

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: CTG)

Đình Kiến Vương
Chuyên viên phân tích

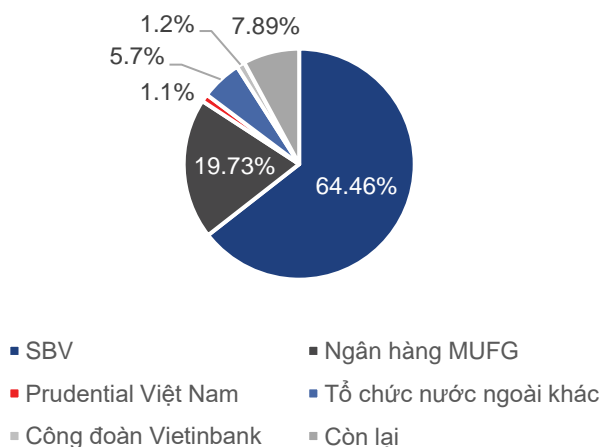
TPHCM, NGÀY 19 THÁNG 08 NĂM 2024

Tóm tắt khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND)	40,000
Giá hiện tại (VND) – ngày 19/08/2024	32,650
Upside (%)	22.5%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG (19/08/2024)

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG CTG (19/08/2024)



Nguồn: VSD, CTG

Định giá và luận điểm đầu tư:

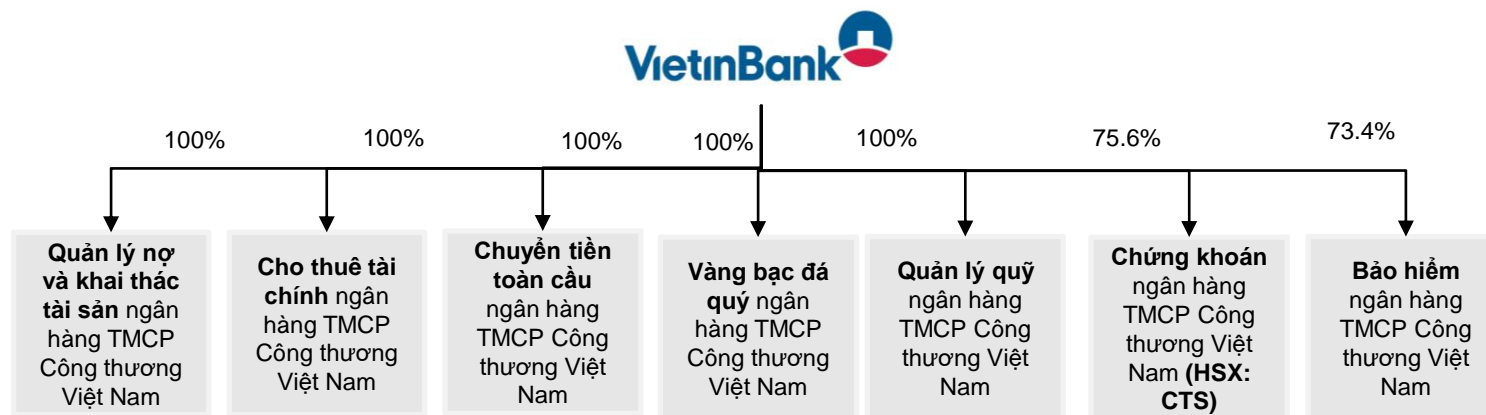
Chúng tôi khuyến nghị **mua với CTG** giá mục tiêu **40.000 VNĐ/CP** bằng phương pháp định giá kết hợp lợi nhuận thặng dư, P/B, dựa trên các luận điểm sau:

- CTG là ngân hàng Nhà Nước chuyên cho vay vốn lưu động phục vụ sản xuất kinh doanh nên có **rủi ro thấp, hoạt động ổn định, NII, NFI tăng trưởng đều** hàng năm cùng **chi phí được tối ưu tốt**
- **Trích lập dự phòng dự kiến giảm từ 2025**, giúp lợi nhuận trong đoạn 2025- 2028 tăng trưởng cao. Chúng tôi kỳ vọng thị trường **tái định giá lại CTG** khi chất lượng tài sản được cải thiện

Điểm trừ:

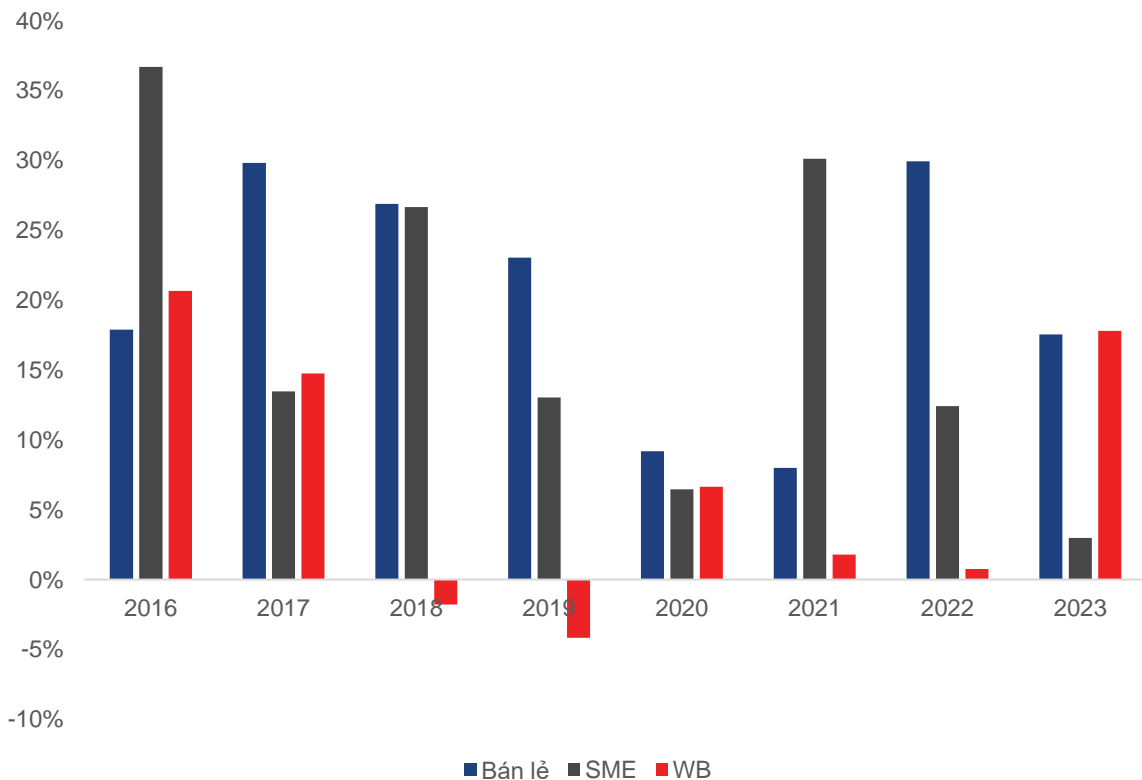
- Chi phối bởi SBV nên CTG phải **ưu tiên hỗ trợ** cho mục tiêu phát triển kinh tế
- Quy mô tài sản khó có tốc độ tăng trưởng nhanh & khó chi trả cổ tức tiền mặt vì **rào cản tỷ lệ**
- **Định giá luôn ở mức rẻ** so với các ngân hàng quốc doanh khác

CÔNG TY CON & TỶ LỆ SỞ HỮU



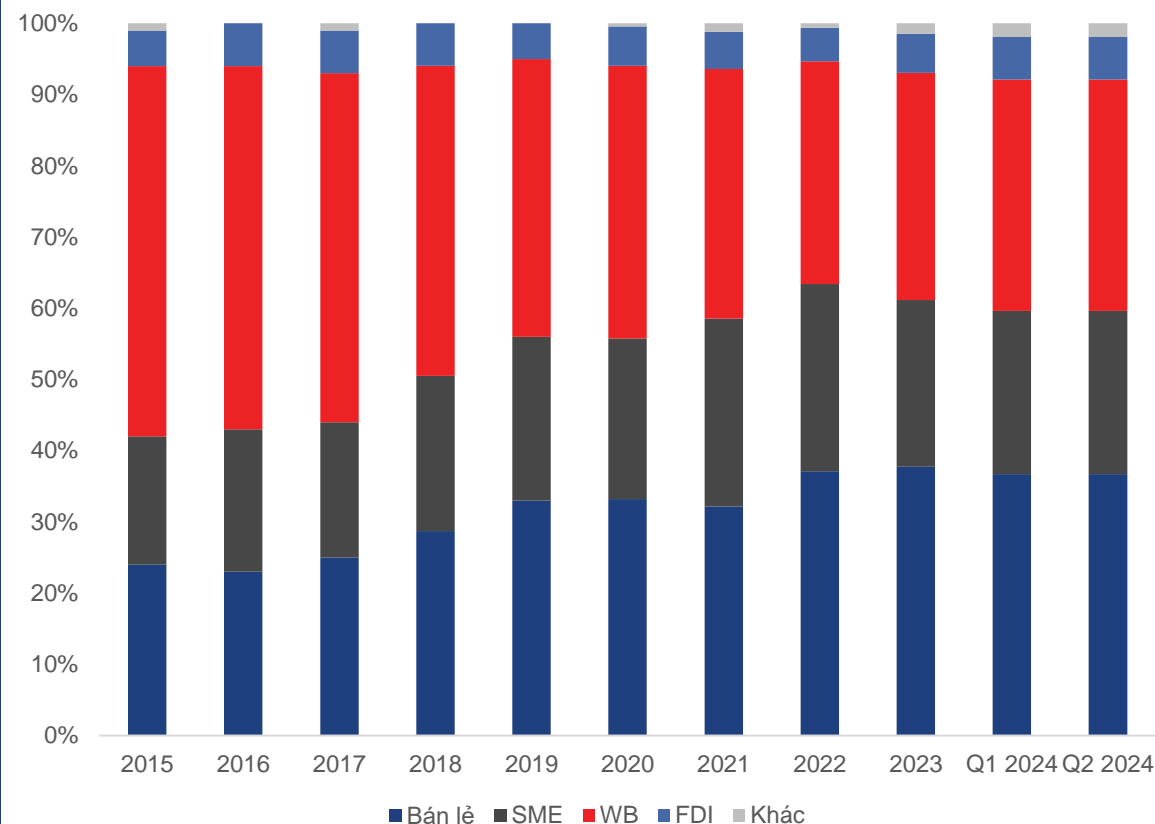
KHCN & SMEs LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH CỦA CTG TRONG NHỮNG NĂM GẦN ĐÂY

