

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG)

Ngành: Ngân hàng

Báo cáo Phân tích

Ngày: 06/08/2024

Giá mục tiêu 12 tháng (đồng/cp)	39,300
Giá thị trường (VND/cổ phiếu)	30,550
Lợi nhuận kỳ vọng (%)	+ 28.5%

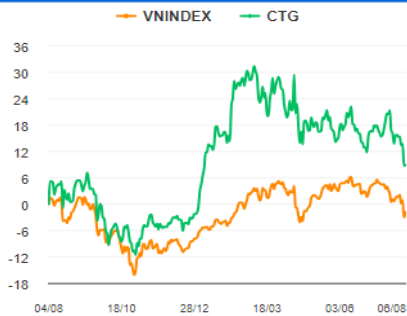
Khuyến nghị: **MUA**

Thông tin cổ phiếu (ngày 06/08/2024)

Vốn hóa (tỷ VND)	164,053
SLCP (triệu CP)	5,370
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	36,450
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	24,520
KLCP tr.bình 20 phiên (n.cp)	7,838
GTGD tr.bình 20 phiên (tỷ VND)	254.0
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	26.2%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	64.5%
BVPS (đồng)	25,149
EPS (đồng)	3,751
P/E (lần)	8.08x
P/B (lần)	1.21x

Diễn biến giá cổ phiếu

Tương quan biến động giá cổ phiếu CTG trong 1 năm (%)



Biến động giá (%)	1th	3th	YTD
CTG	-6.6%	-7.98%	12.7%
VN - Index	-5.7%	-2.52%	7.11%

Cơ cấu cổ đông (Q1 2024)

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	64.5%
MUFG (Mitsubishi UFJ)	19.7%
Khác	15.8%

Nguồn: BETA Research tổng hợp

Hệ sinh thái

VietinBank Capital – Quản lý Quỹ
VietinBank Insurance – Bảo hiểm
VietinBank Leasing – Thuê tài chính
VietinBank Sec – Chứng khoán
VietinBank AMC – Quản lý tài sản

Nguồn: BETA Research tổng hợp

Chuyên viên phân tích

Bùi Văn Hoài Trung

Email: trung.bvh@bsi.com.vn

CTG – Tăng trưởng nhanh giai đoạn 2025 - 2026

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 39,300 đồng

BETA Research đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTG với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2024 – 2026 rất khả quan, lần lượt đạt 8.8%/39.5%/30% YoY với kỳ vọng giai đoạn trích lập dự phòng cao sẽ kết thúc vào năm 2024. Hơn nữa với vị thế là ngân hàng lớn thứ 3 trong cả nước với lợi thế về thương hiệu, tệp khách hàng lớn, ổn định, nguồn vốn huy động sẽ là nền tảng giúp CTG tiếp tục mở rộng sang mảng Khách hàng cá nhân.

- Với phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và phương pháp P/B mục tiêu, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTG với giá mục tiêu cho giữa năm 2025 là 39,300 đồng, tiềm năng tăng giá 28.5%

Kết quả kinh doanh Q2 2024 tăng nhẹ so với cùng kỳ

CTG công bố kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2024 với TOI đạt 38.7 nghìn tỷ (+11% YoY) và LNST-CĐTĐ đạt 10.3 nghìn tỷ, đi ngang so với cùng kỳ năm trước, tính riêng Q2 2024, LNST – CĐTĐ đạt 5.36 nghìn tỷ (+9% QoQ; +3,1% YoY) và hoàn thành 48% dự phóng của BETA Research.

Luận điểm đầu tư

Theo quan điểm của BETA Research, CTG có triển vọng tích cực trong cả ngắn và dài hạn với kỳ vọng KQKD sẽ tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2024 – 2026 lần lượt 8.8%/39.5%/30% YoY với kỳ vọng **(1)** kết thúc giai đoạn trích lập dự phòng cao **(2)** tăng trưởng tín dụng duy trì 12% - 14%/năm **(3)** thu nhập ngoài lãi duy trì tăng trưởng ổn định.

Rủi ro

- Tăng trưởng tín dụng và thu nhập dịch vụ thấp hơn dự kiến.
- Thời gian trích lập dự phòng cao kéo dài hơn dự kiến.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
NII (tỷ đồng)	41,788	47,792	52,957	61,914	73,068	83,242
NOI (tỷ đồng)	11,368	16,325	17,591	18,045	20,641	22,915
TOI (tỷ đồng)	53,157	64,117	70,548	79,959	93,709	106,158
PPOP (tỷ đồng)	35,971	44,922	50,105	57,570	66,533	74,311
NPAT-MI (tỷ đồng)	14,809	16,924	19,904	21,650	30,212	39,287
ROE (%)	15.7%	16.8%	17%	15.9%	18.33%	19.2%
ROA (%)	0.98%	1.01%	1.04%	1.00%	1.23%	1.44%
BVPS	17,310	20,033	23,279	27,205	33,788	41,984
EPS	2,472	3,486	3,706	4,032	5,626	7,316
P/E (lần)	12.4x	8.8x	8.2x	7.6x	5.4x	4.2x
P/B (lần)	1.8x	1.5x	1.3x	1.1x	0.9x	0.7x

Nguồn: BETA Research tổng hợp



Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG)	1
Báo cáo Phân tích	1
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP	3
Quá trình hình thành và phát triển.....	3
Cơ cấu cổ đông CTG Q1 2024	3
MÔ HÌNH KINH DOANH	4
Cơ cấu doanh thu.....	4
Cơ cấu tài sản và phân bổ tín dụng.....	4
Cơ cấu tổng tài sản	4
Phân bổ tín dụng – Tập trung hơn vào mảng Khách hàng cá nhân.....	5
Cơ cấu huy động vốn.....	7
Giới hạn về vốn cản trở tăng trưởng của CTG.....	7
Cải thiện NIM nhờ thay đổi cơ cấu danh mục nợ.....	8
Tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn của CTG dần cải thiện hỗ trợ tích cực cho chi phí vốn đầu vào.	8
SƠ LƯỢC KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2024 VÀ Q2 2024 (TỶ ĐỒNG)	10
Kết quả kinh doanh Q2 2024 và nửa đầu năm 2024.....	10
Tăng trưởng tín dụng ổn định.....	10
NIM cải thiện nhẹ do chi phí vốn (CoF) giảm nhanh hơn lợi suất tài sản (IEA Yield)	11
Cơ cấu huy động và tỷ lệ CASA.....	12
Chất lượng tài sản suy giảm, chi phí dự phòng tăng mạnh.....	12
ƯỚC TÍNH KẾT QUẢ KINH DOANH 2024 (TỶ ĐỒNG)	14
KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ	15
Mô hình định giá thu nhập thặng dư.....	15
LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	16
Lịch sử định giá P/B CTG.....	16

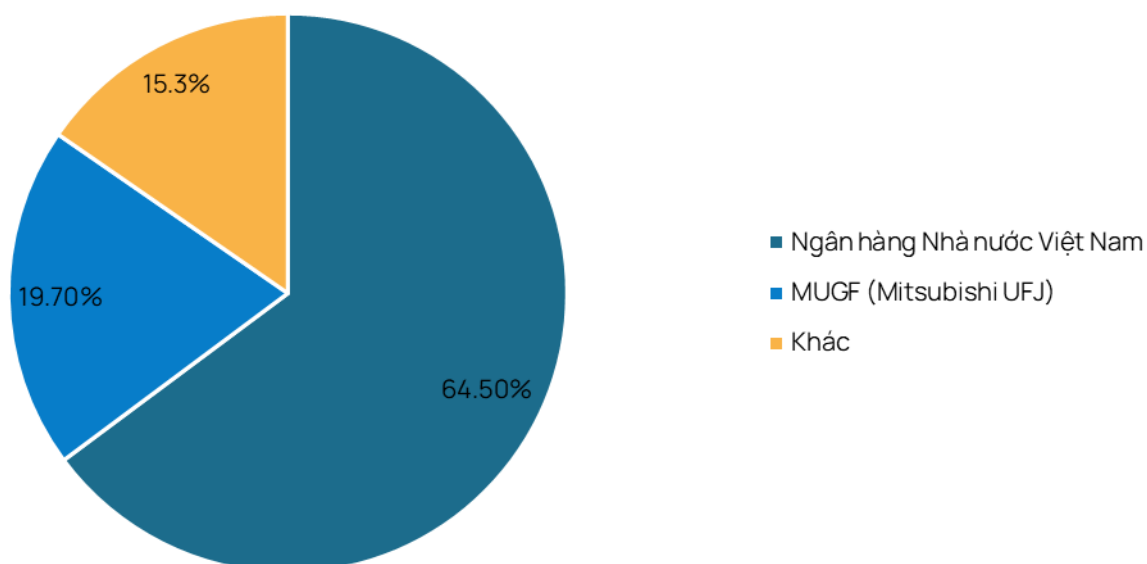


TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Quá trình hình thành và phát triển

CTG được thành lập năm 1988 với tên gọi là Ngân hàng Công Thương Việt Nam - Incombank với sứ mệnh cung cấp các dịch vụ ngân hàng cá nhân và doanh nghiệp trong nước và quốc tế, cho vay và đầu tư, tài trợ thương mại, bảo lãnh và đối ứng, phát hành thẻ tín dụng trong nước và quốc tế và thanh toán để phục vụ người dân. Năm 2008 ngân hàng đổi tên thành Ngân hàng TMCP Công Thương – VietinBank, được cổ phần hóa vào tháng 12 năm 2008 thông qua đợt IPO và chính thức trở thành ngân hàng thương mại cổ phần vào tháng 7 năm 2009, trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Mặc dù là một NHTMCP, nhưng CTG có cơ cấu sở hữu tập trung, với 64,5% cổ phần thuộc sở hữu của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN).

Cơ cấu cổ đông CTG Q1 2024



Nguồn: BETA Research tổng hợp

Do cơ cấu sở hữu cô đặc chủ yếu là NHNN cũng như hiện tại vẫn chưa có lộ trình về việc giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước xuống dưới mức 64.5%, do đó, theo quan điểm của chúng tôi các phương án về tăng vốn đối với CTG vẫn chưa rõ ràng và ảnh hưởng đến tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ngân hàng.



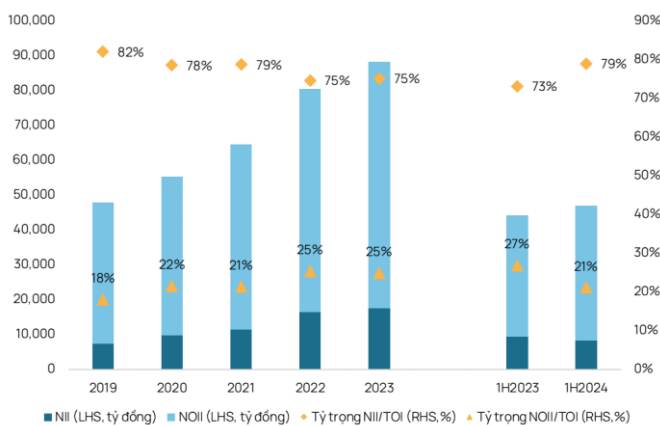
MÔ HÌNH KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của CTG là hoạt động tín dụng với tỷ trọng thu nhập lãi thuần (NII) luôn chiếm từ 75% - 82% tổng thu nhập hoạt động (TOI) từ năm 2019 đến nay.

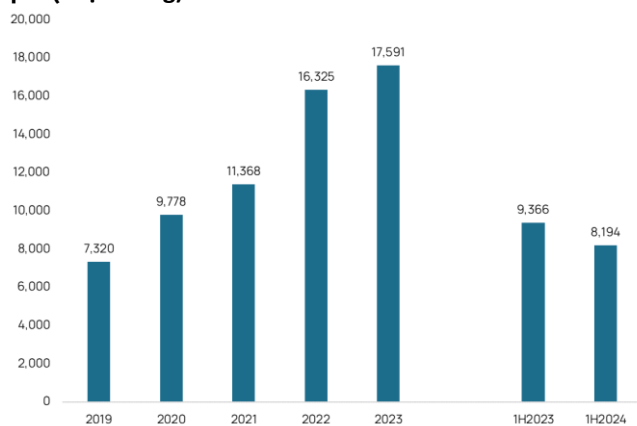
Trong giai đoạn 2019 – 2023, thu nhập ngoài lãi của CTG liên tục cải thiện và đạt tốc độ tăng trưởng kép 19.1% cao hơn mức trung bình ngành là 13%. Trong đó, thu nhập từ bancassurance là động lực chính thúc đẩy thu nhập ngoài lãi của CTG, bằng việc ký hợp tác độc quyền với Manulife trong thời hạn 16 năm và chính thức hợp tác vào năm 2022.

Cơ cấu tổng thu nhập hoạt động của CTG giai đoạn từ 2019 đến 2024



Nguồn: BCTC CTG, BETA Research tổng hợp

Thu nhập ngoài lãi của CTG tăng trưởng nhanh trong 5 năm qua (triệu đồng)



Nguồn: BCTC CTG, BETA Research tổng hợp

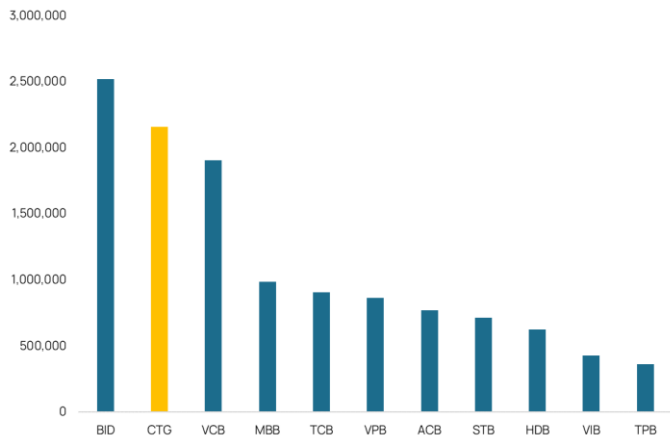
Cơ cấu tài sản và phân bổ tín dụng

Cơ cấu tổng tài sản

CTG là NHTM có quy mô tài sản lớn thứ 3 trong hệ thống ngân hàng. Tổng tài sản của CTG tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2019 – 2023 với tốc độ tăng trưởng kép đạt 10.4%/năm, nhanh hơn so với mức trung bình ngành Ngân hàng. Cuối Q2 2024, tổng tài sản của CTG đạt mức 2.16 triệu tỷ đồng, tăng 6.1% so với cuối năm 2023 và 1.74 lần so với thời điểm cuối năm 2019.



Tổng tài sản của các NHTM trong danh mục theo dõi Q2 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: BETA Research tổng hợp

Tăng trưởng tổng tài sản của CTG giai đoạn 2019 - 2024



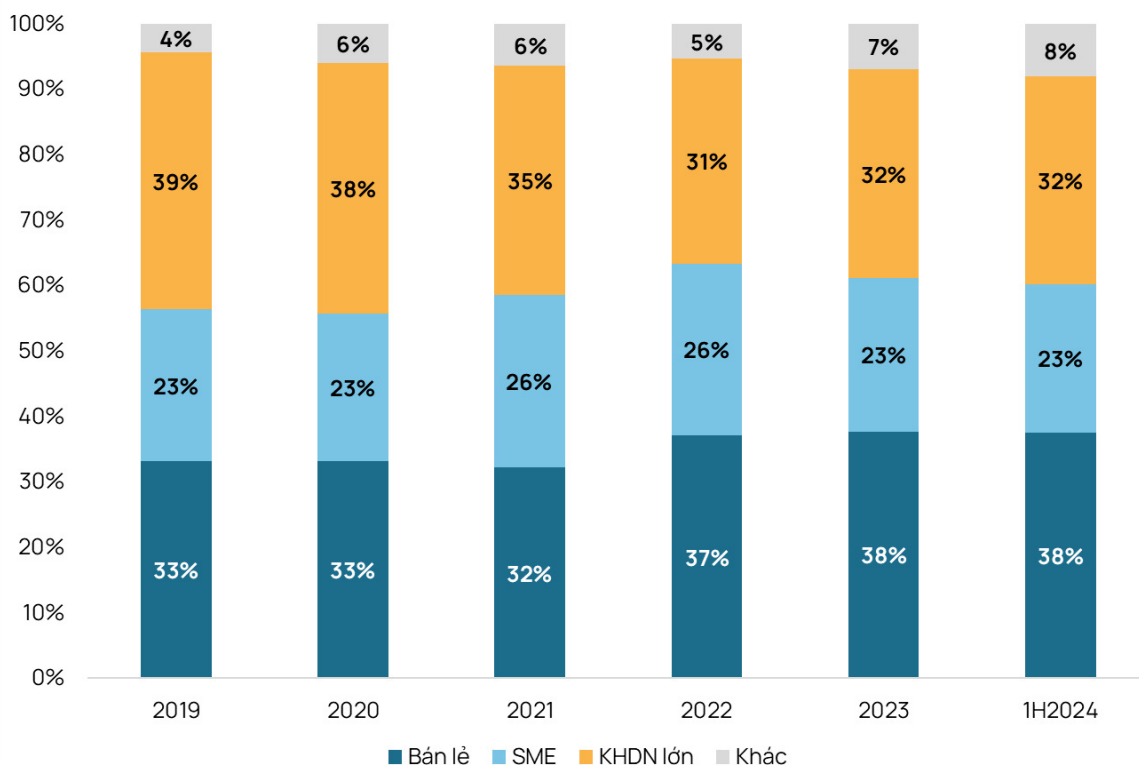
Nguồn: BETA Research tổng hợp

Phân bổ tín dụng – Tập trung hơn vào mảng Khách hàng cá nhân

Trong giai đoạn 2019 – 2023, tăng trưởng kép cho vay khách hàng của CTG đạt 9.5%. Cuối Q2 2024, tổng dư nợ cho vay của CTG đạt 1.1 triệu tỷ VND, cao thứ 3 trong các Ngân hàng tại Việt Nam. Điểm mạnh của CTG đó là cung cấp dịch vụ cho các doanh nghiệp lớn và doanh nghiệp quốc doanh.

Trong 5 năm trở lại đây, CTG đã đẩy mạnh mảng Khách hàng cá nhân (KHCH) hơn khi tỷ trọng cho vay mảng này có sự cải thiện đáng kể từ mức 33% lên 38% tính đến cuối Q2 2024 trong khi đó mảng Khách hàng doanh nghiệp (KHCHN) lớn giảm từ 39% về mức 32%. Tăng trưởng kép cho vay KHCH đạt 12.7% trong giai đoạn 2019 – 1H2024, cao hơn mức tăng trưởng cho vay của Ngân hàng.

Cơ cấu cho vay phân theo loại hình khách hàng của CTG giai đoạn 2019 - 2024 (%)



Nguồn: BETA Research tổng hợp, BCTC CTG

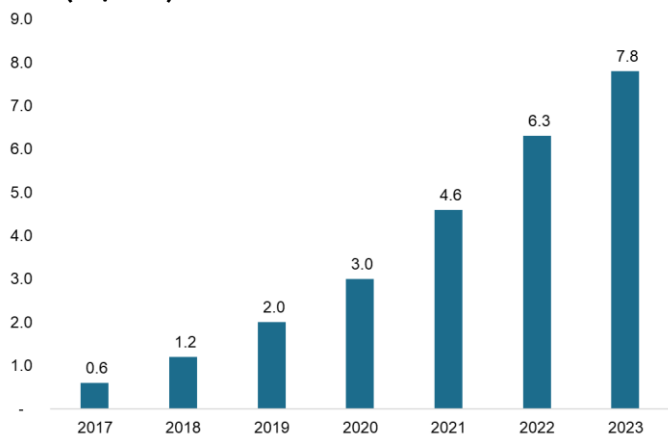


BETA Research đánh giá CTG đang đẩy mạnh mảng Khách hàng cá nhân hơn trong 5 năm trở lại đây cũng như CTG có tiềm năng lớn để phát triển mạnh mẽ hơn trong mảng ngân hàng bán lẻ nhờ những lợi thế sau:

- **Mạng lưới lớn:** CTG sở hữu mạng lưới lớn thứ hai trong hệ thống ngân hàng Việt Nam, với số lượng chi nhánh và phòng giao dịch gần gấp đôi ngân hàng đứng thứ tư. Điều này giúp CTG dễ dàng tiếp cận khách hàng tiềm năng, đặc biệt tại khu vực nông thôn nơi các ngân hàng khác chưa có nhiều sự hiện diện.
- **Cơ sở khách hàng doanh nghiệp lớn:** CTG có lợi thế từ việc phục vụ các doanh nghiệp lớn, từ đó có thể mở rộng sang bán chéo sản phẩm cho nhân viên và khách hàng của các doanh nghiệp này.
- **Đổi mới công nghệ:** CTG đã có những bước tiến đáng kể trong việc nâng cấp nền tảng kỹ thuật số và tiếp thị sản phẩm như hệ thống R-ATM, eKYC, FacePay trong năm 2020 và 2021
- **Ngân hàng cũng nâng cấp dịch vụ ngân hàng số,** cải thiện trải nghiệm cũng như sự thuận tiện cho khách hàng theo hướng khuyến khích các giao dịch online hơn các giao dịch tại quầy. Do đó, số lượng khách hàng sử dụng và giá trị giao dịch qua e-banking đã đạt tăng trưởng mạnh mẽ.
- **Tỷ lệ thâm nhập ngân hàng bán lẻ còn thấp:** Thị trường ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam nói chung và tại CTG nói riêng vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng. Tín dụng hộ gia đình ở Việt Nam mới chỉ tương đương 50% GDP, thấp hơn so với các nước trong khu vực. Tỷ lệ cho vay cá nhân của CTG cũng mới đạt 38% tổng dư nợ, thấp hơn mức trung bình ngành.

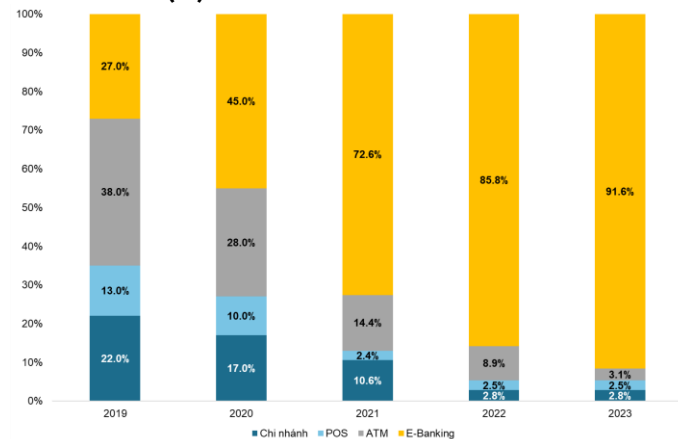
BETA Research nhận định, việc tập trung vào ngân hàng bán lẻ không chỉ giúp cải thiện lợi suất tài sản của CTG mà còn tạo ra cơ hội bán chéo các dịch vụ khác như thanh toán, thẻ và bảo hiểm.

Lượng KHCN sử dụng E-Banking của CTG giai đoạn 2017 – 2023 (triệu KH)



Nguồn: BETA Research tổng hợp

Cơ cấu giao dịch qua các Kênh giao dịch của CTG giai đoạn 2019 – 2023 (%)



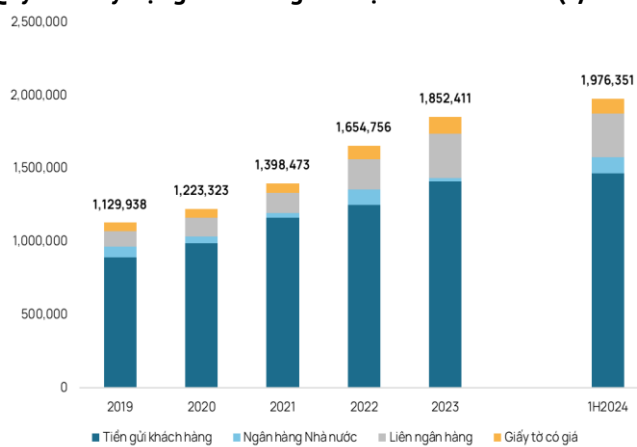
Nguồn: BETA Research tổng hợp



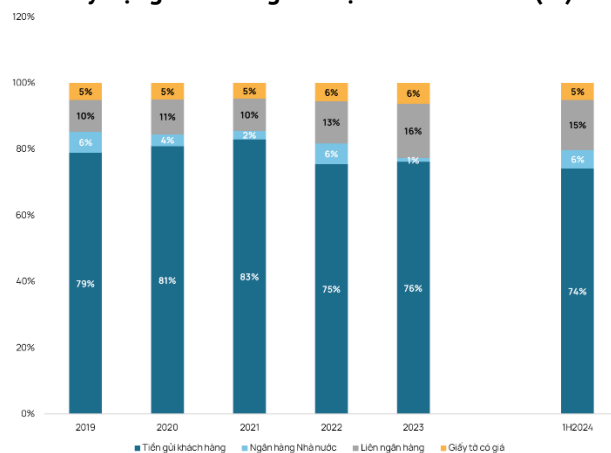
Cơ cấu huy động vốn

Cuối Q2 2024, tổng huy động của CTG đạt 1,976 nghìn tỷ VND, tăng 6.7% so với cuối năm 2023. Trong đó, tăng trưởng mạnh đến từ tiền gửi và vay NHNN, tăng ~ 5x so với cuối năm 2023. Đối với tăng trưởng tiền gửi khách hàng đạt 4% so với cuối năm 2023, chiếm trên 70% tổng huy động của CTG. Nhằm phục vụ cho tăng trưởng tín dụng ở mức 12% - 15%/năm trong giai đoạn 2019 - 2023 cùng với việc nguồn vốn gặp nhiều giới hạn, CTG đã tăng cường vay NHNN, tỷ trọng dư nợ & tiền gửi NHNN tại CTG duy trì ở mức cao ~ 6% tổng huy động của Ngân hàng trong thời gian vừa qua, cao gần gấp đôi so với mức trung bình 11 ngân hàng trong danh sách theo dõi của BETA Research.

Quy mô huy động của CTG giai đoạn 2019 - 2024 (tỷ đồng)



Cơ cấu huy động của CTG giai đoạn 2019 - 2024 (%)



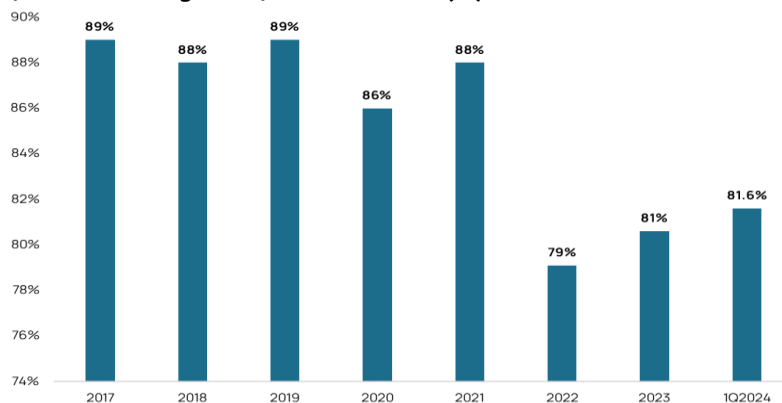
Nguồn: BCTC CTG, BETA Research tổng hợp

Nguồn: BCTC CTG, BETA Research tổng hợp

Giới hạn về vốn cản trở tăng trưởng của CTG

Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản của CTG trong giai đoạn 2019 - 2023 đạt mức 10.4%/năm. Do vốn điều lệ của CTG không thay đổi trong giai đoạn 2013 - 2020 và vừa được chấp thuận tăng vốn bằng việc chia cổ tức bằng cổ phiếu trong Q3 2021 và Q4 2023 cùng với tốc độ tăng trưởng tín dụng mỗi năm khoảng 12 - 15% nhằm đáp ứng nhu cầu nền kinh tế làm cho (1) tỷ lệ cho vay trên huy động của CTG luôn duy trì ở mức cao 86% - 88% (2) tăng trưởng tín dụng của CTG hàng năm luôn thấp hơn trung bình toàn ngành.

Tỷ lệ LDR của CTG giai đoạn 2017 - 2023 (%)



Nguồn: BETA Research tổng hợp, BCTC CTG

Trong dài hạn, BETA Research cho rằng, NHNN chưa có kế hoạch rõ ràng nhằm giảm tỷ lệ sở hữu tại CTG dẫn đến các phương án tăng vốn vẫn chưa khả quan sẽ ảnh hưởng lớn đến tiềm năng tăng trưởng của CTG trong dài hạn.

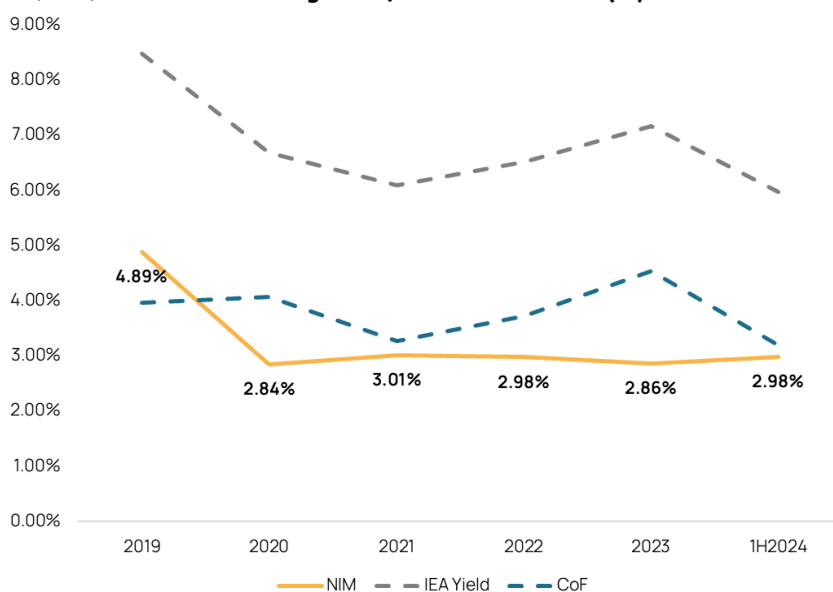


Cải thiện NIM nhờ thay đổi cơ cấu danh mục nợ

Như đã nêu trên, trong khoảng thời gian gần đây, CTG đã chủ động cơ cấu lại danh mục cho vay hướng đến KHCN nhiều hơn, với tổng dư nợ cá nhân tăng trưởng 12.7% trong giai đoạn 2019 – 1H2024, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu cho vay của CTG (38%).

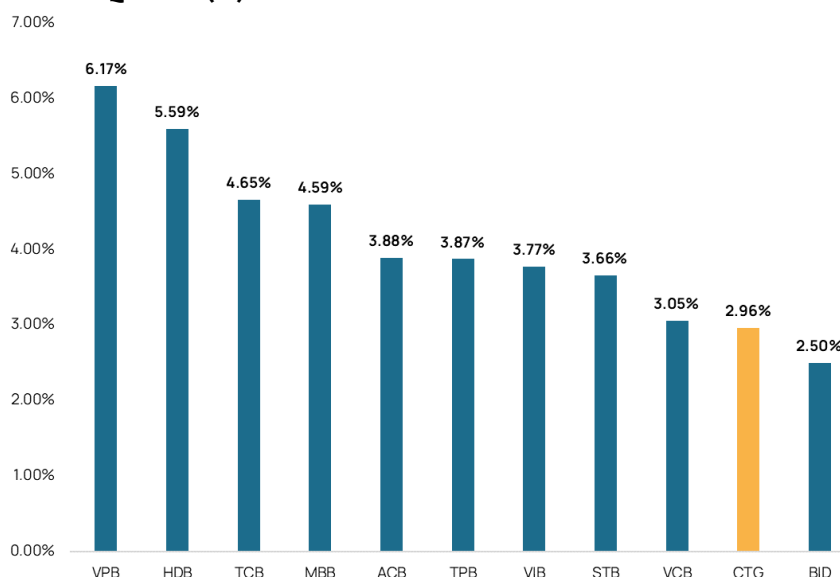
Do nhiệm vụ của CTG chủ yếu là phục vụ các DNNN và các Doanh nghiệp lớn do đó dư nợ của DNNN và Doanh nghiệp lớn luôn duy trì ở mức cao khoảng 40% trong năm 2019 và giảm về mức 32% trong năm 2023. Do dư nợ cho vay doanh nghiệp chiếm tỷ trọng lớn do đó NIM của CTG thuộc nhóm thấp khi so sánh với các Ngân hàng thương mại khác.

NIM, CoF, IEA Yield của CTG giai đoạn 2019 – 1H2024 (%)



Nguồn: BCTC CTG, BETA Research tổng hợp

So sánh NIM của CTG với các Ngân hàng trong danh sách theo dõi của BETA Research Q2 2024(%)



Nguồn: BETA Research tổng hợp

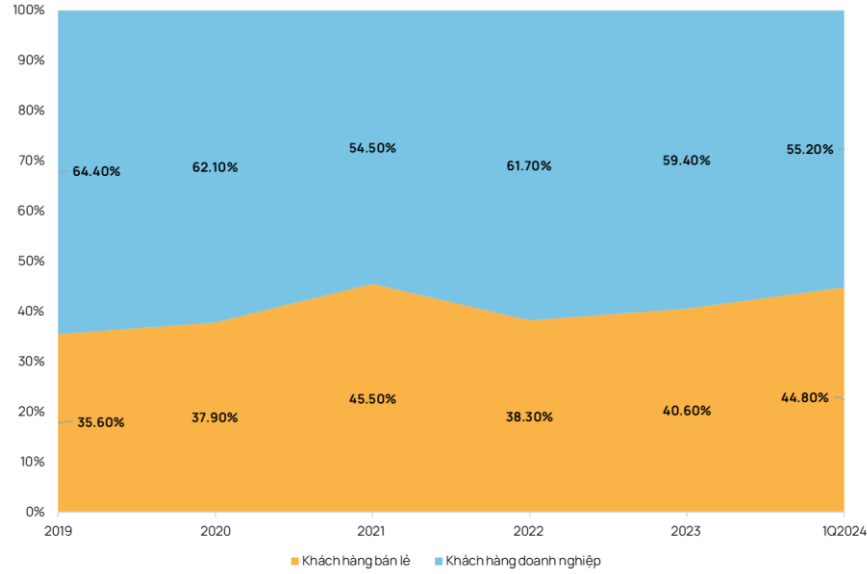
Tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn của CTG dần cải thiện hỗ trợ tích cực cho chi phí vốn đầu vào.

Tỷ lệ CASA của CTG đã dần có sự cải thiện trong thời gian gần đây đến từ (1) nền tảng khách hàng doanh nghiệp vững chắc (2) đóng góp từ khối khách hàng bán lẻ cải thiện khi Ngân hàng đưa ra nhiều chính sách ưu đãi như số



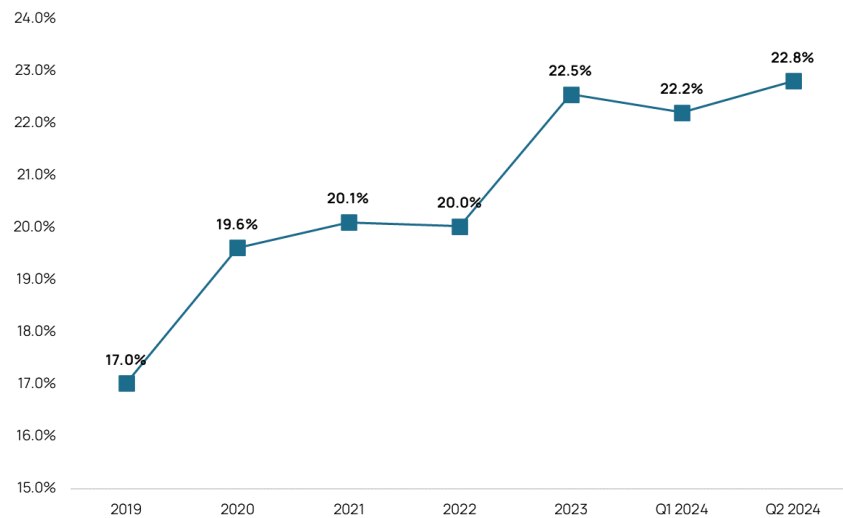
đư tài khoản trên 2 triệu VND sẽ miễn phí dịch vụ cũng như các chương trình ưu đãi mở thẻ tín dụng, ... đối với khách hàng cá nhân nhằm tiếp tục mở rộng quy mô tệp khách hàng này cũng như tăng tỷ lệ CASA của ngân hàng. Có thể thấy, đối với tiền gửi không kỳ hạn (CASA), tỷ trọng đóng góp của nhóm khách hàng cá nhân ngày càng cải thiện, từ mức 35.6% trong năm 2019 lên mức 44.8% trong năm Q1 2024 và thúc đẩy sự tăng trưởng chung tỷ lệ CASA của CTG.

Nguồn vốn CASA theo phân khúc khách hàng của CTG giai đoạn 2019 – 1Q2024 (%)



Nguồn: BETA Research tổng hợp

Tỷ lệ CASA của CTG giai đoạn 2019 – 2024 (%)



Nguồn: BCTC CTG, BETA Research tổng hợp



SƠ LƯỢC KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2024 VÀ Q2 2024 (TỶ ĐỒNG)

Chỉ tiêu	H1 2023	H1 2024	YoY H1	Q2 2023	Q2 2024	YoY Q2
Thu nhập lãi thuần	25,424	30,513	20.0%	12,757	15,339	20.2%
Thu nhập ngoài lãi	9,366	8,194	-12.5%	5,014	4,302	-14.2%
Chi phí hoạt động	(9,057)	(9,881)	9.1%	(4,743)	(5,074)	7.0%
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	25,733	28,826	12.0%	13,029	14,567	11.8%
Chi phí dự phòng	(13,202)	(15,866)	20.2%	(6,478)	(7,817)	20.7%
LNST - CĐTS	10,010	10,324	3.1%	5,203	5,365	3.1%
Tăng trưởng tín dụng	6.6%	6.7%	0.1 ppts	2.0%	3.8%	1.8 ppts
Tăng trưởng tiền gửi	4.9%	4.0%	-0.9 ppts	3.0%	2.7%	-0.3 ppts
Biên lãi ròng (NIM)	2.88%	2.98%	10 bps	2.86%	2.96%	10 bps
Lợi suất tài sản (IEA Yield)	7.56%	5.97%	-159 bps	7.64%	5.82%	-182 bps
Chi phí vốn (CoF)	4.95%	3.19%	-176 bps	5.09%	3.05%	-204 bps
CASA	18.70%	22.80%	4.1 ppts	18.70%	22.80%	4.1 ppts
CIR	26.00%	25.50%	-0.5 ppts	26.7%	25.80%	-0.9 ppts
Tỷ lệ nợ xấu	1.27%	1.57%	30 bps	1.27%	1.57%	30 bps
Nợ nhóm 2/Tổng dư nợ	2.59%	1.44%	-115 bps	2.59%	1.44%	-115 bps
Lãi dự thu/tài sản sinh lãi	0.74%	0.61%	-13 bps	0.74%	0.61%	-13 bp

Kết quả kinh doanh Q2 2024 và nửa đầu năm 2024

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2024, tổng thu nhập lãi thuần (NII) của CTG đạt 30.5 nghìn tỷ (+20% YoY) nhờ vào **(1)** tăng trưởng tín dụng duy trì ổn định nhờ đóng góp từ khối khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp **(2)** NIM có sự cải thiện so với cùng kỳ năm trước.

Thu nhập ngoài lãi đạt 8.2 nghìn tỷ VND (-13% YoY), thấp hơn so với kỳ vọng của BETA Research, chúng tôi cho rằng lý do dẫn đến thu nhập ngoài lãi thấp chủ yếu đến từ suy giảm trong doanh thu từ các hoạt động đầu tư cũng như hoàn nhập nợ xấu. Tuy nhiên thu nhập ngoài lãi (NOII) đã có sự cải thiện từ Q2 2024 khi NOII đạt 4.3 nghìn tỷ, tăng 11% QoQ đóng góp phần lớn bởi thu nhập khác (hoàn nhập nợ xấu) tăng 40% QoQ.

Tổng kết, LNST – CĐTS đạt 10.3 nghìn tỷ VND, tăng nhẹ 3.1% so với cùng kỳ năm trước và phù hợp với kỳ vọng của BETA Research.

Tăng trưởng tín dụng ổn định

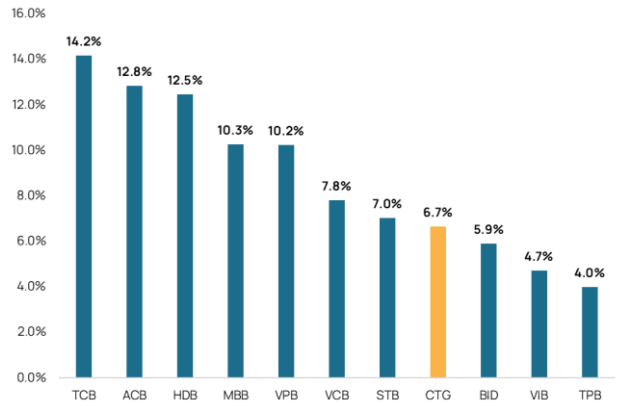
CTG ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng đạt mức 6.7% trong nửa đầu năm 2024, cao hơn mức trung bình ngành là 6%. Trong đó tăng trưởng trong Q1 2024 chủ yếu đến từ nhóm KHDN lớn do nhu cầu tín dụng cá nhân vẫn còn yếu trong Q1 2024 do đó các NHTM đẩy mạnh mảng KHDN.

Theo quan điểm của BETA Research, việc chuyển hướng phù hợp sang khối doanh nghiệp trong Q1 2024 không ảnh hưởng nhiều đến CTG khi với việc CTG ngày càng tăng trưởng về quy mô, việc tăng cường cho vay doanh nghiệp là phù hợp với các khoản vay lớn, việc này giúp duy trì tốc độ tăng trưởng của ngân hàng.



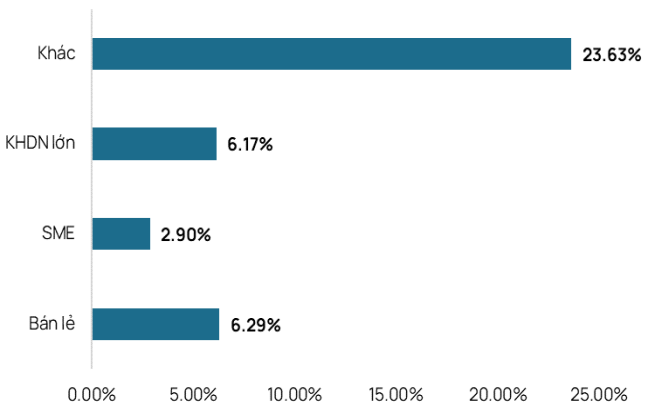
Tuy nhiên trong Q2 2024, nhu cầu tín dụng từ khối khách hàng cá nhân đã tăng trưởng tích cực trở lại, xét riêng Quý 2, tăng trưởng cho vay KHCN của CTG đạt 591 nghìn tỷ VND (+6.3% QoQ) so với Quý 1 đi ngang so với cuối năm 2023. BETA Research đánh giá tăng trưởng tín dụng của CTG tương đối tích cực và ổn định trong năm 2024 khi Ngân hàng đã có những chiến lược phù hợp để duy trì tốc độ tăng trưởng, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của CTG vẫn duy trì trong nửa cuối năm 2024 và BETA Research cho rằng CTG có thể hoàn thành kế hoạch tăng trưởng tín dụng 14% - 15% trong năm 2024.

Tăng trưởng cho vay tính tới 1H2024 của các NHTM trong danh sách theo dõi của chúng tôi (%)



Nguồn: BETA research tổng hợp

Tăng trưởng cho vay theo đối tượng khách hàng của CTG trong Q1 2024 (%)



Nguồn: BETA Research tổng hợp, CTG's IR package

NIM cải thiện nhẹ do chi phí vốn (CoF) giảm nhanh hơn lợi suất tài sản (IEA Yield)

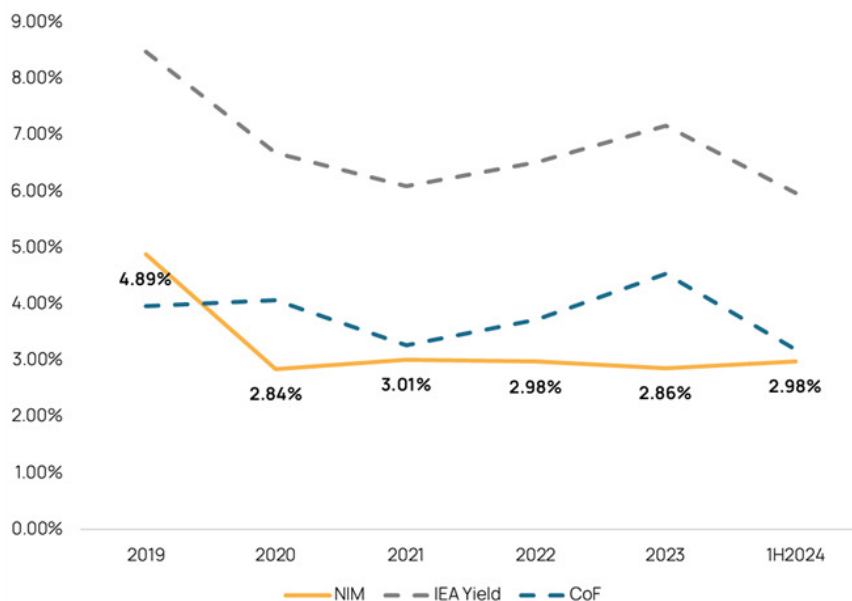
Sau khi đạt đỉnh ở mức 4.55% vào 4Q2022, NIM của CTG đã suy giảm 4 quý liên tiếp còn 3.78% vào Q4 2023, điều này là xu hướng chung của ngành khi chi phí huy động tăng mạnh trong năm vừa qua cũng như lợi suất tài sản suy giảm do nhu cầu tín dụng yếu và việc duy trì mặt bằng lãi suất thấp nhằm hỗ trợ hồi phục kinh tế.

NIM của CTG tiếp tục duy trì đà cải thiện nhẹ trong Q2 2024 đạt 2.96% (+10 bps YoY & -7 bps QoQ) nhờ vào việc chi phí vốn cải thiện tích cực, giảm 204 bps so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế nửa đầu năm 2024, NIM của CTG tiếp tục duy trì đà cải thiện tích cực, đạt 2.98% (+10bps YoY) nhờ vào sự suy giảm 176 bps trong chi phí vốn (CoF) chủ yếu đến từ (1) tỷ lệ CASA của CTG cải thiện vượt bậc đạt mức 22.8% trong Q2 2024 (+4.1 ppts YoY) (2) chi phí huy động vốn hạ nhiệt.

Lợi suất tài sản sinh lãi IEAY (LTM) giảm 159 bps so với cùng kỳ năm trước đến từ việc (1) CTG giảm lãi vay nhằm hỗ trợ khách hàng cũng như tìm kiếm thêm khách hàng mới và (2) tỷ trọng cho vay doanh nghiệp phục vụ nhu cầu vốn lưu động ngắn hạn cao hơn.

Chúng tôi cho rằng, NIM của CTG sẽ duy trì cải thiện nhẹ trong năm 2024 tuy nhiên vẫn lợi suất tài sản vẫn chịu nhiều áp lực khi (1) cạnh tranh tăng thị phần và khách hàng giữa các Ngân hàng ảnh hưởng lợi suất tài sản (2) chi phí vốn hạ nhiệt dần được phản ánh tuy nhiên sẽ tăng nhẹ trở lại trong nửa sau của năm 2024 (3) tuy nhiên lợi suất tài sản kỳ vọng sẽ tăng trở lại khi nhu cầu tín dụng từ khối khách hàng cá nhân hồi phục.

NIM, CoF và IEAY của CTG giai đoạn 2019 – 1H2024 (%)



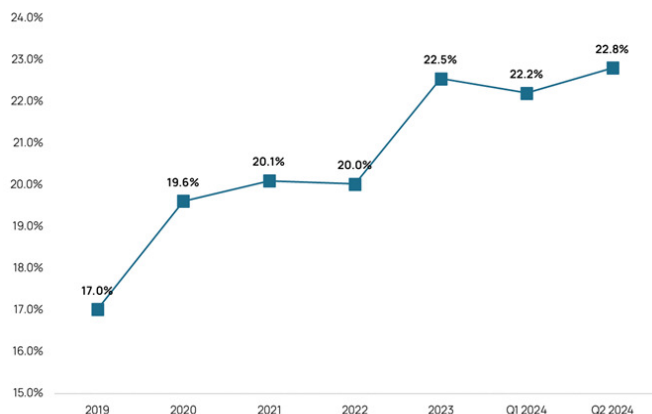
Nguồn: BETA Research tổng hợp

Cơ cấu huy động và tỷ lệ CASA

Tổng huy động của CTG tăng 4% so với đầu năm. Tỷ lệ CASA đạt 22.8% (+4.1 ppts YoY) nhờ vào đóng góp từ khối khách hàng cá nhân đang dần chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn của CTG.

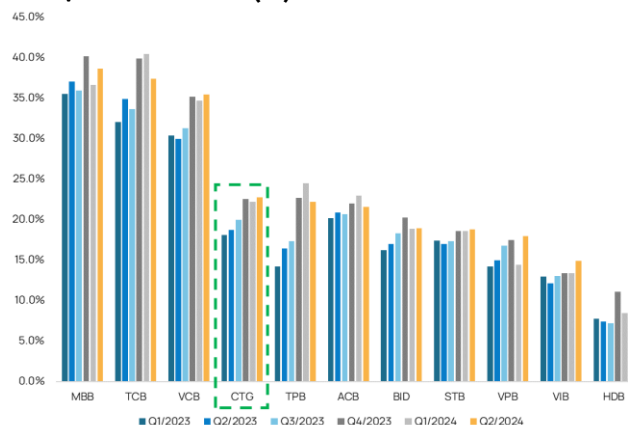
BETA Research đánh giá, tỷ lệ CASA của CTG sẽ tiếp tục hồi phục với kỳ vọng nền kinh tế hồi phục, nhu cầu tiêu dùng, đầu tư quay trở lại cùng với xu hướng thanh toán không tiền mặt ngày càng trở nên phổ biến cũng là yếu tố đóng góp vào sự cải thiện CASA.

Tỷ lệ CASA theo quý của CTG giai đoạn 2022 – 2024 (%)



Nguồn: BCTC CTG, BETA Research tổng hợp

Tỷ lệ CASA các NHTM trong danh sách theo dõi của chúng tôi giai đoạn 2023 – 2024 (%)



Nguồn: BETA Research tổng hợp

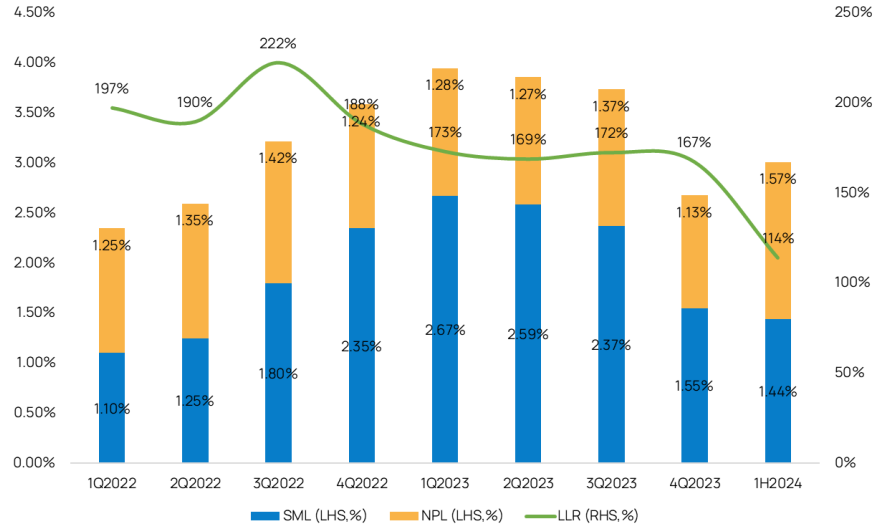
Chất lượng tài sản suy giảm, chi phí dự phòng tăng mạnh

Trong quý, tỷ lệ nợ xấu (NPL) của CTG tăng nhẹ, nhưng nợ Nhóm 2 đã được cải thiện. Tỷ lệ NPL trong Q2 2024 tăng 22 bps so với Q1 2024, đạt 1,57%, so với dự báo năm 2024 của BETA Research là 1.4%. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ Nhóm 2 của CTG đã có sự cải thiện khi giảm 15bps QoQ, xuống còn 1,44%. BETA Research kỳ vọng các chỉ số nợ xấu sẽ giảm trong các quý tới khi (1) ngân hàng sẽ đẩy nhanh tỷ lệ xóa nợ vào cuối năm và (2) tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ mạnh hơn trong nửa cuối năm 2024.



Chi phí tín dụng hàng năm trong nửa đầu năm 2024 tăng vọt lên 2,02% so với chi phí tín dụng trung bình là 1,73% trong giai đoạn 2021-2023. Chi phí dự phòng trong nửa đầu năm 2024 tăng 20% so với cùng kỳ năm trước, hoàn thành 50% dự báo cả năm của BETA Research. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của CTG trong Q2 2024 tiếp tục giảm so với quý trước nhưng vẫn ở mức cao so với các ngân hàng khác ở mức 114% (-37 ppts QoQ; -55 ppts YoY).

Xu hướng chất lượng tài sản của CTG giai đoạn 2022 – 2024 (%)



Nguồn: BETA Research tổng hợp



ƯỚC TÍNH KẾT QUẢ KINH DOANH 2024 (TỶ ĐỒNG)

Chỉ tiêu	2023	2024F	%YoY	Diễn giải
Thu nhập lãi thuần	52,957	61,914	+17.0%	- Tăng trưởng tín dụng lạc quan hoàn thành mức 13.9% trong năm 2024.
Thu nhập phí dịch vụ	7,114	8,065	+13.4%	- Thu nhập phí dịch vụ hồi phục tuy nhiên mảng bancassurance vẫn gặp nhiều khó khăn, nguồn thu chủ yếu đến từ dịch vụ thẻ, ...
Thu nhập ngoài lãi khác	10,477	9,981	-4.7%	
Tổng thu nhập hoạt động	70,548	79,959	+13.3%	
Chi phí hoạt động	(20,443)	(22,388)	+9.5%	- CIR cải thiện do hoạt động hiệu quả hơn.
LN trước dự phòng	50,105	57,570	+14.9%	
Chi phí dự phòng	(25,115)	(30,527)	+21.5%	- Chi phí DPRR tăng mạnh do NH mạnh tay trích lập nhằm kiểm soát chất lượng tài sản.
LNST - CĐTS	19,904	21,650	+8.8%	
NIM	2.86%	2.94%	+ 8 bps	- NIM hồi phục nhẹ so với năm 2023 nhờ vào (1) tăng trưởng nhu cầu tín dụng tiêu dùng (2) chi phí vốn hạ nhiệt nhờ tỷ lệ CASA cải thiện và lãi suất huy động tiền gửi hạ nhiệt.
Tăng trưởng tín dụng	15.5%	13.9%		
Tăng trưởng tiền gửi	12.95%	10.71%		
CIR	29.00%	28.00%	-100 bps	
NPL	1.13%	1.40%	+27 bps	
Tỷ lệ bao phủ nợ	167%	137%	-30 ppts	
Tỷ lệ CASA	22.55%	23.00%	+45 bps	Tỷ lệ CASA duy trì đà cải thiện tích cực nhờ vào tăng trưởng từ nhóm Khách hàng bán lẻ cũng như kỳ vọng nền kinh tế hồi phục, nhu cầu tiêu dùng, đầu tư quay trở lại cùng với xu hướng thanh toán không tiền mặt ngày càng trở nên phổ biến.

Nguồn: BETA Research ước tính



KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

BETA Research khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTG với giá mục tiêu giữa năm 2025 là **39,300 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng **tăng giá 28.5%** so với giá đóng cửa ngày 06.08.2024.

Chúng tôi sử dụng kết hợp giữa 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI Model) và phương pháp so sánh P/B để định giá CTG, tỷ trọng bằng nhau.

Tổng hợp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
Thu nhập thặng dư (RI Model)	40,442	50%
P/B mục tiêu @1.4x	38,087	50%
Giá mục tiêu (đồng)		39,300
Tiềm năng tăng giá (%)		28.5%
<i>*chưa bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt</i>		
Mid 2025F P/B tại giá mục tiêu		1.28
Khuyến nghị		TÍCH LŨY

Chi phí vốn chủ sở hữu	
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%
Beta	1.1
Chi phí vốn chủ sở hữu	14%

Mô hình định giá thu nhập thặng dư

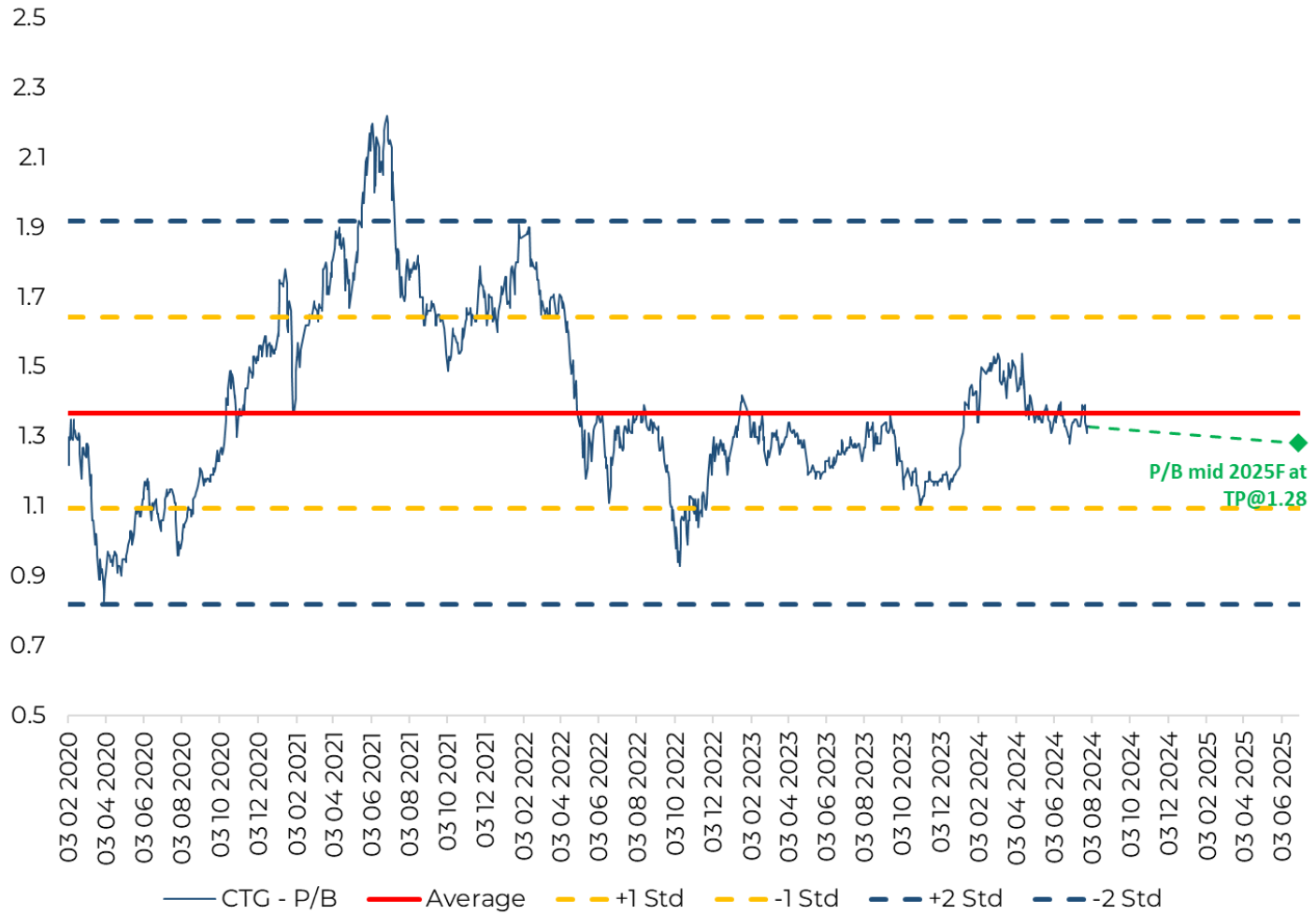
Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Giá trị VCSH đầu kỳ	125,872	147,065	182,596	226,847	272,666	325,914	382,484	447,517
Lợi nhuận ròng	21,763	30,390	39,528	45,046	51,916	57,220	64,528	70,863
Thu nhập thặng dư (RI)	4,141	9,801	13,965	13,288	13,743	11,592	10,981	8,211
Giá trị hiện tại (RI)	3,928	8,155	10,193	8,508	7,716	5,709	4,744	3,112
Giá trị hiện tại của giá trị cuối (g=3%)	29,135							
Tổng giá trị hiện tại của RI	81,200							
Giá trị VCSH đầu kỳ (giữa năm 2024)	135,973							
Giá trị hợp lý VCSH	217,172							
SLCP lưu hành (triệu cổ phiếu)	5,370							
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	40,442							



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ

Lịch sử định giá P/B CTG

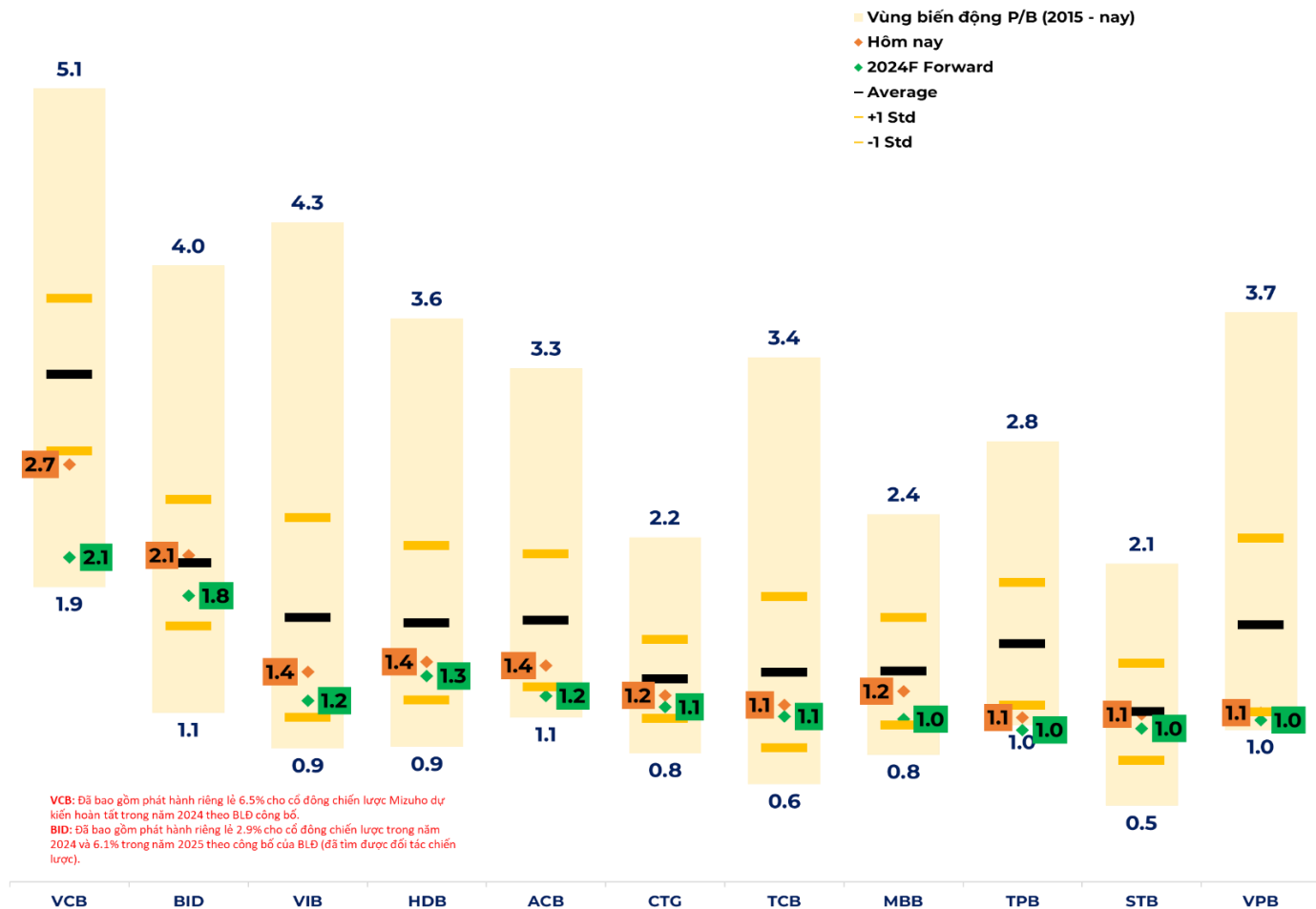
P/B của CTG giai đoạn 2019 – 2024 (lần)



Nguồn: BETA Research tổng hợp



Tương quan định giá của CTG và các NHTM trong danh sách theo dõi của chúng tôi



Nguồn: BETA Research tổng hợp



TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo phân tích này xác nhận rằng: hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, người viết không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân người viết mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA (BETA).

Báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất kỳ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. Chuyên viên phân tích cũng như Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo phân tích này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy 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 văn bản chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA. Khi sử dụng các nội dung đã được BETA chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với BETA về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà BETA hoặc khách hàng của BETA phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.