

Giá hiện tại: 35,150 VND

Giá kỳ vọng: 38,600 VND

**Khuyến nghị: KHẢ QUAN (+ 9.8%)**

Mã cổ phiếu	CTG
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	37,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	26,100
Vốn hóa (tỷ đồng)	187,950
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	7,847,447
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	5,370.0
Beta	1.13
P/E	8.66
P/B	1.35

### Thông tin cơ bản về doanh nghiệp:

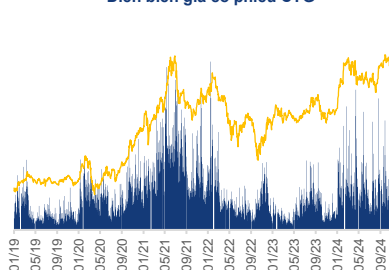
VietinBank được thành lập vào năm 1988 sau khi tách khỏi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, và hiện là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất tại Việt Nam. Với sự hỗ trợ từ các cổ đông lớn như Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Ngân hàng MUFG (Nhật Bản), VietinBank có lợi thế trong việc tiếp cận các khách hàng chất lượng và các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Từ năm 2009, VietinBank chính thức hoạt động theo mô hình ngân hàng cổ phần và được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh ngay sau đó.

## LỢI THẾ LỚN TRONG MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH TĂNG CAO

### Lựa chọn đầu tư

- CTG và nhóm ngân hàng quốc doanh có nhiều ưu thế hơn khi giải ngân tín dụng trong bối cảnh cạnh tranh lãi suất đang tăng cao.
- NIM có sức chống chịu tốt hơn so với mặt bằng chung ngành ngân hàng nhờ (i) lãi suất cho vay vẫn đang duy trì ở mức thấp và rất ít chịu tác động khi sự cạnh tranh trong ngành tăng cao, (ii) chi phí huy động thấp hơn nhờ lợi thế về quy mô và thương hiệu, kênh huy động đa dạng và CASA vẫn đang ổn định ở mức cao.
- Thu nhập ngoài lãi sớm lấy lại đà tăng trưởng trong những năm tới nhờ (i) sự phục hồi tích cực của thị trường xuất nhập khẩu, cùng với đó là nhu cầu ngoại tệ cao hơn, (ii) mảng bancassurance không còn gây áp lực lên tăng trưởng, (iii) hoạt động thu hồi nợ xấu được đẩy nhanh khi nền kinh tế có dấu hiệu khởi sắc hơn.
- Nợ xấu vẫn còn áp lực trong ngắn hạn nhưng tích cực hơn trong dài hạn nhờ (i) sự hồi phục mạnh mẽ của nền kinh tế, (ii) mặt bằng lãi suất thấp giúp tăng khả năng chi trả lãi vay của khách hàng, (iii) sự phục hồi của thị trường bất động sản giúp đẩy nhanh quá trình xử lý tài sản đảm bảo.

Diễn biến giá cổ phiếu CTG



Nguồn: CTG, NHSV Research tổng hợp

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024E
Thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	53,157	64,117	70,548	79,315
Tăng trưởng (%YoY)	17%	21%	10%	12%
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	41,788	47,792	52,957	61,262
Tăng trưởng (%YoY)	17%	14%	11%	16%
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	11,368	16,325	17,591	18,054
Tăng trưởng (%YoY)	17%	44%	8%	3%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	14,215	16,835	20,045	23,318
Tăng trưởng (%YoY)	3%	18%	19%	16%
Tăng trưởng tín dụng (%YTD)	11.1%	12.1%	15.5%	13.8%
Tăng trưởng tiền gửi (%YTD)	9.8%	16.2%	20.3%	10.7%
Biên thu nhập lãi thuần-NIM (%)	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.3%	1.2%	1.1%	1.5%
ROAA (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
ROAE (%)	15.7%	16.6%	17.0%	16.8%

Nguồn: CTG, NHSV Research

## THÔNG TIN CHUNG

### Giới thiệu về doanh nghiệp

- Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (VietinBank), được thành lập vào năm 1988 sau khi tách khỏi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, và hiện là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn nhất tại Việt Nam. Tính đến cuối năm 2023, tổng tài sản của VietinBank đạt 2,032 nghìn tỷ VND, đứng thứ ba trong ngành ngân hàng tại Việt Nam. Với sự hỗ trợ từ các cổ đông lớn như Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Ngân hàng MUFG (Nhật Bản), VietinBank có lợi thế rất lớn trong việc tiếp cận các khách hàng chất lượng và các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Từ năm 2009, VietinBank chính thức hoạt động theo mô hình ngân hàng cổ phần và được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh sau đó.

### Ngành nghề kinh doanh

- Huy động, nhận tiền gửi và cho vay đối với các tổ chức và cá nhân.
- Đầu tư chứng khoán.
- Cung cấp dịch vụ thanh toán, ví điện tử.
- Thực hiện các giao dịch ngoại tệ.
- Cấp tín dụng dưới hình thức tái chiết khấu công cụ chuyển nhượng và giấy tờ có giá khác.
- Dịch vụ quản lý tài sản.

### Địa bàn kinh doanh

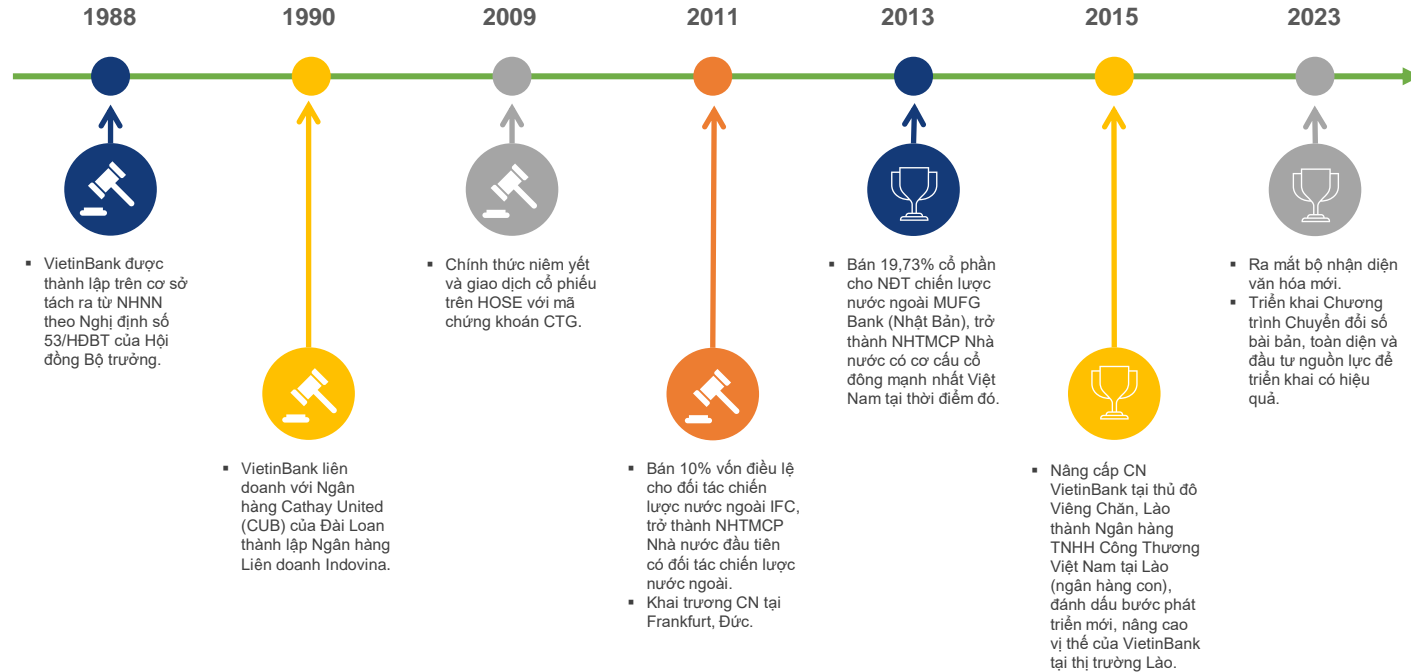
- VietinBank có mạng lưới kinh doanh rộng khắp cả nước và quốc tế với trụ sở chính đặt tại 108 Trần Hưng Đạo, Hà Nội, 155 chi nhánh, 1 trung tâm khách hàng phía Nam, 2 văn phòng đại diện tại TP. Hồ Chí Minh & Đà Nẵng và 956 phòng giao dịch trải dài khắp 63 tỉnh thành phố trên cả nước.
- Trên thị trường quốc tế, VietinBank có 2 chi nhánh tại Đức, 1 ngân hàng con tại Lào, và 1 văn phòng đại diện tại Myanmar. Ngoài ra, ngân hàng còn thiết lập quan hệ với hơn 1.000 ngân hàng đại lý tại hơn 90 quốc gia và vùng lãnh thổ trên toàn thế giới.

