

NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG)

NGÂN HÀNG

KHUYẾN NGHỊ 12T

Mua

Giá mục tiêu (12T)	VND39,600
Tiềm năng tăng giá	31.1%
Giá đóng cửa gần nhất (12/10/26)	VND30,200

NIM phục hồi, mở rộng dư địa tăng trưởng lợi nhuận

Luận điểm đầu tư

➤ NIM phục hồi là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Chúng tôi đánh giá sự phục hồi NIM là động lực quan trọng đối với tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi của CTG. Trong Q2/26, thu nhập lãi thuần tăng 30.9% svck dù tín dụng chỉ tăng 5.0% YTD, phản ánh đóng góp ngày càng lớn từ việc cải thiện lợi suất tài sản thay vì chỉ mở rộng quy mô cho vay. Với NIM dự phóng tăng 0.19 điểm % trong 2026, thu nhập lãi thuần được kỳ vọng tăng 22.0% svck, cao hơn đáng kể mức tăng trưởng tín dụng 12.0% svck. Điều này cho phép CTG ưu tiên các khoản vay có hiệu quả sinh lời tốt hơn, hạn chế cạnh tranh lãi suất để mở rộng thị phần, đồng thời duy trì ROE ở mức cao.

➤ Lợi nhuận 2H26 còn dư địa tăng nhờ chi phí dự phòng hạ nhiệt và thu hồi nợ

Chúng tôi kỳ vọng áp lực dự phòng trong 2H26 giảm so với nửa đầu năm, tạo điều kiện để tăng trưởng lợi nhuận phản ánh rõ hơn sự cải thiện của hoạt động kinh doanh cốt lõi. CTG đã thực hiện khoảng 76.5% kế hoạch trích lập đầu năm trong 6T26. Mặc dù chúng tôi dự phóng cao hơn kế hoạch đầu năm của ban lãnh đạo, chi phí dự phòng 2H26 của CTG vẫn được kỳ vọng giảm khoảng 40% so với 1H26. Đồng thời, hoạt động thu hồi nợ tiếp tục là nguồn hỗ trợ lợi nhuận, khi CTG mới hoàn thành 44% mục tiêu thu hồi 10,000 tỷ đồng cả năm. Chúng tôi cho rằng sự kết hợp giữa tăng trưởng thu nhập lãi thuần và áp lực dự phòng giảm sẽ hỗ trợ lợi nhuận trước thuế tăng 20.9% svck năm 2026, dù ngân hàng vẫn duy trì chính sách trích lập thận trọng.

➤ Đa dạng hóa nguồn thu giúp cải thiện chất lượng tăng trưởng lợi nhuận

Lợi thế về mạng lưới khách hàng doanh nghiệp lớn và FDI không chỉ hỗ trợ tăng trưởng tín dụng mà còn tạo cơ hội mở rộng thu nhập phí từ thanh toán quốc tế, bảo lãnh và tài trợ thương mại. Thu nhập phí ròng tăng 58.2% svck trong Q2/26 cho thấy CTG đang khai thác tốt hơn nhu cầu sử dụng dịch vụ từ nhóm khách hàng doanh nghiệp. Đây là động lực có ý nghĩa dài hạn do các hoạt động dịch vụ không đòi hỏi tăng trưởng tài sản có rủi ro tương ứng với tăng trưởng dư nợ cho vay. Ngoài ra, quy mô nợ đã xử lý còn lớn tiếp tục tạo dư địa thu hồi trong những năm tới.

➤ Định giá vẫn hấp dẫn

CTG hiện giao dịch tại P/B khoảng 1.15x, thấp hơn 17.4% so với trung bình 5 năm, dù ROE 6T26 đạt 22.2%, vượt đáng kể mức 16.5% bình quân ngành. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này chưa tương xứng với khả năng sinh lời của CTG, đặc biệt khi ngân hàng duy trì tỷ lệ nợ xấu quanh 1.1–1.2% và bộ đệm dự phòng tương đối cao. Khác với giai đoạn NIM suy giảm trước đây, triển vọng lợi nhuận hiện được hỗ trợ bởi sự phục hồi của biên lãi và hiệu quả hoạt động. Với ROE dự phóng duy trì trên 20% trong giai đoạn 2026–2027, chúng tôi cho rằng định giá của CTG vẫn hấp dẫn với mục tiêu đầu tư trung hạn.

Rủi ro đầu tư

- Chất lượng tài sản suy giảm mạnh hơn dự báo.
- NIM cải thiện chậm hơn kỳ vọng qua đó hạn chế tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận.

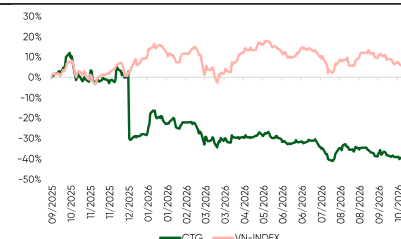
Giá hiện tại	VND30,200
Cao nhất 52	VND40,870
Thấp nhất 52	VND28,750
Giá mục tiêu	VND39,600
Tiềm năng tăng giá	31.1%
Tỷ suất cổ tức	1.5%
Tổng tỷ suất sinh lời	32.6%

Thị giá vốn (tỷ đồng)	231,455
KLGD BQ 10 phiên (tr)	5.9
Số CP lưu hành (tr)	7,766.9
Số CP sau pha loãng (tr)	7,766.9

	CTG	VNI
P/E trượt 12T	5.8x	11.9x
P/B hiện tại	1.2x	2.0x
ROAA	1.4%	2.7%
ROAE	22.3%	17.1%

*Dữ liệu ngày 16/10/2026

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá	1T	3T	12T
CTG	-2.5	-5.9	-20.1
VN-INDEX	-6.2	-4.7	-3.4

Cơ cấu sở hữu

NHNN	64.5%
MUFG Bank, Ltd.	19.7%
Khác	15.8%

Tổng quan doanh nghiệp

CTG được thành lập vào năm 1988 sau khi tách ra từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và là một trong bốn ngân hàng thương mại nhà nước (SOCB). CTG đã được tổ chức và vận hành theo mô hình ngân hàng thương mại cổ phần, đồng thời niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) từ năm 2009. Với mạng lưới rộng khắp, CTG đã thiết lập quan hệ với hơn 1,000 ngân hàng đại lý trên toàn thế giới.

Chuyên viên phân tích

Hà Thu Hiền

hienht1@vpbanks.com.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tóm tắt kết quả Q2/26: NIM cải thiện hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng

Hình 1: Các chỉ số chính

Key ratios	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
NII/TOI	75.2%	78.9%	79.6%	78.1%	71.1%	76.6%	75.7%	75.7%	76.3%	76.7%	77.2%	78.6%
Non-II/TOI	26.6%	23.7%	23.0%	27.2%	30.8%	25.3%	25.5%	26.0%	25.7%	25.9%	24.4%	22.9%
Credit growth YoY *	10.6%	15.5%	13.5%	15.5%	15.8%	16.8%	18.8%	20.7%	23.8%	15.6%	12.5%	10.1%
NIM (annualised)	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.9%
IEA yield (annualised)	7.2%	6.8%	6.2%	5.8%	5.7%	5.7%	5.5%	5.6%	5.6%	5.7%	6.0%	6.5%
Cost of fund (annualised)	4.6%	4.1%	3.4%	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.3%	3.4%	3.9%
Pure NPL ratio	1.4%	1.1%	1.3%	1.6%	1.4%	1.2%	1.6%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%
Loan-loss-reserves (LLR)	172.4%	167.2%	150.8%	113.8%	153.0%	170.7%	136.8%	134.8%	176.5%	158.8%	167.2%	134.0%
Credit cost (annualised)	2.2%	1.3%	2.2%	2.0%	2.3%	0.6%	1.8%	0.6%	1.2%	0.1%	1.5%	1.0%
Cost-to-income ratio (CIR)	29.2%	34.1%	25.2%	25.8%	27.8%	30.9%	27.0%	28.0%	26.8%	39.1%	24.9%	24.1%
Provision /PPOP	60.4%	36.7%	56.4%	53.7%	58.6%	16.8%	54.3%	19.7%	35.6%	2.5%	40.9%	26.5%
ROAA (trailing 12 months)	2.4%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
ROAE (trailing 12 months)	24.3%	24.9%	23.4%	23.4%	22.2%	21.7%	20.8%	20.6%	20.3%	17.6%	17.6%	17.6%
CASA ratio	20.0%	22.5%	22.2%	22.8%	23.1%	24.8%	24.4%	24.9%	25.1%	25.5%	24.9%	23.5%

* Tăng trưởng tín dụng bao gồm cho vay khách hàng và trái phiếu doanh nghiệp

Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 2: Kết quả hợp nhất của CTG trong Q2/26

	Q2/ 25	Q2/ 26	6T25	6T26	% sv dự phóng VPBankS	% sv dự phóng thị trường
Thu nhập lãi thuần (svck)	3.3%	30.9%	2.6%	28.1%	50.8%	50.2%
Thu nhập ngoài lãi (svck)	18.0%	11.4%	22.7%	13.1%	38.9%	51.0%
Chi phí hoạt động (svck)	15.2%	8.7%	15.0%	11.0%	40.2%	42.0%
LN trước dự phòng (svck)	3.5%	32.9%	4.1%	29.5%	50.6%	53.9%
Chi phí dự phòng (svck)	-62.0%	78.3%	-30.1%	17.3%	51.9%	65.7%
LNTT (svck)	79.2%	21.8%	46.0%	36.7%	50.0%	49.4%
Tăng trưởng cho vay (svck)	20.9%	10.2%	20.9%	10.2%		
Tăng trưởng huy động (svck)	17.3%	9.9%	17.3%	9.9%		
NIM (%)	2.53%	2.88%	2.54%	2.86%		
Lợi suất tài sản (%)	5.57%	6.52%	5.49%	6.31%		
Chi phí vốn (%)	3.26%	3.69%	3.16%	3.70%		
Tỷ lệ CASA	24.6%	23.0%	24.6%	23.0%		
CIR (%)	28.0%	24.1%	27.5%	24.5%		
ROAE (%)	20.2%	22.2%	20.2%	22.2%		
Tỷ lệ NPL (%)	1.31%	1.20%	1.31%	1.20%		
Nợ nhóm 2/Tổng dư nợ	0.96%	0.93%	0.96%	0.93%		
LLR (%)	134.8%	134.0%	134.8%	134.0%		

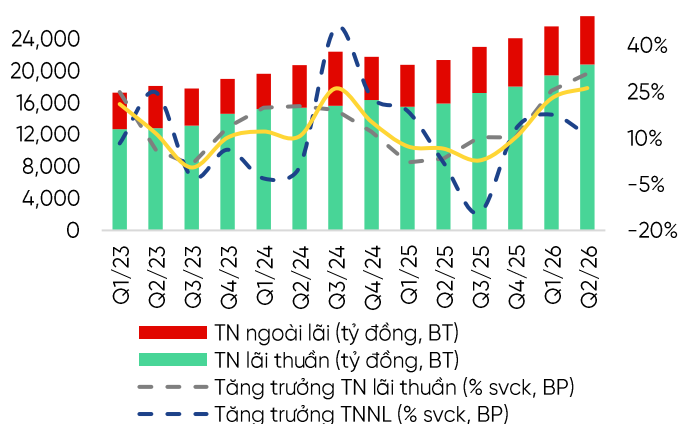
Nguồn: CTG , VPBankS Research

Thu nhập hoạt động duy trì tăng trưởng tích cực

CTG ghi nhận tổng thu nhập hoạt động tăng 25% svck trong Q2/26 chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần (TNLT) tăng 30.9% svck và đóng góp 78.6% vào tổng thu nhập hoạt động. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi (TNNL) tăng 11.4% svck và chiếm khoảng 21.4% tổng thu nhập hoạt động, cho thấy thu nhập lãi vẫn là động lực tăng trưởng chính trong quý.

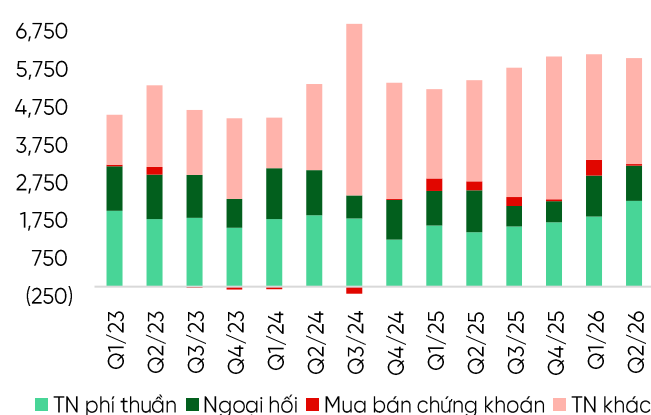
Trong Q2/26, thu nhập ngoài lãi của CTG tăng 11.4% svck, chủ yếu nhờ thu nhập phí thuần tăng 58.2% svck. Tăng trưởng phí ghi nhận ở tất cả các mảng, bao gồm bảo lãnh (+45.4% svck), thanh toán (+10.4% svck), nghiệp vụ ủy thác và đại lý (+40.3% svck), bảo hiểm (+53.4% svck) và các dịch vụ khác (+138.0% svck, trong đó chủ yếu là phí tài trợ thương mại). Trong khi đó, đóng góp từ kinh doanh ngoại hối và chứng khoán ở mức thấp do điều kiện thị trường kém thuận lợi, đặc biệt khi mặt bằng lãi suất tăng gây bất lợi cho hoạt động giao dịch trái phiếu và các công cụ thị trường tiền tệ. Do tính biến động cao của các khoản thu nhập kinh doanh thị trường, chúng tôi cho rằng tăng trưởng phí dịch vụ thường xuyên mới là yếu tố quan trọng hơn để đánh giá khả năng cải thiện chất lượng và tính bền vững của thu nhập ngoài lãi trong trung hạn.

Hình 3: Tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh trong Q2/26



Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 4: Cấu trúc thu nhập ngoài lãi (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: CTG, VPBankS Research

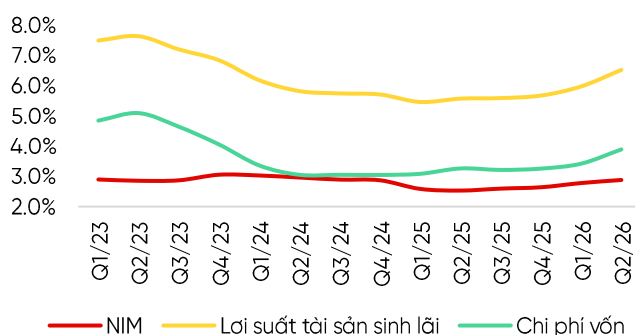
Thu nhập lãi thuần tăng tốc nhờ NIM phục hồi mạnh mặc dù tín dụng tăng chậm lại

Thu nhập lãi thuần Q2/26 tăng 30.9% svck, tiếp tục tăng tốc từ mức 25.3% svck trong Q1/26. Đáng chú ý, tăng trưởng thu nhập lãi thuần diễn ra trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng chậm lại, cho thấy cải thiện biên lãi đóng góp lớn hơn vào tăng trưởng thu nhập lãi. Tính đến hết Q2/26, CTG ghi nhận tăng trưởng tín dụng đạt 5.0% so với đầu năm, thấp hơn trung bình ngành (8.4% so với đầu năm) và mức tăng trưởng trong Q2/25 là 10.3% so với đầu năm. Trong khi đó, NIM Q2/26 tăng lên 2.9%, cao hơn 0.35 điểm % svck và khoảng 0.1 điểm % so với quý trước, nhờ lợi suất tài sản sinh lời tăng nhanh hơn chi phí vốn. Cụ thể, lợi suất tài sản sinh lời tăng 0.95 điểm % svck lên 6.52%, trong khi chi phí vốn tăng 0.63 điểm % lên 3.89%. Đáng chú ý, lợi suất cho vay tăng 1.4 điểm % svck, vượt mức tăng 0.8 điểm % của chi phí tiền gửi, cho thấy khả năng cải thiện chênh lệch lãi suất ngay cả trong môi trường huy động vốn chịu áp lực.

Chúng tôi cho rằng cơ cấu khách hàng doanh nghiệp là lợi thế quan trọng giúp CTG bảo vệ NIM trong giai đoạn lãi suất tăng. Tại cuối Q2/26, dư nợ doanh nghiệp chiếm khoảng 61.3% tổng dư nợ, với tăng trưởng tập trung ở doanh nghiệp lớn (+8.8% YTD), SME (+6.6% YTD) và FDI (+19.3% YTD). Theo ngành nghề, tín dụng tăng mạnh ở điện tử/máy tính (+43.7% YTD), thiết bị điện (+25.6% YTD), thức ăn chăn nuôi (+31.0% YTD), điện (+7.6% YTD) và thép (+7.7% YTD), phản ánh định hướng ưu tiên các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh có nhu cầu vốn lưu động. Đặc biệt, nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn và FDI có khả năng mang lại đồng thời nhu cầu tín dụng và nguồn tiền gửi từ hoạt động thanh toán, quản lý dòng tiền. Điều này giúp ngân hàng tối ưu hiệu quả sinh lời trên tổng thể quan hệ khách hàng, thay vì chỉ cạnh tranh về lãi suất cho vay. Trong bối cảnh chi phí huy động tăng, các quan

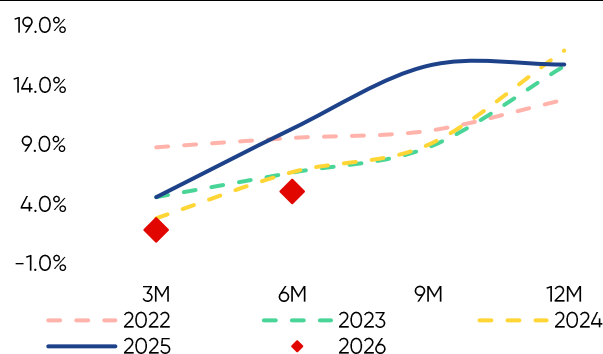
hệ tin dụng gắn với dòng tiền thanh toán và tiền gửi có giá trị đặc biệt đối với việc bảo vệ NIM. Diễn biến này phù hợp với chiến lược của CTG trong việc cải thiện hiệu quả tài sản thay vì chạy theo tăng trưởng tín dụng bằng mọi giá: ngân hàng ưu tiên các phân khúc có lợi suất tốt hơn và kiểm soát giá cho vay mới. Ở chiều ngược lại, chi phí vốn tăng lên 3.89% từ 3.42% trong Q1/26, phản ánh mặt bằng lãi suất huy động vẫn duy trì ở mức cao trong Q2/26.

Hình 5: NIM tiếp tục cải thiện trong Q2/26



Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 6: Cho vay khách hàng tăng trưởng chậm lại trong 6T26

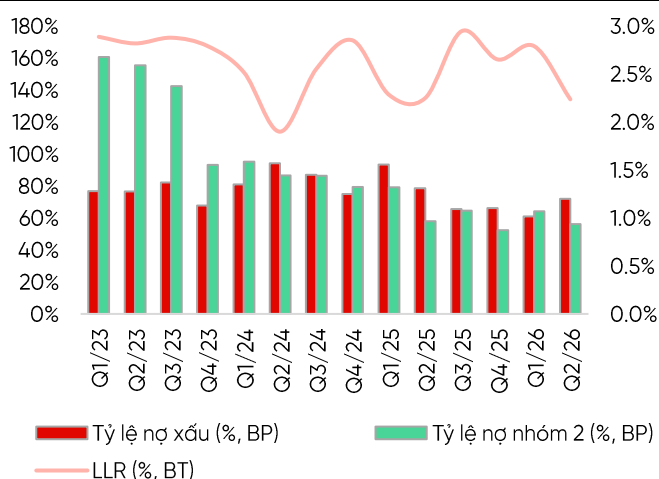


Nguồn: CTG, VPBankS Research

Chất lượng tài sản chịu áp lực cục bộ, nhưng rủi ro vẫn trong tầm kiểm soát

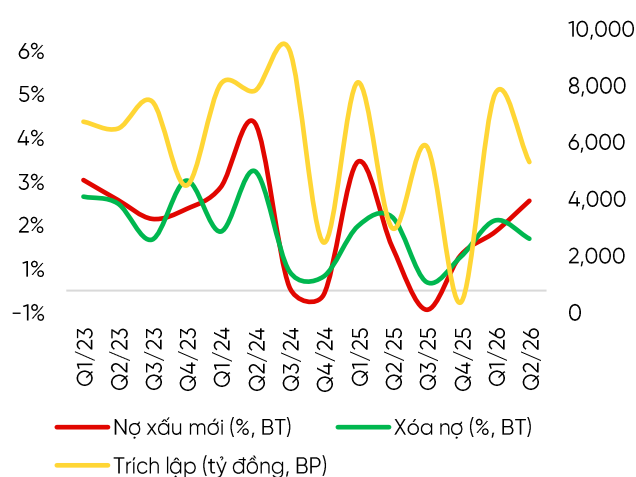
Tỷ lệ nợ xấu của CTG tăng lên 1.2% tại cuối Q2/26 (+0.18 điểm % so với Q1/26), nhưng vẫn thấp hơn mức 1.3% cùng kỳ, trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 duy trì tương đối ổn định ở mức 0.93%. Theo chia sẻ của ngân hàng, nợ xấu chủ yếu tập trung tại các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng từ khó khăn kinh tế thế giới và nhu cầu tiêu dùng suy yếu, phát sinh từ một số doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản, vay tiêu dùng, thực phẩm đồ uống và nông nghiệp. Chúng tôi đánh giá diễn biến nợ xấu hiện chưa đáng lo ngại trên diện rộng, nhờ tỷ lệ nợ nhóm 2 ổn định và tỷ lệ nợ xấu vẫn thấp hơn ngưỡng kiểm soát 1.8% của ngân hàng. Tuy nhiên, tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm đáng kể xuống 134% từ mức 167% cuối Q1/26 cho thấy bộ đệm dự phòng đang chịu áp lực, đặc biệt nếu khả năng trả nợ của các nhóm khách hàng nhạy cảm với lãi suất tiếp tục suy yếu. Chi phí dự phòng Q2/26 tăng 78.3% svck lên 5,300 tỷ đồng, đưa tổng mức trích lập trong 6T26 lên 13,000 tỷ đồng, tương đương 76.5% kế hoạch đầu năm của CTG là 17,000 tỷ đồng. Bên cạnh đó, ngân hàng đã thu hồi 4,400 tỷ đồng nợ xử lý rủi ro trong 6T26 (+10.7% svck), hoàn thành 44% mục tiêu thu hồi 10,000 tỷ đồng cả năm. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động thu hồi nợ tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận trong nửa cuối năm, tuy nhiên việc củng cố tỷ lệ bao phủ về mục tiêu trung hạn khoảng 150% có thể khiến chi phí dự phòng duy trì ở mức cao.

