

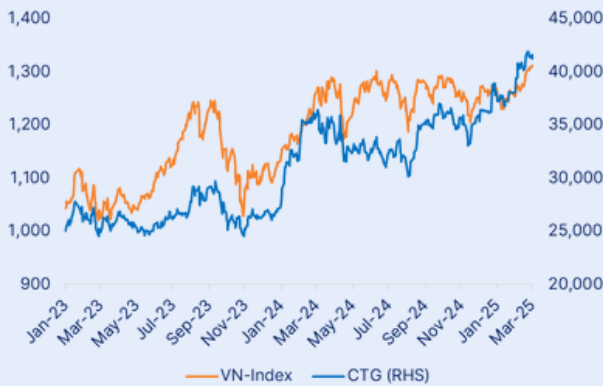
Trưởng nhóm phân tích
Đoàn Thị Ánh Nguyệt
nguyet.dta@shs.com.vn

Khuyến nghị: **Khả quan**
Giá hiện tại (05/03/2025): 41.200 VND
Giá mục tiêu: **47.600 VND**
% tăng/giảm giá: 15,6%

Thông số cơ bản:

| | |
|------------------------|-------------------------------|
| Giá 52T cao/thấp (VNĐ) | 30.150 - 41.900 |
| KLTB (10N) (CP) | 6.890.849 |
| Vốn hóa (Tỷ.đ) | 223.392 |
| SLCPLH (Tr.cp) | 5.369,99 |
| Giới hạn sở hữu NN | 30,0% |
| Tỷ lệ sở hữu NN | 26,7% |
| CP thả nổi | 15,0% |
| Cổ đông lớn | SBV (64,46%) BTMU (19,73%) |

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, FiinProX

| (nghìn tỷ đồng) | 2023 | 2024 | 2025F |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| Tổng TS | 2.032.614 | 2.385.384 | 2.765.950 |
| Cho vay KH | 1.445.572 | 1.685.291 | 1.953.654 |
| Tiền gửi KH | 1.410.899 | 1.606.145 | 1.863.128 |
| LNTT | 24.990 | 31.758 | 39.806 |
| BVPS (VNĐ) | 23.279 | 27.742 | 33.627 |
| EPS (VNĐ) | 3.706 | 4.719 | 5.899 |
| ROAE (%) | 17,00% | 18,38% | 19,11% |
| ROAA (%) | 1,04% | 1,15% | 1,23% |
| NIM (%) | 2,86% | 2,88% | 2,88% |
| CIR (%) | 28,98% | 27,53% | 27,50% |
| NPL (%) | 1,13% | 1,25% | 1,30% |

CAO ĐIỂM LỢI NHUẬN SAU GIAI ĐOẠN TĂNG TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG XỬ LÝ NỢ XẤU

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu CTG trên cơ sở luận điểm đầu tư sau:

- **Tăng trưởng tín dụng dự báo tiếp tục tích cực trong giai đoạn 2025-2026.** Năm 2024, tăng trưởng tín dụng của CTG đạt 16,88%, cao hơn trung bình ngành, được hỗ trợ từ tín dụng bán lẻ và doanh nghiệp FDI. Xu hướng đẩy mạnh đầu tư xây dựng cơ bản và cạnh tranh lãi suất giữa các Ngân hàng hỗ trợ tăng trưởng tín dụng của nhóm NHTMCP Nhà nước.
- **Chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện.** Tỷ lệ hình thành nợ xấu năm 2024 giảm xuống 1,6% từ mức 2,2% năm 2023. Tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2024 đạt 1,25%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu 170,7%, cao thứ 2 toàn ngành. Chi phí tín dụng của CTG theo chiều hướng giảm, xuống 1,7% trong năm 2024 từ mức đỉnh khoảng 1,8-2% trong 3 năm trước. Chúng tôi nhận thấy xu hướng tích cực ở chất lượng tài sản và dự báo chi phí tín dụng tiếp tục giảm trong năm 2025.
- **LNTT năm 2025 dự báo tăng 25% YoY**, được hỗ trợ từ tín dụng tiếp tục mở rộng và chi phí tín dụng giảm sau giai đoạn tăng trích lập dự phòng xử lý nợ xấu năm 2023 – 2024.
- **Kỳ vọng được NHNN chấp thuận tăng vốn điều lệ từ lợi nhuận giữ lại trong năm 2025.** CTG hiện có kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu từ lợi nhuận giữ lại năm 2023 trở về trước với tổng số tiền 37.905 tỷ đồng, tương đương 70,59% vốn điều lệ.
- **Định giá cổ phiếu hấp dẫn so với vị thế và hiệu quả hoạt động.** Sau xu hướng tăng giá từ đầu năm, CTG đang giao dịch ở mức PB 1,5x, cao hơn 11% so với PB trung bình giai đoạn 2019-2025 tuy nhiên vẫn thấp hơn đáng kể so với nhóm Ngân hàng Quốc doanh. Với mức giá hiện tại, PB forward 2025 sẽ giảm xuống 1,23x, mức hấp dẫn để đầu tư.

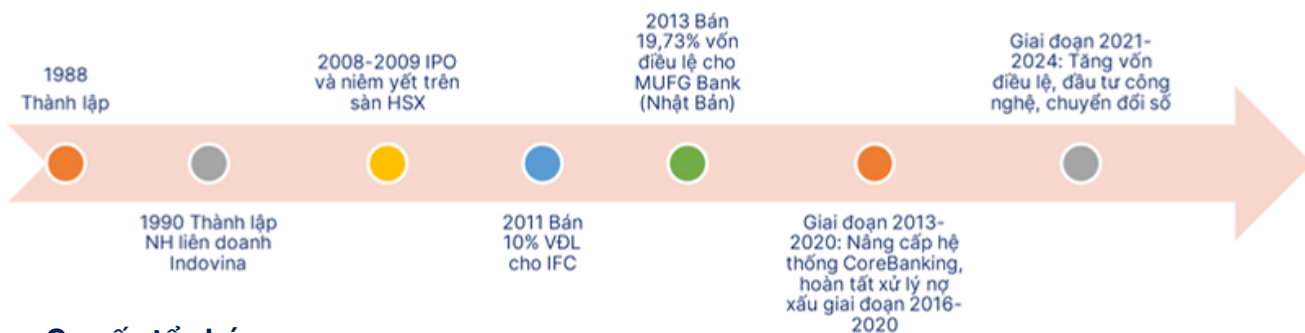
RỦI RO

- CTG tiếp tục trích lập dự phòng ở mức cao để tăng bộ đệm xử lý nợ xấu.
- Khu vực kinh tế tư nhân chậm phục hồi ảnh hưởng đến cầu tín dụng.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTG thành lập năm 1988 với tên gọi Ngân hàng chuyên doanh Công Thương Việt Nam, trực thuộc NHNN Việt Nam, đổi tên thành Ngân hàng Công Thương Việt Nam từ năm 1990. Ngân hàng phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng vào năm 2008, hoạt động theo mô hình Ngân hàng TMCP với vốn điều lệ ban đầu 8 nghìn tỷ đồng. CTG có 2 cổ đông chiến lược nước ngoài là IFC (10%) và MUFG Bank (19,73%), là Ngân hàng TMCP Nhà nước duy nhất có tỷ lệ sở hữu Nhà nước dưới 65%. Tại thời điểm cuối năm 2024, sau 36 năm hoạt động, CTG có quy mô tổng tài sản 2.385.383 tỷ đồng, đứng thứ 2 toàn hệ thống ngân hàng Việt Nam, nắm giữ thị phần số 2 về tín dụng và huy động toàn hệ thống, lần lượt đạt 11% và 10,9% tại thời điểm cuối năm 2024.

Hình 1: Lịch sử hình thành và phát triển của CTG

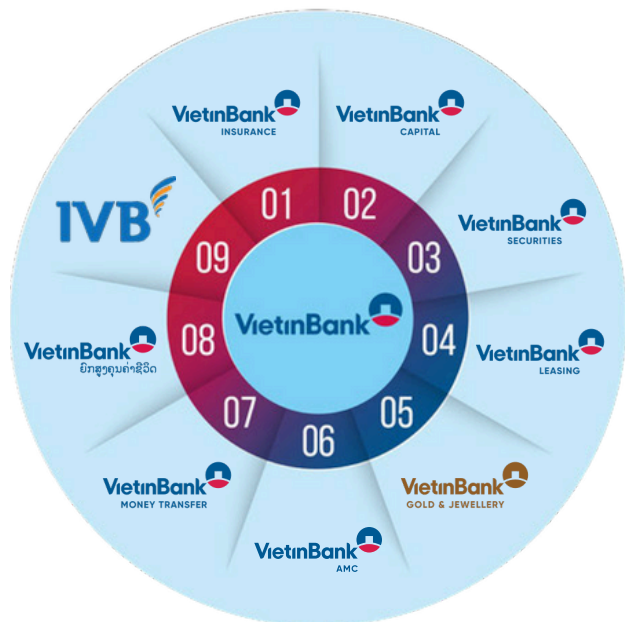


Cơ cấu tổ chức

Hiện CTG có cơ cấu tổ chức gồm 1 trụ sở chính, 3 văn phòng đại diện, 8 đơn vị sự nghiệp, 157 chi nhánh, 953 phòng giao dịch, 7 công ty con, 1 công ty liên kết, 1 Ngân hàng con tại Lào, đứng thứ 3 về mạng lưới kinh doanh trong toàn hệ thống.

Nguồn: CTG, SHS Research

Hình 2: Cơ cấu tổ chức của CTG



Nguồn: Vietinbank

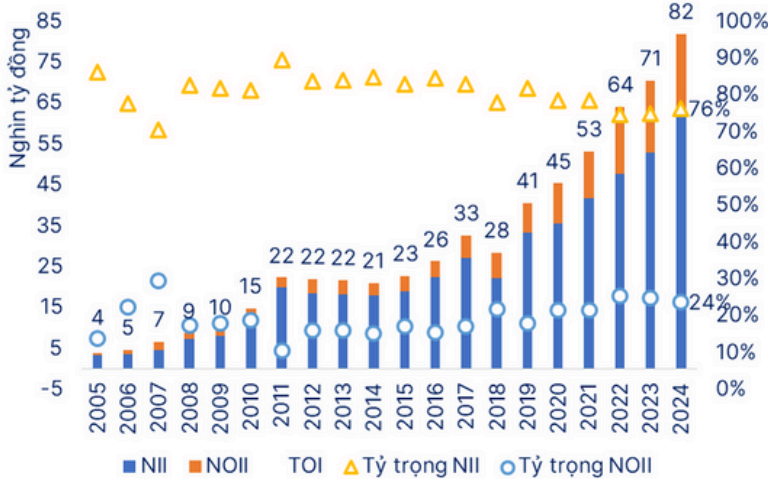
KQKD năm 2023 của các công ty con, công ty liên kết của CTG

| Công ty (Tỷ VND) | Vốn điều lệ | CTG sở hữu | Tổng tài sản | Doanh thu | LNTT |
|-----------------------------|---------------|------------|--------------|-----------|--------------|
| Vietinbank Insurance | 666,7 | 73,37% | 7.694 | 3728 | 363,9 |
| Vietinbank Capital | 300 | 100% | 414,7 | 13.5 | 9,83 |
| Vietinbank Securities | 1.487 | 75,64% | 8.457 | 1.144 | 230,9 |
| Vietinbank Leasing | 1000 | 100% | 5.595 | 556 | 145,9 |
| Vietinbank Gold & Jewellery | 200 | 100% | 293,3 | 30.1* | -23,6 |
| Vietinbank AMC | 120 | 100% | 194 | 113.3 | 83,7 |
| Vietinbank Money Transfer | 50 | 100% | 291 | 74.4 | 40 |
| Vietinbank Lào | 62 triệu USD | 100% | 5.685 | 4.308** | 65,8 |
| Vietinbank Indovina | 193 triệu USD | 50% | 63.9 | 33.200** | 496 |
| Đóng góp vào CTG | | | | | 1.011 |

*: Lợi nhuận gộp **: Dư nợ tín dụng

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Cơ cấu thu nhập của CTG giai đoạn 2005-2024



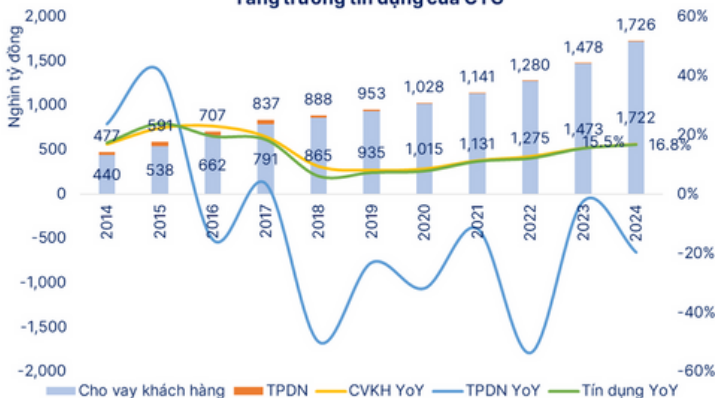
Nguồn: CTG, FiinProX, SHS Research

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của CTG là hoạt động tín dụng với tỷ trọng thu nhập lãi thuần (NII) chiếm khoảng 75%-76% tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong 3 năm gần đây. Trong giai đoạn 2020 – 2024, thu nhập ngoài lãi của CTG liên tục cải thiện với tốc độ tăng trưởng kép 21%, chiếm tỷ lệ 24-25% tổng thu nhập hoạt động. Động lực chính thúc đẩy thu nhập ngoài lãi của CTG là thu nhập từ xử lý nợ xấu, hoạt động kinh doanh ngoại hối hiệu quả và thu nhập từ mảng bancassurance với hợp đồng hợp tác độc quyền với Manulife trong thời hạn 16 năm từ năm 2022.

