

Vietinbank (HSX: CTG)

Lợi nhuận khả quan tiếp tục được củng cố

- LNTT năm 2026 được dự báo sẽ tăng ~15% svck nhờ NIM được củng cố quanh mức 2.7% và thu ngoài lãi tích cực;
- Vị thế chất lượng tài sản (CLTS) hàng đầu giúp giảm áp lực trích lập cho những năm tiếp theo, lợi thế giúp duy trì ROE trên 20%;
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** nhưng giảm P/B mục tiêu xuống 1.8x do giảm định giá toàn ngành phản ánh những thách thức từ môi trường lãi suất cao hơn.

KQKD dự báo tiếp tục khả quan trong năm 2026 trên nền cao của năm 2025

Tổng thu nhập hoạt động trong Q1/26 đạt 25,101 tỷ đồng, +22.7% svck trong đó thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi thuần tăng lần lượt 25.3% và 14.8% svck. Mặc dù TTTD chỉ nhích nhẹ 1.8% so với đầu năm (12.5% svck), thấp hơn so với cùng kỳ năm trước (4.5% so với đầu năm và 18.5% svck) nhưng NIM bất ngờ hồi phục khả quan nhờ LSCV hưởng lợi từ sự gia tăng các khoản vay trung dài hạn giúp thu nhập lãi thuần tăng tích cực. Chi phí trích lập giảm 5.1% so với nền cao năm trước cùng với CIR cải thiện mạnh mẽ giúp LNTT tiếp đà tăng khả quan, đạt 11,139 tỷ đồng, +63.3% svck, hoàn thành 26% KH cả năm 2026.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận trong các quý còn lại năm 2026 sẽ giảm tốc svck do nền cao của năm trước. Bên cạnh đó, NIM cũng sẽ chịu áp lực giảm do LSCV được kiểm soát không gia tăng so với Q1/26. LNTT được dự báo tăng khoảng 15% svck trong năm 2026, hoàn thành 110% KH cả năm.

Chất lượng tài sản duy trì vượt trội so với ngành

Tỷ lệ nợ xấu tại cuối Q1/26 giảm nhẹ so với cuối 2025, đạt 1.0%, trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 nhích nhẹ 30 điểm cơ bản lên mức 1.1%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 của nhóm KHDN và KHCN lần lượt là 1.37% và 0.65%. Nợ nhóm 5 cải thiện chủ yếu nhờ quá trình trích lập và thu hồi nợ xấu vẫn còn rất tích cực trong Q1/26. Thu nhập từ xử lý nợ xấu trong Q1/26 vẫn duy trì khả quan khi đạt hơn 2.2 nghìn tỷ đồng, +14.8% svck và vẫn đang bám sát kế hoạch 10 nghìn tỷ đồng trong năm 2026.

Chúng tôi duy trì quan điểm tỷ lệ nợ xấu của CTG sẽ quanh mức 1% tại cuối 2026. Chi phí tín dụng được dự báo tương đương so với năm 2025 ở mức 0.6-0.7%, đưa chi phí trích lập dự phòng tín dụng năm 2026 đạt khoảng 18 nghìn tỷ đồng, +5.1 svck. LLR dự báo sẽ đạt mức quanh 170% cuối năm 2026.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu mới là 50,900 VND/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm P/B mục tiêu xuống 1.8x lần phản ánh những thách thức của toàn ngành trong môi trường lãi suất được neo cao do áp lực thanh khoản còn lớn. P/B mục tiêu này vẫn cao hơn ~20% và 15% so với toàn ngành và nhóm NH có quy mô lớn phản ánh vị thế vượt trội của CTG về cả KQKD và chất lượng tài sản.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (tỷ đồng, %)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27
Tổng thu nhập hoạt động	81,909	87,295	98,722	109,092
Thu nhập lãi thuần	62,403	66,453	77,742	87,196
NIM	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%
Chi phí dự phòng	27,599	17,298	18,172	19,262
LNST	25,483	34,857	40,055	45,040
Tăng trưởng LNST	27.1%	36.8%	14.9%	12.4%
Tăng trưởng tín dụng	16.9%	15.7%	12.0%	12.6%
Tăng trưởng huy động	-2.5%	57.6%	9.9%	-2.9%
Giá trị sổ sách	27,474	22,974	27,027	31,587
P/B	1.3x	1.5x	1.3x	1.1x

Nguồn: CTG, MBS Research

KHẢ QUAN

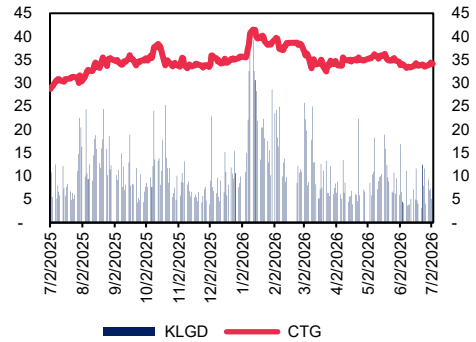
Giá mục tiêu 50,900 VND/cp

Tiềm năng tăng giá +48.6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh cơ sở áp dụng P/B mục tiêu từ BVPS cuối 2026 sang 25%/75% tại cuối 2026/2027 và P/B mục tiêu từ 1.9x xuống 1.8x.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	34,250
Cao nhất 52 tuần (VND)	41,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	29,286
Vốn hoá (tỷ đồng)	266,018
P/E (12 tháng)	7.1x
P/B (12 tháng)	1.4x
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	24.67%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu cổ đông (31/12/2025)

NHNN Việt Nam	64.46%
Ngân hàng MUFG	19.73%
Công đoàn Vietinbank	1.15%
Cty TNHH BHNT Prudential VN	1.07%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 12 tháng cho CTG xuống **50,900 đồng/cổ phiếu** (giá mục tiêu gần nhất: 54,800 VND/cp) do điều chỉnh giảm mức tăng trưởng lợi nhuận 2026 xuống còn 15.0% svck so với mức 20.9% svck trong dự báo gần nhất. P/B cũng được giảm xuống mức 1.8x so với 1.9x trong dự báo gần nhất do điều chỉnh giảm mức P/B mục tiêu toàn ngành phản ánh những thách thức trong giai đoạn cuối của chu kỳ nở rộ. Chúng tôi cho rằng áp lực thanh khoản căng thẳng sẽ neo mặt bằng lãi suất ở mức cao gây sức ép lên NIM và tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành. Đồng thời, lãi suất neo cao cũng khiến áp lực tăng nợ xấu cao hơn khiến chúng tôi giảm định giá P/B cho toàn ngành. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với CTG dựa trên:

- Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của lợi nhuận ròng trong 5 năm tới là 15%, cao hơn nhiều so với mức 13% của 5 năm trước.
- Chất lượng tài sản vững chắc hơn dù với quy mô lớn hơn nhiều so với nhóm các ngân hàng có quy mô lớn.
- Việc chuyển nhượng dự án Vietinbank Tower có thể đem lại một khoản lợi nhuận bất thường cho CTG trong Q2/26, phản ánh tích cực lên giá cổ phiếu.