Hình 7: Chất lượng tài sản chịu áp lực trong Q2/26



Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 8: Chi phí dự phòng tăng mạnh trên mức nền thấp



Nguồn: CTG, VPBankS Research

Chỉ số bảng cân đối kế toán Q2/26

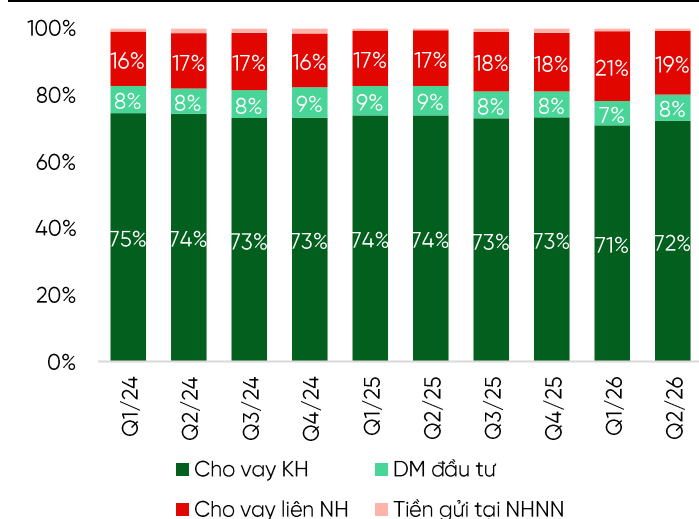
Tăng trưởng tín dụng thận trọng, ưu tiên cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản

Tín dụng CTG tăng 5.0% so với đầu năm tại cuối Q2/26, thấp hơn mức tăng 8.4% của toàn ngành (ước tính dựa trên dữ liệu BCTC của 26 ngân hàng niêm yết), phản ánh định hướng ưu tiên hiệu quả sinh lời và chất lượng tín dụng thay vì đẩy mạnh mở rộng quy mô. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ phân khúc FDI (+19.3% so với đầu năm, chiếm 6.5% tổng dư nợ), khách hàng doanh nghiệp lớn (+8.8% so với đầu năm, chiếm 31.2%) và SME (+6.6% so với đầu năm, chiếm 22.6%), đưa tỷ trọng cho vay doanh nghiệp lên khoảng 61.3% tổng dư nợ. Ngược lại, tín dụng bán lẻ (chiếm 38.7% tổng dư nợ) giảm nhẹ 0.2% so với đầu năm, chủ yếu do cho vay mua nhà (-3.8% so với đầu năm) và cho vay hộ kinh doanh (-0.6% so với đầu năm) chưa phục hồi, dù dư nợ bán lẻ đã tăng trở lại 2.0% so với quý trước trong Q2/26.

Chúng tôi cho rằng việc tập trung vào các phân khúc khách hàng doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp lớn và FDI, giúp CTG cân bằng giữa tăng trưởng tín dụng và hiệu quả sử dụng vốn trong môi trường lãi suất cao. Mặc dù các khách hàng này thường có lợi thế đàm phán lãi suất cho vay, quan hệ tín dụng thường đi kèm nhu cầu thanh toán, quản lý dòng tiền và duy trì tiền gửi tại ngân hàng, qua đó tạo điều kiện tối ưu chi phí huy động và hiệu quả sinh lời trên tổng thể quan hệ khách hàng. Đáng chú ý, CASA của nhóm FDI tăng 10.4% YTD trong 6T26 (theo chia sẻ của ban lãnh đạo), đi ngược với xu hướng giảm 3.0% của CASA toàn ngân hàng, cho thấy khả năng thu hút nguồn vốn từ nhóm khách hàng này. Trong bối cảnh chi phí huy động chịu áp lực tăng, chúng tôi đánh giá việc ưu tiên các khách hàng có quan hệ giao dịch toàn diện là chiến lược phù hợp để bảo vệ NIM, đồng thời tạo dư địa mở rộng thu nhập phí từ các dịch vụ ngân hàng doanh nghiệp.

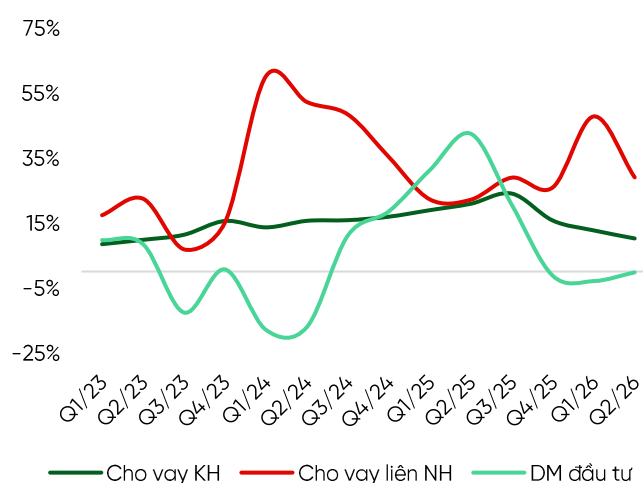
Xét trên cơ cấu tài sản, cho vay khách hàng tiếp tục chiếm khoảng 72% tổng tài sản tại cuối Q2/26, trong khi danh mục chứng khoán đầu tư duy trì đi ngang svck. Chúng tôi cho rằng điều này có thể phản ánh xu hướng điều chỉnh phân bổ vốn nhằm ưu tiên hoạt động cho vay có lợi suất cao hơn, đồng thời hạn chế rủi ro biến động giá trái phiếu trong môi trường lãi suất duy trì ở mức cao.

Hình 9: Cấu trúc tổng tài sản sinh lãi của CTG

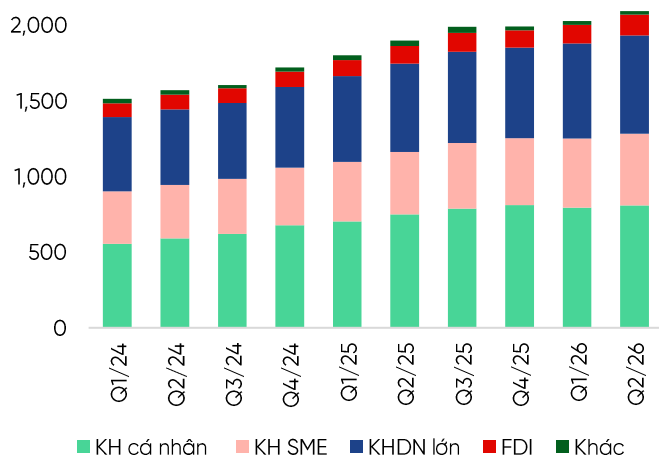


Nguồn: CTG, VPBankS Research

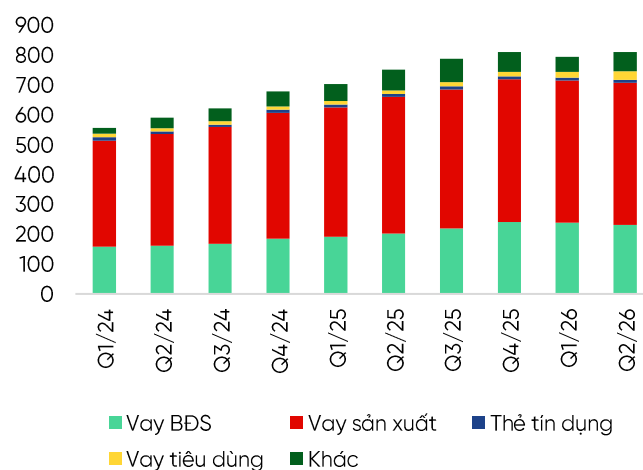
Hình 10: Tăng trưởng các khoản mục tài sản



Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 11: Tổng dư nợ theo phân khúc khách hàng (đơn vị: nghìn tỷ đồng)

Nguồn: CTG, VPBankS Research

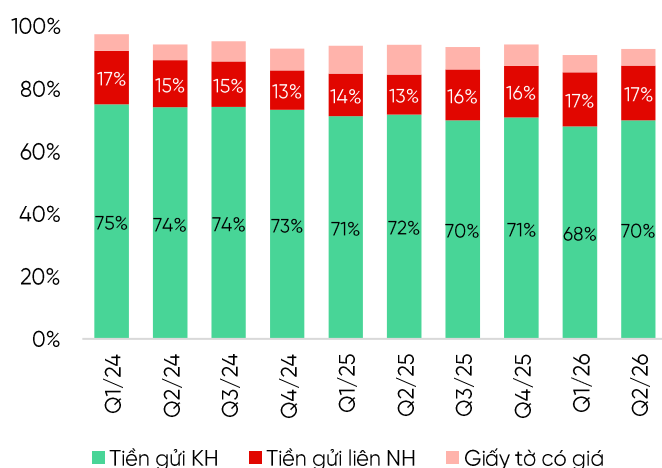
Hình 12: Cơ cấu dư nợ khách hàng cá nhân theo sản phẩm (đơn vị: nghìn tỷ đồng)

Nguồn: CTG, VPBankS Research

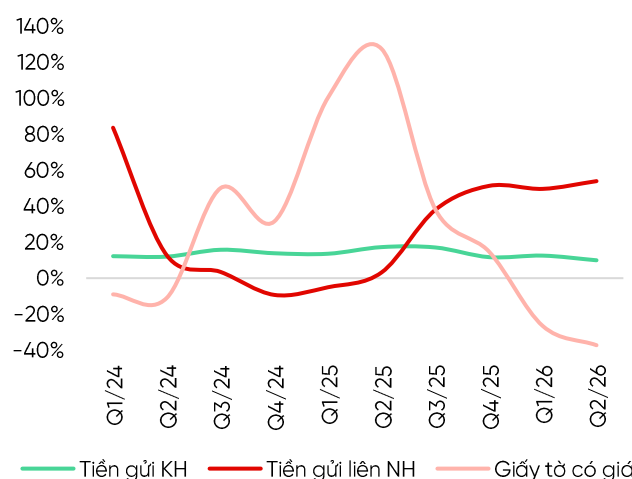
Nguồn vốn huy động tăng trưởng ổn định, tạo dư địa duy trì biên lãi thuần

Tiền gửi khách hàng tiếp tục là nguồn vốn huy động chính của CTG, tăng 5.4% so với đầu năm tại cuối Q2/26, tương đối phù hợp với tăng trưởng tín dụng 5.0% so với đầu năm, giúp ngân hàng duy trì tỷ lệ cho vay trên huy động ở mức 82.5% và hạn chế áp lực huy động vốn. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) giảm nhẹ xuống 23.5%, song chúng tôi đánh giá diễn biến này chưa đáng lo ngại trong bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động tăng khiến khách hàng có xu hướng chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn.

CASA khách hàng cá nhân của CTG giảm 6.2% so với đầu năm tại cuối Q2/26, chủ yếu phản ánh xu hướng dịch chuyển tiền nhàn rỗi sang tiền gửi có kỳ hạn trong bối cảnh lãi suất huy động tăng. Theo chúng tôi quan sát, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng của CTG duy trì ở mức thấp hơn đáng kể so với mức bình quân các nhóm ngân hàng tư nhân. Điều này có thể khiến khách hàng cá nhân có xu hướng chuyển tiền từ tài khoản thanh toán sang tiền gửi có kỳ hạn để hưởng lãi suất cao hơn, bao gồm cả việc gửi tại các ngân hàng khác có lãi suất cạnh tranh hơn. Diễn biến CASA bán lẻ giảm trong khi tiền gửi có kỳ hạn của nhóm khách hàng cá nhân tiếp tục tăng cho thấy một phần dòng tiền có thể đã dịch chuyển sang các khoản tiền gửi có kỳ hạn ngay tại CTG, thay vì hoàn toàn rời khỏi ngân hàng. Ngược lại, CASA của nhóm FDI tăng 10.4% YTD, được hỗ trợ bởi nhu cầu thanh toán và quản lý dòng tiền gắn với hoạt động sản xuất, xuất nhập khẩu và quan hệ tín dụng.

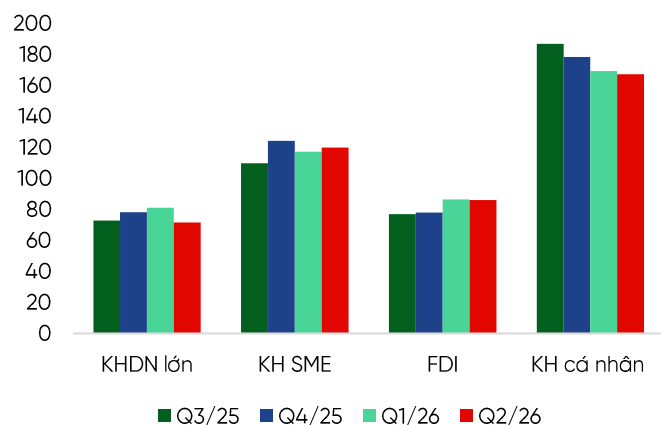
Hình 13: Cơ cấu nợ phải trả có lãi

Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 14: Giấy tờ có giá giảm so với nền cao trong Q2/25

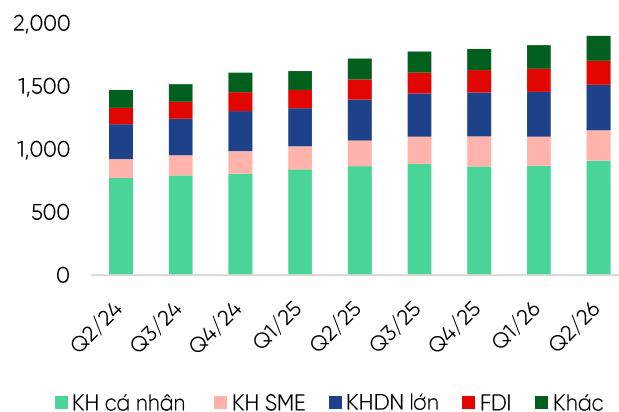
Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 15: Cơ cấu CASA: Tiền gửi KH cá nhân sụt giảm trong Q2/26 (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



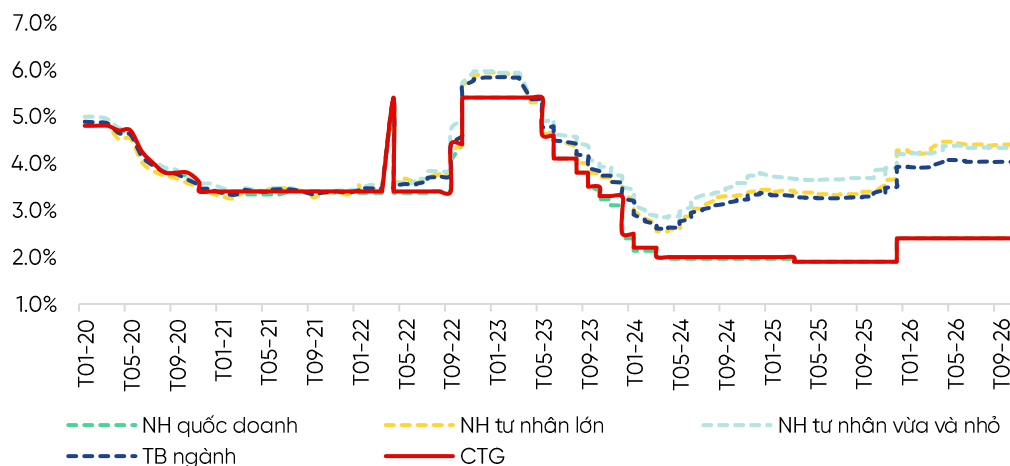
Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 16: Cơ cấu tiền gửi có kỳ hạn theo phân khúc khách hàng (đơn vị: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 17: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng của CTG so với trung bình các nhóm ngân hàng



Nguồn: CTG, VPBankS Research

Triển vọng 2026:

Hình 18: Các giả định chính

Tỷ đồng	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck
Thu nhập lãi thuần	66,453	6.5%	81,042	22.0%	94,555	16.7%
NIM	2.6%	-26bps	2.8%	19bps	2.9%	12bps
Tăng trưởng tín dụng	15.6%	-118bps	12.0%	-360bps	13.4%	142bps
Thu nhập ngoài lãi	20,842	6.8%	22,077	5.9%	22,844	3.5%
Tổng thu nhập hoạt động	87,295	6.6%	103,119	18.1%	117,399	13.8%
Chi phí hoạt động	(26,553)	17.8%	(29,819)	12.3%	(33,362)	11.9%
Tỷ lệ CP/thu nhập	30.4%	289bps	28.9%	-150bps	28.4%	-50bps
Lợi nhuận trước dự phòng	60,742	2.3%	73,299	20.7%	84,037	14.6%
Chi phí dự phòng	(17,298)	-37.3%	(20,771)	20.1%	(24,170)	16.4%
CP dự phòng/cho vay KH	0.9%	-80bps	1.0%	5bps	1.0%	3bps
Lợi nhuận trước thuế	43,444	36.8%	52,529	20.9%	59,866	14.0%
Lợi nhuận sau thuế	34,604	36.5%	41,846	20.9%	47,691	14.0%
Tỷ lệ nợ xấu	1.1%	-12bps	1.1%	3bps	1.1%	0bps
Tỷ lệ xóa nợ	1.0%	-14bps	0.9%	-10bps	0.7%	-20bps
LLR	158.8%	-1584bps	138.8%	-2006bps	142.8%	404bps

Nguồn: CTG, VPBankS Research

Tăng trưởng tín dụng theo định hướng thận trọng

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của CTG đạt 12.0% trong năm 2026, giảm so với mức 15.6% năm 2025 và thấp hơn kỳ vọng tăng trưởng toàn ngành. Dự phóng của chúng tôi phản ánh định hướng thận trọng của ban lãnh đạo trong việc cân đối tăng trưởng tín dụng với khả năng huy động vốn, đồng thời ưu tiên duy trì NIM và chất lượng tài sản thay vì cạnh tranh lãi suất để mở rộng thị phần. Tại cuối Q2/26, tín dụng tăng nhẹ 5.0% so với đầu năm, với động lực chủ yếu đến từ khách hàng doanh nghiệp, đặc biệt là nhóm FDI (+19.3% YTD), doanh nghiệp lớn (+8.8% YTD) và SME (+6.6% YTD), trong khi tín dụng bán lẻ giảm nhẹ 0.2% YTD. Trong 2H26, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vốn lưu động từ các doanh nghiệp sản xuất, xuất khẩu và thương mại tiếp tục hỗ trợ giải ngân. Về trung hạn, việc triển khai các dự án hạ tầng trọng điểm và đẩy mạnh đầu tư công có thể tạo thêm nhu cầu tín dụng, đặc biệt đối với nhóm doanh nghiệp lớn và các nhà thầu có quan hệ tín dụng lâu năm với CTG.

Chính sách NHNN hỗ trợ cải thiện dư địa tăng trưởng tín dụng

Chúng tôi đánh giá CTG thuộc nhóm ngân hàng hưởng lợi đáng kể từ các điều chỉnh quy định an toàn thanh khoản của NHNN, đặc biệt nhờ lợi thế về quy mô tiền gửi Kho bạc Nhà nước (KBNN). Theo Quyết định 1743/QĐ-NHNN, tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn của KBNN được tính vào mẫu số LDR tăng từ 20% lên 50% kể từ tháng 8/2026, hỗ trợ giảm LDR theo quy định mà không yêu cầu ngân hàng phải gia tăng huy động thực tế. Đây là thay đổi tích cực đối với CTG khi LDR đang ở mức 82.5% tại cuối Q2/26 (gần tiệm cận mức trần 85%), phản ánh áp lực cân đối giữa tăng trưởng tín dụng và huy động. So với các ngân hàng có ít tiền gửi KBNN, CTG có thể được hưởng lợi tương đối lớn hơn, qua đó giảm nhu cầu cạnh tranh lãi suất huy động để đáp ứng yêu cầu an toàn và tạo thêm dư địa giải ngân. Theo ước tính của chúng tôi, tính đến cuối Q2/26, tiền gửi KBNN tại CTG chiếm khoảng 26.3% lượng tiền gửi KBNN tại các ngân hàng thương mại. Đồng thời, việc nâng giới hạn sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn từ 30% lên 40% giúp CTG linh hoạt hơn trong tài trợ các dự án hạ tầng và đầu tư công. Chúng tôi cho rằng những thay đổi này có thể giúp CTG thu hẹp bất lợi về thanh khoản so với các ngân hàng có dư địa LDR lớn hơn, đồng thời hỗ trợ tăng trưởng tín dụng tích cực hơn trong năm 2027.

Về trung hạn, Thông tư 50/2026/TT-NHNN tiếp tục tạo dư địa điều chỉnh cơ cấu thanh khoản linh hoạt hơn khi nâng trần LDR lên 95% và mở rộng một số cấu phần nguồn vốn được tính vào mẫu số. Dù các yêu cầu LCR và NSFR chỉ bắt buộc áp dụng từ 2028, lộ trình

này sẽ khuyến khích CTG chủ động kéo dài kỳ hạn nguồn vốn và củng cố bộ đệm thanh khoản từ sớm, qua đó hỗ trợ khả năng duy trì tăng trưởng tín dụng bền vững hơn.

Kỳ vọng NIM tiếp tục cải thiện nhẹ trong 2H26

Chúng tôi dự phóng NIM của CTG đạt 2.8% trong năm 2026, cải thiện 0.19 điểm % svck, và tiếp tục tăng nhẹ lên 2.9% trong năm 2027 (tương đương mức NIM trong 2024). Trong 2H26, NIM được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhẹ nhờ lợi suất tài sản sinh lãi tăng khi các khoản vay được tái định giá theo mặt bằng lãi suất mới, kết hợp với chiến lược tăng trưởng tín dụng có chọn lọc và ưu tiên hiệu quả sinh lời của ngân hàng. Bên cạnh đó, khả năng duy trì nguồn tiền gửi doanh nghiệp chi phí thấp và chủ động điều tiết tốc độ giải ngân được kỳ vọng giúp CTG hạn chế áp lực lên chi phí vốn. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý lãi suất huy động tăng và cạnh tranh cho vay trong phân khúc doanh nghiệp lớn có thể hạn chế dư địa mở rộng NIM. Ngoài ra, việc tiếp tục ưu tiên các lĩnh vực sản xuất kinh doanh và dự án hạ tầng có lợi suất thấp cũng có thể ảnh hưởng đến khả năng cải thiện biên lãi trong năm 2027.

Tăng trưởng lợi nhuận tạo dư địa củng cố bộ đệm dự phòng

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong giai đoạn 2024–2025 tạo nền tảng thuận lợi để CTG chủ động tăng cường trích lập dự phòng và củng cố chất lượng tài sản. Trong năm 2026, chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước dự phòng tăng 20.7% svck, tạo dư địa để ngân hàng tăng chi phí dự phòng 20.1% svck mà vẫn duy trì tăng trưởng lợi nhuận trước thuế ở mức 20.9%. Tỷ lệ chi phí dự phòng trên dư nợ được dự báo duy trì quanh 1,0% trong giai đoạn 2026–2027, trong khi tỷ lệ nợ xấu ổn định quanh 1.1%. Theo đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu dự kiến đạt 138.8% cuối năm 2026 và 142.8% cuối năm 2027, từng bước tiến gần mục tiêu trung hạn 150% của ban lãnh đạo. Tuy nhiên, khả năng hoàn thành mục tiêu này vẫn phụ thuộc vào diễn biến nợ xấu mới hình thành và hiệu quả thu hồi, xử lý nợ.

Lợi nhuận tăng trưởng nhờ NIM cải thiện và duy trì hiệu quả kiểm soát chi phí

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế của CTG tăng 20.9% svck trong năm 2026 và 14.0% svck trong năm 2027, được hỗ trợ bởi các động lực chính sau:

- Tăng trưởng tín dụng có chọn lọc: Tín dụng dự kiến tăng 12.0% trong năm 2026, tập trung vào khách hàng doanh nghiệp và các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, qua đó hỗ trợ tăng trưởng thu nhập lãi mà không tạo áp lực quá lớn lên nguồn vốn huy động.
- NIM cải thiện: Chúng tôi dự phóng NIM tăng 0.19 điểm % svck lên 2.8%, nhờ cải thiện lợi suất tài sản sinh lãi và tối ưu cơ cấu nguồn vốn. Kết hợp với tăng trưởng tín dụng, thu nhập lãi thuần dự kiến tăng 22.0% svck, trở thành động lực chính thúc đẩy tổng thu nhập hoạt động tăng 18.1% svck.
- Thu hồi nợ đã xử lý tiếp tục đóng góp tích cực: CTG đặt mục tiêu thu hồi khoảng 10,000 tỷ đồng nợ đã xử lý rủi ro trong năm 2026, trong đó đã thu hồi khoảng 4,400 tỷ đồng trong 6T26 (44% kế hoạch cả năm). Với quy mô các khoản nợ đã xử lý còn lớn, cùng kinh nghiệm xử lý nợ và mạng lưới khách hàng rộng, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thu hồi nợ tiếp tục đóng góp vào thu nhập ngoài lãi trong các năm tới. Tuy nhiên, tiến độ thu hồi còn phụ thuộc vào khả năng xử lý tài sản bảo đảm và tình hình tài chính của khách hàng.
- Dư địa trích lập dự phòng được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận: Chất lượng tài sản tương đối ổn định và bộ đệm dự phòng hiện hữu giúp CTG có khả năng hấp thụ rủi ro tín dụng. Chúng tôi dự phóng CTG ghi nhận chi phí dự phòng tăng 20.1% svck trong năm 2026, trong khi tỷ lệ nợ xấu duy trì quanh 1.1%. Nhờ lợi nhuận hoạt động trước dự phòng tăng 20.7% svck và tỷ lệ chi phí hoạt động trên thu nhập giảm xuống 28.9%, CTG vẫn có khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số dù tiếp tục tăng cường trích lập dự phòng.

ĐỊNH GIÁ: Mua với giá mục tiêu là 39,600 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư, với tỷ trọng ngang nhau, để đưa ra giá mục tiêu 39,600 đồng/cp cho CTG. Cho năm 2026, chúng tôi duy trì giả định chi phí vốn chủ sở hữu, với lãi suất phi rủi ro ở mức 4.0%, phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu 8.0% và beta bình quân 5 năm là 1.1x. Đối với phương pháp định giá P/B, chúng tôi tính giá trị hợp lý của CTG dựa trên BVPS 2026 dự phóng là 27,913 đồng/cp, áp dụng hệ số P/B mục tiêu 1.4x, tương đương mức trung bình 5 năm.

CTG giao dịch tại mức P/B khoảng 1.15x, thấp hơn 17.4% so với trung bình 5 năm là 1.39x và tương đương mức chiết khấu khoảng 1.3 độ lệch chuẩn. Chúng tôi cho rằng mức định giá này chưa phản ánh đầy đủ nền tảng sinh lời của CTG, với ROE dự phóng duy trì ở mức 21.1% trong năm 2026, cao hơn đáng kể so với bình quân ngành. Bên cạnh đó, chất lượng tài sản tương đối tốt với tỷ lệ nợ xấu khoảng 1.2% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu 134% tại cuối Q2/26 tiếp tục hỗ trợ khả năng duy trì ROE cao. Chúng tôi kỳ vọng NIM phục hồi từ 2,6% năm 2025 lên 2.8% năm 2026 sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập lãi thuần và cải thiện lợi nhuận cốt lõi. Đồng thời, áp lực trích lập dự phòng trong 2H26 có thể giảm so với 1H26, khi CTG đã thực hiện 76.5% kế hoạch trích lập đầu năm trong 6T26. Hoạt động thu hồi nợ đã xử lý cũng còn dư địa đóng góp, với 44% mục tiêu thu hồi cả năm đã hoàn thành. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này hỗ trợ lợi nhuận trước thuế tăng 20.9% svck trong năm 2026.

Hình 19: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Đóng góp (đồng/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	40,267	20,134
Định giá P/B	50%	38,907	19,454
Giá mục tiêu (làm tròn)			39,600

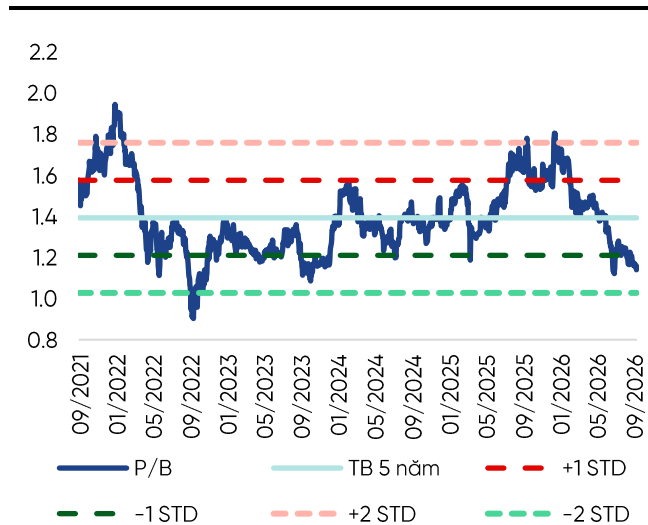
Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 20: Phương pháp thu nhập thặng dư

Các giả định	2026	2027	2028	2029	Năm
Lãi suất phi rủi ro (lãi suất TPCP kì hạn 10N)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Chi phí vốn chủ sở hữu	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
% ROE	22.8%	21.5%	20.3%	19.0%	16.5%
Tăng trưởng dài hạn					2.00%
Giá trị sổ sách cuối kì	217,371	260,971	310,965	367,141	
% ROE	22.8%	21.5%	20.3%	19.0%	16.5%
Thu nhập thặng dư	17,900	18,911	19,676	19,412	124,125
Giá trị chiết khấu	0.9	0.8	0.7	0.6	
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	15,869	14,863	13,709	11,990	76,670
Giá trị sổ sách đầu kỳ	179,655				
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	56,431				
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	76,670				
Giá trị vốn chủ sở hữu	312,755				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	7,767				
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	40,267				

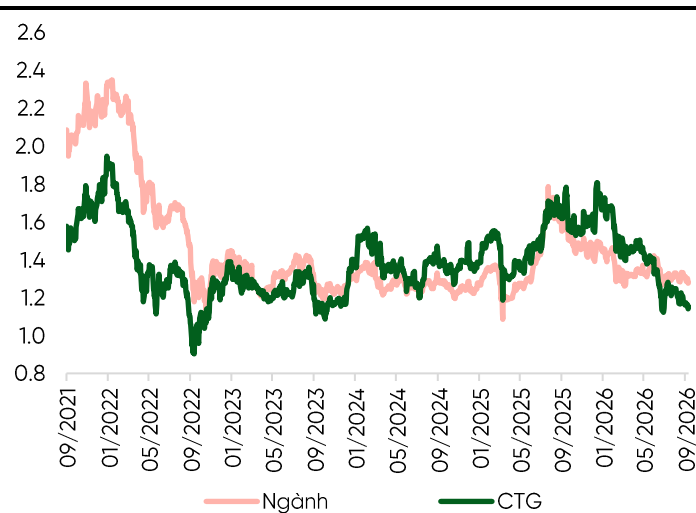
Nguồn: CTG, VPBankS Research

Hình 21: P/B của CTG so với dữ liệu lịch sử



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 22: P/B của CTG so với ngành



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026
TN lãi và các khoản TN tương tự	132,672	124,461	143,142	182,323
Chi phí lãi và các khoản tương tự	(79,714)	(62,058)	(76,689)	(101,281)
TN lãi thuần	52,957	62,403	66,453	81,042
TN phí & hoa hồng thuần	7,114	6,696	6,329	7,595
TN ngoài lãi khác	10,477	12,810	14,513	12,805
Tổng TN ngoài lãi	17,591	19,506	20,842	20,400
Tổng TN hoạt động	70,548	81,909	87,295	101,441
Chi phí HD và quản lý chung	(20,443)	(22,546)	(26,553)	(29,334)
LN thuần từ HĐKD trước dự phòng	50,105	59,363	60,742	72,107
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(25,115)	(27,599)	(17,298)	(20,771)
Lợi nhuận trước thuế	24,990	31,764	43,444	51,336
Thuế thu nhập DN	(4,945)	(6,286)	(8,569)	(10,125)
Lợi nhuận sau thuế	19,904	25,348	34,604	40,896

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026
Tiền mặt & tiền gửi tại NHNN	50,357	45,579	47,809	50,344
Cho vay liên ngân hàng	279,842	378,483	476,488	547,961
Chứng khoán đầu tư	183,698	217,406	214,823	226,563
Cho vay khách hàng	1,445,572	1,685,291	1,957,463	2,196,685
Dự nợ cho vay góp	1,473,345	1,721,955	1,992,273	2,231,545
Dự phòng rủi ro tín dụng	(27,773)	(36,664)	(34,810)	(34,860)
Tài sản cố định ròng	6,133	6,149	6,729	7,835
Tài sản khác	59,593	44,693	55,634	59,625
Tổng tài sản	2,032,614	2,385,388	2,767,699	3,098,092
Vay NHNN	21,814	154,284	144,592	187,970
Nhận tiền gửi từ TCTD khác	304,322	276,141	417,724	459,497
Tiền gửi khách hàng	1,410,899	1,606,317	1,793,732	2,000,155
Giấy tờ có giá	115,376	151,678	174,030	191,433
Các khoản phải trả khác	51,537	45,892	55,852	39,552
Tổng nợ phải trả	1,906,742	2,236,883	2,588,044	2,880,721
Vốn chủ sở hữu	63,511	63,584	88,219	88,219
Quỹ dự trữ	19,044	25,317	31,654	31,654
Lợi nhuận chưa phân phối	42,369	58,390	58,213	95,613
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	125,872	148,505	179,655	217,371
Tổng nguồn vốn	2,032,614	2,385,388	2,767,699	3,098,092

Các chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Chỉ số định giá				
P/B	1.7	1.3	1.1	1.1
EPS	2,762	3,818	4,964	5,265
Tăng trưởng (% svck)				
Tăng trưởng dư nợ cho vay	15.6%	16.9%	15.7%	12.0%
Tăng trưởng tiền gửi	12.9%	13.9%	11.7%	11.5%
Tăng trưởng TN lãi thuần	17.8%	6.5%	22.0%	22.0%
Tăng trưởng TN ngoài lãi	7.8%	10.9%	6.8%	-2.1%
Tăng trưởng tổng TN hoạt động	10.0%	16.1%	6.6%	16.2%
Tăng trưởng PPOP	11.5%	18.5%	2.3%	18.7%
Tăng trưởng LN trước thuế	18.3%	27.1%	36.8%	18.2%
Tăng trưởng LN sau thuế	17.6%	27.4%	36.5%	18.2%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Chỉ số sinh lời				
Lợi suất tài sản sinh lãi	7.2%	5.7%	5.6%	6.3%
Chi phí vốn	4.5%	3.1%	3.2%	3.8%
Biên lãi ròng (NIM)	2.9%	2.9%	2.6%	2.8%
Tỷ lệ chi phí/ TN (CIR)	29.0%	27.5%	30.4%	28.9%
Biên lợi nhuận ròng	28.2%	30.9%	39.6%	40.3%
ROAA	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%
ROAE	17.0%	18.5%	21.1%	20.6%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.5%	1.3%	0.9%	0.9%
Tỷ lệ nợ xấu	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
Tỷ lệ xóa nợ	0.0%	1.2%	1.0%	0.9%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR)	167.2%	174.7%	158.8%	138.8%

Nguồn: CTG, VPBankS Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, phường Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn