

NHTMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường VND42.500	Giá mục tiêu VND53.700	Tỷ suất cổ tức 1,19%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Tài chính
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	---------------------------

Ngày 19/04/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

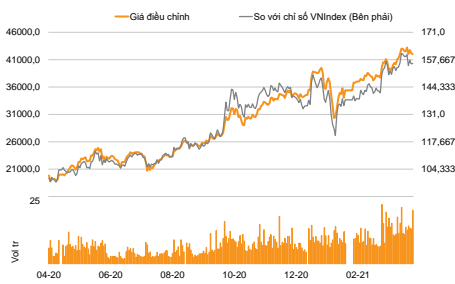
Consensus*: Mua:7 Giữ:1 Bán:2

Giá mục tiêu/Consensus: 23,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> NA

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	43.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	426.687tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	157.128
Free float (%)	15
P/E trượt (x)	11,4
P/B hiện tại (x)	1,84

Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	64,5%
Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (BTMU)	19,7%
Khác	15,8%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Phương Thanh

thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Thời điểm chín muồi

- CTG là ngân hàng thương mại quốc doanh được đánh giá cao với mạng lưới rộng khắp, đóng vai trò then trong hệ thống tài chính quốc gia.
- Tập khách hàng doanh nghiệp lớn của CTG sẽ giúp thúc đẩy chuyển dịch cho vay sang các mảng có tỷ suất cao hơn như cho vay cá nhân.
- Phát hành báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 53.700đ/cp

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan, giá mục tiêu 53.700đ/cp

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu cho Ngân hàng TMCP Công Thương (CTG) với khuyến nghị Khả quan, giá mục tiêu 53.700đ/cp, dựa trên phương pháp định giá chiết khấu thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 13%, tăng trưởng dài hạn: 4%, tỷ trọng 50%) và P/B mục tiêu 2,0x cho 2021 (tỷ trọng 50%). Hiện tại, CTG đang giao dịch tại mức 1,6x P/B 2021, thấp hơn một chút so với trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ cơ hội/rủi ro đủ hấp dẫn với 1 ngân hàng có quy mô lớn và có ROE trung bình 2021-22 ở mức 19%.

Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên

(1) CTG có vị thế để mở rộng sang ngân hàng bán lẻ nhờ cơ sở khách hàng và mạng lưới chi nhánh rộng lớn. (2) Chúng tôi thấy cơ hội cho CTG nhờ việc được tháo nút thắt về tăng vốn đã cản trở tăng trưởng của CTG trong nhiều năm. (3) Chúng tôi kỳ vọng hợp đồng hợp tác độc quyền bán bảo hiểm với Manulife sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu phí của NH trong tương lai.

Kế hoạch cổ tức hấp dẫn

Tại ĐHCĐ ngày 16/04, CTG đã được Ngân hàng Nhà nước giao chỉ tiêu tăng trưởng LNTT 2,1% svck và tăng trưởng tín dụng 7,5%. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo CTG khá tự tin với mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận từ 10-20% và đã xin điều chỉnh kế hoạch theo phương án này. Kết quả ước tính LNTT Q1/21 của NH đạt 7.000 – 8.000 tỷ đồng (~ +130% - 160% svck). Thêm vào đó, NH đang chờ duyệt của NHNN cho phép trả cổ tức cổ phiếu 28,8% cho năm 2017-18. Với năm 2020, NH sẽ trả cổ tức tiền 5% và 12,7% - 17,8% cổ tức cổ phiếu.

Chúng tôi dự báo LN ròng tăng trưởng kép 24% giai đoạn 2021-23

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN của CTG giai đoạn 2021-23 được thúc đẩy bởi 1) tăng trưởng kép cho vay 8%/năm; 2) NIM tăng 10 điểm cơ bản nhờ định hướng cho vay bán lẻ; và 3) thu nhập ngoài lãi đạt CAGR 23%. Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng giảm bình quân 7% trong năm 2021-23 từ mức tăng 13,3% trong 2017-20 sau khi CTG đã thanh lý hết trái phiếu VAMC năm 2020.

Rủi ro tăng, giảm giá

Tiềm năng tăng giá là giá trị lớn hơn ước tính từ thu nhập một lần của giao dịch bảo hiểm độc quyền. Rủi ro giảm giá là chi phí vốn cao hơn dự kiến do cạnh tranh cho các khoản tiền gửi dài hạn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	33.199	35.581	39.947	44.080
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	2,8%	2,8%	3,0%	3,0%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	40.519	45.280	51.374	57.577
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(13.004)	(12.148)	(11.227)	(10.534)
LN ròng (tỷ)	9.461	13.679	16.802	19.816
Tăng trưởng LN ròng	79,4%	44,6%	22,8%	17,9%
EPS điều chỉnh	2.530	2.715	3.520	4.080
BVPS	20.625	22.774	26.448	31.169
ROAE	13,2%	16,9%	18,3%	18,5%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Theo quan điểm chúng tôi, Vietinbank (CTG) có triển vọng tích cực trong cả ngắn hạn và dài hạn. Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả Quan, giá mục tiêu 53.700đ/cp vì những lý do sau

(1) CTG là ngân hàng lớn thứ ba tại Việt Nam với 1.061 chi nhánh và phòng giao dịch trên toàn quốc. Do đó, CTG hoàn toàn có vị thế để mở rộng sang mảng bán lẻ nhờ cơ sở khách hàng và chi nhánh mạng lưới rộng khắp.