TĂNG TRƯỞNG DỰ NỢ CHO VAY HÀNG NĂM THEO NHÓM KHÁCH HÀNG (YoY)



CTG ĐÃ CHUYỂN TỪ PHỤC VỤ CHỦ YẾU CHO NHÓM DOANH NGHIỆP LỚN SANG PHỤC VỤ NHIỀU HƠN KHÁCH HÀNG BÁN LẺ & SMEs NÀY

CƠ CẤU DỰ NỢ CTG THEO NHÓM KHÁCH HÀNG

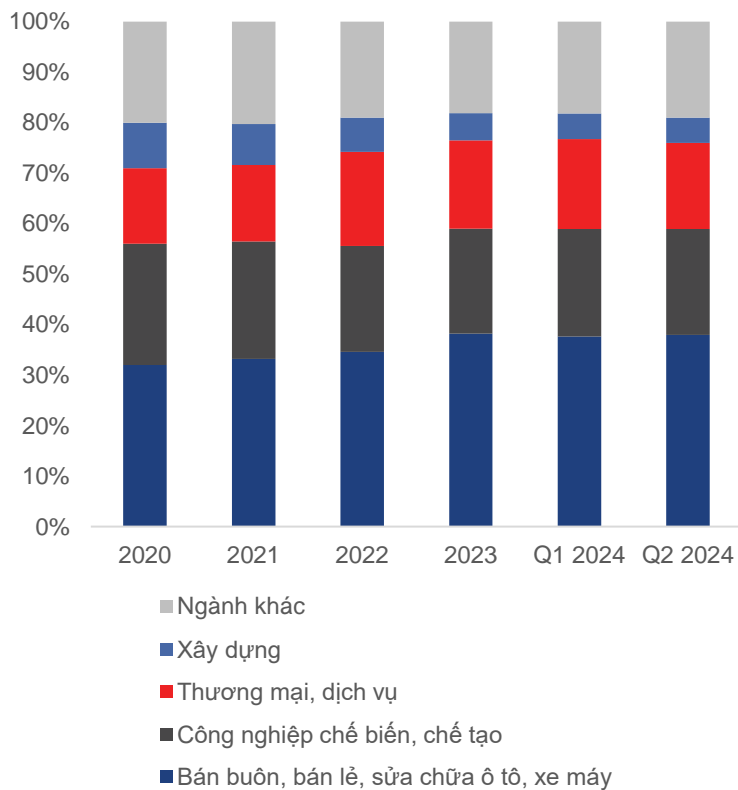


**CƠ CẤU CHO VAY DOANH NGHIỆP CHỦ YẾU
CHO CÁC NGÀNH SẢN XUẤT**

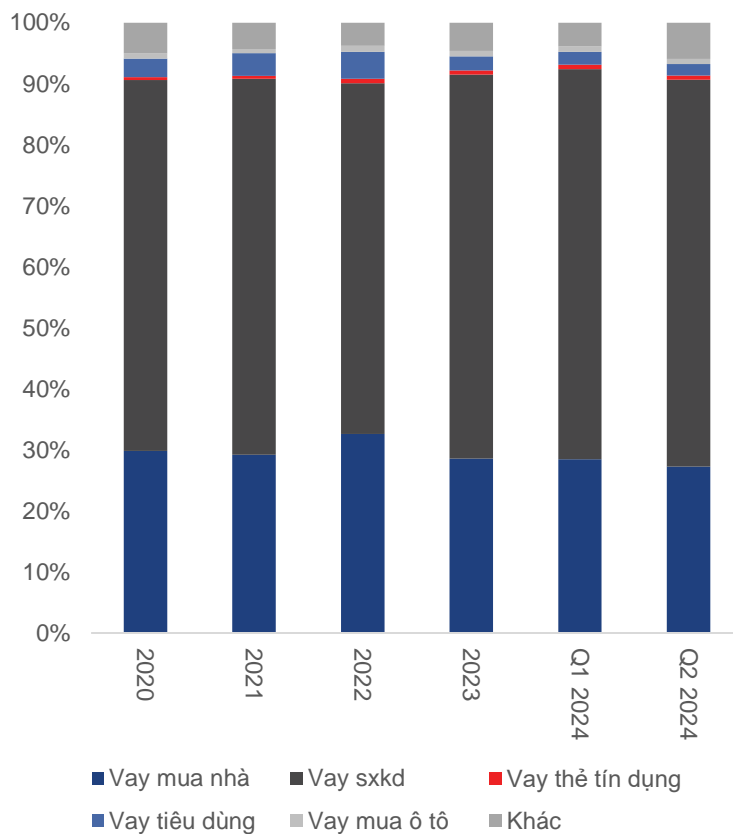
**CHO VAY BÁN LẺ PHỤC VỤ VAY MUA NHÀ &
VAY SẢN XUẤT KINH DOANH**

**CÁC KHOẢN VAY ĐA SỐ LÀ VỐN LƯU ĐỘNG KỶ
HẠN NGẮN RỦI RO THẤP**

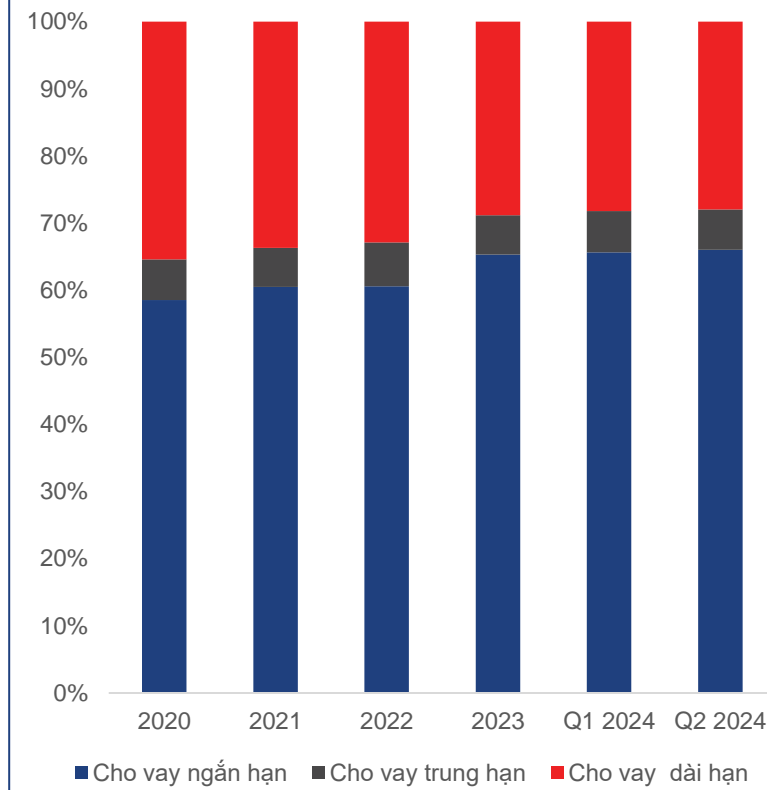
**CƠ CẤU DỰ NỢ CHO VAY CTG
THEO NGÀNH NGHỀ**