## I. TỔNG QUAN

## LỊCH SỬ HOẠT ĐỘNG

VietinBank là một trong những ngân hàng TMCP có cổ đông chiến lược nước ngoài đầu tiên tại Việt Nam

# I. TỔNG QUAN



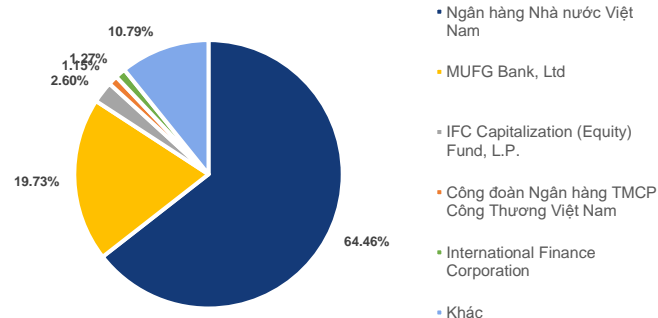
## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

### VietinBank chịu sự giám sát của Ngân hàng nhà nước và được hỗ trợ bởi nhóm cổ đông chiến lược nước ngoài chất lượng

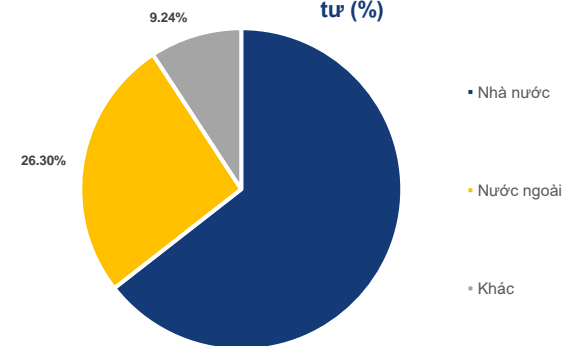
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là cổ đông lớn nhất và nắm quyền kiểm soát VietinBank với tỷ lệ sở hữu lên tới 64.46% vốn điều lệ của ngân hàng. Ngoài ra, VietinBank cũng có những cổ đông chiến lược nước ngoài rất chất lượng khác như MUFG Bank, Ltd (một trong 3 ngân hàng lớn nhất tại Nhật Bản) và Quỹ đầu tư tài chính IFC thuộc Tổ chức tài chính quốc tế (IFC) - một thành viên của World Bank Group với trụ sở chính đặt tại Washington, DC ở Hoa Kỳ.



Cơ cấu sở hữu của CTG theo nhóm cổ đông lớn (%)



Cơ cấu sở hữu của CTG theo phân nhóm nhà đầu tư (%)

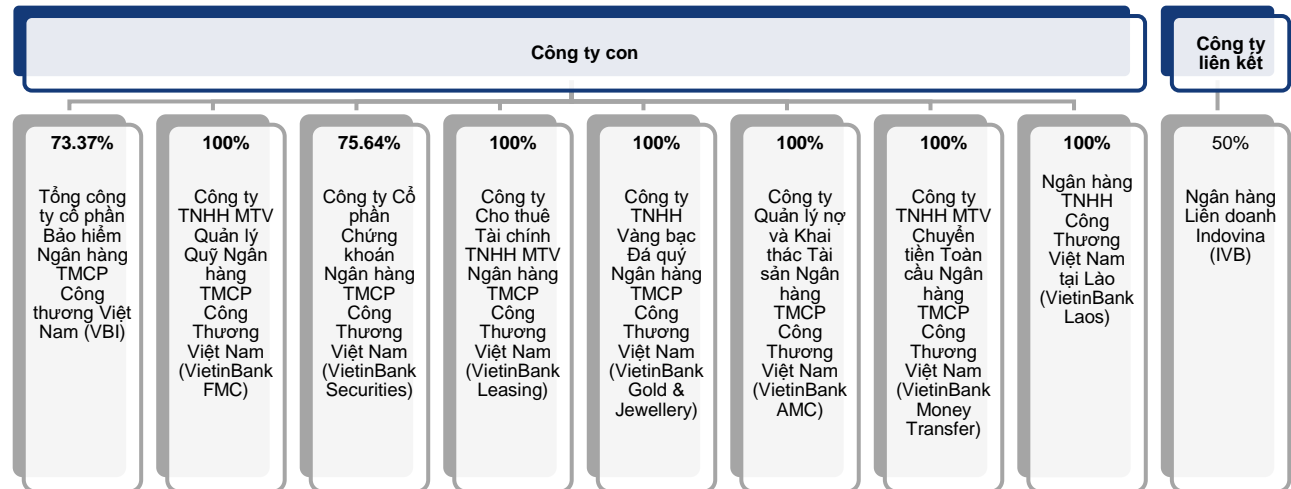


## CÔNG TY CON, CÔNG TY LIÊN KẾT

### Sở hữu 2 ngân hàng trực thuộc và hệ sinh thái các công ty thành viên đa dạng về lĩnh vực hoạt động

- VietinBank hiện sở hữu 8 ngân hàng/công ty con và 1 ngân hàng liên kết, hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau xoay quanh trục hoạt động kinh doanh lõi là Tài chính-Ngân hàng như Bảo hiểm, Chứng khoán, Quản lý quỹ, Cho Thuê tài chính, Quản lý tài sản, Kinh doanh vàng bạc đá quý,...Đáng chú ý, hệ sinh thái này còn có sự góp mặt của 2 ngân hàng: Ngân hàng TNHH Công Thương Việt Nam tại Lào (VietinBank Laos) và Ngân hàng Liên doanh Indovina (IVB) – một liên doanh giữa VietinBank và Ngân hàng Cathay United (CUB) của Đài Loan. Hầu hết công ty thành viên trong hệ sinh thái của VietinBank đều đã và đang hoạt động rất hiệu quả và có đóng góp lớn vào hiệu quả kinh doanh chung của ngân hàng mẹ.

## I. TỔNG QUAN



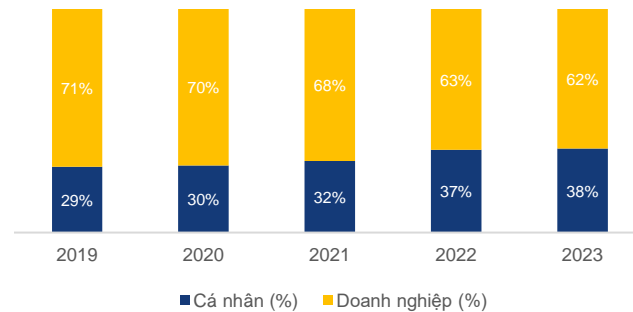
## CƠ CẤU DƯ NỢ CHO VAY

### Kinh doanh ô tô, xe máy và sản xuất, chế biến, chế tạo là các lĩnh vực cho vay mũi nhọn của VietinBank

- Cho vay doanh nghiệp hiện vẫn đang chiếm tỷ trọng áp đảo trong cơ cấu tín dụng của VietinBank với tỷ trọng đóng góp lên tới 62% tổng dư nợ tín dụng của ngân hàng (tính đến cuối năm 2023), nhưng đang trong xu hướng thu hẹp trở lại để nhường chỗ cho tín dụng cá nhân trong vài năm trở lại đây.
- Các nhóm lĩnh vực chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu tín dụng của VietinBank là: (i) kinh doanh ô tô, xe máy, (ii) sản xuất & gia công chế biến, (iii) thương mại & dịch vụ, (iv) xây dựng, (v) kinh doanh điện, nước, khí đốt và (vi) nông, lâm nghiệp & thủy sản. Trong đó, mảng cho vay kinh doanh ô tô, xe máy dẫn đầu với hơn 1/3 tổng dư nợ tín dụng của ngân hàng và vẫn đang duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong những năm qua.