(2) Chúng tôi thấy cơ hội từ việc Chính phủ chính thức ban hành Nghị định 121/2020/NĐ-CP mở rộng phạm vi đầu tư bổ sung vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp. Nghị định mới bổ sung các NHTM cổ phần có Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ sẽ được Nhà nước tiếp tục đầu tư vốn để duy trì tỷ lệ sở hữu, giúp tháo gỡ vướng mắc về tăng vốn tại CTG trong 3 năm qua. NH đang xin duyệt của NHNN cho phép trả cổ tức cổ phiếu 28,8% cho năm 2017-18. Cho năm 2020, CTG sẽ trả 5% cổ tức tiền mặt và ~12,7% - 17,8% cổ tức cổ phiếu

(3) Cuối năm 2020, CTG và Manulife Việt Nam thông báo đã ký thoả thuận thành lập quan hệ đối tác phân phối bảo hiểm độc quyền cho 16 năm. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán bảo hiểm của ngân hàng sẽ đạt mức tăng trưởng kép 100% trong 3 năm tới – mức nhanh nhất trong các ngành kinh doanh của NH. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng CTG sẽ nhận được 250 triệu USD phí độc quyền trả trước, phân bổ ghi nhận trong 5 năm từ năm 2022.

Hiện tại, CTG đang giao dịch ở mức 1,6x P/B cho năm 2021, thấp hơn một chút so với trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng mức định giá như vậy là hoàn toàn hấp dẫn với một ngân hàng có ROE trung bình 2021-22 đạt mức 19%.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan, mức giá mục tiêu một năm đạt 53.700 đồng/cp

Chúng tôi kết hợp phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư và Hệ số so sánh P/B với tỷ trọng tương đương để định giá CTG. Phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư nhằm tiếp cận ở góc độ doanh thu, lợi nhuận của CTG, các yếu tố về nguồn vốn cũng như chiến lược kinh doanh của ngân hàng. Phương pháp P/B cho phép chúng tôi đặt CTG trong bức tranh tổng thể và phản ánh các yếu tố thị trường của ngành ngân hàng Việt Nam, vốn đã trả qua đợt tăng giá mạnh từ tháng 3/2020.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Tăng trưởng dài hạn						4,0%
<i>(tỷ VND)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	84.796					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	28.464					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	89.711					
Giá trị vốn chủ sở hữu	202.971					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.723					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	54.512					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá mục tiêu, dựa trên các giả định của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	54.512	27.256
Hệ số P/B (2,0 lần cho năm 2021)	50%	52.907	26.453
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			53.710
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			53.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Khi so sánh các NH khác, chúng tôi lựa chọn những ngân hàng trong khu vực có triển vọng tăng trưởng thu nhập mạnh mẽ, lợi nhuận cao và các số liệu tài chính tương tự như CTG. Chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ đạt được LN ròng tăng trưởng ổn định 24%/năm trong giai đoạn 2021-23. Với tăng trưởng LN ròng mạnh mẽ trong năm 2020 cùng với dự báo tăng trưởng ổn định trong những năm tới, chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ duy trì mức ROE bình quân 19% trong giai đoạn 2021-23.

