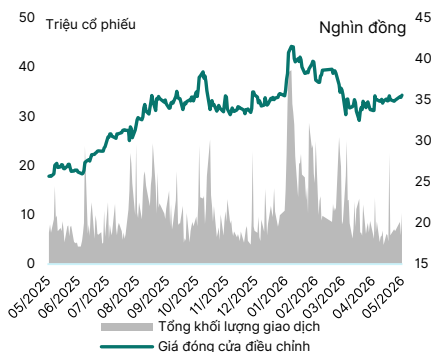


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	35,600
Giá mục tiêu	43,800
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	10.2 triệu cp
SLCP lưu hành	7.767 triệu cp
Biên độ 52 tuần	22,686 – 41,500
Vốn hoá	274,173 tỷ đồng
Beta	0.9

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



Cổ đông lớn	
Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	64.46%
Ngân hàng Tokyo Mitsubishi UFJ	19.73%
Khác	15.81%

## Nội lực củng cố, dự địa tái định giá mở rộng

### Khuyến nghị

Áp dụng phương pháp Thu nhập thặng dư và P/B, chúng tôi nâng giá mục tiêu cổ phiếu CTG lên 43,800 đồng/cp trong 1 năm, khuyến nghị **MUA** CTG nhờ duy trì vị thế chất lượng tài sản, khả năng duy trì ROE trên 20% và kế hoạch tăng vốn tạo dư địa tăng trưởng dài hạn.

### Luận điểm đầu tư

**Chất lượng tài sản cải thiện, NIM có khả năng duy trì ổn định.** CTG đang bước vào giai đoạn rủi ro tín dụng bình thường hóa, với nợ xấu giảm về khoảng 1.1%, nợ nhóm 2 cải thiện và tỷ lệ bao phủ nợ xấu duy trì ở mức cao 158.8%. Điều này giúp ngân hàng có bộ đệm tốt hơn trước các biến động tín dụng. Dù NIM của CTG thuộc nhóm thấp do đặc thù ngân hàng quốc doanh, biên lãi có tính ổn định cao và được kỳ vọng duy trì quanh 2.6–2.7% trong năm 2026 nhờ CASA cải thiện, thanh khoản tốt và dự địa cơ cấu lại tài sản sinh lãi.

**Thu hồi nợ đã xử lý rủi ro trở thành nguồn thu bán định kỳ, hơn là khoản thu bất thường.**

CTG đã ghi nhận khoảng 8.5 nghìn tỷ đồng năm 2024, 10 nghìn tỷ đồng (2025), 2.1 nghìn tỷ đồng (Q1 2026), và kỳ vọng duy trì mức 10 nghìn tỷ đồng (2026F). Đây là nguồn thu có biên lợi nhuận cao, không yêu cầu tăng trưởng tín dụng mới và không chịu áp lực chi phí vốn. Với quy mô nợ ngoại bảng lớn, khoản thu này có thể tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận trong 3-4 năm tới.

**ROE trên 20% có thể được duy trì trong năm 2026.** CTG đạt ROE khoảng 21.3% trong năm 2025 và 22.4% tại Q1 2026 dù NIM suy giảm, cho thấy lợi nhuận không phụ thuộc vào một động lực duy nhất. Trong năm 2026, ngân hàng được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng khoảng 15%, NIM ổn định, thu hồi nợ ngoại bảng duy trì ở mức cao. Khả năng ghi nhận lợi nhuận từ chuyển nhượng VietinBank Tower là yếu tố hỗ trợ lợi nhuận. Các yếu tố này giúp CTG có cơ sở duy trì ROE trên 20% mà không cần giá định vĩ mô quá lạc quan.

**Tăng vốn tạo nền tảng cho tăng trưởng dài hạn.** CTG đang theo đuổi kế hoạch tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại giai đoạn 2023–2025 với tổng quy mô khoảng 44.4 nghìn tỷ đồng. Nếu được phê duyệt đầy đủ, vốn điều lệ có thể vượt 105 nghìn tỷ đồng, giúp cải thiện vốn cấp 1, củng cố CAR và mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng. Đây là catalyst trung hạn quan trọng, đặc biệt trong bối cảnh Nghị quyết 79-NQ/TW nhấn mạnh vai trò của ngân hàng thương mại nhà nước và định hướng tăng vốn cho khu vực kinh tế nhà nước.

### Triển vọng 2026

Chúng tôi ước tính LNTT 2026 tăng 13% lên 49.1 nghìn tỷ đồng nhờ tăng trưởng tín dụng ổn định khoảng 15%, NIM duy trì quanh 2.6–2.7% và thu nhập ngoài lãi cải thiện. Danh mục cho vay tập trung vào sản xuất kinh doanh, SME và các lĩnh vực ít phụ thuộc vào BĐS dân dụng giúp tăng trưởng tín dụng bền vững hơn. Thêm vào đó, thu hồi nợ đã xử lý rủi ro khoảng 10 nghìn tỷ đồng tiếp tục đóng vai trò là lớp đệm lợi nhuận quan trọng. Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng tăng theo quy mô tín dụng và duy trì mục tiêu bộ đệm LLR trên 150%, nhưng tỷ lệ chi phí tín dụng trong vùng kiểm soát nhờ chất lượng tài sản ổn định. Nếu khoản lợi nhuận từ chuyển nhượng VietinBank Tower được ghi nhận, kết quả kinh doanh năm 2026 sẽ có thêm yếu tố hỗ trợ. Do đó, CTG có cơ sở duy trì ROE trên 20% trong năm 2026.

### Rủi ro

Chi phí huy động tăng nhanh hơn kỳ vọng; tiến độ tăng vốn chậm; thu hồi nợ ngoại bảng thấp hơn dự phóng; chất lượng tài sản xấu đi nếu lãi suất cao kéo dài.

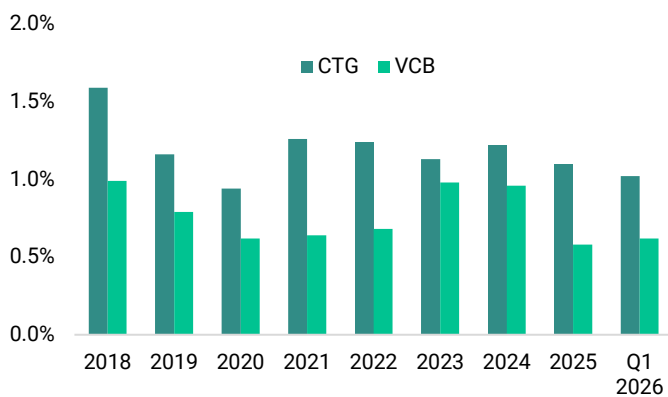
	2022A	2023A	2024A	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần	47,792	52,957	62,403	66,453	76,315
Thu nhập ngoài lãi	16,325	17,591	19,507	20,842	24,074
Thu nhập trước thuế	20,946	24,990	31,764	43,444	49,063
Tăng trưởng tín dụng (%)	12.20%	15.5%	16.8%	15.6%	14.9%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	7.5%	12.9%	13.9%	11.7%	12.9%
NIM	3.0%	2.9%	2.9%	2.7%	2.7%
Tỷ lệ nợ xấu	1.24%	1.13%	1.22%	1.10%	1.09%

Nguồn: CTG, Kafi Research

## CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN VƯỢT TRỘI & NIM ỔN ĐỊNH

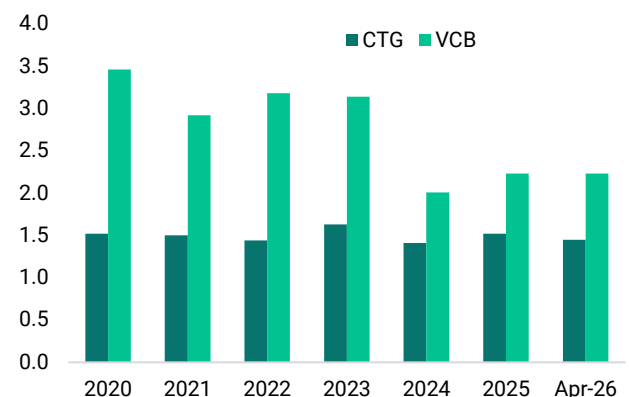
Chất lượng tài sản của CTG được cải thiện trong những năm qua và hiện ngân hàng đang thuộc nhóm dẫn đầu hệ thống về chất lượng tài sản. Chúng tôi nhận thấy rủi ro tín dụng của ngân hàng đã đi qua giai đoạn khó khăn nhất và hiện tại được bảo vệ bởi các lớp đệm an toàn. Trong quá khứ, CTG thường được thị trường định giá ở mức chiết khấu hơn VCB do lịch sử nợ xấu cao và mức độ tập trung vào tín dụng bất động sản nhiều hơn.

Hình 1. Tỷ lệ Nợ xấu của CTG và VCB



Nguồn: CTG, Kafi Research

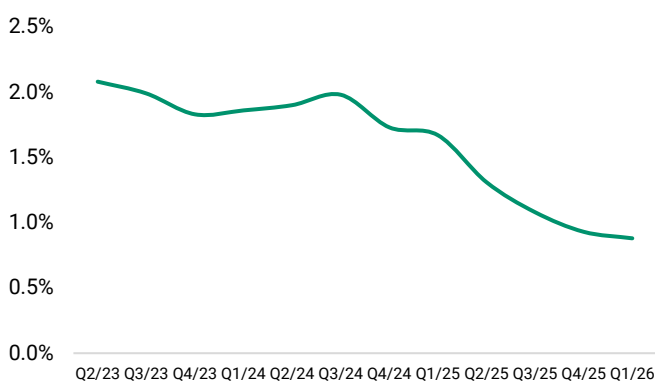
Hình 2. P/B của CTG và VCB



Nguồn: CTG, Kafi Research

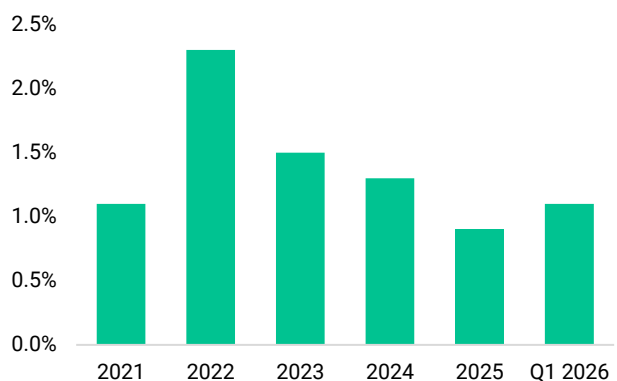
Nhưng chất lượng bảng cân đối của CTG đã cải thiện rõ rệt so với giai đoạn trước. Chi phí tín dụng của CTG giảm mạnh từ đỉnh 2.08% trong Q2/2023 xuống còn 0.93% trong 2025 và 0.88% tại Q1 2026. Tỷ lệ nợ xấu hình thành mới cũng giảm từ khoảng 1.37% xuống 0.87% trong 2025, và đạt 1.1% tại Q1 2026. Chúng tôi ước tính tỷ lệ này sẽ duy trì tại 0.87% trong 2026F. Đồng thời, nợ nhóm 2 đã cải thiện rõ từ Q4/2025, mức thấp nhất trong 5 năm và xu hướng này tiếp tục kéo sang đầu 2026. Qua đó, cho thấy rủi ro tín dụng của CTG dần được bình thường hóa. Đồng thời, tỷ lệ Nợ xấu của CTG cải thiện từ 1.26% năm 2021 về còn 1.1% năm 2025 và giảm còn 1.02% tại Q1 2026, thấp nhất trong 5 năm.

Hình 3. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/Dư nợ



Nguồn: CTG, Kafi Research

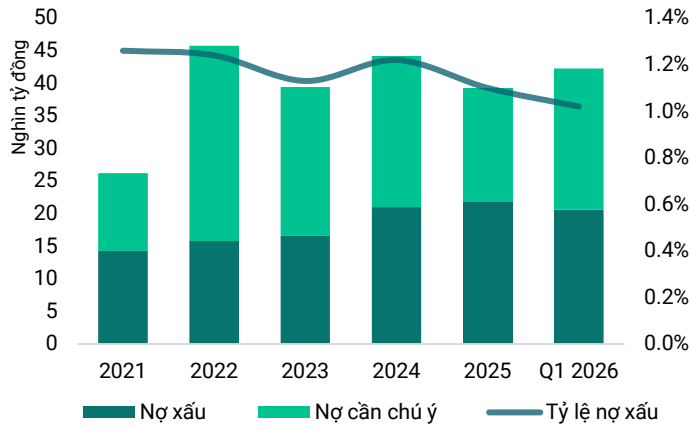
Hình 4. Tỷ lệ Nợ nhóm 2/Dư Nợ



Nguồn: CTG, Kafi Research

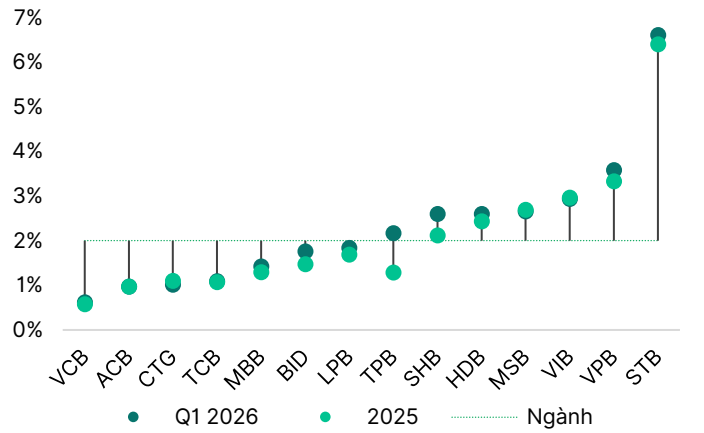
Trong môi trường vĩ mô hiện tại, lãi suất cho vay ở mức cao có khả năng gia tăng rủi ro giảm chất lượng tài sản. Nhưng CTG hiện có hai lớp đệm giúp bảo vệ bảng cân đối. Đầu tiên là tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ở mức 158.8%, không chỉ cao mà còn vượt trội so với một ngân hàng quốc doanh khác là BID, qua đó tạo khả năng hấp thụ tổn thất tín dụng tốt hơn mà không gây áp lực ngay lên lợi nhuận của ngân hàng.

**Hình 5. Tỷ lệ Nợ xấu của CTG**



Nguồn: CTG, Kafi Research

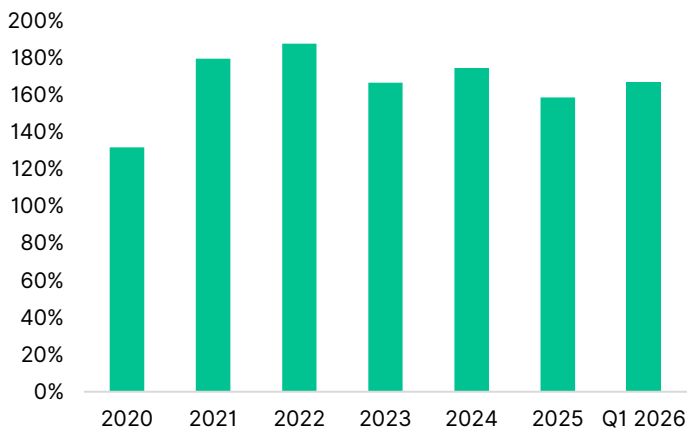
**Hình 6. Tỷ lệ Nợ xấu của các NH**



Nguồn: CTG, Kafi Research

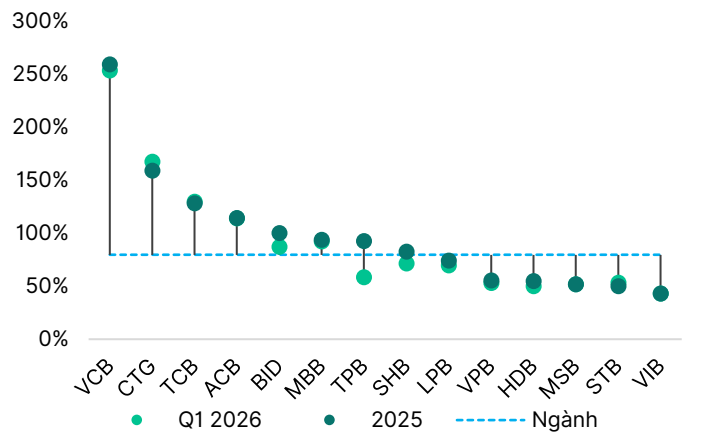
Chính sách trích lập thận trọng cũng tạo nên lớp phòng vệ thứ hai cho CTG. Ngân hàng hiện áp dụng cách tiếp cận khá bảo thủ đối với các tài sản bảo đảm có hồ sơ pháp lý chưa hoàn thiện, khi giá trị tài sản đảm bảo được ghi nhận ở mức tối thiểu. Điều này cho thấy phần lớn kịch bản bất lợi đã được phản ánh trước vào chi phí dự phòng của CTG, qua đó giúp thu hẹp đáng kể dư địa phát sinh các rủi ro tiềm ẩn trên bảng cân đối. Bằng cách làm này, giá trị sổ sách của CTG trở nên minh bạch và giá trị hơn.

**Hình 7. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của CTG**



Nguồn: CTG, Kafi Research

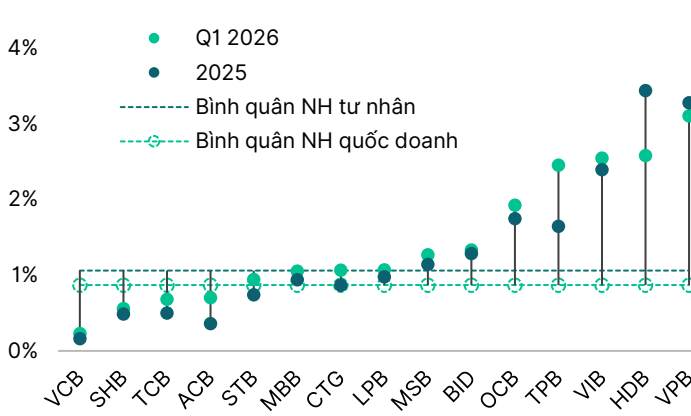
**Hình 8. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các ngân hàng**



Nguồn: CTG, Kafi Research

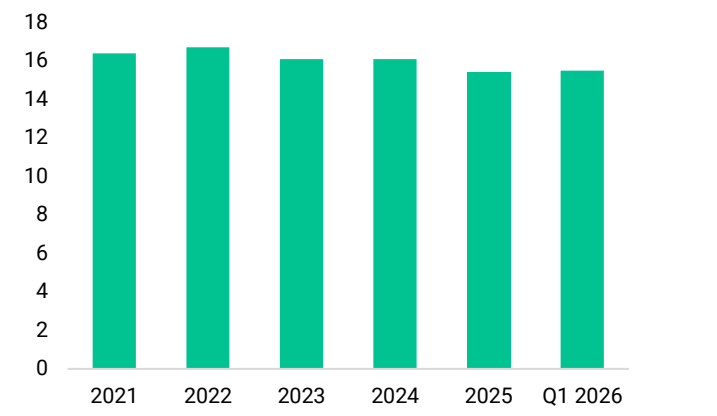
Trong giai đoạn 2022-2025, tỷ lệ A/E của CTG giảm từ 16.7x (2022) xuống mức 15.4x (2025) và 15.5x (Q1 2026), phản ánh bảng cân đối được củng cố dần theo hướng thận trọng hơn. Đồng thời, vốn chủ sở hữu và tỷ lệ LLR tốt hơn qua thời gian giúp tăng sức chống chịu của bảng cân đối và mở ra dư địa linh hoạt hơn cho chi phí tín dụng trong tương lai khi chất lượng tài sản tiếp tục ổn định.

**Hình 9. Tỷ lệ Nợ nhóm 2/Dư Nợ**



Nguồn: CTG, Kafi Research

**Hình 10. Tỷ lệ A/E của CTG**



Nguồn: CTG, Kafi Research

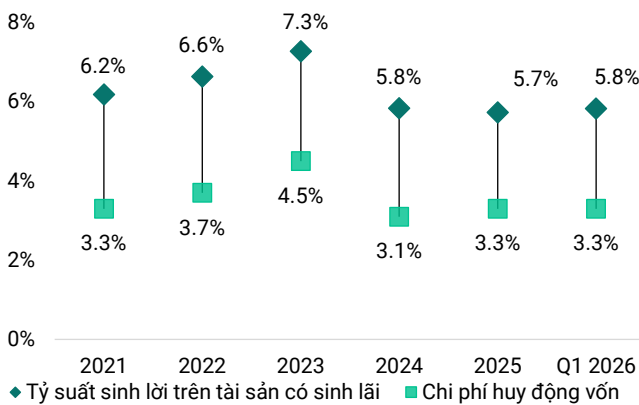
Do đó, khi rủi ro tín dụng dần bình thường hóa, CTG không còn đơn thuần là câu chuyện phục hồi sau giai đoạn nợ xấu cao, mà đang chuyển sang câu chuyện tái định giá khi thị trường nhìn nhận lại chất lượng bảng cân đối. Khi mà chất lượng bảng cân đối của CTG được hỗ trợ bởi khả năng hấp thu tổn thất vượt trội và chính sách phòng ngừa rủi ro thận trọng, CTG có tiềm năng tái định giá khi thị trường nhận ra ngân

hàng thuộc nhóm những ngân hàng đang sở hữu bảng cân đối sạch và an toàn nhất hệ thống. Đồng thời, cơ cấu tín dụng tập trung vào sản xuất kinh doanh (~85%) và hạn chế BDS dân dụng (~20%) là nền tảng giúp CTG trải qua chu kỳ tín dụng ít bị tổn thương hơn nhóm ngân hàng thiên về bán lẻ và BDS.

Trong bối cảnh vĩ mô năm 2026 khi lãi suất thị trường đang ở mặt bằng cao, đối với CTG thì việc biên lãi thuần biến động trở thành điểm đáng quan tâm hơn so với chất lượng tín dụng, qua đó hồ sơ rủi ro và lợi nhuận của ngân hàng sẽ khác đáng kể so với thị trường đang nhìn nhận. Mặt bằng lãi suất huy động tăng từ cuối Q4/2025 nhiều khả năng sẽ phản ánh vào chi phí vốn với độ trễ khoảng một quý, qua đó khả năng sẽ tạo áp lực lên CoF trong Q2/2026. Đồng thời, việc kiểm soát chặt hơn hạn mức tín dụng đối với bất động sản có thể hạn chế dư địa cải thiện lợi suất tài sản từ phân khúc có biên lợi nhuận cao hơn.

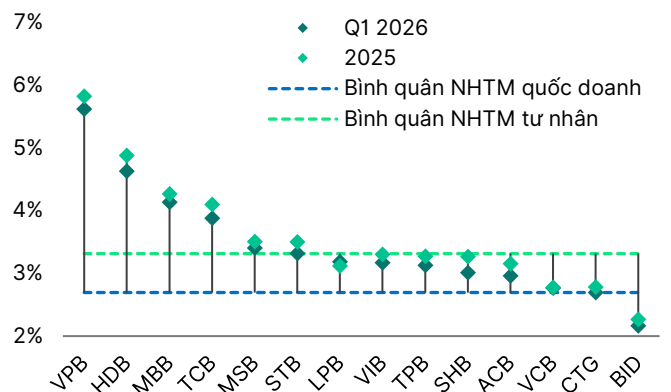
Chất lượng tài sản sạch hơn giúp CTG duy trì chi phí rủi ro, trong khi NIM ổn định giúp bảo vệ thu nhập lãi thuần. Chúng tôi cho rằng CTG có khả năng ổn định NIM trong năm 2026 ở mức quanh 2.6-2.7%. Động lực hỗ trợ đến từ: (1) CASA cải thiện, giúp làm dịu áp lực chi phí vốn; (2) dư địa tăng cho vay trung dài hạn; (3) vị thế thanh khoản tốt, giúp giảm áp lực CoF; và (4) chất lượng tài sản tốt, giúp hạn chế thoái thu lãi.

Hình 11. NIM của CTG



Nguồn: CTG, Kafi Research

Hình 12. NIM của các ngân hàng

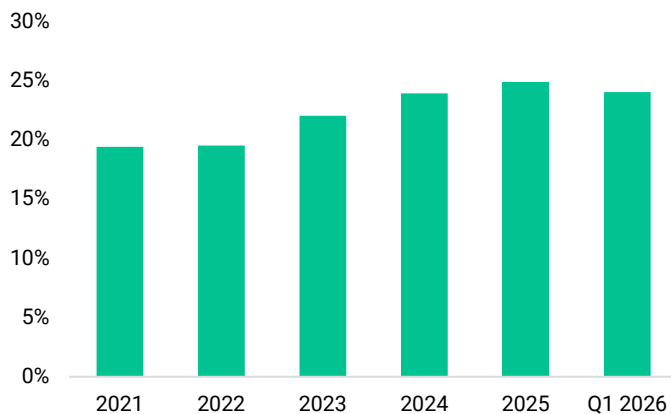


Nguồn: CTG, Kafi Research

NIM của CTG thuộc nhóm thấp nhất ngành do ngân hàng là một trong những ngân hàng quốc doanh gánh vác nhiệm vụ hệ thống. Dù vậy, NIM mang đặc tính ổn định cao khi dao động với biên độ thấp qua các chu kỳ kinh tế. Do đó, dù NIM của CTG đang ở mức thấp nhất trong 5 năm, nhưng chỉ giảm 18% so với mức đỉnh 3.2% vào Q3/2021, thấp hơn mức giảm chung của ngành.

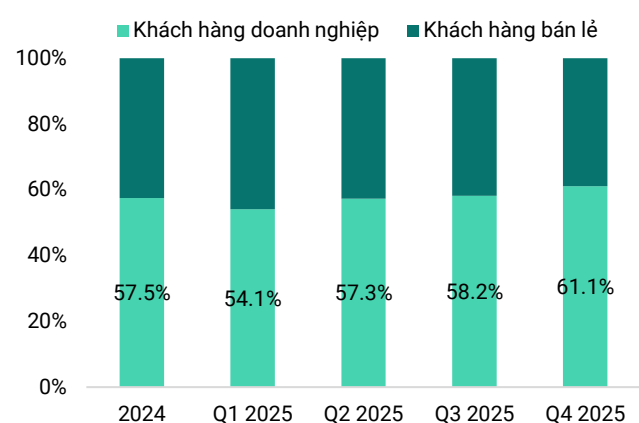
Khác với một số ngân hàng có số dư CASA tăng chậm hơn tốc độ mở rộng của tiền gửi, CTG có khả năng tăng trưởng CASA bền vững song song với việc mở rộng quy mô huy động. CTG hiện đang triển khai hệ thống giải pháp đa tầng để bảo vệ và gia tăng nguồn vốn giá rẻ.

Hình 13. Tỷ lệ CASA của CTG



Nguồn: CTG, Kafi Research

Hình 14. Cấu trúc tiền gửi không kỳ hạn

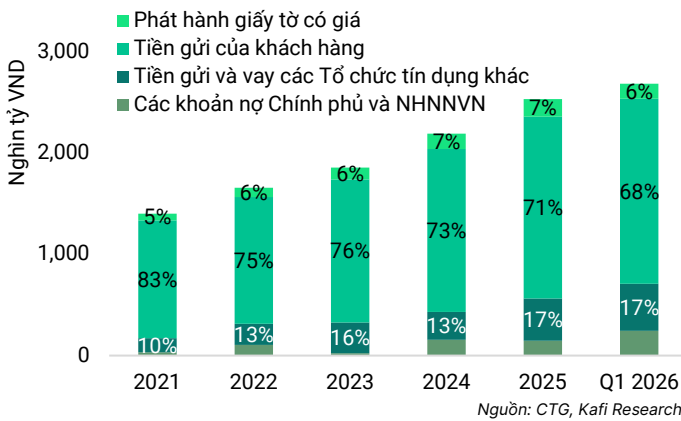


Nguồn: CTG, Kafi Research

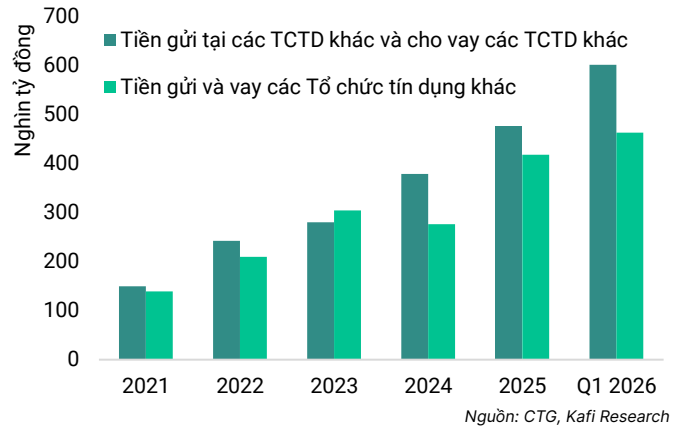
CTG có trạng thái cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng. Qua đó, trong khi việc lãi suất thị trường liên ngân hàng tăng mạnh trong thời gian qua ảnh hưởng đến nhiều ngân hàng thiếu thanh khoản, CTG hưởng lợi từ vị thế của mình. Chênh lệch giữa Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác và Tiền gửi và vay TCTD khác luôn dương từ 2021-2025. Tại cuối năm 2025, mức chênh lệch này là khoảng

58.7 nghìn tỷ đồng và đạt 138 nghìn tại Q1 2026. Đồng thời, CTG còn năng lực mở rộng cho vay dài hạn để hỗ trợ NIM khi tỷ lệ LDR còn dư địa mở rộng.

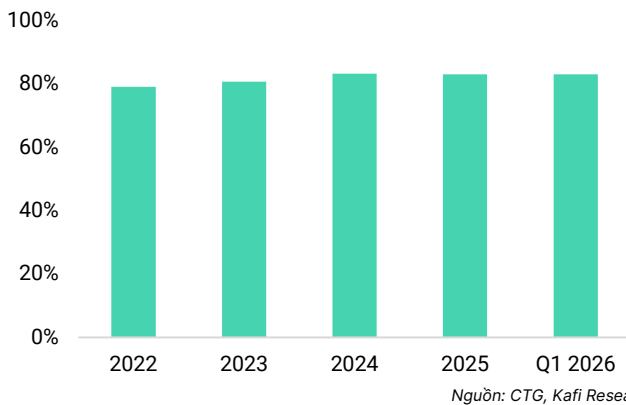
**Hình 15. Cơ cấu huy động vốn của CTG**



**Hình 16. Vị thế cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng**



**Hình 17. Tỷ lệ LDR của CTG**



**Hình 18. Tỷ lệ LDR của các ngân hàng**



Bối cảnh vĩ mô hiện tại gây áp lực lên NIM ngành ngân hàng, nhưng nhờ những thế mạnh trên, CTG có khả năng gia tăng sức chống chịu và bảo vệ NIM. Khi chất lượng tài sản ngày càng kiện toàn và rủi ro tín dụng được giảm thiểu, chúng tôi cho rằng rủi ro NIM sụt giảm có thể khiến thị trường cần thêm thời gian để nhìn nhận lại CTG, nhưng không làm thay đổi nền tảng phục hồi của ngân hàng, qua đó góp phần hỗ trợ CTG duy trì ROE.

Chúng tôi nhận thấy mức thị trường định giá CTG hiện tại (qua chỉ số P/B) có thể chưa phản ánh đúng giá trị của CTG. CTG đang giao dịch ở P/B 1.5x, với chi phí tín dụng 0.93% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu 158%, cho thấy bộ đệm dự phòng tương đối vững. Trong khi đó, BID đang giao dịch ở P/B 1.76x, dù tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp hơn ở mức 100% và chi phí tín dụng cao hơn. Điều này cho thấy CTG đang được định giá như một ngân hàng còn nhiều rủi ro tín dụng, dù nền tảng lợi nhuận hiện đã an toàn hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng dư địa tái định giá có thể đến từ việc thị trường đánh giá lại đúng bản chất rủi ro của CTG.

## THU NHẬP TỪ THU HỒI NỢ ĐÃ XỬ LÝ RỦI RO – NGUỒN THU BÁN ĐỊNH KỲ

### Thu nhập từ thu hồi nợ đã xử lý rủi ro

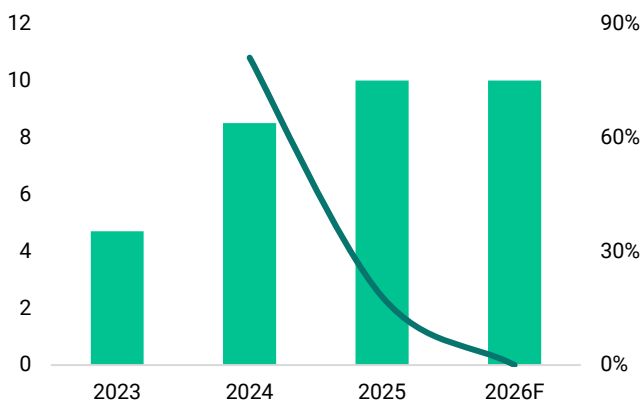
Nguồn thu từ thu hồi nợ đã xử lý rủi ro đang trở thành một nguồn thu quan trọng trong mô hình lợi nhuận của CTG, thay vì là khoản thu bất thường như thị trường đang nhìn nhận. Với quy mô khoảng 8,500 tỷ đồng trong năm 2024, 10,000 tỷ đồng trong năm 2025, và 2.1 nghìn tỷ đồng trong Q1 2026, tương đương gần 23-27% LNTT, và tiếp tục được đặt mục tiêu duy trì ở mức tương tự trong năm 2026, khoản thu này cho thấy mức độ lặp lại cao hơn so với cách thị trường thường nhìn nhận. Riêng Q1/2026, tốc độ ghi nhận khoảng 2.1 nghìn tỷ đồng (+16%YoY), cho thấy mục tiêu này có tính khả thi. Đây là các khoản nợ đã được xử lý và đưa ra ngoài bảng cân đối; khi thu hồi được, phần tiền này được ghi nhận vào thu nhập khác, có biên lợi nhuận cao, không yêu cầu tăng trưởng tín dụng mới và không chịu áp lực chi phí vốn như hoạt động cho vay thông thường.

CTG chủ động làm sạch bảng cân đối khi tiếp tục dùng dự phòng để xóa nợ. Việc ghi nhận thêm các khoản nợ xấu mới và tăng write-off làm quy mô danh mục ngoại bảng tăng. Nên CTG đang trong giai đoạn tạo nền tảng cho lợi nhuận trong tương lai. Do đó, các khoản thu này có tính lặp lại và duy trì tương đối ổn định trong vài năm tới.

Số dư nợ xấu đã được xử lý và đưa ra ngoài bảng cân đối có quy mô khoảng 185 nghìn tỷ đồng. Dù các khoản này đã được đưa ra khỏi bảng cân đối kế toán, ngân hàng vẫn có thể tiếp tục thu hồi dần trong tương lai. Với tốc độ thu hồi khoảng 8-10 nghìn tỷ đồng mỗi năm, nếu chỉ một phần nhỏ trong số này (khoảng 20-25%) thực sự thu được, CTG vẫn có thể duy trì nguồn thu này trong khoảng 3-4 năm tới.

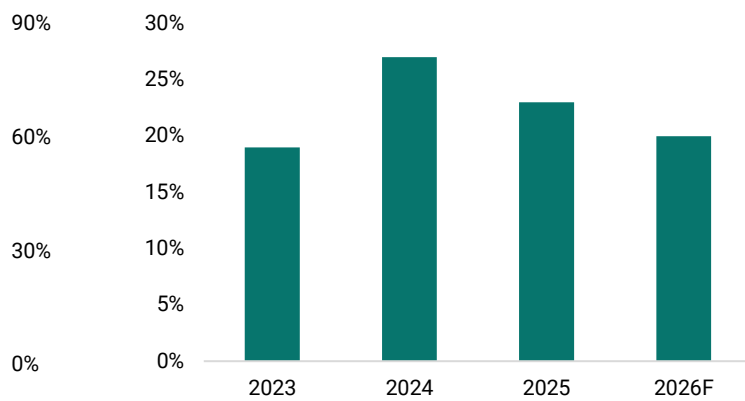
Do đó, khoản thu từ thu hồi nợ đã xử lý rủi ro không nên được nhìn nhận đơn thuần như một yếu tố bất ngờ mang tính ngắn hạn, mà là một nguồn thu có tính lặp lại trong giai đoạn CTG tiếp tục xử lý và thu hồi nợ tồn đọng. Theo đó, chúng tôi cho rằng khoản thu này xứng đáng với định giá cao hơn so với một khoản thu nhập một lần, nhưng chúng tôi vẫn áp dụng mức chiết khấu nhất định cho nguồn thu này do phụ thuộc vào tiến độ pháp lý và thanh lý tài sản.

**Hình 19. Thu từ xử lý tài sản đảm bảo của CTG**



Nguồn: CTG, Kafi Research

**Hình 20. Thu từ xử lý tài sản đảm bảo %LNTT**



Nguồn: CTG, Kafi Research

### Thu về từ việc bán tòa nhà VietinBank Tower

Khác với dòng tiền thu hồi nợ đều đặn, số tiền thu về từ việc bán tòa nhà VietinBank Tower là thu nhập bất thường. Mức lãi ước tính khoảng 2,000 – 3,000 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (khoảng 1,600-2,400 tỷ đồng sau thuế). Nguồn thu này đóng góp khoảng 4-6% LNTT dự phóng của cả năm 2026. Do đó, nguồn thu này đóng vai trò hỗ trợ lợi nhuận trong ngắn hạn, nhưng không phải là động lực cốt lõi của tăng trưởng. Điểm sáng của khoản tiền này nằm ở thời điểm ghi nhận. Nếu được ghi nhận vào nửa đầu năm 2026, nguồn thu này sẽ giảm áp lực lên lợi nhuận. Nửa đầu năm là giai đoạn ngân hàng đang chịu áp lực về chi phí huy động vốn. Khoản tiền từ VietinBank Tower sẽ đắp bù vào khoản lợi nhuận giảm do CoF tăng, giúp bức tranh lợi nhuận các quý đầu năm ổn định.

VietinBank Tower là dự án tháp đôi văn phòng cao cấp tại Hà Nội (KĐT Ciputra) với tổng vốn đầu tư hơn 10,000 tỷ đồng, khu đất 30 nghìn m<sup>2</sup>, gồm 2 tòa tháp 48 và 68 tầng. Dự án khởi công năm 2010 nhưng tạm dừng, và VietinBank dự kiến chuyển nhượng dự án trong nửa đầu năm 2026 để cơ cấu lại tài sản và tập trung nguồn vốn kinh doanh. Giá trị của dự án nằm ở đất sạch, pháp lý dự án, vị trí Ciputra/Tây Hồ, quyền phát triển lại dự án.

Cuối 2025, khoản chi phí xây dựng cơ bản dở dang của CTG khoảng 5.6 nghìn tỷ đồng. Thông tin từ CTG: giá chuyển nhượng sẽ theo giá thị trường, nhưng nguyên tắc là không thấp hơn giá trị thực tế VietinBank đã bỏ ra; thương vụ dự kiến hoàn tất pháp lý/ký chính thức trong nửa đầu 2026. Do dự án dở dang lâu năm, nhiều khả năng sẽ được bán với giá chiết khấu, nhưng mức ở mức cao nhờ giá trị dự án. Do đó, chúng tôi ước tính thận trọng việc bán VietinBank Tower có thể mang lại khoảng 2,000 – 3,000 tỷ đồng LNTT (4-6%LNTT) cho CTG trong năm 2026. Nhưng cần lưu ý về rủi ro CTG không hoàn thành chuyển nhượng VietinBank Tower hoặc ghi nhận lợi nhuận thấp hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến phản ứng của thị trường.

Do đó, CTG không nên được nhìn đơn thuần như một câu chuyện lợi nhuận 2026 tăng nhờ khoản thu một lần. Luận điểm quan trọng hơn nằm ở khả năng thị trường đang định giá thấp đóng góp từ thu hồi nợ ngoại bảng. Nếu nguồn thu này duy trì ổn định, chất lượng lợi nhuận của CTG sẽ được nhìn nhận tích cực hơn, qua đó tạo cơ sở cho việc tái định giá P/B. Ngược lại, khoản thu từ VietinBank Tower chỉ mang tính hỗ trợ ngắn hạn LN năm 2026.

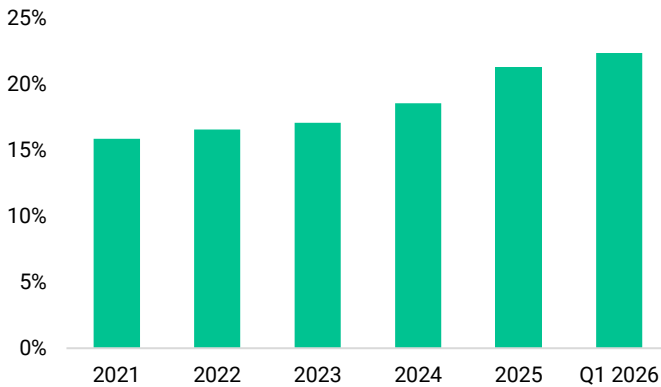
# KHẢ NĂNG DUY TRÌ ROE >20% TRONG NĂM 2026

Trong giai đoạn 2023-2025, ROE của CTG chịu tác động từ các lực cản như chi phí trích lập dự phòng tăng hoặc NIM giảm. Dù NIM năm 2025 giảm nhưng ROE đạt 21.3%, thuộc nhóm dẫn đầu hệ thống ngân hàng, nhờ tăng trưởng tín dụng duy trì, thu nhập từ xử lý tài sản đảm bảo và giảm trích lập chi phí dự phòng.

**Bảng 1: Những yếu tố tác động đến ROE của CTG**

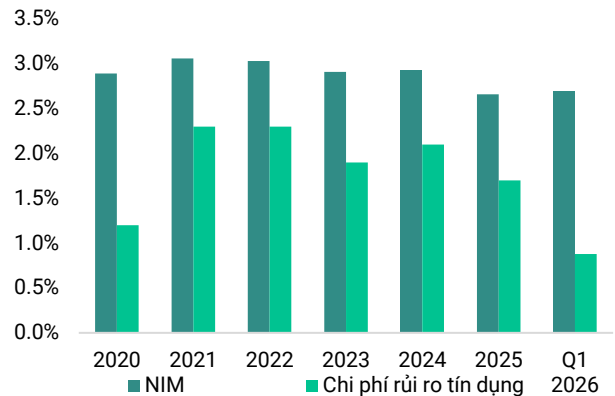
Năm	Động lực tích cực	Lực cản	ROE
2023	- Dự phòng rủi ro tín dụng% tổng dư nợ giảm 40 bps còn 1.9%.	NIM giảm 12 bps còn 2.91%	17.1%
2024	- NIM nhích nhẹ 2 bps lên 2.93%. - Thu hồi từ nợ ngoài lãi đạt gần 8 nghìn tỷ đồng (+63%YoY)	Dự phòng rủi ro tín dụng% tổng dư nợ tăng 30 bps lên 2.1%	18.6%
2025	- Dự phòng rủi ro tín dụng% tổng dư nợ giảm 40 bps còn 1.7% - Thu hồi từ nợ ngoài bảng đạt gần 10 nghìn tỷ đồng (+31%YoY)	NIM giảm 27 bps còn 2.66%	21.3%
Q1 2026	- Dự phòng rủi ro tín dụng% tổng dư nợ duy trì tại 1.7% - Thu hồi từ nợ ngoài bảng đạt 2.1 nghìn tỷ đồng (+16%YoY) - NIM tăng 3 bps lên 2.69%.		22.4%

**Hình 21. ROE của CTG**



Nguồn: CTG, Kafi Research

**Hình 22. Diễn biến NIM và chi phí tín dụng của CTG**

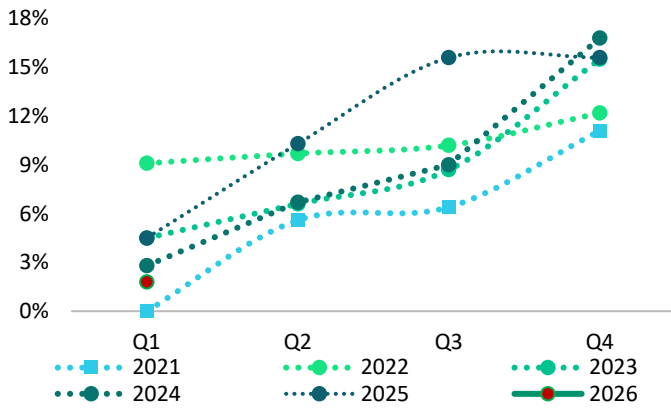


Nguồn: CTG, Kafi Research

Nhưng trong năm 2026, chúng tôi nhận thấy CTG được hưởng lợi bởi sự hội tụ của các động lực tăng trưởng, giúp ROE giữ vững trên 21%:

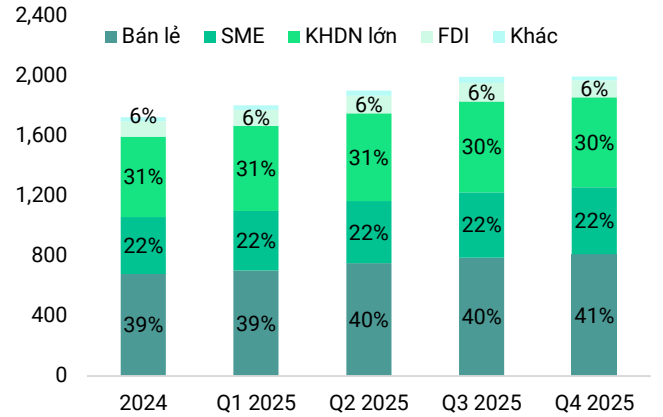
- Tín dụng ước tăng 15%. CTG được cấp hạn mức ban đầu 11%, nhưng danh mục CTG nghiêng về sản xuất-kinh doanh và SME (~80% phi BĐS), phù hợp với định hướng chính sách. Do đó, CTG nhiều khả năng được nới room vào H2 2026 cao hơn những ngân hàng phụ thuộc BĐS. Tín dụng tăng trưởng 15% mang lại doanh thu hoạt động vững vàng, tạo bệ phóng cho doanh thu từ hoạt động ngoài lãi và các biện pháp giảm chi phí trở thành đòn bẩy hỗ trợ lợi nhuận.
- NIM được duy trì quanh mức 2.6-2.7% như đã phân tích ở trên.
- Chi phí tín dụng duy trì nhờ chất lượng tài sản ổn định. Thu từ xử lý tài sản đảm bảo (~10 nghìn tỷ đồng) tạo ra mức sàn vững chắc, giúp thu nhập ngoài lãi ổn định. Thêm vào đó, dòng tiền này diễn ra theo tiến độ pháp lý và thanh lý tài sản, nên hoàn toàn không phụ thuộc vào chu kỳ tín dụng hay biến động lãi suất thị trường. Nhờ tính chất độc lập, khoản thu này giúp ngân hàng đa dạng hóa rủi ro, duy trì được một mức lợi nhuận an toàn trong nhiều bối cảnh vĩ mô.
- Lợi nhuận từ bán VietinBank Tower (chúng tôi ước tính khoảng 2,000 – 3,000 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế). Do tác động định lượng lên tổng lợi nhuận không quá lớn (chiếm khoảng 4-6% LNTT), khoản mục này lại đóng vai trò hỗ trợ và có lợi cho CTG về mặt điểm rơi. Nếu được ghi nhận vào nửa đầu năm 2026, khoản thu này sẽ tạo lớp đệm tài chính giúp hấp thụ áp lực chi phí vốn đang ở mức cao. Sự ghi nhận lợi nhuận kịp thời này đảm bảo tính ổn định cho kết quả kinh doanh giữa các kỳ, đồng thời giúp duy trì tâm lý nhà đầu tư.

**Hình 23. Tăng trưởng tín dụng của CTG**



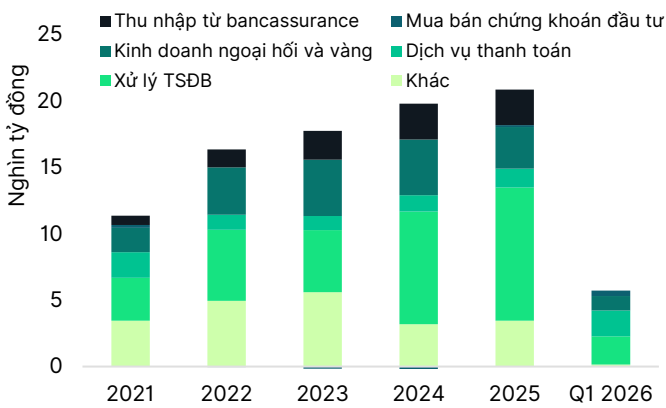
Nguồn: CTG, Kafi Research

**Hình 24. Cơ cấu tín dụng**



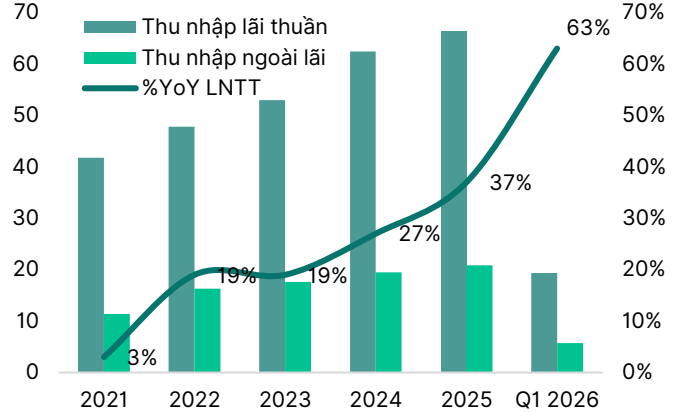
Nguồn: CTG, Kafi Research

**Hình 25. Thu nhập ngoài lãi của CTG**



Nguồn: CTG, Kafi Research

**Hình 26. Thu nhập lãi thuần và thu ngoài lãi của CTG**



Nguồn: CTG, Kafi Research

Do đó, chúng tôi nhận thấy khả năng CTG duy trì ROE trên 20% trong năm 2026 là có cơ sở và không yêu cầu một kịch bản vĩ mô quá lạc quan. Luận điểm này được hỗ trợ bởi sự cộng hưởng của tăng trưởng tín dụng khoảng 15%, NIM ổn định quanh 2.6–2.7%, nguồn thu hồi nợ đã xử lý rủi ro duy trì ở mức cao và khoản lợi nhuận một lần từ chuyển nhượng VietinBank Tower. Dù các yếu tố này vẫn phụ thuộc một phần vào điều kiện thanh khoản, lãi suất và tiến độ pháp lý, sự đồng pha của nhiều động lực lợi nhuận giúp CTG có nền tảng vững hơn để duy trì ROE trên 20%.

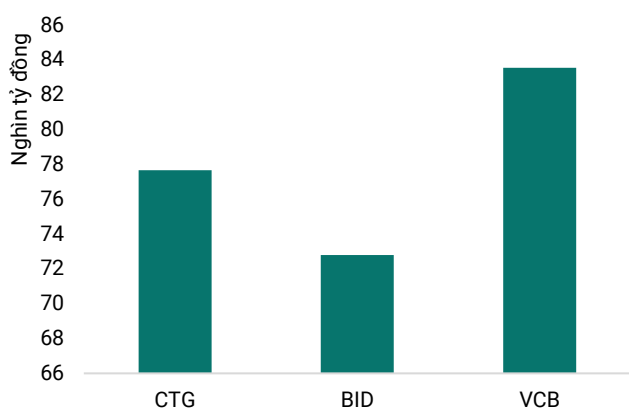
## TĂNG VỐN – TẠO NỀN TẢNG TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

Việc CTG tiếp tục tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại là tín hiệu tích cực cho trung và dài hạn. Đây là nguồn vốn giúp cải thiện vốn cấp 1 và củng cố hệ số an toàn vốn. Nếu các phương án tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại giai đoạn 2023–2025, quy mô khoảng 44,400 tỷ đồng, được thông qua đầy đủ, vốn điều lệ CTG có thể vượt 105,000 tỷ đồng. Nền vốn lớn hơn sẽ giúp ngân hàng có thêm dư địa tăng trưởng tín dụng, duy trì CAR ở mức an toàn và thu hẹp khoảng cách vốn với VCB. Với CAR cuối 2025 khoảng 10%, tăng vốn là điều kiện quan trọng để CTG mở rộng dư địa tăng trưởng.

Chúng tôi cho rằng Nghị quyết 79-NQ/TW về phát triển kinh tế nhà nước là yếu tố chính sách hỗ trợ đáng kể cho kế hoạch tăng vốn của CTG. Nghị quyết nhấn mạnh vai trò dẫn dắt của các ngân hàng thương mại nhà nước lớn, đồng thời định hướng khuyến khích phát triển doanh nghiệp nhà nước quy mô lớn thông qua tăng vốn điều lệ và tăng tỷ lệ lợi nhuận sau thuế để lại doanh nghiệp. Dù vậy, tiến độ thực tế phụ thuộc vào tiến độ phê duyệt của các cơ quan có thẩm quyền. Chúng tôi cho rằng Nghị quyết 79 giúp tăng xác suất CTG được chấp thuận tăng vốn trong năm 2026, qua đó CTG có thể triển khai một phần kế hoạch (tăng vốn từ LN giữ lại 2023–2024) trong nửa cuối 2026, khả thi nhất là Q4/2026.

	Nguồn vốn dùng để tăng vốn	Giá trị dự kiến	Hình thức	Trạng thái	Tác động ước tính
Kế hoạch 2026	Lợi nhuận còn lại sau trích lập quỹ năm 2025	>16,200 tỷ đồng	Chia cổ tức bằng cổ phiếu	Đã trình ĐHĐCĐ 2026; cần cơ quan có thẩm quyền phê duyệt	
Kế hoạch chờ duyệt	Lợi nhuận còn lại năm 2023	12,565 tỷ đồng	Phát hành cổ phiếu từ lợi nhuận giữ lại	Đang chờ phê duyệt	
Kế hoạch chờ duyệt	Lợi nhuận còn lại năm 2024	~15,600 tỷ đồng	Phát hành cổ phiếu từ lợi nhuận giữ lại	Đang chờ phê duyệt	
<b>Tổng các phương án đang/chuẩn bị triển khai</b>	Lợi nhuận giữ lại 2023–2025	~44,400 tỷ đồng		Phụ thuộc phê duyệt	Tỷ lệ CAR có thể cải thiện từ khoảng 10% lên quanh 12% nếu các phương án được phê duyệt đầy đủ

Hình 27. Vốn điều lệ của các ngân hàng quốc doanh



Nguồn: CTG, Kafi Research

Hình 28. Tỷ lệ an toàn vốn của các ngân hàng quốc doanh



Nguồn: CTG, Kafi Research

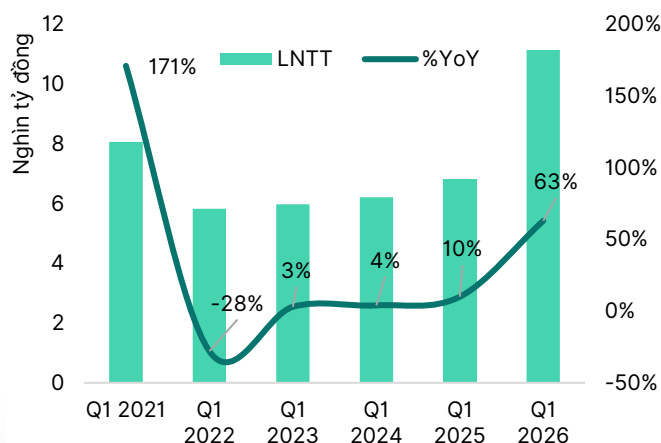
## KQKD Q1 2026

Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh của CTG trong Q1 2026 khả quan. Kết thúc Q1 2026, CTG chứng kiến LNTT tăng trưởng vượt trội 63% lên 11 nghìn tỷ đồng nhờ hoạt động tín dụng và phi tín dụng đều tích cực, cùng chất lượng tài sản cải thiện. Tăng trưởng tín dụng 1.8%, kết hợp với NIM cải thiện 3bps YTD lên 2.69%, đưa thu nhập lãi thuần tăng 25%. Huy động tiền gửi tăng gần như tương ứng với tăng trưởng tín dụng (1.7%), góp phần hỗ trợ thanh khoản.

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng khả quan 15% nhờ lãi thuần từ hoạt động dịch vụ (+15%), hoạt động ngoại hối (+19%), và thu từ xử lý tài sản đảm bảo (+16%). Chi phí vận hành được tối ưu với tỷ lệ CIR giảm so với cuối năm 2025 còn 29.7%.

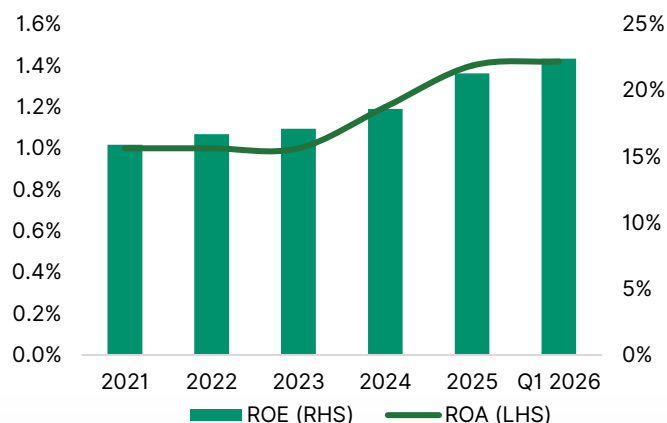
Chất lượng tài sản cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm YTD còn 1.02%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng YTD lên 169%. Nợ xấu giảm 6%YTD, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm 5%YoY, hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng vượt trội.

Hình 29. LNTT của CTG tại Q1 2026



Nguồn: CTG, Kafi Research

Hình 30. ROE và ROA của CTG



Nguồn: CTG, Kafi Research

## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2026F

Đơn vị: Tỷ đồng	2025A	2026F	%YoY	Ghi chú
<b>Tăng trưởng tín dụng</b>	15.6%	15%		CTG sở hữu những động lực tăng trưởng tín dụng 2026F: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tăng trưởng tín dụng được hỗ trợ bởi doanh nghiệp lớn, khách hàng SME, hộ kinh doanh và bán lẻ.</li> <li>- CTG hưởng lợi từ nhu cầu vốn từ đầu tư công/FDI/hạ tầng.</li> <li>- Cơ cấu tín dụng nghiêng về sản xuất kinh doanh, phù hợp với định hướng điều hành của NHNN là ưu tiên vốn cho khu vực kinh tế thực, nên CTG có lợi thế khi xét nới room tín dụng trong năm 2026.</li> </ul>
<b>NIM</b>	2.7%	2.7%		NIM nhiều khả năng duy trì trong năm 2026 nhờ: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tỷ lệ CASA bền vững nhờ nền khách hàng rộng, không phụ thuộc quá lớn vào một nhóm khách hàng, giúp CTG giữ NIM ổn định.</li> <li>- CTG còn room để tăng các khoản vay kỳ hạn dài hơn, thường có lợi suất tốt hơn.</li> <li>- Áp lực cạnh tranh lãi suất cho vay giảm khi room tín dụng được kiểm soát chặt hơn;</li> <li>- Chất lượng tài sản tốt giúp hạn chế thoái thu lãi.</li> </ul>
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	66,453	76,315	+15%	
<b>Thu nhập ngoài lãi</b>	20,842	24,074	+16%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CTG đang chuyển từ “cho vay khách hàng” sang “khai thác toàn bộ quan hệ khách hàng”, giúp tăng phí dịch vụ.</li> <li>- Kênh số không chỉ giúp giảm chi phí, mà còn là công cụ tăng doanh thu phí và bán chéo.</li> <li>- Thu hồi từ xử lý tài sản đảm bảo 10 nghìn tỷ đồng và thu một lần từ VietinBank Tower.</li> </ul>
<b>Chi phí hoạt động</b>	(26,553)	(30,087)	+13%	
<b>Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng</b>	(17,298)	(21,239)	+23%	<p>Dự phóng này phản ánh chất lượng tài sản cải thiện, nợ xấu và nợ nhóm 2 được kiểm soát tốt, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn duy trì ở mức cao.</p> <p>Chi phí dự phòng dự kiến tăng theo quy mô tín dụng và mục tiêu duy trì bộ đệm dự phòng cao, nhưng tỷ lệ chi phí tín dụng trên dư nợ vẫn được kiểm soát nhờ chất lượng tài sản ổn định</p>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	34,871	39,246	+13%	
<b>Tỷ lệ nợ xấu</b>	1.10%	1.09%		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nợ nhóm 2 thấp và chính sách trích lập thận trọng giúp hạn chế rủi ro tăng mạnh.</li> <li>- Cơ sở khách hàng lớn và bền vững hỗ trợ khả năng trả nợ và giúp kiểm soát rủi ro nợ xấu.</li> </ul>
<b>Tỷ lệ bao phủ nợ xấu</b>	158.8%	152.0%		LLR duy trì trên 150%, cao hơn mặt bằng nhiều ngân hàng, và tiếp tục hỗ trợ luận điểm chất lượng tài sản an toàn.

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

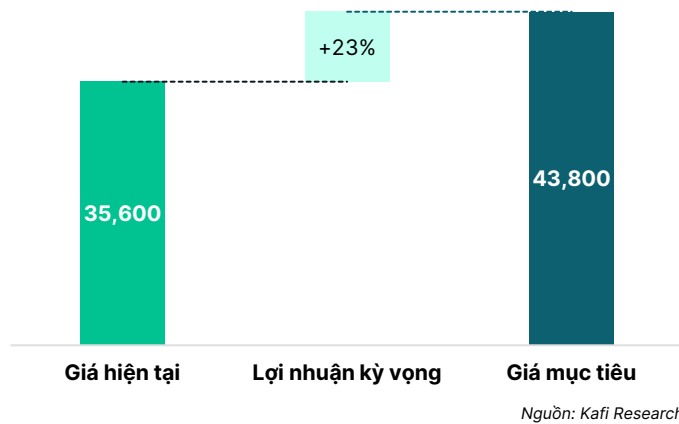
Dùng phương pháp Thu nhập thặng dư và P/B, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTG với giá mục tiêu 43,800 đồng/cp nhờ duy trì vị thế chất lượng tài sản, khả năng duy trì ROE trên 20% và kế hoạch tăng vốn tạo dư địa tăng trưởng dài hạn.

Thu nhập thặng dư	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Đơn vị
Chi phí VCSH	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	
Chi phí VCSH dài hạn					3%	
Lợi nhuận ròng	39,246	45,050	50,869	56,061	58,702	Tỷ đồng
Thu nhập thặng dư	18,047	19,251	19,786	19,007	15,064	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư (5 năm)	16,062	15,401	14,246	12,164	8,586	Tỷ đồng
Giá trị cuối cùng	100,501					Tỷ đồng
Tổng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư	166,960					Tỷ đồng
Vốn chủ sở hữu	179,655					Tỷ đồng
Cổ phiếu lưu hành	7.767					Triệu cổ phiếu
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>44,627</b>					<b>Đồng</b>

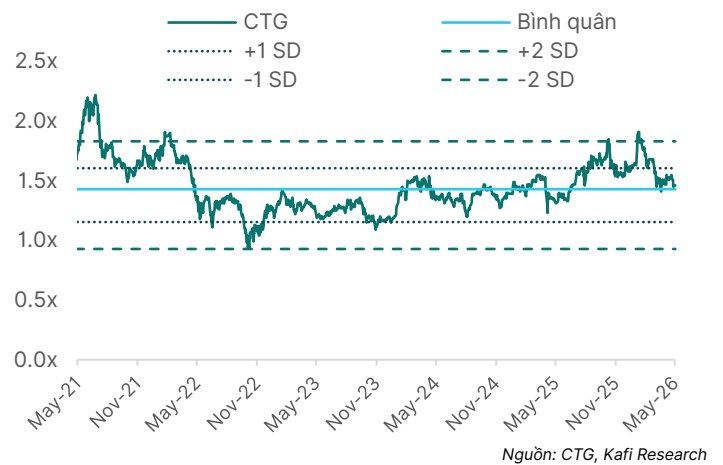
Phương pháp P/B	Số liệu	Đơn vị
P/B của CTG	1.45	Lần
Giá trị sổ sách/ cổ phiếu	28,149	Đồng
Giá mục tiêu theo Phương pháp P/B	40,816	Đồng

Tổng hợp	Số liệu	Tỷ trọng	Đơn vị
Thu nhập thặng dư	44,627	80%	
P/B	40,816	20%	
Giá mục tiêu	<b>43,800</b>		Đồng
Giá đóng cửa (12/5/2026)	35,600		Đồng
Lợi nhuận kỳ vọng	23%		

Hình 31. Lợi nhuận kỳ vọng



Hình 32. Lịch sử P/B của CTG



# TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

## Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) 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.

## Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

**Mua:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

**Nắm giữ:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

**Bán:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.