

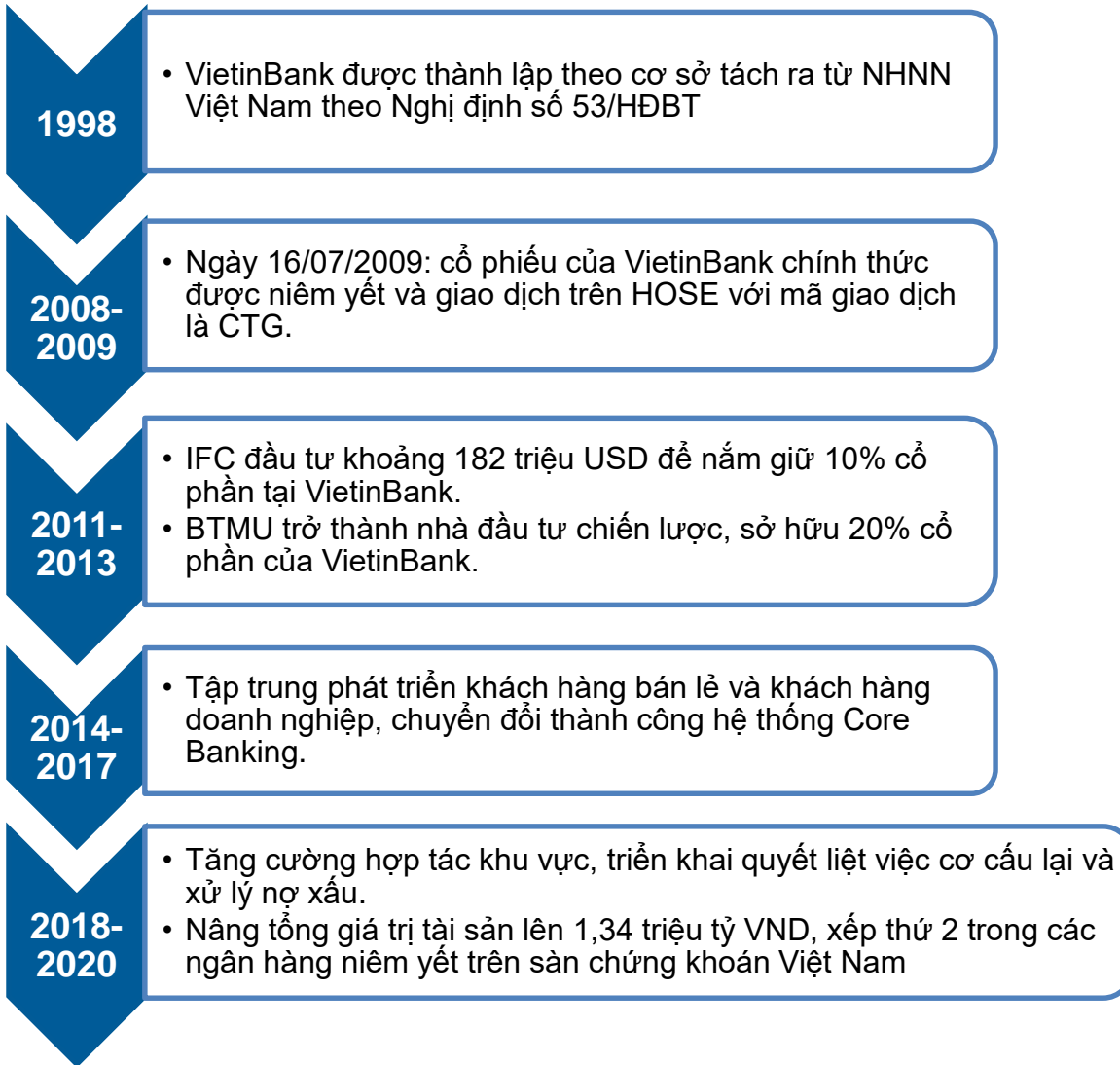


CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

BÁO CÁO KHUYẾN NGHỊ

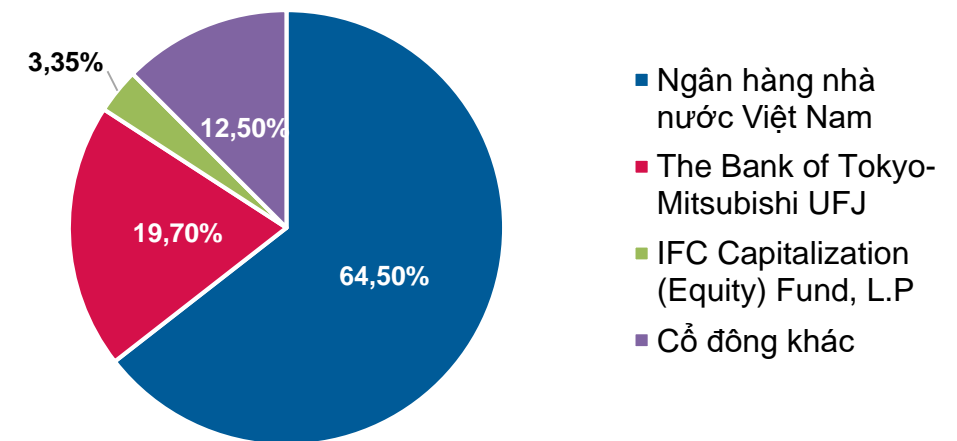
**NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG
THƯƠNG VIỆT NAM**