Hình 3: So sánh doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (giá đóng cửa ngày 19/04/2021)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (triệu đô)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE %		ROA %	
						2021	2022	2021	2022		2021	2022	2021	2022
Industrial & Commercial Bank of China Ltd	1398 HK	n/a	5,47	n/a	286.434	0,6	0,5	5,0	4,7	2,9%	11,2%	11,2%	0,9%	0,9%
China Merchants Bank Co Ltd	3968 HK	n/a	61,35	n/a	200.322	0,4	0,4	4,2	3,9	11,0%	15,5%	15,9%	1,3%	1,3%
Agricultural Bank of China Ltd	1288 HK	n/a	3,12	n/a	176.647	0,4	0,4	4,0	3,8	0,6%	10,6%	10,5%	0,8%	0,8%
Bank of China Ltd	3988 HK	n/a	3,11	n/a	140.974	1,7	1,5	11,5	10,0	2,9%	10,0%	9,9%	0,8%	0,8%
Trung bình khu vực Trung Quốc						0,8	0,7	6,2	5,6	4,3%	11,8%	11,9%	0,9%	1,0%
Bank Central Asia	BBCA IJ	n/a	31.350	n/a	53.218	3,8	3,4	25,0	21,5	5,5%	16,1%	16,9%	2,8%	3,0%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	n/a	4.380	n/a	37.191	2,4	2,2	17,2	13,5	-9,3%	14,6%	17,1%	1,9%	2,3%
Bank Mandiri	BMRI IJ	n/a	6.225	n/a	20.001	1,4	1,3	12,2	9,6	-2,2%	12,2%	14,4%	1,6%	1,9%
Bank Negara Indonesia	BBNI IJ	n/a	5.875	n/a	7.543	0,9	0,8	11,8	7,2	-22,0%	8,1%	12,1%	1,0%	1,6%
Trung bình khu vực Indonesia						2,2	2,0	16,5	12,9	-7,0%	12,7%	15,1%	1,8%	2,2%
Malayan Banking Bhd	MAY MK	n/a	8,28	n/a	22.909	1,1	1,1	12,7	11,1	-3,4%	8,6%	9,5%	0,9%	0,9%
Public Bank Bhd	PBK MK	n/a	4,19	n/a	19.715	1,6	1,5	14,9	13,7	-12,9%	11,3%	11,7%	1,2%	1,2%
Hong Leong Bank	HLBK MK	n/a	17,96	n/a	9.437	1,3	1,2	13,5	12,1	-3,5%	9,9%	10,2%	1,2%	1,3%
BIMB Holdings	BIMB MK	n/a	3,98	n/a	1.788	1,0	1,0	8,9	8,7	-14,5%	11,8%	11,4%	0,9%	0,9%
Trung bình khu vực Malaysia						1,2	1,1	11,2	10,4	-9,0%	10,8%	10,8%	1,0%	1,1%
Siam Commercial Bank	SCB TB	n/a	105,50	n/a	11.476	0,8	0,8	11,4	10,1	-12,9%	7,3%	7,9%	1,0%	1,0%
Kasikornbank	KBANK TB	n/a	135,50	n/a	10.284	0,7	0,6	9,8	9,0	-3,5%	7,3%	7,5%	0,9%	1,0%
Bangkok Bank	BBL TB	n/a	123,50	n/a	7.552	0,5	0,5	9,0	7,9	-14,5%	5,7%	6,2%	0,7%	0,7%
Kiatnakin Phatra Bank	KKP TB	n/a	59,75	n/a	1.621	1,0	0,9	8,6	7,9	-3,4%	12,0%	12,2%	1,6%	1,6%
Trung bình khu vực Thái Lan						0,7	0,7	8,8	7,9	-9,0%	8,9%	9,2%	1,1%	1,2%
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	98.500	111.400	15.834	3,0	2,6	16,9	13,7	22,9%	20,6%	21,6%	1,6%	1,8%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	41.600	40.400	6.320	1,6	1,3	9,6	8,3	19,0%	18,2%	17,6%	3,1%	3,1%
VP Bank	VPB VN	Khả quan	49.550	44.300	5.272	1,9	1,5	10,0	8,4	19,5%	20,4%	19,9%	2,5%	2,7%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	30.500	35.400	3.700	1,6	1,3	7,9	6,7	18,0%	22,8%	21,4%	1,9%	1,9%
NH TMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	33.700	35.900	3.157	1,5	1,2	8,2	6,9	21,4%	19,8%	20,1%	2,0%	2,1%
Trung bình khu vực Việt Nam						1,5	1,2	8,2	6,9	21,4%	19,8%	20,1%	2,0%	2,1%
Trung bình khu vực Việt Nam (trừ VCB)						1,7	1,4	8,7	7,3	19,6%	21,0%	20,5%	2,1%	2,3%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	42.500	53.700	6.859	1,6	1,7	12,1	12,2	18,2%	18,3%	19,6%	1,2%	1,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Rủi ro đầu tư

Tiềm năng tăng giá

Theo quan điểm của chúng tôi, CTG có thể ghi nhận lợi nhuận bất thường từ thoả thuận phân phối bảo hiểm độc quyền (bancassurance) trong thời gian tới. Mặc dù HĐQT từ chối tiết lộ bất kỳ thông tin nào về quy mô giao dịch, chúng tôi tham chiếu đến các hợp đồng banca độc quyền khác trước đây để ước tính

quy mô khoảng 250-300 triệu USD. Chúng tôi giả định CTG sẽ phân bổ đều khoản phí này trong 5 năm, giúp thu nhập ngoài lãi của ngân hàng có thể kép 23% trong giai đoạn 2021-23.

Rủi ro lạm phát

Lạm phát ở Việt Nam tăng nhẹ 1,2% svck trong T3/2021 (so với 0,7% tại T2/2021). Chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ tăng dần trở lại trong nửa cuối năm 2021 do chỉ số giá nhóm giao thông tăng trở lại, cùng với đà tăng của giá dầu. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực rằng CPI năm 2021 sẽ chỉ tăng 2,9% svck do kỳ vọng giá lương thực – thực phẩm giảm.

Do đó, chúng tôi tin rằng Chính phủ có khả năng đạt được mục tiêu giữ lạm phát dưới 4% cho năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi cũng cho rằng tăng trưởng tín dụng có thể bị ảnh hưởng bởi sự trở lại của lạm phát nếu hai mục tiêu của Chính phủ: tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát mâu thuẫn lẫn nhau, Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam (NHNN) sẽ ưu tiên mục tiêu đảm bảo lạm phát, theo quan điểm của chúng tôi.

Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép cho vay là 8% cho CTG trong giai đoạn 2021-23, thấp hơn một chút so với dự báo tăng trưởng toàn hệ thống của chúng tôi là 12-13% svck trong giai đoạn này. Tuy nhiên, với vị thế là ngân hàng lớn thứ 3 trong hệ thống về tổng tài sản tính đến cuối năm 2020, hạn mức tăng trưởng cho vay của CTG có thể bị SBV hạn chế nếu lạm phát quay trở lại.

Rủi ro giảm giá

Rủi ro giảm giá có thể đến từ chi phí vốn cao hơn so với kỳ vọng của chúng tôi. Lãi suất tiền gửi tại Việt Nam đang giảm nhanh chóng, đặc biệt là kỳ hạn trên 12 tháng do nguồn cung dư thừa trong hệ thống liên ngân hàng. Chúng tôi hy vọng rằng những nỗ lực của CTG để tăng CASA sẽ giúp hạn chế gia tăng chi phí vốn, và do đó dự kiến NIM tăng 10 điểm cơ bản trong giai đoạn 2021-23. Tuy nhiên, CTG phải đối mặt với rủi ro tăng lãi suất tiền gửi trong dài hạn do phải cạnh tranh nhiều hơn cho nguồn vốn dài hạn, dẫn đến khả năng thu nhập lãi suất thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

Phân tích swot

Hình 4: Phân tích SWOT đối với CTG

<p>Điểm mạnh</p> <ul style="list-style-type: none"> • Thương hiệu lớn với doanh nghiệp và cơ sở khách hàng lớn. • Mạng lưới lớn để tiếp cận khách hàng ở khu vực nông thôn. • Quản lý chi phí hiệu quả. 	<p>Cơ hội</p> <ul style="list-style-type: none"> • Thu nhập mới từ hợp đồng bảo hiểm độc quyền với Manulife Việt Nam thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai. • Cơ sở khách hàng lớn thúc đẩy mở rộng cho vay bán lẻ và dòng thu nhập phí. • Cơ hội về fintech, nhờ vào việc phát triển công nghệ liên tục.
<p>Điểm yếu</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nguồn vốn ít. • LDR cao dẫn đến chi phí vốn cao. 	<p>Thách thức</p> <ul style="list-style-type: none"> • Cạnh tranh ngày càng tăng trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ.

Nguồn: VNDIRECT

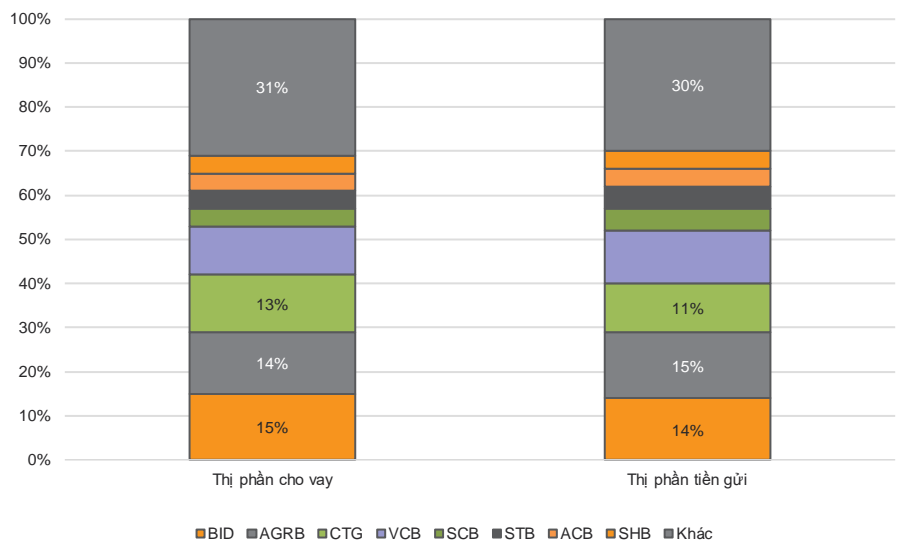
THỜI ĐIỂM CHÍN MUỘI

Ngân hàng quốc doanh quy mô lớn với cơ sở khách hàng vững chắc

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).

Với vai trò là bên cho vay để phát triển ngành công nghiệp tại Việt Nam cho cả đối tác nước ngoài và trong nước, bảng cân đối kế toán được xây dựng vững chắc theo thời gian. Vào cuối năm 2020 CTG là ngân hàng có tài sản lớn thứ ba tại Việt Nam. Về mạng lưới, CTG có mạng lưới lớn thứ hai với 1.061 chi nhánh và phòng giao dịch trên cả nước, xếp sau Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (Agribank, chưa niêm yết). Với quy mô lớn và mạng lưới rộng khắp đất nước, CTG xếp thứ ba về thị phần cho vay và tiền gửi tại Việt Nam, lần lượt là 13% và 11% tính tại thời điểm cuối năm 2020.

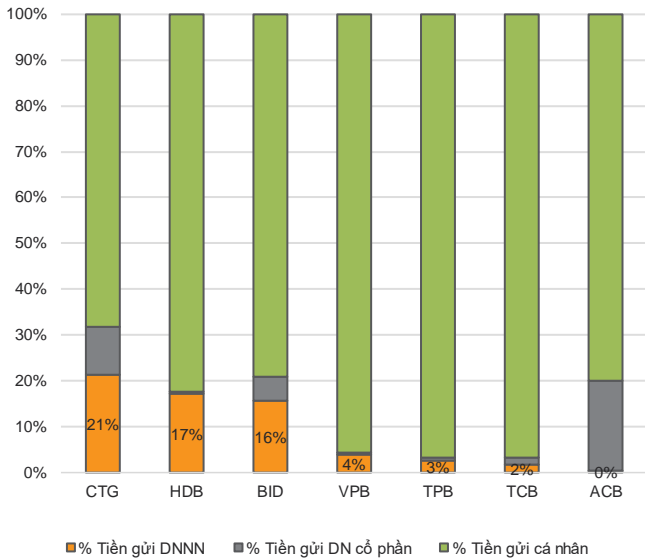
Hình 5: Thị phần cho vay và tiền gửi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

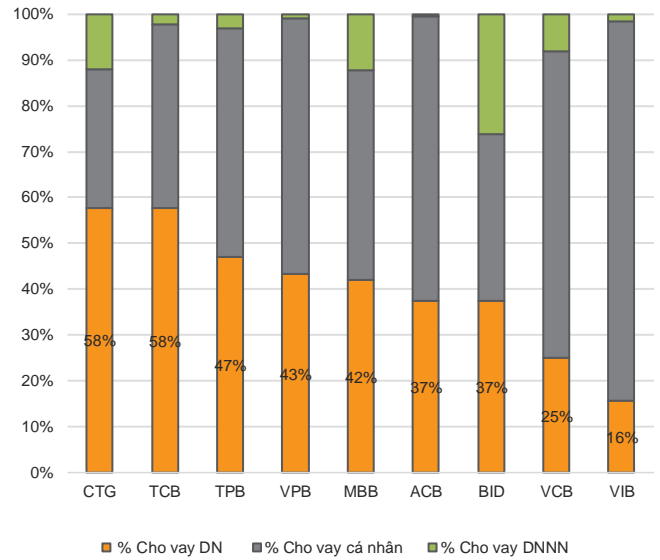
Trong giai đoạn 2016-2020, tăng trưởng kép cho vay của CTG đạt 11,3%, cao hơn tăng trưởng kép tổng tài sản là 9,1%. Vào cuối năm 2020, dư nợ cho vay của CTG đạt 1.015 tỷ đồng - cao thứ ba trong số các ngân hàng Việt Nam. Điểm mạnh chính của CTG là cung cấp các dịch vụ cho các DN lớn. Phân khúc doanh nghiệp cổ phần và doanh nghiệp nhà nước (DNNN) chiếm lần lượt 31% và 70% trong cơ cấu tiền gửi và cho vay của NH (tại cuối 2020)

Hình 6: Tiền gửi của CTG có tỷ trọng đóng góp lớn nhất từ DNNN và DN cổ phần trong ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Cho vay DN đóng tỷ trọng chủ yếu trong danh mục cho vay của CTG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong bối cảnh cuộc đua ngân hàng cá nhân đang diễn ra tại Việt Nam, chúng tôi tin rằng các ngân hàng có mạng lưới rộng lớn như CTG sẽ có lợi thế hơn, do sự hiện diện của các ngân hàng ở khu vực nông thôn vẫn còn hạn chế. Ngoài ra, là một NHTM nhà nước, CTG có mối quan hệ lâu dài với các doanh nghiệp nhà nước và các tập đoàn FDI lớn, cho phép ngân hàng tiếp cận với nhân viên và cơ sở khách hàng của họ. Đến cuối năm 2020, CTG đã phục vụ hơn 14 triệu khách hàng thông qua mạng lưới hơn 150 chi nhánh và 1.000 phòng giao dịch trên 63 tỉnh thành trong cả nước.

Hình 7: Tập khách hàng đa dạng của Vietinbank



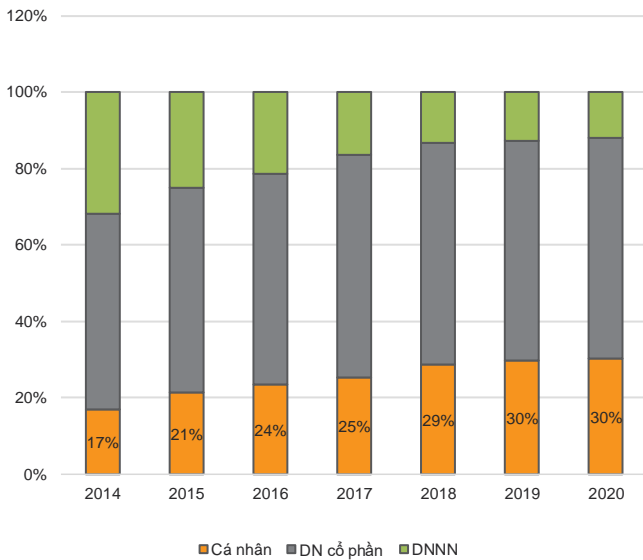
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Vị thế thuận lợi để mở rộng phân khúc ngân hàng cá nhân

Trước đây CTG là bên cho vay lớn đối với các tập đoàn FDI và DNNN, tuy nhiên vài năm trở lại đây, ngân hàng đã mở rộng sang mảng cho vay cá nhân và giảm cho vay đối với DNNN. Tăng trưởng kép cho vay cá nhân đạt 19% trong giai đoạn 2016-2020, do đó tỷ trọng cho vay cá nhân trên tổng dư nợ tăng từ 23,1% vào cuối năm 2016 lên 30% vào cuối năm 2020. Trong khi đó các khoản cho vay đối với các DNNN giảm 12% trên tổng dư nợ vào cuối năm

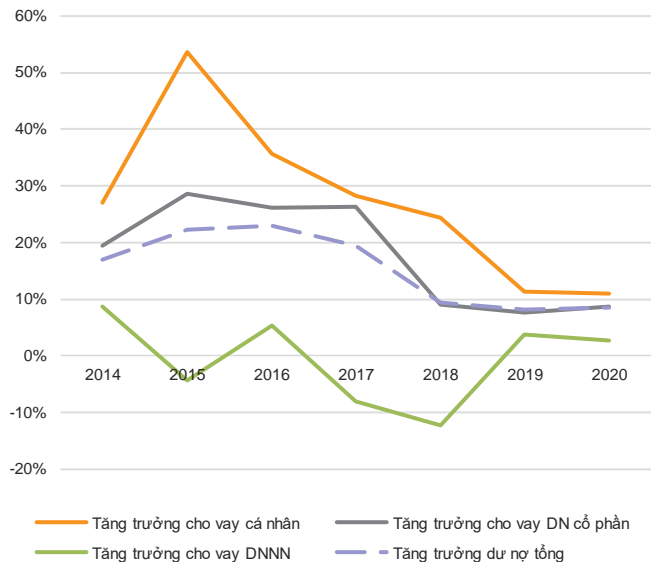
2020, từ mức 21,3% vào cuối năm 2016. Chúng tôi tin rằng việc giảm quy mô cho vay của các DNNN một phần là do cổ phần hóa khiến một số DNNN hiện được xếp vào nhóm các công ty tư nhân. Tuy nhiên, động lực quan trọng hơn thúc đẩy tăng trưởng cho vay là việc CTG tích cực thâm nhập vào mảng cho vay cá nhân. Cho vay cá nhân đã trở thành động lực tăng trưởng tại CTG với tốc độ tăng trưởng vượt trội hơn so với tăng trưởng tổng dư nợ cho vay trong vài năm qua.

Hình 9: Cơ cấu cho vay - CTG mở rộng cho vay sang mảng cho vay cá nhân và thu hẹp cho vay DNNN



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Cho vay cá nhân là động lực tăng trưởng dư nợ



Nguồn: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi cho rằng CTG có vị thế tốt để mở rộng hơn nữa trong lĩnh vực ngân hàng cá nhân, nhờ các yếu tố sau:

- CTG có mạng lưới lớn thứ hai trong số các ngân hàng Việt Nam với tổng số chi nhánh và phòng giao dịch gần gấp đôi ngân hàng có mạng lưới lớn thứ tư. Mạng lưới rộng lớn giúp CTG tiếp cận khách hàng tiềm năng tốt hơn, đặc biệt là ở các vùng nông thôn nơi sự hiện diện của các ngân hàng còn hạn chế.
- CTG có cơ sở khách hàng là các doanh nghiệp lớn, tạo cơ hội bán chéo cho nhân viên và khách hàng tại các doanh nghiệp này.
- Tỷ lệ thâm nhập ngân hàng cá nhân ở Việt Nam và đặc biệt là tại CTG còn thấp. Vào cuối năm 2019, tín dụng hộ gia đình của Việt Nam tương đương với 50% GDP, vẫn còn tương đối thấp so với các nước láng giềng như Thái Lan (86%) và Malaysia (93%) (nguồn: CEIC, Fiinpro). Cho vay cá nhân của CTG ở mức 30% trên tổng dư nợ cho vay vào cuối năm 2020, thấp hơn mức trung bình của các ngân hàng niêm yết là 49,5%.

Việc mở rộng sang lĩnh vực ngân hàng cá nhân sẽ cải thiện lợi suất tài sản của CTG trong tương lai. Nó cũng tạo ra cơ hội bán chéo các dịch vụ tính phí như dịch vụ thanh toán, thẻ và bảo hiểm. Gần đây, chúng tôi nhận thấy CTG đã đổi mới nền tảng kỹ thuật số và tiếp thị sản phẩm một cách toàn diện.

- Tháng 12/2020, VietinBank ra mắt hệ thống R-ATM với những tính năng vượt trội, giúp khách hàng có thể nhanh chóng và dễ dàng xử lý các giao dịch. Bên cạnh các chức năng truyền thống như rút tiền, chuyển tiền, thanh toán hóa đơn như các máy ATM thông thường, R-ATM còn có thêm chức năng gửi tiền, giúp khách hàng tiết kiệm thời gian xếp hàng chờ đợi và thực hiện giao dịch 24/7, kể cả trong các dịp lễ, tết ... bất kể giờ làm việc của ngân hàng. Nhờ R-ATM, CTG rút ngắn thời gian giao dịch và nâng cao sự thuận tiện cho khách hàng.

- Đầu năm CTG đã chính thức ra mắt 3 gói tài khoản thanh toán “Không phí” gồm: Smart, Basic và Plus dành cho khách hàng cá nhân. Với chương trình mới này, khách hàng sẽ được miễn hầu hết các loại phí dịch vụ như: phí duy trì tài khoản, phí SMS, phí giao dịch nội bộ / liên ngân hàng với điều kiện khách hàng duy trì số dư tài khoản trên 2 triệu đồng. Đây là gói hỗ trợ nhiều nhất cho khách hàng cá nhân trong số các NHTM quốc doanh. Đối với khách hàng doanh nghiệp, ngân hàng triển khai chương trình ưu đãi bằng cách miễn hoàn toàn phí giao dịch trên kênh ngân hàng điện tử VietinBank eFAST cho khách hàng doanh nghiệp mới. Theo đó, khách hàng doanh nghiệp đăng ký mới gói tài chính eFAST sẽ được miễn phí giao dịch ra vào hệ thống, phí đăng ký và duy trì VietinBank eFAST. Với một loạt các chính sách hỗ trợ, chúng tôi kỳ vọng tiền gửi không kỳ hạn của CTG sẽ cải thiện trong năm 2021, giảm áp lực lên chi phí vốn của ngân hàng.




Hình 11: Các gói tài khoản cơ bản cho KHCN

	CTG	VCB	BID
Gói tài khoản cơ bản cho KHCN	Smart	Eco	Smartbanking
Số dư tài khoản yêu cầu	2 triệu đồng (hoặc phí hàng tháng 15 nghìn đồng)	2 triệu đồng (hoặc phí hàng tháng 15 nghìn đồng)	NA
Phí quản lý tài khoản	Miễn phí	Miễn phí	Miễn phí
Phí duy trì dịch vụ NH số	Miễn phí	Miễn phí	Miễn phí
Phí tin nhắn báo số dư	Miễn phí	Miễn phí	9.000 đồng/tháng
Phí GD trong hệ thống	Miễn phí	Miễn phí	1.000 - 9.000 đồng/giao dịch
Phí GD ngoài hệ thống	Miễn phí	>= 5.000 đồng/giao dịch	2.000 - 50.000 đồng/giao dịch