HOẠT ĐỘNG TÍN DỤNG

Tăng trưởng tín dụng đang cải thiện so với trung bình ngành và tương quan với 2 Ngân hàng BID và VCB. Trong giai đoạn 2018-2020, CTG ghi nhận tăng trưởng tín dụng thấp với với trung bình ngành và các Ngân hàng quốc doanh còn lại, khi Ngân hàng tập trung vào công tác xử lý nợ xấu. Tăng trưởng tín dụng của CTG đã có cải thiện đáng kể từ năm 2022 so với trung bình ngành và tương quan với 2 Ngân hàng BID và VCB. Năm 2024, tăng trưởng tín dụng của CTG đạt 16,75%, cao hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng toàn ngành (riêng Q4.2024 tăng 7,2%) và cao nhất trong nhóm NHTM Quốc doanh. Dư nợ cho vay khách hàng của CTG tại thời điểm 31/12/2024 đạt 1.721.955 tỷ đồng, tăng 16,9% YoY, chiếm 11% thị phần toàn hệ thống, tăng 0,1% thị phần so với năm 2023.

Tăng trưởng tín dụng của CTG



Tăng trưởng tín dụng của 3 Ngân hàng Quốc doanh giai đoạn 2015-2024



Nguồn: CTG, FiinProX, SHS Research

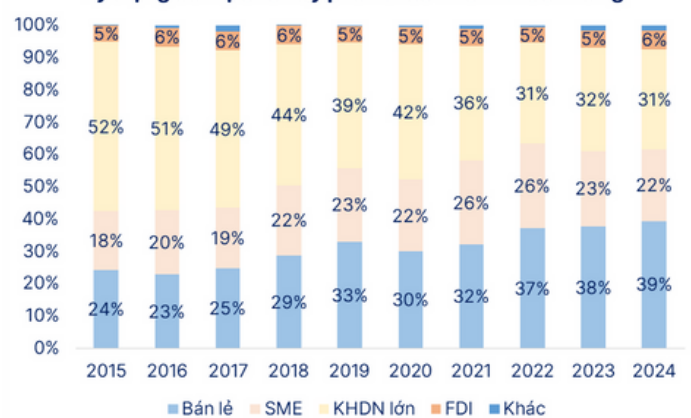
Chi tiết theo nhóm khách hàng, tăng trưởng tín dụng của CTG năm 2024 đã đồng đều hơn giữa các nhóm khách hàng so với giai đoạn 2021-2023, với tín dụng bán lẻ tiếp tục giữ vai trò chủ đạo và sự phục hồi của tín dụng SME. Cụ thể, tín dụng bán lẻ tăng trưởng 22% YoY, nhóm khách hàng doanh nghiệp FDI tăng 26% YoY, nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn tăng trưởng 14% YoY và tín dụng SME tăng nhẹ 10% YoY.

Cơ cấu tín dụng tương đối cân bằng giữa khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân. Vị thế Ngân hàng Quốc doanh giúp CTG có lợi thế về cung cấp dịch vụ cho Doanh nghiệp nhà nước và khách hàng doanh nghiệp lớn. Giai đoạn trước năm 2022, khách hàng doanh nghiệp lớn là phân khúc chiếm tỷ trọng tín dụng lớn nhất của CTG với tỷ trọng 42% vào cuối năm 2020. Trong giai đoạn 2022-2024, tỷ trọng tín dụng thuộc phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn có xu hướng giảm dần trước diễn biến tăng trưởng tích cực của nhóm khách hàng bán lẻ với tỷ lệ giảm xuống còn 31-32%, xếp vị trí thứ 2 về tỷ trọng tín dụng. Tín dụng bán lẻ đang trở thành động lực tăng trưởng tại CTG với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2015-2024 là 20,3%, vượt trội so với tăng trưởng 13,8% của toàn ngân hàng và 7,4% của nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn.

Tăng trưởng tín dụng YTD theo nhóm Khách hàng



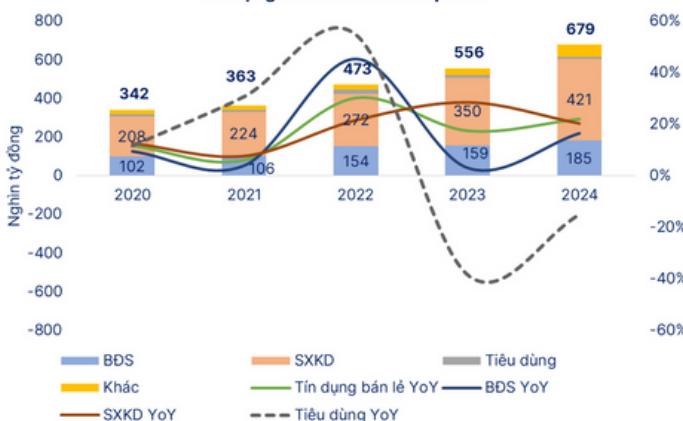
Tỷ trọng dư nợ cho vay phân theo nhóm khách hàng



Nguồn: CTG, SHS Research

Dư nợ tín dụng dịch chuyển về nhóm khách hàng cá nhân. Xu hướng chung của ngành Ngân hàng là tập trung giành thị phần tại phân khúc Bán lẻ (khách hàng cá nhân) với tiềm năng tăng trưởng và lợi suất cao hơn nhằm tối đa hóa lợi nhuận. CTG đang tập trung đẩy mạnh tín dụng bán lẻ trong 5 năm trở lại đây nhằm tận dụng tốt hơn lợi thế về Ngân hàng Quốc doanh, cơ sở khách hàng doanh nghiệp và mạng lưới giao dịch rộng khắp. Tỷ trọng cho vay mảng KHCN có sự cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2019-2024, từ mức 33% lên 39% tổng tín dụng. Việc đẩy mạnh tín dụng bán lẻ kỳ vọng giúp cải thiện lợi suất tài sản của CTG và tạo ra cơ hội bán chéo các dịch vụ tính phí như dịch vụ thanh toán, thẻ và bảo hiểm.

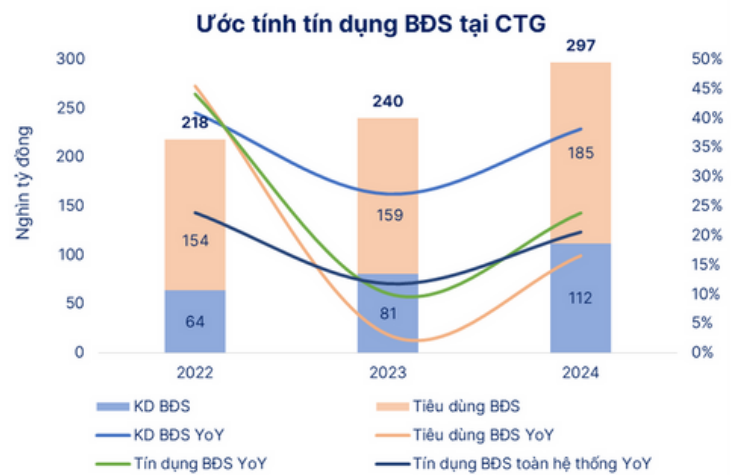
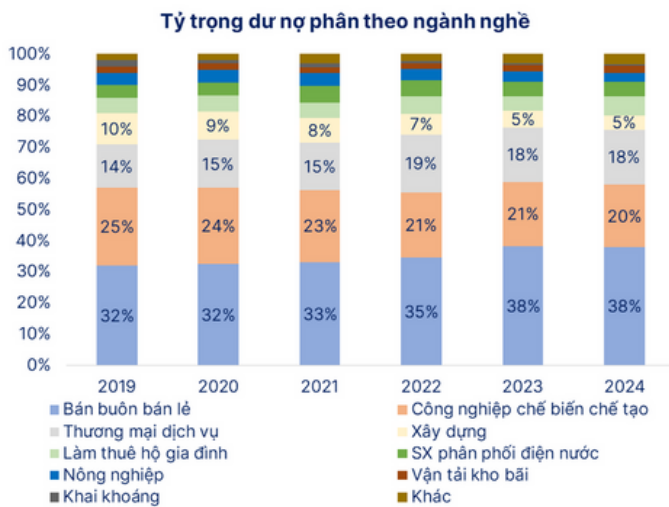
Tín dụng cá nhân theo sản phẩm



Nguồn: CTG, SHS Research

Tín dụng bán lẻ của CTG chủ yếu phục vụ sản xuất kinh doanh với tỷ lệ 62% tổng tín dụng bán lẻ tại thời điểm cuối năm 2024. Dư nợ tín dụng tiêu dùng BĐS chiếm 27,3% dư nợ tín dụng bán lẻ, tương đương 10,8% tổng tín dụng. Cho vay tiêu dùng chỉ chiếm 1,6% tỷ trọng tín dụng bán lẻ, tương đương 0,6% tổng dư nợ tín dụng, tiếp tục xu hướng giảm từ năm 2023.

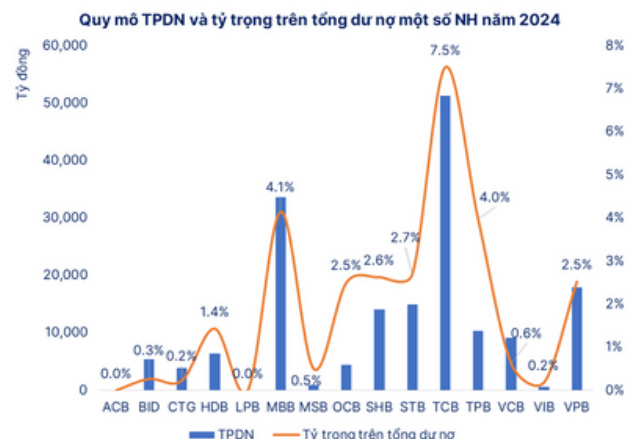
Chi tiết theo ngành nghề, tại thời điểm cuối năm 2024, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng dư nợ của CTG là mảng thương mại với tỷ trọng bán buôn bán lẻ và thương mại dịch vụ đạt 56%, tăng so với tỷ trọng 46% thời điểm năm 2019, cùng chiều với xu hướng mở rộng tín dụng bán lẻ của CTG. Mảng sản xuất (bao gồm công nghiệp, sản xuất phân phối điện nước và khai khoáng) chiếm tỷ trọng 25% tổng dư nợ, theo xu hướng giảm từ tỷ trọng 35% của năm 2019. Tín dụng liên quan đến Bất động sản của CTG ước tính chiếm tỷ trọng khoảng 17% tổng dư nợ, trong đó mảng tiêu dùng BĐS chiếm 10,7%, được ghi nhận ở phần bán buôn bán lẻ, mảng kinh doanh BĐS chiếm khoảng hơn 6%, được ghi nhận ở phần thương mại dịch vụ. Tốc độ tăng trưởng tín dụng mảng BĐS năm 2024 khoảng 24%, cao hơn mức 20,6% của toàn hệ thống. Với đặc thù chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tín dụng là khách hàng cá nhân thuộc ngành thương mại, 66% dư nợ tín dụng của CTG là tín dụng ngắn hạn.