Tóm tắt các giả định trong phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu CTG bằng cách kết hợp 2 phương pháp định giá: Thu nhập còn lại (RI) và P/B

- P/B: Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.8x lần áp dụng cho giá trị sổ sách (BVPS) theo tỷ lệ 25%/75% tại cuối năm 2026/2027. Mức P/B này cao hơn 25% so với P/B trung bình hiện tại toàn ngành và so với P/B của các ngân hàng thương mại lớn bao gồm TCB, VPB, MBB và ACB. Sự giảm dần của chi phí tín dụng nhờ chất lượng tài sản cải thiện mạnh mẽ dần phản ánh vào KQKD của CTG trong 2 năm gần nhất là lý do chính khiến chúng tôi đặt mức premium ~20% cho định giá của CTG so với toàn ngành.
- Về phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư, tỷ lệ giá trị sổ sách trong thành phần định giá là 62.4% cho thấy tiềm năng cao về tăng trưởng thu nhập trong dài hạn.

Rủi ro đầu tư

- Áp lực gia tăng chi phí vốn cho toàn ngành khi lãi suất cả thị trường 1 và 2 đều neo ở mức cao khi thanh khoản vẫn đang căng thẳng.
- Nhu cầu gia tăng CAR của CTG là lớn so với toàn ngành và so với nhóm NHTM quốc doanh.

Định giá

Hình 2: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2025	2026	2027	2028	2029
LS phi rủi ro	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Phần bù rủi ro	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Beta	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
Chi phí vốn cổ phần	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	14,500	15,946	16,796	20,051	26,282
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	12,918	14,207	14,964	17,863	23,415
VCSH đầu kỳ	147,534				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	83,367				
GTHT terminal value	164,345				
Giá trị VCSH cuối kỳ	395,247				
SLCP lưu hành (tr cp)	7,767				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	50,900				

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 03/07/2026)

Ngân hàng	Khuyến nghị	P/B định giá	P/E		P/B		Tăng trưởng LNST		ROE		ROA	
			2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
ACB	KHẢ QUAN	1.5x	7.4x	6.4x	1.2x	1.0x	13.8%	16.2%	17.2%	16.9%	1.7%	1.8%
BID	KHẢ QUAN	1.8x	8.5x	7.7x	1.5x	1.3x	18.3%	13.3%	19.1%	18.4%	1.0%	1.0%
CTG	KHẢ QUAN	1.8x	6.7x	5.9x	1.3x	1.1x	14.9%	12.4%	20.4%	20.6%	1.4%	1.5%
EIB	TRUNG LẬP	1.2x	32.4x	25.7x	1.4x	1.3x	4.6%	25.9%	4.5%	5.3%	0.4%	0.5%
HDB	KHẢ QUAN	1.7x	6.4x	4.6x	1.4x	1.1x	27.3%	38.5%	25.1%	26.6%	2.1%	2.2%
LPB	N/A	N/A	13.1x	11.3x	2.6x	2.2x	1.5%	16.3%	22.0%	20.9%	1.8%	1.8%
MBB	N/A	N/A	6.6x	4.8x	1.2x	1.0x	15.9%	37.7%	20.2%	22.5%	1.7%	1.9%
OCB	N/A	N/A	7.4x	6.1x	0.8x	0.7x	3.3%	21.4%	11.5%	12.4%	1.2%	1.3%
STB	KÉM KHẢ QUAN	1.6x	21.2x	13.2x	2.1x	1.8x	7.8%	60.7%	10.2%	14.5%	0.7%	1.0%
TCB	KHẢ QUAN	1.7x	8.2x	7.0x	1.2x	1.0x	14.8%	17.9%	16.1%	16.2%	2.4%	2.4%
TPB	KHẢ QUAN	1.1x	5.5x	4.8x	0.9x	0.8x	13.7%	14.6%	16.9%	16.3%	1.6%	1.6%
VCB	KHẢ QUAN	2.2x	12.4x	10.9x	1.9x	1.6x	19.0%	13.4%	16.9%	16.2%	1.6%	1.6%
VIB	KHẢ QUAN	1.4x	6.3x	5.3x	1.0x	0.9x	22.5%	18.5%	17.5%	17.5%	1.5%	1.6%
VPB	KHẢ QUAN	1.5x	6.7x	5.3x	1.1x	0.9x	36.1%	27.3%	16.9%	18.1%	2.3%	2.2%
TB các NHTMCP Nhà nước		1.9x	9.2x	8.2x	1.6x	1.3x	17.3%	13.1%	18.8%	18.4%	1.3%	1.4%
TB các NHTMCP tư nhân		1.5x	11.0x	8.6x	1.4x	1.1x	18.5%	27.1%	16.2%	17.0%	1.6%	1.7%
Trung bình		1.6x	10.6x	8.5x	1.4x	1.2x	18.0%	21.5%	16.7%	17.3%	1.5%	1.6%

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	50,900	50%	25,450
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.8x)	51,000	50%	25,500
Giá mục tiêu			50,900

Nguồn: MBS Research

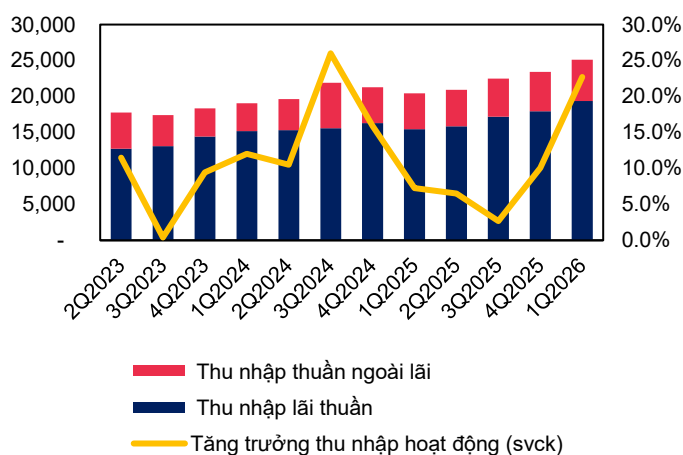
NIM bất ngờ tăng nhẹ cùng với chi phí trích lập tiết giảm giúp LNTT quý đầu năm 2026 tăng khả quan

Hình 5: Cập nhật KQKD Q1/26 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	1Q2025	1Q2026	% svck	% dự báo MBS	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	20,453	25,102	22.7%	25.7%	
Thu nhập lãi thuần	15,475	19,385	25.3%	25.6%	TTTTD khả quan đi cùng với NIM cải thiện giúp thu nhập lãi thuần tăng khả quan svck và so với toàn ngành.
Thu nhập thuần ngoài lãi	4,978	5,716	14.8%	26.2%	
Chi phí trích lập dự phòng	8,111	7,701	-5.1%	44.2%	Chi phí trích lập giảm nhẹ do nền cao của năm trước. Tỷ lệ trích lập trong Q1/26 đạt 1.1%, cao hơn so với mức 0.6% của năm 2025.
LNTT	6,823	11,139	63.3%	21.9%	Hoàn thành 26% KH cả năm 2026.
Tăng trưởng tín dụng (so với đầu năm)	4.5%	1.8%	-275 đcb		Tín dụng bán lẻ ghi nhận giảm 2.1% so với đầu năm trong khi nhóm tín dụng DN, đặc biệt là DN FDI và KHDN lớn (CIB) tiếp tục khả quan. Lãi suất cho vay duy trì ở mặt bằng cao cùng với chính sách kiểm soát tín dụng chặt chẽ hơn vào lĩnh vực BĐS trong quý đầu năm 2026 là những tác nhân chính khiến tín dụng bán lẻ suy giảm.
Tăng trưởng huy động (so với đầu năm)	0.9%	1.7%	76 đcb		TTHĐ có quý đầu tiên bắt kịp TTTD kể từ năm 2022 nhờ mặt bằng lãi suất huy động gia tăng. Tín dụng tập trung vào nhóm KHDN cũng giúp huy động và CASA cải thiện trong Q1/26.
NIM	2.6%	2.8%	19 đcb		NIM bất ngờ tăng nhẹ 19 điểm cơ bản svck trong khi phần lớn các ngân hàng đều ghi nhận NIM giảm nhờ lãi suất cho vay cao hơn và nền thấp của năm trước. Chi phí vốn cũng ghi nhận tăng 45 điểm cơ bản svck do lãi suất huy động ở mọi công cụ đều tăng.
CIR	27.0%	24.9%	-204 đcb		
CASA	23.6%	24.1%	50 đcb		Vẫn nằm trong nhóm dẫn đầu toàn ngành.
NPL	1.6%	1.0%	-54 đcb		Tỷ lệ nợ xấu giảm 8 điểm cơ bản trong khi nợ nhóm 2 tăng 20 điểm cơ bản so với đầu năm.
LLR	136.8%	167.2%	3037 đcb		
ROE	18.1%	22.2%	409 đcb		Tiếp tục duy trì ROE vượt trội so với ngành dù quy mô VCSH lớn.
ROA	1.1%	1.4%	28 đcb		

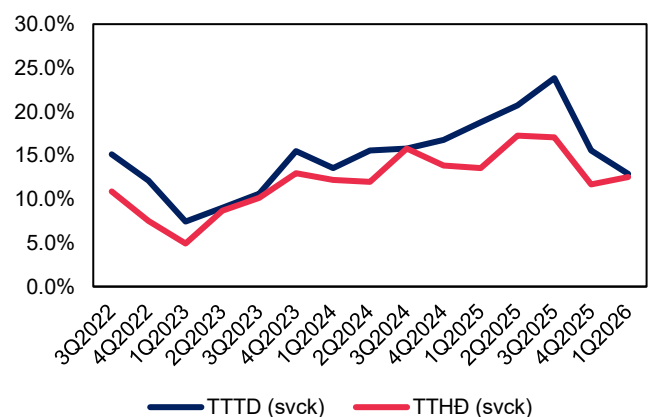
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 6: KQKD rất khả quan của CTG theo quý (tỷ đồng, %)



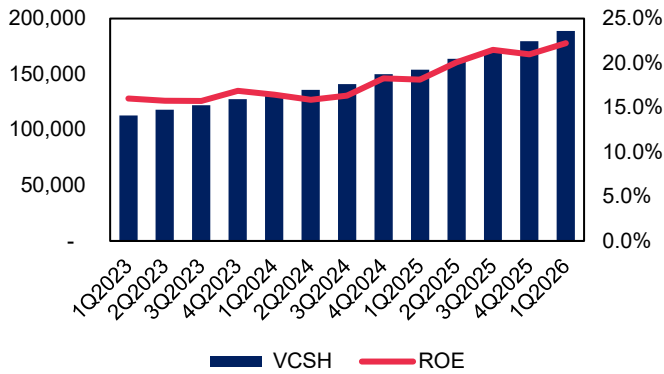
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 7: TTTD và TTHĐ theo quý của CTG (% svck)



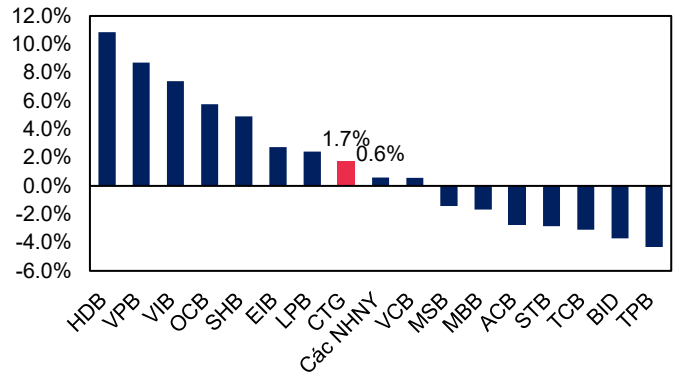
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 8: KQKD khả quan giúp ROE của CTG vượt trội dù quy mô VCSH lớn hơn nhiều so với TB ngành (tỷ đồng, %)



Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 9: TTHĐ khả quan hơn toàn ngành tại cuối Q1/26 (%)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Lợi nhuận năm 2026 được dự báo tăng trưởng ~15% svck chưa bao gồm khoản lợi nhuận bất thường đến từ việc chuyển nhượng dự án Vietinbank Tower

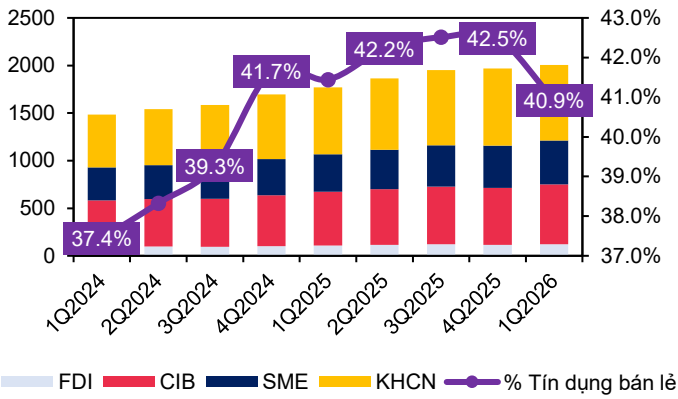
TTTD 2026 dự kiến đạt khoảng 12%

TTTD tính đến cuối Q1/26 đạt 1.8% so với đầu năm, trong đó động lực tăng trưởng chính chuyển dịch rõ rệt sang nhóm KHDN khi dư nợ cho vay nhóm KHCN giảm tốc do ảnh hưởng của mật bằng lãi suất cho vay (LSCV) cao hơn. Dư nợ cho vay của nhóm KHDN tại cuối Q1/26 tăng 13.3% svck và 4.6% so với đầu năm, trong đó nhóm FDI tiếp tục có mức tăng tốt hơn (+7.0% so với đầu năm) so với nhóm KHDN lớn (CIB) và DN vừa và nhỏ (SME) đạt lần lượt 5.0% và 3.4% so với đầu năm. TTTD ghi nhận giảm 2.1% so với đầu năm do ảnh hưởng của mật bằng lãi suất cho vay cao hơn. Động lực cho vay mua nhà bị tác động kép từ việc nguồn cung giảm tốc và LSCV thả nổi phản ứng lập tức với sự gia tăng của LSHĐ.

Với dự báo TTTD toàn hệ thống đạt khoảng 15% svck tại cuối năm 2026, chúng tôi cho rằng nhóm NHTM quốc doanh với tỷ trọng dư nợ hơn 43% sẽ có mức tăng tối thiểu từ 12-13%. Do đó, chúng tôi cho rằng CTG hoàn toàn có thể đạt mức TTTD 12% cho cả năm 2026. Đối với nửa cuối năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tín dụng DN vẫn tiếp tục là đầu tàu cho TTTD của CTG nhờ việc thúc đẩy đầu tư công dự kiến sẽ mạnh mẽ hơn nửa đầu năm. Tính đến hết tháng 5/2026, giải ngân đầu tư công chỉ đạt hơn 18% KH cả năm, do đó đem lại dư địa tăng tín dụng lớn vào hoạt động xây dựng hạ tầng. Xét về ngành, tín dụng DN của CTG có xu hướng tập trung vào bất động sản khu công nghiệp, năng lượng, logistics, dệt may.... là những động lực chính thúc đẩy nền kinh tế phục hồi. Trong khi đó, nhóm KHDN SME tiếp tục được dự báo sẽ tăng trưởng chậm hơn nhóm CIB trong năm 2026 do biến động mạnh của môi trường vĩ mô khiến nhóm này ngại mở rộng hoạt động và các thay đổi về chính sách thuế cần thời gian để thu hút dòng tiền quay trở lại với hệ thống.

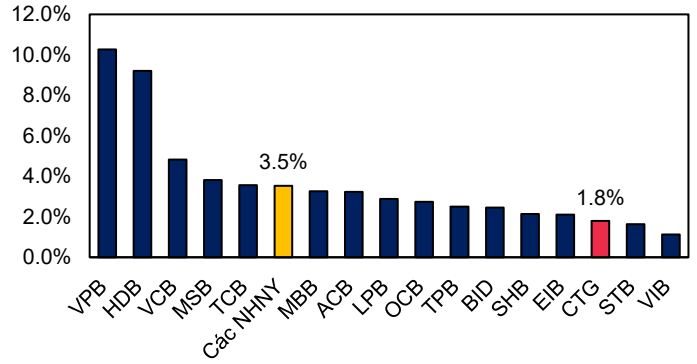
Đối với các khoản vay KHCN, chúng tôi cho rằng áp lực vẫn sẽ còn cho nửa cuối năm 2026. Áp lực thanh khoản hiện hữu khiến LSHĐ neo cao vẫn sẽ là rào cản khiến các ngân hàng khó giảm LSCV nhằm bảo toàn NIM. Bên cạnh đó, chính sách kiểm soát tín dụng vào những lĩnh vực đầu cơ cũng sẽ khiến các ngân hàng điều hướng tín dụng vào những lĩnh vực ưu tiên như SXKD.

Hình 10: Cho vay KHCN giảm tốc do mặt bằng lãi suất cao hơn cùng với tín dụng DN được thúc đẩy cho các mục tiêu vĩ mô (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 11: Ngoại trừ nhóm ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc, đa số các NHNY có mức tăng tín dụng thấp hơn toàn ngành (%)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

NIM được duy trì quanh mức 2.7% trong năm 2026

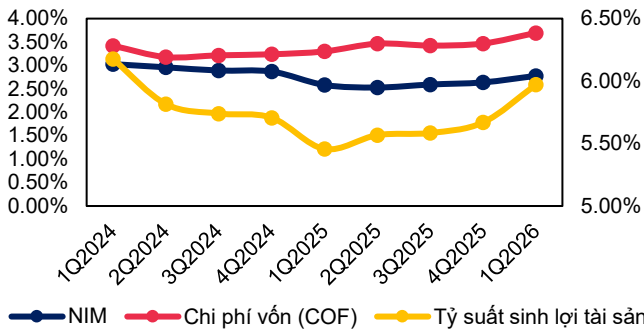
NIM trong Q1/26 bất ngờ phục hồi khả quan lên mức 2.8% nhờ lãi suất cho vay tăng tích cực nhờ cơ chế thả nổi lãi suất của các khoản vay trung dài hạn. Dự nợ cho vay trung dài hạn của CTG trong Q1/26 tăng lần lượt 32.8% và 28.6% svck trong khi dự nợ cho vay ngắn hạn chỉ đạt mức 4.2% svck. Động lực TTTD chính của CTG trong năm 2025 đến từ mảng cho vay KHCN, đặc biệt là cho vay mua nhà cũng giúp mặt bằng LSCV phản ứng khả quan hơn khi mặt bằng LSHĐ nâng lên, giúp NIM cải thiện. Chi phí vốn Q1/26 cũng ghi nhận tăng 39 điểm cơ bản svck do mặt bằng lãi suất huy động (LSHĐ) cao hơn đáng kể so với 2025.

CASA tiếp tục đóng góp đáng kể vào nỗ lực kiểm soát COF của CTG. Đến cuối Q1/26, tỷ lệ CASA đạt 24.9%, vẫn cao hơn mức bình quân 20% toàn ngành và vẫn trong top 5 các NHTM quy mô lớn. Cơ cấu CASA tiếp tục dịch chuyển theo cơ cấu tín dụng khi nhóm KHDN lớn và FDI ghi nhận tăng khả quan lần lượt 3.7% và 10.8% trong khi SME và KHCN ghi nhận giảm lần lượt 5.7% và 5.0% svck. Sở hữu tệp KHDN lớn, đặc biệt là nhóm DN FDI, nơi có nhu cầu quản lý dòng tiền lớn, giúp CASA của CTG được đảm bảo trong dài hạn, qua đó tiếp tục góp phần ổn định COF.

LSCV của CTG được dự báo sẽ duy trì tương đương với Q1/26 trong phần còn lại của năm nhờ hiệu ứng từ việc gia tăng tỷ trọng cho vay trung và dài hạn. Mặc dù các ngân hàng quốc doanh có vai trò ưu tiên hơn trong việc cho vay các dự án trọng điểm, xây dựng hạ tầng và sản xuất, những lĩnh vực thường đem lại mức lợi suất thấp hơn so với cho vay cá nhân và hộ kinh doanh nhưng áp lực thanh khoản vẫn hiện hữu trên phạm vi toàn hệ thống khiến mặt bằng LSCV dần được chấp nhận cao hơn, giúp lợi suất toàn ngành cải thiện.

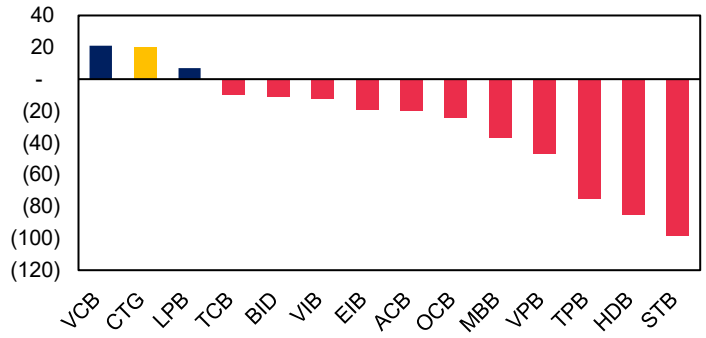
Trong khi đó, mặt bằng lãi suất huy động được chỉ đạo sẽ kiểm soát không tăng thêm hoặc giảm nhẹ ở các kỳ hạn dài nhằm gián tiếp tác động tới LSCV đầu ra. Bên cạnh đó, việc giữ mặt bằng lãi suất đầu vào ổn định cũng giúp chi phí của các loại giấy tờ có giá ổn định hơn, nhằm đáp ứng thanh khoản của các ngân hàng, đồng thời không gây áp lực lên tăng trưởng huy động từ KH. Tổng quan, NIM của CTG được dự báo sẽ duy trì quanh mức 2.7%, tương đương Q1/26 nhưng vẫn khả quan hơn svck do nền thấp của năm trước.

Hình 12: Chi phí vốn tăng mạnh do mặt bằng lãi suất ở cả tt1 và 2 đều tăng dưới áp lực thanh khoản căng thẳng (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 13: CTG nằm trong nhóm có NIM cải thiện mạnh nhờ nền thấp của năm trước và mặt bằng LSCV cao hơn (điểm cơ bản)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

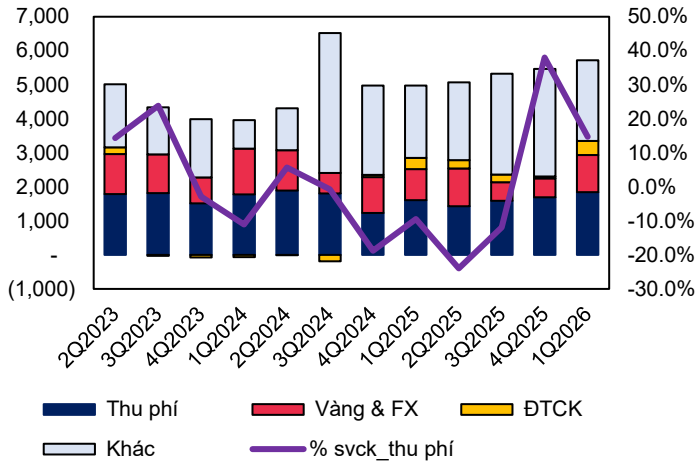
Thu ngoài lãi dự báo giảm tốc do sự phục hồi chậm của các hoạt động thu phí và chưa bao gồm khoản thu bất thường từ việc chuyển nhượng dự án Vietinbank Tower

Thu nhập ngoài lãi thuần trong Q1/26 đạt 5,716 tỷ đồng, +14.8% svck và ghi nhận tăng trưởng ở hầu hết các hoạt động thu ngoài lãi. Thu phí dịch vụ thuần (bao gồm thu phí bảo lãnh) đạt 2,448 tỷ đồng, +20.2% svck trong đó thu phí bảo lãnh và thu phí DV thanh toán đạt lần lượt 601 và 350 tỷ đồng, +41.1% và 38.2% svck. Trong khi đó thu nhập từ đại lý bảo hiểm giảm 25.3% svck chủ yếu liên quan đến hoạt động KD BHNT... Các hoạt động thu ngoài lãi khác như KD TPCP hay thu hồi xử lý nợ xấu đều ghi nhận tăng khả quan.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng những nguồn thu ngoài lãi chính của ngành ngân hàng trong 2 năm tới vẫn sẽ đến từ thu nhập từ phí liên quan đến việc cho vay như bảo lãnh, phí thanh toán và dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ kèm theo các khoản vay cá nhân và hộ kinh doanh. Bên cạnh đó, các ngân hàng lớn đang tham gia vào xu hướng chuyển dịch vào việc cung cấp các dịch vụ quản lý tài sản toàn diện cho giới trung và thượng lưu nhằm tối ưu khả năng bán chéo, tận dụng hiệu quả của việc quản lý dòng tiền nhằm gia tăng các khoản thu ngoài lãi mang tính bền vững hơn so với việc cho vay lợi suất cao và đánh đổi chất lượng tài sản. Đối với BHNT, chúng tôi cũng cho rằng sẽ cần thời gian để mảng KD này phục hồi theo nhu cầu cho vay bán lẻ và sự chấp nhận rộng rãi hơn của nhóm KHCN cao cấp. Bên cạnh đó, CTG cũng đặt kế hoạch thu hồi nợ xấu khoảng 10 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, một nguồn thu ngoài lãi đáng kể.

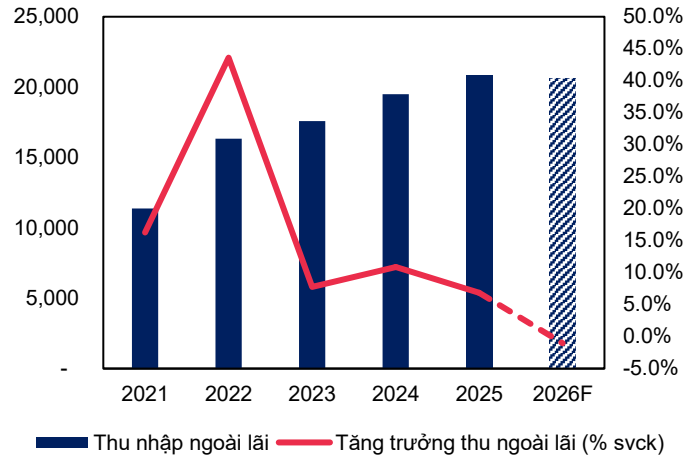
Trong Q2/26, chúng tôi cho rằng CTG có thể ghi nhận 1 khoản lợi nhuận bất thường, có thể 1 lần hoặc theo từng đợt liên quan đến việc hoàn tất chuyển nhượng dự án Vietinbank Tower. Dự án này được khởi công từ năm 2010 với vốn đầu tư ban đầu 400 triệu USD, với quy mô 1 tháp 68 tầng sử dụng làm trụ sở của Vietinbank và 1 tháp 48 tầng sử dụng cho khách sạn và căn hộ dịch vụ. Từ tháng 7/2025, Vietinbank đã phát thông báo mời NĐT nhận chuyển nhượng dự án tháp 68 tầng dùng làm trụ sở của Vietinbank và hiện đang hoàn thành các bước pháp lý cuối cùng để có thể hoàn tất thương vụ trong nửa đầu năm 2026. Giá trị chuyển nhượng được xác định theo giá thị trường và không thấp hơn giá trị thực tế đã bỏ ra. Theo số liệu công bố trên BCTC cuối 2025, giá trị đầu tư XDCB dở dang tại miền Bắc của CTG bao gồm cả dự án đang chuyển nhượng đạt hơn 5 nghìn tỷ đồng.

Hình 14: Cơ cấu thu nhập thuần ngoài lãi theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 15: Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi thuần (tỷ đồng. %)



Nguồn: CTG, MBS Research

Chi phí tín dụng được kỳ vọng duy trì dưới 1% trong năm 2026

Tỷ lệ nợ xấu tại cuối Q1/26 giảm nhẹ so với cuối 2025, đạt 1.0%, trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 nhích nhẹ 30 điểm cơ bản lên mức 1.1%. Tỷ lệ nợ xấu trong nhóm KHDN tại cuối Q1/26 đạt 1.07% và KHCN là 0.91%. Trong đó nợ xấu tập trung chủ yếu vào các lĩnh vực cho vay tiêu dùng, nông nghiệp, xây dựng hạ tầng,... Tỷ lệ nợ nhóm 2 của nhóm KHDN và KHCN lần lượt là 1.37% và 0.65% tập trung chủ yếu vào các nhóm XDDB, điện và KD BĐS,... Nợ nhóm 5 cải thiện chủ yếu nhờ quá trình trích lập và thu hồi nợ xấu vẫn còn rất tích cực trong Q1/26.

Chất lượng tài sản của CTG thể hiện xu hướng cải thiện bền vững qua từng quý nhờ các hoạt động xử lý nợ xấu rất tích cực trong 2 năm gần đây. Thu nhập từ xử lý nợ xấu trong Q1/26 vẫn duy trì khả quan khi đạt hơn 2.2 nghìn tỷ đồng, +14.8% svck và vẫn đang bám sát kế hoạch 10 nghìn tỷ đồng trong năm 2026.

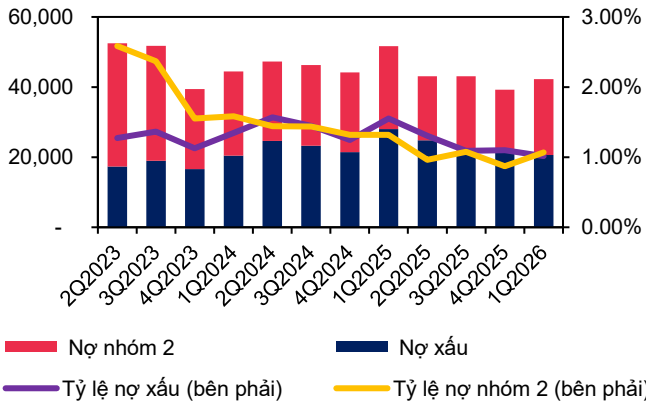
Chi phí trích lập dự phòng trong Q1/26 đạt 7,700 tỷ đồng, -5.1% svck do nền cao của năm trước nhưng tăng hơn 20 lần so với quý trước do khoản hoàn nhập của 1 KH lớn trong Q4/25. Tỷ lệ chi phí tín dụng trong quý giảm xuống mức 0.4% so với 0.45% cùng kỳ năm trước và so với mức 0.68% của năm 2025. Nhờ chất lượng tài sản cải thiện, chi phí tín dụng của CTG cũng theo đó giảm dần, phản ánh tích cực vào KQKD của ngân hàng. Chi phí tín dụng luôn cao hơn mức 1% kể từ năm 2021 và lần đầu tiên hạ xuống mức dưới 1% trong năm 2025.

Chúng tôi cho rằng áp lực gia tăng nợ xấu toàn ngành trong những quý tiếp theo có thể đến từ (i) biến động địa chính trị liên quan đến cuộc chiến Mỹ-Iran mặc dù đã có phần dịu lại nhưng những diễn biến không chắc chắn liên quan đến thỏa thuận hòa bình có thể khiến dòng tiền của người đi vay tạm thời ngưng trệ khi lo ngại việc mở rộng SXKD; (ii) áp lực thanh khoản toàn hệ thống vẫn đang duy trì căng thẳng khiến mặt bằng lãi suất chưa hạ nhiệt, điều này sẽ tác động đáng kể đến tình hình trả nợ của nhóm KHDN SME và KHCN, đặc biệt là khi dòng tín dụng mới được điều hướng vào các hoạt động đầu tư xây dựng hạ tầng, xuất khẩu, năng lượng,... những lĩnh vực có lợi thế cho nhóm KHDN lớn.

Tín dụng của nhóm NHTM quốc doanh được dự báo sẽ khả quan hơn so với toàn ngành nhờ được ưu tiên đẩy mạnh cho vay xây dựng hạ tầng, năng lượng, do đó áp lực bung nợ xấu cũng sẽ thấp hơn nhóm NHTMCP trong bối cảnh chính sách tài khóa đang tìm cách mở rộng tối đa nhằm tận dụng chính sách

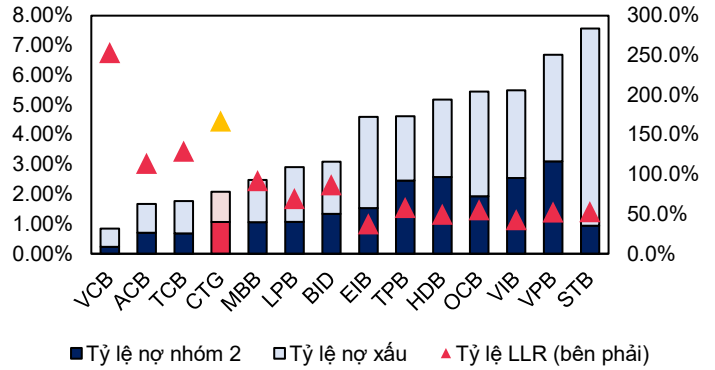
tiền tệ nói lỏng. Bên cạnh đó, KQKD khả qua trong 2 năm gần nhất cũng giúp CTG có dư địa lớn hơn trong việc gia tăng trích lập và xử lý nợ xấu phát sinh. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm tỷ lệ nợ xấu của CTG sẽ quanh mức 1% tại cuối 2026. Chi phí tín dụng được dự báo tương đương so với năm 2025 ở mức 0.6-0.7%, đưa chi phí trích lập dự phòng tín dụng năm 2026 đạt khoảng 18 nghìn tỷ đồng, +5.1 svck. LLR dự báo sẽ đạt mức quanh 170% cuối năm 2026.

Hình 16: Chất lượng tài sản của CTG theo quý (tỷ đồng, %)



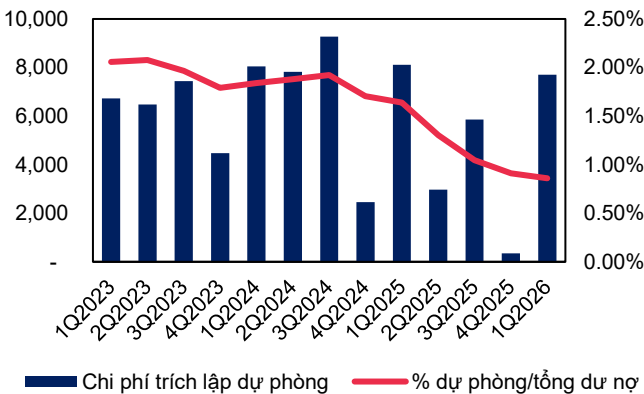
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 17: Chất lượng tài sản vượt trội so với ngành tại cuối Q1/26 (%)



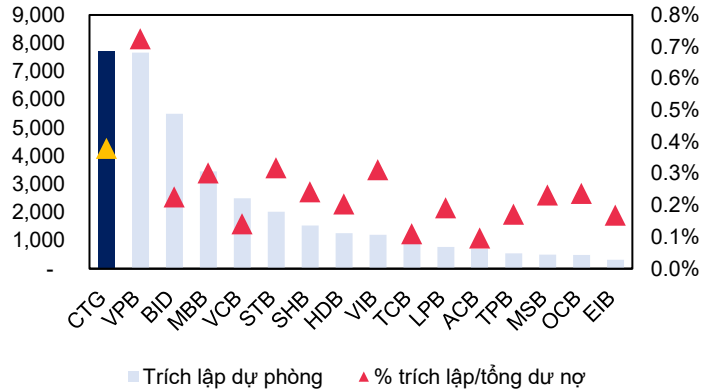
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 18: Chi phí tín dụng giảm dần giúp cải thiện đáng kể KQKD của CTG (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 19: Dù mức trích lập tuyệt đối cao so với ngành nhưng tỷ lệ trích lập của CTG vẫn đã cải thiện nhiều (tỷ đồng, %)



Nguồn: CTG, MBS Research

Dự báo KQKD 2026: NIM duy trì quanh mức 2.7% là nền tảng giúp lợi nhuận tăng trưởng khoảng 14-15%

Hình 20: Dự báo kết quả kinh doanh 2026-2027

Các tiêu chí KQKD	2025F	2026F	% svck	2027F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	87,295	98,722	13.1%	109,092	10.5%	
Thu nhập lãi thuần	66,453	77,742	17.0%	87,196	12.2%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	20,842	20,980	0.7%	21,895	4.4%	Ước tính LNTT 2026 chưa bao gồm khoản lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng dự án Vietinbank Tower.
Chi phí DPRRTD	17,298	18,172	5.1%	19,262	6.0%	
LNTT	43,446	49,946	15.0%	56,011	12.1%	LNTT được dự báo sẽ vượt KH cả năm.
Tăng trưởng tín dụng	15.7%	12.0%	-366 đcb	12.6%	54 đcb	
Tăng trưởng huy động	11.7%	13.2%	151 đcb	14.5%	135 đcb	Huy động được dự báo sẽ khả quan hơn nhờ lợi thế cấp tín dụng cho các dự án lớn và tín dụng DN lớn.
NIM	2.7%	2.7%	8 đcb	2.8%	3 đcb	NIM vẫn sẽ được hỗ trợ bởi lãi suất cho vay đầu ra cao hơn trên nền tảng danh mục cho vay chủ yếu là trung dài hạn.
CIR	30.4%	31.0%	58 đcb	31.0%	0 đcb	
CASA	24.8%	25.2%	40 đcb	25.3%	11 đcb	
NPL	1.1%	1.0%	-8 đcb	1.1%	3 đcb	
LLR	158.8%	169.5%	1062 đcb	164.0%	-545 đcb	Vẫn duy trì vị thế top 2 toàn ngành, sau VCB.
ROE	21.2%	20.5%	-75 đcb	19.7%	-83 đcb	ROE trên 20% được dự báo sẽ duy trì trong năm 2026, điều này giúp định giá của CTG tiếp tục vượt trội so với nhóm NHTMCP.
ROA	1.4%	1.4%	1 đcb	1.4%	2 đcb	

Nguồn: CTG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (Tỷ đồng)	2024A	2025A	2026F	2027F	Tỷ số tài chính	2024A	2025A	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	62,403	66,453	77,742	87,196	Tăng trưởng				
Thu nhập thuần từ HDDV	6,696	6,329	6,538	8,560	Tổng tài sản	17.4%	16.0%	11.6%	9.7%
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	4,197	3,121	3,435	3,633	Cho vay và đầu tư	17.1%	13.8%	11.8%	12.6%
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	92	704	298	312	Tiền gửi và giấy tờ có giá	15.2%	11.9%	12.4%	14.6%
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	(288)	153	61	7	LNTT và DPRRTD	18.5%	2.3%	12.1%	10.5%
Lãi thuần từ HĐKD khác	8,809	10,536	10,649	9,384	LNTT	27.1%	36.8%	15.0%	12.1%
Tổng thu nhập hoạt động	81,909	87,295	98,722	109,092	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	22,546	26,551	30,604	33,818	CAR	9.0%	9.6%	~10%	N/A
LNTT và trước DPRRTD	59,363	60,744	68,118	75,273	VCSH/Tổng tài sản	6.2%	6.5%	6.8%	7.3%
Chi phí DPRRTD	27,599	17,298	18,172	19,262	Đòn bẩy tài chính	16.1	15.4	14.6	13.7
LNTT	31,764	43,446	49,946	56,011	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%
Chi phí thuế TNDN	6,281	8,589	9,891	10,972	Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.3%	0.9%	0.8%	0.8%
LNST	25,483	34,857	40,055	45,040	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	170.7%	158.8%	169.5%	164.0%
LN cổ đông thiểu số	134	267	179	205					
LNST cho Ngân hàng	25,348	34,591	39,876	44,834					
Cân Đối Kế Toán	2024A	2025A	2026F	2027F					
Tiền và tương đương tiền	11,148	12,583	11,922	12,086					
Tiền gửi tại NHNN	34,432	35,226	44,809	50,446	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	84.6%	83.4%	83.6%	84.7%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	378,483	476,488	534,069	520,903	TS thanh khoản cao/Tổng TS	26.9%	26.7%	26.7%	25.0%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	2,799	2,942	3,069	3,543	TS thanh khoản/tiền gửi KH	31.5%	31.4%	31.3%	29.5%
Phái sinh và các TSTC khác	-	228	256	288					
Cho vay khách hàng	1,721,955	1,992,273	2,232,135	2,512,864	ROA	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
Dự phòng cho vay	(36,664)	(34,810)	(38,725)	(43,624)	ROE	18.5%	21.2%	20.5%	19.7%
Chứng khoán đầu tư	214,607	211,880	231,454	260,536	NIM	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%
Đầu tư dài hạn khác	3,934	4,428	4,530	4,660	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	76.2%	76.1%	78.7%	79.9%
Tài sản cố định	10,002	10,827	9,466	9,216	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	27.5%	30.4%	31.0%	31.0%
BDS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	44,693	55,634	55,865	58,157					
TỔNG TÀI SẢN	2,385,388	2,767,699	3,088,851	3,389,076	Định giá				
NỢ PHẢI TRẢ	2,236,883	2,588,058	2,877,636	3,142,346	EPS cơ bản (VND)	3,264	4,454	5,134	5,772
Nợ NHNN, Chính phủ	154,284	144,592	152,352	70,625	Giá trị sổ sách (VND)	27,474	22,974	27,027	31,587
Tiền gửi, vay các TCTD khác	276,141	417,724	456,988	474,016	P/E	10.7x	7.8x	6.8x	6.0x
Tiền gửi của khách hàng	1,606,317	1,793,732	2,030,031	2,324,773	P/B	1.3x	1.5x	1.3x	1.1x
Phái sinh và các công cụ TC khác	391	-	-	-					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2,180	2,114	4,464	5,026					
Phát hành giấy tờ có giá	151,678	174,030	181,595	210,516					
Các khoản nợ khác	45,892	55,865	52,206	57,391					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	148,505	179,641	211,216	246,730					
Vốn điều lệ	53,700	77,669	77,669	77,669					
Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975	8,975					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	909	1,575	1,575	1,575					
Quỹ của TCTD	25,317	31,652	37,633	44,358					
Chênh lệch tỷ giá	243	363	430	439					
LN chưa phân phối	58,390	58,202	83,638	112,315					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	971	1,206	1,296	1,398					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	2,385,388	2,767,699	3,088,851	3,389,076					

Nguồn: BCTC CTG, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

Hệ Thống Khuyến Nghị ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyến