

# VietinBank (CTG)

## Giảm áp lực trích lập dự phòng trong thời gian tới

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

22/11/2024

**3Q2024, LNTT đạt 6,553 tỷ VND, tăng 34.5% YoY**

3Q2024, CTG có thu nhập lãi thuần đạt 15,578 tỷ VND (+1.6% QoQ, +19.0% YoY); TOI đạt 21,916 tỷ VND (+11.6% QoQ, +26.0% YoY). Chi phí trích lập dự phòng duy trì mức cao, đạt 9,269 tỷ VND (+18.6% QoQ, +24.6% YoY) khiến LNTT đạt 6,553 tỷ VND (-2.9% QoQ, +34.5% YoY). Lũy kế 9M2024, LNTT đạt 19,513 tỷ VND (+12.1% YoY).

**Duy trì kì vọng tăng trưởng tín dụng 15% với động lực từ mảng bán lẻ**

Tăng trưởng tín dụng 9M2024 đạt 9.0% YTD trong đó mảng khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp lớn dẫn dắt tăng trưởng, lần lượt đạt 11.9% và 6.8%. KBSV duy trì quan điểm CTG sẽ có mức tăng trưởng tín dụng đạt 15% trong năm 2024 khi tín dụng toàn hệ thống có xu hướng đẩy mạnh giải ngân trong cuối năm.

**NIM sẽ gặp áp lực trong năm 2025**

Theo quan điểm của KBSV, NIM của CTG sẽ tiếp tục cải thiện trong 4Q2024 nhưng sẽ gặp áp lực trong năm 2025 dựa trên: (1) Chi phí đầu vào còn dư địa giảm nhờ CASA và nền lãi suất huy động thấp tuy nhiên có rủi ro tăng lãi suất huy động trong năm 2025; (2) Nền lãi suất cho vay dự kiến vẫn duy trì mức thấp để hỗ trợ thúc đẩy phát triển kinh tế.

**Chất lượng tài sản mang đến những tín hiệu tích cực**

Chất lượng tài sản cải thiện với tỷ lệ NPL đạt 1.45%, giảm 12bps QoQ. Trong kì, CTG tiếp tục đẩy mạnh trích lập dự phòng, nâng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) lên mức 153%, cao thứ 2 toàn ngành. KBSV kì vọng trong 4Q2024 và 2025, áp lực trích lập dự phòng đối với CTG sẽ thấp hơn so với 9M2024 nhờ sự phục hồi của nền kinh tế.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 44,600 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu cho năm 2025 là 44,600VND/cp, cao hơn 27.4% so với giá tại ngày 22/11/2024.

## Mua thay đổi

Giá mục tiêu	VND 44,600
Tăng/giảm (%)	27.4%
Giá hiện tại (22/11/2024)	VND 35,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 39,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	187.9/7.4

### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	47,792	52,957	61,839	67,991
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	44,922	50,105	58,655	63,556
LNST (tỷ VND)	16,924	19,904	23,156	26,154
EPS (VND)	3,522	3,706	4,312	4,870
Tăng trưởng EPS (%)	20.1	5.3	16.3	12.9
PER (x)	9.9	9.4	8.1	7.2
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	22,539	23,440	27,752	32,622
PBR (x)	1.55	1.49	1.26	1.07
ROE (%)	16.8	17.1	17.0	16.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

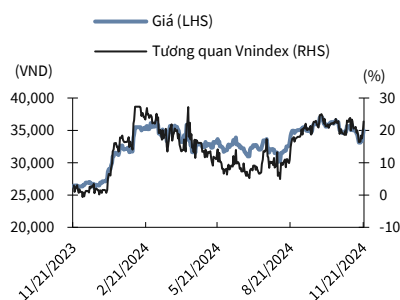
Nguồn: Fiinpro, KBSV

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	260.8/10.5
Sở hữu nước ngoài (%)	26.7%
Cổ đông lớn	SBV (64.46%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	1.2	6.1	32.1
Tương đối	3.3	5.4	9.1	21.8

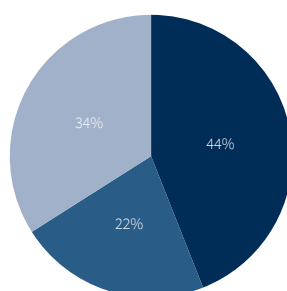


Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cơ cấu doanh thu 2023

## Hoạt động kinh doanh

■ Bán lẻ ■ SME ■ Doanh nghiệp lớn



Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG) thuộc nhóm NHTMCP có sở hữu nhà nước với quy mô tài sản tính đến hết năm 2023 đạt 2,032 nghìn tỷ VND, đứng thứ 3 toàn ngành. Mảng bán lẻ và cho vay doanh nghiệp lớn đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tín dụng của CTG, lần lượt đạt 44% và 34%.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

## Chú thích

**NIM sẽ gặp áp lực trong năm 2025.** Rủi ro tăng lãi suất huy động trong khi lãi suất cho vay vẫn giữ mức thấp để hỗ trợ nền kinh tế.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

**Chất lượng tài sản được cải thiện, giảm áp lực trích lập dự phòng.**

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

**Tăng trưởng tín dụng kì vọng đạt 15%, hoàn thành kế hoạch đề ra.** Động lực đến từ nhu cầu tín dụng tăng ở nửa cuối năm, đặc biệt ở nhóm khách hàng bán lẻ.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

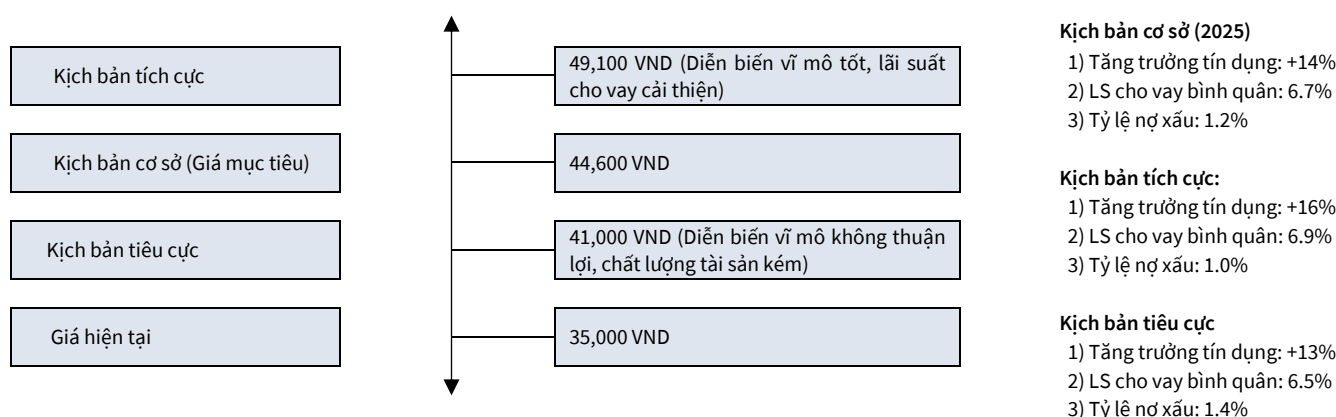
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần	61,839	67,991	-1%	-3%	-	-	-	-
LN trước Chi phí DPRRTD	58,655	63,556	2%	1%	-	-	-	-
LNST ngân hàng mẹ	23,156	26,154	0%	3%	22,424	28,707	3%	-9%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



## Hoạt động kinh doanh

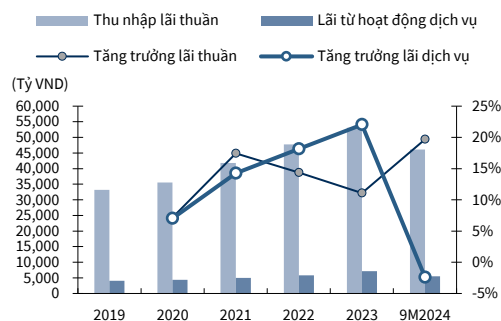
**3Q2024, LNTT đạt 6,553 tỷ VND, tăng 34.5% YoY**

3Q2024, CTG có thu nhập lãi thuần đạt 15,578 tỷ VND (+1.6% QoQ, +19.0% YoY); thu nhập ngoài lãi tăng mạnh, đạt 6,339 tỷ VND (+47.4% QoQ, +47.2% YoY) khiến TOI đạt 21,916 tỷ VND (+11.6% QoQ, +26.0% YoY). Chi phí trích lập dự phòng duy trì mức cao, đạt 9,269 tỷ VND (+18.6% QoQ, +24.6% YoY) khiến LNTT đạt 6,553 tỷ VND (-2.9% QoQ, +34.5% YoY). Lũy kế 9M2024, LNTT đạt 19,513 tỷ VND (+12.1% YoY).

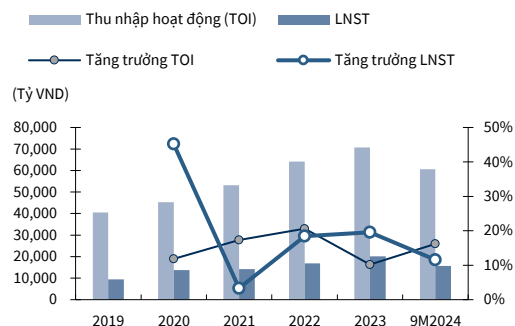
**Bảng 1. Cập nhật KQKD/Dự phóng KQKD**

(tỷ VND)	3Q2023	2Q2024	3Q2024	+/-%QoQ	+/-%YoY	Chú thích
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>13,087</b>	<b>15,339</b>	<b>15,578</b>	<b>1.6%</b>	<b>19.0%</b>	Thu nhập lãi thuần tăng mạnh so với cùng kỳ nhờ tăng trưởng tín dụng đạt 15.8% YoY và NIM cải thiện tốt (+9pbs YoY).
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1,815	1,886	1,801	-4.5%	-0.8%	Doanh thu mảng thanh toán và bảo hiểm tiếp tục có tín hiệu cải thiện, tăng lần lượt 4.8% QoQ và 7.1% QoQ.
Thu khác từ hoạt động ngoài lãi	2,491	2,415	4,537	87.9%	82.2%	Mảng FX giảm mạnh, đạt 609 tỷ VND (-48.7% QoQ), là mức thấp nhất trong nhiều quý gần đây. Hoạt động kinh doanh & đầu tư chứng khoán ghi nhận lỗ 185 tỷ VND trong khi lãi thuần từ hoạt động khác đạt 3,963 tỷ VND, gấp 3.6 lần so với quý trước nhờ đẩy mạnh công tác thu hồi nợ xấu, riêng trong 3Q2024 đã thu hồi ~ 3.9 nghìn tỷ VND.
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>17,393</b>	<b>19,640</b>	<b>21,916</b>	<b>11.6%</b>	<b>26.0%</b>	
Chi phí hoạt động	(5,082)	(5,074)	(6,095)	20.1%	19.9%	
LN thuần trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	12,311	14,567	15,821	8.6%	28.5%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(7,440)	(7,817)	(9,269)	18.6%	24.6%	CTG tiếp tục duy trì mức trích lập dự phòng lớn trong bối cảnh tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 153%, tăng 39.2 ppts QoQ.
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>4,871</b>	<b>6,750</b>	<b>6,553</b>	<b>-2.9%</b>	<b>34.5%</b>	
<b>LNST của ngân hàng mẹ</b>	<b>3,863</b>	<b>5,365</b>	<b>5,226</b>	<b>-2.6%</b>	<b>35.3%</b>	
Tăng trưởng tín dụng	8.7%	6.6%	9.0%	2.3 ppts	0.2 ppts	Động lực tăng trưởng đến từ nhóm bán lẻ (+5.2% QoQ) và SME (+2.5% YoY) trong khi đó nhóm FDI phần nào chậm lại, giảm 1.0% sau 2 quý tăng trưởng cao.
Tăng trưởng huy động	3.2%	6.7%	10.2%	3.5 ppts	7 ppts	Tăng trưởng huy động ở mức cao so với trung bình ngành (~9.5% YTD). Trong đó, nhóm SME là động lực chính, tăng 9.1% QoQ trong khi nhóm doanh nghiệp và nhóm bán lẻ lần lượt tăng 4.3% và 2.6%.
<b>NIM</b>	<b>2.91%</b>	<b>2.97%</b>	<b>3.01%</b>	<b>3 bps</b>	<b>9 bps</b>	NIM có sự hồi phục nhẹ 4bps QoQ nhờ mặt bằng lãi suất huy động thấp cùng tăng trưởng tín dụng được tập trung vào nhóm bán lẻ có lãi suất tốt hơn.
Lãi suất đầu ra bình quân	7.37%	6.45%	6.18%	-27 bps	-119 bps	
Lãi suất đầu vào bình quân	4.75%	3.72%	3.41%	-31 bps	-134 bps	
CIR	29.2%	25.8%	27.8%	1.9 ppts	-1.4 ppts	
<b>NPL</b>	<b>1.37%</b>	<b>1.57%</b>	<b>1.45%</b>	<b>-12 bps</b>	<b>8 bps</b>	Nợ nhóm 4 giảm mạnh, đạt 0.46% (-40bps QoQ) nhờ khoản nợ xấu 10,000 tỷ VND đã được chuyển lại nợ nhóm 1 trong tháng 8/2024 do khách hàng đã đảm bảo thanh toán. Trong khi đó, nợ nhóm 3 tăng 40bps QoQ, tập chung ở các ngành sắt thép, vật liệu xây dựng, bất động sản.

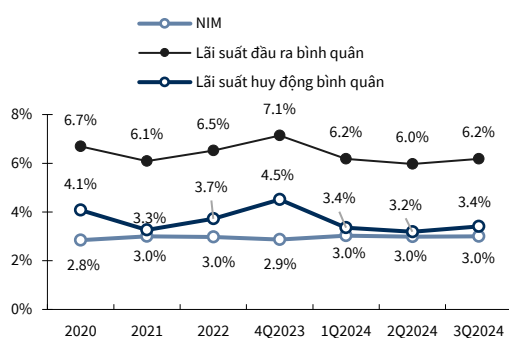
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Tăng trưởng thu nhập lãi thuần và lãi từ hoạt động dịch vụ 2019-2024 (YoY)**

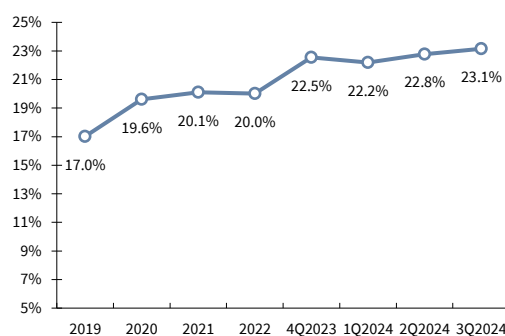
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 3. Tăng trưởng thu nhập hoạt động và LNST 2019-2024 (YoY)**

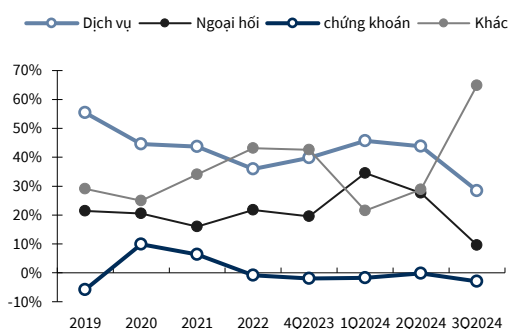
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 4. Biến động lãi suất – NIM giai đoạn 2019-2024**

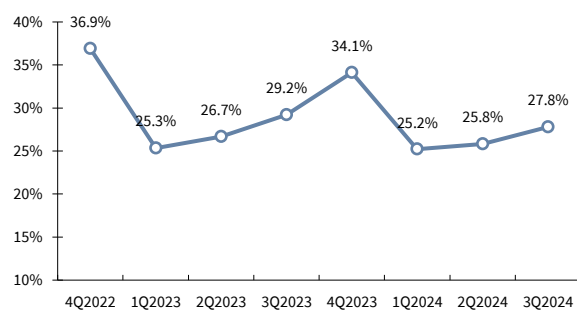
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 5. Tỷ lệ CASA của CTG giai đoạn 2019-2024**

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 6. Cơ cấu thu nhập ngoài lãi 2019-2024**

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 7. Tỷ lệ CIR của CTG giai đoạn 2022-2024**

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Duy trì kì vọng tăng trưởng tín dụng 15% với động lực từ mảng bán lẻ**

Tăng trưởng tín dụng 9M2024 đạt 9.0% YTD trong đó mảng khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp lớn dẫn dắt tăng trưởng, lần lượt đạt 11.9% và 6.8%. KBSV duy trì quan điểm CTG sẽ có mức tăng trưởng tín dụng đạt 15% trong năm 2024 khi tín dụng toàn hệ thống có xu hướng đẩy mạnh giải ngân trong cuối năm. Phía ngân hàng cũng đặt kì vọng tăng trưởng tín dụng bất động sản cũng sẽ có sự hồi phục rõ nét hơn trong phần còn lại của năm.

Theo quan điểm của KBSV, NIM của CTG sẽ tiếp tục cải thiện trong 4Q2024 nhưng sẽ gặp áp lực trong năm 2025 dựa trên:

**Chi phí đầu vào còn dư địa giảm nhờ CASA và nền lãi suất huy động thấp tuy nhiên có rủi ro tăng lãi suất huy động trong năm 2025**

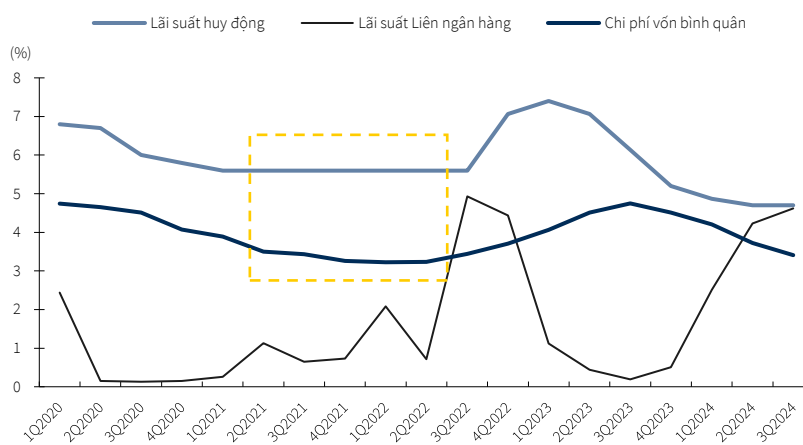
KBSV cho rằng chi phí đầu vào (COF) của CTG còn dư địa để cải thiện trong thời gian tới nhờ: (1) Lãi suất huy động duy trì ở mức thấp. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của CTG duy trì ở mức 4.7% từ tháng 3/2024, thấp hơn mức lãi suất thấp trong giai đoạn 2021 – 2022 (~5.6%); (2) Tỷ lệ CASA liên tục cải thiện, đạt 23.1%, là mức CASA cao nhất trong nhiều năm gần đây; (3) Tăng trưởng huy động ở mức cao giúp giảm áp lực về thanh khoản trong thời gian tới, tạo điều kiện duy trì nền lãi suất huy động thấp. Tuy nhiên, bước sang năm 2025, rủi ro tỷ giá tiềm ẩn do chính sách của tổng thống Trump có thể dẫn tới đồng USD mạnh, tạo áp lực khiến Việt Nam phải tăng lãi suất huy động, kìm hãm đà giảm của chi phí vốn.

**Nền lãi suất cho vay dự kiến vẫn duy trì mức thấp**

Ở chiều ngược lại, KBSV kỳ vọng tăng trưởng của khối cho vay bán lẻ và sự hồi phục của ngành bất động sản sẽ là động lực chính để cải thiện lợi suất tài sản sinh lời. Tuy nhiên, mức nền lãi suất cho vay thấp vẫn sẽ được duy trì trong năm 2025 để thúc đẩy phát triển kinh tế, đảm bảo tăng trưởng tín dụng khi: (1) Nền kinh tế hồi phục chậm với chỉ số PMI và tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng đều ở mức thấp hơn so với giai đoạn 2021 (giai đoạn nền lãi suất thấp); (2) Tăng trưởng đầu tư tài sản cố định của các doanh nghiệp niêm yết chỉ đạt 10.1% trên nền thấp của năm 2023 cùng tỷ trọng nợ ngắn hạn tiếp tục duy trì ở mức cao cho thấy các doanh nghiệp đang có xu hướng vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động thay vì vay dài hạn để mở rộng sản xuất kinh doanh.

Chi phí vốn bình quân kỳ vọng có xu hướng giảm tương tự giai đoạn 2021-2022 khi lãi suất huy động vẫn đang duy trì ở mức nền thấp.

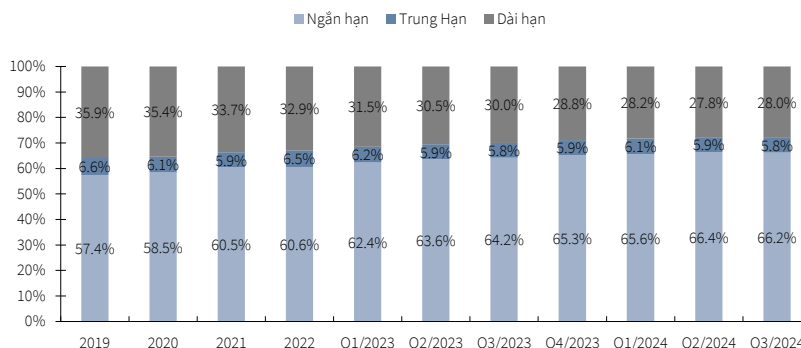
**Biểu đồ 8. Tương quan Chi phí vốn – lãi suất huy động và lãi suất liên ngân hàng**



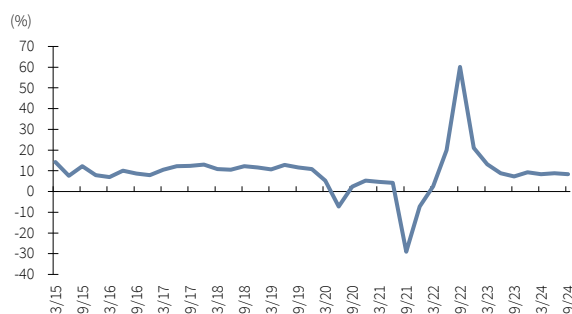
Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Biểu đồ 9. Cơ cấu tín dụng theo kì hạn**

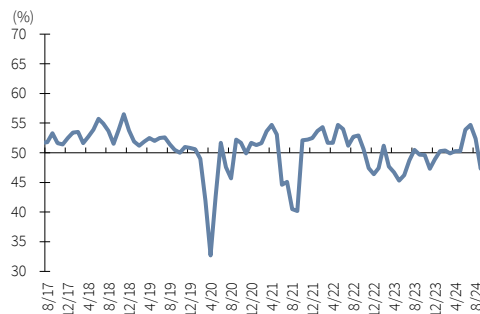
Tỷ trọng đóng góp của cho vay kì hạn ngắn – dưới 1 năm duy trì ở mức cao trên 65% làm giảm tốc độ hồi phục của lãi suất cho vay bình quân trong 2H2024.