CƠ CẤU DỰ NỢ BÁN LẺ CTG



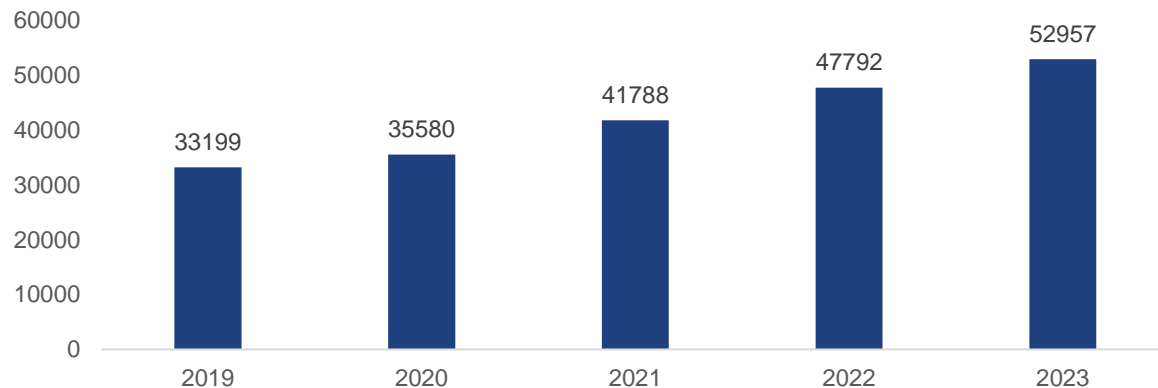
**CƠ CẤU CHO VAY CTG THEO KỶ
HẠN**



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH LỖ ỔN ĐỊNH, VỚI THU NHẬP LÃI & PHÍ TĂNG TRƯỞNG ĐỀU HÀNG NĂM. CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG CŨNG ĐƯỢC NGÂN HÀNG TỐI ƯU TỐT

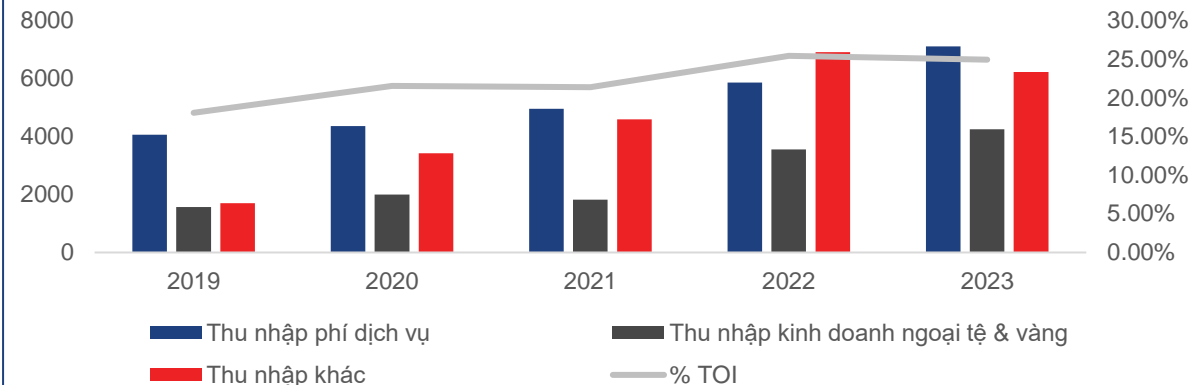
THU NHẬP LÃI TĂNG ĐỀU ĐẠN HÀNG NĂM BẤT CHẤP CHU KỲ KINH TẾ

THU NHẬP LÃI THUẦN CTG



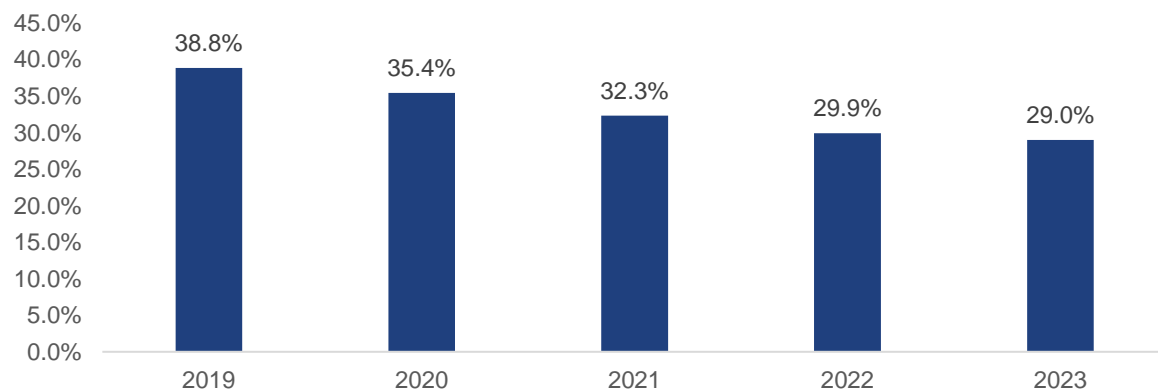
THU NGOÀI LÃI TĂNG TỐT NHỜ CÁC DỊCH VỤ XUẤT NHẬP KHẨU

CÁC MẢNG THU NHẬP NGOÀI LÃI CTG



CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG TỐI ƯU TỐT

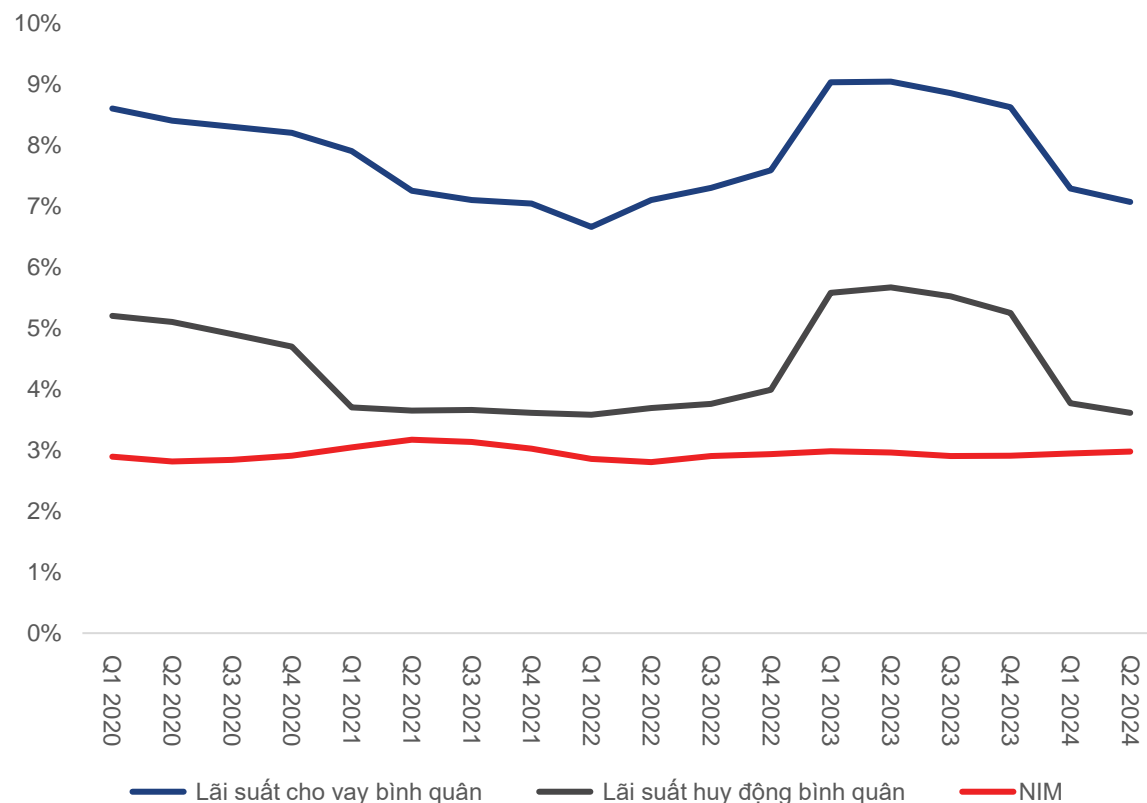
CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG/ TỔNG THU NHẬP CTG



- CTG duy trì được **NIM rất ổn định từ 2.8 – 3%** cùng **tăng trưởng tín dụng đều đặn ~10%/năm** bất chấp chu kì kinh tế , nhờ đó thu nhập lãi của ngân hàng tăng trưởng đều đặn hàng năm
- Nhờ có thị phần khá trong các mảng thẻ, xuất nhập khẩu, **thu nhập từ phí của ngân hàng cũng tăng trưởng ổn định** và ngày càng chiếm cơ cấu cao trong TOI
- Chi phí cũng được ngân hàng tối ưu tốt, **CIR giảm từ mức 38% về 29%** và dự kiến tiếp tục giảm & duy trì ở mức thấp nhờ TOI tiếp tục tăng trưởng

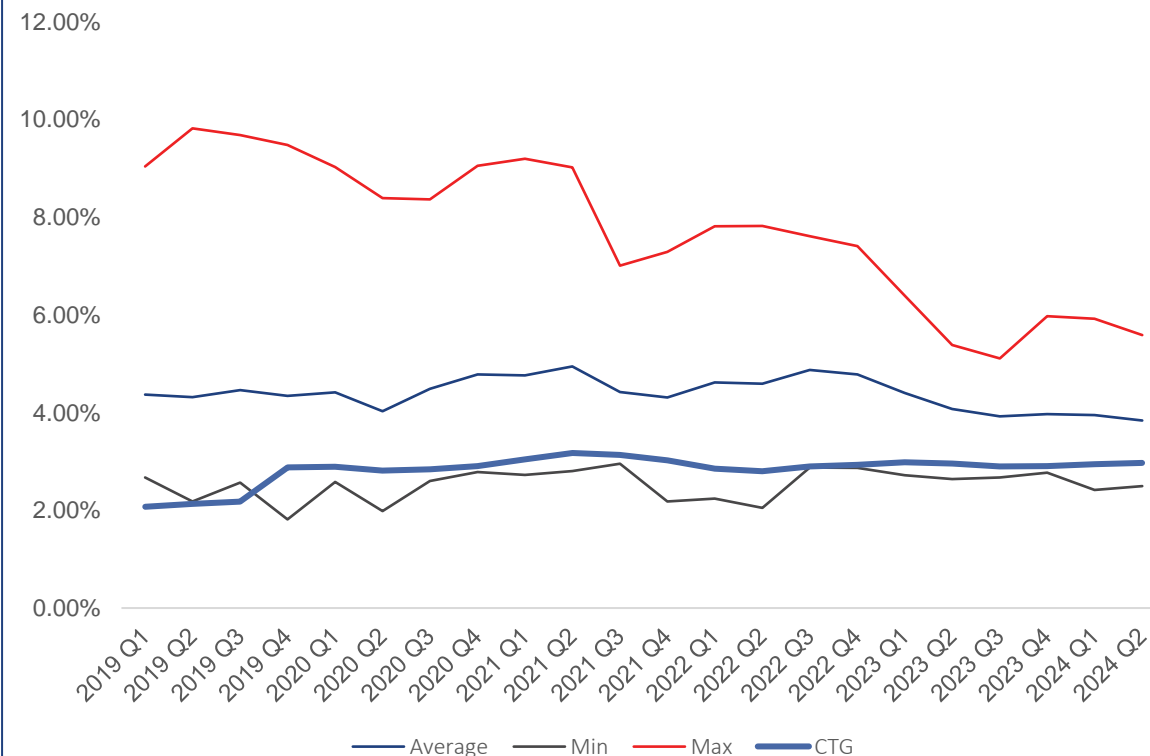
CTG CÓ LÃI SUẤT CHO VAY RẺ & PHẢI ĐI ĐẦU GIẢM LÃI ĐỂ HỖ TRỢ KINH TẾ NÊN NIM KHÔNG NỞ RA TRONG CHU KỲ LÃI THẤP

LÃI SUẤT CHO VAY, HUY ĐỘNG VÀ NIM CỦA CTG



NIM CỦA CTG CŨNG THUỘC NHÓM THẤP NHẤT NGÀNH, ĐẶC BIỆT LÀ KHI SO VỚI CÁC NHTM LỚN KHÁC

SƠ SÁNH NIM CỦA CTG VỚI CÁC NGÂN HÀNG LỚN KHÁC TRONG NGÀNH (*)

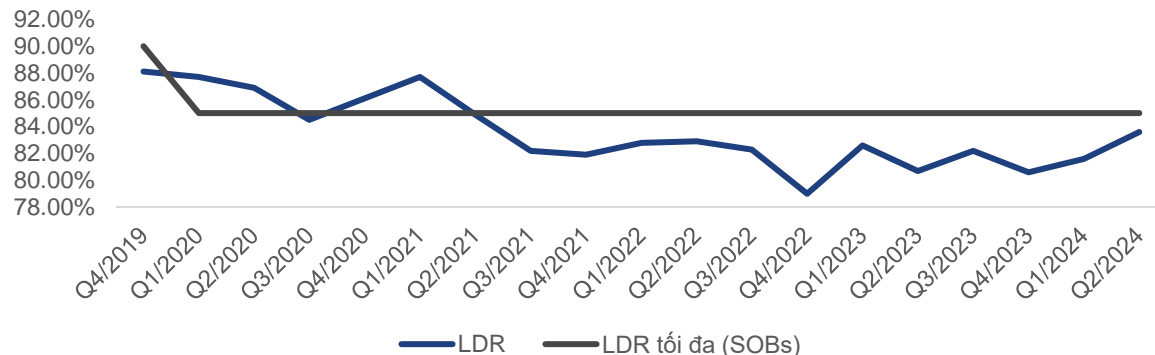


(*) Bao gồm: VCB, BID STB, ACB, TCB, MBB, VPB

Nguồn: CTG, TT41/2016 TT-NHNN, TT22/2019 TT-NHNN, QĐ 22/2021/QĐ-TTg

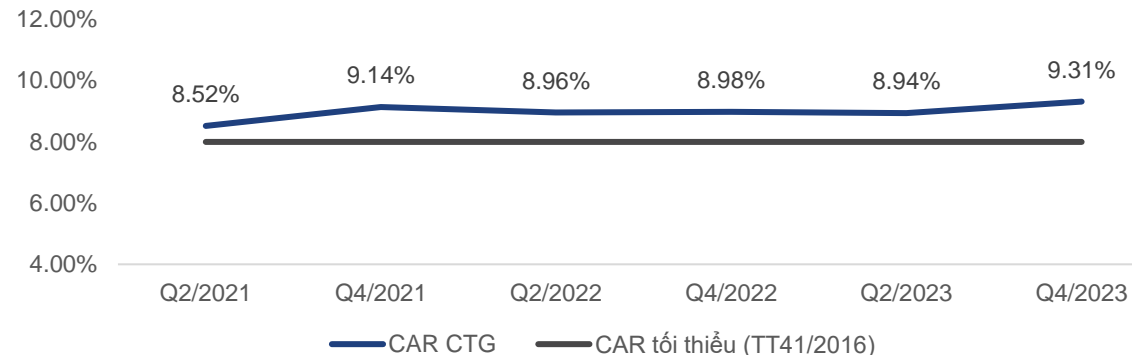
LDR CTG LUÔN GIỮ QUANH MỨC 82% SO VỚI GIỚI HẠN TỐI ĐA 85%

TỶ LỆ LDR CỦA CTG



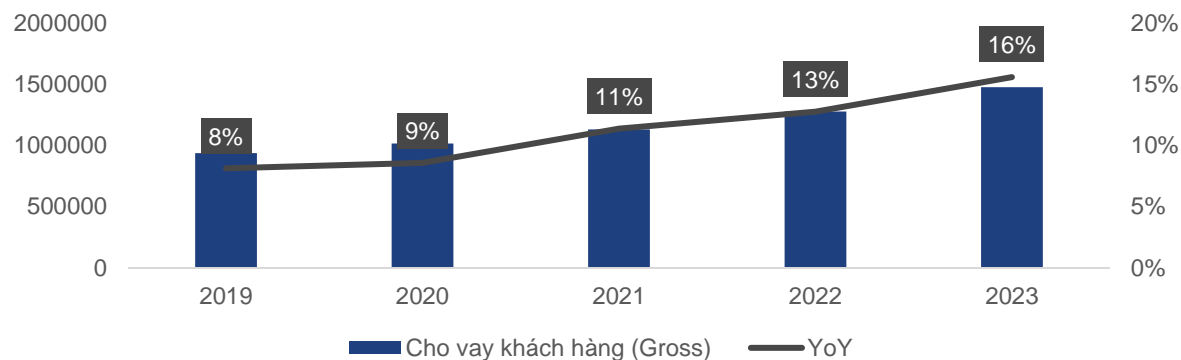
CAR CŨNG DAO ĐỘNG QUANH 9% VÀ KHÓ CẢI THIỆN (*)

TỶ LỆ CAR CTG



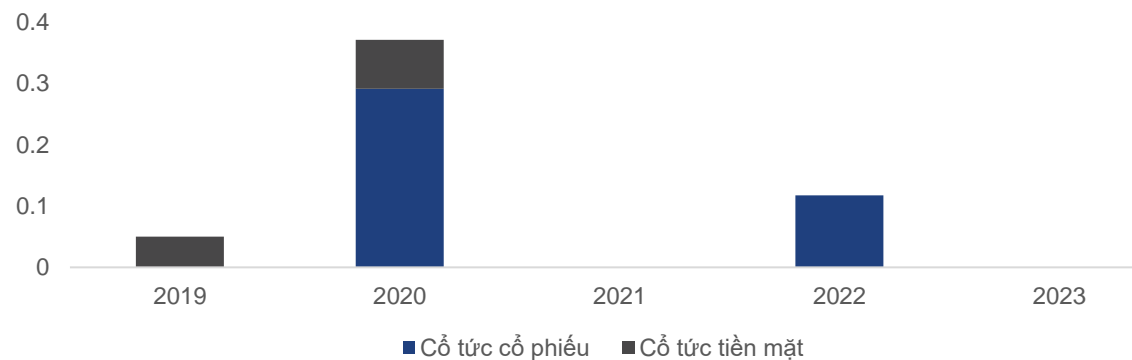
QUY MÔ TÀI SẢN VÌ THỂ KHÓ TĂNG NHANH

TĂNG TRƯỞNG CHO VAY CTG



NGÂN HÀNG CŨNG KHÓ CÓ THỂ CHIA CỔ TỨC TIỀN MẶT CAO

LỊCH SỬ CHI TRẢ CỔ TỨC CTG (%/MỆNH GIÁ)



(*) Tỷ lệ sở hữu SBV tại CTG đã chạm giới hạn dưới 66% theo luật, vì thế nên CTG không thể tăng vốn bằng cách phát hành riêng lẻ được nữa. Trong khi nếu phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu, SBV lại không có ngân sách mua dẫn đến việc CTG không thể tăng vốn

ĐỘNG THÁI BẤT THƯỜNG SAU CÁC LẦN ĐỔI CHỦ TỊCH:

26/04/2014

Ông Nguyễn Văn Thắng làm chủ tịch
CTG nhiệm kỳ 2014 - 2019

02/11/2018

Ông Lê Đức Thọ được bổ nhiệm thay
thế ông Thắng làm chủ tịch CTG trước
khi ông Thắng hết nhiệm kỳ

Q4/2018

BCTC Q4/2018 có thu nhập lãi giảm mạnh do đảo
ngược ghi nhận các khoản lãi phải thu, dư nợ trái
phiếu VAMC tăng trở lại sau khi giảm về 0 từ cuối
Q1 2018

07/09/2021

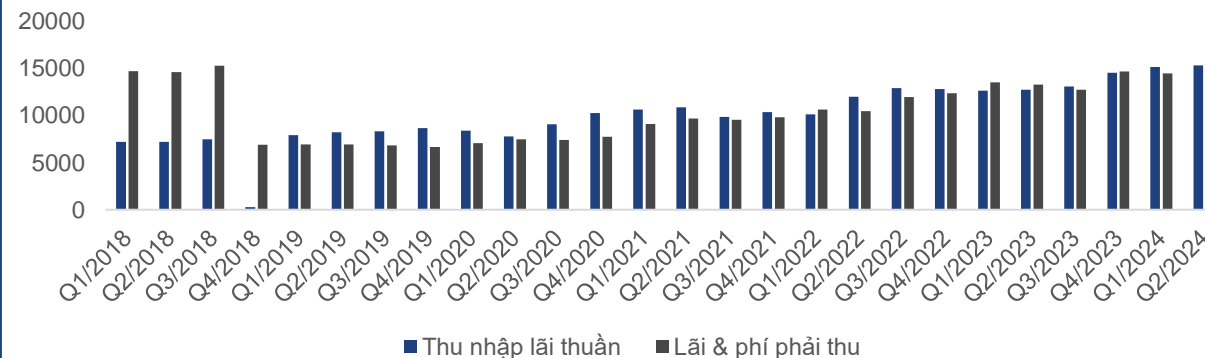
Ông Trần Bình Minh được bổ nhiệm thay
thế ông Thọ làm chủ tịch CTG nhiệm kỳ
2019 - 2024

Q4/2021 - nay

Chi phí dự phòng của CTG tăng cao bất thường so với nợ
xấu công bố của ngân hàng, sau khi trích lập thì CTG sẽ
dùng dự phòng luôn trong kỳ để xóa các khoản cho vay
khởi sổ sách nhằm giữ tỷ lệ nợ xấu đi ngang

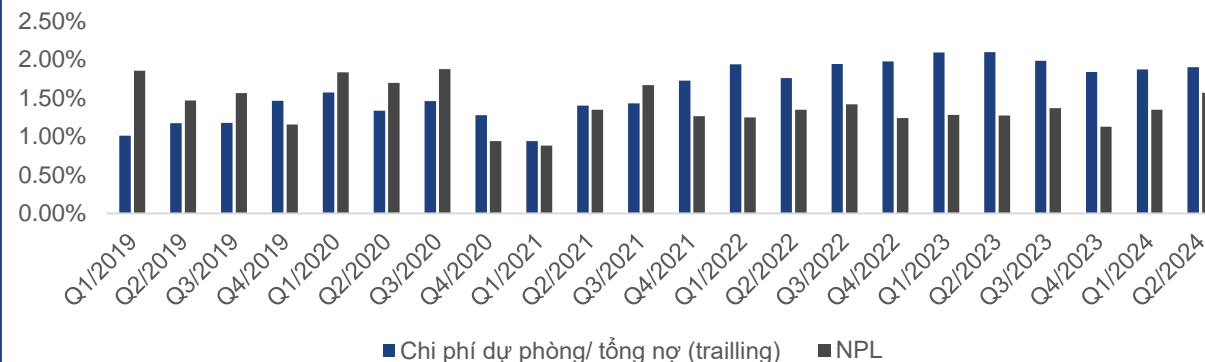
THU NHẬP LÃI Q4/2018 GIẢM MẠNH SAU KHI ĐẢO NGƯỢC LÃI DỰ THU

DIỄN BIẾN THU NHẬP LÃI & LÃI DỰ THU CỦA CTG

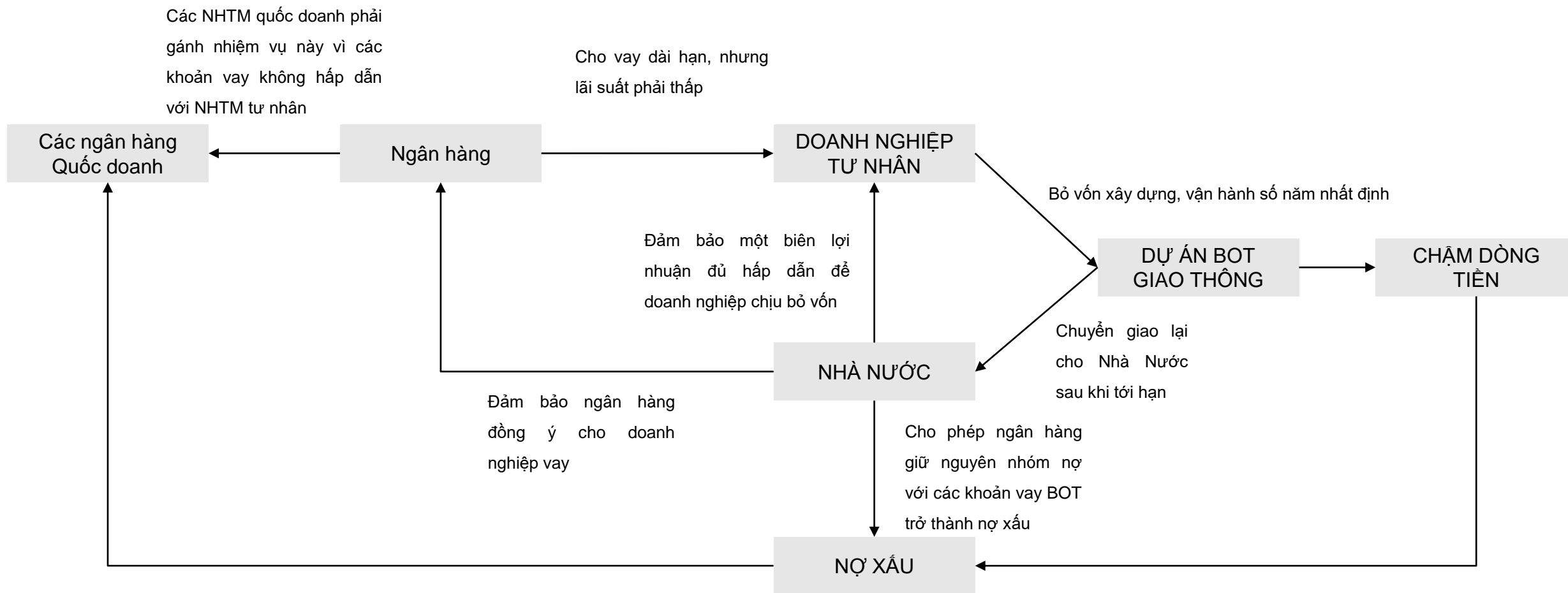


CHI PHÍ DỰ PHÒNG CAO BẤT THƯỜNG SO VỚI LƯỢNG NỢ XẤU CÔNG BỐ

CHI PHÍ DỰ PHÒNG/ CHO VAY KHÁCH HÀNG CTG (*)



(*) Tổng chi phí dự phòng 4 quý gần nhất/ Trung bình cho vay khách hàng 5 quý gần nhất

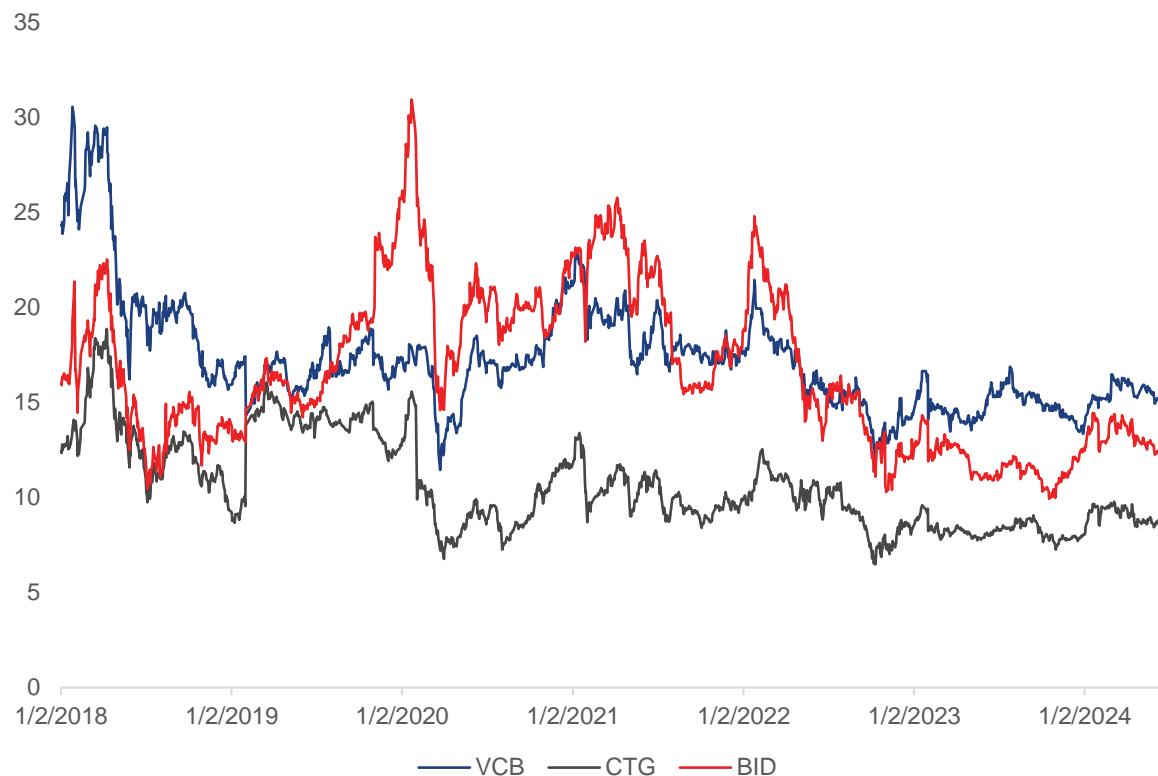


TẠI 30/09/2023, DỰ NỢ CHO CÁC DỰ ÁN BOT GIAO THÔNG KHOẢNG 92.000 TỶ, NỢ XẤU CHIẾM 3.82% VÀ NỢ NHÓM 2 TỚI 26.52%. CTG, VCB, BID, SHB LÀ 4 NGÂN HÀNG TỪNG ĐƯỢC CÔNG BỐ CHO VAY BOT NHIỀU NHẤT (~92% DỰ NỢ BOT GIAO THÔNG NĂM 2016), TUY NHIÊN DỰ NỢ CỤ THỂ KHÔNG ĐƯỢC CÔNG BỐ

CTG CHỈ ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ P/E DAO ĐỘNG QUANH 8-9 LẦN, RẤT THẤP NẾU SO VỚI VCB & BID

TƯƠNG TỰ, TRONG KHI VCB CÓ P/B QUANH 3x, BID QUANH 2x THÌ CTG CHỈ CÓ ĐỊNH GIÁ QUANH 1x

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ P/E CÁC NGÂN HÀNG QUỐC DOANH

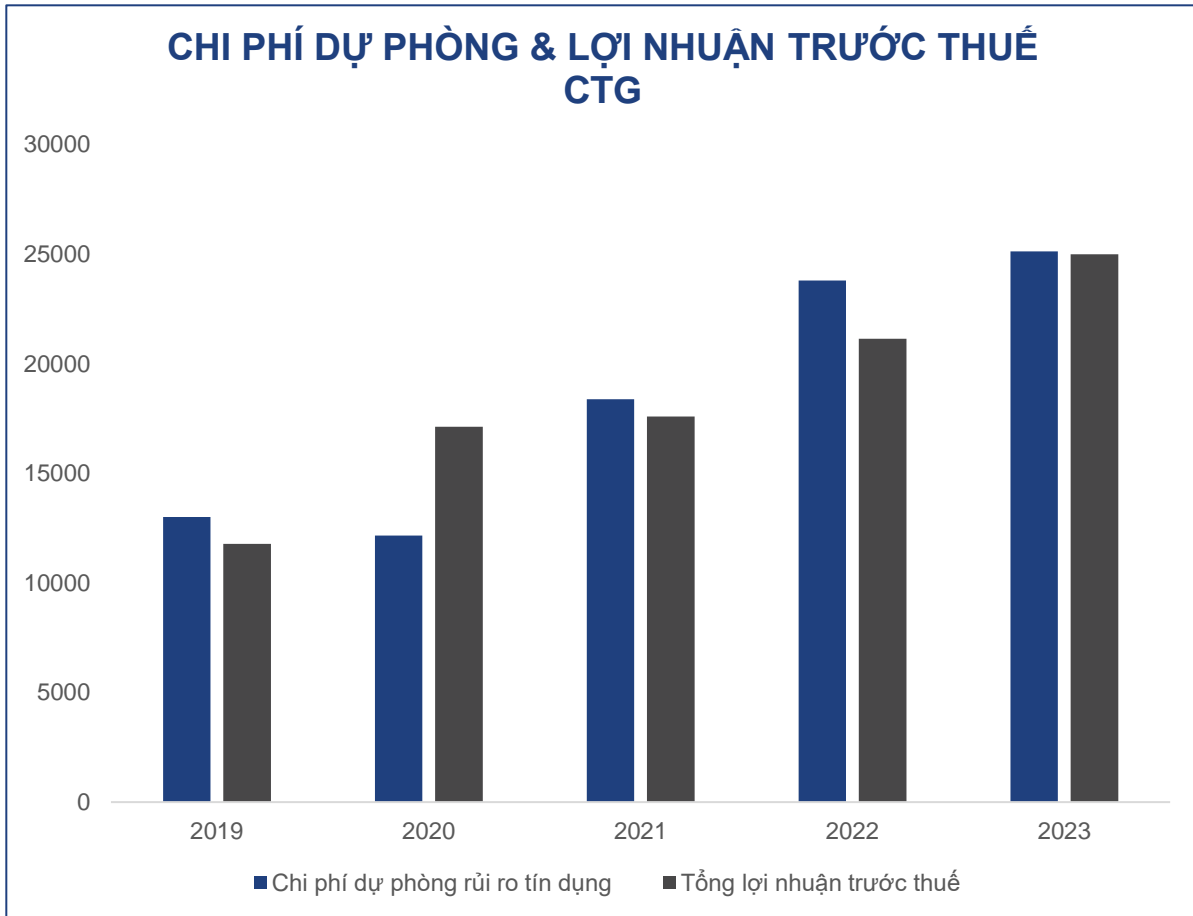


LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ P/B CÁC NGÂN HÀNG QUỐC DOANH

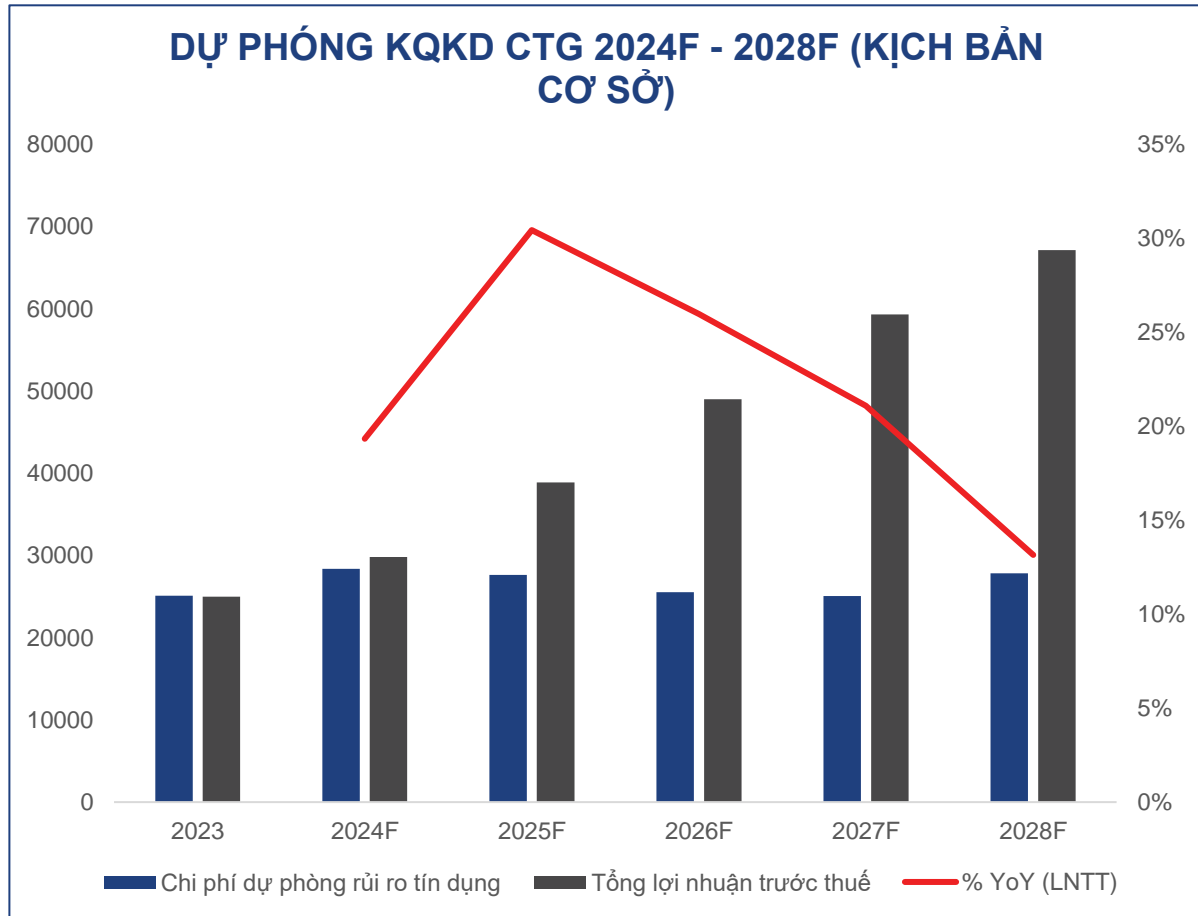


CHÚNG TÔI KỶ VỌNG NĂM 2024 SẼ LÀ ĐỈNH CỦA VIỆC TRÍCH LẬP VÀ GIẢM DẦN TỪ 2025. MỨC DỰ PHÒNG GIẢM SẼ GIÚP LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG ẨM TỰỢNG

HÀNG NĂM, CHI PHÍ DỰ PHÒNG CỦA CTG ĐÃ TƯƠNG ĐƯƠNG LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ CỦA CÔNG TY



CHÚNG TÔI KỶ VỌNG DỰ PHÒNG SẼ DẦN GIẢM VỀ MỨC BÌNH THƯỜNG (*) TỪ 2025 VÀ HỖ TRỢ CHO LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG MẠNH



(*) Theo CTG, từ 2025 trở đi, chi phí dự phòng/ dự nợ khoảng 1.2 – 1.4%/năm so với mức 2% như hiện tại

TUY NHIÊN TRONG NGẮN HẠN 2024, CTG KHÔNG CÓ CÂU CHUYỆN QUÁ HẤP DẪN ĐỂ ĐẦU TƯ, VÌ THẾ MỨC GIÁ MỤC TIÊU 40,000 SẼ LÀ CON SỐ PHÙ HỢP

(*) Tỷ trọng từng phương pháp: P/B 0.7, RI 0.3

Scenario	P/Bx 2024F	Re	Kịch bản	Target price (*)	weight
Bear	1.25	18.5%	<ul style="list-style-type: none"> NIM trung bình giai đoạn 2025 – 2028 ~2.8-2.9% Tăng trưởng tín dụng trung bình ~10%/năm Chi phí dự phòng còn cao trong 2025 FED hạ lãi suất 1 lần trong 2024, VNINDEX ~ 1250 vào cuối năm 	34,492	15%
Base	1.35	15.32%	<ul style="list-style-type: none"> NIM trung bình giai đoạn 2025 – 2028 ~2.95% Tăng trưởng tín dụng trung bình ~12%/năm Chi phí dự phòng đạt đỉnh trong 2024 FED hạ lãi suất 2 lần trong 2024 vào tháng 9, môi trường lãi suất Việt Nam chỉ tăng ~1%, VNINDEX dao động quanh 1.300 vào cuối năm 	39,545	50%
Bull	1.45	14.82%	<ul style="list-style-type: none"> NIM trung bình giai đoạn 2025 – 2028 ~3% Tăng trưởng tín dụng trung bình ~13-14%/năm Chi phí dự phòng đạt đỉnh trong 2024, thị trường tái định giá lại CTG. FED hạ lãi suất 2 lần trong 2024 với mức giảm lớn (50bps) tạo điều kiện cho lãi suất quay lại giảm vào Q4, VNINDEX ~ 1.350 vào cuối năm 	43,286	35%
GIÁ MỤC TIÊU CUỐI NĂM 2024				40,000	

TARGET PRICE

Nguồn: TCSC

40,000 VNĐ/CP

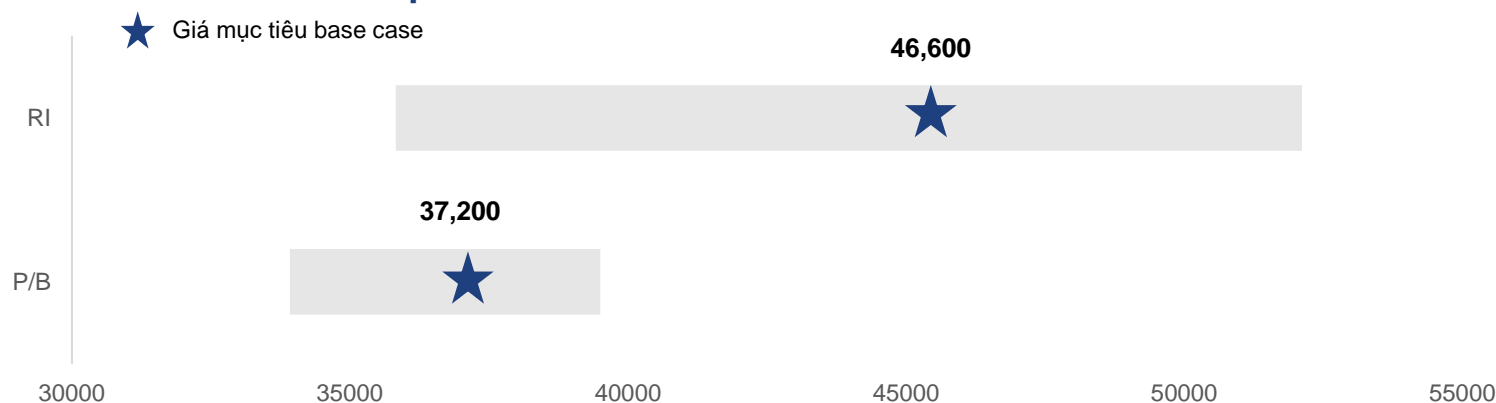
% UPSIDE



Câu chuyện chủ yếu của CTG sẽ là việc **xử lý xong nợ xấu và giảm trích lập dự phòng trong các năm sau**. Với hoạt động kinh doanh lõi ổn định & tăng trưởng đều, mỗi đồng chi phí dự phòng giảm đi sẽ đóng góp rất lớn vào lợi nhuận của ngân hàng. Vì thế, để đầu tư vào CTG & có mức sinh lợi lớn, NĐT cần **có tầm nhìn & thời gian nắm giữ dài hạn** (ít nhất phải tới năm 2025 – 2026).

Tuy nhiên, chất lượng tài sản của CTG vẫn là một dấu hỏi lớn vì không được công bố cụ thể, do đó **xu hướng trích lập dự phòng của CTG không thể dự đoán được và dựa chủ yếu trên kỳ vọng của chúng tôi**. Đây cũng chính là **rủi ro lớn nhất khi đầu tư vào cổ phiếu này**.

ĐỊNH GIÁ CTG THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP



Nguồn: TCSC

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
TỔNG TÀI SẢN	2,032,614	2,256,064	2,444,150	2,724,701	3,030,865
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	9,760	10,000	12,221	13,624	15,154
Tiền gửi tại SBV	40,597	30,180	61,104	68,118	75,772
Tiền gửi & cho vay TCTD khác	279,842	350,000	268,856	299,717	333,395
Chứng khoán kinh doanh	2,488	2,259	2,259	2,259	2,259
Công cụ tài chính	0	0	0	0	0
Cho vay khách hàng	1,445,572	1,635,783	1,849,400	2,068,927	2,308,391
Mua nợ	0	0	0	0	0
Chứng khoán đầu tư	181,211	160,139	176,837	194,495	213,920
Góp vốn, đầu tư dài hạn	3,426	3,944	4,344	4,794	5,294
Tài sản cố định	10,126	9,572	9,790	9,741	9,692
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Tài sản Có khác	59,593	54,186	59,339	63,027	66,989
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,032,614	2,263,814	2,444,150	2,724,701	3,030,865
Nợ chính phủ & SBV	21,814	111,855	50,000	50,000	50,000
Tiền gửi và vay TCTD khác	304,322	295,000	312,500	325,625	339,406
Tiền gửi của khách hàng	1,410,899	1,537,269	1,714,194	1,926,327	2,153,322
Công cụ tài chính	556	1,378	1,378	1,378	1,378
Vốn ủy thác đầu tư	2,238	2,233	2,233	2,233	2,233
Giấy tờ có giá	115,376	115,000	126,500	139,150	153,065
Nợ khác	51,537	54,081	61,287	67,673	74,671
Vốn điều lệ	53,700	53,700	53,700	53,700	53,700
Thặng dư cổ phần	8,975	8,975	8,975	8,975	8,975
Vốn khác	836	836	836	836	836
Quý của tổ chức tín dụng	19,044	22,527	26,682	32,092	38,907
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	87	183	183	183	183
Lợi nhuận chưa phân phối	42,369	59,784	83,647	114,236	151,582
Lợi ích của cổ đông thiểu số	861	994	1,200	1,458	1,772

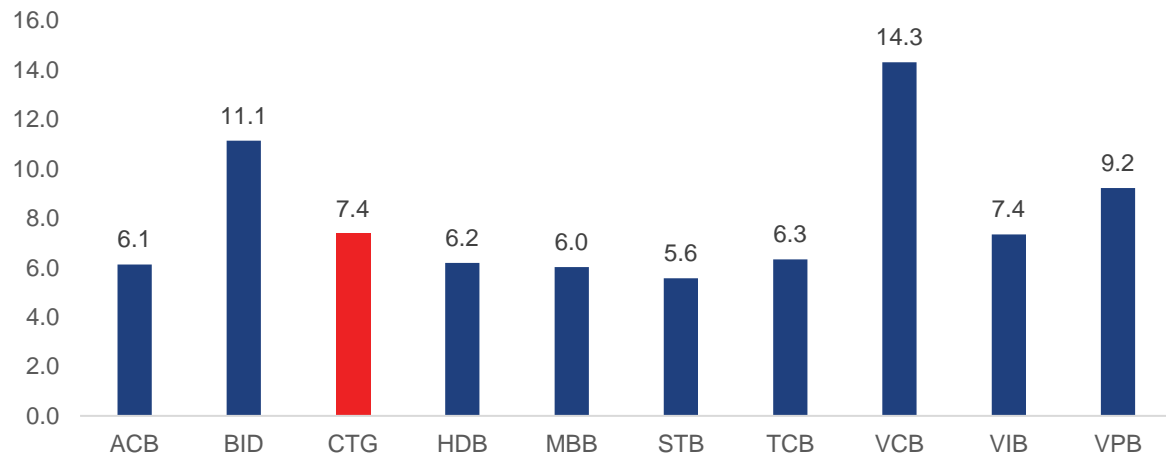
KẾT QUẢ KINH DOANH	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
NII	52,957	61,671	67,594	74,403	83,146
NFI	7,114	7,665	8,600	9,635	10,724
Kinh doanh ngoại hối & vàng	4,248	4,930	5,423	5,966	6,562
Chứng khoán kinh doanh	293	123	300	300	300
Chứng khoán đầu tư	(154)	(140)	-	-	-
Khác	2,469	4,665	6,520	7,600	8,680
Tổng thu nhập hoạt động	70,548	79,325	88,837	98,353	109,912
Chi phí hoạt động	(20,443)	(21,103)	(22,312)	(23,813)	(25,511)
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(25,115)	(28,400)	(27,625)	(25,535)	(25,062)
Tổng lợi nhuận trước thuế	24,990	29,822	38,900	49,005	59,339
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(4,945)	(5,921)	(7,780)	(9,801)	(11,868)
Lợi nhuận sau thuế	20,045	23,902	31,120	39,204	47,471

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (*)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
NIM	2.85%	2.95%	2.95%	2.95%	2.95%
CIR	28.98%	26.60%	25.12%	24.21%	23.21%
ROA	1.04%	1.11%	1.32%	1.52%	1.65%
ROE	17.12%	17.52%	19.27%	20.19%	20.24%
CREDIT COST	1.83%	1.81%	1.56%	1.29%	1.13%

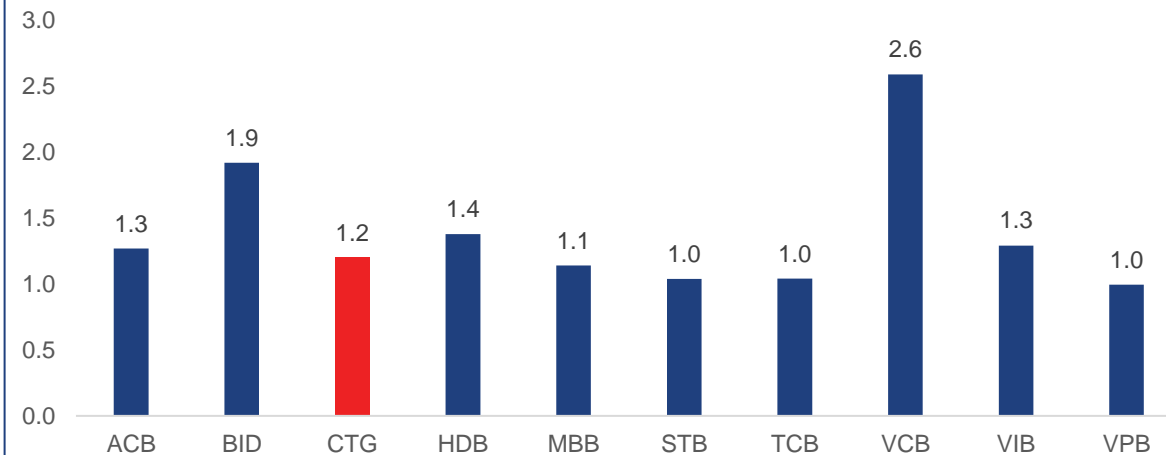
(*) Chúng tôi cho rằng với CTG, việc theo dõi COF, YEA không quan trọng vì ngân hàng sẽ điều chỉnh YEA theo COF để NIM duy trì quanh 3%

Nguồn: Fiinpro, TCSC tổng hợp

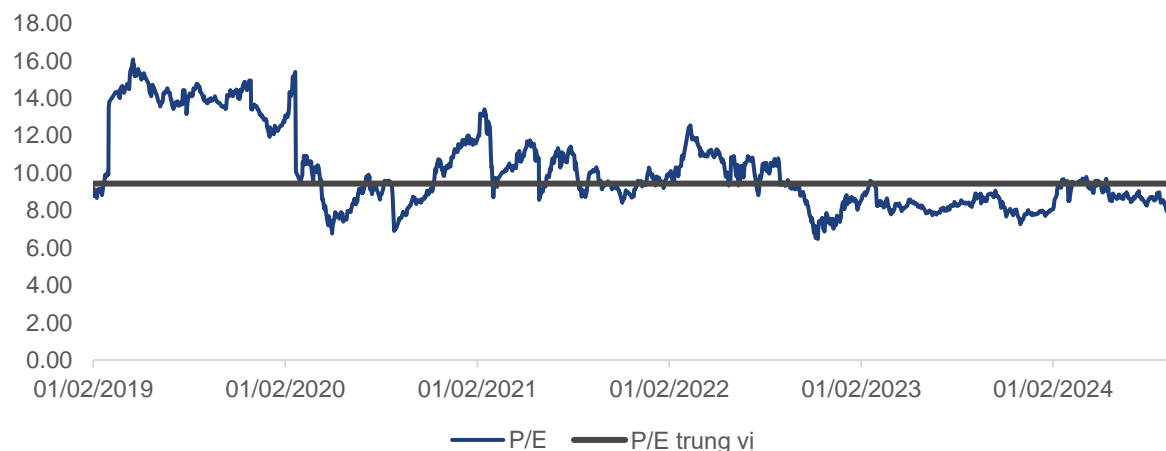
SO SÁNH ĐỊNH GIÁ P/E FWD 2024 CÁC NGÂN HÀNG



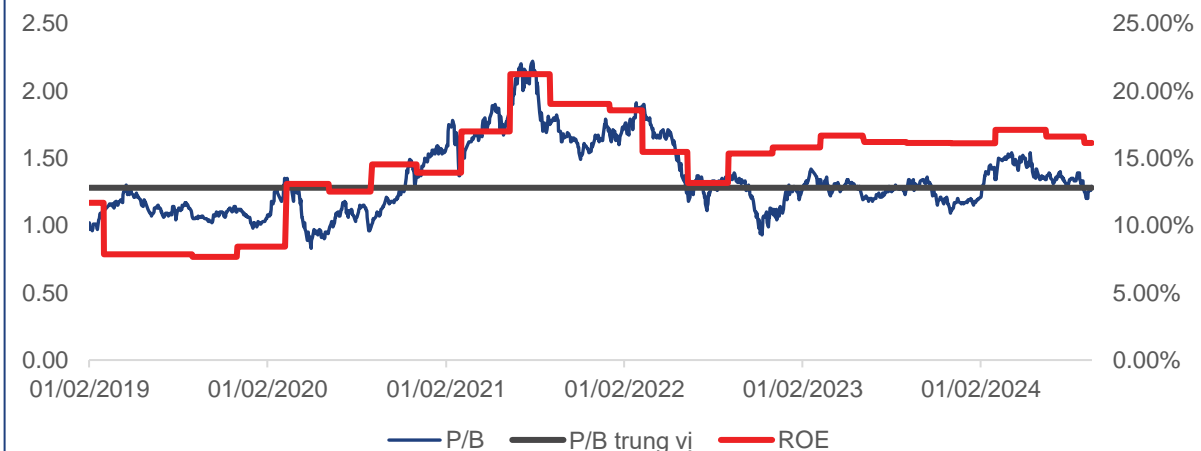
SO SÁNH ĐỊNH GIÁ P/B FWD 2024 CÁC NGÂN HÀNG



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ P/E CTG



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ P/B CTG



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

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 Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

PHẠM HOÀNG ÂN

Phó phòng phân tích

(028) 38 27 05 27, ext 8700

An.ph@tcsc.vn

PHẠM TIẾN THẮNG

Chuyên viên phân tích

Bán lẻ, F&B, Logistics & CNTT

(028) 38 27 05 27, ext 8702

Thang.pt@tcsc.vn

ĐINH KIẾN VƯƠNG

Chuyên viên phân tích

Ngân hàng & Kinh tế vĩ mô

(028) 38 27 05 27, ext 8705

Vuong.dk@tcsc.vn

NGUYỄN PHƯƠNG TIẾN PHÁT

Chuyên viên phân tích

Đệt may, Hóa chất, Gỗ & Thủy sản

(028) 38 27 05 27, ext 8701

Phat.npt@tcsc.vn

TRẦN MINH QUÂN

Nhân viên phân tích

Dầu khí

(028) 38 27 05 27, ext 8704

Quan.tm@tcsc.vn

TRẦN ANH KHOA

Nhân viên phân tích

Bán lẻ

(028) 38 27 05 27, ext 8706

Khoa.ta@tcsc.vn

TRẦN LỰC

Nhân viên phân tích

Vận tải, cảng biển & mía đường

(028) 38 27 05 27, ext 8703

Luc.t@tcsc.vn