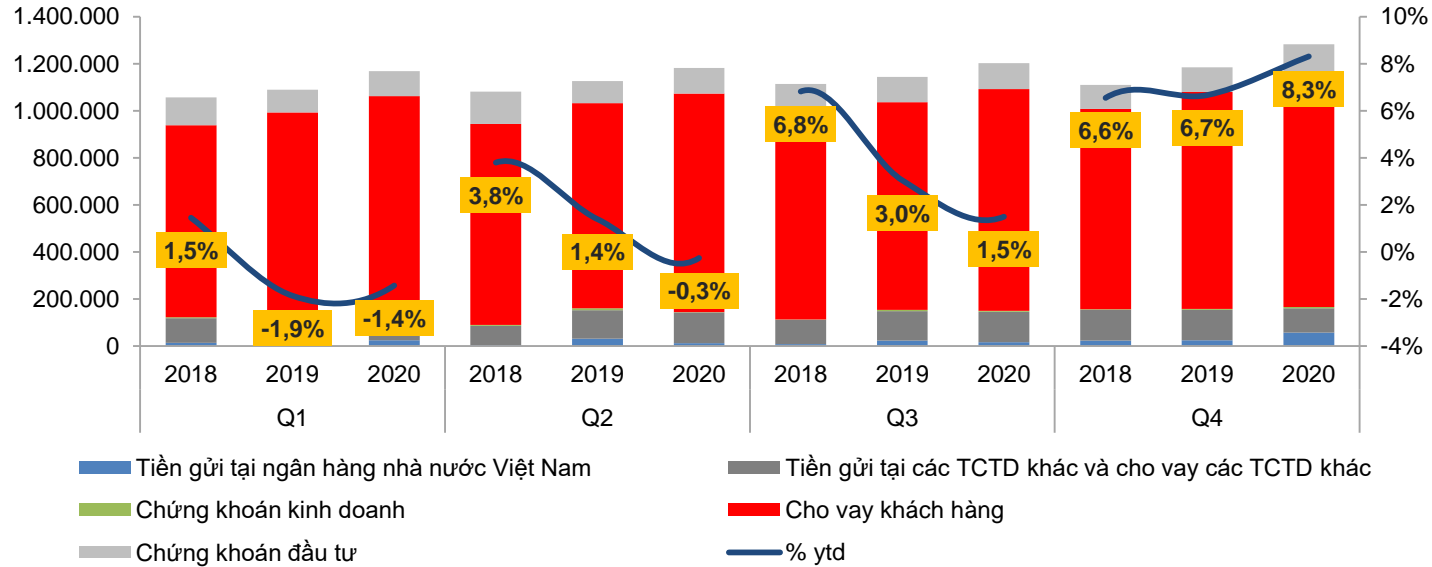
Giá	40,000 đồng/CP	P/E	10,88
Giá mục tiêu	44,700 đồng/CP	P/B	1,74
Vốn hóa (tỷ đồng)	148,936	ROAE	16,83%
KLCP đang lưu hành	3.723.404.556	ROAA	1,06%

