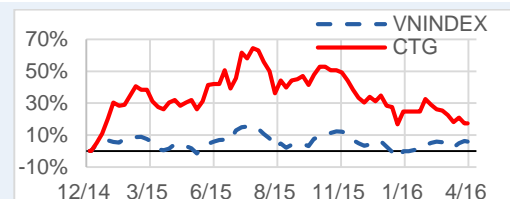


Ngày báo cáo:	20/04/2015		2015	2016F	2017F
Giá hiện tại:	16.000VND	LN từ HĐ trước DP	7,3%	7,8%	16,3%
Giá mục tiêu:	18.700VND	LNST sau lợi ích CĐTS	-0,2%	11,3%	8,3%
Giá mục tiêu trước đây:	21.000VND	NIMs	2,7%	2,7%	2,6%
		Nợ xấu	0,9%	1,0%	0,8%
TL tăng:	+16,9%	EPS (VND)	1.530	1.358	1.400
Lợi suất cổ tức:	3,1%	Cổ tức/CP (VND)	500	500	500
Tổng mức sinh lời:	+20,0%	P/E	10,5x	11,8x	11,4x



Xu hướng trung hạn / Hỗ trợ: Giảm / 16.000 VND

Ngành:	Ngân hàng		CTG	Peers	VNI
GT vốn hóa:	2.668 tr USD	P/E (trượt)	10,5x	14,0x	12,4x
Room KN:	10,6tr USD	P/B (hiện tại)	1,1x	1,5x	1,7x
GTGD trung bình/ngày (30n):	0,55tr USD	ROE	10,3%	13,9%	14,1%
Cổ phần Nhà nước:	64,5%	ROA	0,8%	1,0%	2,5%
SL cổ phiếu lưu hành	3.723,4tr				
Pha loãng	3.723,4tr				

Thành lập năm 1998, CTG là ngân hàng lớn thứ hai trong số sáu ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2015. CTG có mạng lưới chi nhánh lớn nhất tính đến ngày 30/06/2015. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 2008 và niêm yết cổ phiếu từ ngày 16/07/2009.

Lê Minh Thùy
Chuyên viên

Dự kiến vẫn tăng trưởng nhưng gần chạm các ngưỡng quy định

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho **CTG** (Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam) với giá mục tiêu **18.700 đồng**.

CTG có hướng đi sau giai đoạn khủng hoảng tốt hơn các ngân hàng cạnh tranh trực tiếp. Ngân hàng này vẫn đang gặp khó khăn trong việc tách khỏi sự liên hệ với một ngân hàng quốc doanh khác có cùng quy mô, nhưng các số liệu báo cáo trong vài năm qua đã cho thấy việc quản lý tốt hơn. So sánh các tài sản có vấn đề giữa CTG và BID cho thấy giá trị tuyệt đối khoản vay của CTG thấp hơn, chúng tôi đánh giá cao khả năng thu hồi của CTG.

Dư nợ cho vay lớn khiến cho CTG khó đạt được con số phần trăm tăng trưởng cao như các ngân hàng nhỏ hơn. Kế hoạch của CTG khá ấn tượng, với kế hoạch tăng trưởng cho vay bán lẻ khá cao, từ 35-40% trong năm 2016, đặc biệt vì dư nợ cho vay bán lẻ hiện nay trên con số tuyệt đối đạt 112 nghìn tỷ đồng (5,02 tỷ USD). Tuy nhiên, các ngân hàng nhỏ hơn với bảng cân đối kế toán nhỏ hơn đang bắt đầu đẩy mạnh mở rộng thị phần và đặt kế hoạch tăng trưởng mạnh cho năm 2016.

Nợ xấu sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến ngân hàng nhưng chúng tôi đánh giá cao việc cải thiện chất lượng tài sản. Thương vụ sáp nhập với PGBank (PGB) có khả năng làm gia tăng nợ xấu khi nợ xấu của PGB đã tăng trong 6 tháng đầu năm 2015. Sau sáp nhập, CTG có khả năng sẽ đánh giá lại tài sản của PGB sử dụng tiêu chuẩn chặt chẽ hơn của CTG, nên một số khoản nợ có thể bị xếp loại vào nhóm rủi ro cao hơn. Tuy nhiên, quy mô của PGB là khá nhỏ so với CTG, với tổng tài sản chỉ tương đương 3,6% tổng tài sản của CTG. Theo quan điểm của chúng tôi, ngân hàng sẽ tiếp tục sử dụng dự phòng để xử lý nợ và tiếp tục bán nợ cho VAMC để giảm nợ xấu. Mặc dù khoản dự phòng trên bảng cân đối kế toán không cao, nhưng chúng tôi vẫn không quá lo ngại ở hiện tại. Một diễn biến tích cực là khoản lãi dự thu đã giảm từ 2,7% nợ nhóm 1 và Trái phiếu phi Chính phủ trong năm 2014 còn 2,1% năm 2015. Ngoài ra, CTG cũng rất tích cực thu hồi nợ, với 118% tăng trưởng thu nhập từ thu hồi nợ - mức cao thứ hai trong số các ngân hàng được chúng tôi theo dõi, chỉ thấp hơn mức 185% của ACB.