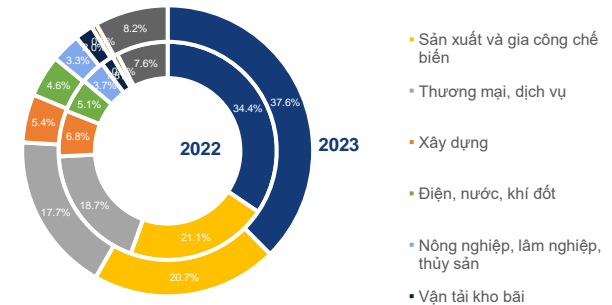
# I. TỔNG QUAN

Cơ cấu dư nợ cho vay theo phân loại khách hàng



Nguồn: CTG, NHSV Research

Cơ cấu dư nợ cho vay theo lĩnh vực



Nguồn: CTG, NHSV Research

## Tăng trưởng cao mặc dù chi phí trích lập dự phòng ở mức cao nhất lịch sử

- Trong Q3-2024, CTG ghi nhận 21.916 tỷ đồng thu nhập hoạt động, tiếp tục vượt đỉnh lịch sử và đạt mức tăng trưởng khá mạnh, lần lượt +11.6% QoQ và +26% YoY. Trong đó:
  - Thu nhập lãi thuần nhích nhẹ 1.6% QoQ và tăng 19% YoY nhờ tín dụng tiếp tục được mở rộng và NIM tăng nhẹ so với cùng kỳ.
  - Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng cao, lần lượt +47.4% QoQ và +47.2% YoY. Trong đó, CTG ghi nhận lãi đột biến từ thu nhập hoạt động khác (4.114 tỷ đồng), lần lượt tăng mạnh +232.3% QoQ và +196.3% YoY nhờ việc hoàn nhập dự phòng gốc và lãi đối với khách hàng. Trong khi đó, các nhóm hoạt động chính khác bao gồm hoạt động dịch vụ (NFI), hoạt động kinh doanh ngoại hối, vàng và hoạt động kinh doanh chứng khoán đều ghi nhận sự sụt giảm khá đáng kể so với quý trước và cùng kỳ năm trước.
- Chi phí hoạt động ghi nhận mức tăng khá mạnh so với quý trước (+20.1% QoQ), lẫn cùng kỳ (+19.9% YoY).
- Chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng ở mức rất cao (9.269 tỷ đồng), lần lượt tăng mạnh +18.6% QoQ và +24.6% YoY.
- Tổng hợp các yếu tố nêu trên giúp CTG ghi nhận lợi nhuận sau thuế Q3-2024 ở mức 5.193 tỷ đồng, mặc dù giảm nhẹ 4% QoQ nhưng vẫn đạt mức tăng rất ấn tượng so với cùng kỳ năm trước (+33.3% YoY).

Kết quả kinh doanh	9T2024	YoY	Q3-2024	YoY	QoQ	Các chỉ tiêu chính	9T2024	YoY	Q3-2024	YoY	QoQ
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>60,624</b>	<b>16.2%</b>	<b>21,916</b>	<b>26.0%</b>	<b>11.6%</b>	Tăng trưởng tín dụng (%YTD)	9.0%	+25 đcb	9.0%	+26 đcb	+232 đcb
Thu nhập lãi thuần (NII)	46,091	19.7%	15,578	19.0%	1.6%	Tăng trưởng tiền gửi (%YTD)	7.2%	-491 đcb	7.2%	-485 đcb	+449 đcb
Thu nhập ngoài lãi (Non-II)	14,533	6.3%	6,339	47.2%	47.4%	NIM	2.9%	+7 đcb	2.9%	+2 đcb	-7 đcb
TNT hoạt động dịch vụ (NFI)	5,466	-2.4%	1,801	-0.8%	-4.5%	YEA	5.9%	-157 đcb	5.7%	-145 đcb	-8 đcb
TNT hoạt động FX	3,139	-9.9%	609	-46.4%	-48.7%	COF	3.1%	-158 đcb	3.0%	-158 đcb	+0 đcb
TNT hoạt động chứng khoán	(262)	-222.8%	(185)	-462.6%	-1982.3%	CASA	21.3%	+257 đcb	21.3%	+257 đcb	-1 đcb
TNT hoạt động khác	6,190	41.5%	4,114	196.3%	232.3%	Tỷ lệ nợ xấu	1.4%	+8 đcb	1.4%	+8 đcb	-12 đcb
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>15,976</b>	<b>13.0%</b>	<b>6,095</b>	<b>19.9%</b>	<b>20.1%</b>	Phí suất tín dụng (Credit cost)	2.2%	+11 đcb	2.3%	+16 đcb	+31 đcb
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>25,135</b>	<b>21.8%</b>	<b>9,269</b>	<b>24.6%</b>	<b>18.6%</b>	LLR	153.0%	-1943 đcb	153.0%	-1943 đcb	+3924 đcb
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>15,604</b>	<b>11.5%</b>	<b>5,193</b>	<b>33.3%</b>	<b>-4.0%</b>	CIR	26.4%	-74 đcb	27.8%	-141 đcb	+198 đcb

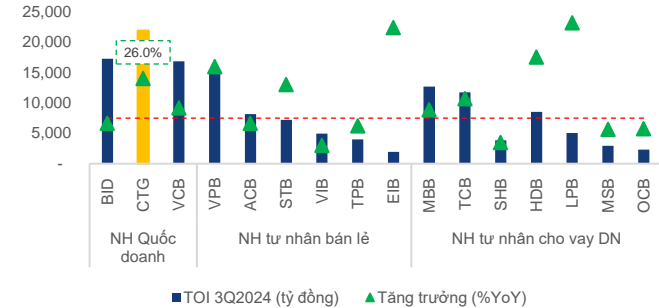
## II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

## Mảng cho vay ổn định giúp ngân hàng duy trì tăng trưởng cao trong Q3-2024

### Tăng trưởng TOI trong Q3-2024 ở mức cao và vượt trội so với mặt bằng chung toàn ngành

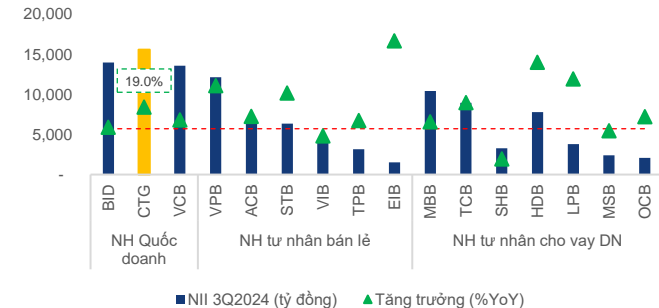
- Trong Q3-2024, CTG ghi nhận 21.916 tỷ đồng TOI, tăng mạnh +26% YoY và nằm trong nhóm ngân hàng có mức tăng trưởng cao nhất so với cùng kỳ. Trong khi đó, không ít ngân hàng thậm chí đã ghi nhận mức tăng trưởng âm so với cùng kỳ năm trước như BID, ACB, VIB, TPB, SHB,...

TOI và tăng trưởng TOI 3Q2024 của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

NII và tăng trưởng NII 3Q2024 của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

### ...với đóng góp chính từ mảng hoạt động cho vay

- Thu nhập lãi thuần (NII) của ngân hàng tiếp tục tăng trưởng cao trong Q3-2024, với mức tăng +19% YoY trong bối cảnh toàn ngành ngân hàng chứng kiến NIM thu hẹp, khiến không ít ngân hàng ghi nhận sự sụt giảm tăng trưởng, thậm chí tăng trưởng âm về NII trong Q3-2024.