Cơ cấu sở hữu VietinBank

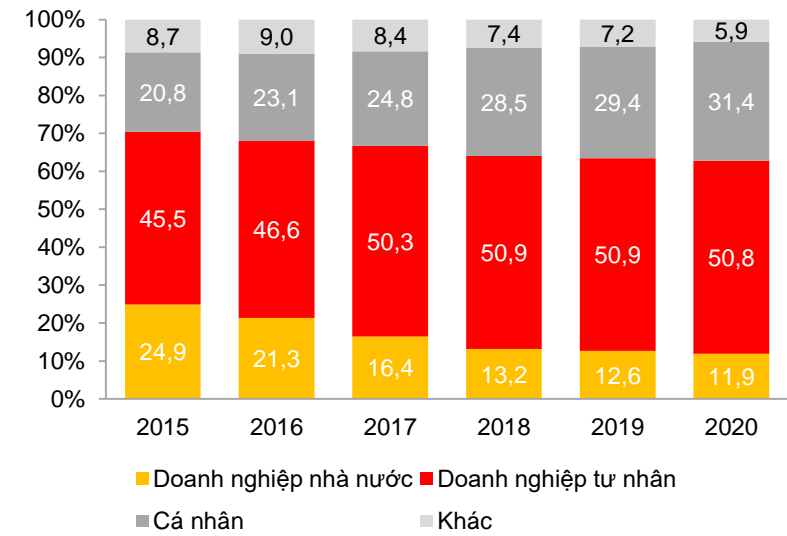


Tăng trưởng tín dụng quay trở lại nhưng vẫn thấp hơn mức toàn ngành

Tăng trưởng dư nợ tín dụng quay trở lại trong Quý 4



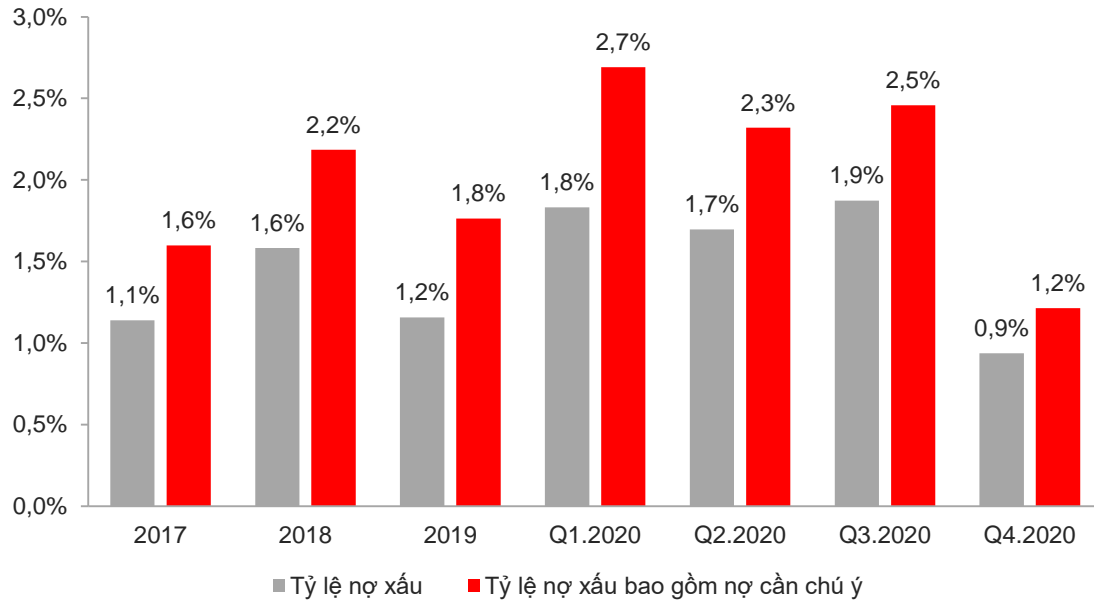
Hoàn thành chuyển dịch cơ cấu sang cho vay bán lẻ



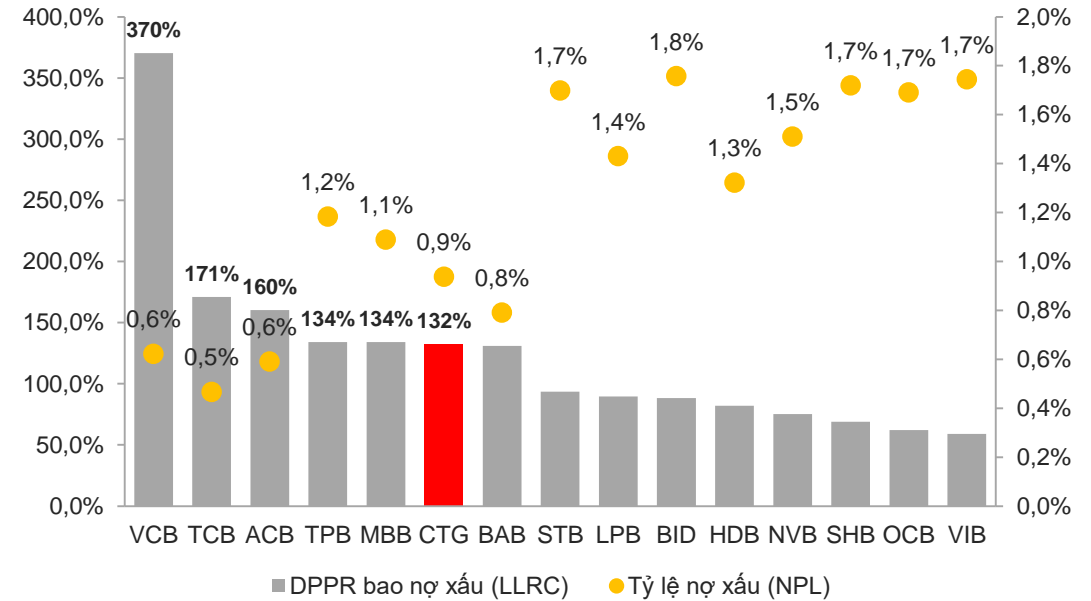
- Đại dịch Covid-19 có những diễn biến khó lường trong 9 tháng đầu năm đã gây ảnh hưởng đến hoạt động cho vay của ngành ngân hàng nói chung và Viettinbank nói riêng. Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm của Q1, Q2, Q3.2020 ghi nhận mức thấp so với các năm trước đó và chỉ thực sự trở lại trong quý 4.
- Tính đến cuối năm 2020, dư nợ tín dụng của CTG đạt 1,283 nghìn tỷ đồng (+8.3%yoy) đứng thứ 2 toàn ngành, vượt xa nhóm ngân hàng TMCP đạt trung bình khoảng 2,000 tỷ đồng. Cho vay khách hàng đạt 1,003 nghìn tỷ đồng (+8.7%yoy). Danh mục trái phiếu doanh nghiệp ghi nhận 54,926 nghìn tỷ đồng (+5.92%yoy).
- Giai đoạn 2015-2020, CTG có sự chuyển dịch cơ cấu mạnh mẽ từ phân khúc doanh nghiệp nhà nước sang các phân khúc có hiệu quả sinh lời cao hơn gồm doanh nghiệp tư nhân vừa và nhỏ cùng phân khúc bán lẻ.
- Tỷ trọng cho vay bán lẻ tăng từ 20.8% lên mức ước tính khoảng 32% trong năm 2020. Tỷ trọng cho vay doanh nghiệp tư nhân duy trì ở mức 51%. Đáng chú ý là CTG có dư nợ cho vay doanh nghiệp nhà nước lớn nhất trong hệ thống.



Tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh trong Quý 4



Ngân hàng chủ động trích lập dự phòng lớn

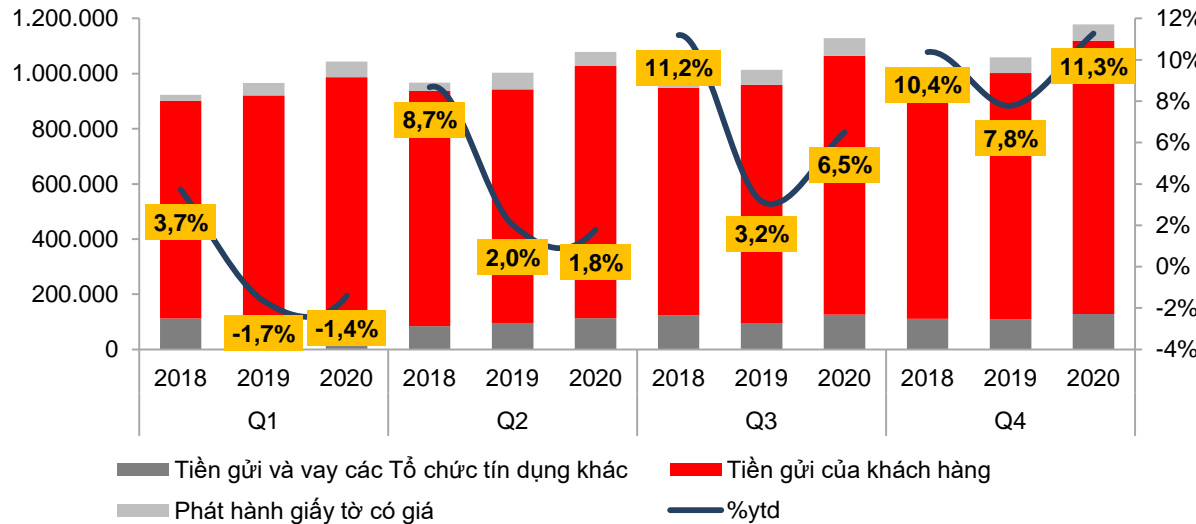


- Tỷ lệ nợ xấu ghi nhận 0,94% - mức thấp nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Tuy nhiên, do tác động của Thông tư 01/2020/TT-NHNN, tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng hiện nay có thể chưa phản ánh đúng bản chất nợ xấu do có nhiều khoản nợ không bị chuyển nhóm. Nợ xấu của ngân hàng hoàn toàn phụ thuộc vào sửa đổi Thông tư 01 của Ngân hàng Nhà nước dự kiến được ban hành trong năm nay. VietinBank đã tái cơ cấu nợ cho ~0.7% khoản vay, thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khác. **Chúng tôi cho rằng mức trích lập dự phòng và LN hiện nay có thể giúp CTG chống chọi trước sự suy giảm về lợi nhuận mà chưa ảnh hưởng đến VCSH.**
- Đáng chú ý, CTG đã hoàn thành trích lập xử lý dư nợ VAMC trong năm 2020 từ mức dư nợ chưa trích lập 6.192 tỷ đồng cuối năm 2019. Do đó, tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu (LLRC) của ngân hàng tăng mạnh lên mức 132%, cao hơn mức trung bình ngành. Trích lập hết nợ xấu VAMC sẽ giúp làm giảm áp lực gia tăng chi phí dự phòng rủi ro của ngân hàng kể từ năm 2021 trở đi từ đó cải thiện lợi nhuận của ngân hàng.