NIM giảm từ mức cao năm 2011 do cạnh tranh gay gắt của thị trường dẫn đến sự đồng nhất của NIM. NIM giảm do áp lực thị trường: đã có thêm sự cạnh tranh để thu hút huy động nhưng các ngân hàng phải duy trì lãi suất cho vay ổn định. Trong năm 2016, chúng tôi dự báo mức NIM thấp hơn do lãi suất huy động đang tăng dần trong thời gian qua và kể cả khi lãi vay tăng cho năm nay, chi phí vốn dự kiến sẽ tăng nhanh hơn lợi suất. Đối mặt với những áp lực này, CTG đang hướng đến các mảng có mức lợi suất cao hơn, đặc biệt là cho vay bán lẻ. Sẽ cần ít nhất 2 năm để NIM cải thiện khi khoản cho vay có lợi suất cao sẽ bắt đầu có tác động tới NIM sau giai đoạn đầu áp dụng lãi suất khuyến mãi.

Gia tăng nguồn lực huy động là cần thiết cho tăng trưởng ổn định. Mảng cho vay mạnh với tăng trưởng khoản vay trong năm 2015 là 22,3% cao thứ hai trong danh mục các ngân hàng theo dõi, và cho vay bán lẻ có mức tăng 50%. Tỷ lệ dư nợ trên vốn huy động (LDR) năm 2015 là 86%, và tỷ lệ vốn

ngắn hạn sử dụng cho khoản vay trung/dài hạn là 35%; cả hai số liệu này đều ở gần mức giới hạn lần lượt 90% và 40% được quy định trong dự thảo sửa đổi Thông tư 36/2014. Nhằm cải thiện tính linh hoạt của CTG để duy trì tăng trưởng cho vay, cần phải gia tăng cả vốn huy động ngắn hạn và dài hạn trong những năm tới.

Tăng mạnh khoản đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp là đáng chú ý. Khoản đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) năm 2015 đã tăng 42%, khiến tỷ trọng đầu tư TPDN trong tổng tài sản sinh lãi tăng từ 6,1% lên 7,3%. Đây là mức cao nhất trong số các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi, với BID xếp thứ hai ở mức 3%. Phần lớn các TPDN ở Việt Nam không được niêm yết, do đó các ngân hàng phải phân loại và trích dự phòng tương tự khoản cho vay khách hàng. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng khi các khoản TPDN quá hạn không được tính trong số liệu nợ xấu chính thức, và đầu tư vào TPDN sẽ làm gia tăng thêm tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho khoản vay trung/dài hạn.

Lợi nhuận sẽ tăng khiêm tốn trong năm 2016. NIM dự đoán sẽ thấp hơn và chi phí dự phòng cao hơn sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận. Chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng 8,2% so với năm 2015, trong khi hai ngân hàng khác chúng tôi đánh giá cao là VCB và ACB dự báo sẽ tăng trưởng LNTT lần lượt 32,3% và 14,6%.



KQLN 2015:

Hình 1: Các chỉ báo định giá cơ bản

		Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập từ HĐKD	Chi phí / Thu nhập (YTD)	Chi phí vốn (dự phòng cho cả năm)	NIM (dự phòng cho cả năm)	Nợ xấu sau dự phòng (bao gồm trái phiếu VAMC)
VCB	Q3/2015	28,1%	48,5%	2,9%	2,5%	0,8%
	Q4/2015	27,0%	42,9%	2,8%	2,5%	0,5%
BID	Q3/2015	19,2%	51,7%	4,2%	2,4%	3,0%
	Q4/2015	22,0%	44,4%	4,3%	2,4%	3,9%
ACB	Q3/2015	18,7%	65,7%	4,8%	3,1%	2,7%
	Q4/2015	5,4%	66,0%	4,7%	3,1%	2,0%*
MBB	Q3/2015	17,0%	39,4%	3,5%	3,5%	6,6%
	Q4/2015	16,6%	41,5%	3,4%	3,4%	6,9%
STB	Q3/2015	15,9%	59,8%	4,5%	3,7%	10,5%
	Q4/2015	21,8%	57,4%	3,5%	3,0%	22,5%
EIB	Q3/2015	12,1%	54,6%	4,1%	2,7%	13,4%
	Q4/2015	11,2%	61,2%	4,3%	2,4%	13,7%
Trung bình	Q3/2015	18,5%	53,3%	4,0%	3,0%	6,2%
	Q4/2015	17,3%	52,2%	3,8%	2,8%	8,3%
CTG	Q3/2015	14,1%	36,7%	3,8%	2,9%	2,3%
	Q4/2015	17,0%	53,3%	3,8%	2,7%	2,6%

Nguồn: Ước tính của VCSC

* lên đến 5% nếu tính cả nợ chưa dự phòng cho nhóm 6 công ty liên quan đến một thành viên cũ

CTG đạt tăng trưởng tín dụng cao thứ hai trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi trong năm 2015, đạt mức 22,3% nhờ mở rộng cho vay bán lẻ. Theo xu hướng chung của ngành ngân hàng, trong thời gian qua CTG liên tục đẩy mạnh hoạt động trong lĩnh vực cho vay bán lẻ. Năm 2015, cho vay cá nhân đạt tăng trưởng 52%, gấp đôi tỷ lệ tăng năm 2014. Tín dụng cho các doanh nghiệp ngoài quốc doanh cũng tăng mạnh 29% trong khi tín dụng cho doanh nghiệp nhà nước giảm 4%. Tỷ trọng cho vay bán lẻ tăng từ 18% tổng dư nợ tín dụng năm 2014 lên 22% năm 2015 và sang năm 2016, CTG đề ra mục tiêu tăng trưởng 35% đến 40%, hay 41.000 tỷ đồng.

Tiền gửi tăng nhẹ 16,2% trong năm 2015, không phải là mức tăng trưởng lý tưởng khi tỷ lệ cho vay/tiền gửi gần đạt mức tối đa cho phép. Hiện CTG có tỷ lệ cho vay/tiền gửi lên đến 86% và điều này sẽ bắt đầu ảnh hưởng đến tiềm năng tăng trưởng của CTG trừ khi ngân hàng tăng được tiền gửi cao hơn so với tăng trưởng cho vay, cả ngắn hạn và dài hạn.

Thay đổi phương pháp kế toán nên khó nhận thấy tăng trưởng thu nhập ngoài lãi trong khi thu nhập lãi trên báo cáo kiểm toán tăng cao so với thực tế. So với báo cáo tài chính 2014, thu nhập lãi tăng 7% và từ phí dịch vụ giảm 0,5%. Tuy nhiên, các tỷ lệ tăng trưởng này được tính theo quy định mới về kế toán, theo đó phí bảo lãnh được xem là thu nhập lãi thay vì thu nhập phí dịch vụ như trước đây. Thực tế, nếu không thay đổi tiêu chuẩn kế toán, thì thu nhập từ dịch vụ và bảo lãnh tăng mạnh 23,8% và thu nhập lãi chỉ tăng 5,5%. Mặc dù tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ cho vay/tiền gửi cao, thu nhập lãi tăng chậm hơn so với tăng trưởng cho vay do NIM giảm.

NIM tiếp tục giảm từ 3% năm 2014 xuống 2,7% năm 2015. Trong năm 2015, cả lợi suất và chi phí vốn đều giảm, nhưng lợi suất giảm nhanh hơn so với chi phí vốn vì thời kỳ thừa thanh khoản đã kết thúc. Nhu cầu tín dụng cao nhưng có một số kênh đầu tư khác đang cạnh tranh với tiền gửi ngân hàng

để thu hút nguồn vốn huy động. Vì CTG không có lợi thế đặc biệt về chi phí vốn như VCB nên NIM đang giảm. Ngoài ra, giấy tờ có giá tăng 2,9 lần, trong đó có thêm 8.000 tỷ đồng nợ thứ cấp. Chi phí lãi vay đối với các trái phiếu mới đã khiến CTG khó có thể giảm chi phí vốn hơn nữa.

Nợ xấu được xử lý chủ yếu bằng cách bán cho VAMC. Tỷ lệ nợ xấu chính thức năm 2015 là 0,92%, thấp hơn so với mức 1,12% năm 2014. Dường như ngân hàng ưu tiên giải quyết nợ xấu trong vài năm tới thay vì sử dụng dự phòng để xử lý nợ trực tiếp. CTG đã bán một lượng lớn nợ xấu cho VAMC trong năm 2015, với giá trị trái phiếu VAMC đang nắm giữ là 10.342 tỷ đồng, gấp 2,5 lần năm 2014 là 4.122 tỷ đồng. Lượng trái phiếu VAMC tăng thêm trong năm 2015 bằng 1,2% tổng dư nợ tín dụng, trong khi đó con số này chỉ là 0,9% năm 2014. Nợ được xử lý bằng nguồn dự phòng giảm nhẹ từ 0,7% dư nợ tín dụng năm 2014 xuống 0,5% trong năm 2015, và trên con số tuyệt đối tăng 6,7%. Chúng tôi cho rằng CTG vẫn duy trì mức xử lý nợ xấu ổn định bằng nguồn dự phòng rủi ro, nhưng việc giải quyết nợ xấu phụ thuộc nhiều hơn vào việc bán nợ cho VAMC. Ngoài ra, nợ xấu thu hồi trong năm 2015 gấp đôi năm 2014, lên đến 2.618 tỷ đồng, cho thấy việc xử lý nợ xấu đạt hiệu quả hơn.

Tỷ lệ chi phí/thu nhập tăng lên 53,3%, cao nhất trong số ba ngân hàng quốc doanh được niêm yết. Vì có mạng lưới chi nhánh lớn nhất nên CTG có tỷ lệ chi phí/thu nhập lớn hơn. Ngân hàng giải thích rằng đầu tư vào công nghệ và các chi phí khác liên quan đến cho vay bán lẻ khiến CIR tăng. Tuy nhiên, các chi phí này là đầu tư ban đầu và sẽ giảm trong vài năm tới. Ngoài ra, hệ thống ngân hàng cốt lõi mới theo kế hoạch sẽ được hoàn tất trong tháng 09/2016, sẽ cải thiện hiệu suất hoạt động và giảm chi phí chung.

Chi phí dự phòng tăng mạnh 19,9% sau khi giảm 5,4% năm 2014. Chi phí dự phòng tăng liên quan đến việc dự phòng cho trái phiếu VAMC năm trước theo quy định. Năm 2014, CTG đã nhận 4.122 tỷ đồng trái phiếu VAMC, do đó phải dự phòng 20% mỗi năm trong vòng 5 năm, từ năm 2015 trở đi. Tăng trưởng tín dụng mạnh cũng khiến chi phí dự phòng tăng. Do nợ bán cho VAMC tăng trong năm 2015, chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng năm 2016 sẽ tăng.

Trách nhiệm trích lập dự phòng ảnh hưởng đến lợi nhuận. Lợi nhuận trước dự phòng năm 2015 là 12.024 tỷ đồng, tăng 7,3% nhưng LNST lại giảm 0,2%. Chi phí dự phòng tăng 19,9%, chiếm 20,6% tổng thu nhập. Ngoài ra, CIR tăng và NIM giảm cũng ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận, đặc biệt là khi 83% tổng thu nhập của CTG là từ thu nhập lãi.

	Dự báo 2016 trước đây	Dự báo 2016 hiện nay	Dự báo 2017 trước đây	Dự báo 2017 hiện nay	Lý do điều chỉnh dự báo
Tỷ đồng					
Thu nhập lãi ròng	23.120	21.924	26.002	24.308	Thu nhập lãi ròng điều chỉnh giảm do dự báo NIM giảm
Thu nhập ngoài lãi	4.526	4.307	4.591	5.282	
Lợi nhuận trước dự phòng	14.927	13.363	17.097	15.541	
Chi phí dự phòng	6.426	5.312	7.693	6.822	Giải quyết nợ xấu chủ yếu bằng cách bán cho VAMC, nên mức nợ xóa trên thực tế thấp hơn so với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi theo đó điều chỉnh giảm giá định nợ xóa năm 2016 và 2017.
LN trước thuế	8.501	8.051	9.404	8.719	
LN sau thuế	6.616	6.422	7.508	6.957	
Tăng trưởng hàng năm %					
Thu nhập lãi ròng	18,1%	12,0%	12,5%	10,9%	
Thu nhập ngoài lãi	11,6%	6,2%	1,4%	22,6%	
Lợi nhuận trước dự phòng	20,4%	7,8%	14,5%	16,3%	
Chi phí dự phòng	29,5%	7,0%	19,7%	28,4%	
LN trước thuế	14,3%	8,2%	10,6%	8,3%	NIM giảm, CIR và chi phí dự phòng tăng ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận
LN sau thuế	14,7%	11,3%	13,5%	8,3%	
Cho vay khách hàng	10,6%	18,0%	16,4%	17,1%	Tăng giả định tăng trưởng tín dụng do nhu cầu tín dụng trên thị trường tăng, nhưng tỷ lệ cho vay/tiền gửi và vốn ngắn hạn dùng cho tín dụng trung và dài hạn cao có thể hạn chế tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng giảm so với năm 2015.
Tiền gửi	17,5%	16,5%	17,0%	17,0%	
Các chỉ báo chính					
Tỷ lệ lãi biên NIM (%)	3,0%	2,7%	2,9%	2,6%	NIM 2015 giảm nhanh và NIM 2016 dự kiến sẽ thấp hơn so với 2015.
Thay đổi NIM (bps)	24,6	-6,3	-3,5	-8,2	
Tỷ lệ chi phí/thu nhập CIR (%)	47,7%	53,6%	45,4%	52,0%	Đầu tư vào CNTT và chi phí liên quan đến tăng cường bán lẻ sẽ khiến CIR tăng.
Tỷ lệ cho vay/huy động LDR (%)	90,9%	91,2%	90,8%	91,3%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	0,90%	1,0%	0,90%	0,8%	Sáp nhập PGBank có thể khiến nợ xấu tăng.
Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ xấu (LLR) (%)	111,22%	67,0%	116,25%	85,4%	
ROAA (%)	0,8%	0,7%	0,8%	0,7%	
ROAE (%)	9,9%	10,5%	10,2%	10,2%	
Tỷ lệ an toàn vốn CAR (%)	13,1%	10,1%	12,1%	10,3%	
Chỉ báo định giá					
Cổ tức/CP (đồng)	600	500	600	500	
Lợi suất cổ tức (%)	3,8%	3,1%	3,8%	3,1%	
EPS (đồng)	1.304	1.358	1.367	1.400	
Tăng trưởng EPS (%)	-9,7%	-6,0%	4,8%	3,1%	
Giá trị sổ sách/số CP (đồng)	16.413	15.585	17.180	16.595	
PER (lần)	12,3	11,8	11,7	11,4	
PBR (lần)	1,0	1,0	0,9	1,0	

Nguồn: Số liệu do ngân hàng cung cấp và ước tính của VCSC

Nợ xấu dự kiến sẽ tăng sau khi sáp nhập với ngân hàng Ngân hàng TMCP Xăng dầu Petrolimex (PGBank). Tính đến Quý 2/2015, nợ nhóm 2 và 5 của PGBank giảm nhưng nhóm 3 và 4 tăng, đặc biệt là nhóm 3. Vì vậy, nợ xấu tăng từ 2,5% năm 2014 lên 3,3% trong Quý 2/2015. Ngoài ra, lãi dự thu của PGBank tăng liên tục từ năm 2013 đến Quý 2/2015 và có thể đây là tín hiệu của việc nợ xấu gia tăng. Sau khi sáp nhập, CTG có thể định giá lại tài sản của PGBank theo tiêu chuẩn của mình và một số khoản nợ có thể sẽ được đưa vào các nhóm rủi ro cao hơn.

Lợi nhuận dự báo sẽ tăng nhẹ do các chi phí chính tăng. **1)** Chi phí huy động đã tăng trong thời gian qua ở nhiều ngân hàng, trong khi các ngân hàng chịu áp lực phải giữ lãi suất cho vay ổn định. Vì vậy, NIM của những ngân hàng không có ưu thế trong huy động vốn hay mảng bán lẻ sẽ bị ảnh hưởng; **2)** CTG, cũng như các ngân hàng khác, đang trong giai đoạn đầu đẩy mạnh cho vay bán lẻ, nên sẽ tiếp tục đầu tư vào công nghệ, mạng lưới và nhân sự, kéo theo CIR tăng. Tuy nhiên, chi phí sẽ giảm dần sau giai đoạn đầu và sau khi ngân hàng hoàn tất việc chuyển đổi hệ thống ngân hàng lõi vào tháng 09/2016; và **3)** Nợ xấu tăng và dự phòng bắt buộc đối với trái phiếu VAMC hiện nắm giữ, trị giá 10.342 tỷ đồng, tương đương 1,9% tổng dư nợ tín dụng và trái phiếu VACM, sẽ khiến chi phí dự phòng tăng.

Định giá

Hình 2: Tóm tắt mô hình định giá của VCSC (VND/CP)

Phương pháp	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
Thu nhập thặng dư	19.266	60%	11.560
P/B	17.922	40%	7.169
Giá mục tiêu			18.729

Nguồn: Ước tính của VCSC

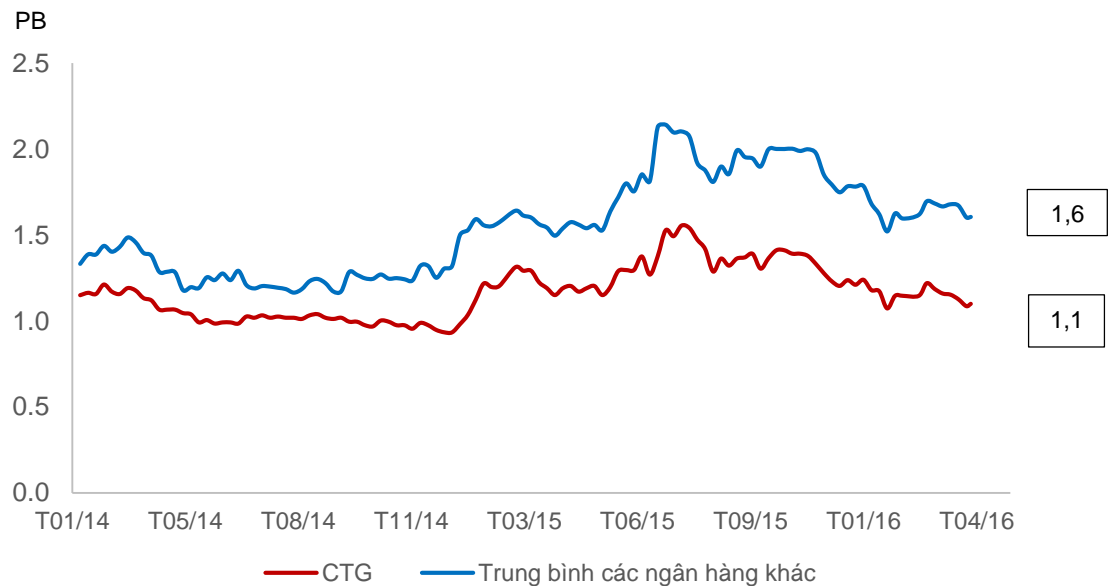
Mô hình định giá của chúng tôi dựa trên hai phương pháp: thu nhập thặng dư và P/B, tỷ trọng lần lượt 60% và 40%. Chúng tôi lựa chọn các ngân hàng BID, VCB và MBB để so sánh với CTG. VCB, BID và CTG đều là ngân hàng quốc doanh, ngoài ra còn có chung một số đặc điểm như NIM thấp hơn so với các ngân hàng ngoài quốc doanh, được NHNN xét vào diện đặc biệt do vai trò quan trọng trong ngành ngân hàng và cơ cấu khách hàng tương tự nhau. Cơ cấu dư nợ tín dụng và tiền gửi của MBB tương tự các ngân hàng quốc doanh, nên lợi suất và chi phí vốn của ngân hàng này tương tự các ngân hàng quốc doanh.

Hình 3: So sánh với một số ngân hàng khác trong nước

(triệu USD) Công ty	Mã	Giá trị vốn hóa	Doanh thu trượt 12T	Y-o-Y %	LNST trượt 12T	Y-o-Y %	ROA	ROE	P/B Quý trước	2016E P/B	P/E trượt 12T
Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	BID	2.407	2.589	12,9%	288	27,7%	0,8%	17,0%	1,3	1,2	8,8
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	VCB	5.043	1.771	11,2%	243	16,4%	0,8%	12,0%	2,5	2,1	24,9
Ngân hàng TMCP Quân đội	MBB	1.029	729	3,8%	113	0,2%	1,2%	12,7%	1,0	1,1	8,2
Trung bình		2.826	1.696	9,3%	215	14,7%	1,0%	13,9%	1,6	1,5	14,0
Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	CTG	2.668	2.172	4,6%	260	-0,3%	0,8%	10,3%	1,1	1,15	10,5

Nguồn: Bloomberg và ước tính của VCSC

Hình 4: PB của CTG và một số các ngân hàng khác của Việt Nam

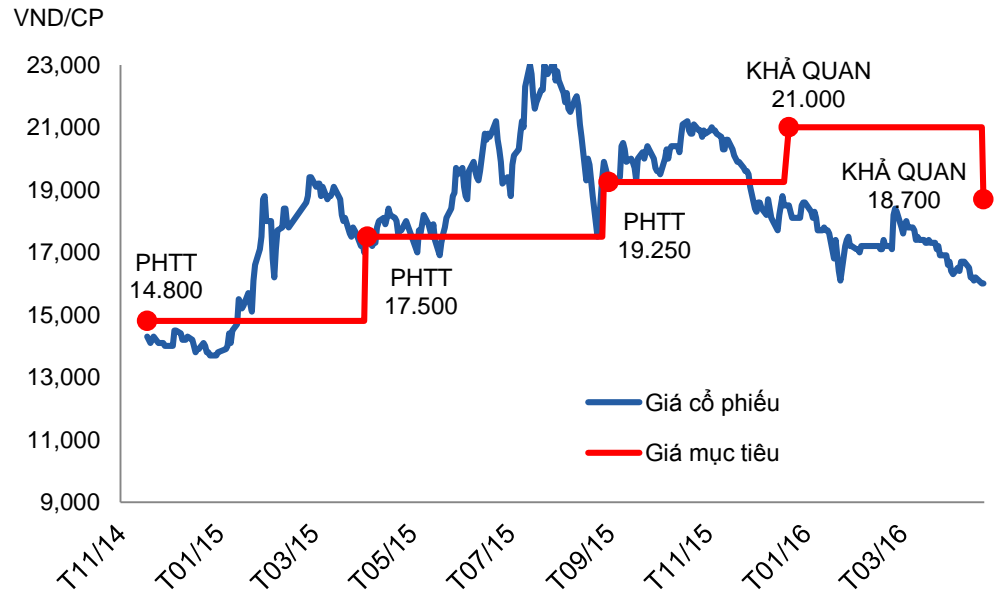


Nguồn: Bloomberg.

CTG từ trước đến nay luôn giao dịch với mức PB thấp hơn so với các ngân hàng khác. PB của CTG là 1,1 lần so với trung bình của các ngân hàng khác là 1,6 lần. Nhờ tích cực quản lý nợ xấu và dự phòng tương đối thận trọng, theo ước tính của chúng tôi, CTG là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu (bao gồm cả trái phiếu VAMC) sau khi loại trừ đi tất cả các khoản dự phòng thấp nhất, và vì nợ xấu thu hồi tăng mạnh (thu hồi nợ xấu năm 2015 gấp đôi 2014), chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản đã cải thiện. Giá cổ phiếu hiện ở mức thấp nên có tiềm năng tăng trong thời gian tới. Vì vậy, chúng tôi áp dụng PB mục tiêu 1,15 lần cho giá trị sổ sách trên một cổ phiếu năm 2016, nhưng dự kiến CTG sẽ tiếp tục giao dịch tại mức PB thấp hơn so với các ngân hàng khác.

Lịch sử khuyến nghị

Hình 5: Diễn biến giá cổ phiếu CTG và giá mục tiêu VCSC đưa ra



Nguồn: Bloomberg & VCSC

Phân tích kỹ thuật

Nhận định:

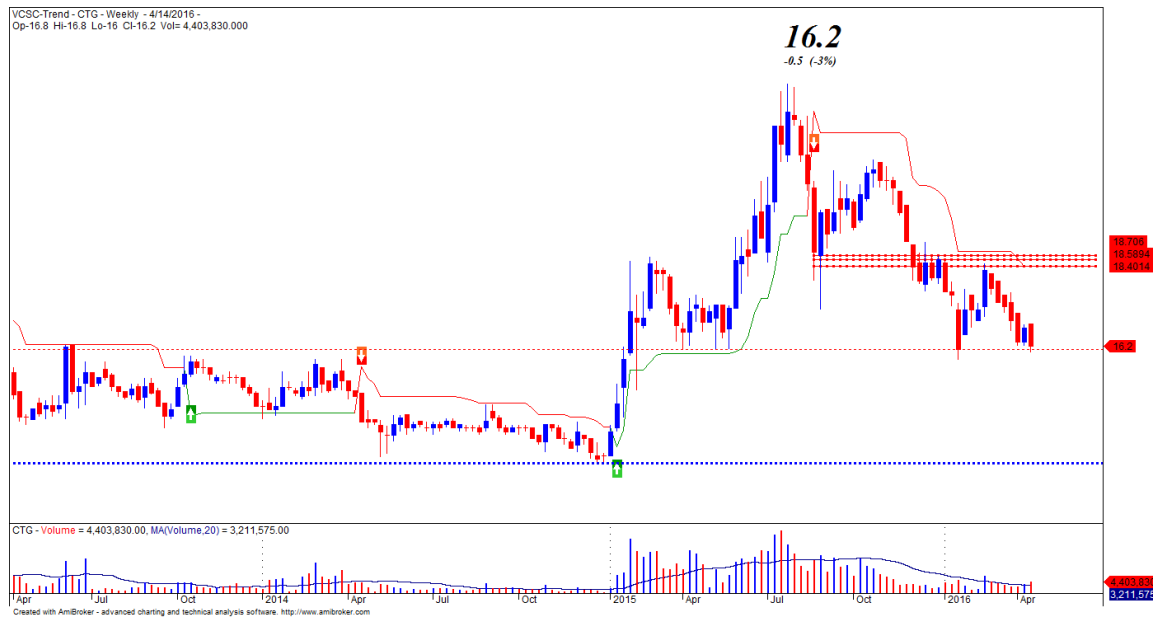
Đồ thị giá giảm mạnh vào vùng hỗ trợ trung hạn 16.000VND. Trong khi đó, các chỉ báo xung lượng trung hạn cũng giảm mạnh xuống vùng quá bán, cho thấy nhu cầu nhiều khả năng sẽ tăng. Tín hiệu đảo chiều vẫn chưa hình thành, cho thấy rủi ro trung hạn khá cao.

Hệ thống chỉ báo xu hướng của chúng tôi vẫn duy trì xu hướng trung hạn GIẢM trên đồ thị giá và xu hướng giảm này được duy trì kể từ tháng 08/2015 đến nay. Nếu đồ thị giá giảm xuống dưới 16.000VND, mức hỗ trợ trung hạn tiếp theo sẽ là 13.000VND.

Khuyến nghị:

Nhà đầu tư trung hạn không nên mua tại mức giá hiện tại và nên tận dụng giai đoạn phục hồi kỹ thuật để bán ra, cho đến khi rủi ro trung hạn bắt đầu giảm.

04/14/2016	(đồng/CP)
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	18.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	16.000
Xu hướng trung hạn	GIẢM



Nguồn: VCSC

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT	2015A	2016F	2017F
tỷ đồng				tỷ đồng			
Thu nhập từ lãi	42.472	52.683	61.967	Tiền mặt	5.091	5.818	6.399
Chi phí lãi	-23.633	-30.759	-37.659	Tiền gửi tại NHNN	11.893	12.424	14.399
Thu nhập lãi thuần	18.839	21.924	24.308	Cho vay các TCTD khác	66.019	72.453	73.902
Thu nhập từ dịch vụ	2.651	3.422	4.191	Chứng khoán KD	3.346	3.035	2.754
Chi phí từ dịch vụ	-1.191	-1.378	-1.676	Chứng khoán KD	3.373	3.062	2.783
Lãi thuần dịch vụ	1.460	2.044	2.515	trừ: Dự phòng giảm giá	-27	-27	-29
Lãi kinh doanh ngoại hối	20	112	188	Công cụ phái sinh	0	4	4
Lãi CK kinh doanh	182	315	364	Cho vay KH	533.530	648.619	759.538
Lãi từ HĐ khác	2.202	1.789	2.159	Dư nợ cho vay KH	538.080	653.008	764.761
Thu nhập từ góp vốn	41	47	55	trừ: Dự phòng rủi ro	-4.550	-4.388	-5.223
Chi phí hoạt động	-10.719	-12.868	-14.048	Chứng khoán đầu tư	120.024	132.158	143.726
LN trước dự phòng	12.024	13.363	15.541	Sẵn sàng để bán	108.940	122.645	135.455
Chi phí dự phòng	-4.679	-5.312	-6.822	Giữ đến ngày đáo hạn	54.034	67.413	82.022
LN trước thuế	7.345	8.051	8.719	trừ: Dự phòng giảm giá	-454	-898	-1.004
Thuế	-1.629	-1.610	-1.744	Đầu tư dài hạn	3.892	3.990	4.068
LN sau thuế	5.717	6.440	6.976	Tài sản cố định	8.666	9.029	9.348
Trừ: CĐTS	-19	-19	-19	TS cố định hữu hình	4.375	4.623	4.854
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	5.698	6.422	6.957	TS cố định cho thuê	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	5.698	5.464	5.913	TS cố định vô hình	4.291	4.406	4.494
				Bất động sản đầu tư	0	0	0
Định giá				Tài sản khác	27.022	20.983	22.407
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.530	1.596	1.572	TỔNG TÀI SẢN	779.483	908.513	1.036.547
EPS cơ bản điều chỉnh VND	1.530	1.358	1.336				
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	1.530	1.358	1.400	Nợ phải trả	723.373	845.555	962.835
Giá trị sổ sách/CP (Đồng)	15.004	15.585	16.595	Nợ CP và NHNN	13.227	13.492	13.896
P/E (lần)	10,5	11,8	11,4	Tiền gửi & vay TCTD khác	99.169	107.642	114.018
P/B (lần)	1,1	1,0	1,0	Tiền gửi KH	492.960	592.762	693.532
				Công cụ phái sinh	118	123	130
Chỉ số khả năng sinh lợi				Nguồn vốn khác	54.237	59.731	62.718
Biên lãi ròng (NIM) (%)	2,7%	2,7%	2,6%	Giấy tờ có giá	20.860	24.433	26.433
Lợi suất tài sản (%)	6,2%	6,5%	6,6%	Các khoản nợ khác	42.802	47.372	52.109
Chi phí vốn (%)	3,8%	4,1%	4,4%	Vốn CSH	55.868	62.704	73.445
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) (%)	53,3%	53,6%	52,0%	Vốn của TCTD	46.209	49.209	56.049
ROAE (%)	10,3%	10,5%	10,2%	Quỹ của TCTD	5.275	6.435	7.478
ROAA (%)	0,8%	0,7%	0,7%	Chênh lệch tỷ giá	442	300	300
ROAA trước dự phòng	1,7%	1,6%	1,6%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0
				Lợi nhuận giữ lại	3.942	6.760	9.618
Tăng trưởng tài sản				Lợi ích của CĐTS	242	255	267
Tăng trưởng cho vay (%)	22,3%	18,0%	17,1%	NỢ PHẢI TRẢ & VỐN	779.483	908.513	1.036.547
Tăng trưởng huy động (%)	16,2%	16,5%	17,0%				
Chất lượng tài sản							
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	0,9%	1,0%	0,8%				
Dự phòng/NPL (%)	92,1%	67,0%	85,4%				
Dự phòng/cho vay (%)	0,8%	0,7%	0,7%				
Chi phí dự phòng/cho vay (%)	0,9%	0,8%	0,9%				
NPL/Vốn CSH (%)	8,8%	10,5%	8,3%				
Thanh khoản							
Cho vay/ HĐ từ KH (%)	90,4%	91,2%	91,3%				
Vay liên ngân hàng (%)	14,6%	13,5%	12,5%				
CAR (%)	10,3%	10,1%	10,3%				
Vốn CSH/tài sản (%)	7,2%	6,9%	7,1%				

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. LNST và EPS điều chỉnh được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ thưởng cho nhân viên. (2) Bao gồm lợi tức cổ phiếu, phát hành riêng lẻ, quyền mua sắp thực hiện (nếu có)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Minh Thùy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi 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. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145 Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.