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 10. Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ giai đoạn 2015 - 2024**

Nguồn: GSO

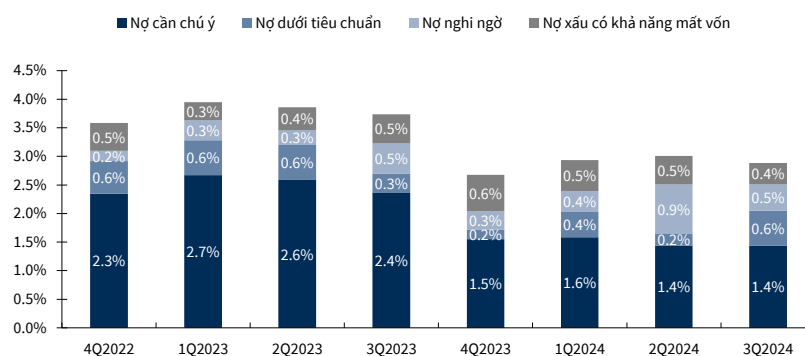
**Biểu đồ 11. Chỉ số PMI Việt Nam giai đoạn 2017-2024**

Nguồn: GSO

### Chất lượng tài sản mang đến những tín hiệu tích cực

Chất lượng tài sản cải thiện với tỷ lệ NPL đạt 1.45%, giảm 12bps QoQ. Theo chia sẻ của CTG, khách hàng lớn bị chuyển nhóm nợ xuống nhóm 4 trong 2Q đã quay trở lại trả nợ đúng hạn và chuyển lên nhóm 1 trong 3Q. Trong kì, CTG tiếp tục đẩy mạnh trích lập dự phòng, nâng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) lên mức 153%, cao thứ 2 toàn ngành. KBSV duy trì quan điểm trong 4Q2024 và 2025, áp lực trích lập dự phòng đối với CTG vẫn sẽ ở mức cao nhưng sẽ thấp hơn so với 9M2024 nhờ sự phục hồi của nền kinh tế ảnh hưởng tới chất lượng tài sản. Đối với nợ tái cơ cấu theo TT02, dư nợ tính đến hết 9M2024 của CTG dưới 5 nghìn tỷ VND, tương đương 0.3% tổng dư nợ khách hàng. Với quy mô không lớn cùng với việc CTG đã trích lập 100% đối với các khoản nợ này, Việc TT02 hết hạn vào cuối năm 2024 dự kiến sẽ không ảnh hưởng đến chất lượng tài sản cũng như lợi nhuận của CTG trong 4Q2024.

Biểu đồ 12. Cơ cấu nợ xấu &amp; nợ cần chú ý của CTG giai đoạn 2022-2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 13. Tương quan nợ xấu &amp; nợ nhóm 2 các ngân hàng trong hệ thống

	% NPL	QoQ	% nhóm 2	QoQ	Trích lập (Tỷ VND)	LLCR
VPB	4.81%	-0.27%	7.06%	-0.77%	-15,479	50.7%
VIB	3.85%	0.19%	3.65%	-0.81%	-5,404	47.1%
OCB	3.19%	0.07%	2.87%	0.45%	-2,715	53.9%
MSB	2.88%	-0.21%	1.92%	-0.19%	-3,093	62.9%
EIB	2.71%	0.06%	0.90%	-0.14%	-1,725	39.9%
STB	2.47%	0.04%	0.72%	0.02%	-9,755	75.0%
HDB	1.90%	-0.20%	3.75%	-0.75%	-4,985	65.9%
TPB	2.29%	0.23%	2.22%	-0.40%	-3,160	58.8%
LPB	1.96%	0.23%	1.16%	0.02%	-4,860	77.5%
MBB	2.23%	0.60%	1.89%	0.05%	-10,787	68.8%
CTG	1.45%	-0.12%	1.44%	0.00%	-35,537	153.0%
BID	1.71%	0.19%	1.67%	0.08%	-38,638	115.7%
ACB	1.49%	0.04%	0.63%	-0.15%	-6,661	80.5%
TCB	1.29%	0.06%	0.82%	0.00%	-8,366	103.5%
VCB	1.22%	0.02%	0.35%	-0.01%	-35,063	204.6%

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bộ đệm dự phòng của CTG được cải thiện, cao thứ 2 toàn ngành nhờ đẩy mạnh trích lập trong 3Q2024.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 14. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	52,957	61,839	16.8%	67,991	9.9%	Dự phóng 2025 giảm 3.4% so với dự phóng cũ do quan điểm thận trọng hơn về NIM. Động lực tăng trưởng đến từ kì vọng tăng trưởng tín dụng đạt 14% trong năm 2025.
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	7,114	7,554	6.2%	8,082	7.0%	
Tổng thu nhập hoạt động	70,548	81,805	16.0%	88,518	8.2%	Tăng dự phóng thu nhập khác do thay đổi kì vọng về thu hồi nợ đã xử lý của CTG, đạt khoảng 7,800 tỷ VND trong năm 2024.
Chi phí trích lập dự phòng	(25,115)	(29,625)	18.0%	(30,774)	3.9%	Tăng chi phí trích lập 10.2% so với dự phóng cũ do mức trích lập cao vượt kì vọng trong 3Q2024. Duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức 127%.
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>19,904</b>	<b>23,156</b>	<b>16.3%</b>	<b>26,154</b>	<b>12.9%</b>	
<b>NIM</b>	<b>2.86%</b>	<b>2.95%</b>	<b>9bps</b>	<b>2.88%</b>	<b>-6bps</b>	Giữ nguyên mức dự phóng về NIM trong năm 2024 với giả định COF và IEA đều giảm nhẹ trong phần còn lại của năm 2024. NIM 2025 dự phóng giảm nhẹ 6bps YoY do quan điểm thận trọng hơn về áp lực thanh khoản và tỷ giá.
Lãi suất đầu ra bình quân	7.16%	5.85%	-131bps	6.66%	82bps	
Lãi suất đầu vào bình quân	4.54%	3.10%	-144bps	4.05%	95bps	
CIR	29.0%	28.3%	-68bps	28.2%	-10bps	Điều chỉnh giảm CIR 0.7ppts so với dự phóng cũ do hiệu quả quản lý chi phí trong năm 2024 tốt hơn dự kiến.
<b>NPL</b>	<b>1.13%</b>	<b>1.60%</b>	<b>47bps</b>	<b>1.20%</b>	<b>-40bps</b>	
Tổng tài sản	2,032,614	2,277,075	12.0%	2,569,076	12.8%	
Vốn chủ sở hữu	125,872	149,028	18.4%	175,182	17.5%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Định giá – Khuyến nghị MUA, giá 44,600 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu CTG.

#### (1) Phương pháp định giá P/B

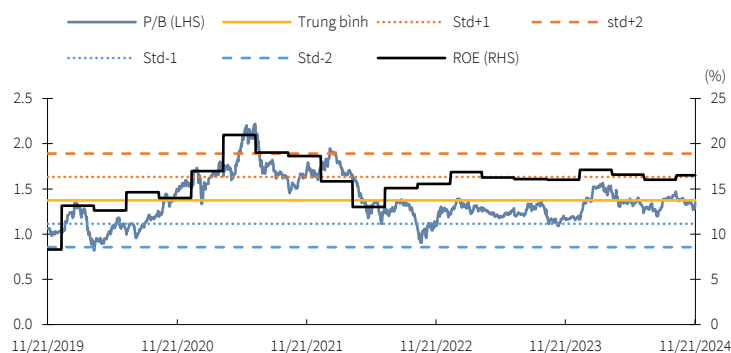
Chúng tôi duy trì mức P/B dự phóng 2024 ở mức 1.35x tương đương trung bình P/B 5 năm của CTG dựa trên triển vọng NIM cải thiện, tăng trưởng tín dụng đạt kì vọng cùng chất lượng tài sản cải thiện theo đà hồi phục của nền kinh tế trong năm 2025.

#### (2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Bảng 14)

Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn.

Kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỉ lệ 50-50 để ra được giá hợp lý cuối cùng cho cổ phiếu CTG cho năm 2025 là 44,600 đồng/cổ phiếu, cao hơn 27.4% so với giá ngày 22/11/2024.



**Biểu đồ 15. Chỉ số P/B của CTG giai đoạn 2019-2024**

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 16. Cổ phiếu CTG – Định giá 2024 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư**

Tỷ VND	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	23,311	26,325	34,321
Lợi nhuận thặng dư	6,104	5,953	10,373
Chi phí vốn (r)	13.67%		
Tăng trưởng (g)	3.0%		
Giá trị cuối cùng	29,831		
Giá trị hợp lý cuối 2024	242,764		
<b>Giá trị cổ phiếu CTG</b>	<b>45,208</b>		

Nguồn: KBSV

**Bảng 17. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu**

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
P/B	44,040	50%	22,020
Lợi nhuận thặng dư	45,208	50%	22,604
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>44,600</b>

Nguồn: KBSV

## Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2021A-2025F

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh						Bảng cân đối kế toán					
(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F	(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	41,788	47,792	52,957	61,839	67,991	Cho vay khách hàng	1,104,873	1,245,430	1,445,572	1,645,471	1,884,812
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	84,628	104,665	132,672	122,717	157,133	Chứng khoán kinh doanh	2,475	1,406	2,488	2,986	3,244
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(42,840)	(56,873)	(79,714)	(60,879)	(89,142)	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bắt buộc)	11,331	11,067	9,760	11,171	12,797
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	4,961	5,862	7,114	7,554	8,082	Tài sản có sinh lời	1,483,561	1,729,008	1,977,920	2,219,584	2,496,408
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	3,398	6,538	5,803	7,786	7,405	Tài sản cố định và tài sản khác	61,209	95,377	73,145	80,932	90,322
Tổng thu nhập hoạt động	53,157	64,117	70,548	81,805	88,518	Tổng tài sản	1,531,587	1,808,811	2,032,614	2,277,075	2,569,076
Chi phí hoạt động	(17,186)	(19,195)	(20,443)	(23,151)	(24,962)	Tiền gửi của khách hàng	1,161,848	1,249,176	1,410,899	1,615,012	1,850,008
LN thuần trước CF DPRRTD	35,971	44,922	50,105	58,655	63,556	Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá	67,025	93,763	118,169	138,313	179,470
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(18,382)	(23,791)	(25,115)	(29,625)	(30,774)	Các khoản nợ chịu lãi	1,401,001	1,657,148	1,855,204	2,070,657	2,328,493
Thu nhập khác	4,516	7,507	7,080	10,381	9,874	Các khoản nợ khác	36,937	43,347	51,537	57,391	65,401
Chi phí khác	(1,118)	(969)	(1,277)	(2,595)	(2,468)	Tổng nợ phải trả	1,437,938	1,700,495	1,906,742	2,128,048	2,393,894
Tổng lợi nhuận trước thuế	17,589	21,132	24,990	29,030	32,783	Vốn điều lệ	48,058	48,058	53,700	53,700	53,700
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(3,374)	(4,148)	(4,945)	(5,719)	(6,458)	Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975	8,975	8,975
LNST	14,215	16,984	20,045	23,311	26,325	Lợi nhuận chưa phân phối	21,488	33,513	42,369	65,525	91,679
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(127)	(60)	(141)	(155)	(171)	Các khoản điều chỉnh vốn	-	-	-	-	-
LNST ngân hàng mẹ	14,089	16,924	19,904	23,156	26,154	Vốn chủ sở hữu	93,650	108,316	125,872	149,028	175,182

Chỉ số tài chính (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F	Định giá (đồng, X, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng sinh lời						Chỉ số về giá					
ROE	15.9%	16.8%	17.1%	17.0%	16.2%	EPS cơ bản	2,932	3,522	3,706	4,312	4,870
ROA	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	19,487	22,539	23,440	27,752	32,622
ROE trước dự phòng	32.3%	35.7%	34.3%	34.2%	31.4%	Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	18,592	21,674	22,696	27,027	31,916
ROA trước dự phòng	2.0%	2.2%	2.1%	2.2%	2.1%	Chỉ số định giá					
Biên lãi ròng (NIM)	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	PER	11.9	9.9	9.4	8.1	7.2
Hiệu quả hoạt động						PBR	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
LDR thuần	97.3%	102.1%	104.4%	104.0%	103.5%	Ti lệ cổ tức	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CIR	32.3%	29.9%	29.0%	28.3%	28.2%	ROE	15.9%	16.8%	17.1%	17.0%	16.2%
Tốc độ tăng trưởng						An toàn vốn					
Tăng trưởng tổng tài sản	14.2%	18.1%	12.4%	12.0%	12.8%	Ti lệ an toàn vốn(CAR)	8.6%	9.0%	8.9%	>8%	>8%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	10.2%	12.7%	16.1%	13.8%	14.5%	Chất lượng tài sản					
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	22.8%	24.9%	11.5%	17.1%	8.4%	NPL(nợ xấu nhóm 3-5)	1.3%	1.2%	1.1%	1.6%	1.2%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	2.7%	20.1%	17.6%	16.3%	12.9%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	180.4%	188.1%	167.2%	127.0%	130.3%
Tăng trưởng EPS	-20.4%	20.1%	5.3%	16.3%	12.9%	SML (nợ xấu và nợ cầ nhúy)	2.3%	3.6%	2.7%	3.2%	2.9%
Tăng trưởng BVPS	-15.1%	15.7%	4.0%	18.4%	17.5%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)	98.4%	65.0%	70.4%	63.5%	53.9%

## KHOI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

### **Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán**

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**  
linhpp@kbsec.com.vn

### **Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng**

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**  
nguyennd1@kbsec.com.vn

### **Bán lẻ & Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích**  
giangnt1@kbsec.com.vn

### **Bất động sản khu công nghiệp & Logistics**

**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhntn@kbsec.com.vn

### **Dầu khí & Hóa Chất**

**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**  
hieupm@kbsec.com.vn

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### **Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**

**Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**  
anhtd@kbsec.com.vn

**Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích**  
uyenvt@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienns@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuannd@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Hỗ trợ**

**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**  
huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.