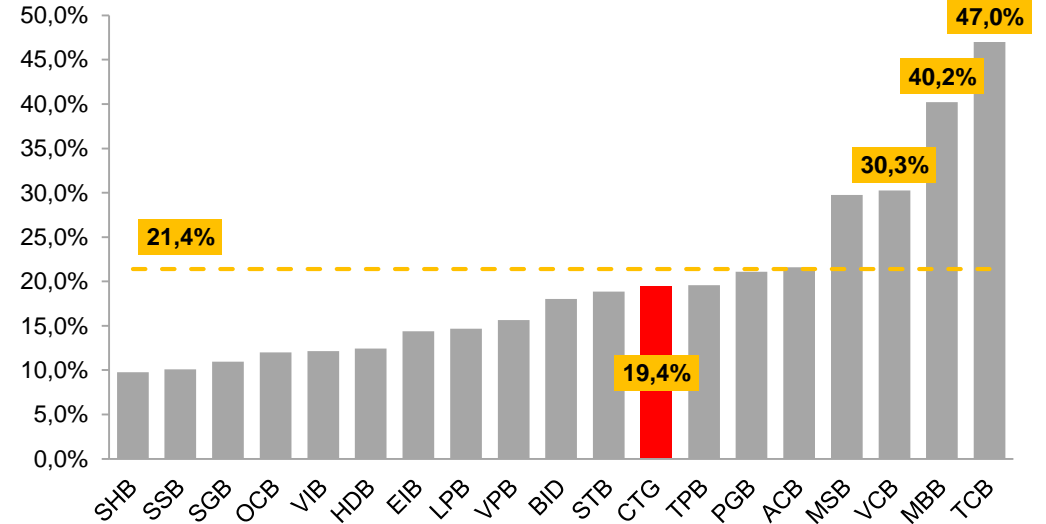


Tiền gửi CASA đang ở mức thấp hơn trung bình ngành

Huy động vốn vẫn khả quan trong năm 2020

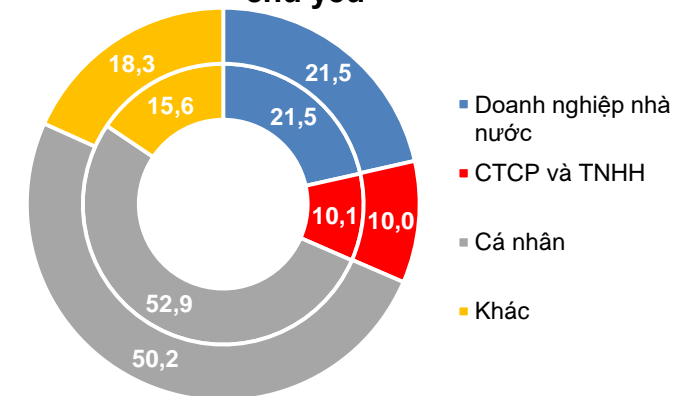


Tỷ lệ CASA vẫn thấp hơn trung bình ngành

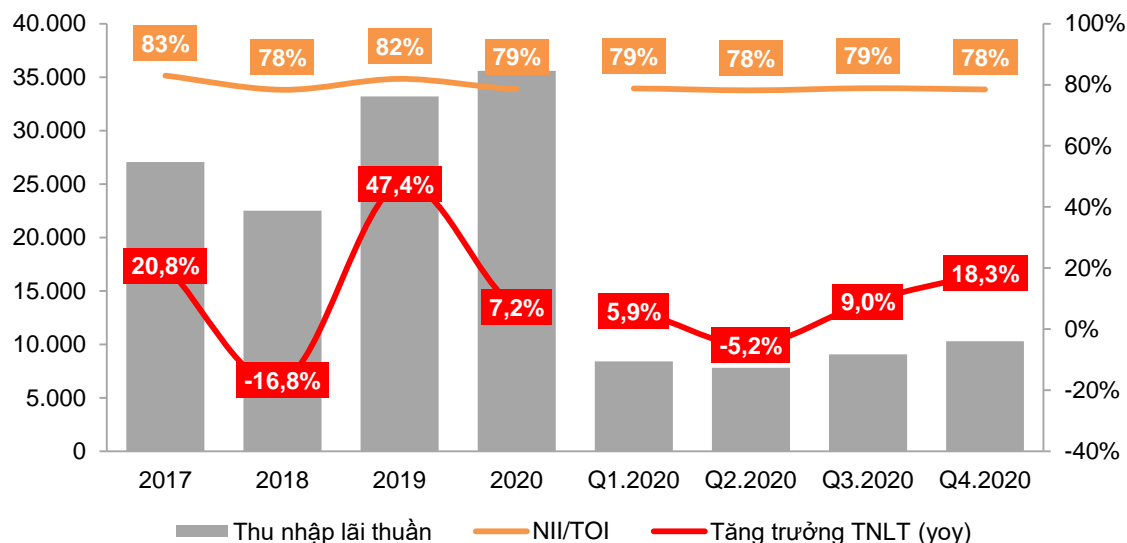


- Tổng lượng tiền gửi khách hàng năm 2020 của CTG đạt 990,332 tỷ đồng (+10.9%yoy), đứng thứ 3 toàn hệ thống sau BID và VCB. Nhìn chung, lượng tiền gửi khách hàng của nhóm ngân hàng quốc doanh vẫn vượt trội so với nhóm NHTMCP nhờ lợi thế lớn về mạng lưới và sự đảm bảo hỗ trợ của nhà nước trong thời điểm khó khăn của nền kinh tế. Huy động vốn ghi nhận mức tăng khoảng 11.3%yoy trong năm 2020, đạt 1,178 nghìn tỷ đồng.
- Về cơ cấu tiền gửi, khách hàng cá nhân chiếm khoảng 50.2%, tiếp đó là các doanh nghiệp có vốn nhà nước (SOE) với tỷ trọng khoảng 22%. Bên cạnh đó, tiền gửi từ các CTCP/TNHH hay các doanh nghiệp vốn đầu tư nước ngoài chiếm khoảng 10%.
- Tỷ lệ CASA 4Q2020 của CTG đạt 19.4% (có tính phần tiền gửi ký quỹ), thấp hơn mức trung bình toàn hệ thống là 21.4%. Tuy nhiên, mức này vẫn cao hơn tỷ lệ CASA các năm gần đây (2018: 15,4%, 2019: 16,8%). Từ đó cho thấy ngân hàng đã có những chiến lược phù hợp nhằm phát triển nguồn vốn giá rẻ này với lợi thế là là ngân hàng thương mại quốc doanh và có hệ thống chi nhánh, phòng giao dịch rộng khắp.

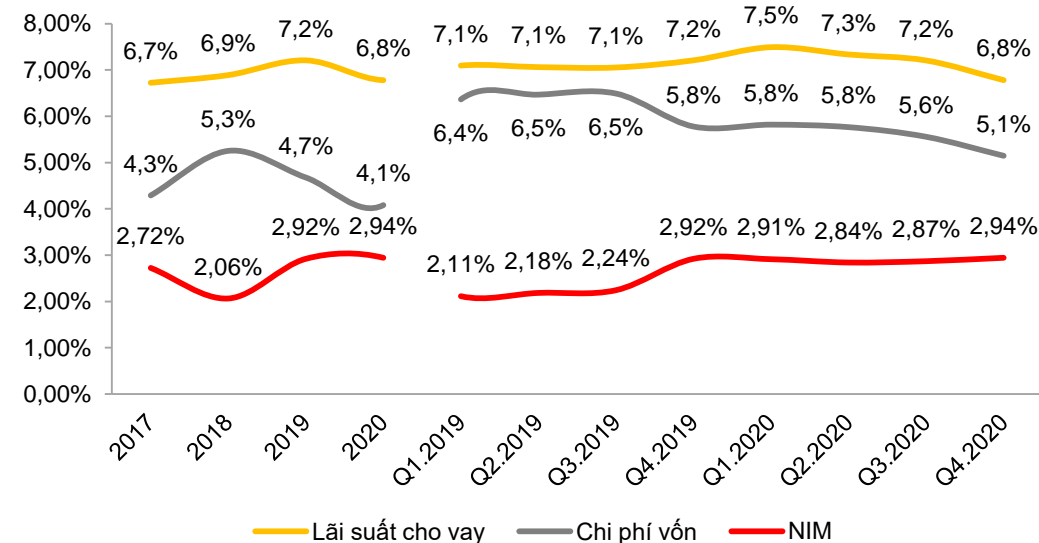
Tiền gửi từ SOEs và các nhân chiếm là chủ yếu



Thu nhập lãi thuần tăng trưởng chậm lại



NIM cải thiện nhẹ



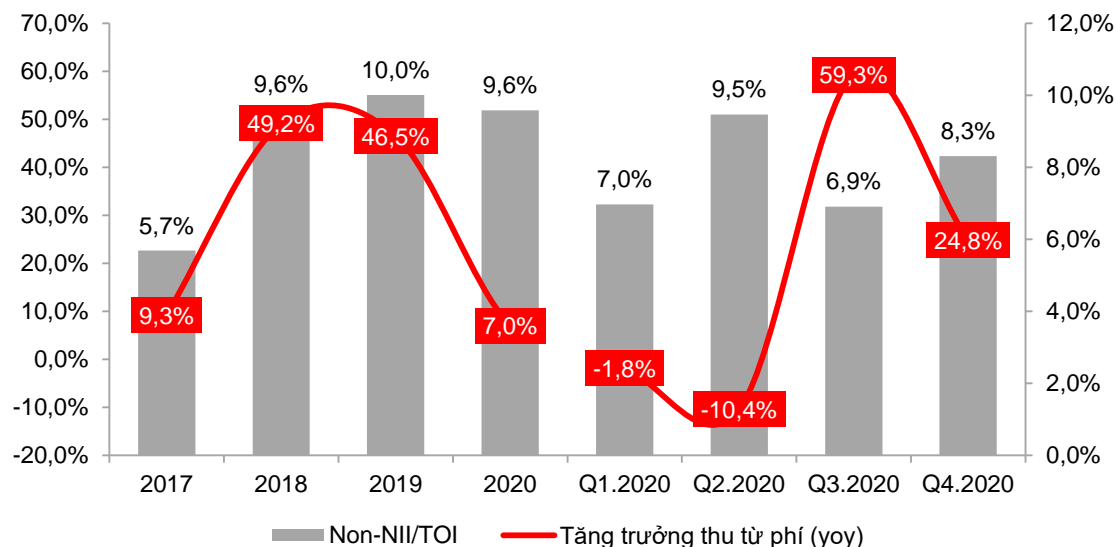
- **Thu nhập lãi thuần tăng trưởng trở lại trong Q4.2020.** Như đã nêu ở trên hoạt động cho vay của toàn ngành ngân hàng nói chung và CTG nói riêng chỉ thực sự được cải thiện trong Quý 4 khi dịch bệnh được kiểm soát. Ngân hàng ghi nhận thu nhập lãi thuần trong quý 4 tăng 18.3%yoy và 13.3%mom, đạt 10.3 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, do mức tăng thấp của quý trước đó mà thu nhập lãi thuần cả năm chỉ tăng 7.2% so với năm 2019.
- **Thu từ lãi vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất.** Tỷ lệ NII/TOI luôn ở mức cao ~80% (trung bình ngành là 75%) cho thấy nguồn thu của ngân hàng vẫn phụ thuộc chủ yếu vào hoạt động cho vay. Tuy nhiên, ngân hàng cũng đã có xu hướng tập trung vào hoạt động thu ngoài lãi.

- **NIM cải thiện nhẹ so với năm 2019.** Việc cắt giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ, chia sẻ khó khăn với doanh nghiệp và người dân đã khiến cho tỷ suất sinh lời tài sản của ngân hàng giảm xuống còn 6.8% thấp hơn mức 7.2% của cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, áp lực chi phí vốn cũng được giảm bớt về mức 4.1% do Ngân hàng Nhà nước giảm lãi suất điều hành. Nhờ đó NIM của VietinBank vẫn cải thiện nhẹ so với cùng kỳ, đạt 2.94%.
- Một điều đáng chú ý là lợi suất từ dư nợ tín dụng đạt 7.4% thấp hơn mức trung bình là 8.5% (của 25 ngân hàng theo dõi), chi phí vốn xấp xỉ mức trung bình là khoảng 4.2%.
- **Chúng tôi cho rằng tỷ suất sinh lời vẫn chưa tương xứng với dư nợ tín dụng đứng thứ 2 toàn ngành của CTG. Chi phí vốn vẫn ở mức cao một phần được phản ánh bởi tỷ lệ CASA thấp.**

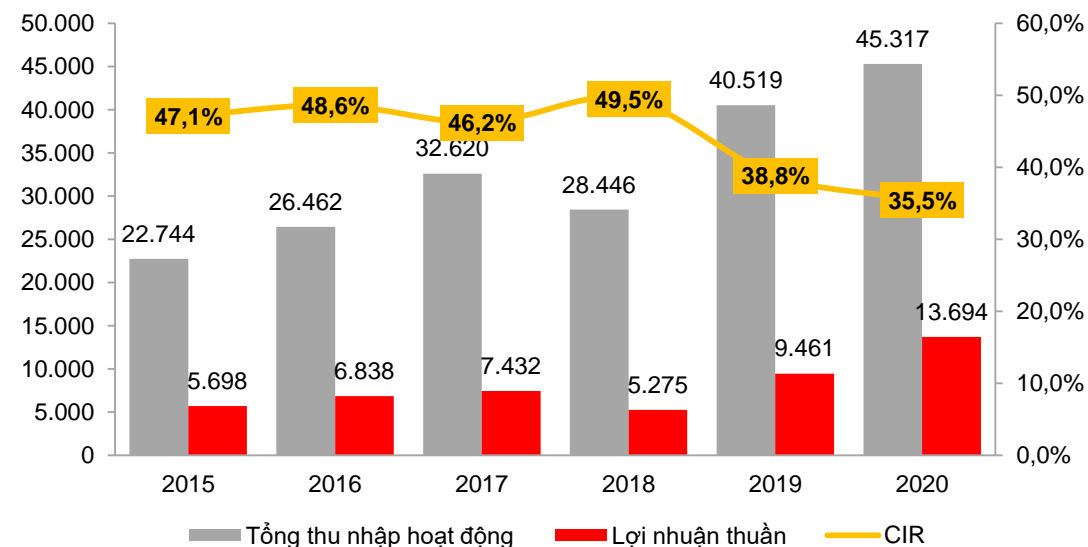


Thu nhập lãi thuần vẫn sẽ là nguồn thu chính, kỳ vọng tăng trưởng thu từ phí

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng khiêm tốn



CIR ghi nhận mức thấp nhất trong vòng 5 năm



- **Thu nhập ngoài lãi của CTG vẫn ở mức khiêm tốn, Non-NII/TOI chỉ khoảng 21.4%.** Thu nhập ngoài lãi trong năm 2020 đạt 4,3 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ 7% so với cùng kỳ năm trước. Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ chiếm 44.8%, đạt 36 nghìn tỷ đồng; bên cạnh đó lãi thuần từ các hoạt động khác thường chiếm tới 25-30% thu nhập ngoài lãi và đến chủ yếu từ xử lý nợ xấu
- **Kỳ vọng thu từ phí được thúc đẩy bởi thỏa thuận Bacassurance.** Vào giữa tháng 12/2020, VietinBank và công ty bảo hiểm Manulife Việt Nam đã ký kết Thỏa thuận hợp tác độc quyền 16 năm phân phối bảo hiểm nhân thọ qua kênh ngân hàng (Bancassurance) với giá trị ước tính khoảng 350 triệu USD và sẽ được ngân hàng phân bổ vào thu nhập dịch vụ trong những năm tiếp theo.
- **Chúng tôi kỳ vọng thỏa thuận này sẽ giúp thúc đẩy thu nhập từ phí của VietinBank, tuy nhiên đây cũng sẽ là một thử thách mới khi các NHTMCP khác cũng đang đẩy mạnh hoạt động Bacassurance.**

- **Kết thúc năm 2020, tổng thu nhập hoạt động đạt 45.3 nghìn tỷ đồng, tăng 11.8% so với cùng kỳ** với nguyên nhân chủ yếu đến từ sự tăng trưởng chậm lại của thu nhập từ lãi.
- **CIR ghi nhận mức thấp nhất trong vòng 5 năm, đạt khoảng 35.5%** do chi phí hoạt động có mức tăng trưởng thấp hơn nhờ việc đẩy mạnh cắt giảm chi phí nhân sự và chi phí cho các hoạt động công vụ trong năm 2019 và 2020. **Chúng tôi kỳ vọng CTG có thể duy trì mức biên lợi nhuận gộp này trong những năm tiếp theo.**
- Chi phí dự phòng rủi ro giảm 6.6% so với cùng kỳ, nhờ đó mà lợi nhuận thuần của CTG vẫn ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng **45%yoy, đạt 13.7 nghìn tỷ đồng.**

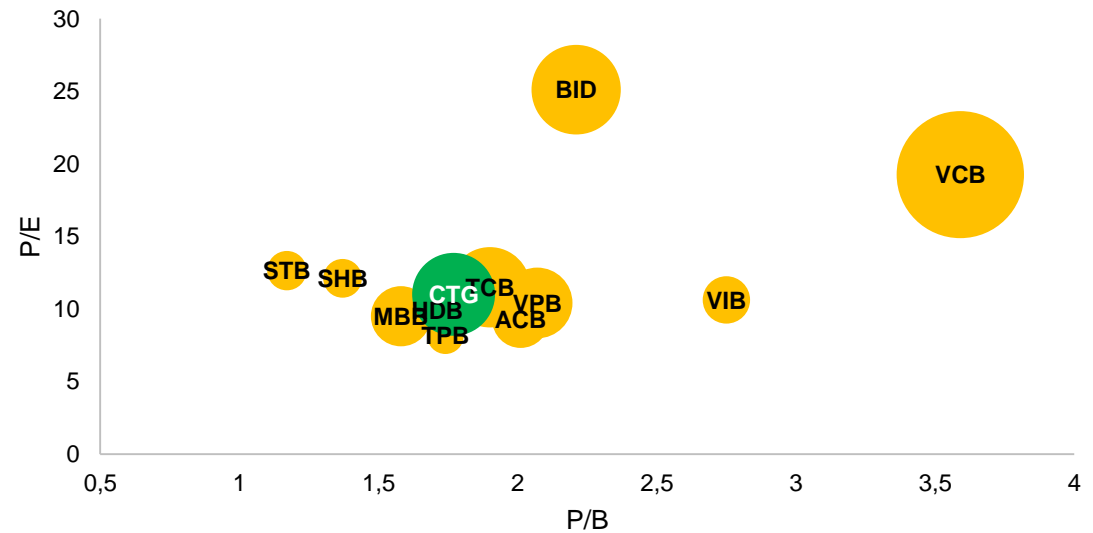


Vẫn ở mức định giá thấp so với các ngân hàng khác

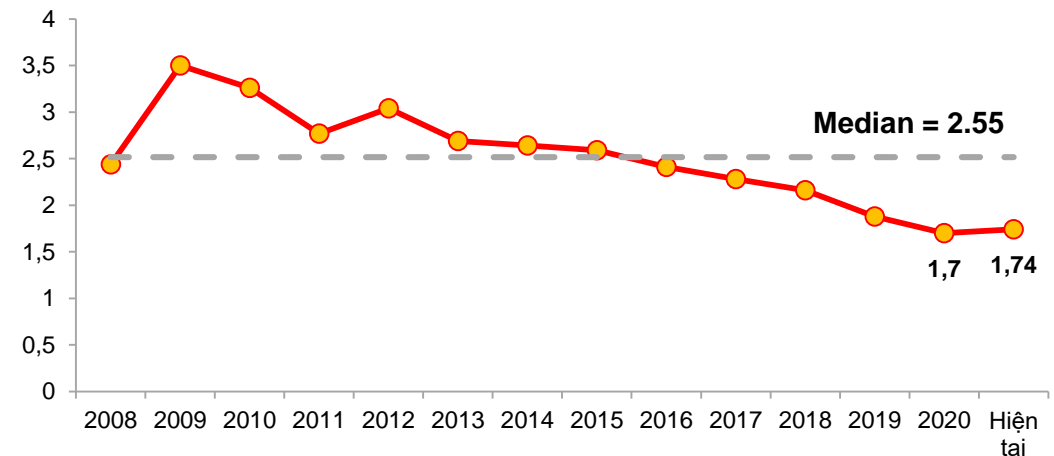
➤ Luận điểm đầu tư:

- **Kỳ vọng NIM ghi nhận mức cao hơn trong năm 2021:** Chúng tôi kỳ vọng lợi suất tài sản sẽ tăng trở lại khi thời hạn hỗ trợ các khoản vay sẽ hết hiệu lực. Bên cạnh đó, ngân hàng đang tập trung phát triển nguồn vốn giá rẻ nên NIM trong năm 2021 của CTG có thể tăng 24 điểm cơ bản lên mức 3.12%.
 - **Thu nhập từ phí sẽ dẫn dắt doanh thu trong những năm tới.** Tiềm năng tăng trưởng của ngành bảo hiểm trong giai đoạn tới còn rất lớn dựa trên: nhận thức nâng cao về mức độ rủi ro sau khi dịch Covid-19 diễn ra; sự gia tăng của tầng lớp trung lưu, nhu cầu bảo hiểm tăng cao. Hợp đồng phân phối độc quyền với Manulife sẽ thúc đẩy nguồn thu từ bancassurance. Hệ thống chi nhánh lớn dẫn đầu cả nước cũng sẽ hỗ trợ cho hoạt động này.
 - **Triển vọng tăng vốn sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn.** Phát hành mới tăng vốn điều lệ và VCSH là phương án tốt nhất để CTG cải thiện hệ số CAR, qua đó tăng hạn mức tăng trưởng tín dụng, nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh.
- Với vị thế là ngân hàng thuộc sở hữu của nhà nước với quy mô tổng tài sản đứng thứ 2 toàn hệ thống các ngân hàng niêm yết, đạt 1.34 triệu tỷ VND, xếp sau BID. *Chúng tôi dự báo doanh thu hoạt động của VietinBank trong năm 2021 có thể đạt 56 nghìn tỷ đồng (+22,8%yoy), và lợi nhuận sau thuế đạt 17 nghìn tỷ đồng (+24.4%yoy).*
- Bằng phương pháp định giá so sánh P/B, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của CTG sẽ ở mức **44,700 đ/cp**, cao hơn **11.8%** so với giá đóng của ngày 29.03.2021.

P/E và P/B của các ngân hàng



P/B lịch sử của VietinBank



KHUYẾN CÁO

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích.

MẠNG LƯỚI GIAO DỊCH TVSI

MIỀN BẮC TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 6, 79 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3728 0921 | Fax: (024) 3728 0920
Website: www.tvsi.com.vn | Email: contact@tvsi.com.vn
Trung tâm Dịch vụ Khách hàng: 1900 1885

NGỌC KHÁNH

Ngọc Khánh plaza, 1 Phạm Huy Thông, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3237 3090 | Fax: (024) 3237 3092

MỸ ĐÌNH

Tầng 2, 87 Trần Thái Tông, Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (024) 3792 5183 | Fax: (024) 3792 5180

HẢI PHÒNG

Tầng 3, 10 Lê Hồng Phong, Ngô Quyền, Hải Phòng
Điện thoại: (0225) 375 7559 | Fax: (0225) 375 7560

MIỀN TRUNG ĐÀ NẴNG

115 Lê Lợi, Hải Châu, Đà Nẵng
Điện thoại: (0236) 375 2282 | Fax: (0236) 375 2283

QUY NHƠN

Số 1 Nguyễn Tất Thành, Quy Nhơn, Bình Định
Điện Thoại: (025) 6381 8840 | Fax: (025) 6381 8820

MIỀN NAM TP. HỒ CHÍ MINH

Tầng 3-4-5, 66 Phó Đức Chính, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (028) 3838 6868 | Fax: (028) 3920 7542





XIN CẢM ƠN