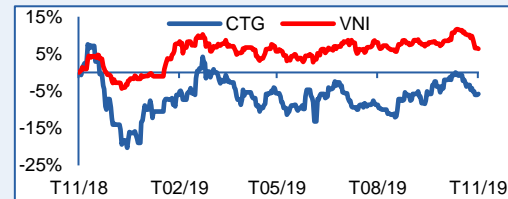




Nhân hàng TMCP Công thương Việt Nam (CTG) [PHTT +8,6%]

Cập nhật

Ngành:	Nhân hàng		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	28/11/2019	LN trước dự phòng	-17,4%	57,1%	9,3%	6,7%
Giá hiện tại:	20.450VND	LNST	-27,2%	41,0%	15,3%	30,2%
Giá mục tiêu:	22.200VND	EPS	-6,0%	41,3%	15,3%	30,2%
Giá mục tiêu trước đây:	21.700VND	NIM	2,09%	2,81%	2,85%	2,83%
		Nợ xấu	1,56%	1,50%	1,60%	1,70%
TL tăng:	+8,6%	CIR	49,6%	42,0%	43,0%	43,0%
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/E	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x
Tổng mức sinh lời:	+8,6%	P/B	14,1x	9,9x	8,6x	6,6x



GT vốn hóa:	3,3 tỷ USD		CTG	Peers	VNI
Room KN:	23tr USD	P/E (trượt)	12,4x	7,3x	15,9x
GTGD/ngày (30n):	3,4tr USD	P/B (hiện tại)	1,0x	1,4x	2,3x
Cổ phần Nhà nước:	64,5%	ROE (trượt)	8,5%	21,3%	14,7%
SL cổ phiếu lưu hành:	3,723 tỷ	ROA (trượt)	0,5%	1,7%	2,5%
Pha loãng:	3,723 tỷ				

Tổng quan về Công ty

Thành lập năm 1988, CTG là ngân hàng lớn thứ 2 trong số 10 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2018. CTG là một trong ba ngân hàng có mạng lưới lớn nhất. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 2008 và niêm yết cổ phiếu ngày 16/07/2009.

Điền Đức Minh Nghĩa
Chuyên viên phân tích

Ngô Hoàng Long
Phó Giám đốc

Dự phòng toàn bộ các khoản nợ VAMC trong năm 2020

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu 2,3% lên 22.200 đồng và duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG khi gia hạn giá mục tiêu đến cuối năm 2020 và tăng dự báo tổng thu nhập thuần giai đoạn 2019-2023 2,7%. ROE dự phóng trung bình của chúng tôi cho giai đoạn 2019-2023 tại là 12%.
- Dự báo thu nhập thuần năm 2019F tăng nhẹ 0,4% đạt 7,7 nghìn tỷ đồng (+41,0% YoY) khi lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng tăng 0,9% bù đắp cho mức tăng 1,3% của chi phí dự phòng. Trong khi tăng trưởng thu nhập thuần 9 tháng 2019 đạt 11,4% YoY, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thu nhập thuần năm 2019 sẽ phục hồi mạnh hơn khi có diễn biến bất thường ảnh hưởng đến thu nhập lãi thuần (NII) trong quý 4/2018. Dự báo thu nhập thuần năm 2020F của chúng tôi tăng 6,9% đạt 8,8 nghìn tỷ đồng (+15,3% YoY) nhờ dự báo chi phí dự phòng năm 2020F giảm 7,7%.
- Thông tư 22, quy định mức trần tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) là 85% cho tất cả các ngân hàng từ năm 2020 trở đi, sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng NIM của CTG, trong bối cảnh tỷ lệ LDR hiện tại của ngân hàng này là 89%.
- Chúng tôi cho rằng định giá của CTG khá hợp lý tại P/B năm 2020F là 0,9 lần so với trung vị các ngân hàng khác là 1,1 lần, cùng với 2020F ROE đạt 12% so với trung vị ngành là 19%. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/B năm 2020F là 1,0 lần.
- Rủi ro: rủi ro thực hiện trong quá trình gia tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ và giảm LDR.

Thông tư 22/2019/NHNN (TT 22) quy định mức tỷ lệ Cho vay/Huy động (LDR) tối đa sẽ là 85% cho tất cả ngân hàng từ năm 2020, diễn biến ảnh hưởng đến CTG. Tỷ lệ LDR quy định của CTG đạt 89% tính đến cuối quý 3/2019. Tăng trưởng cho vay đã chứng lại trong 9 tháng 2019 đạt 3,9% tính từ đầu năm (YTD) do hạn chế về an toàn vốn. Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật ngày 28/08/2019 theo quan điểm của chúng tôi, triển vọng trong việc mở rộng sang cho vay bán lẻ để nâng lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) là tích cực. Tuy nhiên, CTG hiện sẽ cần giảm giảm tốc tăng trưởng cho vay và theo đuổi huy động từ khách hàng/giấy tờ có giá nhằm tuân thủ mức trần LDR 85% trong năm 2020, vốn sẽ ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng NIM. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng sẽ là khá thách thức để NIM của ngân hàng vượt ngưỡng 2,9%.

Chúng tôi kỳ vọng dự phòng VAMC lớn sẽ tiếp tục trong quý 4/2019 và trong 6 tháng 2020. CTG đã cho thấy nỗ lực trong dự phóng cán cân VAMC trong 6 tháng 2019. Sau vấn đề bất thường được đề cập trong báo cáo cập nhật ngày 13/03/2019, CTG đã chuyển 13,4 nghìn tỷ đồng nợ xấu sang trái phiếu VAMC. Tính đến cuối quý 3/2019, CTG đã dự phòng 41% trong số dư gộp và số dư VAMC ròng còn lại là 0,9% trong khoản vay gộp. Chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ dự phòng 62% của số dư ròng còn lại trong quý cuối cùng của năm 2019 và phần còn lại sẽ được xử lý hoàn toàn vào cuối năm 2020.

IFC đã bán 57,4 triệu cổ phần (1,5% cổ phiếu lưu hành) ngày 13/11/2019. Theo thông tin được công bố từ CTG, tỷ lệ sở hữu hiện tại của IFC là 6,5% so với trước đây là 8,0%. Một bài báo từ Bloomberg trong tháng 9/2019 cho biết IFC đang muốn thoái vốn hoàn toàn khỏi CTG. CTG cũng hiện đang có nguồn vốn hạn chế với tỷ lệ CAR/tỷ lệ vốn cấp I ước tính của chúng tôi đạt 10,0%/6,7% theo Basel I vào cuối năm 2018. Theo quan điểm của chúng tôi, việc giải quyết tình hình thiếu hụt vốn sẽ đến từ cải cách trần sở hữu nước ngoài tối đa thay vì kỳ vọng các NĐT trong nước sẽ mua lại cổ phần của IFC và cho phép CTG phát hành cổ phiếu sơ cấp mới cho NĐT nước ngoài*.

Báo cáo Tài chính

Báo cáo KQKD (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F
Thu nhập lãi	74.150	81.746	87.652	92.818
Chi phí lãi vay	(51.630)	(49.615)	(53.356)	(56.833)
Thu nhập lãi thuần	22.520	32.131	34.297	35.984
Thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng	2.770	4.094	4.994	5.843
Thu nhập ngoài lãi khác	3.457	3.029	4.363	4.768
Tổng thu nhập ngoài lãi	6.227	7.123	9.358	10.611
Tổng thu nhập từ HĐKD	28.747	39.254	43.654	46.596
Chi phí ngoài lãi	(14.257)	(16.487)	(18.771)	(20.036)
Chi phí quản lý khác	-	-	-	-
Tổng chi phí hoạt động	(14.257)	(16.487)	(18.771)	(20.036)
LN từ HĐKD trước dự phòng	14.490	22.767	24.883	26.560
Chi phí dự phòng	(7.748)	(13.198)	(13.850)	(12.196)
Thu nhập/chi phí khác	-	-	-	-
LN trước thuế	6.742	9.569	11.033	14.364
Thuế	(1.315)	(1.914)	(2.207)	(2.873)
LN ròng	5.416	7.655	8.827	11.491
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	(2)	(5)	(5)	(5)
LN ròng được chia	5.414	7.650	8.822	11.486
Số CP lưu hành	3.723	3.723	3.723	3.723
EPS (VND)*	1.454	2.055	2.369	3.085
DPS (VND)	-	-	-	-

TỶ LỆ (%)	2018	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng cho vay	9,4	5,8	5,0	6,0
Tăng trưởng tiền gửi	9,8	7,5	10,5	9,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-11,9	36,6	11,2	6,7
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	-17,4	57,1	9,3	6,7
Tăng trưởng LNST	-27,2	41,0	15,3	30,2
Chất lượng tài sản				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	0,62	0,60	0,60	0,70
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,56	1,50	1,60	1,70
Dự phòng thất thoát vốn vay (LLR)	96,2	100,2	101,0	101,3
Chi phí dự phòng / Tổng dư nợ	0,90	1,44	1,44	1,20
Thanh khoản				
CAR theo BASEL	10,0	10,1	10,3	10,5
Cho vay/ tiền gửi quy định	88,6	88,4	84,6	84,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền và tiền đương tiền	7.028	7.547	8.312	8.872
Tiền gửi tại Ngân hàng Nhà nước	23.182	25.602	27.949	30.447
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	130.562	137.090	143.945	151.142
Đầu tư ngắn hạn	88.970	90.993	96.469	99.959
Cho vay khách hàng	851.921	901.344	945.314	1.000.954
Chứng khoán đầu tư - HTM	16.228	11.522	6.337	3.168
Đầu tư dài hạn	3.310	3.274	3.239	3.206
Tài sản và trang thiết bị	11.115	11.523	11.948	12.392
Tài sản khác	32.002	35.902	35.244	31.894
Tổng tài sản	1.164.318	1.224.797	1.278.757	1.342.034
	-	-	-	-
Nợ NHNN	62.600	67.629	21.281	7.950
Huy động và vay liên ngân hàng	110.873	94.998	100.365	84.440
Vốn cho vay và ủy thác khác	5.934	5.756	5.641	5.528
Tiền gửi khách hàng	825.816	887.752	980.966	1.069.253
Công cụ tài chính khác	-	-	-	-
Giấy tờ có giá	46.216	59.021	57.840	54.948
Nợ khác	45.410	36.328	32.695	31.060
Vốn CSH của cổ đông	67.168	73.013	79.668	88.554
Lợi ích CĐTS	300	300	300	300
Tổng nợ và vốn CSH	1.164.318	1.224.797	1.278.757	1.342.034

TỶ LỆ (%)	2018	2019F	2020F	2021F
Khả năng sinh lời				
NIM	2,09	2,81	2,85	2,83
Lợi suất tài sản sinh lãi	6,87	7,15	7,27	7,31
Chi phí huy động	5,26	4,58	4,68	4,76
Chi phí / thu nhập	49,6	42,0	43,0	43,0
Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
NII	1,99	2,69	2,74	2,75
Dự phòng	-0,69	-1,10	-1,11	-0,93
NIM sau dự phòng	1,31	1,58	1,63	1,82
Thu nhập ngoài lãi	0,55	0,60	0,75	0,81
Chi phí hoạt động	-1,26	-1,38	-1,50	-1,53
Thuế	-0,12	-0,16	-0,18	-0,22
ROAA	0,48	0,64	0,71	0,88
Tổng tài sản trên vốn cổ phần	17,3	17,0	16,4	15,6
ROAE	8,3	10,9	11,6	13,7

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC - * Tăng trưởng EPS 2018 là -6% khi tăng trưởng thu nhập ròng là -27% khi CTG chưa phân phối thu nhập ròng cho quỹ khen thưởng và phúc lợi (quỹ khen thưởng và phúc lợi 2017 là 22,5% thu nhập ròng cả năm). Chúng tôi hiện đang dự phóng CTG sẽ không phân phối quỹ khen thưởng và phúc lợi từ năm 2019 trở đi.



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Phương Anh, 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

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.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
Quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.