



**EVEREST**  
SECURITIES

## Nhân Hàng TMCP Công Thương Việt Nam [+31.1%] (CTG: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

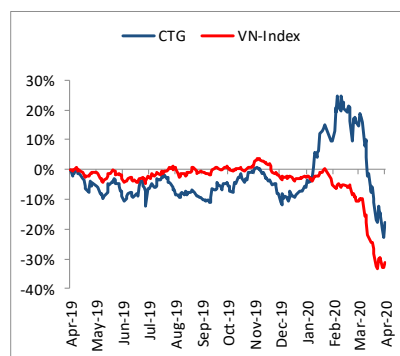
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	18,300
Giá mục tiêu (đồng/cp)	24,000
Tiền năng tăng/giảm (%)	36.6
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	27,750
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	17,200
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	-12.4
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	-14.8
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	-17.8
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	69,441
KLGDQB (nghìn cổ, 3 tháng)	7,747
SL CP lưu hành (triệu cp)	3,723
Nước ngoài đang sở hữu (%)	29.7
Giới hạn SH nước ngoài (%)	30.0
P/E trượt 12 tháng (x)	9.0
P/B trượt 12 tháng (x)	0.9

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2017A	2018A	2019A	2020F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	27,073	22,212	33,199	34,731
Tăng trưởng (% y/y)	21,4%	-18,0%	49,5%	4,6%
Lãi thuần từ HĐDV (tỷ đồng)	1,855	2,771	4,055	4,866
Tăng trưởng (% y/y)	9,2%	49,4%	46,0%	20,0%
LN HĐKD trước DP (tỷ đồng)	17,550	14,361	24,785	26,496
Chi phí DP RRTD (tỷ đồng)	8,344	7,803	13,004	16,067
LNST (tỷ đồng)	7,459	5,277	9,477	8,411
Tăng trưởng (% y/y)	10,3%	-29,3%	79,6%	-11,2%
NIM (%)	2,8%	2,1%	2,9%	2,9%
NPL (%)	1,1%	1,6%	1,2%	1,0%
LDR Thông tư 22 (%)	92,5%	86,0%	85,0%	85,0%
CIR (%)	46%	50%	39%	39%
ROA (%)	0,7%	0,5%	0,8%	0,7%
ROE (%)	12,0%	8,2%	13,0%	10,5%
P/B (x)	1,58	1,49	1,30	1,06

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu  
24,000 đồng/cổ phiếu**

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- CTG là ngân hàng thương mại đứng thứ 2 về quy mô tổng tài sản và thị phần trong số 18 ngân hàng niêm yết, cùng với BID, VCB vượt xa nhóm ngân hàng TMCP phía sau (như STB, MBB, TCB, ACB...).
- Tập khách hàng rộng lớn kết hợp với sản phẩm dịch vụ đa dạng là cơ sở để CTG tăng trưởng doanh thu phí dịch vụ trong tương lai.
- CTG còn nhiều room để cải thiện NIM bằng việc tối ưu hóa danh mục tín dụng, tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ và khách hàng SME.

### ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- CTG có khả năng đáp ứng hệ số an toàn vốn tối thiểu (CAR) theo Basel 2 trong thời gian tới, là tiền đề để nới room tăng trưởng tín dụng cấp cho ngân hàng này.
- Dự kiến sạch nợ VAMC trong năm nay giúp lợi nhuận năm 2021 tăng trưởng mạnh mẽ.
- Ảnh hưởng của dịch Covid-19 có thể tác động làm giảm lợi nhuận của CTG 11.2%, tuy nhiên giá cổ phiếu CTG sụt giảm mạnh trong thời gian qua khiến cổ phiếu này trở nên rẻ, hấp dẫn cho triển vọng phục hồi mạnh sau dịch bệnh.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PB để định giá CTG
- Giá mục tiêu: CTG được xác định giá hợp lý ở mức **24,000 đồng/cp**.
- Khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu CTG.
- Rủi ro: Diễn biến dịch bệnh Covid-19, nợ xấu tiềm ẩn và rủi ro pha loãng là một số rủi ro khi đầu tư cổ phiếu CTG.

**Nguyễn Thanh Tùng, CFA – Chuyên viên Nghiên cứu**  
[tunqnt1@eves.com.vn](mailto:tunqnt1@eves.com.vn)

**Lịch sử hình thành và phát triển****I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP**

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (Thương hiệu: Vietinbank; Mã chứng khoán: CTG) tiền thân là Ngân hàng chuyên doanh Công Thương Việt Nam, thành lập năm 1988 theo Nghị định số 53/NĐ-HĐBT ngày 26/03/1988 của Hội đồng Bộ trưởng. Cùng với Ngân hàng phát triển nông nghiệp (nay là Agribank), Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (nay là Vietcombank) và Ngân hàng Đầu tư và Xây dựng Việt Nam, CTG là ngân hàng đầu tiên được thành lập trên cơ sở tách ra từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Một số cột mốc trong quá trình phát triển của CTG như sau:

- 1988** Thành lập theo Nghị định số 53/NĐ-HĐBT
- 1990** Liên doanh với nước ngoài thành lập Ngân hàng Indovina
- 2008** Ra mắt thương hiệu Vietinbank, IPO
- 2011** Bán 10% vốn cho IFC, là ngân hàng TMCP Nhà nước đầu tiên có cổ đông chiến lược nước ngoài
- 2013** Bán 20% vốn cho MUFG
- 2017** Nâng cấp CoreBanking  
Thay đổi bộ nhận diện thương hiệu

**Công ty con, liên kết, hợp tác kinh doanh**

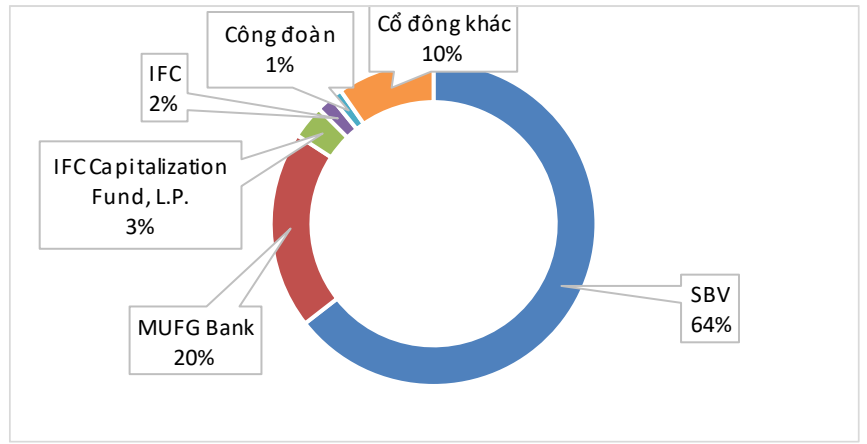
Với các công ty con, công ty hợp tác kinh doanh hoạt động đa lĩnh vực, CTG có khả năng cung cấp trọn gói dịch vụ tài chính cho khách hàng, từ dịch vụ tiền gửi, vay vốn, thuê tài chính, cho đến bảo hiểm, chứng khoán, vàng bạc đá quý, quản lý quỹ... Đây là cơ sở tốt để CTG tăng thu nhập/khách hàng.

Tên	Quan hệ	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Năm thành lập
VietinBank Leasing	Công ty con	100.0%	Cho thuê tài chính	1,000.0	2011
VietinBank Securities	Công ty con	75.6%	Chứng khoán	1,064.4	2009
VietinBank AMC	Công ty con	100.0%	Quản lý nợ và khai thác tài sản	120.0	2010
Vietinbank Insurance	Công ty con	73.4%	Bảo hiểm phi nhân thọ	666.7	2002
Vietinbank Gold & Jewellery	Công ty con	100.0%	Kinh doanh vàng, bạc, đá quý	200.0	2010
Vietinbank Capital	Công ty con	100.0%	Quản lý quỹ	500.0	2010
Vietinbank Money Transfer	Công ty con	100.0%	Dịch vụ chuyển tiền	50.0	2012
Vietinbank Lào	Công ty con	100.0%	Ngân hàng	1,166.0	2015
IndovinaBank	Công ty liên doanh	50.0%	Ngân hàng	193 triệu USD	1992
Aviva	Hợp tác kinh doanh	0.0%	Bảo hiểm nhân thọ	2,557	2011

Nguồn: CTG

**Cổ đông nước ngoài sở hữu gần đạt giới hạn tối đa 30% cho khối ngoại**

CTG hiện được sở hữu 64.46% với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 19.73% bởi MUFG Bank, 3.35% bởi Quỹ đầu tư cấp vốn IFC, 1.64% bởi IFC, 1.15% bởi Công đoàn, 9.67% bởi các cổ đông khác. Hiện tại khối ngoại đã sở hữu xấp xỉ 30% vốn của CTG, chạm ngưỡng giới hạn của pháp luật.



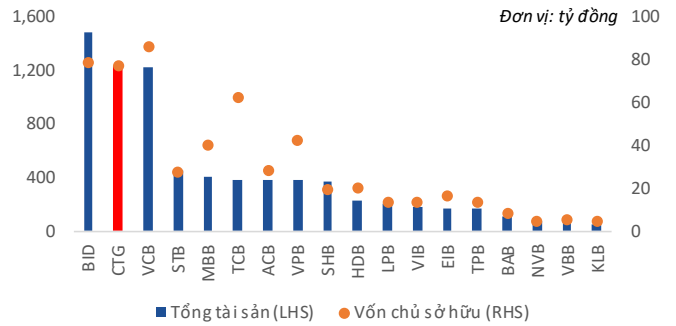
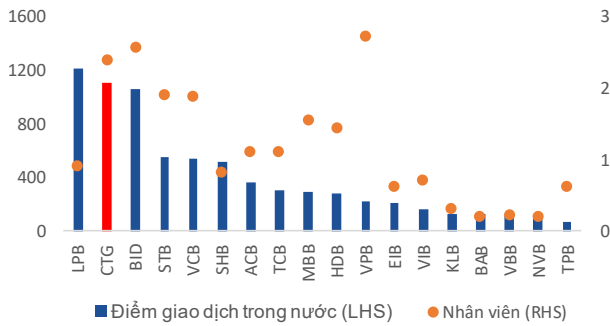
Nguồn: CTG

**II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

**QUY MÔ VÀ CHIẾN LƯỢC KINH DOANH**

**Quy mô hoạt động đứng thứ 2 trong số các ngân hàng niêm yết**

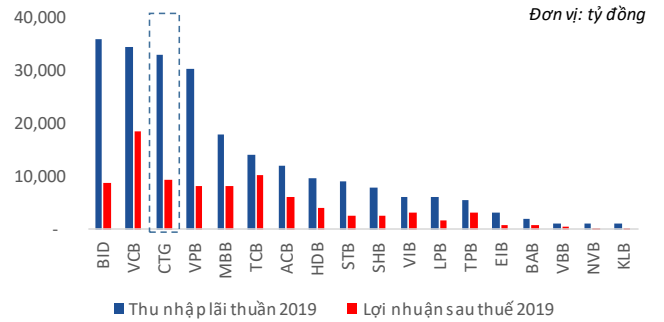
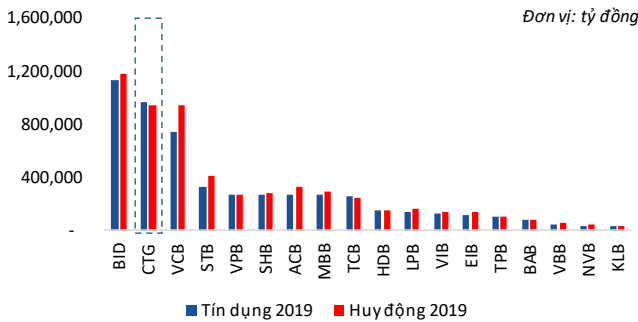
CTG là ngân hàng top đầu về quy mô hoạt động với mạng lưới điểm giao dịch rộng lớn với trên 1,000 chi nhánh và phòng giao dịch (chỉ sau LPB). Quy mô tổng tài sản đứng thứ 02, đạt 1.2 triệu tỷ đồng (chỉ sau BID).



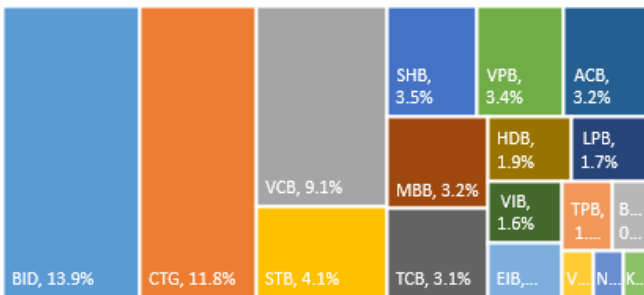
Nguồn: BCTC và BCTN các bên, EVS ước tính

Nguồn: BCTC và BCTN các bên, EVS ước tính

Quy mô tín dụng đạt 966 nghìn tỷ đồng, đứng thứ 2 sau BID. Quy mô huy động đạt 931 tỷ đồng, đứng thứ 03 sau BID và VCB. Thị phần tín dụng của CTG tại 30/09/2019 là 11.8%, trong khi thị phần huy động là 10.9%. CTG cũng đứng thứ 3 về quy mô thu nhập lãi thuần.

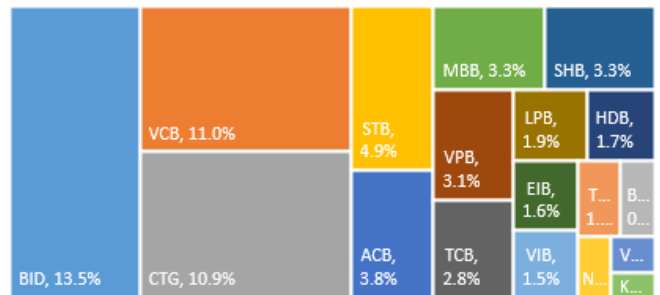


**Thị phần tín dụng**



Nguồn: Fiinpro, SBV, EVS ước tính

**Thị phần huy động**



Nguồn: Fiinpro, SBV, EVS ước tính

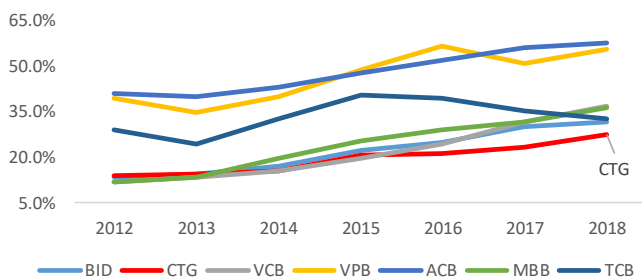
**Chiến lược kinh doanh: chuyển đổi cơ cấu danh mục tín dụng, cơ cấu thu nhập và phát triển ngân hàng điện tử**

Chuyển đổi cơ cấu danh mục theo hướng tập trung vào khách hàng SME, khách hàng cá nhân; chuyển đổi cơ cấu thu nhập theo hướng giảm phụ thuộc vào thu nhập lãi và số hóa hoạt động ngân hàng không phải là câu chuyện mới, mà được xem là hướng đi chung của ngành ngân hàng để (1) Cải thiện biên lãi thuần (NIM), (2) Giảm thiểu rủi ro nhờ đa dạng hóa (diversification), (3) Cải thiện CAR, tối ưu hóa thu nhập trên tài sản có rủi ro RoRWA (nhờ RWA của mảng bán lẻ thấp) và (4) Đảm bảo năng lực cạnh tranh trong thời đại Fintech phát triển mạnh mẽ.

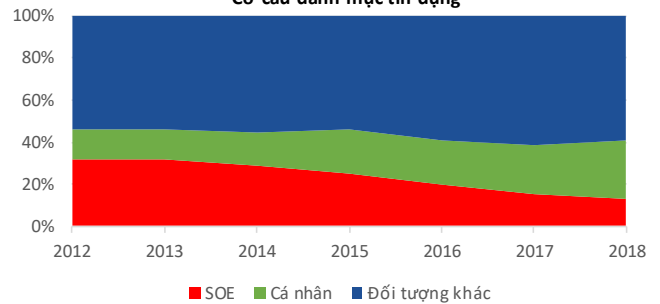
CTG đang chậm chân so với đối thủ cạnh tranh trong việc chuyển đổi cơ cấu danh mục tín dụng khi tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân của ngân hàng này tăng chậm chạp từ 13.9% năm 2012 lên 27.8% năm 2018, thua xa VCB (ở mức 36.9%), BID (ở mức 31.6%) và nhóm ngân hàng cổ phần. Tuy nhiên đây cũng chính là tiềm năng của CTG: nếu đẩy mạnh bán lẻ, NIM của CTG sẽ được cải thiện đáng kể trong thời gian tới.

Về 02 chiến lược còn lại, CTG đang thực thi khá tốt: (1) Tỷ trọng thu nhập từ hoạt động dịch vụ tăng từ 5.8% năm 2012 lên 10% năm 2019 (VCB là 9.4%, BID là 8.9%), điều này giúp CTG giảm bớt sự phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng (2) CTG là ngân hàng đầu tiên trong 03 ngân hàng có vốn nhà nước nâng cấp hệ thống Corebanking. CTG cũng là một trong các ngân hàng đầu tiên phát hành app Vietinbank Ipay phục vụ khách hàng cá nhân Vietinbank Efast phục vụ khách hàng doanh nghiệp.

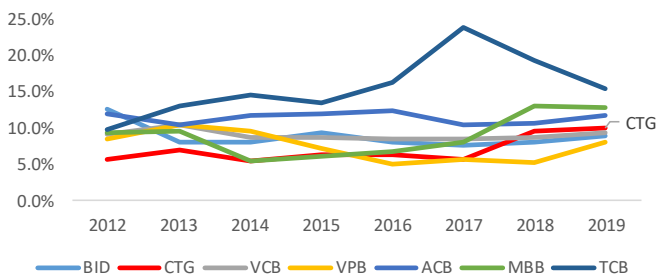
Tỷ trọng cho vay KHCN



Cơ cấu danh mục tín dụng



Tỷ lệ Lãi thuần dịch vụ/Tổng thu nhập



Giao diện Phần mềm eFast của Vietinbank

Nguồn: Fiinpro, EVS ước tính

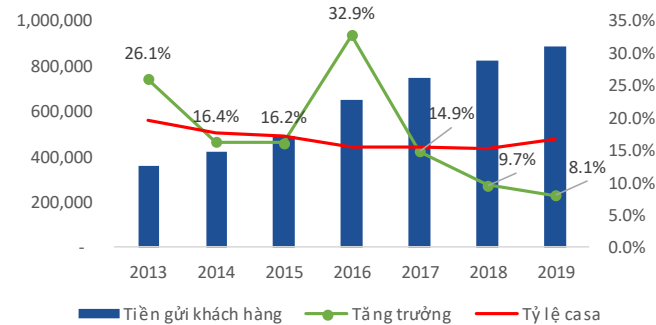
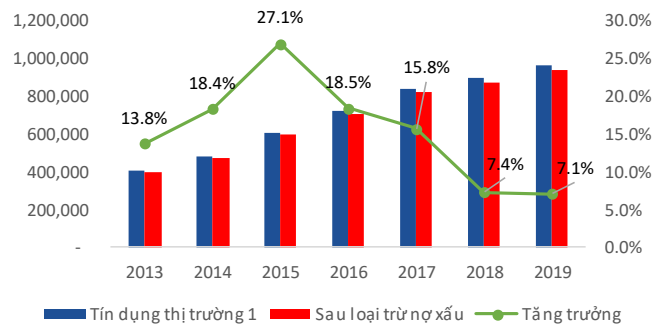
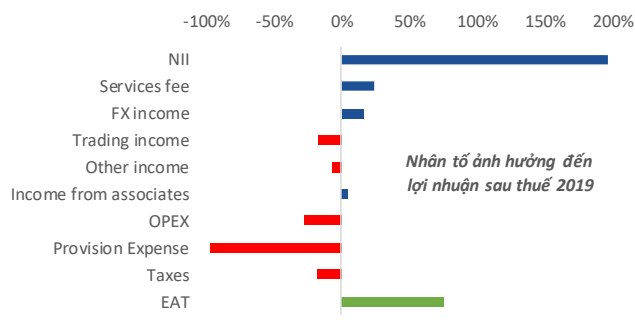
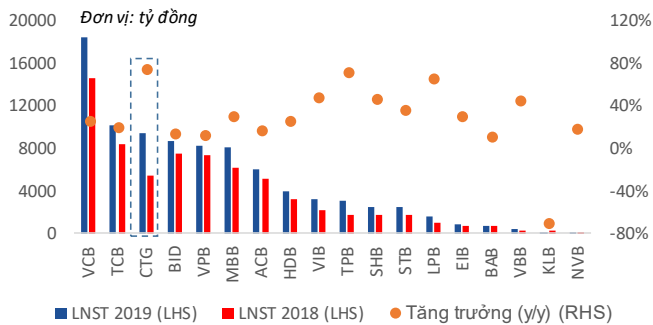
Nguồn: CTG

**Năm 2019, lợi nhuận sau thuế đứng thứ 3, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đứng đầu trong số các ngân hàng niêm yết**

**KẾT QUẢ KINH DOANH**

Năm 2019, CTG cán đích với lợi nhuận sau thuế đạt 9,461 tỷ đồng, tăng trưởng 75% so với cùng kỳ, đứng thứ 03 trong số các ngân hàng niêm yết (sau VCB và TCB). Tăng trưởng thu nhập lãi thuần và thu phí dịch vụ đóng góp chính vào tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của CTG trong năm.

Tăng trưởng tín dụng thị trường 1 năm 2019 vẫn ở mức thấp (xấp xỉ 7.1%) so với mức tăng trưởng tín dụng chung của toàn ngành khoảng 13.5%, nguyên nhân là do CTG không đáp ứng được tỷ lệ an toàn vốn theo Basel 2, điều mà chúng tôi bàn chi tiết ở phần sau. Tăng trưởng tiền gửi khách hàng ở mức 8.1%, cao hơn tăng trưởng tín dụng để giảm tỷ lệ LDR về mức quy định mới là 85%.



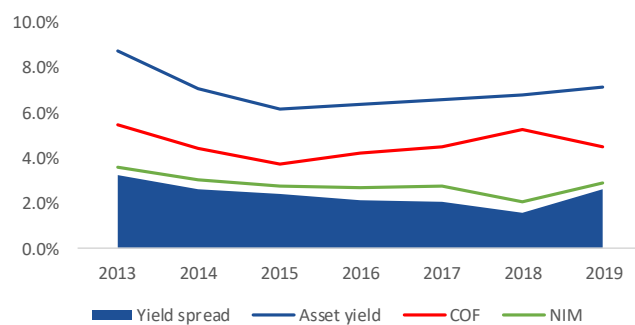
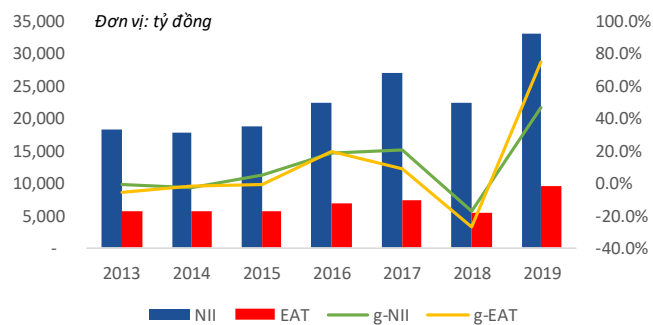
Nguồn: Fiinpro, EVS ước tính

**NIM được cải thiện từ 2.1% lên 2.9%**

Nguồn: Fiinpro, EVS ước tính

Thu nhập lãi thuần năm 2019 đạt 33,199 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 47.4% yoy. Nguyên nhân một phần là do chênh lệch giữa tỷ suất sinh lời của tài sản (asset yield) và chi phí huy động vốn (COF) được cải thiện +100bps (Yield spread +100bps, trong đó Asset yield +30 bps và COF -70bps). Đóng góp chính vào sự cải thiện của asset yield là sự tăng trưởng của tỷ suất sinh lời danh mục cho vay (loan yield). Tỷ suất này liên tục tăng từ mức 6.0% năm 2015 lên 9.0% năm 2019, là kết quả của việc cơ cấu lại danh mục tín dụng như chúng tôi đề cập ở trên. COF giảm nhờ quản lý thanh khoản tốt hơn, giảm số dư vay các TCTD khác trong kỳ.

Nguyên nhân khác là do chất lượng tài sản được cải thiện, quy mô tài sản sinh lời tăng, không còn ghi giảm thu nhập lãi do các khoản vay bị chuyển thành nợ xấu. Chúng tôi sẽ bàn kỹ hơn về chất lượng tài sản của CTG ở các phần sau.



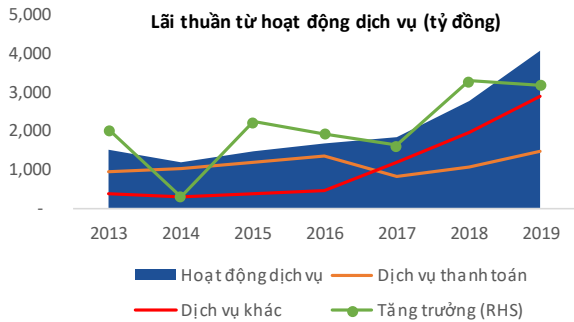
Nguồn: Fiinpro, EVS ước tính

**Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 17.7%, năng suất lao động của nhân viên được nâng cao**

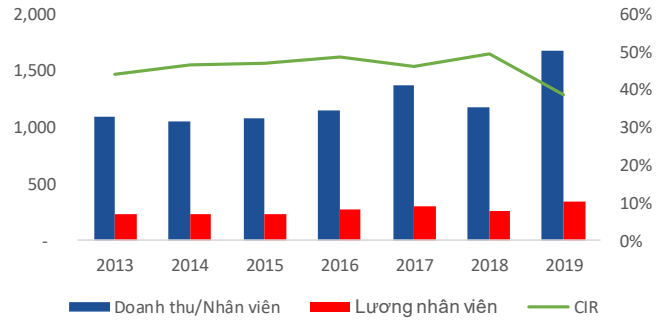
Nguồn: Fiinpro, EVS ước tính

Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng trưởng tốt với tốc độ tăng trưởng 2 năm gần nhất đều trên 40%, chiếm 10% tổng thu nhập hoạt động của CTG trong năm 2019. CTG không thuyết minh rõ về khoản thu nhập này, tuy nhiên chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng thu nhập ngoài lãi trong 02 năm vừa qua một phần nhờ thỏa thuận banca với Aviva từ cuối năm 2017.

Tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập (CIR) được cải thiện từ mức 50% năm 2018 xuống 39% năm 2019. Doanh thu/nhân viên tăng 41.5% lên mức 1,681 tỷ đồng/nhân viên/năm, trong khi chi phí lương bình quân chỉ tăng 28.0% lên mức 341 triệu đồng/người/năm. Mức lương nhân viên CTG bình quân hiện tại thuộc Top cao trong ngành ngân hàng, tuy nhiên - theo đánh giá của chúng tôi - vẫn chưa xứng đáng với vị thế của CTG khi còn thua xa VCB (412 triệu đồng), TCB (408 triệu đồng), hay MBB (350 triệu đồng). Chúng tôi cho rằng CTG không còn room để cắt giảm chi phí lương trong bối cảnh thị trường lao động ngành ngân hàng khá cạnh tranh, mức độ luân chuyển nhân sự cao. Để tiếp tục cải thiện CIR, CTG cần nâng cao hiệu quả của một nhân viên.



Nguồn: CTG, EVS ước tính



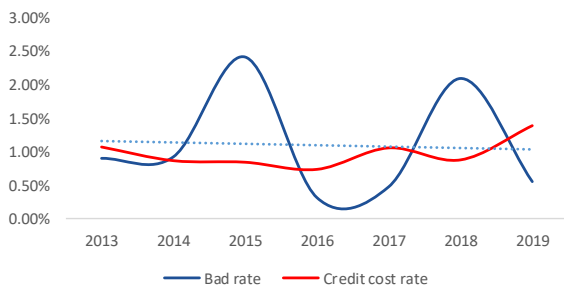
Nguồn: CTG, EVS ước tính

**CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG**

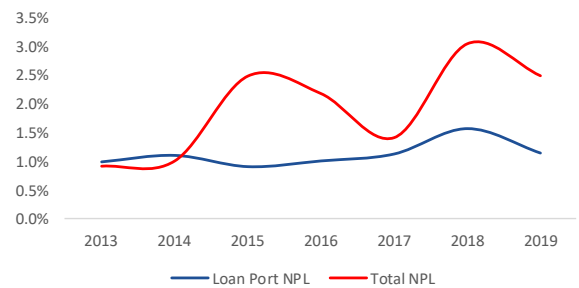
**Chất lượng tài sản có xu hướng cải thiện, tuy nhiên vẫn cần thêm thời gian để xử lý nợ xấu**

Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ chuyển nợ xấu (Bad rate) từ năm 2013 trở lại đây biến động, tuy nhiên có xu hướng giảm. Năm 2015 và 2018 là 02 năm Bad rate đạt đỉnh, giá trị các khoản nợ xấu bán cho VAMC tăng mạnh.

Chi phí dự phòng (Credit cost) thường biến động cùng chiều với Bad rate, tuy nhiên nhờ bán nợ xấu cho VAMC, dự phòng nợ xấu được trích dần trong nhiều năm, do đó Credit cost biến động với biên độ nhỏ hơn. Credit cost thấp hơn Bad rate các năm qua là nguyên nhân khiến tỷ lệ NPL toàn phần (bao gồm cả trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu đặc biệt do VAMC phát hành) của CTG tăng từ 0.93% năm 2013 lên 2.11% năm 2019. Chúng tôi cho rằng Credit cost của CTG sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao hơn so với Bad rate trong một vài năm tới để xử lý các khoản nợ xấu.



Nguồn: CTG, EVS ước tính

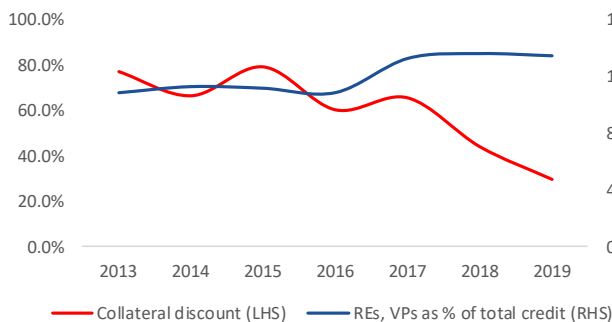


Nguồn: CTG, EVS ước tính

**CTG đã thận trọng hơn trong việc trích lập dự phòng**

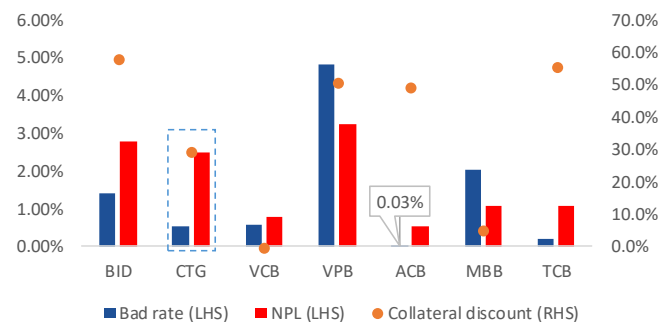
Điểm tích cực là CTG đã thận trọng hơn trong việc trích lập dự phòng, thể hiện ở tỷ lệ giảm trừ tài sản bảo đảm (Collateral discount) trước trích lập giảm dần theo thời gian, trong khi tỷ lệ Tài sản bảo đảm là Bất động sản và Giấy tờ có giá (REs, VPs) – loại TSBĐ được phép giảm trừ - tăng qua các năm.

Tuy nhiên nếu so sánh với các đối thủ cạnh tranh, mức giảm trừ TSBĐ của CTG chỉ ở mức trung bình, tỷ lệ nợ xấu ở mức cao.



Nguồn: CTG, EVS ước tính

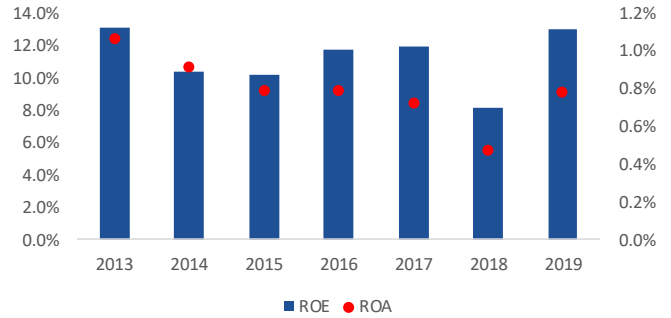
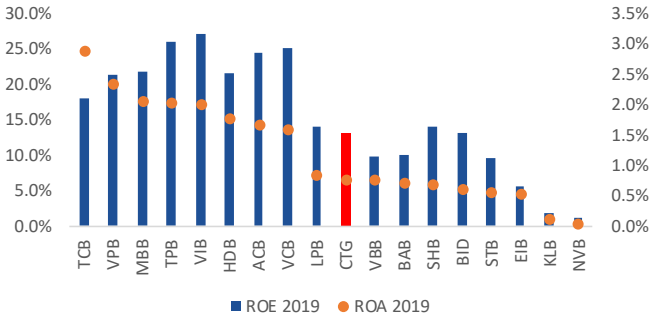
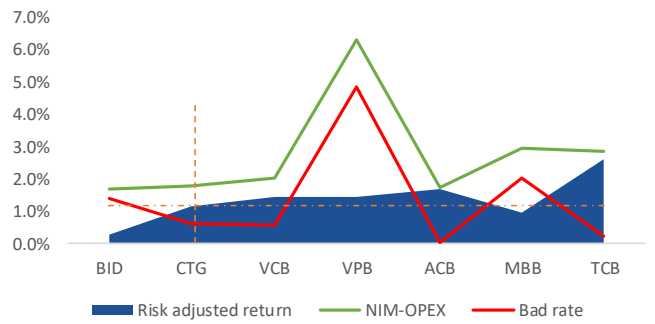
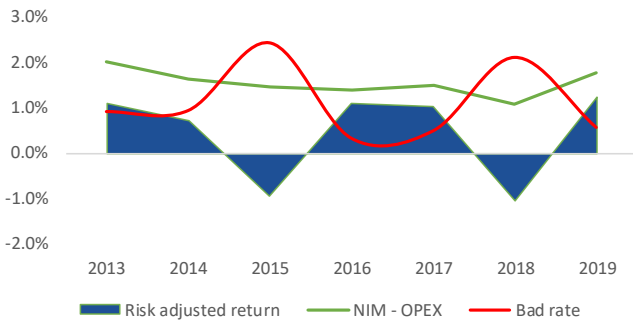
**Hiệu quả kinh doanh ở mức trung bình so với ngành**



Nguồn: EVS ước tính

Ngành ngân hàng là ngành kinh doanh rủi ro. Để kinh doanh hiệu quả, thu nhập của ngân hàng cần tối thiểu bù đắp được rủi ro mà ngân hàng đó chấp nhận. Khi xét đến hiệu quả sinh lời điều chỉnh rủi ro tín dụng (Risk adjusted return), chúng tôi nhận thấy tỷ suất sinh lời của CTG biến động, và chỉ ở mức dưới trung bình trong năm gần nhất (đứng 5/7 trong số các ngân hàng so sánh). Điều này cũng thể hiện ở xếp hạng chỉ số ROA và ROE. ROE năm 2019 đạt 13%, mặc dù tăng mạnh so với năm 2018, tuy nhiên cũng chỉ đứng thứ 11

trong số 18 ngân hàng niêm yết. ROA đạt 0.8%, đứng thứ 10/18.



Nguồn: EVS ước tính

Nguồn: EVS ước tính

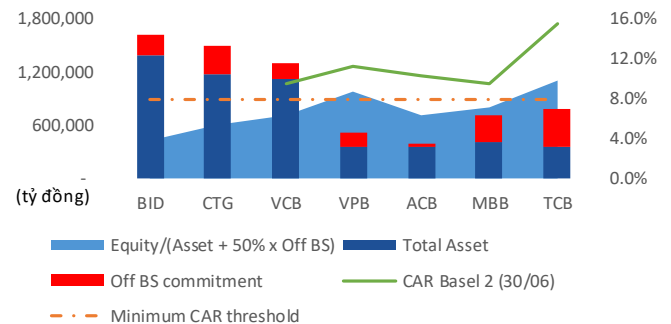
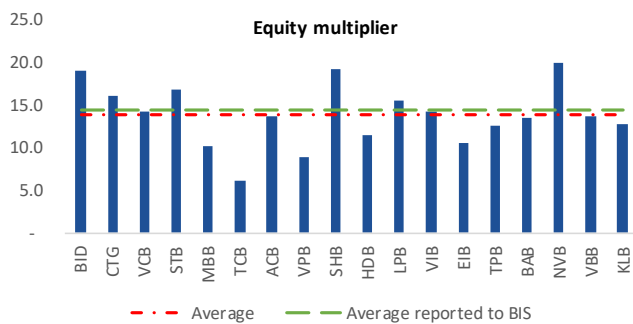
**CÁC CHỈ TIÊU AN TOÀN**

**Đáp ứng CAR có thể giúp nới room tăng trưởng tín dụng cấp cho CTG**

CTG là 1 trong 17 ngân hàng thí điểm áp dụng sớm Basel 2, tuy nhiên hiện tại đã hết thời hạn (năm 2019), CTG vẫn chưa đáp ứng được tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR).

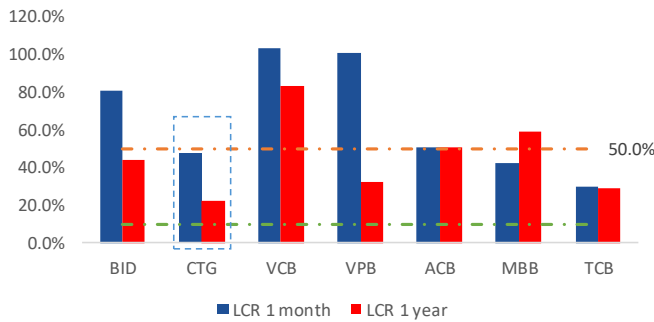
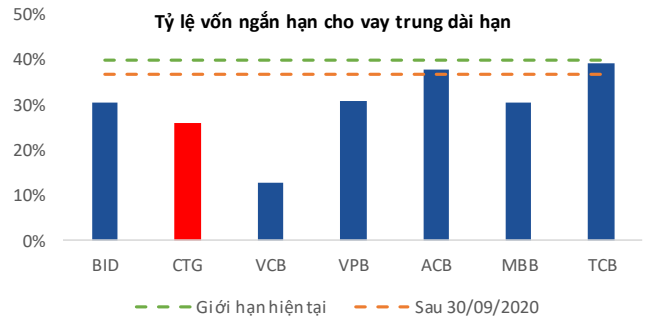
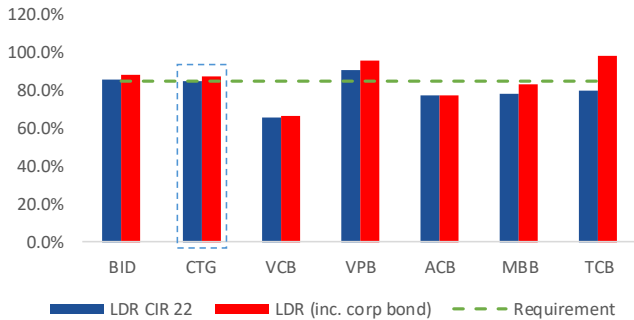
Hệ số nhân vốn chủ sở hữu (Equity multiplier) của CTG cuối năm 2019 ở mức 16.1 lần, cao hơn mức bình quân 18 ngân hàng Việt Nam niêm yết - ở mức 13.8 lần - và cao hơn mức bình quân các ngân hàng quốc tế gửi báo cáo cho ủy ban Basel (BIS) - ở mức 14.5 lần. Điều này cho thấy vốn chủ sở hữu của CTG mỏng hơn so với mức bình quân.

Ban lãnh đạo ngân hàng gần đây cho biết ngân hàng sẽ đáp ứng Basel 2 khi được giữ lại lợi nhuận. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng kể cả trong trường hợp này CAR của CTG vẫn thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh.



**LDR sát ngưỡng giới hạn, áp lực tiêu cực đến NIM. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn và thanh khoản ở mức an toàn**

Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) theo quy định tại Thông tư 22 (hiệu lực từ năm 2020) tối thiểu là 85%. Chỉ số này của CTG tại 31/12/2019 theo ước tính của chúng tôi là 84.99%, vừa đủ đáp ứng quy định. Như vậy nếu muốn tăng trưởng tín dụng năm 2020, cho dù được tăng vốn hay không, CTG vẫn phải tiếp tục đẩy mạnh quy mô huy động, khiến chi phí lãi tăng, ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập lãi thuần.



Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của CTG cuối năm 2019 theo ước tính của chúng tôi là 26%, tốt hơn nhiều so với quy định của ngân hàng nhà nước. Tỷ lệ khả năng chi trả trong vòng 30 ngày (LCR) xấp xỉ 50%, khả năng chi trả 1 năm xấp xỉ 23%, tương đương mức khuyến nghị (50% đối với 1 tháng, 10% đối với 1 năm).

**Tăng trưởng tín dụng dự phóng đạt 7%**

**NIM kỳ vọng được duy trì ở mức đạt 2.9%**

**Chi phí dự phòng tăng do ảnh hưởng của Covid-19**

**CTG đang được định giá ở mức thấp**

### III. DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Ban lãnh đạo CTG cho biết tại hội nghị nhà đầu tư gần đây, ngân hàng này sẽ đáp ứng tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) theo Basel 2 sau khi được phép giữ lại lợi nhuận 2 năm gần nhất. Tuy nhiên ngay cả khi đáp ứng, tỷ lệ CAR của CTG khả năng chỉ sát mức quy định (8%) do hệ số nhân vốn chủ sở hữu của ngân hàng này vẫn ở mức cao, và CTG nhiều khả năng sẽ không thuộc top các ngân hàng được cấp room tăng trưởng tín dụng lớn. Cộng với diễn biến dịch bệnh Covid-19 phức tạp trong thời gian gần đây làm hoạt động kinh doanh và nhu cầu vay vốn của nhiều doanh nghiệp bị ảnh hưởng mạnh, do đó chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2020 của CTG chỉ ở mức 7%, tương đương 02 năm gần nhất.

Nếu bỏ qua năm 2018 khi CTG ghi giảm thu nhập lãi do nợ xấu thì NIM của CTG liên tục được cải thiện kể từ năm 2016 trở lại đây (từ 2.7% lên 2.9%).

Dự phóng của chúng tôi về NIM 2020:

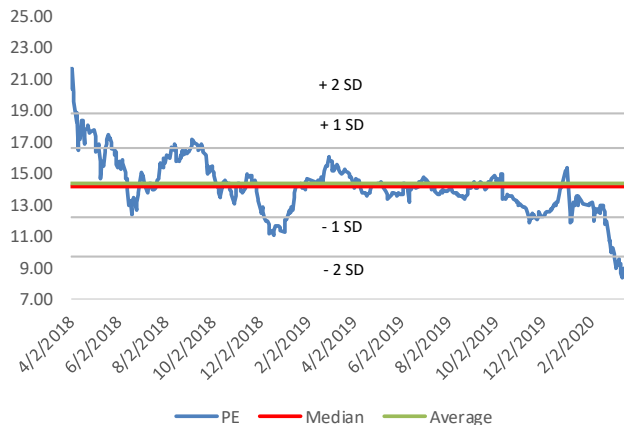
+ Về chi phí lãi: chúng tôi đánh giá CTG hiện không còn room để giảm quy mô huy động do tỷ lệ LDR đã chạm ngưỡng giới hạn. Các chiến lược giảm chi phí huy động vốn như thu hút CASA từ người gửi tiền hoặc giảm vốn cấp 2 (trái phiếu) thay vào đó bởi lợi nhuận giữ lại cũng chưa rõ ràng. Do đó chúng tôi cho rằng chi phí huy động vốn của CTG sẽ biến động cùng với lãi suất của thị trường.

+ Về thu nhập lãi: chúng tôi kỳ vọng suất sinh lời của tài sản (asset yield) sẽ tiếp tục được duy trì tương đương năm 2019 ngay cả khi ngân hàng này giảm lãi suất để hỗ trợ các doanh nghiệp ảnh hưởng bởi Covid-19 nhờ việc (1) Tiếp tục tăng tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân - đối tượng có lãi suất cho vay cao, hiện vẫn chiếm tỷ trọng lãi suất thấp trong danh mục của CTG và (2) Room tăng trưởng tín dụng không cao, do đó áp lực giảm lãi suất để thu hút khách hàng không lớn.

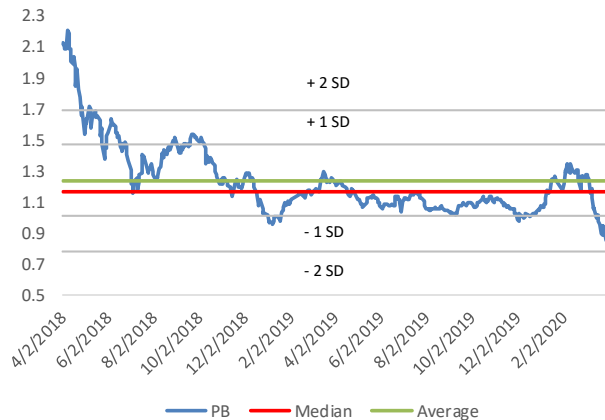
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ Tỷ lệ chuyển nợ xấu của CTG trong năm 2020 ở mức 1%, cao hơn 0.4% so với năm 2019 do ảnh hưởng từ dịch Covid-19, và ngân hàng sẽ trích lập hết toàn bộ khoản nợ xấu VAMC.

Sau thông tin tiêu cực về dịch bệnh Covid-19 trong tuần trước, cổ phiếu CTG đã giảm giá mạnh về vùng định giá thấp, với mức PE, PB thấp nhất trong vòng 2 năm trở lại đây.





Nguồn: EVS ước tính



Nguồn: EVS ước tính

Khi so sánh với các ngân hàng khác, mức định giá theo PB của CTG cũng ở mức thấp, mức định giá PE ở mức trung bình. Nếu chỉ so sánh với các ngân hàng có cùng quy mô là VCB hay BID, thì có thể thấy CTG đang được định giá rẻ hơn khá nhiều.

Ngân hàng	PE	PB
VCB	14.5	3.0
BID	14.8	1.7
ACB	5.1	1.1
VPB	5.1	1.0
MBB	4.0	0.9
TCB	5.4	0.9
<b>CTG</b>	<b>9.0</b>	<b>0.9</b>
Median	5.4	1.0

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG với giá mục tiêu 24,000 VNĐ/cổ phiếu**

Với những giả định nêu trên, chúng tôi dự phóng EPS và BVPS của CTG năm 2020 lần lượt đạt 1,803 VND (-11.8% yoy) và 22,440 VND. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của CTG sẽ ở mức 24,000 VND (upside 31.1%) trong vòng 1 năm tới, tương ứng với mức PE = 13.3 lần và PB = 1.07 lần, và PE fw = 6.26 lần, PB fw = 0.91 lần tại thời điểm đó.

**Rủi ro đầu tư là diễn biến dịch bệnh Covid-19 phức tạp, nợ xấu tiềm ẩn và rủi ro pha loãng**

Dịch Covid-19 có thể ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ vỡ nợ của khách hàng của CTG. Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy của 2 biến số này đến EPS và BVPS của CTG.

EPS	1,803	Tăng trưởng tín dụng					
		5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
Tỷ lệ chuyển nợ xấu	0.8%	2,119	2,126	2,133	2,140	2,147	2,153
	0.9%	1,956	1,962	1,968	1,974	1,980	1,986
	1.0%	1,793	1,798	1,803	1,809	1,814	1,819
	1.1%	1,630	1,634	1,639	1,643	1,648	1,652
	1.2%	1,467	1,471	1,474	1,478	1,482	1,485

BVPS	22,440	Credit growth					
		5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
Tỷ lệ chuyển nợ xấu	0.8%	22,755	22,762	22,769	22,776	22,783	22,790
	0.9%	22,592	22,598	22,605	22,611	22,617	22,623
	1.0%	22,429	22,435	22,440	22,445	22,451	22,456
	1.1%	22,266	22,271	22,275	22,280	22,284	22,289
	1.2%	22,103	22,107	22,111	22,114	22,118	22,122

Bên cạnh đó, nhà đầu tư cần theo dõi thêm các rủi ro về:

- + Các khoản nợ xấu tiềm ẩn chưa được thể hiện trên bảng cân đối, bởi CTG đã có lịch sử chuyển nợ xấu quy mô lớn cho VAMC vào các quý cuối năm.
- + Rủi ro pha loãng: Trong một số phát biểu gần đây, lãnh đạo ngân hàng nhà nước cho biết sẽ tăng vốn cho CTG thêm 10,000 tỷ đồng, tuy nhiên chưa thông tin về phương thức tăng vốn. Trường hợp CTG phát hành mới cổ phiếu để tăng vốn sẽ ảnh hưởng đến định giá cổ phiếu của ngân hàng này.

<b>Báo cáo Kết quả HĐKD</b> (Tỷ VNĐ)	2017	2018	2019
Thu nhập lãi	65,277	73,870	82,743
Chi phí lãi	(38,204)	(51,658)	(49,544)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>27,073</b>	<b>22,212</b>	<b>33,199</b>
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	4,302	5,964	7,888
Chi phí hoạt động dịch vụ	(2,447)	(3,193)	(3,833)
<b>Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ</b>	<b>1,855</b>	<b>2,771</b>	<b>4,055</b>
Lãi/(lỗ) thuần từ HĐ kinh doanh ngoại hối	710	710	1,564
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	325	271	366
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	(81)	218	(791)
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	1,995	1,889	1,497
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	743	374	628
Tổng thu nhập hoạt động	32,620	28,446	40,519
Chi phí hoạt động	(15,070)	(14,084)	(15,735)
<b>LN thuần từ HĐKD trước CF dự phòng rủi ro tín dụng</b>	<b>17,550</b>	<b>14,361</b>	<b>24,785</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(8,344)	(7,803)	(13,004)
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>9,206</b>	<b>6,559</b>	<b>11,781</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(1,747)	(1,281)	(2,304)
Lợi nhuận sau thuế	7,459	5,277	9,477
<b>Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>7,432</b>	<b>5,275</b>	<b>9,461</b>

<b>Chỉ số hoạt động</b>	2017	2018	2019
<b>Chỉ số trên mỗi cổ phiếu</b>			
Số CP Lưu hành	3,723	3,723	3,723
EPS cơ bản	1,546	1,036	2,044
<b>Chất lượng Vốn và Tài sản</b>			
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1.14%	1.59%	1.16%
Trích lập dự phòng/Nợ xấu	-92.14%	-95.26%	-119.72%
Trích lập dự phòng/Dư nợ cho vay	1.05%	1.51%	1.38%
Chi phí DPRR/Cho vay KH	-1.15%	-0.94%	-1.44%
Vốn CSH/Nợ vay	6.18%	6.14%	6.65%
Vốn CSH/Dư nợ cho vay	8.06%	7.78%	8.27%
Vốn CSH/Tổng tài sản	5.82%	5.78%	6.23%
Tỷ lệ Dư nợ/Tiền gửi (LDR)	105.01%	104.74%	104.76%
<b>Định giá</b>			
Vốn hóa thị trường	78,192	78,192	78,192
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,103,507	1,168,136	1,233,265
P/E	13.6	20.3	10.3
P/B	1.2	1.2	1.0
<b>Lợi nhuận và Hiệu quả quản lý</b>			
ROE %	12.02%	8.05%	13.10%
ROA trước dự phòng %	1.72%	1.27%	2.06%
ROA %	0.73%	0.47%	0.79%
ROIC%	0.00%	0.00%	0.00%
Biên lãi suất ròng (NIM)	2.77%	2.05%	2.87%
Lợi suất trung bình của Tài sản sinh lời	6.69%	6.81%	7.15%
Thu nhập ngoài lãi/ Thu nhập từ lãi	17.74%	26.38%	20.16%
Tỷ lệ Chi phí/Thu nhập (CIR)	-46.20%	-49.51%	-38.83%
Tỷ suất cổ tức	0.00%	0.00%	0.00%

<b>Bảng cân đối kế toán</b> (Tỷ VNĐ)	2017	2018	2019
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	5,980	7,028	8,283
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	20,757	23,182	24,874
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	107,510	130,512	129,389
Tiền gửi tại các TCTD khác	101,938	126,277	123,085
Cho vay các TCTD khác	5,572	4,235	6,304
Dự phòng rủi ro	-	-	-
Chứng khoán kinh doanh	3,529	3,132	3,825
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính	529	281	470
<b>Cho vay khách hàng</b>	<b>782,385</b>	<b>851,866</b>	<b>922,325</b>
Cho vay khách hàng	790,688	864,926	935,271
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	(8,303)	(13,060)	(12,946)
Chứng khoán đầu tư	128,393	102,100	104,615
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	125,760	88,586	97,132
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	5,133	16,208	15,368
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	(2,500)	(2,694)	(7,884)
Góp vốn, đầu tư dài hạn	3,114	3,317	3,283
Đầu tư vào công ty liên doanh	2,704	2,906	3,018
Đầu tư dài hạn khác	413	413	265
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	(3)	(2)	-
Tài sản cố định	11,437	11,140	10,997
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Tài sản Cố khác	31,428	31,731	32,651
Các khoản phải thu	13,714	21,741	22,350
Các khoản lãi, phí phải thu	14,524	6,593	6,676
Tài sản thuế TNDN hoãn lại	-	-	-
Tài sản Cố khác	3,197	3,405	3,637
- Trong đó: Lợi thế thương mại	3	1	-
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1,095,061</b>	<b>1,164,290</b>	<b>1,240,711</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1,031,296</b>	<b>1,096,973</b>	<b>1,163,357</b>
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	15,207	62,600	70,603
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	115,159	111,400	109,483
Tiền gửi của các tổ chức tín dụng khác	68,526	73,942	82,538
Vay các tổ chức tín dụng khác	46,633	37,458	26,945
Tiền gửi của khách hàng	752,935	825,816	892,785
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư	6,364	5,934	5,776
Phát hành giấy tờ có giá	22,502	46,216	57,066
Các khoản nợ khác	119,129	45,007	27,643
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>63,765</b>	<b>67,316</b>	<b>77,355</b>
Vốn của tổ chức tín dụng	46,209	46,416	46,725
Vốn điều lệ	37,234	37,234	37,234
Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975
Cổ phiếu Quỹ	-	-	-
Vốn khác	-	207	516
Quỹ của tổ chức tín dụng	7,476	8,168	9,610
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	551	600	626
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	9,234	11,837	19,833
Lợi ích của cổ đông thiểu số	296	296	561
<b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>1,095,061</b>	<b>1,164,290</b>	<b>1,240,711</b>

## CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

## XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN NGHIÊN CỨU

Chuyên viên nghiên cứu thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (1) Báo cáo này phản ánh ý kiến độc lập, khách quan của chuyên viên nghiên cứu; (2) Chuyên viên nghiên cứu không có phần thù lao nào đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này; (3) Tại thời điểm công bố báo cáo, chuyên viên nghiên cứu hiện nắm giữ vị thế liên quan cổ phiếu đề cập trong báo cáo và được hưởng lợi từ việc tăng giá cổ phiếu.

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## THÔNG TIN LIÊN LẠC

**CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- [www.eves.com.vn](http://www.eves.com.vn)**

### Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

### Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

### Chi nhánh Hàm Nghi:

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

### Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586