

## NHTM Cổ phần Công Thương Việt Nam (CTG)

Trung lập (từ Khả quan)

### Tài chính

Giá thị trường	VND40.300
Cao/Thấp 52 tuần	VND40.850 / 30.150
Giá mục tiêu	VND43.500
Giá mục tiêu cũ	VND39.900
Giá mục tiêu vs Consensus	9,0%
Upside	7,9%
Tỷ lệ trả cổ tức	0,0%
TSR	7,9%

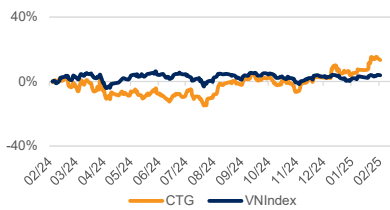
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Khả quan</a>

Thị giá vốn (tr USD)	8.573,3
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	9,0
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (tr USD)	268,9
Số lượng cổ phiếu (tr cổ phiếu)	5.370,0
Số CP sau pha loãng (tr)	5.370,0

	CTG	Ngành	VNI
P/E trượt	8,5x	9,5x	12,6x
P/B thị trường	1,5x	1,5x	1,6x
ROA	1,2%	1,5%	2,1%
ROE	18,5%	16,9%	13,0%

\*Tính đến ngày 18/2/2025

### Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
CTG	7,9%	21,3%	13,9%
Tương quan VNI	1,9%	4,4%	5,2%

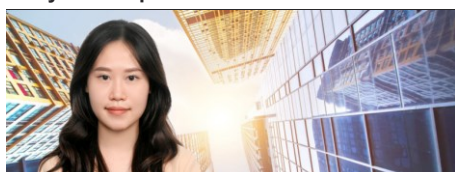
### Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	64,5%
Ngân hàng Tokyo-Mitsubishi UFJ (MUFG)	19,7%
Khác	15,8%

### Mô tả doanh nghiệp

VietinBank được thành lập năm 1988 sau khi tách khỏi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Ngân hàng hoạt động trong lĩnh vực huy động vốn, kinh doanh và cung cấp các dịch vụ tài chính liên quan. Đến nay, ngân hàng vẫn giữ vững vị thế là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần hàng đầu về tổng tài sản và vốn chủ sở hữu.

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thảo Linh

linh.nguyenthao3@vndirect.com.vn

## Tăng trưởng tốt nhưng giá đã phản ánh kỳ vọng

- Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Nắm giữ, nâng giá mục tiêu lên 43.500 đồng (+7,9%) do giá cổ phiếu đã tăng 19% từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu phản ánh dự phóng tăng trưởng tín dụng cao hơn và tỷ lệ nợ xấu thấp hơn, cùng với giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro cao hơn.
- P/B hiện tại của CTG ở mức 1,5x, cao hơn mức P/B trung bình ngành là 1,3x. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh kết quả tài chính ấn tượng của năm 2024 và kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao nhờ đầu tư công.

### Điểm nhấn tài chính

- LNTT hợp nhất Q4/24 tăng mạnh 61,4% svck, nhờ thu nhập lãi thuần tăng trưởng ổn định và thu nhập ngoài lãi phục hồi đáng kể.
- LNST năm 2024 tăng 27,3% svck, đạt 111% dự phóng của chúng tôi, nhờ tăng trưởng tín dụng cao, kiểm soát chi phí hiệu quả và chất lượng tài sản cải thiện.
- Chúng tôi dự phóng ROE năm 2025 sẽ tăng lên 19,7%, nhờ mức tăng trưởng tín dụng cao hơn và chi phí tín dụng giảm.

### Luân điểm đầu tư

#### Điều kiện kinh tế thuận lợi thúc đẩy tăng trưởng tín dụng năm 2025

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của CTG sẽ đạt 14% svck trong 2025, nhờ cho vay bán lẻ phục hồi, đầu tư công mạnh mẽ và dòng vốn FDI tăng. Mục tiêu tăng trưởng GDP 8% và tăng trưởng doanh số bán lẻ 12% sẽ hỗ trợ mạnh cho vay bán lẻ của CTG, trong khi kế hoạch đầu tư công 790 nghìn tỷ đồng sẽ thúc đẩy nhu cầu vay, đặc biệt là lĩnh vực xây dựng – lĩnh vực CTG có mức tiếp cận lớn. Ngoài ra, dòng vốn FDI mạnh mẽ sẽ làm tăng nhu cầu vay từ khách hàng FDI của CTG.

#### Tỷ lệ CASA cao, thay đổi cơ cấu khoản vay sẽ giúp giảm áp lực lên NIM

Chúng tôi dự phóng NIM của CTG sẽ duy trì ở mức 2,9% trong năm 2025. Lãi suất huy động được kỳ vọng tăng nhanh hơn lãi suất cho vay do CTG cần tăng huy động để mở rộng tín dụng, trong khi Chính phủ thúc đẩy giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ nền kinh tế. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng CASA duy trì cao ở mức 24,1% sẽ giúp giảm chi phí vốn, cùng với việc mở rộng cho vay bán lẻ – hỗ trợ bởi mức tăng trưởng giảm dự phóng của tổng mức bán lẻ đạt 7,0-7,5% – sẽ thúc đẩy lợi suất tài sản.

#### Kinh tế khởi sắc và bất động sản phục hồi sẽ giúp giảm tỷ lệ nợ xấu

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm xuống 1,16% trong 2025 và 1,05% vào 2026, từ mức 1,25% của 2024, nhờ kinh tế phục hồi mạnh, thị trường bất động sản khởi sắc và bộ đệm dự phòng chắc chắn của CTG. Mục tiêu tăng trưởng GDP 8% cùng với Luật Đất đai mới sẽ thúc đẩy khả năng trả nợ và tái cơ cấu khoản vay. Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của CTG đạt 171% trong năm 2024, sẽ giúp duy trì tỷ lệ xóa nợ ở mức 1,2%, hỗ trợ giảm tỷ lệ nợ xấu.

#### Định giá hiện tại không còn hấp dẫn

Chúng tôi đưa ra mức P/B mục tiêu là 1,26x, dựa trên mức chênh lệch trung bình 5 năm (96%) so với P/B trung bình ngành hiện tại (1,3x). CTG đang giao dịch ở mức 1,5x, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh các kỳ vọng tích cực.

Tổng quan tài chính	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần svck	17,8%	17,0%	14,8%	11,0%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi svck	10,9%	11,3%	7,4%	12,9%
Tăng trưởng chi phí dự phòng svck	9,9%	-1,4%	-6,2%	-11,7%
Tăng trưởng LN trước thuế svck	27,1%	28,3%	28,7%	21,5%
Tăng trưởng dư nợ cho vay svck	16,9%	14,0%	12,0%	10,0%
NIM	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Tỷ lệ CASA (không gồm tiền gửi kỳ quỹ)	24,5%	24,1%	24,4%	24,6%
Tỷ lệ nợ xấu	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Tỷ lệ nợ nhóm 2 / Tổng dư nợ	1,3%	1,3%	1,3%	1,6%
ROAE	18,5%	19,7%	20,7%	20,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

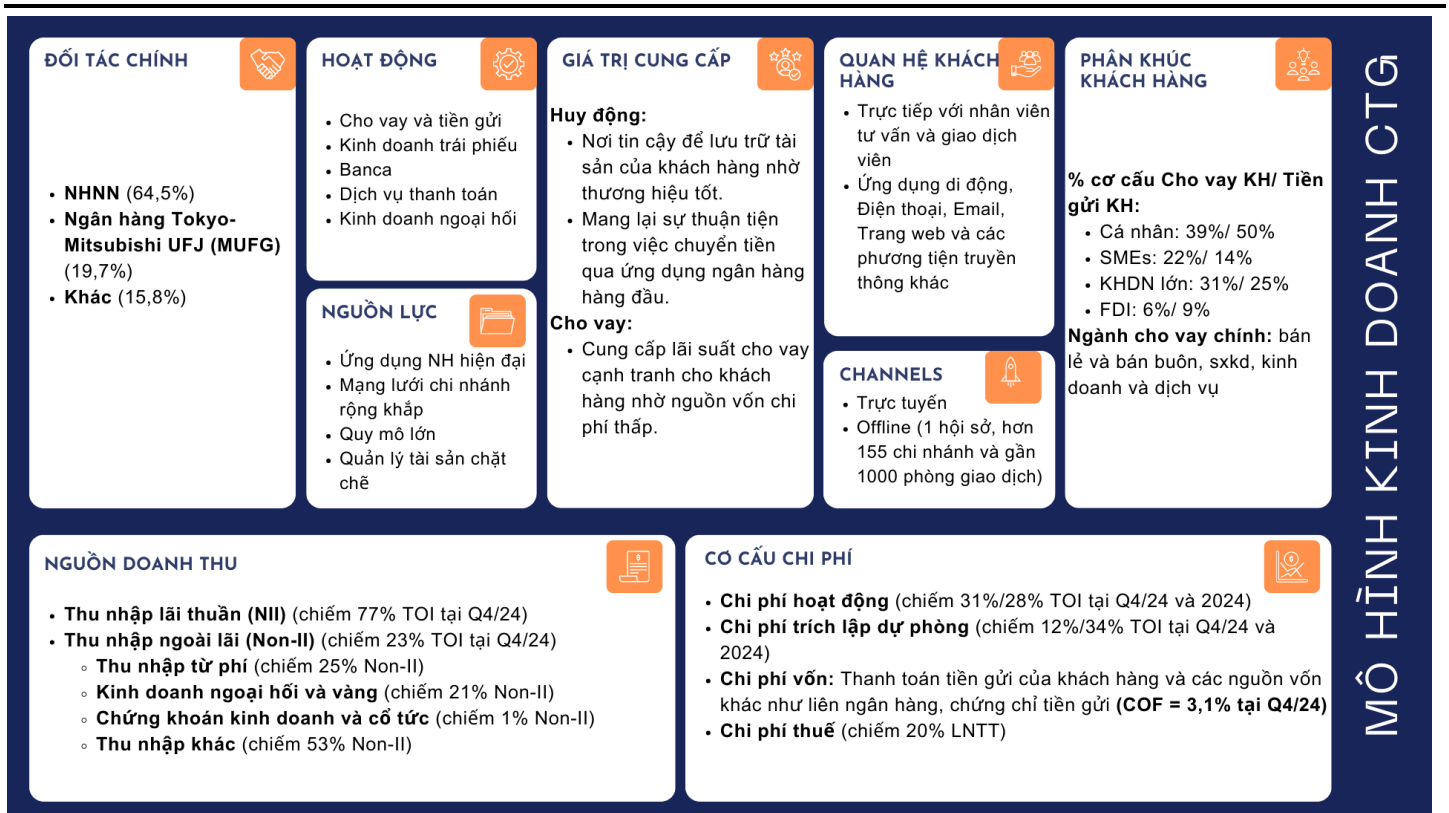
## Tổng quan doanh nghiệp

VietinBank (CTG), tên đầy đủ là Ngân hàng Thương mại Cổ phần Công Thương Việt Nam, là một tổ chức tài chính nổi bật có tầm ảnh hưởng quan trọng với nền kinh tế Việt Nam. Với các sản phẩm và dịch vụ ngân hàng đa dạng được thiết kế nhằm đáp ứng nhu cầu của cá nhân, doanh nghiệp và tổ chức chính phủ, CTG là đối tác tin cậy về các giải pháp tài chính. CTG được hưởng lợi từ các cổ đông lớn gồm Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Ngân hàng MUFG (Nhật Bản) trong việc tiếp cận các khách hàng chất lượng và khách hàng FDI.

CTG đóng vai trò là kênh chính để chính phủ Việt Nam tài trợ cho các dự án công. Các khoản tiền gửi của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) tại CTG có thể hỗ trợ vốn khả dụng cho ngân hàng thương mại này. Bên cạnh đó, với việc Ngân hàng MUFG (Mitsubishi UFJ Financial Group) là nhà đầu tư chiến lược, CTG có thể tận dụng cơ hội trong việc cho vay các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Tỷ trọng cho vay FDI trong danh mục cho vay của CTG đã dần mở rộng khi dòng vốn FDI gần đây phát triển mạnh mẽ.

Là một trong những ngân hàng hàng đầu Việt Nam, CTG vẫn kiên định với sứ mệnh đóng góp vào sự thịnh vượng và phát triển bền vững của nền kinh tế đất nước.

Hình 1: Mô hình kinh doanh của CTG



Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD: Vượt kỳ vọng với tăng trưởng bất phá

Hình 2: So sánh KQKD (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q4/24			Q4/23			% svck			Dự báo năm 2024 VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
	Q4/24	Q4/23	% svck	Q3/24	Q3/23	% svck	2024	2023	% svck			
Thu nhập lãi	16.312	14.446	12,9%	15.578	4,7%	62.403	52.957	17,8%	61.389	102%	Phù hợp với dự phóng, do tăng trưởng tín dụng năm 2024 đạt 16,9%, vượt mức dự phóng 12% của chúng tôi, nhưng NIM năm 2024 (2,88%) thấp hơn nhẹ so với dự phóng (2,90%).	
Thu nhập ngoài lãi	4.973	3.919	26,9%	6.339	-21,5%	19.506	17.591	10,9%	20.673	94%	Thấp hơn dự phóng, do thu nhập ròng từ phí dịch vụ (-5,7% svck), kinh doanh vàng và ngoại tệ (-1,4% svck) và lãi từ danh mục đầu tư (-64,6% svck) đều phục hồi yếu hơn kỳ vọng (lần lượt 5,0%/10%/0%). Trong khi đó, khoản thu nhập khác chiếm 53% tổng thu nhập ngoài lãi lại tăng mạnh nhờ thu hồi nợ xấu tăng cao trong năm 2024.	
Tổng thu nhập HĐKD	21.285	18.365	15,9%	21.916	-2,9%	81.909	70.548	16,1%	82.062	100%		
Chi phí hoạt động	(6.576)	(6.304)	4,3%	(6.095)	7,9%	(22.552)	(20.443)	10,3%	(23.134)	97%	Phù hợp với dự phóng	
Lợi nhuận trước dự phòng	14.710	12.061	22,0%	15.821	-7,0%	59.357	50.105	18,5%	58.928	101%		
Chi phí dự phòng	(2.464)	(4.473)	-44,9%	(9.269)	-73,4%	(27.599)	(25.115)	9,9%	(30.300)	91%	Thấp hơn đáng kể so với dự phóng. Chi phí dự phòng ban đầu năm 2024 của CTG chỉ khoảng 16-18 nghìn tỷ đồng; tuy nhiên, đến cuối năm, chi phí dự phòng thực tế cao hơn 53%-72% so với kế hoạch ban đầu.	
Lợi nhuận trước thuế	12.245	7.588	61,4%	6.553	86,9%	31.758	24.990	27,1%	28.629	111%		
Lợi nhuận ròng	9.792	6.031	62,4%	5.226	87,4%	25.342	19.904	27,3%	22.884	111%	Cao hơn dự phóng	

Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Các chỉ số quan trọng của CTG theo quý

Các chỉ số chính	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	75,7%	74,4%	71,8%	75,2%	78,7%	79,6%	78,1%	71,1%	76,6%	
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	24,3%	25,6%	28,2%	24,8%	21,3%	20,4%	21,9%	28,9%	23,4%	
NIM (dự phóng cả năm)	2,97%	2,90%	2,85%	2,87%	3,03%	3,03%	2,96%	2,89%	2,87%	
Cho vay / Tiền gửi (Thông tư 36)	82,4%	82,9%	80,6%	81,8%	80,2%	81,1%	82,6%	81,2%	82,7%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,24%	1,28%	1,27%	1,37%	1,13%	1,35%	1,57%	1,45%	1,25%	
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	186,2%	173,0%	168,9%	172,4%	167,2%	150,8%	113,8%	153,0%	170,7%	
Chi phí hoạt động / Tổng thu nhập HĐKD (CIR)	37%	25%	27%	29%	34%	25%	26%	28%	31%	
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	1,94%	2,06%	2,00%	2,06%	1,84%	2,16%	2,09%	2,17%	1,75%	
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	49,0%	52,9%	49,7%	60,4%	37,1%	56,4%	53,7%	58,6%	16,8%	
ROAA (theo quý)	0,96%	1,06%	1,13%	0,82%	1,23%	0,97%	1,01%	0,95%	1,70%	
ROAE (theo quý)	16,0%	17,4%	18,0%	12,9%	19,5%	15,5%	16,1%	15,1%	26,9%	
CAR	9,0%	9,2%	8,9%	9,1%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%	

Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

### Tiếp tục đẩy mạnh các nguồn thu lãi để thúc đẩy hiệu quả kinh doanh

Trong Q4/24, tổng thu nhập hoạt động (TOI) của CTG tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, với thu nhập lãi (NII) tăng 12,9% svck và thu nhập ngoài lãi (Non-II) tăng mạnh 26,9% svck. Kết quả tích cực của NII đến từ tăng trưởng cho vay vượt trội, đạt mức 16,9% so với mức 15,1% của toàn ngành. Trong khi đó, Non-II tăng nhờ thu nhập khác ròng (+64,9% svck) tiếp tục đà tăng và thu nhập từ kinh doanh ngoại hối (Q4/24: +37,7% svck so với Q3/24: -46,4% svck) cùng với thu nhập từ danh mục đầu tư (Q4/24: +11,3% svck so với Q3/24: -36,8% svck) bật tăng trở lại.

### Ưu tiên tăng trưởng cho vay hơn duy trì biên lãi thuần (NIM)

NIM Q4/24 giảm nhẹ xuống mức 2,87% (-2 điểm cơ bản sv quý trước, -16 điểm cơ bản svck) do lợi suất tài sản (AY) giảm 4 điểm cơ bản sv quý trước, trong khi chi phí vốn (COF) gần như không đổi (-1 điểm cơ bản sv quý trước). AY trong Q4/24 chỉ giảm nhẹ nhờ CTG gia tăng tỷ trọng dư nợ trung và dài hạn lên 28,2% (+0,2 điểm % sv quý trước). Trong khi đó, mặc dù lãi suất huy động toàn hệ thống có xu hướng tăng, COF của CTG vẫn ổn định nhờ tỷ lệ CASA Q4/24 tăng mạnh lên 24,5%, mức cao nhất được ghi nhận.

**Quản lý chi phí hiệu quả hỗ trợ lợi nhuận**

Chi phí được kiểm soát tốt khi chi phí hoạt động trong Q4/24 chỉ tăng 4,3% svck, giúp tỷ lệ chi phí/thu nhập giảm xuống 30,9% (-344 điểm cơ bản svck). Điều này giúp cho lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) Q4/24 tăng 22,0% svck, và cả năm hoàn thành 101% dự phóng của chúng tôi.

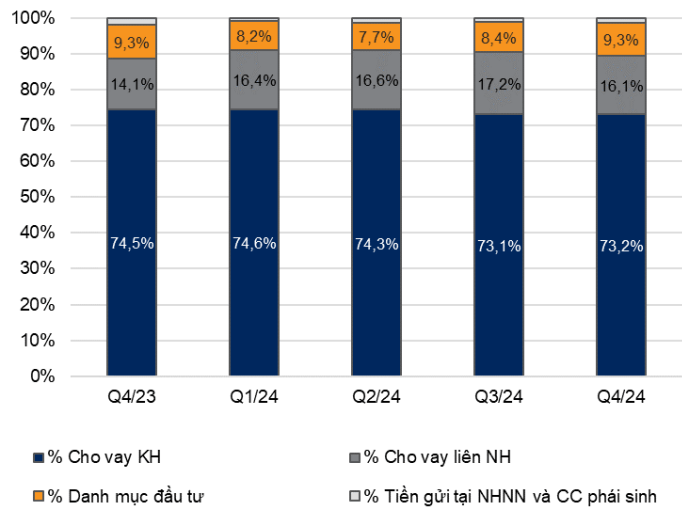
**Chất lượng tài sản cải thiện thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận**

Chất lượng tài sản của CTG tiếp tục được cải thiện, khi tỷ lệ nợ xấu (NPL) và tỷ lệ nợ nhóm 2 lần lượt giảm xuống mức 1,25% (-20 điểm cơ bản sv quý trước, +12 điểm cơ bản svck) và 1,32% (-12 điểm cơ bản sv quý trước, -23 điểm cơ bản svck) trong Q4/24. Ngoài ra, tỷ lệ xóa nợ giảm xuống còn 1,17% vào cuối Q4/24, phản ánh chất lượng tài sản đã được cải thiện. Chất lượng tài sản tốt lên giúp CTG giảm chi phí dự phòng (Q4/24: -44,9% svck, cả năm chỉ hoàn thành 91% dự phóng của chúng tôi), từ đó hỗ trợ lợi nhuận của ngân hàng, với ROE Q4/24 tăng mạnh lên 26,9%.

Hình 4: Phân tích các chỉ số tài chính chính của CTG

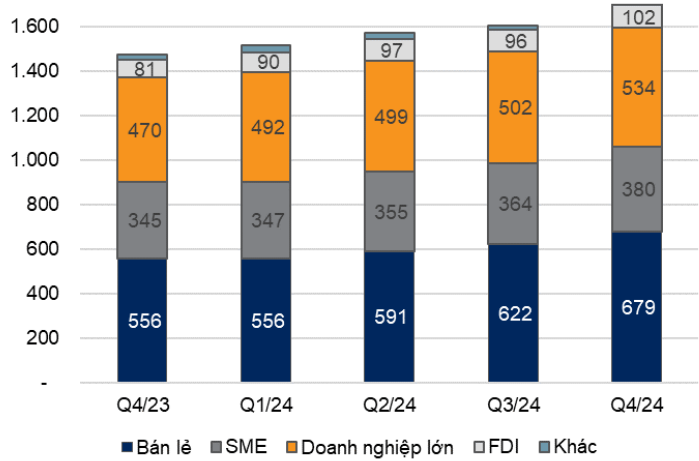
**Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Tiếp tục hưởng lợi từ lãi suất liên ngân hàng neo cao**

- Tổng tài sản sinh lãi trong Q4/24 tăng 19,0% svck (+7,2% sv quý trước), nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của cho vay khách hàng (+16,9% svck), cho vay liên ngân hàng (+35,2% svck) và danh mục đầu tư (+18,4% svck).
- Dù tăng trưởng tín dụng đạt 16,9% (cao nhất trong nhóm NHTM Nhà nước được niêm yết), tỷ trọng cho vay khách hàng trong IEA giảm xuống mức 73,2% (-0,1 điểm % sv quý trước, -1,3 điểm % svck), do CTG tạm thời chuyển dịch sang cho vay liên ngân hàng và danh mục đầu tư
- Cụ thể, tỷ trọng cho vay liên ngân hàng tăng lên 16,1% (-1,1 điểm % sv quý trước, +1,9 điểm % svck), phản ánh sự ưu tiên của ngân hàng đối với các khoản vay ngắn hạn có lợi suất cao, khi lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao trong suốt năm 2024. Trong khi đó, danh mục đầu tư Q4/24 tăng 18,5% svck, nâng tỷ trọng đóng góp vào IEA lên 9,3% (+0,8 điểm % sv quý trước, 0% svck).



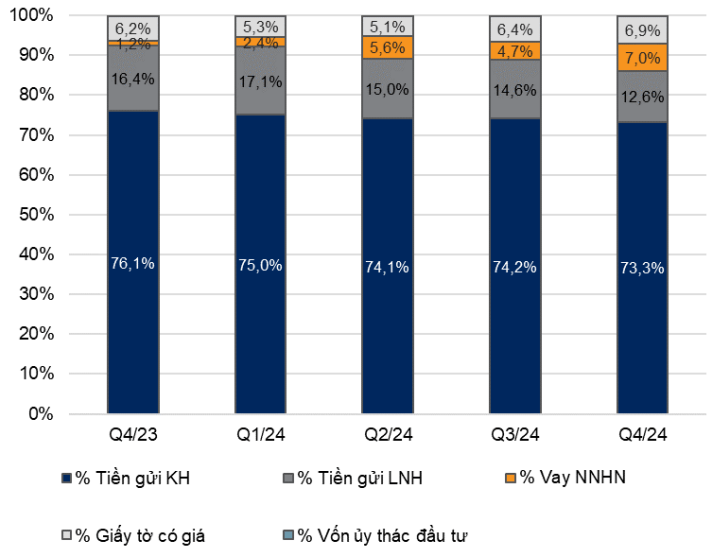
**Cơ cấu cho vay (tỷ đồng): Tăng trưởng ấn tượng nhờ cho vay doanh nghiệp lớn và bán lẻ phục hồi**

- Dư nợ cho vay khách hàng của CTG tăng +16,9% svck, cao nhất trong nhóm NHTM Nhà nước, chủ yếu nhờ cho vay doanh nghiệp lớn (+13,8% svck) và cho vay bán lẻ (+22,1% svck). Cho vay bán lẻ – chiếm 39% tổng dư nợ khách hàng của CTG – tăng 9,2% sv quý trước, +22,1% svck trong Q4/24, phản ánh sự phục hồi mạnh mẽ của nhu cầu vay tiêu dùng trong quý cuối năm. Trong khi đó, cho vay doanh nghiệp lớn tăng +6,4% sv quý trước và +13,8% svck trong năm 2024. Ngoài ra, cho vay lĩnh vực FDI tăng +25,1% svck (Q4/24: +6,3% sv quý trước), hưởng lợi từ dòng vốn nước ngoài đổ vào Việt Nam.
- Cho vay SME có mức tăng trưởng thấp nhất, tăng +10,2% svck trong năm 2024.



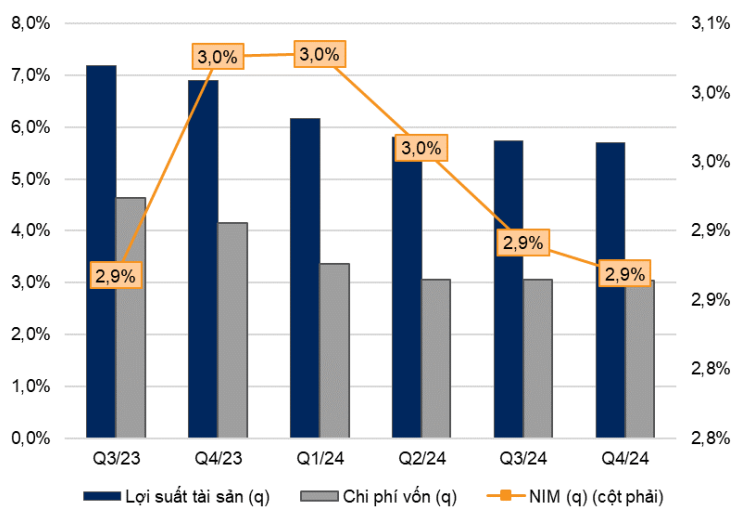
**Cơ cấu nguồn vốn: Gia tăng phát hành giấy tờ có giá để hỗ trợ cho vay dài hạn**

- Tổng cơ cấu huy động (IBL) của CTG tăng 7,1% sv quý trước, +18,1% svck nhờ tăng trưởng của tiền gửi khách hàng (+5,9% sv quý trước, +13,8% svck), giấy tờ có giá (+15,1% sv quý trước, +31,5% svck) và tiền gửi NHNN (+61,6% sv quý trước, +607,3% svck).
- Mặc dù tiền gửi khách hàng Q4/24 tăng 13,8% svck (thấp hơn mức tăng 16,9% svck của cho vay khách hàng), tỷ trọng tiền gửi khách hàng trong IBL giảm 0,9 điểm % sv quý trước (-2,7 điểm % svck). Bên cạnh đó, CTG tăng phát hành giấy tờ có giá thêm 31,5% svck để hỗ trợ cho vay dài hạn, giúp tỷ trọng giấy tờ có giá trong tổng huy động tăng nhẹ 0,5 điểm % sv quý trước (+0,7 điểm % svck). Đồng thời, tiền gửi NHNN tăng gấp 6 lần svck, nâng tỷ trọng trong tổng huy động lên 7,0% (+2,4 điểm % sv quý trước, +5,9 điểm % svck), nhờ CTG hưởng lợi khi là một trong những kênh cấp vốn của Chính phủ cho các dự án đầu tư công.
- Ngược lại, CTG giảm huy động qua liên ngân hàng đi 7,5% sv quý trước (-9,3% svck), kéo tỷ trọng trong tổng huy động giảm 2,0 điểm % sv quý trước, cho thấy nỗ lực kiểm soát chi phí huy động khi lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh trong Q4/24, với lãi suất qua đêm (ON) đạt đỉnh khoảng 6% vào tháng 11/2024.



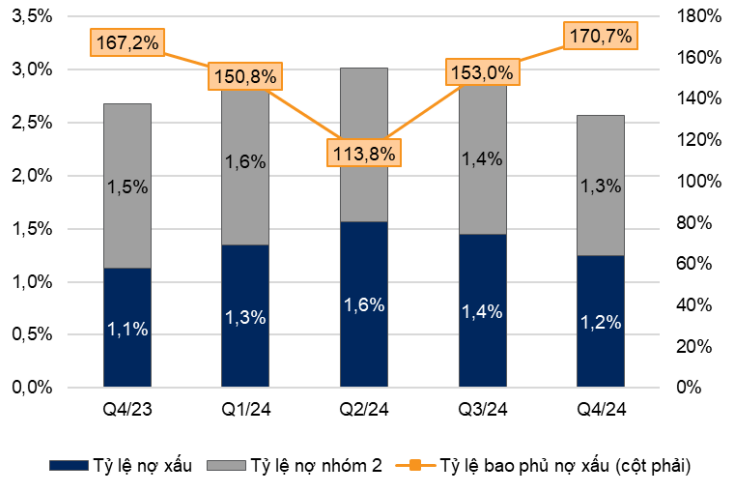
**Diễn biến NIM: Áp lực còn hiện hữu nhưng có thể sớm phục hồi**

- Biên lãi thuần (NIM) Q4/24 giảm nhẹ xuống 2,87% (-2 điểm cơ bản sv quý trước, -16 điểm cơ bản svck) do lợi suất tài sản (AY) giảm nhanh hơn chi phí vốn (COF). Tuy nhiên, tốc độ thu hẹp NIM đã chậm lại, cho thấy biên lãi thuần có thể sớm ổn định.
- Lợi suất tài sản giảm xuống 5,70% (-4 điểm cơ bản sv quý trước, -120 điểm cơ bản svck) do ảnh hưởng từ môi trường lãi suất thấp và tỷ trọng cho vay ngắn hạn trong danh mục tín dụng của CTG tăng lên 66,0% (+0,8 điểm % svck). Trong khi đó, COF giảm ít hơn AY, chỉ -1 điểm cơ bản sv quý trước (-111 điểm cơ bản svck), nhờ tỷ lệ CASA tăng lên 24,5% – mức cao nhất từng ghi nhận.



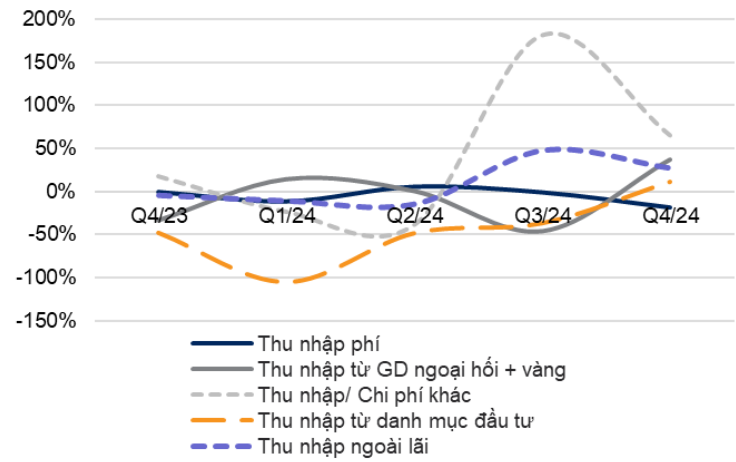
**Chất lượng tài sản: Phòng thủ vững chắc trước biến động**

- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) Q4/24 duy trì ở mức kiểm soát tốt, đạt 1,25% (-20 điểm cơ bản sv quý trước, +12 điểm cơ bản svck), với tỷ lệ nợ xấu thấp thứ ba trong số 25 ngân hàng trong danh mục của chúng tôi. Ngoài ra, tỷ lệ nợ nhóm 2 giảm xuống 1,32% (-12 điểm cơ bản sv quý trước, -23 điểm cơ bản svck).
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng mạnh lên 171%, trong khi tỷ lệ xóa nợ giảm xuống 1,17% từ 1,55% trong Q3/24 và 1,95% trong Q4/23, cho thấy chất lượng tài sản cải thiện mặc dù môi trường vĩ mô còn nhiều thách thức.



**Cơ cấu thu nhập ngoài lãi: Thu nhập từ thu hồi nợ xấu là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng**

- Thu nhập ngoài lãi (Non-II) Q4/24 tăng 26,9% svck, giúp Non-II cả năm 2024 tăng 10,9% svck, nhờ đóng góp từ thu nhập khác ròng (+64,9% svck), thu nhập từ giao dịch ngoại hối (+37,7% svck) và thu nhập từ danh mục đầu tư (+11,3% svck).
- Thu nhập khác ròng năm 2024 tăng mạnh 45,8%, chủ yếu nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu đạt 8.500 tỷ đồng (+82% svck). Bên cạnh đó, thu nhập từ giao dịch ngoại hối & vàng phục hồi (+37,7% svck trong Q4/24) sau Q3/24 kém tích cực, đóng góp 21,1% tổng Non-II (+1,7 điểm % svck, +11,5 điểm % sv quý trước), do quý cuối năm thường là mùa cao điểm của hoạt động xuất nhập khẩu và các doanh nghiệp chuyển lợi nhuận về nước. Ngoài ra, thu nhập từ danh mục đầu tư Q4/24 tăng 11,5% svck từ mức nền thấp, nhờ hoàn nhập dự phòng từ chứng khoán đầu tư (9 tỷ đồng) trong Q4/24.
- Ngược lại, thu nhập phí thuần Q4/24 giảm 18,1% svck, đi cùng với xu hướng giảm chung của hệ thống ngân hàng (-3% svck), khiến thu nhập phí thuần năm 2024 giảm 5,7% svck.



Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng năm 2025-26: Kỳ vọng tích cực đã được phản ánh vào giá

Hình 5: Thay đổi trong dự phóng KQKD (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới				Thay đổi		Nhận xét
	2025	2026	2024	2025	%svck	2026	%svck	2025	2026	
Thu nhập lãi thuần	67.539	74.398	62.403	72.995	17,0%	83.833	14,8%	8,1%	12,7%	Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng tín dụng cho năm 2025 lên 14% từ mức 10% trước đó. Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ duy trì ở mức 2,88% trong năm 2025 do chúng tôi dự phóng lãi suất huy động tăng nhanh hơn lãi suất cho vay
Thu nhập ngoài lãi	21.646	23.061	19.506	21.720	11,3%	23.318	7,4%	0,3%	1,1%	Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng thu nhập khác ròng lên 23% cho năm 2025, so với mức 5% trong dự phóng trước đó, do kỳ vọng CTG sẽ tiếp tục đẩy mạnh thu hồi nợ xấu trong năm 2025. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng thu nhập từ phí ròng (5%), lãi thuần từ hoạt động ngoại hối (5%) và thu nhập từ danh mục đầu tư (5%).
Tổng thu nhập HĐKD	89.186	97.458	81.909	94.715	15,6%	107.151	13,1%	6,2%	9,9%	
Chi phí hoạt động	(25.493)	(26.883)	(22.552)	(26.762)	18,7%	(29.204)	9,1%	5,0%	8,6%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tỷ lệ chi phí/ thu nhập cho năm 2025 xuống 28,3% từ mức 28,6% trước đó; theo đó, chi phí hoạt động trong năm 2025 sẽ tăng 18% svck do chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao sẽ kéo theo chi phí lao động gia tăng.
Lợi nhuận trước dự phòng	63.693	70.575	59.357	67.953	14,5%	77.947	14,7%	6,7%	10,4%	
Chi phí dự phòng	(29.284)	(27.447)	(27.599)	(27.222)	-1,4%	(25.541)	-6,2%	-7,0%	-6,9%	Chúng tôi giảm dự phóng chi phí tín dụng cho 2025/2026 xuống còn 1,5%/1,2% từ mức 1,7%/1,4% trong các dự phóng trước đó. Chất lượng tài sản của CTG là điểm sáng với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống còn 1,25%, trái ngược với xu hướng gia tăng nợ xấu trong toàn hệ thống ngân hàng năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng kinh tế cải thiện trong năm 2025 sẽ giúp giảm nợ xấu trong hệ thống ngân hàng, giúp CTG giảm chi phí dự phòng và cải thiện lợi nhuận trong năm 2025.
Lợi nhuận trước thuế	34.409	43.128	31.758	40.731	28,3%	52.405	28,7%	18,4%	21,5%	
Lợi nhuận sau thuế	27.504	34.474	25.342	32.501	28,3%	41.817	28,7%	18,2%	21,3%	

Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

### Điều kiện kinh tế thuận lợi thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong năm 2025

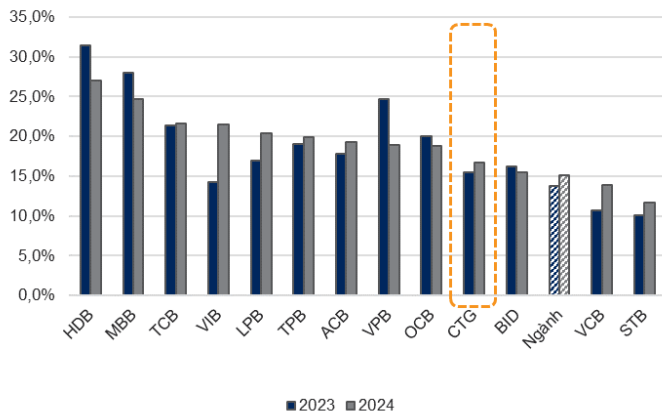
Chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng tín dụng 14% svck trong năm 2025 cho CTG, tương đương với hạn mức tín dụng ban đầu của năm 2024, được thúc đẩy bởi nhu cầu vay bán lẻ phục hồi, đầu tư công sôi động và làn sóng FDI mạnh mẽ.

Chúng tôi kỳ vọng mục tiêu tăng trưởng GDP trên 8% của Việt Nam trong năm 2025 sẽ tạo điều kiện để CTG mở rộng tín dụng do: 1) hoạt động kinh tế mạnh mẽ thường thúc đẩy nhu cầu vay cao hơn và 2) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, đặc biệt là các dự án hạ tầng, giao thông và năng lượng, đòi hỏi nhu cầu tài trợ vốn lớn. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành sẽ tăng 10,0-10,5% svck trong năm 2025 (so với +9,0% svck năm 2024), với tăng trưởng thực (loại trừ yếu tố giá) đạt khoảng 7,0-7,5% (Hình 13). Chính phủ đã trình Quốc hội mục tiêu tăng trưởng doanh số bán lẻ ở mức 12%, cao hơn dự phóng của chúng tôi. Doanh số bán lẻ tăng sẽ thúc đẩy nhu cầu vay tiêu dùng (mua nhà, mua xe, vay qua thẻ tín dụng), từ đó hỗ trợ tăng trưởng tín dụng bán lẻ của CTG.

Ngoài ra, Chính phủ đã đặt kế hoạch đầu tư công ở mức 790 nghìn tỷ đồng (+2% so với kế hoạch 2024 ban đầu, +18% so với kế hoạch điều chỉnh 2024). Với dư nợ cho vay lớn tại các doanh nghiệp xây dựng niêm yết, CTG có vị thế thuận lợi để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong năm 2025.

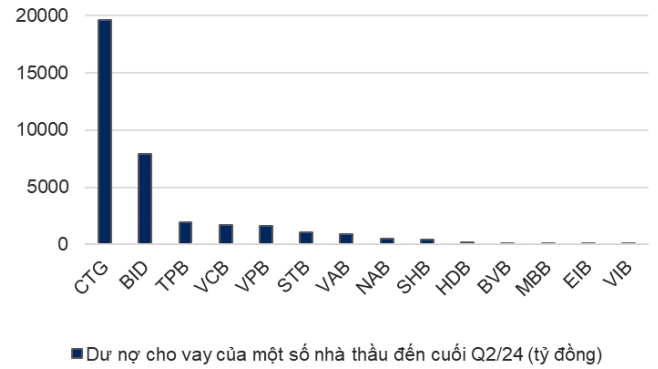
Bên cạnh đó, làn sóng FDI bùng nổ tại Việt Nam, nhờ vào sự dịch chuyển chuỗi cung ứng và các chính sách ưu đãi của Chính phủ, sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng cho vay FDI của CTG do các doanh nghiệp nước ngoài có nhu cầu cao về vốn lưu động và tài trợ dự án để mở rộng hoạt động.

**Hình 6: CTG có mức tăng trưởng tín dụng cao nhất trong nhóm NHTM Nhà nước trong năm 2024**



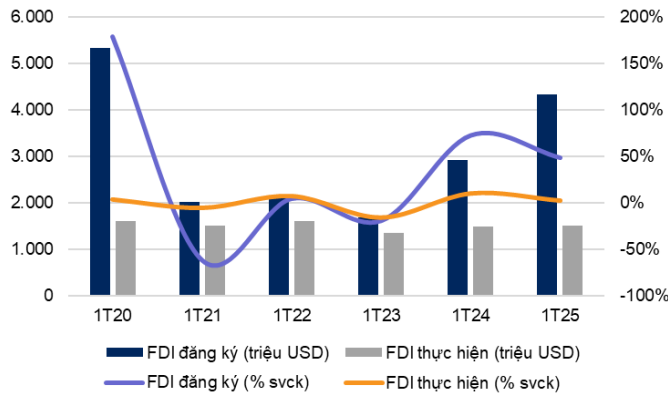
\*trung bình top 25 ngân hàng niêm yết tính đến cuối năm 2024  
Nguồn: NHTM, CTG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: CTG có dư nợ cho vay lớn nhất đối với các nhà thầu niêm yết**



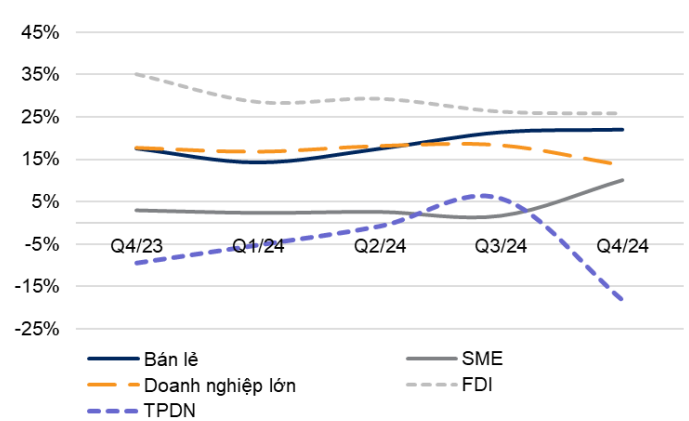
\*Các công ty xây dựng bao gồm: VCG, LCG, C4G, HHV, CC1, RCC, TTL, G36  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: FDI đăng ký đạt mức cao nhất kể từ năm 2021, trong khi FDI thực hiện tiếp tục mở rộng từ năm 2023**



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Cho vay FDI ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong danh mục tín dụng của CTG trong năm 2024**



Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

**NIM vẫn chịu áp lực trong năm 2025**

Mặc dù chúng tôi dự phóng lãi suất huy động sẽ tăng nhanh hơn lãi suất cho vay, chúng tôi cho rằng NIM của CTG sẽ duy trì ở mức 2,88% trong năm 2025, nhờ tỷ lệ CASA cao và cho vay bán lẻ phục hồi.

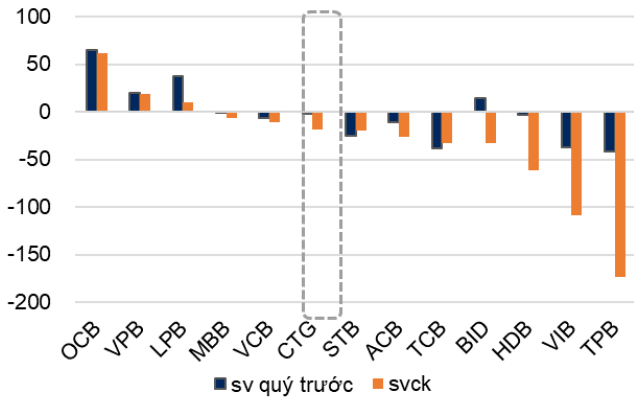
Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ tăng nhanh hơn lãi suất cho vay do: 1) mục tiêu tín dụng cao đòi hỏi nhu cầu huy động lớn; 2) tỷ lệ LDR đang tăng (CTG: 82,7% tại cuối năm 2024, tiệm cận ngưỡng trần 85%); 3) Chính phủ hướng tới duy trì lãi suất cho vay thấp trong năm 2025 để hỗ trợ nền kinh tế.

Tuy nhiên, CTG có thể duy trì NIM ổn định nhờ tỷ lệ CASA cao, được thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và sự phục hồi của cho vay bán lẻ – phân khúc có lãi suất cho vay cao hơn. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ CASA sẽ duy trì cao, ở mức 24,1% trong năm 2025, nhờ giải ngân tín dụng tăng, phù hợp với dự phóng tăng trưởng tín dụng 14% của chúng tôi.

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thực của tổng doanh số bán lẻ sẽ đạt 7-7,5% svck trong năm 2025, hỗ trợ CTG mở rộng cho vay bán lẻ và duy trì NIM, nhờ sự phục hồi nhu cầu vay tiêu dùng trong năm 2025.



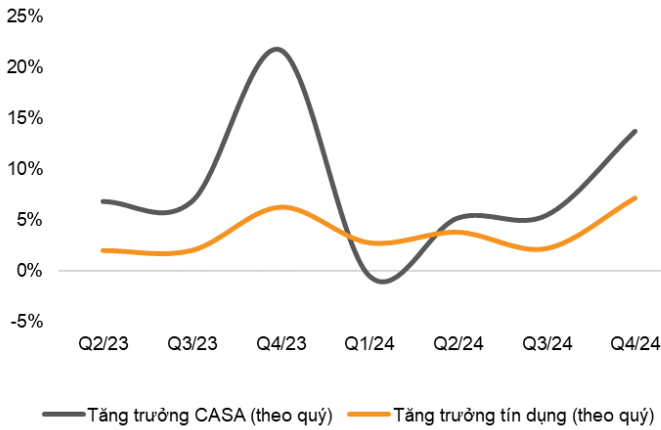
**Hình 10: Tốc độ mở rộng NIM trong Q4/24 của CTG và các ngân hàng khác (đơn vị: điểm cơ bản)**



\*trung bình top 25 ngân hàng niêm yết tính đến cuối năm 2024

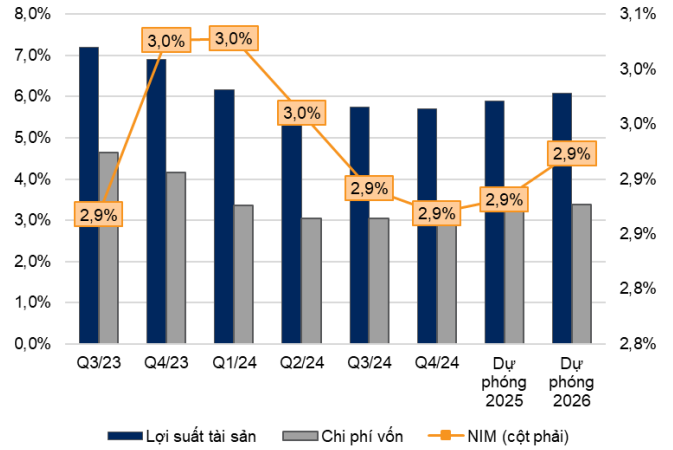
Nguồn: NHTM, CTG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: Giải ngân tín dụng tăng thúc đẩy tăng trưởng tiền gửi không kỳ hạn (CASA)**



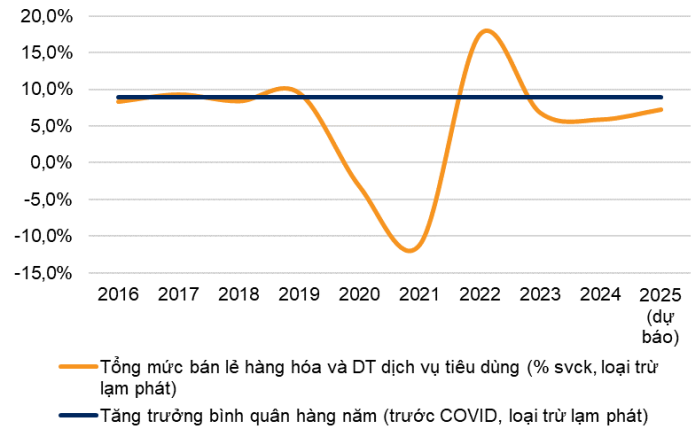
Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Chúng tôi dự phóng NIM của CTG sẽ đi ngang trong năm 2025, với tỷ lệ CASA duy trì cao và sự phục hồi từ cho vay bán lẻ**



Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 13: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thực của tổng doanh số bán lẻ sẽ đạt 7-7,5% svck trong năm 2025**



Nguồn: GSO, VNDIRECT RESEARCH

**Phục hồi kinh tế và bộ đệm dự phòng vững chắc sẽ hỗ trợ kiểm soát nợ xấu tốt hơn**

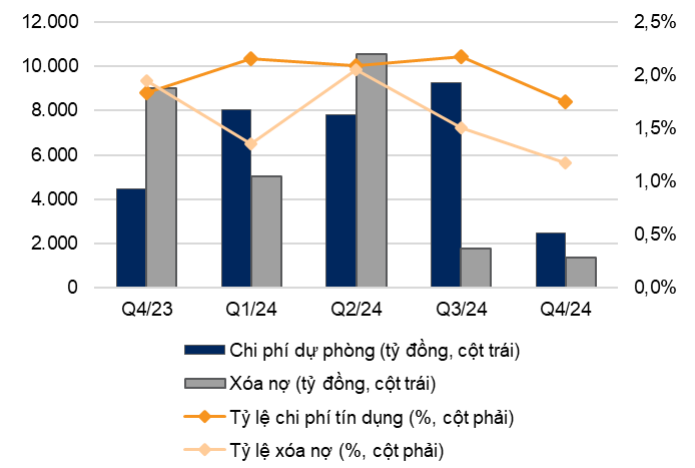
Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu (NPL) của CTG sẽ giảm xuống 1,16% trong năm 2025 và 1,05% vào năm 2026, từ mức 1,25% của năm 2024, nhờ kỳ vọng kinh tế phục hồi mạnh mẽ, thị trường bất động sản khởi sắc và bộ đệm dự phòng vững chắc của CTG.

Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 8% và tăng trưởng doanh số bán lẻ 12%, phản ánh kỳ vọng kinh tế tích cực hơn, điều này sẽ hỗ trợ khả năng trả nợ của khách hàng vay tại CTG. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng Luật Đất đai mới sẽ thúc đẩy sự phát triển và thanh khoản cho thị trường bất động sản, đơn giản hóa thủ tục chuyển nhượng quyền sử dụng đất và thanh lý tài sản, từ đó hỗ trợ khả năng trả nợ và tái cơ cấu khoản vay tại CTG.

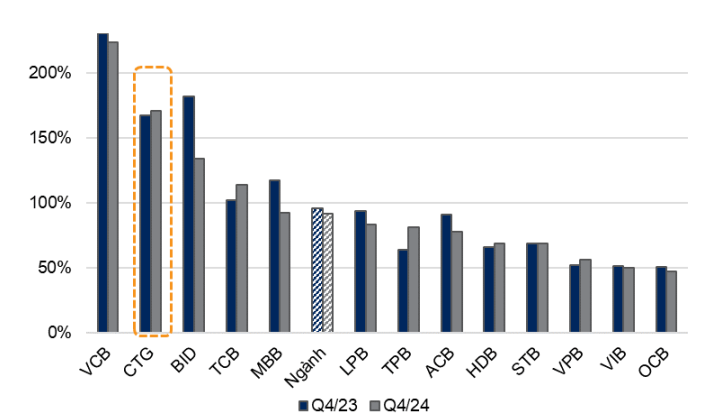
CTG đã chủ động gia tăng bộ đệm dự phòng, với tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) năm 2024 đạt 171%, xếp thứ hai trong hệ thống ngân hàng. Chúng tôi dự phóng nguồn dự phòng dồi dào này sẽ giúp CTG duy trì tỷ lệ xóa nợ ở mức 1,2%, tương đương với năm 2024, qua đó giảm tỷ lệ NPL xuống 1,16% trong năm

2025. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ nhóm 2 sẽ giảm nhẹ xuống 1,31% trong năm 2025, từ mức 1,32% của năm 2024, phản ánh triển vọng tích cực hơn. Trong bối cảnh đó, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ giảm xuống 1,5% trong năm 2025, từ mức 1,7% của năm 2024.

**Hình 14: Tỷ lệ NPL giảm xuống 1,25% trong Q4/24 dù tỷ lệ xóa nợ giảm**



**Hình 15: CTG là một trong số ít ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng trong năm 2024**

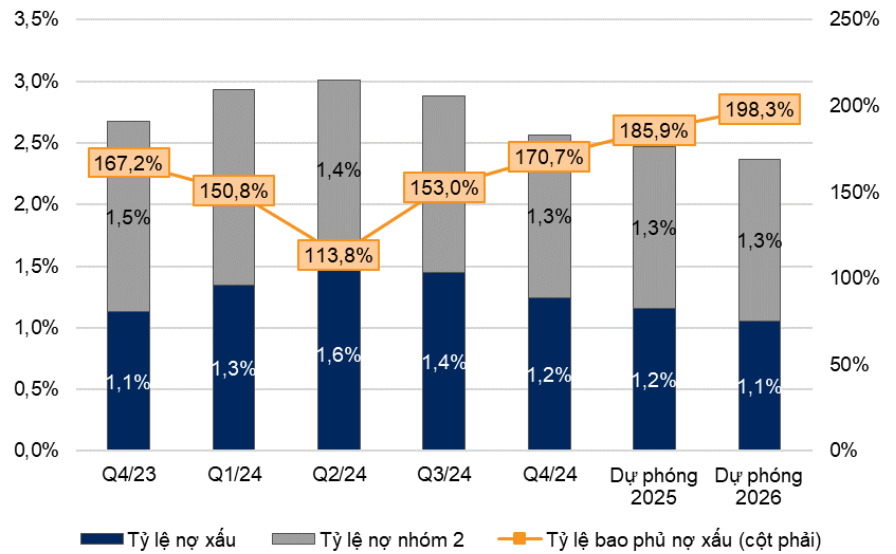


Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

\*trung bình top 25 ngân hàng niêm yết tính đến cuối năm 2024

Nguồn: NHTM, CTG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NPL sẽ giảm xuống 1,16% và nợ nhóm 2 xuống 1,31% trong năm 2025. LLR dự kiến tăng lên 186%, trong khi chi phí tín dụng giảm xuống 1,5% từ mức 1,7% năm 2024**



Nguồn: CTG, VNDIRECT RESEARCH

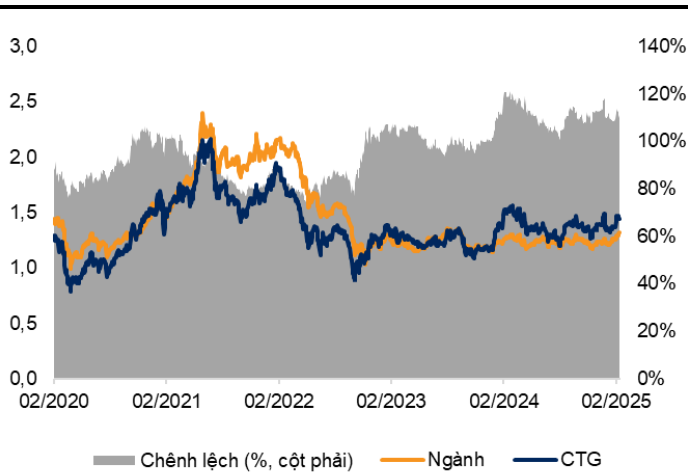
## Định giá: Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 43,500đ/cp

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau 50%, để đưa ra giá mục tiêu là 43.500 đồng cho CTG. Chúng tôi điều chỉnh chi phí vốn chủ sở hữu với mức lãi suất phi rủi ro cao hơn là 3,0% (sv báo cáo trước đó là 2,66%), dựa trên lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm của VBMA vào cuối năm 2024, và mức phần bù rủi ro cao hơn là 8,35% (sv báo cáo trước đó là 7,78%, theo [NYU](#)).

Đối với phương pháp giá trị tương đối, chúng tôi sử dụng hệ số P/B mục tiêu là 1,26x, tương đương với mức chênh lệch trung bình 5 năm của P/B giữa CTG và toàn ngành (96%) nhân với P/B hiện tại của ngành ngân hàng (1,3x). Hiện tại, CTG đang giao dịch ở mức P/B 1,5x, và chúng tôi cho rằng mức giá này đã phản ánh kỳ vọng tích cực về hoạt động kinh doanh của CTG.

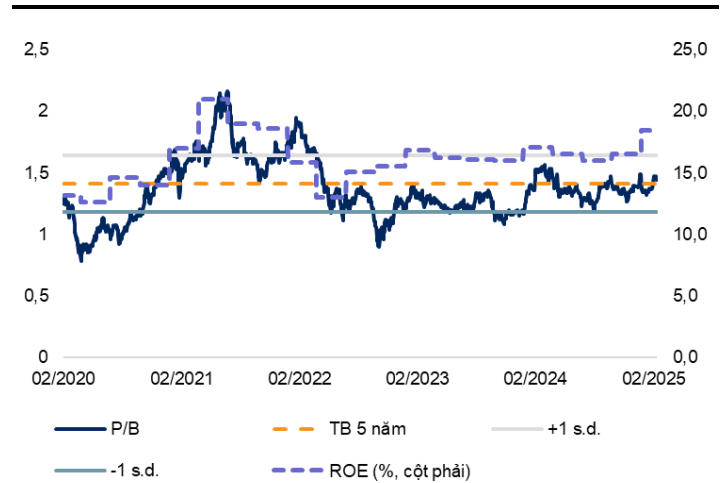
Giá mục tiêu kết hợp của chúng tôi phản ánh mức P/B năm 2025 là 1,4x, tương đương với trung bình 5 năm của CTG (1,4x) nhưng thấp hơn mức trung bình toàn ngành (1,5x).

Hình 17: So sánh giữa P/B của CTG và ngành



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Diễn biến chỉ số P/B và ROE của CTG



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 19: Định giá theo thu nhập thặng dư dựa trên dự phóng của chúng tôi**

Giả định chính	2025	2026	2027	2028	2029	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phân bù rủi ro	8,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
%ROE	19,7%	20,7%	20,4%	18,9%	18,1%	15,9%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)</i>						
Thu nhập thặng dư	11.500	16.234	19.321	18.483	19.074	64.494
Tỷ lệ chiết khấu	0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	0,52
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	10.079	12.470	13.008	10.906	9.864	33.354
Giá trị sổ sách đầu kỳ	148.974					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	56.328					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	33.354					
Giá trị vốn chủ sở hữu	238.656					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	5.370					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)</b>	<b>44.443</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 20: Giá mục tiêu dựa trên dự phóng của chúng tôi**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	44.443	22.221
Hệ số P/B (1,26 lần cho năm 2025)	50%	42.581	21.290
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			43.512
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)</b>			<b>43.500</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 21: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với ROE năm cuối và chi phí vốn.**

Chi phí vốn	ROE					
	44.443	14%	15%	16%	17%	18%
12%	45.808	50.011	54.213	58.416	62.618	
13%	41.271	45.058	48.844	52.630	56.417	
<b>14%</b>	<b>37.552</b>	<b>40.997</b>	<b>44.443</b>	<b>47.888</b>	<b>51.333</b>	
15%	34.448	37.608	40.769	43.929	47.089	
16%	31.818	34.737	37.656	40.575	43.494	

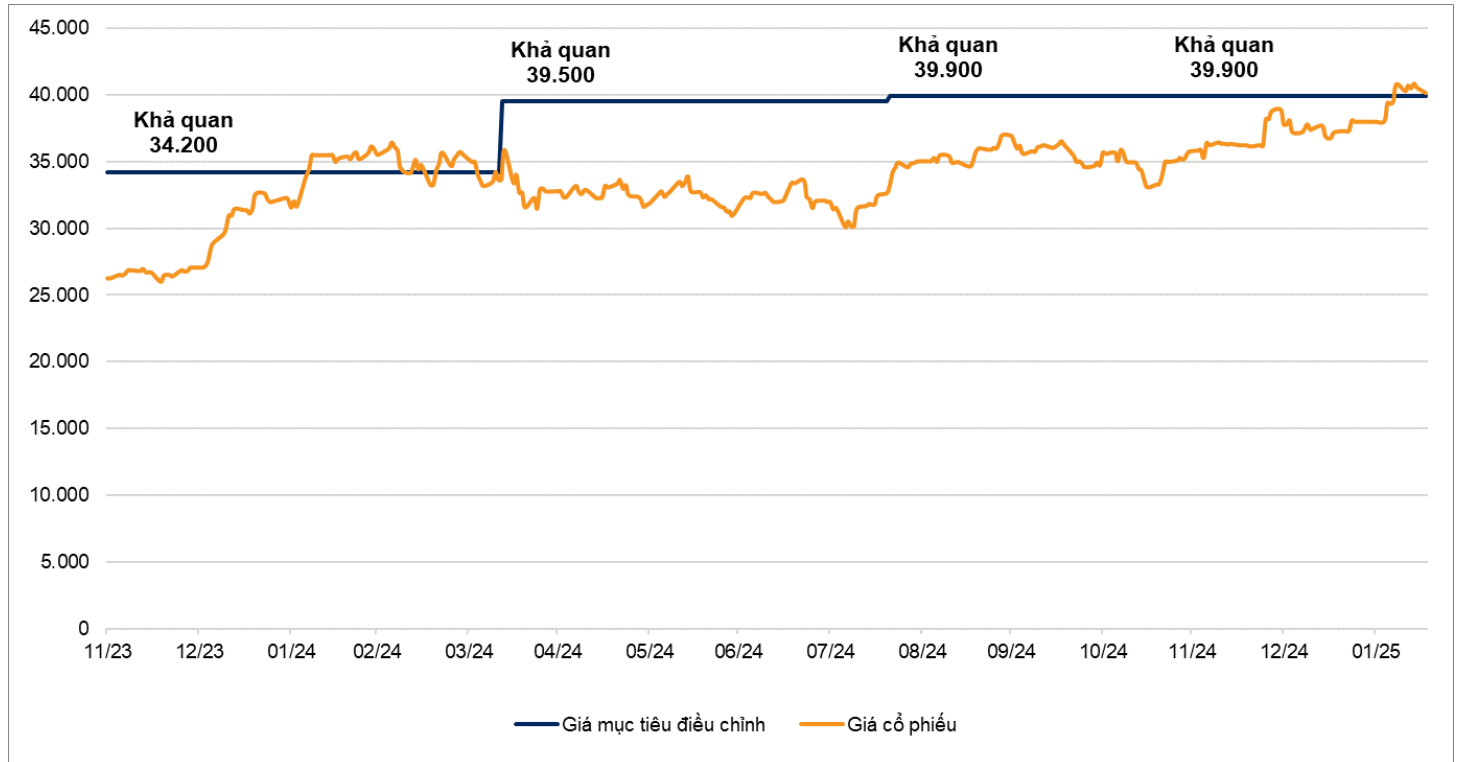
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: So sánh với các ngân hàng Việt Nam (gồm 13 ngân hàng) (dữ liệu ngày 19/2/2025)

Mã CK	Tiềm năng tăng		NIM (%)				NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 3 năm	ROA (%)		ROE (%)	
	giá (%)	Vốn hóa (triệu USD)	12T	2025	12T	2025	Hiện tại	2025	12T	2025	12T	2025	%	12T	2025	12T	2025
VCB	19,8%	20.031,4	2,9%	3,1%	1,2%	1,0%	2,6	2,2	15,1	13,9	13,0%	1,7%	1,9%	18,6%	18,5%		
BID	26,2%	10.942,0	2,4%	2,3%	1,5%	1,4%	2,0	1,6	11,3	13,0	16,1%	1,0%	0,9%	19,2%	14,9%		
VPB	23,7%	5.904,6	5,9%	5,8%	4,8%	4,5%	1,1	0,9	9,6	7,9	26,3%	1,8%	1,9%	11,4%	12,4%		
TCB	20,3%	7.153,4	4,1%	4,5%	1,1%	1,1%	1,3	1,0	8,5	6,5	21,4%	2,4%	2,7%	15,6%	17,6%		
MBB	31,9%	5.437,8	4,3%	4,4%	2,5%	1,8%	1,2	0,9	6,1	5,7	15,3%	2,2%	2,0%	22,1%	18,8%		
ACB	32,4%	4.505,1	3,7%	3,7%	1,5%	1,4%	1,4	1,1	6,9	6,0	17,6%	2,1%	2,2%	21,7%	20,6%		
HDB	27,5%	3.114,5	5,5%	5,6%	2,2%	1,4%	1,5	1,2	6,2	7,7	21,4%	2,0%	2,2%	25,8%	25,6%		
VIB	24,7%	2.386,3	3,6%	4,1%	3,6%	3,6%	1,5	1,2	8,6	7,0	22,5%	1,6%	2,0%	18,1%	21,0%		
TPB	23,9%	1.754,1	3,7%	4,0%	2,2%	1,9%	1,2	1,0	7,4	6,7	17,1%	1,6%	1,6%	17,3%	16,5%		
LPB	-18,6%	4.282,6	3,3%	3,4%	1,4%	1,5%	2,5	1,8	11,3	13,7	-3,9%	2,2%	1,8%	25,1%	18,5%		
STB	10,6%	2.857,7	3,7%	3,9%	2,3%	2,4%	1,3	1,0	7,2	3,6	22,2%	1,4%	1,9%	20,0%	24,7%		
OCB	15,0%	1.125,2	3,0%	3,3%	2,9%	2,4%	0,9	0,8	9,1	7,1	25,6%	1,2%	1,5%	10,5%	13,5%		
<i>Trung bình</i>			3,8%	3,9%	2,2%	2,0%	1,5	1,2	8,9	8,2	18,9%	1,7%	1,8%	18,8%	18,6%		
<b>CTG</b>	<b>7,1%</b>	<b>8.539,8</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>30,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>18,5%</b>	<b>19,7%</b>		

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

## Lịch sử khuyến nghị



## Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	Dự phóng 2025	Dự phóng 2026
Thu nhập lãi thuần	35.581	41.788	47.792	52.957	62.403	72.995	83.833
<b>Thu nhập ngoài lãi</b>	<b>9.737</b>	<b>11.368</b>	<b>16.325</b>	<b>17.591</b>	<b>19.506</b>	<b>21.720</b>	<b>23.318</b>
Tổng thu nhập hoạt động	45.317	53.157	64.117	70.548	81.909	94.715	107.151
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>16.085</b>	<b>17.186</b>	<b>19.195</b>	<b>20.443</b>	<b>22.552</b>	<b>26.762</b>	<b>29.204</b>
LN trước trích lập	29.232	35.971	44.922	50.105	59.357	67.953	77.947
<b>Chi phí trích lập dự phòng</b>	<b>12.147</b>	<b>18.382</b>	<b>23.791</b>	<b>25.115</b>	<b>27.599</b>	<b>27.222</b>	<b>25.541</b>
Lợi nhuận trước thuế	11.781	17.085	17.589	21.132	24.990	31.758	40.731
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>9.461</b>	<b>13.694</b>	<b>14.089</b>	<b>16.924</b>	<b>19.904</b>	<b>25.342</b>	<b>32.501</b>

## Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	Dự phóng 2025	Dự phóng 2026
Tiền mặt và tiền gửi tại NHNN	57.617	23.383	29.727	40.597	34.432	34.432	36.153
Cho vay liên ngân hàng	102.533	149.317	242.432	279.842	378.483	454.179	499.597
Chứng khoán - tổng cộng	120.681	181.475	184.778	183.698	217.406	260.887	286.976
<b>Cho vay khách hàng</b>	<b>1.002.772</b>	<b>1.104.873</b>	<b>1.245.430</b>	<b>1.445.572</b>	<b>1.685.291</b>	<b>1.920.716</b>	<b>2.152.667</b>
Cho vay khách hàng (gộp)	1.015.333	1.130.668	1.274.844	1.473.345	1.721.955	1.963.028	2.198.592
Trích lập dự phòng	(12.561)	(25.795)	(29.413)	(27.773)	(36.664)	(42.312)	(45.925)
Tài sản cố định	24.077	25.117	24.790	23.312	25.084	28.925	32.231
Tài sản khác	33.757	47.423	81.654	59.593	44.689	51.532	57.422
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.341.437</b>	<b>1.531.587</b>	<b>1.808.811</b>	<b>2.032.614</b>	<b>2.385.384</b>	<b>2.750.672</b>	<b>3.065.046</b>
Các khoản nợ phải trả cho Chính phủ và NHI	47.330	35.822	107.172	24.608	156.862	234.004	234.004
Tiền gửi liên ngân hàng	128.519	138.834	209.430	304.322	276.135	289.941	318.936
Tiền gửi khách hàng	990.331	1.161.848	1.249.176	1.410.899	1.606.145	1.814.944	2.050.886
Giấy tờ có giá	59.876	64.497	91.370	115.376	151.678	197.182	236.618
Các khoản nợ khác	29.969	36.937	43.347	51.537	44.620	31.985	(52)
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.256.025</b>	<b>1.437.938</b>	<b>1.700.495</b>	<b>1.906.742</b>	<b>2.235.439</b>	<b>2.568.055</b>	<b>2.840.392</b>
Vốn điều lệ	47.207	57.793	57.989	63.598	63.827	63.827	63.827
Quỹ của TCTD	11.605	13.673	16.075	19.044	22.742	26.902	32.256
Lợi nhuận giữ lại	26.001	21.488	33.513	42.369	62.406	90.746	127.209
Lợi ích cổ đông thiểu số	599	695	739	861	970	1.141	1.361
<b>Tổng VCSH</b>	<b>84.813</b>	<b>92.955</b>	<b>107.577</b>	<b>125.011</b>	<b>148.974</b>	<b>181.475</b>	<b>223.292</b>
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>1.341.437</b>	<b>1.531.587</b>	<b>1.808.811</b>	<b>2.032.614</b>	<b>2.385.384</b>	<b>2.750.672</b>	<b>3.065.046</b>

## Các chỉ số chính

	2020	2021	2022	2023	2024	Dự phóng 2025	Dự phóng 2026
<b>Giá trị cổ phiếu</b>							
Hệ số P/B	1,55	1,83	1,31	1,25	1,48	1,30	1,07
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Lãi cơ bản/cp (đồng)	2.550	2.624	3.152	3.706	4.719	6.052	7.787
<b>Các chỉ số tăng trưởng svck</b>							
Tín dụng	7,8%	11,1%	12,1%	15,5%	16,7%	14,0%	12,0%
Tiền gửi khách hàng	10,9%	17,3%	7,5%	12,9%	13,8%	13,0%	13,0%
Thu nhập lãi thuần	7,2%	17,4%	14,4%	10,8%	17,8%	17,0%	14,8%
Thu nhập ngoài lãi	33,0%	16,8%	43,6%	7,8%	10,9%	11,3%	7,4%
Tổng thu nhập hoạt động	11,8%	17,3%	20,6%	10,0%	16,1%	15,6%	13,1%
LN sau thuế	44,7%	2,9%	20,1%	17,6%	27,3%	28,3%	28,7%
<b>Các chỉ số lợi nhuận</b>							
NIM	2,84%	3,00%	2,97%	2,86%	2,88%	2,88%	2,92%
Chi phí/Thu nhập HDKD (CIR)	35,5%	32,3%	29,9%	29,0%	27,5%	28,3%	27,3%
LN trước trích lập / Thu nhập HDKD	64,5%	67,7%	70,1%	71,0%	72,5%	71,7%	72,7%
Lợi nhuận sau thuế / Thu nhập HDKD	30,2%	26,5%	26,4%	28,2%	30,9%	34,3%	39,0%
ROA (12 tháng)	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,3%	1,4%
ROE (12 tháng)	16,9%	15,9%	16,9%	17,1%	18,5%	19,7%	20,7%
<b>Chất lượng tài sản</b>							
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0,28%	1,05%	2,35%	1,55%	1,32%	1,31%	1,31%
Nợ nhóm 2 hình thành svck	-695,5%	-416,3%	98,4%	-139,5%	-98,7%	-3328,7%	3,8%
Tỷ lệ nợ xấu	0,94%	1,26%	1,24%	1,13%	1,25%	1,16%	1,05%
Nợ xấu hình thành svck	-7,6%	83,8%	118,1%	26,8%	-14,4%	-3,0%	-2,3%
Tỷ lệ xử lý nợ xấu (write-off)	0,69%	0,48%	1,68%	1,95%	1,17%	1,17%	1,05%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	132%	180%	186%	167%	171%	186%	198%
Lãi dự thu svck	16,8%	26,4%	25,8%	19,1%	-9,9%		
Thu hồi nợ xấu svck	31%	85%	65%	-13%	82%		
<b>Tỷ lệ thanh khoản và khả năng thanh toán</b>							
Tỷ lệ cho vay/ huy động (LDR)	86,5%	83,1%	79,7%	80,2%	82,7%	84,1%	84,4%
<b>Tỷ lệ đòn bẩy</b>							
VCSH/Tổng tài sản	6,3%	6,1%	5,9%	6,2%	6,2%	6,6%	7,3%
Tỷ lệ CAR	9,0%	9,1%	9,0%	9,3%	9,6%		



## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự phóng và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT 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. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Sự định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Tổng lợi nhuận của cổ phiếu dự kiến sẽ đạt 15% hoặc cao hơn trong 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Tổng lợi nhuận của cổ phiếu dự kiến sẽ nằm trong khoảng từ âm 10% đến dương 15% trong 12 tháng tới.

**KÉM KHẢ QUAN** Tổng lợi nhuận của cổ phiếu dự kiến sẽ giảm xuống dưới mức âm 10% trong 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

#### Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: [chien.vominh@vndirect.com.vn](mailto:chien.vominh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thảo Linh – Chuyên viên phân tích

Email: [linh.thaonguyen3@vndirect.com.vn](mailto:linh.thaonguyen3@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>