Nguồn: CTG, SHS Research

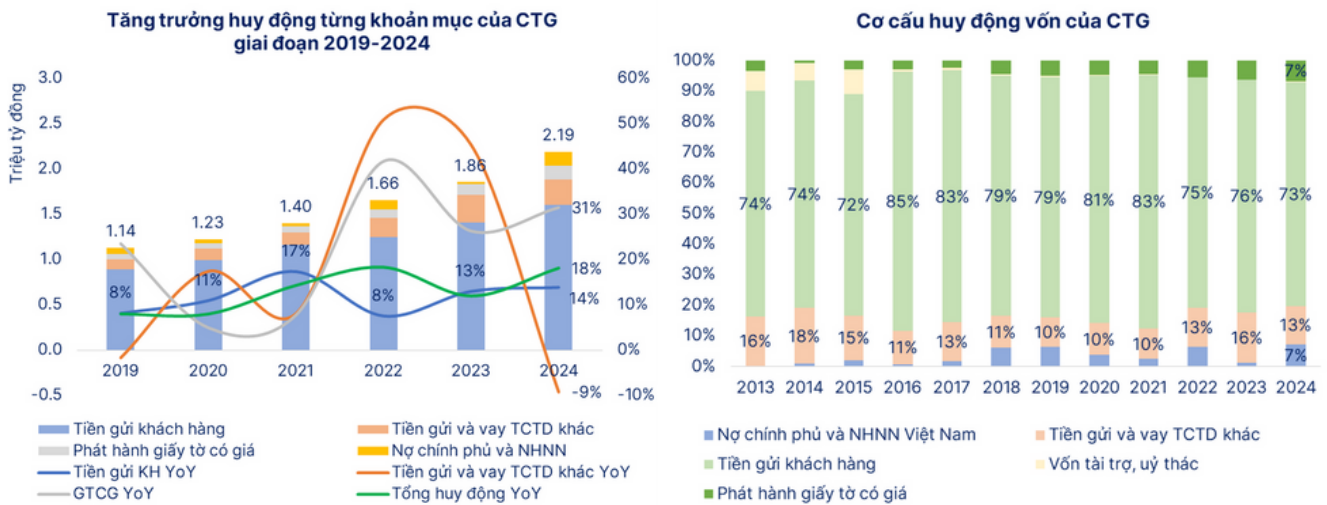
Năm 2025, CTG được NHNN cấp room tín dụng lần đầu 15%. Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 16% với tăng trưởng dư nợ của phân khúc KHDN lớn 13-15%, phân khúc SME 13-15% hoặc cao hơn, phân khúc FDI 25% và phân khúc bán lẻ 20-22%. Chúng tôi đánh giá mức mục tiêu tăng trưởng tín dụng của CTG là khả thi trong bối cảnh Quốc hội đã thông qua mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2025 đạt 8% trở lên, được hỗ trợ từ tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống khoảng 16%. Dư nợ nhóm Bán lẻ và SME kỳ vọng khả quan hơn khi hoạt động cho vay mua nhà được dự báo diễn biến tích cực theo chu trình mở bán sau hơn 2 năm phát triển dự án và các doanh nghiệp SME, cá nhân sản xuất kinh doanh sẽ gia tăng đầu tư đón đầu sự phục hồi.

Giảm mạnh đầu tư trái phiếu doanh nghiệp



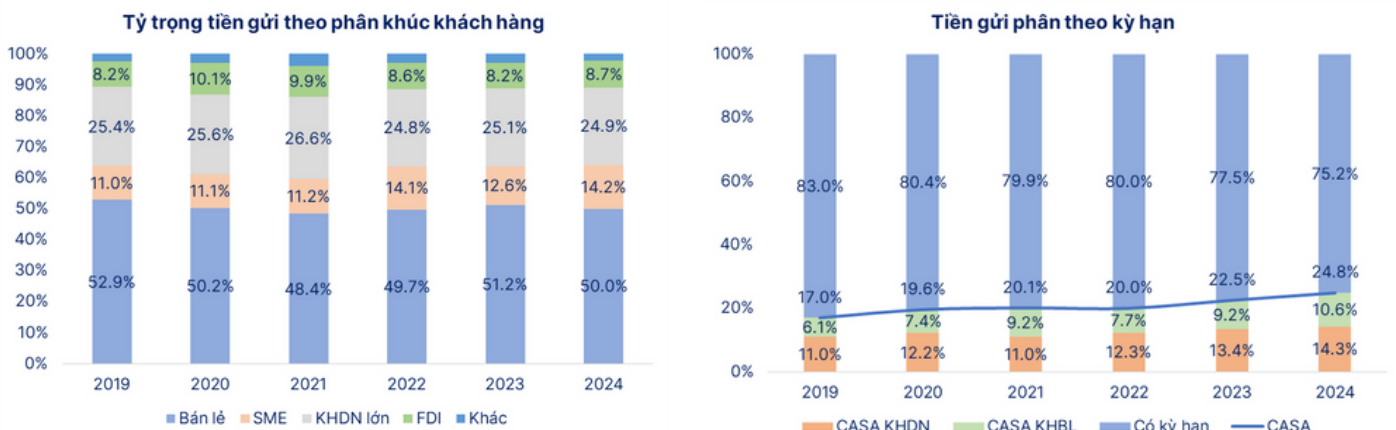
CTG đã trải qua giai đoạn xử lý nợ xấu năm 2012-2017, theo xu hướng chung của ngành ngân hàng khi nợ xấu tăng cao sau giai đoạn lãi suất cao và tín dụng tăng nóng, khiến nhiều khoản vay doanh nghiệp nhà nước và dự án BOT kém hiệu quả. CTG cũng chú trọng xử lý tài sản, đẩy mạnh bán nợ xấu qua VAMC, ghi nhận trái phiếu VAMC tăng mạnh năm 2018-2019 khi chủ tịch HĐQT và CEO mới được bổ nhiệm vào cuối năm 2018. Sau giai đoạn xử lý nợ xấu, hoạt động của CTG đã theo hướng thận trọng hơn với dư nợ trái phiếu doanh nghiệp giảm mạnh, không theo xu hướng tăng mạnh của toàn hệ thống năm 2020-2022. CTG hiện duy trì tỷ trọng nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp ở mức thấp nhất lịch sử, chỉ còn chiếm khoảng 0,2% tổng dư nợ tín dụng của ngân hàng. CTG cũng là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp ở mức thấp nhất trong ngành hiện nay.

HUY ĐỘNG VỐN



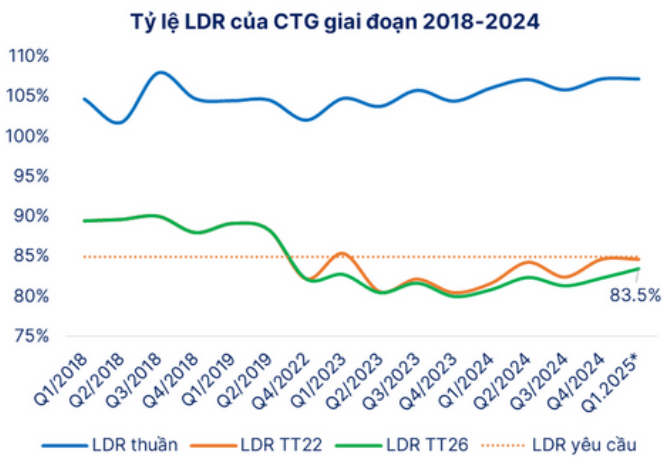
Nguồn: FiinProX, SHS Research

Năm 2024, CTG huy động 2,19 triệu tỷ đồng, tăng trưởng 18% YoY trong đó huy động từ dân cư đạt 1,6 triệu tỷ đồng, tăng trưởng 14% YoY, cao hơn mức tăng trưởng huy động 9% của toàn hệ thống. Tốc độ tăng trưởng huy động cao hơn giúp thị phần tiền gửi tại CTG cuối năm 2024 đạt 10,9%, tăng 0,5% thị phần so với thời điểm cuối tháng 11/2023. CTG cũng tăng mạnh phát hành GTCG (+ 31% YoY, trong đó chứng chỉ tiền gửi tăng 42%, trái phiếu tăng vốn cấp 2 tăng 12%), giảm vay vốn trên thị trường liên Ngân hàng.



Nguồn: BCTC CTG, SHS Research

Lợi thế Ngân hàng Quốc doanh giúp CTG có tỷ lệ nguồn vốn huy động từ dân cư cao hơn trung bình toàn ngành, dù vẫn thấp hơn so với nhóm NHTMCP Nhà nước. Khối khách hàng cá nhân trở thành nhóm có tỷ trọng đóng góp lớn nhất trong tiền gửi của khách hàng tại CTG với tỷ lệ 50% trong năm 2024. Xét về CASA, nhóm khách hàng doanh nghiệp vẫn có đóng góp nhiều hơn với 57,5% tổng CASA năm 2024, tuy nhiên nhóm khách hàng bán lẻ đang tăng tỷ trọng nhanh chóng. Tỷ lệ CASA tại CTG có xu hướng tăng trưởng tích cực từ năm 2019-2024, cùng chiều với xu hướng tăng mạnh của nhóm khách hàng cá nhân.



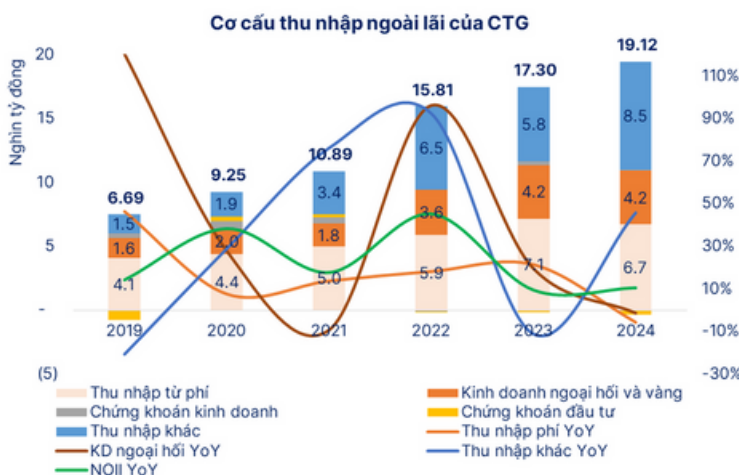
Nguồn: FiinProX, SHS Research

Các tỷ lệ cân đối về LDR và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của CTG vẫn đảm bảo an toàn theo quy định của NHNN. Cụ thể, tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ LDR của CTG thời điểm cuối năm 2024 là 83,1%, tương đương nhóm NHTMCP Nhà nước, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn là 22%, thấp hơn mức trung bình 24% của nhóm NHTMCP Nhà nước và thấp hơn khá nhiều giới hạn 30% theo quy định. Theo chúng tôi ước tính, tỷ lệ LDR thời điểm Q1.2025 khi tiền gửi có kỳ hạn của KBNN được sử dụng để tính toán LDR giảm xuống 20% là khoảng 83,5%, vẫn thấp hơn mức trần 85% theo quy định.

Áp lực đảm bảo tỷ lệ LDR sẽ cao hơn trong năm 2026 khi các NHTM phải loại trừ 100% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN khi tính toán tổng tiền gửi.

HOẠT ĐỘNG PHI TÍN DỤNG

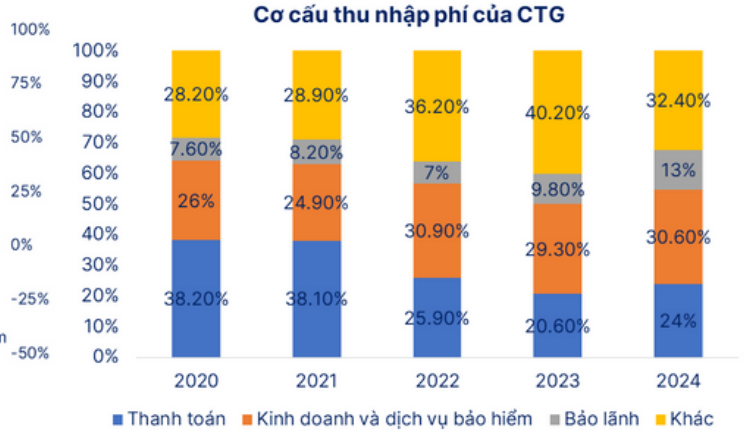
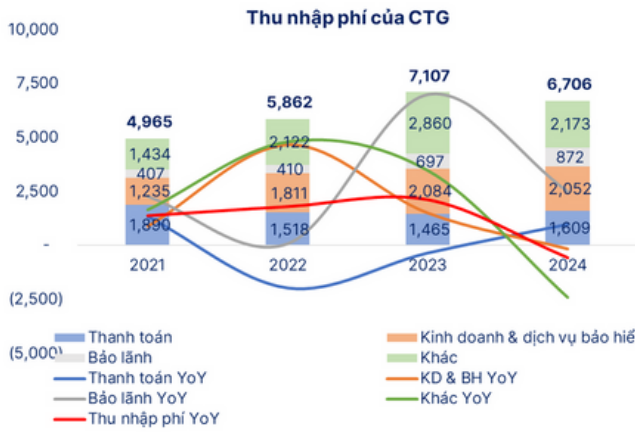
Trong giai đoạn 2020 – 2024, thu nhập ngoài lãi của CTG liên tục cải thiện với tốc độ tăng trưởng kép 21%, được hỗ trợ nhờ cơ sở khách hàng ngày càng mở rộng, hiệu quả kinh doanh mảng vàng, ngoại hối ngày càng gia tăng và hoạt động xử lý nợ xấu mang lại kết quả khả quan. Năm 2024, CTG thu được 19,5 tỷ đồng thu nhập ngoài lãi (+ 10,5% YoY), trong đó thu nhập từ phí đóng góp 35%, kinh doanh ngoại hối và vàng đóng góp 22% và thu nhập khác đóng góp 44% tổng thu nhập.



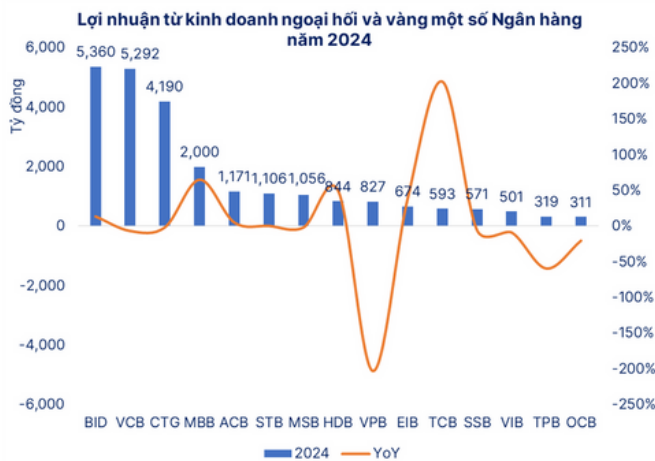
Nguồn: CTG, FiinProX, SHS Research

| Thị phần của CTG | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------------------|----------|--------|----------|
| Thanh toán XNK | 12,90% | 16,40% | 21,20% |
| Kinh doanh ngoại tệ trên TT2 | 11-13% | 10-12% | 10-11% |
| Kinh doanh ngoại tệ trên TT1 | 13-14,5% | 13,50% | 13-14,5% |
| Thanh toán thẻ | 14,20% | 14% | 15,90% |

Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ của CTG năm 2024 giảm 5,7% YoY, cùng chiều với xu hướng giảm doanh thu phí dịch vụ của toàn hệ thống. Diễn biến giảm phí dịch vụ đến từ đà giảm của thu nhập khác, bảo hiểm và thu nhập phí. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy sự gia tăng thị phần của CTG đối với mảng thanh toán xuất nhập khẩu và thanh toán thẻ. Do vậy có thể kỳ vọng sự cải thiện thu nhập từ phí trong năm 2025 khi nền kinh tế tiếp tục phục hồi.



Nguồn: CTG, SHS Research



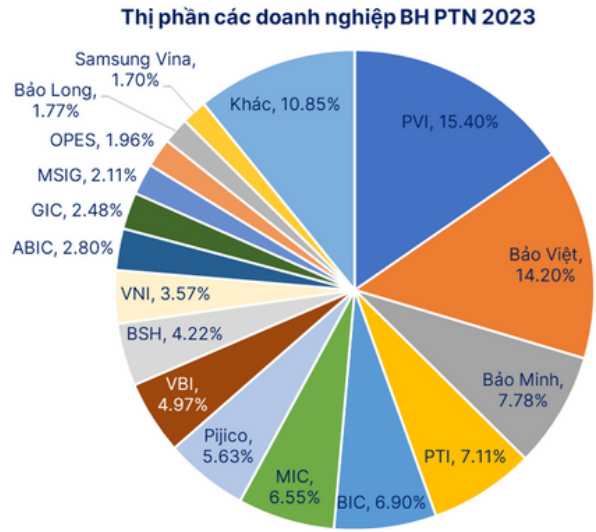
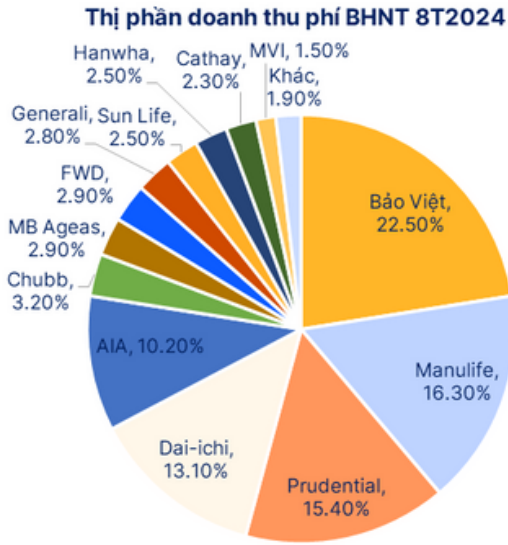
Nguồn: Fiin, SHS Research

Về thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và vàng, CTG thuộc nhóm các Ngân hàng có thu nhập từ mảng ngoại hối và vàng cao nhất hệ thống với thị phần kinh doanh ngoại tệ đạt 13-14,5% trên thị trường 1 và 10-11% trên thị trường 2. Năm 2024, CTG ghi nhận 4.190 tỷ đồng thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và vàng, giảm nhẹ 1,37% so với mức cao năm 2023. Chúng tôi dự kiến thu nhập từ mảng ngoại hối và vàng tiếp tục đem lại hơn 4.000 tỷ đồng cho CTG trong năm 2025.

Đóng góp chủ yếu trong thu nhập ngoài lãi của CTG là thu nhập khác từ xử lý nợ xấu đã xóa. CTG thu về 8.449 tỷ đồng từ xử lý nợ xấu (+46% YoY), đóng góp 44% thu nhập ngoài lãi, tăng cao so với kỳ vọng thu được khoảng 4,7 – 5 nghìn tỷ đồng trong cả năm 2024 theo như chia sẻ của ban lãnh đạo ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xử lý nợ xấu của CTG tiếp tục thuận lợi trong năm 2025 với triển vọng phục hồi của thị trường bất động sản. Ngân hàng cũng tập trung phát triển trung tâm xử lý nợ cho các khoản vay bán lẻ và trực tuyến để nâng cao tỷ lệ thu hồi đối với các khoản vay quy mô nhỏ. Năm 2025, CTG lên kế hoạch thu hồi nợ xử lý rủi ro đạt khoảng 8 -10 nghìn tỷ đồng.

MẢNG BẢO HIỂM CỦA CTG

CTG phân phối sản phẩm bảo hiểm nhân thọ qua hợp đồng độc quyền Bancassurance với Manulife Việt Nam và cung cấp dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ qua công ty con Vietinbank Insurance (VBI), CTG sở hữu 73,37% vốn.



Nguồn: MOF, SHS Research

Năm 2022, CTG ký hợp đồng độc quyền cung cấp dịch vụ bảo hiểm nhân thọ với Manulife Việt Nam - TOP 2 thị phần bảo hiểm nhân thọ tại Việt Nam - thời hạn 16 năm. Phí trả trước của hợp đồng độc quyền ước tính khoảng 250 triệu USD, dự kiến được ghi nhận vào thu nhập khác của mảng dịch vụ trong 05 năm, bắt đầu từ năm 2022. Mảng bảo hiểm nhân thọ của CTG vẫn trong giai đoạn khó khăn khi phí bảo hiểm quy theo năm APE năm 2024 giảm hơn 40% so với năm 2023, mạnh hơn đáng kể mức giảm 5% của thị trường bảo hiểm nhân thọ. Nguyên nhân do thị phần doanh số bảo hiểm khai thác mới của Manulife đang giảm so với năm trước. 8T2024, tổng doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới đạt 15.924 tỷ đồng (-17,2% YoY), trong đó thị phần của Manulife là 10,4%, thấp hơn đáng kể mức thị phần 16% tính theo tổng doanh thu bảo hiểm trong 8T2024.

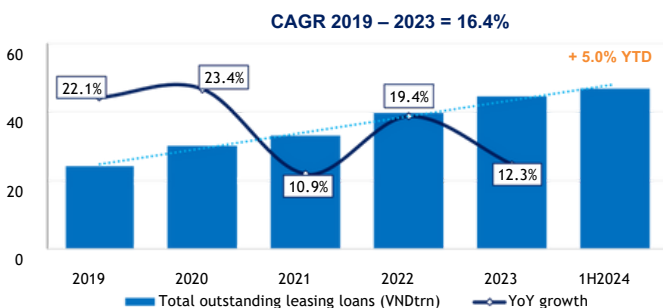
Doanh thu mảng bảo hiểm của CTG được hỗ trợ từ bảo hiểm phi nhân thọ khi tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm gốc của VBI năm 2024 đạt hơn 17%, cao hơn tốc độ tăng trưởng chung 10,2% của toàn thị trường. Cụ thể, tổng doanh thu công ty đạt gần 4.500 tỷ đồng, tương đương thị phần 5,75%, giúp VBI vươn lên vị trí thứ 7 về thị phần, tăng một bậc so với năm 2023. Tỷ suất lợi nhuận của VBI đạt gần 16%, nằm trong nhóm doanh nghiệp dẫn đầu ngành. Năm 2025, VBI đặt mục tiêu doanh thu phí đạt hơn 5.000 tỷ đồng, tăng trưởng 20%.

Chúng tôi đánh giá thị trường bảo hiểm Việt Nam còn nhiều tiềm năng phát triển khi tỷ lệ thâm nhập của Bảo hiểm Việt Nam thấp hơn nhiều so với các quốc gia trong khu vực. Tỷ lệ thâm nhập của tổng doanh thu phí bảo hiểm của Việt Nam năm 2023 chỉ là mức 2,31% GDP, so với tỷ lệ 12% của Mỹ, 9,65% của Singapore và 4,46% của Malaysia. Theo Bộ Tài chính, thị trường bảo hiểm năm 2025 dự kiến tiếp tục phục hồi với doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ ước tăng 3% YoY, bảo hiểm phi nhân thọ tăng 9,77% YoY. Mảng bảo hiểm của CTG dự kiến tiếp tục được hỗ trợ từ phân khúc bảo hiểm phi nhân thọ. Mảng bảo hiểm nhân thọ sẽ còn cần thời gian để phục hồi so với thời kỳ đỉnh cao trước đó, theo dự kiến của CTG là khoảng cuối năm 2025 hoặc sang năm 2026.

VIETINBANK LEASING - NHIỀU BƯỚC TIẾN TRONG CÔNG TÁC XỬ LÝ NỢ XẤU

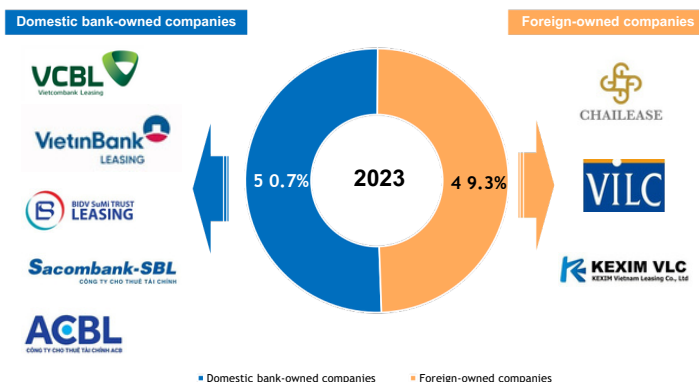
Hiện Việt Nam đang có 10 doanh nghiệp cho thuê tài chính đang hoạt động, bao gồm sáu công ty Việt Nam, một công ty liên doanh (BSL) và ba công ty 100% vốn nước ngoài. Quy mô thị trường cho thuê tài chính còn rất nhỏ với tổng dư nợ cuối năm 2023 mới đạt 45 - 46 nghìn tỷ đồng, chiếm 0,34% tổng dư nợ tín dụng, với 15 nghìn khách hàng trong tổng số 800 nghìn doanh nghiệp đang hoạt động. Nhóm các doanh nghiệp trong nước chiếm 50,7% thị phần, phần còn lại thuộc về nhóm doanh nghiệp nước ngoài. Các sản phẩm phổ biến trên thị trường bao gồm phương tiện vận tải, máy móc xây dựng và máy móc công nghiệp.

Dư nợ tín dụng thị trường CTTC Việt Nam



Nguồn: Fiin Ratings

Thị phần CTTC Việt Nam theo nhóm doanh nghiệp



Theo Hiệp hội Cho thuê tài chính Việt Nam (VILEA), tại thời điểm cuối năm 2024, tổng dư nợ của các công ty thành viên hiệp hội (8/10 công ty) đạt 40.496,6 tỷ đồng (+8,6% YoY), tỷ lệ nợ xấu 1,68% tương đương 680 tỷ đồng, tăng so với mức 0,68% năm 2023.

Chỉ tiêu tài chính của Vietinbank Leasing

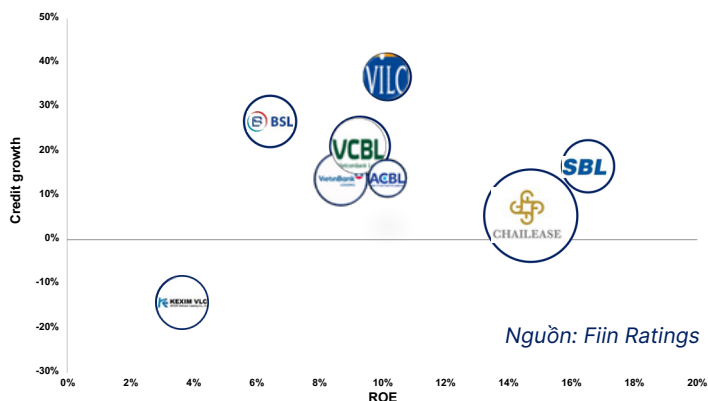
| Chỉ tiêu (Tỷ đồng) | 2022 | 2023 | 2024 | KH 2025 |
|--------------------|--------|-------|---------|---------|
| Dư nợ cấp tín dụng | 4.626 | 5.404 | 4.639 | 5.566,8 |
| YoY | | 16,8% | -14,16% | ≥ 20% |
| LNTT | 141,36 | 145,9 | 24,62 | 124,8 |
| YoY | | 3,21% | -83,13% | |
| Tỷ lệ nợ xấu | | | 2,54% | ≤ 1,5% |
| Nợ nhóm 2 | | | 1,14% | ≤ 2% |

Nguồn: VBL

Vietinbank Leasing có vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng, đứng thứ 3 trong số các CTTC đang hoạt động tại Việt Nam, hiệu quả kinh doanh ở mức trung bình trong ngành. Hoạt động kinh doanh của Vietinbank Leasing giảm mạnh trong năm 2024 do tập trung xử lý nợ xấu. Quy mô tín dụng thời điểm cuối năm 2024 của Vietinbank Leasing là 4.639 tỷ đồng (-14% YoY), LNTT 24,62 tỷ đồng (-83% YoY), nợ xấu 117,56 tỷ đồng (-28% YoY, chiếm 2,54% tổng dư nợ), nợ cần chú ý 52,8 tỷ đồng (-70% YoY, tỷ lệ 1,14%). LNTT năm 2024 của Vietinbank Leasing được hỗ trợ nhờ công ty xử lý thu hồi được 100 tỷ đồng nợ xấu (trong đó 94,5 tỷ đồng của CTCP ĐTXD Trung Nam).

Vietinbank Leasing kỳ vọng hoạt động kinh doanh năm 2025 sẽ cải thiện hơn khi nợ xấu được xử lý. Công ty lên kế hoạch dư nợ cấp tín dụng tăng tối thiểu 20% so với năm 2024, tỷ lệ nợ nhóm 2 dưới 2% và tỷ lệ nợ xấu dưới 1,5%, LNTT 124,8 tỷ đồng.

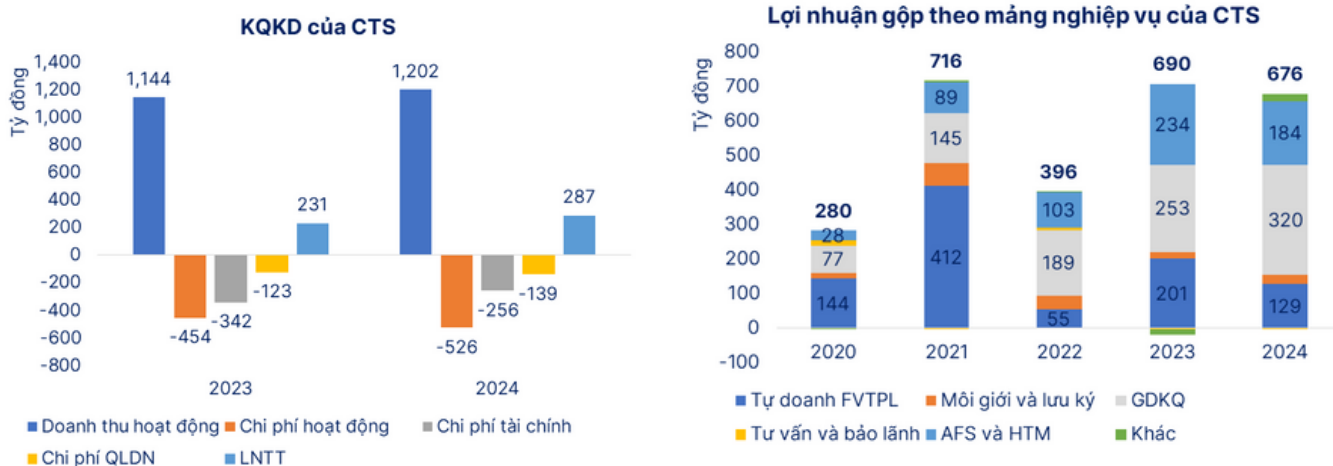
Hiệu quả hoạt động của các CTTC năm 2023



Nguồn: Fiin Ratings

VIETINBANK SECURITIES (CTS) - TÍN HIỆU TÍCH CỰC TỪ MẢNG TRÁI PHIẾU

CTS là công ty con do CTG sở hữu 75,65%, vốn điều lệ hiện tại 1.487 tỷ đồng. Năm 2024, CTS ghi nhận 287 tỷ đồng LNTT (+ 24,5% YoY), vượt 2,6% kế hoạch năm. Lợi nhuận gộp của CTS được đóng góp chủ yếu từ hoạt động giao dịch ký quỹ và mảng tự doanh, chủ yếu từ tài sản AFS và HTM.



Nguồn: FiinProX, SHS Research

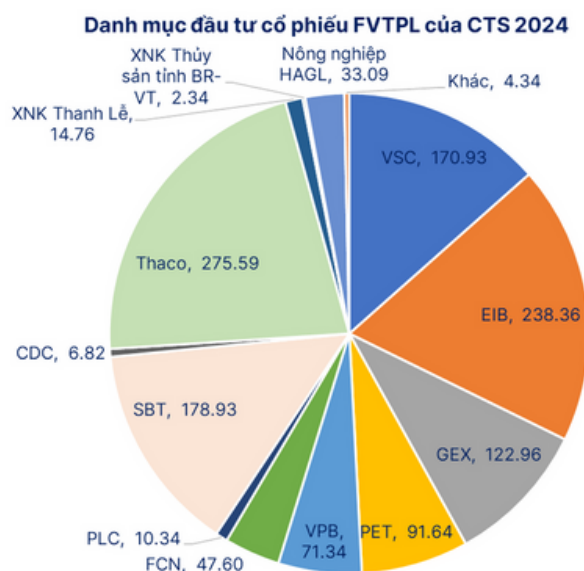
Về mảng môi giới cổ phiếu, thị phần của CTS tương đối khiêm tốn, ước tính đạt 0,64% trên cả 3 sàn trong năm 2024. Giá trị giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư qua CTS năm 2024 đạt 67.581 tỷ đồng, tăng 4,89% YoY với tổng số lượng tài khoản có giao dịch thực tế trong năm 2023 là 12.245 tài khoản. Dư nợ cho vay GDKQ thời điểm cuối năm 2024 đạt 3.241 tỷ đồng (+16,7% YoY), tỷ lệ dư nợ/VCSH 144%, ở mức tương đối cao trong ngành. Tín hiệu tích cực ở mảng giao dịch trái phiếu với giá trị giao dịch của nhà đầu tư qua CTS và giá trị giao dịch của CTS trong năm 2024 đều tăng mạnh so với cùng kỳ.

| Hoạt động Môi giới | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Cho vay GDKQ | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu | 149 | 102 | 100 | 109 | Dư nợ cho vay | 1,595 | 1,510 | 2,777 | 3,241 |
| Chi phí | 91 | 66 | 78 | 76 | Dư nợ/VCSH | 88% | 81% | 136% | 144% |
| Giá trị GD CP qua CTS | 97,826 | 66,469 | 64,433 | 67,581 | Thị phần cho vay | 0,82% | 1,23% | 1,52% | 1,30% |
| Giá trị GD TP qua CTS | 130 | 79 | 3,426 | 25,635 | Doanh thu | 145.3 | 189.2 | 253.4 | 319.6 |
| Thị phần MG | | 0.66% | 0.73% | 0.64% | Lãi suất ước tính | | 12% | 12% | 11% |
| Biên LN gộp | | 35% | 22% | 30% | Chi phí lãi vay | 129.1 | 200.0 | 307.1 | 251.3 |
| Môi giới phí | | 0.15% | 0.16% | 0.16% | Tiền gửi của NĐT | 675 | 368 | 984 | 760 |

Nguồn: BCTC CTS

Về giao dịch tự doanh, tổng khoản mục khoản mục đầu tư của CTS có giá trị 4.962 tỷ đồng (+8,1% YoY), trong đó khoản mục đầu tư FVTPL có giá trị 2.573 tỷ đồng, chiếm 51,8% tổng khoản đầu tư, tăng 26% so với cùng kỳ. 47,1% khoản đầu tư của CTS là tiền gửi và công cụ thị trường tiền tệ, 27,2% phân bổ vào trái phiếu và 25,7% phân bổ vào cổ phiếu.

| Khoản đầu tư | Loại chứng khoán | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| FVTPL | Cổ phiếu niêm yết | 672 | 516 | 876 | 943 |
| | CCQ | 0 | 0 | 6 | 7 |
| | Cổ phiếu chưa niêm yết | 241 | 425 | 307 | 326 |
| | Trái phiếu | 807 | 753 | 440 | 668 |
| | Công cụ thị trường tiền tệ | 0 | 110 | 408 | 628 |
| AFS | CPNY | 0 | 27 | 0 | 0 |
| | TP chưa NY | 0 | 0 | 340 | 681 |
| | GTCG | 160 | 250 | 428 | 0 |
| HTM | Tiền gửi có kỳ hạn | 2.138 | 1.138 | 1.783 | 1.709 |
| Tổng | | 4.018 | 3.219 | 4.589 | 4.962 |



Nguồn: BCTC CTS

Danh mục đầu tư cổ phiếu FVTPL của CTS chiếm tỷ trọng lớn là Thaco, EIB, GEX, VSC, PET, VPB, SBT. Ước tính theo giá cổ phiếu tại ngày kết thúc năm 2024 và ngày 28/02/2025, danh mục cổ phiếu niêm yết đang có chênh lệch giá tăng 85 tỷ đồng.

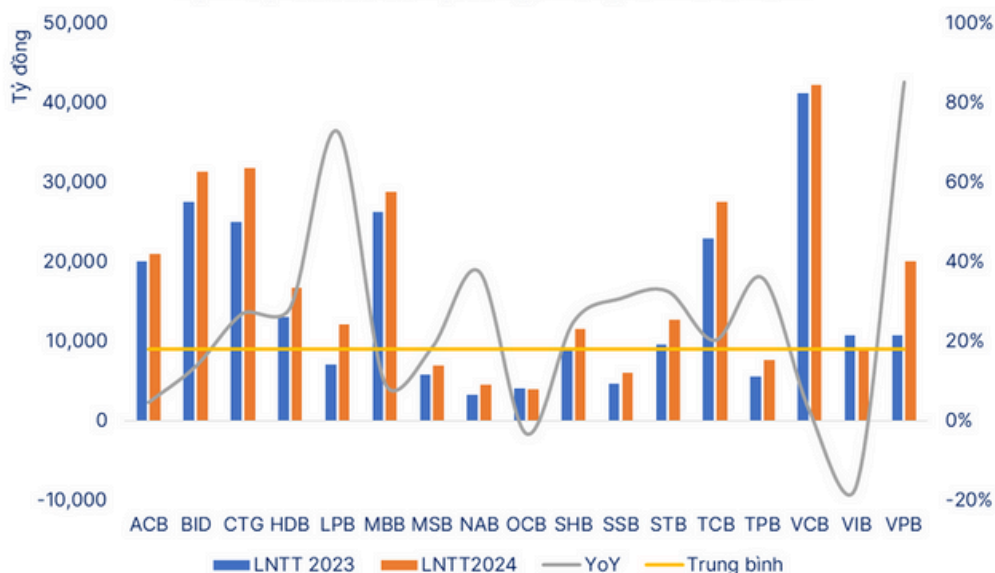
Năm 2025, CTS được Ngân hàng mẹ CTG giao chỉ tiêu LNTT 297,4 tỷ đồng, tăng 3,5% YoY. Chúng tôi đánh giá mục tiêu tăng trưởng của CTS tương đối thận trọng và kỳ vọng KQKD của CTS tiếp tục khả quan trong năm 2025.

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024

Bảng 1: Kết quả kinh doanh năm 2024 của CTG

| Chỉ tiêu (Tỷ đồng) | 2023 | YoY | 2024 | YoY |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Thu nhập lãi thuần | 52.957 | 10,8% | 62.403 | 17,8% |
| Thu nhập ngoài lãi | 17.591 | 7,8% | 19.506 | 10,9% |
| Thu nhập từ phí | 7.114 | 21,4% | 6.706 | -5,7% |
| Thu từ ngoại hối | 4.248 | 19,5% | 4.190 | -1,4% |
| Thu từ chứng khoán | 139 | -197,3% | -240 | -273,3% |
| Thu nhập khác | 5.803 | -11,2% | 8.459 | 45,8% |
| Thu nhập từ góp vốn mua cổ phần | 287 | -43,9% | 391 | 36,0% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 70.548 | 10,0% | 81.909 | 16,1% |
| Chi phí hoạt động | -20.443 | 6,5% | -22.552 | 10,3% |
| Thu nhập trước chi phí DPRRTD | 50.105 | 11,5% | 59.357 | 18,5% |
| Chi phí DPRR TD | -25.115 | 5,6% | -27.599 | 9,9% |
| LNTT | 24.990 | 18,3% | 31.758 | 27,1% |
| LNST | 20.045 | 18,0% | 25.475 | 27,1% |

Lợi nhuận trước thuế một số Ngân hàng năm 2023-2024



Nguồn: FiinProX

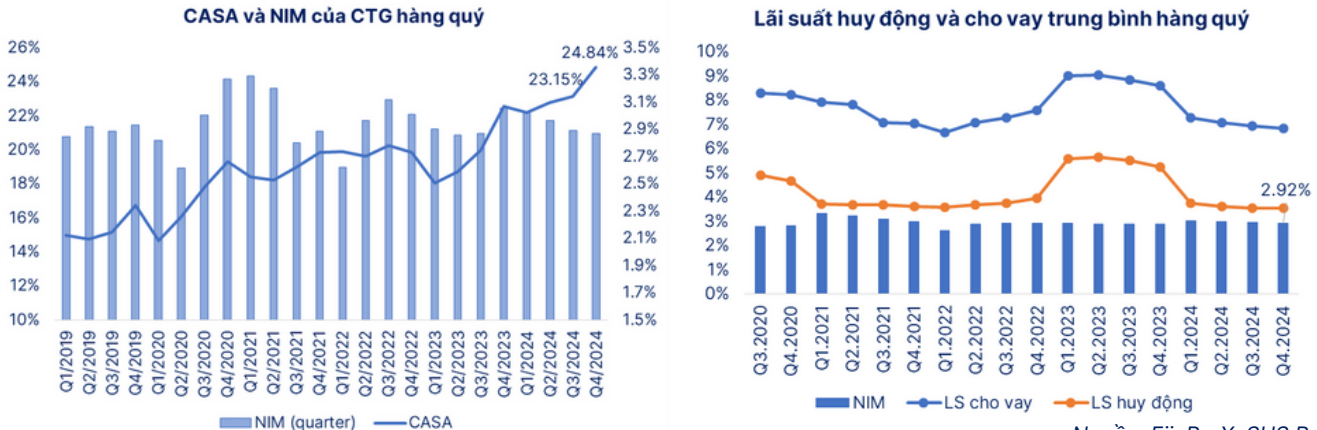
CTG gây bất ngờ trong Q4.2024 với lợi nhuận trước thuế tăng mạnh 59% YoY (+87% QoQ) đạt 12,25 nghìn tỷ đồng, đưa LNTT cả năm đạt 31,8 nghìn tỷ đồng (+26,5% YoY), vượt kế hoạch lợi nhuận của Ngân hàng và dự báo của chúng tôi. Nguyên nhân do CTG giảm mạnh chi phí dự phòng trong Q4 xuống 2.464 tỷ đồng (-45% YoY, -73,4% QoQ), đưa chi phí tín dụng giảm mạnh xuống 0,59% từ mức trung bình 2,17% trong 3 quý đầu năm.

Thu nhập từ nợ xấu đã xóa tăng 71% YoY trong Q4.2024, đưa thu nhập khác cả năm 2024 tăng mạnh 45,8% YoY, bù đắp phần sụt giảm từ thu nhập ngoài lãi cũng là yếu tố đóng góp vào KQKD khả quan của CTG trong năm 2024. Tốc độ tăng trưởng LNTT của CTG năm 2024 cao nhất nhóm Ngân hàng TMCP Quốc doanh và cao hơn mức trung bình 18% của toàn ngành.

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

NIM có xu hướng cải thiện nhờ diễn biến CASA tích cực và lợi thế Ngân hàng Quốc doanh

Tỷ lệ NIM của CTG năm 2024 đạt 2,88% (tăng nhẹ 0,02% so với năm 2023) trong bối cảnh chi phí huy động ổn định ở mức thấp hơn năm 2023, dù lãi suất cho vay theo xu hướng giảm nhằm hỗ trợ doanh nghiệp. Trong đó NIM Q4.2024 đạt 2,87%, thấp nhất trong năm 2024, nhiều khả năng do tín dụng tăng trưởng nhanh trong giai đoạn cuối Q4/2024 đã tạo ra ít lãi dự thu trong kỳ, làm ảnh hưởng đến NIM.



Nguồn: FiinProX, SHS Research

Chúng tôi đánh giá lãi suất huy động hệ thống Ngân hàng chịu áp lực tăng trước áp lực tỷ giá và nhu cầu mở rộng tín dụng, thời điểm cao điểm dự kiến là nửa sau năm 2025. Mức độ tăng lãi suất huy động dự kiến không lớn, lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của nhóm các ngân hàng thương mại lớn kỳ vọng dao động quanh mức 5% - 5,2%. Lãi suất cho vay dự báo duy trì tương đương năm trước trong bối cảnh nền kinh tế đang ưu tiên tăng trưởng, hỗ trợ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

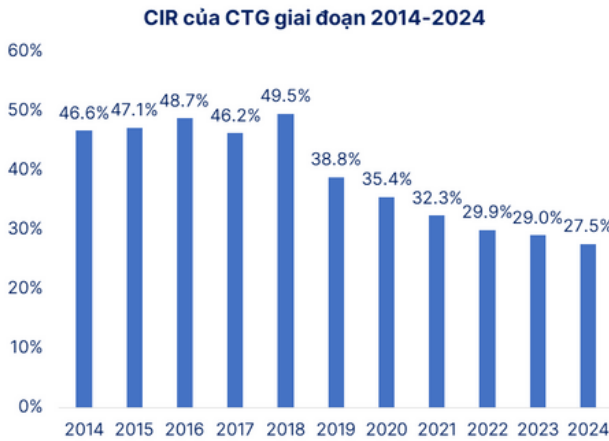


Nguồn: WiChart

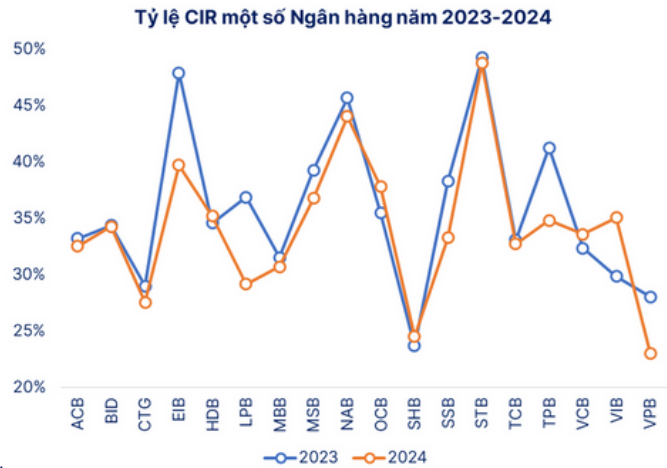
Hệ số NIM của ngành chịu áp lực giảm trong năm 2025, mức độ giảm tùy thuộc cân đối nguồn vốn huy động và lãi suất cho vay từng ngân hàng. Tuy nhiên với CTG, chúng tôi nhận thấy xu hướng tích cực từ việc mở rộng CASA và với vị thế và thị phần của Ngân hàng Quốc doanh, CTG có khả năng giữ lãi suất huy động tương đối ổn định ở mức thấp. Tỷ lệ CASA của CTG kỳ vọng tiếp tục tăng trong năm 2025, bù đắp cho sự gia tăng chi phí vốn. Lợi suất tài sản kỳ vọng cũng được hỗ trợ nhờ mức tăng trưởng tín dụng tích cực hơn từ doanh nghiệp SME và bán lẻ cùng với việc thu hẹp các tài sản kém hiệu quả. Do vậy chúng tôi dự báo NIM năm 2025 ở mức 2,88%, tương đương năm 2024.

Hoạt động quản lý chi phí đem lại kết quả khả quan

Tỷ lệ chi phí hoạt động của CTG tiếp tục xu hướng giảm mạnh từ mức đỉnh năm 2018. Năm 2024, CIR của CTG đạt 27,5%, thấp nhất trong nhóm Ngân hàng Quốc doanh và thuộc nhóm thấp trong toàn hệ thống. Kết quả trên nhờ CTG đã chú trọng đầu tư công nghệ, đẩy mạnh cung cấp sản phẩm dịch vụ qua kênh số, tăng cường tự động hoá quy trình, mở rộng kết nối đối tác... Cuối năm 2023, có 65% sản phẩm, dịch vụ của VietinBank được thực hiện hoàn toàn trên kênh số, 97% giao dịch khách hàng được thực hiện qua kênh điện tử.



Nguồn: FiinProX, SHS Research



Với khách hàng cá nhân, tại thời điểm cuối năm 2024, ứng dụng VietinBank iPay Mobile đã thu hút hơn 9 triệu khách hàng sử dụng (+16,2% YoY) với 92,9% tỷ trọng giao dịch thực hiện qua iPay, qua đó góp phần làm giảm áp lực giao dịch tại quầy. VietinBank iPay Mobile không chỉ là ứng dụng ngân hàng số mà còn là hệ sinh thái số, kết nối tới hơn 2.400 nhà cung cấp dịch vụ, cung cấp mọi nhu cầu đời sống hàng ngày của khách hàng.

Nền tảng ngân hàng số VietinBank eFAST dành cho khách hàng doanh nghiệp cung cấp toàn bộ các dịch vụ ngân hàng đang được phục vụ tại quầy giao dịch (chỉ trừ các dịch vụ liên quan đến tiền mặt), từ các dịch vụ ngân hàng thường xuyên và thiết yếu đến các dịch vụ chuyên biệt được thiết kế theo nhu cầu của từng doanh nghiệp. Tại thời điểm cuối năm 2024, có 266.000 khách hàng tổ chức của CTG sử dụng eFAST (+17,5% YoY), tỷ lệ giao dịch qua kênh số của khách hàng tổ chức đạt tỷ lệ 84% với 7,3 triệu tỷ đồng được giao dịch (+21,2%).

VietinBank cũng tiên phong trong việc ứng dụng nền tảng ngân hàng mở (Open Banking), thông qua việc cung cấp API kết nối với các bên thứ ba như fintech, doanh nghiệp và đối tác công nghệ, cho phép khách hàng thực hiện giao dịch, quản lý tài chính và sử dụng các dịch vụ ngân hàng ngay trên các ứng dụng bên ngoài mà không cần truy cập trực tiếp vào hệ thống ngân hàng. Điều này giúp nâng cao trải nghiệm khách hàng và tạo điều kiện để VietinBank mở rộng hệ sinh thái dịch vụ.

Chúng tôi đánh giá hoạt động quản lý chi phí của CTG đang đem lại kết quả khả quan và tỷ lệ CIR của CTG dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2025.

Hiệu quả sử dụng vốn ROE của CTG đang cải thiện đáng kể, đạt mức cao nhất trong 10 năm gần đây

Tỷ lệ ROE của CTG so với Ngành Ngân hàng Việt Nam

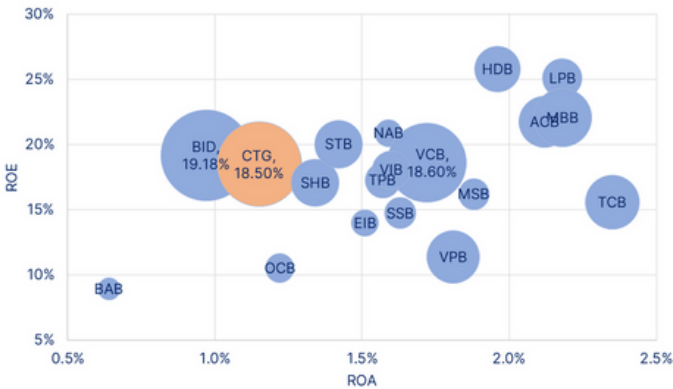


Tỷ lệ lợi nhuận trên VCSH của CTG năm 2024 đạt 18,5%, cao nhất trong giai đoạn 2015-2024 và tiếp tục xu hướng cải thiện từ năm 2022. Tỷ lệ ROE của CTG năm 2024 cũng cao hơn ROE trung bình 17,27% của ngành Ngân hàng theo thống kê của FiinGroup. Tỷ lệ ROE của CTG đang tiến gần đến ROE của BID và VCB, cho thấy hiệu quả hoạt động của công ty đang cải thiện tích cực.

Nguồn: FiinProX, SHS Research

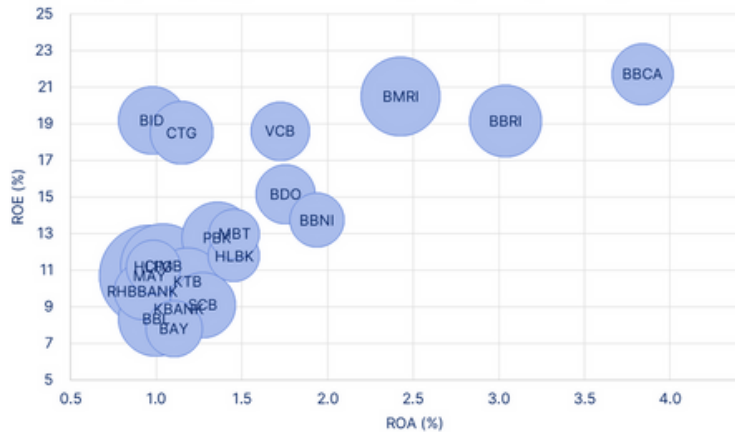
Nhóm Ngân hàng Việt Nam trong đó có CTG cũng thuộc nhóm có hiệu quả sử dụng vốn ROE cao trong nhóm các Ngân hàng lớn trong khu vực. Theo số liệu từ Bloomberg, ROE năm 2024 của CTG cao hơn đáng kể ROE trung bình 20 Ngân hàng có tổng tài sản lớn nhất tại Việt Nam, Indonesia, Malaysia, Thái Lan, Philippines (13,31%), tuy nhiên ROA chỉ ở mức trung bình. Nguyên nhân do tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản của nhóm Ngân hàng Việt Nam ở mức cao so với trung bình trong khu vực (22,91 lần so với mức 11,14 lần trung bình trong khu vực), trong đó tỷ lệ của CTG là 20,11 lần.

Hiệu quả kinh doanh của CTG so với các Ngân hàng Việt Nam



Nguồn: FiinProX

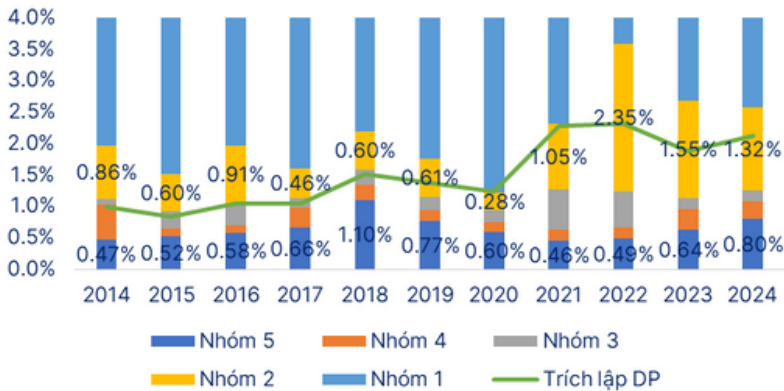
Hiệu quả hoạt động của CTG so với một số Ngân hàng lớn trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN TIẾP TỤC CẢI THIỆN

Tỷ lệ nợ phân theo nhóm và tỷ lệ trích lập dự phòng trên tổng dư nợ



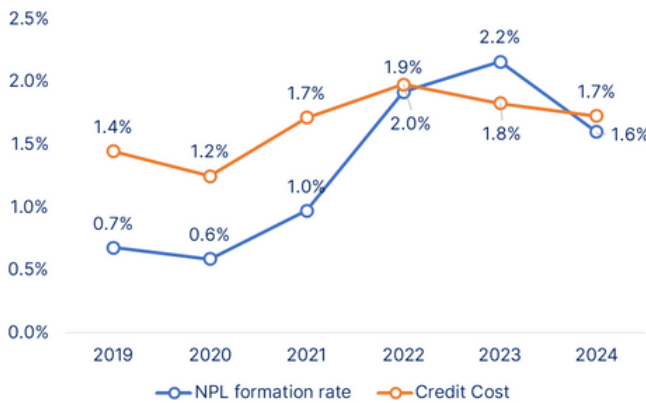
Nguồn: BCTC CTG, SHS Research

Tại thời điểm cuối năm 2024, quy mô nợ xấu của CTG là 21.473 tỷ đồng (+29,3% YoY), tỷ lệ nợ xấu 1,25%, tăng 0,12% so với cuối năm 2023, tập trung ở một số ngành như vay tiêu dùng, kinh doanh BĐS, VLXD, điện, XDCB, các sản phẩm nông nghiệp... Tỷ lệ nợ xấu theo phân khúc khách hàng doanh nghiệp khoảng 1,4%, khách hàng bán lẻ khoảng 1%. Nợ nhóm 2 đạt 22.737 tỷ đồng (-0,4% YoY), tỷ lệ nợ nhóm 2 đạt 1,32%, giảm 0,23% so với cuối năm 2023.

Nợ nhóm 5 tăng mạnh trong Quý IV/2024 do CTG thực hiện cơ cấu nợ tổng thể đối với một số khách hàng, dẫn đến khách hàng tạm thời bị chuyển nợ xấu trong thời gian thử thách.

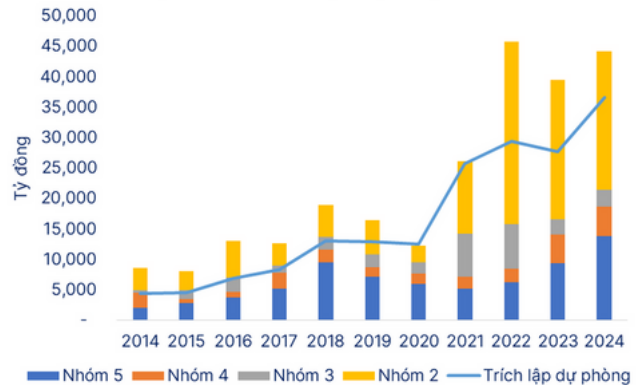
Tín hiệu tích cực là tỷ lệ hình thành nợ xấu của CTG năm 2024 đã giảm xuống 1,6%, từ mức 2,2% trong năm 2023, tỷ lệ nợ Nhóm 2 tiếp tục xu hướng giảm từ mức cao năm 2022. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của CTG cuối năm 2024 tăng lên 170,7%, cao thứ 2 toàn ngành.

Tỷ lệ hình thành nợ xấu và chi phí tín dụng của CTG



Nguồn: BCTC CTG, SHS Research

Nợ quá hạn và trích lập dự phòng của CTG



Tại thời điểm cuối năm 2024, dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02 của CTG có giá trị 1.800 tỷ đồng, chiếm 0,10% tổng dư nợ cho vay, tập trung tại các ngành xây dựng, dịch vụ lưu trú và ăn uống, CTG đã trích lập dự phòng đầy đủ 100%.

Về dư nợ liên quan đến CTCP Bamboo Capital (HSX:BCG) sau sự việc Cựu chủ tịch BCG bị khởi tố, CTG cho biết dư nợ tại BCG là 2.435 tỷ đồng (chiếm 0,14% dư nợ cho vay), có tài sản đảm bảo, hiện đang thuộc nợ nhóm 1 tại Ngân hàng. Thông tin từ phía BCG cho biết công ty và các công ty con vẫn hoạt động bình thường. Phía CTG sẽ làm việc với BCG về tình hình hoạt động và khả năng trả nợ trước khi có quyết định liên quan đến điều chuyển nhóm nợ nếu có.

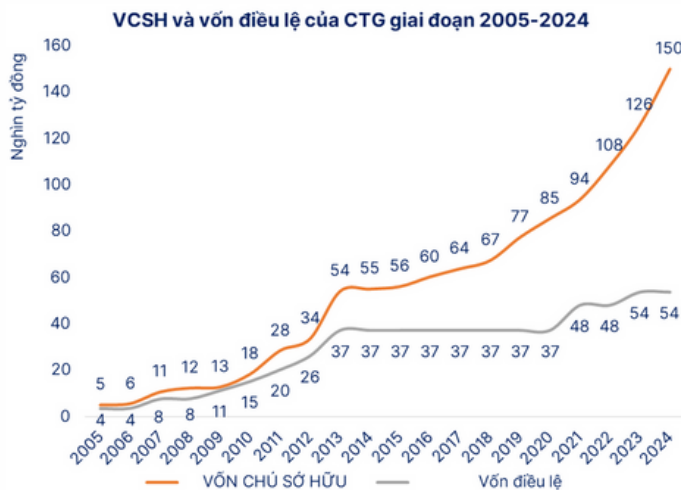
Năm 2025, CTG đặt mục tiêu kiểm soát tỷ lệ nợ xấu năm 2025 dưới 1,8%, phần đầu duy trì tỷ lệ nợ xấu trong khoảng 1,2-1,5%, tỷ lệ nợ nhóm 2 dưới 3%. Chúng tôi cho rằng việc Thông tư 02 hết hiệu lực và rủi ro tại khoản cho vay tại BCG không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động của Ngân hàng. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của CTG năm 2025 khoảng 1,3%.

Chi phí tín dụng CTG ghi nhận trong năm 2024 không ổn định, tăng cao trong 3 quý đầu năm và giảm mạnh trong quý cuối năm. Chúng tôi cho rằng Ngân hàng đã đẩy nhanh việc trích lập dự phòng trong những quý đầu năm để tạo đà cho tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn vào cuối năm 2024 và năm 2025, cùng với đà phục hồi của nền kinh tế. Hiện chi phí tín dụng tính chung cho cả năm 2024 là 1,7%, giảm so với mức 1,8% của năm 2023 nhưng vẫn cao hơn đáng kể mức 1,2% - 1,44% trong giai đoạn 2019-2020. Tại hội nghị cập nhật KQKD năm 2024, đại diện CTG cho biết mức trích lập dự phòng của CTG trong năm 2024 là mức cao trong những năm gần đây và khả năng sẽ giảm dần trong thời gian tới. CTG dự kiến trích lập dự phòng rủi ro tín dụng trong năm 2025 khoảng 20-25 nghìn tỷ đồng.

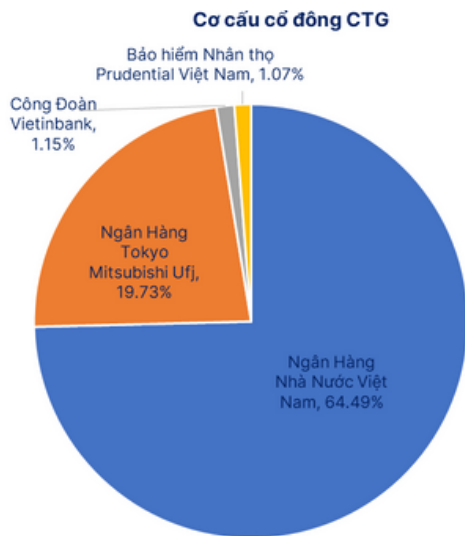
Chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng của CTG trong năm 2025 sẽ quay về mức 1,5%-1,6%, từ mức đỉnh là 1,8% – 2% trong nhiều năm qua, trên cơ sở giả định tỷ lệ sử dụng trích lập dự phòng để xử lý nợ xấu tăng 13% so với mức thấp năm 2024 (khoảng 18,4 nghìn tỷ đồng, giảm 31% so với năm 2023).

KỶ VỌNG ĐƯỢC NHNN CHẤP THUẬN TĂNG VỐN ĐIỀU LỆ TỪ LỢI NHUẬN GIỮ LẠI TRONG NĂM 2025

Đặc thù Ngân hàng Quốc doanh với nhu cầu trả cổ tức về Ngân sách khiến trong giai đoạn 2013-2024, CTG chỉ có 2 lần tăng thêm vốn điều lệ, nâng vốn điều lệ lên 53.700 tỷ đồng từ lợi nhuận giữ lại. CTG cho biết Ngân hàng đã được chấp thuận tăng vốn điều lệ từ lợi nhuận giữ lại năm 2023 và từ năm 2023 trở về trước, tổng số tiền 37.905 tỷ đồng, tương đương 70,59% vốn điều lệ hiện tại.



Nguồn: FiinProX, SHS Research



Chúng tôi đánh giá vốn tự có hiện tại chưa ảnh hưởng đến tiềm năng tăng trưởng của CTG trong ngắn hạn và trung hạn. Hệ số CAR và Tỷ lệ an toàn vốn Cấp 1 của CTG tại thời điểm 30/6/2024 lần lượt là 9,54% và 7,01%, cao hơn BID (tỷ lệ an toàn vốn lần lượt là 9,48% và 6,40%), vẫn thuộc nhóm thấp nhất hệ thống. Đại diện CTG cho biết việc công ty vẫn đang tăng vốn tự có từ lợi nhuận giữ lại hàng năm và phát hành trái phiếu thứ cấp, hệ số CAR không ảnh hưởng tới mục tiêu mở rộng tín dụng hàng năm khoảng 16% của ngân hàng.

Tuy nhiên trong dài hạn, nhu cầu tăng vốn điều lệ đang là nhu cầu chung đối với nhóm Ngân hàng Quốc doanh trong bối cảnh yêu cầu về an toàn vốn đang ngày càng gia tăng theo lộ trình áp dụng Basel 3 và Chính phủ đang định hướng đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi đánh giá Chính phủ và NHNN sẽ sớm có động thái về việc bổ sung vốn Nhà nước tại nhóm Ngân hàng Quốc doanh. Chính phủ đã giao cho NHNN xây dựng hồ sơ, trình Quốc hội trong kỳ họp tháng 5/2025 để luật hóa Nghị quyết số 42/2017/QH14 của Quốc hội về thí điểm xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng, đồng thời sửa đổi quy định liên quan tăng vốn cho các NHTM Nhà nước, bảo đảm cạnh tranh lành mạnh với các NHTM cổ phần.

DỰ BÁO KQKD 2025

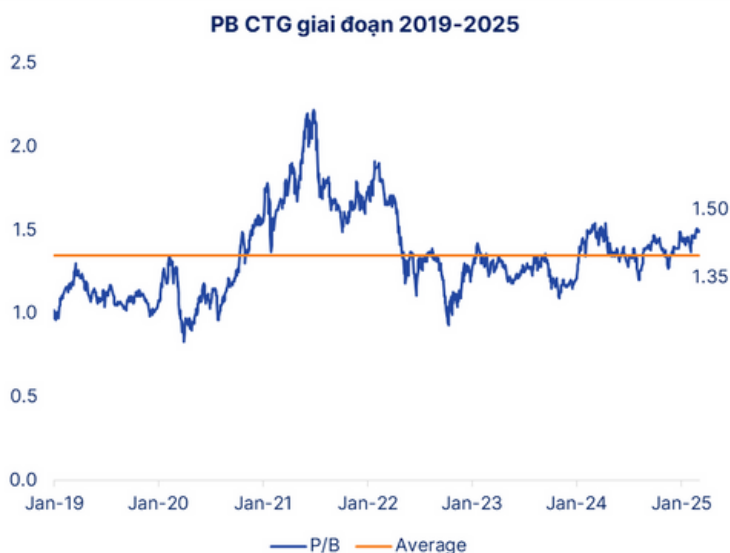
Năm 2025, chúng tôi dự báo CTG đạt 39.806 tỷ đồng LNTT (+25% YoY) dựa trên các cơ sở sau:

| Chỉ tiêu | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|--|
| Thu nhập lãi thuần | 47.792 | 52.957 | 62.403 | 73.134 | Thu nhập lãi thuần dự báo tăng 17% YoY trên cơ sở tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt 16%, NIM 2,88%, duy trì tương đương năm 2024. |
| YoY growth (%) | 14,37% | 10,81% | 17,84% | 17,20% | |
| Thu nhập ngoài lãi | 16.325 | 17.591 | 19.506 | 22.508 | Thu nhập ngoài lãi tăng 15,39% YoY nhờ thu nhập thuần từ dịch vụ tích cực hơn và thu nhập khác từ xử lý nợ xấu dự báo tiếp tục khả quan. |
| YoY growth (%) | 43,60% | 7,75% | 10,89% | 15,39% | |
| Thu nhập hoạt động | 64.117 | 70.548 | 81.909 | 95.642 | |
| YoY growth (%) | 20,62% | 10,03% | 16,10% | 16,77% | |
| Chi phí hoạt động | -19.195 | -20.443 | -22.552 | -26.302 | Chi phí hoạt động tăng trưởng tương ứng với tốc độ tăng của thu nhập hoạt động với giả định CIR duy trì ở mức 27,5%, tương đương năm 2024. |
| YoY growth (%) | 11,69% | 6,51% | 10,31% | 16,63% | |
| Chi phí DP RRTD | -23.791 | -25.115 | -27.599 | -29.534 | Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng 7%, trên cơ sở chi phí tín dụng 1,59%, tỷ lệ nợ xấu 1,3%, tăng nhẹ so với mức 1,25% năm 2024. |
| YoY growth (%) | 29,43% | 5,57% | 9,89% | 7,01% | |
| LNTT | 21.132 | 24.990 | 31.758 | 39.806 | |
| YoY growth (%) | 20,14% | 18,26% | 27,09% | 25,34% | |

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sử dụng phương pháp PB và Phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng đóng góp là 50%/50% để xác định giá hợp lý của cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu của CTG là 47.600 đồng/cp, upside +15,6% so với giá đóng cửa ngày 05/03/2025 (41.200 đồng/cp). Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu của CTG trên cơ sở tăng trưởng tín dụng tích cực hơn và KQKD khả quan năm 2024-2025 với đánh giá chi phí tín dụng giảm về 1,5%-1,6%, giúp tăng định giá theo phương pháp PB.

| Ticker | Tot Assets:Y (Billion USD) | ROA:Y | ROE:Y | Cntry | P/E | P/B |
|----------------------|-------------------------------|-------------|--------------|----------------|-------------|-------------|
| MAY MK Equity | 240,44 | 0,96 | 10,70 | MALAYSIA | 12,70 | 1,36 |
| CIMB MK Equity | 168,85 | 1,04 | 11,24 | MALAYSIA | 10,82 | 1,21 |
| BMRI IJ Equity | 149,24 | 2,42 | 20,48 | INDONESIA | 8,30 | 1,63 |
| BBL TB Equity | 132,48 | 1,00 | 8,34 | THAILAND | 6,23 | 0,51 |
| KBANK TB Equity | 125,90 | 1,13 | 8,87 | THAILAND | 7,34 | 0,63 |
| BBRI IJ Equity | 122,54 | 3,04 | 19,14 | INDONESIA | 9,68 | 1,83 |
| PBK MK Equity | 121,38 | 1,36 | 12,76 | MALAYSIA | 12,70 | 1,58 |
| KTB TB Equity | 108,98 | 1,18 | 10,37 | THAILAND | 7,22 | 0,71 |
| BID VN Equity | 108,32 | 0,97 | 19,18 | VIETNAM | 11,40 | 2,02 |
| SCB TB Equity | 101,48 | 1,27 | 9,09 | THAILAND | 9,31 | 0,84 |
| BBCA IJ Equity | 89,11 | 3,84 | 21,72 | INDONESIA | 20,48 | 4,27 |
| BDO PM Equity | 83,79 | 1,75 | 15,14 | PHILIPPINES | 9,90 | 1,42 |
| VCB VN Equity | 81,83 | 1,72 | 18,60 | VIETNAM | 15,38 | 2,62 |
| RHBBANK MK Equity | 78,24 | 0,92 | 9,85 | MALAYSIA | 9,64 | 0,93 |
| BAY TB Equity | 76,26 | 1,10 | 7,81 | THAILAND | 5,59 | 0,42 |
| HLFG MK Equity | 71,28 | 0,98 | 11,16 | MALAYSIA | 6,26 | 0,67 |
| BBNI IJ Equity | 69,47 | 1,94 | 13,73 | INDONESIA | 7,83 | 1,04 |
| HLBK MK Equity | 63,13 | 1,45 | 11,77 | MALAYSIA | 9,98 | 1,13 |
| MBT PM Equity | 60,49 | 1,45 | 12,97 | PHILIPPINES | 6,53 | 0,82 |
| Average | | 1,55 | 13,31 | | 9,86 | 1,35 |
| CTG VN Equity | 93,60 | 1,15 | 18,50 | VIETNAM | 8,85 | 1,50 |



Nguồn: FiinProX

| Phương pháp P/B | |
|-----------------|-----------|
| VCSH 2025 | 180.819 |
| SLCPLH | 53.700 |
| BV 2025E | 33.672,20 |
| PB mục tiêu | 1,40 |
| Giá mục tiêu | 47.141 |

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Phương pháp thu nhập thặng dư

| | |
|--|---------|
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng) | 109.366 |
| Giá trị sổ sách của VCSH | 148.974 |
| Giá trị hiện tại của VCSH | 258.341 |
| SLCP lưu hành (triệu CP) | 5,37 |
| Giá mục tiêu (đồng) | 48.108 |

Tổng hợp hai phương pháp

| Phương pháp | Tỷ trọng | Giá mục tiêu (VND) |
|------------------------|---------------|--------------------|
| Thu nhập thặng dư (RI) | 50% | 48.108 |
| P/B target | 50% | 47.141 |
| Giá mục tiêu (VND) | 47.625 | |

PHỤ LỤC 1 - BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHỈ TIÊU LIÊN QUAN

| Tỷ đồng | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F | Tỷ đồng | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Bảng Cân đối kế toán | | | | | | Báo cáo KQKD | | | | | |
| Tiền & các khoản tương đương | 9.760 | 11.148 | 13.081 | 15.043 | 17.234 | Thu nhập lãi | 132.672 | 124.450 | 145.850 | 168.037 | 193.214 |
| Tiền gửi NHNN | 40.597 | 34.432 | 39.941 | 45.932 | 52.822 | Chi phí lãi | -79.714 | -62.047 | -72.716 | -83.778 | -96.330 |
| Tiền gửi & cho vay TCTD khác | 279.842 | 378.483 | 439.040 | 504.896 | 580.631 | Thu nhập lãi thuần | 52.957 | 62.403 | 73.134 | 84.259 | 96.883 |
| Chứng khoán kinh doanh | 2.488 | 2.798 | 3.086 | 2.593 | 2.947 | Thu từ dịch vụ | 12.385 | 12.237 | 13.701 | 17.899 | 19.567 |
| Cho vay khách hàng | 1.445.572 | 1.685.291 | 1.953.654 | 2.246.702 | 2.583.775 | Chi phí dịch vụ | -5.271 | -5.531 | -5.831 | -8.090 | -8.844 |
| Chứng khoán đầu tư | 181.211 | 214.608 | 249.039 | 286.341 | 329.323 | Lãi/lỗ thuần hoạt động dịch vụ | 7.114 | 6.706 | 7.870 | 9.810 | 10.724 |
| Góp vốn đầu tư dài hạn | 3.426 | 3.934 | 4.827 | 5.551 | 6.383 | Lãi/lỗ thuần từ ngoại hối và vàng | 4.248 | 4.190 | 4.911 | 4.911 | 4.911 |
| Tài sản cố định | 10.126 | 10.002 | 9.845 | 9.651 | 9.417 | Lãi/lỗ thuần từ CK kinh doanh | 293 | 93 | 109 | 125 | 144 |
| Tài sản khác | 59.593 | 44.689 | 51.839 | 59.615 | 68.557 | Lãi/lỗ thuần từ CK đầu tư | -154 | -333 | -280 | -386 | -407 |
| Tổng tài sản | 2.032.614 | 2.385.384 | 2.765.950 | 3.176.937 | 3.652.026 | Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác | 5.803 | 8.459 | 9.512 | 10.959 | 12.601 |
| Nợ CP & NHNN | 21.814 | 154.284 | 178.970 | 205.815 | 236.687 | Thu nhập từ góp vốn mua cổ phần | 287 | 391 | 387 | 487 | 536 |
| Tiền gửi & vay TCTD khác | 304.322 | 276.135 | 314.793 | 362.012 | 418.749 | Tổng thu nhập hoạt động | 70.548 | 81.909 | 95.642 | 110.164 | 125.391 |
| Tiền gửi KH | 1.410.899 | 1.606.145 | 1.863.128 | 2.142.597 | 2.463.987 | Chi phí hoạt động | -20.443 | -22.552 | -26.302 | -30.850 | -35.114 |
| Phát hành GTCG | 115.376 | 151.678 | 172.574 | 184.393 | 198.467 | LN thuần trước DP RRTD | 50.105 | 59.357 | 69.340 | 79.314 | 90.277 |
| Nợ khác | 51.537 | 44.620 | 51.759 | 59.523 | 68.451 | Chi phí DPRRTD | -25.115 | -27.599 | -29.534 | -32.315 | -37.095 |
| Tổng nợ phải trả | 1.906.742 | 2.235.439 | 2.584.403 | 2.957.791 | 3.390.334 | LNTT | 24.990 | 31.758 | 39.806 | 47.000 | 53.183 |
| Vốn của TCTD | 62.675 | 62.675 | 75.005 | 86.653 | 100.580 | Thuế TNDN | -4.945 | -6.283 | -7.961 | -9.400 | -10.637 |
| Vốn điều lệ | 53.700 | 53.700 | 66.030 | 77.678 | 91.605 | LNST | 20.045 | 25.475 | 31.845 | 37.600 | 42.546 |
| Thặng dư | 8.975 | 8.975 | 8.975 | 8.975 | 8.975 | | | | | | |
| Quý của TCTD | 19.044 | 22.742 | 27.411 | 32.897 | 39.120 | Định giá | | | | | |
| Lợi nhuận giữ lại | 42.369 | 62.406 | 77.251 | 97.717 | 120.113 | EPS (VND) | 3.706 | 4.719 | 5.899 | 4.818 | 4.621 |
| Tổng VCSH | 125.011 | 148.974 | 180.576 | 218.176 | 260.722 | BVPS (VND) | 23.279 | 27.742 | 33.627 | 33.042 | 33.565 |
| Lợi ích CĐTS | 861 | 970 | 970 | 970 | 970 | PER | 7,31 | 8,01 | 6,98 | 7,85 | 8,18 |
| Tổng nguồn vốn | 2.032.614 | 2.385.384 | 2.765.950 | 3.176.937 | 3.652.026 | PBR | 1,16 | 1,36 | 1,23 | 1,14 | 1,13 |
| | | | | | | | | | | | |
| Tăng trưởng | | | | | | Chất lượng tài sản | | | | | |
| Huy động | 13,85% | 15,17% | 15,81% | 14,31% | 14,42% | NPL | 1,13% | 1,25% | 1,30% | 1,30% | 1,30% |
| Tín dụng | 15,50% | 16,75% | 15,93% | 14,97% | 14,98% | LLCR | 167,22% | 170,75% | 168,73% | 168,73% | 168,53% |
| Tổng tài sản | 12,37% | 17,36% | 15,95% | 14,86% | 14,95% | | | | | | |
| VCSH | 16,21% | 19,17% | 21,21% | 20,82% | 19,50% | Hiệu quả hoạt động | | | | | |
| NII | 10,81% | 17,84% | 17,20% | 15,21% | 14,98% | NIM | 2,86% | 2,88% | 2,88% | 2,87% | 2,87% |
| TOI | 10,03% | 16,10% | 16,77% | 15,18% | 13,82% | NOII/TOI | 24,93% | 23,81% | 23,53% | 23,52% | 22,74% |
| Chi phí hoạt động | 6,51% | 10,31% | 16,63% | 17,29% | 13,82% | ROA | 1,04% | 1,15% | 1,23% | 1,26% | 1,24% |
| LNTT | 18,26% | 27,09% | 25,34% | 18,07% | 13,15% | ROE | 17,00% | 18,38% | 19,11% | 18,68% | 17,61% |
| LNST | 18,02% | 27,09% | 25,01% | 18,07% | 13,15% | CIR | 28,98% | 27,53% | 27,50% | 28,00% | 28,00% |

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, Hàng Bài, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84.24.38181888
Fax: 84.24.38181688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao ốc Sài Gòn Metropolitan, 235 Đồng Khởi, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP HCM
Tel: 84.28.39151368
Fax: 84.28.39151369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng




Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, Số 03 Lê Đình Lý, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Thành phố Đà Nẵng
Tel: 84.236.3525777
Fax: 84.236.3525779
Email: contact-dn@shs.com.vn



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

-  Website: shs.com.vn
-  Tel: 84.24.38181888
-  Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn