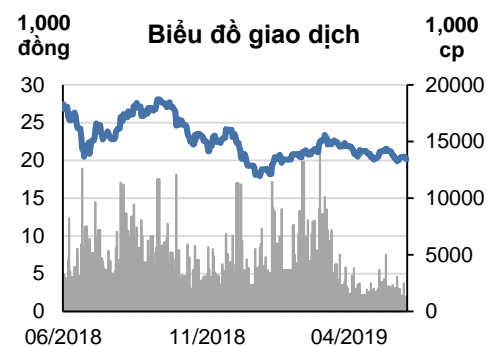


CTG (HOSE) Tập trung cơ cấu và giải quyết nợ xấu, vững bước phát triển.

Đánh giá TRUNG LẬP
Ngân hàng

Giá thị trường (VND)	20,150
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	22,600
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	10%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	10%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	4%	-2%	-11%	-27%
Tương đối	-3%	-1%	-6%	-21%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 14/06/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	17.9k-28.1k
SL lưu hành (triệu cp)	3,723
Vốn hóa (tỷ đồng)	75,027
Vốn hóa (triệu USD)	3,218
% khối ngoại sở hữu	30.0%
SL cp tự do (triệu cp)	290.1
KLGD TB 3 tháng (cp)	3,223,374
VND/USD	23,317
Index: VNIndex / HNX	950/104

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 14/06/2019

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	64.46%
MUFG Bank, Ltd	19.73%
Quỹ Đầu tư Cấp vốn IFC L.P	5.39%

Nguồn: Fiinpro

Nguyễn D. B. Ngọc

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1461

ngoc.nd@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Năm 2018

Lợi nhuận sau thuế suy giảm. LNST ghi nhận ở mức 5,414 tỷ đồng, giảm -27.2% n/n chủ yếu do mức tăng bất thường 6,547 tỷ đồng chi phí khác từ hoạt động tín dụng trong 4Q2018. Thu nhập lãi thuần chỉ đạt 22,518 tỷ đồng (-16.8% n/n), chiếm 78.4% tổng thu nhập hoạt động (28,738 tỷ đồng, giảm 11.9% n/n). Theo Vietinbank, các chi phí khác từ hoạt động tín dụng tăng do ngân hàng đang ghi nhận, tái cơ cấu và trích lập dự phòng cho các khoản nợ xấu còn tồn đọng trước đây. ROE là 8.3%, giảm 3.7% so với năm trước (12%). NIM là 2.1%, giảm 0.7% so với mức 2.8% của năm 2017.

Dư nợ tín dụng tăng chậm lại trong khi nợ xấu và trái phiếu VAMC tăng vọt. Tại ngày 31/12/2018, cho vay khách hàng là 864,926 tỷ đồng, tăng +9.4% n/n và chiếm 74.3% tổng tài sản. Trong khi đó, các khoản nợ xấu tăng ~52% n/n lên 13,691 tỷ đồng; trái phiếu VAMC tăng 1,829% n/n lên 11,197 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5 + trái phiếu VAMC) chiếm 2.9% tổng dư nợ.

1Q2019

Việc ghi nhận và xử lý các khoản nợ khó thu hồi sẽ làm tăng tính minh bạch của bảng cân đối kế toán; đồng thời tiến trình giải quyết nợ xấu sẽ là một điểm sáng tích cực trong dài hạn đối với sự phát triển của Vietinbank. Tuy nhiên, điều này sẽ tạo thêm áp lực làm giảm lợi nhuận, đặc biệt là trong thời điểm hiện tại, Vietinbank đang gấp rút tăng vốn nhằm đáp ứng nhu cầu tăng trưởng tín dụng và đảm bảo an toàn vốn. Theo thông tin từ Vietinbank, kế hoạch tái cấu trúc đã được Ngân hàng Nhà nước phê duyệt và sẽ được thực hiện trong 2 năm tới.

LNST 1Q2019 đạt 2,528 tỷ đồng, tăng +4.1% so với năm ngoái. Thu nhập lãi thuần xấp xỉ 7,950 tỷ đồng, chiếm 82.5% tổng thu nhập hoạt động (9,632 tỷ đồng).

Chúng tôi ước tính LNTT là 9,120 tỷ đồng (+35.5% n/n) trong năm 2019 và 10,271 tỷ đồng (+12.6% n/n) vào năm 2020. EPS tương ứng là 1,590 đồng và 1,838 đồng; BVPS là 20,007 đồng và 21,527 đồng cho 2019 và 2020.

Khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng giá cổ phiếu CTG sẽ đạt **22,600 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019 và **25,100 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2020. Khuyến nghị

TRUNG LẬP.

Dự phóng

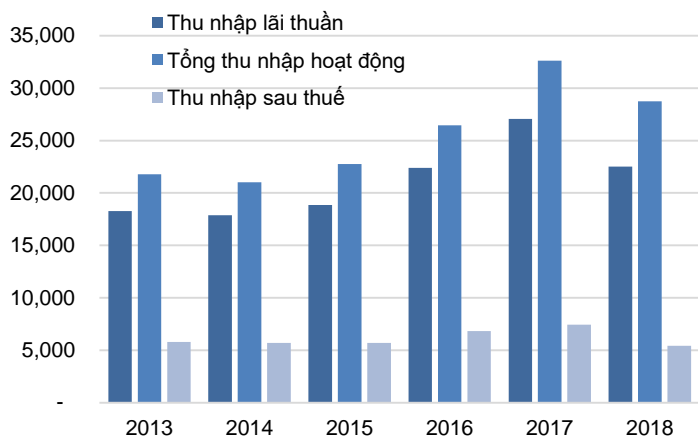
Tỷ đồng	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2018	2019F	2020F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	16,682	16,218	17,504	17,611	18,513	19,206	18,820	19,659	74,176	80,747	86,399
Chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự	9,363	9,786	10,349	10,377	11,307	11,699	18,247	11,709	51,658	52,025	55,927
Thu nhập lãi thuần	7,319	6,432	7,156	7,234	7,207	7,507	572	7,950	22,518	28,722	30,472
% so với thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	44%	40%	41%	41%	39%	39%	3%	40%	30%	36%	35%
Thu nhập ngoài lãi	1,289	1,175	1,525	1,601	1,295	1,782	1,549	1,683	6,220	6,354	6,794
% trên tổng thu nhập hoạt động	15%	15%	18%	18%	15%	19%	73%	17%	22%	18%	18%
Tổng thu nhập hoạt động	8,608	7,607	8,681	8,835	8,502	9,289	2,122	9,632	28,738	35,076	37,266
Chi phí QLDN	3,560	3,369	5,026	3,455	3,663	3,581	3,558	3,238	14,256	16,836	17,515
Tỷ lệ chi phí hoạt động - CIR (%)	41%	44%	58%	39%	43%	39%	168%	34%	50%	48%	47%
Lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng rủi ro tín dụng	5,048	4,238	3,655	5,379	4,839	5,708	-1,436	6,394	14,482	18,239	19,751
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	2,779	1,820	1,681	2,351	2,601	3,378	-583	3,242	7,751	9,120	9,480
Dự phòng/LN trước dự phòng	55%	43%	46%	44%	54%	59%	41%	51%	54%	50%	48%
Lợi nhuận trước thuế	2,270	2,419	1,974	3,028	2,238	2,330	-853	3,153	6,730	9,120	10,271
LN sau thuế	1,873	1,950	1,578	2,429	1,808	1,871	-687	2,528	5,414	7,337	8,263
Tăng trưởng (%)	-	-	1%	20%	-3%	-4%	-144%	4%	-27%	36%	13%

Nguồn: KIS ước tính

Định giá

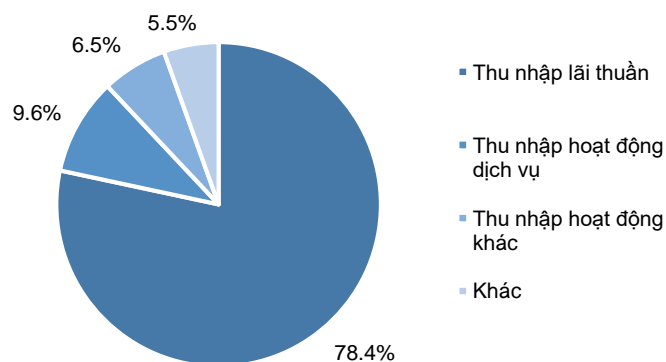
VND	2019F	2020F	Ghi chú
EPS	1,590	1,838	
Giá theo P/E	19,076	22,061	Giá trị P/E là 12x. P/E TB lịch sử 3 năm gần nhất là 12x
BVPS	20,007	21,527	
Giá theo P/B	26,010	27,985	Giá trị P/E là 1.3x P/B TB lịch sử 3 năm gần nhất là 1.3x
Giá mục tiêu	22,600	25,100	
Tỷ lệ tăng giá	10.0%	22.1%	
Suất sinh lợi cổ tức	0.0%	3.4%	
Tổng suất sinh lợi	10.0%	25.5%	

Hình 01. Khả năng sinh lợi



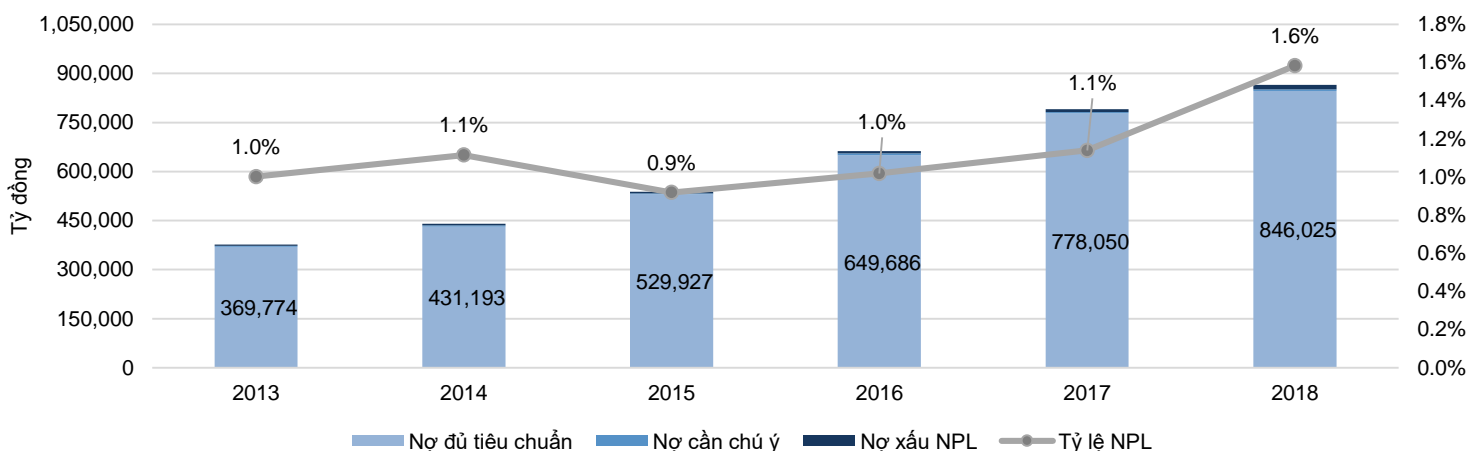
Nguồn: KIS, Vietinbank

Hình 02. Cơ cấu tổng thu nhập hoạt động 2018



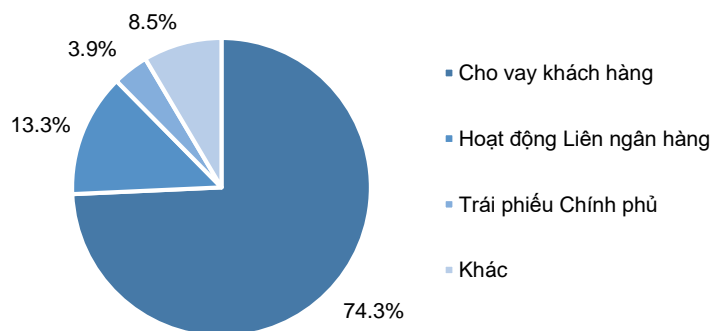
Nguồn: KIS, Vietinbank

Hình 03. Hoạt động tín dụng



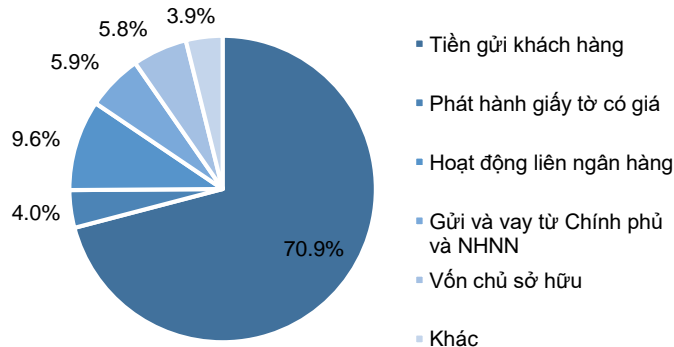
Nguồn: Bloomberg, KIS, Vietinbank

Hình 04. Cơ cấu tổng tài sản vào ngày 31/12/2018



Nguồn: Bloomberg, KIS, Vietinbank

Hình 05. Cơ cấu nguồn vốn vào ngày 31/12/2018



Nguồn: Bloomberg, KIS, Vietinbank

KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Thu nhập lãi thuần	22,405	27,073	22,518	28,722	30,472
% tăng trưởng	19%	21%	-17%	28%	6%
NIM (%)	2.8%	2.8%	2.1%	2.5%	2.5%
Thu nhập ngoài lãi	4,057	5,547	6,220	6,354	6,794
% trên tổng thu nhập HĐ	15%	17%	22%	18%	18%
Tổng thu nhập hoạt động	26,462	32,620	28,738	35,076	37,266
% tăng trưởng	16%	23%	-12%	22%	6%
Chi phí hoạt động	12,871	15,070	14,256	16,836	17,515
Tỷ lệ chi phí hoạt động CIR (%)	49%	46%	50%	48%	47%
LNHĐ trước dự phòng	13,592	17,550	14,482	18,239	19,751
Chi phí dự phòng	5,022	8,344	7,751	9,120	9,480
Lợi nhuận trước thuế	8,569	9,206	6,730	9,120	10,271
% tăng trưởng	17%	7%	-27%	35%	13%
Thuế thu nhập DN	1,712	1,747	1,314	1,780	2,005
Lợi nhuận sau thuế	6,858	7,459	5,416	7,339	8,265
% tăng trưởng	20%	9%	-27%	35%	13%
Lợi ích CĐ thiểu số	20	27	2	2	2
LN cho công ty mẹ	6,838	7,432	5,414	7,337	8,263
Số lượng CP (triệu)	3,723	3,723	3,723	3,723	3,723
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,457	1,547	1,073	1,590	1,838
Tăng EPS (%)	19%	6%	-31%	48%	16%
Cổ tức (VND)	700	-	-	-	700
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	48%	-	-	-	38%

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019F	2020F
ROAA (%)	0.79%	0.73%	0.48%	0.61%	0.65%
ROEA (%)	11.8%	12.0%	8.3%	10.3%	10.6%
P/E (x)	14.1	13.3	19.1	12.9	11.2
P/B (x)	1.27	1.20	1.14	1.02	0.95
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.4%	-	-	-	3.4%

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Dự trữ bắt buộc	13,503	20,757	23,182	29,108	31,146
Cho vay TCTD khác	94,469	107,510	130,512	139,719	149,499
Cho vay khách hàng	661,988	790,688	864,926	908,172	971,744
% tăng trưởng	23%	19%	9%	5%	7%
Tỷ lệ nợ xấu - NPL	1.02%	1.14%	1.58%	1.58%	1.50%
Tỷ lệ dự phòng - LLC	102%	92%	95%	102%	102%
Trái phiếu DN	44,888	46,492	23,290	23,286	24,917
Trái phiếu cho TCTD khác	25,133	26,752	24,677	23,286	24,917
Trái phiếu Chính phủ	59,014	57,616	45,185	64,038	68,520
Tổng tài sản	948,568	1,095,061	1,164,435	1,232,936	1,316,884
% tăng trưởng	22%	15%	6%	6%	7%
Tiền gửi khách hàng	655,060	752,935	825,816	875,365	941,017
% tăng trưởng	33%	15%	10%	6%	8%
LDR (%)	92%	94%	91%	90%	90%
Phát hành giấy tờ có giá	23,849	22,502	46,216	55,403	59,558
Vay TCTD khác	85,152	115,159	111,400	110,806	119,116
Các khoản nợ chính phủ và NHNN	10,884	21,571	68,534	66,483	71,470
Các khoản nợ khác	113,315	119,129	45,013	50,084	45,269
Tổng nợ phải trả	888,261	1,031,296	1,096,979	1,158,141	1,236,430
Tổng VCSH	60,307	63,765	67,456	74,795	80,454
VCSH/Tổng TS (%)	6.4%	5.8%	5.8%	6.1%	6.1%
Lợi ích CĐ thiểu số	260	296	296	299	301
VCSH	60,046	63,470	67,159	74,496	80,153
% tăng trưởng	7%	6%	6%	11%	8%
CAR (%)	10.4%	10.0%	9.0%	-	-

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này.

KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.