II. CẬP NHẬT  
TÌNH HÌNH TÀI  
CHÍNH

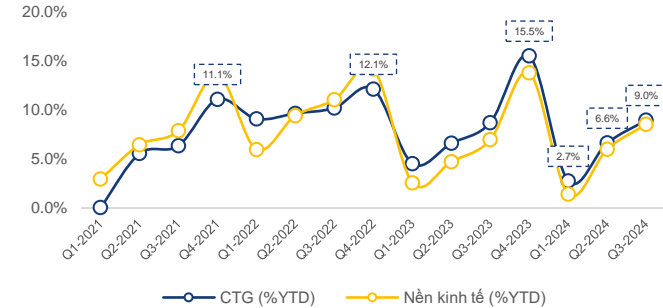


## Tăng trưởng tín dụng không quá ấn tượng nhưng đồng đều giữa các nhóm khách hàng

### Tăng trưởng tín dụng không quá ấn tượng

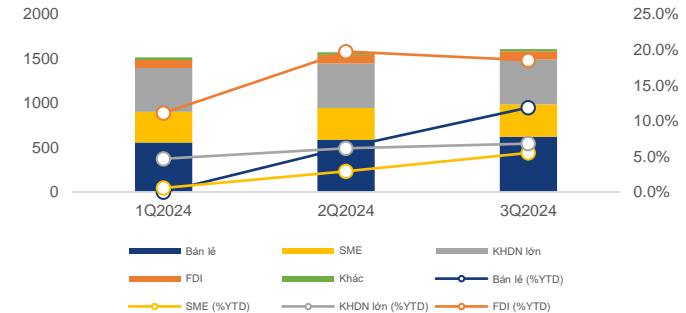
- Tính đến hết Q3-2024, tăng trưởng tín dụng của CTG ở mức 9.0%, tăng thêm 2.4% so với quý trước đó (1H2024 - 6.6% YTD) và chỉ cao hơn một chút so với mức tăng trưởng tín dụng chung toàn nền kinh tế (+8.5% YTD) nhưng là thấp hơn so với mức tăng trưởng tín dụng của 2 ngân hàng quốc doanh khác là VCB (+10.2% YTD) và BID (+9.8% YTD).

Tăng trưởng tín dụng của CTG và toàn nền kinh tế



Nguồn: CTG, SBV, NHSV Research

Tăng trưởng dư nợ cho vay theo phân khúc khách hàng



Nguồn: CTG, NHSV Research

## II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### ...nhưng khá đồng đều ở các mảng cho vay

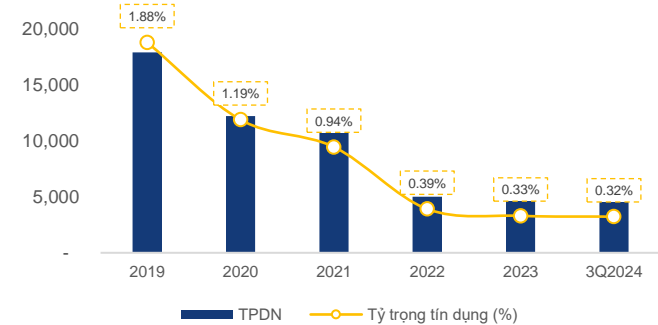
- Tín dụng của ngân hàng tăng trưởng khá đồng đều giữa các nhóm khách hàng, trong đó: (i) tín dụng bán lẻ tăng trưởng chủ đạo với mức tăng mạnh (+11.9% YTD), (ii) tín dụng nhóm khách hàng doanh nghiệp FDI tăng rất mạnh (+18.5% YTD), (iii) tín dụng nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn tăng trưởng 6.8% YTD và (iv) tín dụng SME tăng nhẹ +5.5% YTD.

## Hạn chế phân bổ tín dụng vào các nhóm/lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro cao

### Quy mô nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp không quá đáng kể

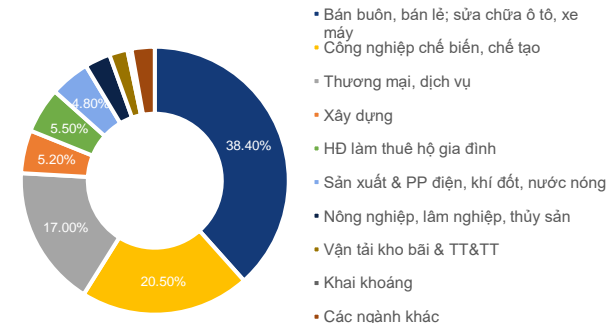
- CTG duy trì tỷ trọng nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp ở mức thấp nhất lịch sử, hiện trái phiếu doanh nghiệp chỉ còn chiếm khoảng 0.32% tổng dư nợ tín dụng của ngân hàng. CTG cũng là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp ở mức thấp nhất trong ngành hiện nay.

Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp/tổng dư nợ tín dụng của CTG



Nguồn: CTG, NHSV Research

Tỷ trọng cho vay theo ngành nghề (%)



Nguồn: CTG, NHSV Research

### ...và hạn chế cho vay vào các nhóm lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro mất vốn cao

- 3 lĩnh vực cho vay trọng tâm của CTG là Ô tô & xe máy, Công nghiệp chế biến chế tạo và Thương mại dịch vụ với tổng tỷ trọng chiếm tới hơn 75% tổng tín dụng cho vay doanh nghiệp của ngân hàng. Ngoài ra, lĩnh vực cho vay tiềm ẩn nhiều rủi ro nhất là kinh doanh bất động sản dường như không nằm trong danh sách những lĩnh vực ưu tiên giải ngân của ngân hàng, nếu có thì tỷ trọng cho vay cũng ở mức rất thấp so với các ngành nghề, lĩnh vực khác.



## NIM giảm nhẹ nhưng sức chống chịu là tốt hơn so với mặt bằng chung

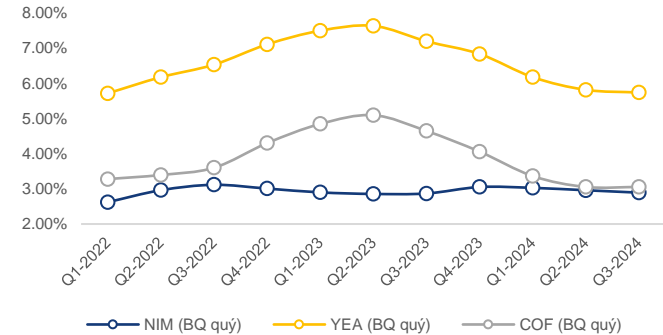
**NIM bình quân theo quý giảm nhẹ do chính sách hỗ trợ lãi suất để giúp khách hàng khắc phục thiệt hại sau bão**

- NIM bình quân trong Q3-2024 của CTG ở mức 2.89%, giảm nhẹ 7 đpt so với quý trước nhưng cao hơn 2 đpt so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính là do sự sụt giảm YEA trong bối cảnh các ngân hàng đồng loạt đưa ra các gói hỗ trợ lãi suất để giúp người dân và doanh nghiệp phục hồi sản xuất kinh doanh sau bão lũ. Trong khi đó, COF vẫn được duy trì ổn định so với quý trước và ở mức rất thấp trong nhiều năm trở lại đây.

**...nhưng mức giảm là tương đối nhẹ nhàng khi so với sự sụt giảm chung của ngành**

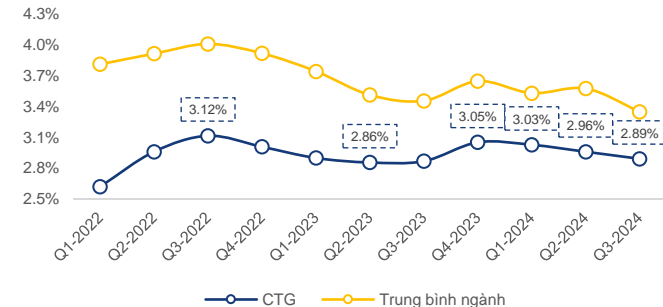
- Mặc dù NIM theo quý của CTG có giảm nhẹ so với quý trước, nhưng mức giảm là tương đối nhẹ nhàng so với sự sụt giảm NIM chung toàn ngành ngân hàng. Cụ thể, NIM bình quân trong Q3-2024 của CTG đã giảm 7 điểm cơ bản so với quý trước, trong khi NIM bình quân toàn ngành đã giảm mạnh tới 23 điểm cơ bản.

**NIM, YEA và COF bình quân hàng quý của CTG**



Nguồn: CTG, NHSV Research

**Biến động NIM (bình quân quý) của CTG và trung bình ngành**



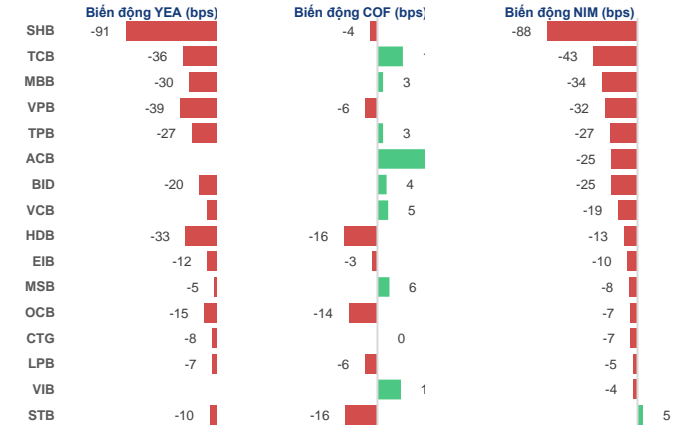
Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research



## NIM giảm nhẹ nhưng sức chống chịu là tốt hơn so với mặt bằng chung (tiếp)

### ...nhờ YEA đã luôn duy trì ở mức thấp

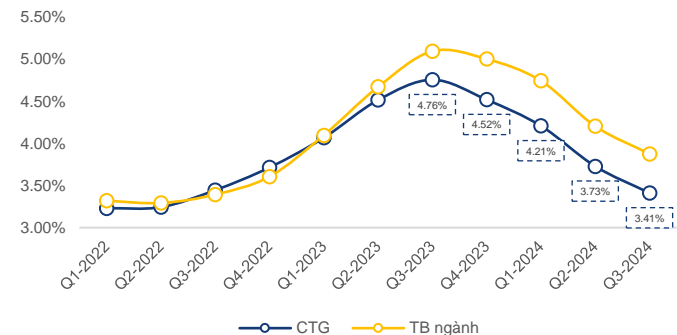
- Trong bối cảnh cạnh tranh lãi suất tăng cao như hiện nay, nhiều ngân hàng đang đối mặt với tình trạng sụt giảm mạnh YEA. Tuy nhiên, CTG cùng với các ngân hàng quốc doanh khác lại là nhóm có nhiều lợi thế hơn nhờ việc duy trì mức lãi suất cho vay rất thấp từ trước đó để hỗ trợ người dân và doanh nghiệp phục hồi sản xuất sau những giai đoạn khó khăn theo chỉ đạo của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước.



### ...và lợi thế COF luôn nằm trong nhóm thấp nhất ngành

- CTG và các ngân hàng quốc doanh còn sở hữu lợi thế lớn khi chi phí huy động (COF) luôn ở mức thấp nhất trong ngành. Điều này được lý giải bởi lịch sử hoạt động lâu đời, quy mô động lớn, thương hiệu uy tín cùng mạng lưới điểm giao dịch rộng khắp. Không những vậy, chi phí huy động của CTG còn liên tục giảm mạnh trong nhiều quý trở lại đây, về mức thấp nhất trong nhiều năm qua. Điều này không chỉ nâng cao khả năng cạnh tranh mà còn tạo ra cơ hội để ngân hàng tối ưu hóa lợi nhuận trong tương lai.

### COF (TTM) của CTG và trung bình ngành hàng quý

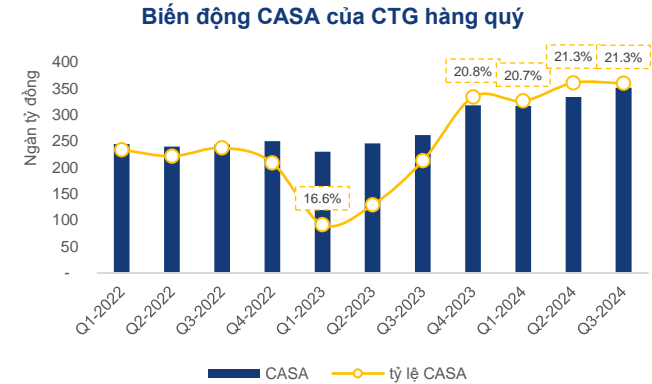


## II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

## CASA là điểm sáng khi duy trì ở vùng đỉnh, đi ngược với xu hướng giảm của ngành

### Quy mô CASA vượt đỉnh, tỷ lệ CASA đi ngang trong Q3-2024

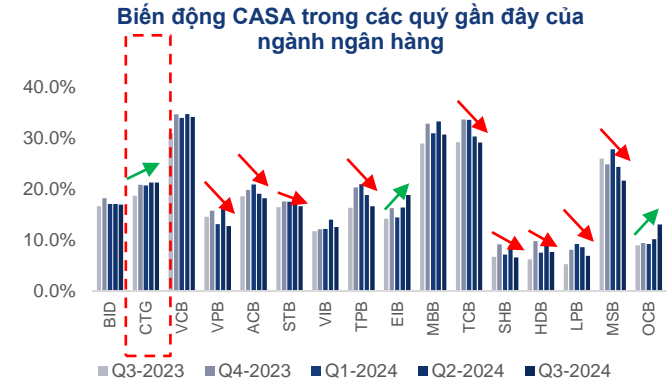
- Quy mô CASA của ngân hàng tiếp tục được mở rộng +5.2% QoQ, giúp cho tỷ lệ CASA gần như đi ngang so với quý trước và duy trì ở mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của ngân hàng. Đây cũng là yếu tố quan trọng giúp CTG duy trì được lợi thế chi phí vốn thấp trong suốt thời gian qua.



Nguồn: CTG, NHSV Research

### ...trong bối cảnh không ít ngân hàng ghi nhận sự sụt giảm khá mạnh về CASA

- Việc CTG duy trì tỷ lệ CASA ở mức đỉnh lịch sử là một điểm sáng đáng lưu ý, nhất là trong bối cảnh nhiều ngân hàng cho thấy sự suy giảm nghiêm trọng về CASA trong thời gian vừa qua. Tình hình kinh doanh khó khăn khiến cho các cá nhân và doanh nghiệp phải rút tiền ra khỏi các tài khoản tiết kiệm để đáp ứng các nhu cầu chi tiêu cấp bách khác, làm ảnh hưởng tới số dư tiền gửi và CASA trong hệ thống ngân hàng.
- Ngoài ra, sức hấp dẫn mạnh mẽ của các kênh đầu tư khác trong thời gian qua như bất động sản và vàng cũng đã tạo thêm áp lực lên số dư tiền gửi tại các ngân hàng.



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

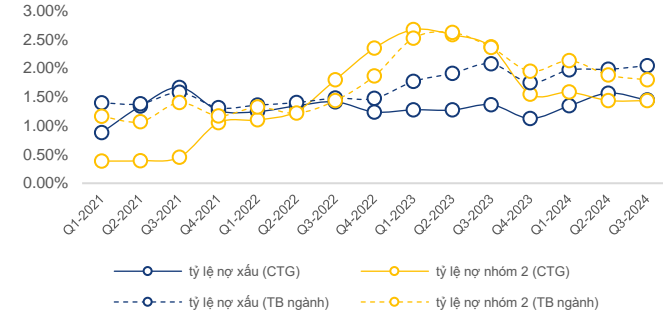


## Áp lực nợ xấu còn hiện hữu trong bối cảnh nhiều khó khăn chung

### Áp lực nợ xấu vẫn đang đè nặng

- Trong Q3-2024, một khách hàng doanh nghiệp của CTG được ghi nhận là nợ xấu trước đó được chuyển nợ lên nhóm 1 với số dư khoảng 8.000 tỷ đồng. Mặc dù vậy, tỷ lệ nợ xấu của CTG cũng chỉ giảm nhẹ 12 đpt so với quý trước và vẫn đang cao hơn 32 đpt so với hồi đầu năm cho thấy tình hình nợ xấu của ngân hàng vẫn đang còn khá áp lực
- Trong khi đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 đi ngang so với quý trước, ở mức 1.44% và đã giảm 11 đpt so với đầu năm.

So sánh tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của CTG và TB ngành

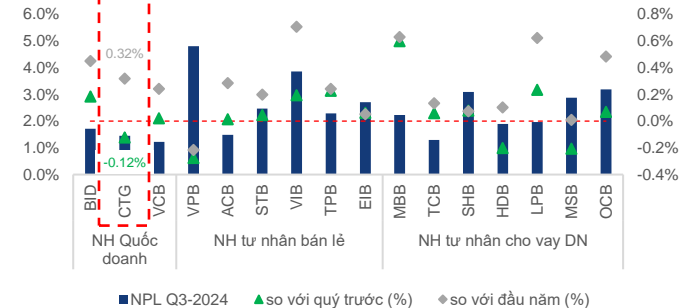


Nguồn: CTG, NHSV Research

### ...phù hợp với bối cảnh nợ xấu đang tăng của toàn ngành ngân hàng

- Tỷ lệ nợ xấu của CTG mặc dù tăng với đầu năm, nhưng là phù hợp với tình hình nợ xấu có phần áp lực hơn của toàn ngành ngân hàng trong bối cảnh công việc kinh doanh của người dân và doanh nghiệp vẫn đang gặp nhiều khó khăn, khiến cho khả năng trả nợ gốc/lãi của khách hàng chưa có nhiều cải thiện. Trong khi đó, nhiều nhóm khách hàng đi vay bị ảnh hưởng nặng nề bởi bão lũ cũng khiến cho áp lực nợ xấu tăng cao hơn trong thời gian vừa qua.

Biến động tỷ lệ nợ xấu toàn ngành ngân hàng cuối Q3-2024



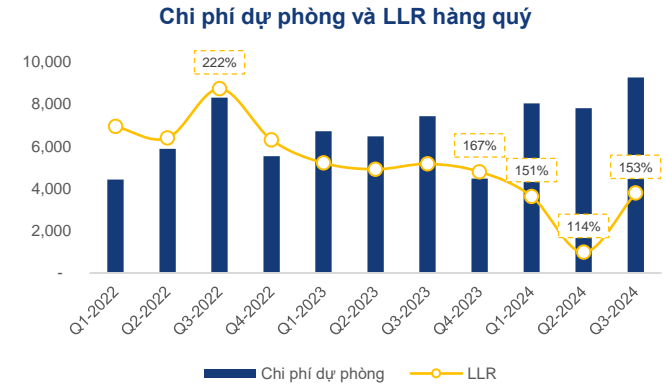
Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research



## Duy trì mức trích lập cao để bổ sung thêm bộ đệm phòng ngừa rủi ro

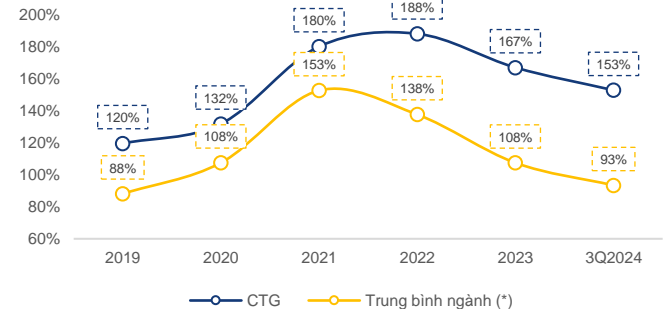
### Trích lập dự phòng cao nhất theo quý trong Q3-2023

- Trong Q3-2024, CTG tiếp tục mạnh tay trích lập thêm 9.269 tỷ đồng chi phí dự phòng - mức trích lập cao nhất trong một quý từ trước cho đến nay.



Nguồn: CTG, NHSV Research

### So sánh tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của CTG và trung bình ngành



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

## II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

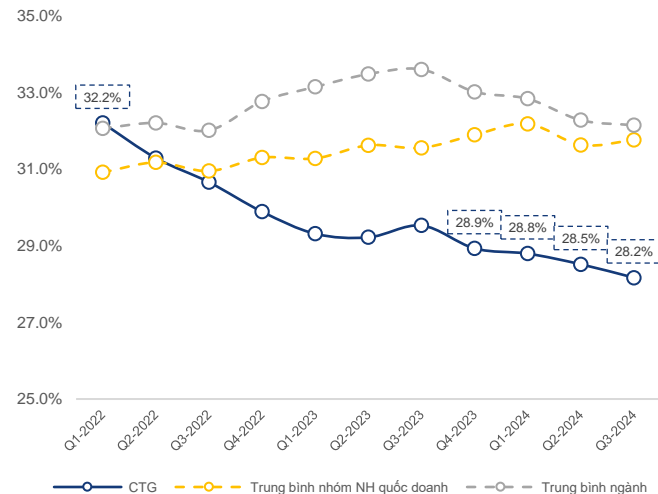
### ...nhờ đó, bộ đệm dự phòng được củng cố, và duy trì ở mức cao so với mặt bằng chung toàn ngành

- Với mức trích lập dự phòng cao kỷ lục trong Q3-2024, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của CTG được cải thiện mạnh lên mức 153% từ mức đáy thấp nhất lịch sử trong quý trước đó, với chỉ 114%. Qua đó, giúp CTG tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu về tỷ lệ bao phủ nợ xấu trong ngành, chỉ đứng sau VCB với 204.6%.

## CIR liên tục phá đáy nhờ chú trọng vào công tác quản trị chi phí và số hóa vận hành

- Trong những năm qua, chỉ số CIR của CTG đã ghi nhận sự giảm mạnh một cách liên tục nhờ sự chú trọng vào công tác quản trị chi phí và liên tục số hóa vận hành. Đến cuối Q3-2024, CIR (TTM) của ngân hàng chỉ còn quanh mức 28.2%. Đây là con số thấp nhất trong lịch sử hoạt động của ngân hàng, phản ánh rõ nét những nỗ lực của CTG trong việc quản trị chi phí và tối ưu hóa hiệu quả hoạt động.
- CTG là một trong những ngân hàng đi đầu trong công tác quản trị chi phí hoạt động, thể hiện rõ qua tốc độ suy giảm CIR của CTG là nhanh hơn đáng kể so với mặt bằng chung toàn ngành ngân hàng. CIR của CTG hiện đang là thấp nhất trong nhóm ngân hàng quốc doanh và cũng đang ở mức rất thấp so với toàn ngành ngân hàng.

So sánh CIR (TTM) của CTG và ngành ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, NHSV Research

## II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH



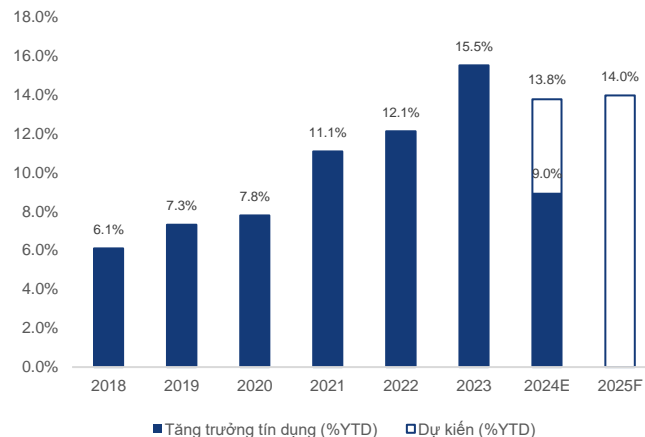
## CTG và nhóm ngân hàng quốc doanh có nhiều ưu thế hơn trong giải ngân tín dụng

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng cho cả năm 2024 của VietinBank sẽ ở mức 13.8%, tăng 4.8% so với tăng trưởng tín dụng đã đạt được trong 9M2024 (+9% YTD) và xấp xỉ hạn mức tăng trưởng tín dụng được giao là 14%. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo tăng trưởng tín dụng trong năm 2025F của ngân hàng tiếp tục duy trì ở quanh mức 14%.

Các động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của ngân hàng bao gồm:

- Tăng trưởng tín dụng của ngân hàng sẽ tiếp tục hưởng lợi từ đà phục hồi của nền kinh tế trong thời gian qua và cả trong những năm sắp tới.
- Nhu cầu tiêu dùng có xu hướng hồi phục trong nửa cuối năm 2024, nhất là trong bối cảnh các dịp lễ lớn đang đến rất gần.
- Mặt bằng lãi suất thấp giúp kích thích nhu cầu đi vay vốn của người dân và doanh nghiệp.
- Nhu cầu tín dụng sẽ tăng cao, đặc biệt tại nhóm các ngân hàng quốc doanh với lợi thế về lãi suất cho vay thấp để phục hồi sản xuất, đặc biệt tại các nhóm khách hàng trong những khu vực chịu ảnh hưởng nặng nề sau bão lũ.

Dự báo tăng trưởng tín dụng của CTG 2024E-2025F



Nguồn: CTG, NHSV Research tổng hợp & dự phóng

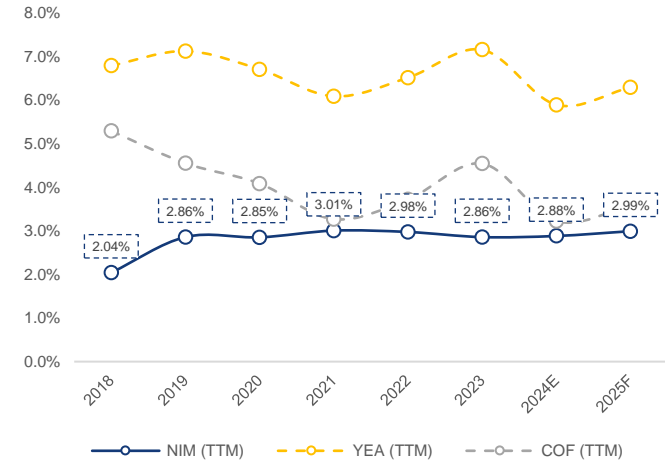
### III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

## Nhiều lợi thế giúp NIM của CTG ít chịu tác động hơn so với mặt bằng chung

Chúng tôi dự báo NIM bình quân của ngân hàng trong Q4.2024 sẽ tiếp tục xu hướng giảm so với các quý trước đó. Qua đó, chúng tôi dự báo NIM bình quân cả năm 2024 của CTG sẽ vào khoảng 2.9%, sắp xỉ NIM trung bình của ngân hàng trong năm 2023. Dự báo dựa trên một số lập luận sau đây:

- Về YEA:** Chúng tôi cho rằng YEA bình quân theo quý của ngân hàng sẽ đi ngang so với quý trước dựa trên quan điểm: (i) tín dụng được tăng cường giải ngân trong quý cuối cùng của năm 2024 giúp YEA ghi nhận sự cải thiện khi lợi suất sinh lời từ mảng cho vay luôn cao hơn so với các mảng dịch vụ khác; (ii) lãi suất cho vay của nhóm ngân hàng quốc doanh đã/đang thấp hơn khá nhiều so với mặt bằng chung cả ngành, do đó nhóm này sẽ chịu ít áp lực về hạ lãi suất hơn trong bối cảnh cạnh tranh tăng cao.
- Về COF:** Chúng tôi dự báo chi phí huy động của ngành ngân hàng sẽ nhích dần lên trong thời gian tới, đặc biệt là trong các tháng cuối năm khi nhu cầu tín dụng tăng cao trước các dịp lễ tết đồng thời các ngân hàng cũng có nhu cầu huy động lớn hơn để đảm bảo tuân thủ tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) theo quy định. Tuy vậy, với các ngân hàng quốc doanh như CTG, chúng tôi cho rằng với vị thế và thương hiệu đã được khẳng định, CTG có nhiều cơ hội để tiếp cận với các nguồn huy động giá rẻ hơn, bao gồm cả hoạt động huy động vốn nước ngoài (với sự giúp đỡ của các cổ đông chiến lược nước ngoài uy tín) và huy động qua kênh thị trường liên ngân hàng.

Dự báo NIM, YEA và COF của CTG 2024E-2025F



Nguồn: CTG, NHSV Research tổng hợp & dự phóng

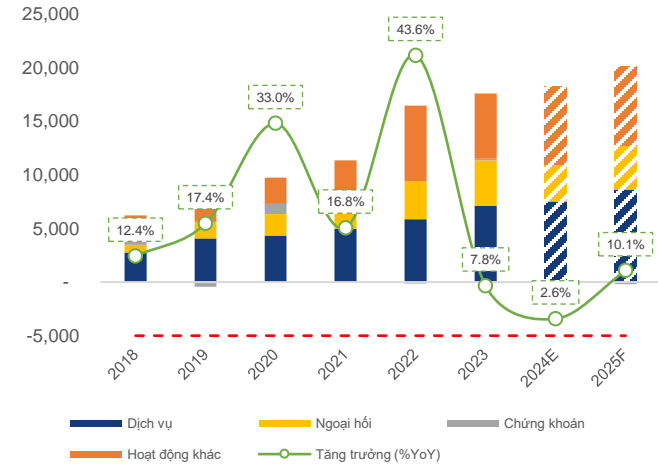


## Thu nhập ngoài lãi sớm lấy lại đà tăng trưởng trong những năm tới

Chúng tôi cho rằng thu nhập ngoài lãi của ngân hàng cũng sẽ sớm lấy lại đà tăng trưởng trong những năm sắp tới nhờ:

- Thu nhập từ phí phục hồi tích cực nhờ đà hồi phục của nền kinh tế và hoạt động xuất nhập khẩu cho thấy những dấu hiệu tăng trưởng tích cực.
- Mạng bancassurance sẽ còn nhiều thách thức nhưng mặt bằng chung đã ở mức rất thấp, khó có thể giảm sâu hơn.
- Hoạt động xuất nhập khẩu nhộn nhịp hơn cùng với nhu cầu đi du lịch của người dân cao hơn cũng sẽ thúc đẩy mạnh mẽ nhu cầu thanh toán bằng ngoại tệ, qua đó tạo động lực tăng trưởng đối với các nhóm dịch vụ thanh toán và kinh doanh ngoại hối.
- Thu nhập từ các hoạt động kinh doanh khác tăng nhờ tốc độ thu hồi nợ xấu được đẩy nhanh hơn trong bối cảnh nền kinh tế đang khởi sắc hơn.

Dự báo tăng trưởng thu nhập ngoài lãi



Nguồn: CTG, NHSV Research tổng hợp & dự phóng



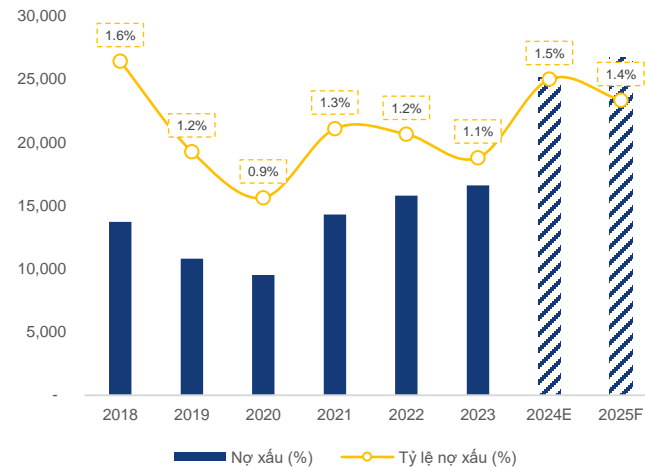
III. LUẬN ĐIỂM  
ĐẦU TƯ

## Nợ xấu áp lực trong ngắn hạn nhưng tích cực hơn trong dài hạn

Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu của CTG sẽ nhích nhẹ lên mức 1.5% vào cuối năm 2024, tăng 50 đpt so với cuối Q3-2024 do nền kinh tế toàn cầu vẫn đang tiềm ẩn nhiều rủi ro. Mặt khác nền kinh tế trong nước cũng chưa phục hồi hoàn toàn và đang phải gánh chịu nhiều thiệt hại do bão lũ gây ra trong thời gian qua. Tuy vậy, chúng tôi vẫn có cái nhìn khá lạc quan về tình hình nợ xấu của ngành ngân hàng nói chung, CTG nói riêng trong những năm sắp tới dựa trên các quan điểm:

- Kinh tế đang trong đà hồi phục giúp tình hình kinh doanh và dòng tiền của doanh nghiệp dần cải thiện, qua đó gia tăng khả năng trả lãi và giúp cho nhiều khoản nợ xấu tại ngân hàng được đánh giá lại về các nhóm nợ thấp hơn.
- Mặt bằng lãi suất đang ở mức thấp cũng giúp cho doanh nghiệp tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn và khả năng chi trả lãi vay cũng được tăng lên.
- Thị trường bất động sản đang trong giai đoạn phục hồi khá ấn tượng, qua đó ngành ngân hàng có thể đẩy nhanh hơn tiến độ xử lý tài sản đảm bảo của các khoản nợ xấu.

Dự báo nợ xấu của CTG 2024E-2025F



Nguồn: CTG, NHSV Research tổng hợp & dự phóng

### III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi dự phóng thu nhập hoạt động/lợi nhuận sau thuế năm 2024E của CTG ước đạt **79,315 tỷ đồng (+12.4% YoY)/23.318 tỷ đồng (+16.3% YoY)** dựa trên kỳ vọng về tăng trưởng tín dụng cả năm của ngân hàng ở mức khá (+13.8% YTD) và NIM bình quân nhích nhẹ so với năm 2023. Thu nhập ngoài lãi sẽ tăng trưởng không quá đáng kể do tăng trưởng thu nhập dịch vụ chậm lại. Ngoài ra, chi phí hoạt động và chi phí dự phóng tăng trưởng chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng của TOI sẽ giúp ngân hàng ghi nhận lợi nhuận tốt hơn trong năm nay.

Chỉ tiêu	2022	2023	2024E	2025F	Ghi chú
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>64,117</b>	<b>70,548</b>	<b>79,315</b>	<b>92,204</b> ❖	<b>Thu nhập lãi thuần:</b> Chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần của CTG sẽ tăng trưởng 15.7% trong năm nay dựa trên dự báo tăng trưởng tín dụng cả năm ở mức khá (+13.8% YTD) và NIM bình quân cả năm có sự tăng nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Trong năm 2025F, tăng trưởng NII sẽ cao hơn nhờ tăng trưởng tín dụng ổn định và NIM có sự cải thiện tốt hơn so với 2024.
%yoy	20.6%	10.0%	12.4%	16.2%	
Thu nhập lãi thuần	47,792	52,957	61,262	72,323	
%yoy	14.4%	10.8%	15.7%	18.1%	
Thu nhập ngoài lãi thuần	16,325	17,591	18,054	19,881	<b>Thu nhập ngoài lãi:</b> Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi của CTG sẽ chỉ tăng nhẹ 2.6% YoY trong năm 2024 với thu nhập từ phí dịch vụ chưa có sự đột phá trong khi thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối giảm tốc do lượng kiều hối suy giảm và tỷ giá biến động mạnh gây bất lợi cho ngân hàng.
%yoy	43.6%	7.8%	2.6%	10.1%	
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>19,007</b>	<b>20,443</b>	<b>22,605</b>	<b>26,739</b>	<b>Chi phí hoạt động:</b> Chúng tôi dự báo chi phí hoạt động của CTG sẽ chỉ tăng thêm 10.6% YoY, thấp hơn so với mức tăng trưởng của thu nhập hoạt động (+12.4% YoY) với giả định CIR cả năm của ngân hàng sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước (28.5% so với 29.0% cùng kỳ). Tuy nhiên, CIR của ngân hàng sẽ tăng nhẹ trở lại trong năm 2025 do CTG đã/đang có sự đầu tư thêm khá đáng kể cho các hoạt động chuyển đổi số.
%yoy	10.6%	7.6%	10.6%	18.3%	
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>24,163</b>	<b>25,115</b>	<b>27,563</b>	<b>32,293</b>	<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng:</b> Chúng tôi dự báo CTG sẽ chỉ trích lập thêm 2-3 ngàn tỷ đồng chi phí dự phòng trong Q4-2024, đưa tổng chi phí dự phòng cả năm lên mức 27-28 ngàn tỷ đồng, qua đó tăng trưởng 9.7% YoY.
%yoy	31.5%	3.9%	9.7%	17.2%	
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>20,946</b>	<b>24,990</b>	<b>29,148</b>	<b>33,172</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>16,835</b>	<b>20,045</b>	<b>23,318</b>	<b>26,538</b> ❖	
%yoy	18.4%	19.1%	16.3%	13.8%	

## IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

## Giá mục tiêu của CTG là 38,600 đồng/cp, upside +9.8% từ mức 35,150 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu CTG trước những kết quả ấn tượng mà ngân hàng đã đạt được và triển vọng tăng trưởng tươi sáng trong tương lai. Tuy vậy, về mặt định giá, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của cổ phiếu CTG là chưa thực sự hấp dẫn để đầu tư. Quý nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân mua vào đối với cổ phiếu này khi giá cổ phiếu điều chỉnh về vùng giá hấp dẫn hơn trong thời gian tới. Giá mục tiêu của chúng tôi đối với cổ phiếu CTG trong vòng 1 năm tới là 38,600 VNĐ/cổ phiếu (+9.8% so với mức giá đóng cửa ngày 27/11/2024 là 35,150 VNĐ/cổ phiếu) dựa theo phương pháp P/B và thu nhập thặng dư với tỷ trọng đóng góp là 50%/50%.

### Định giá theo phương pháp P/B

P/B 5 năm gần nhất của CTG



Nguồn: NHSV Research tổng hợp

### Phương pháp so sánh P/B

Lợi nhuận ròng 2024E	23,151 tỷ đồng
SLCP đang lưu hành	5,370 triệu cổ phiếu
BVPS 2024E	27,622 đồng
P/B mục tiêu	1.30 lần
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>35,915 đồng/cổ phiếu</b>

### Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

#### Chi phí sử dụng vốn

Hệ số Beta	1.11
Lãi suất phi rủi ro	2.80%
Phần bù rủi ro	9.00%
Chi phí sử dụng VCSH	12.79%

#### Phương pháp thu nhập thặng dư

PV của thu nhập thặng dư (2024E-2028F)	34,014 tỷ đồng
PV của giá trị tiếp tục (từ 2029 trở đi)	46,269 tỷ đồng
Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu	140,986 tỷ đồng
Giá trị hiện tại của vốn chủ sở hữu	221,270 tỷ đồng
SLCP đang lưu hành	5,370 triệu cổ phiếu
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>41,205 đồng/cổ phiếu</b>

### Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá hợp lý	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	50%	41,205	20,602 đồng/cổ phiếu
P/B	50%	35,919	17,960 đồng/cổ phiếu
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>38,600 đồng/cổ phiếu</b>

**BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

	2023	2024E	2025F
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>70,548</b>	<b>79,315</b>	<b>92,204</b>
Thu nhập lãi thuần	52,957	61,262	72,323
Thu nhập ngoài lãi thuần	17,591	18,054	19,881
TNT hoạt động dịch vụ (NFI)	7,114	7,469	8,590
TNT hoạt động FX	4,248	3,483	4,180
TNT hoạt động chứng khoán	139	(208)	(197)
TNT hoạt động khác	6,090	7,308	7,308
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>20,443</b>	<b>22,605</b>	<b>26,739</b>
<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>25,115</b>	<b>27,563</b>	<b>32,293</b>
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>24,990</b>	<b>29,148</b>	<b>33,172</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	4,945	5,830	6,634
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>20,045</b>	<b>23,318</b>	<b>26,538</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	141	164	187
Lợi nhuận sau thuế Ngân hàng mẹ	19,904	23,154	26,351
<b>CHỈ SỐ CHÍNH</b>			
	2023	2024E	2025F
Tăng trưởng tín dụng	15.5%	13.8%	14.0%
NIM	2.9%	2.9%	3.0%
YEA	7.2%	5.9%	6.3%
COF	4.5%	3.2%	3.6%
Tỷ lệ CASA	20.8%	21.3%	21.5%
Nợ xấu	1.1%	1.5%	1.4%
LLR	167.2%	144.5%	181.7%
CIR	29.0%	28.5%	29.0%
ROA	1.0%	1.1%	1.1%
ROE	17.0%	16.8%	16.2%

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

	2023	2024E	2025F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,032,614</b>	<b>2,306,837</b>	<b>2,588,498</b>
Tài sản sinh lãi	1,977,482	2,270,751	2,561,084
Cho vay khách hàng	1,473,345	1,676,666	1,911,399
Cho vay TCTD khác	20,612	20,612	21,642
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước	40,597	26,341	30,029
Tiền gửi tại các TCTD khác	259,230	363,434	414,315
Chứng khoán	183,698	183,698	183,698
Dự phòng rủi ro tín dụng	(27,773)	(36,336)	(48,628)
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	9,760	10,248	10,760
Tài sản khác	73,145	62,173	65,282
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2,032,614</b>	<b>2,306,837</b>	<b>2,588,498</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,906,742</b>	<b>2,157,617</b>	<b>2,412,740</b>
Tiền gửi của khách hàng	1,410,899	1,566,862	1,752,132
Tiền gửi của các TCTD khác	259,893	283,421	316,933
Vay nợ	66,243	123,656	138,278
Phát hành giấy tờ có giá	115,376	136,168	152,269
Các khoản phải trả khác không chịu lãi	54,331	47,510	53,128
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>125,872</b>	<b>149,220</b>	<b>175,758</b>
Vốn điều lệ	53,700	53,700	53,700
Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975
Quy của tổ chức tín dụng	19,044	22,504	26,447
Lợi nhuận chưa phân phối lũy kế	42,369	62,228	84,823
Lợi ích của cổ đông thiểu số	861	891	891
Nguồn và quỹ khác	923	923	923

**VI. PHỤ LỤC**

**Trụ sở chính**

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH**

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.