Nguồn: VNDIRECT Research, VietinBank, Vietcombank, BIDV

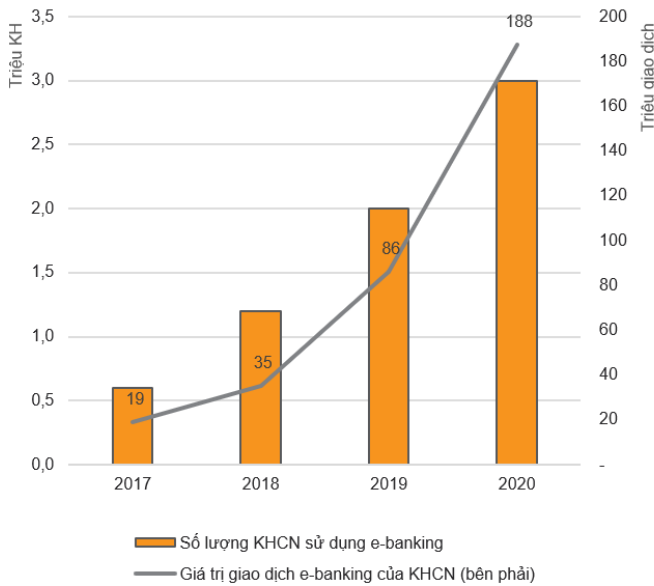
- Ngân hàng cũng nâng cấp dịch vụ ngân hàng số, cải thiện trải nghiệm cũng như sự thuận tiện cho khách hàng theo hướng khuyến khích các giao dịch online hơn các giao dịch tại quầy. Do đó, số lượng khách hàng sử dụng và giá trị giao dịch qua e-banking đã đạt tăng trưởng mạnh mẽ.

Hình 12: Chuyển đổi số nhằm cải thiện trải nghiệm khách hàng

 Trải nghiệm tại quầy GD	 Trải nghiệm Mobile banking	 Trải nghiệm tại kênh đối tác
<p>1. Kiosk:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Nhận diện khách hàng qua sinh trắc học ❖ Tự động điền eform trước khi vào quầy ❖ Các giao dịch tự thực hiện xác thực qua sinh trắc học <p>2. Teller:</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Có được thông tin khách hàng nhanh chóng ❖ Có được nhu cầu sản phẩm ban đầu của khách hàng ❖ Phục vụ khách hàng tốt hơn, nhanh hơn ❖ Chào bán sản phẩm khác thông qua công cụ Sales marketer 	<p>1. iPay mobile - Ngân hàng số dành cho khách hàng cá nhân</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Các dịch vụ ngân hàng: chuyển tiền, tiết kiệm, thẻ... ❖ Các dịch vụ ngoài ngân hàng: mua sắm, đầu tư, y học, giáo dục, thanh toán dịch vụ... ❖ Hướng tới mở tài khoản, giao dịch, rút tiền mặt thực hiện hoàn toàn trên iPay mobile <p>2. eFast - Ngân hàng số dành cho KHDN</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Các dịch vụ ngân hàng: thanh toán, chuyển tiền, lập lệnh, gửi tiền, nộp NSNN... ❖ Các dịch vụ quản lý: quản lý vốn tập trung, kết nối ERP doanh nghiệp, quản lý tài khoản ảo... 	<p>Open banking</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Cung cấp các dịch vụ của VietinBank trên các ứng dụng (apps) của các công ty fintech, các hệ sinh thái tiêu dùng để người dân có thể sử dụng dịch vụ NH thuận tiện ❖ Sử dụng nền tảng kết nối API để mở rộng và đa dạng hóa sản phẩm dịch vụ trên các ứng dụng mobile banking của ngân hàng

Nguồn: VietinBank

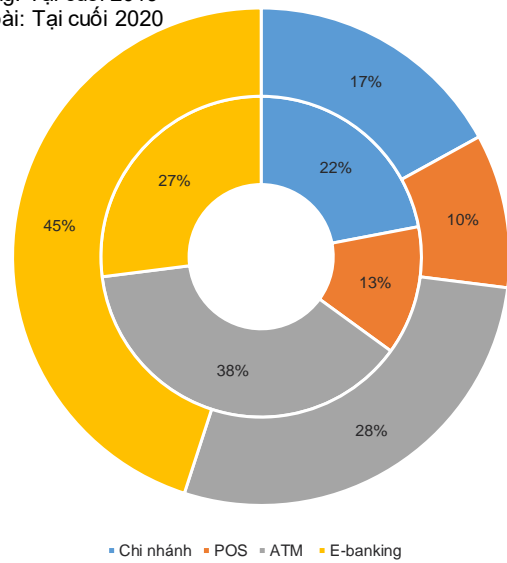
Hình 13: Lượng khách hàng cá nhân sử dụng E-banking



Nguồn: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: Cơ cấu giao dịch theo các kênh

Vòng trong: Tại cuối 2019
Vòng ngoài: Tại cuối 2020



Nguồn: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

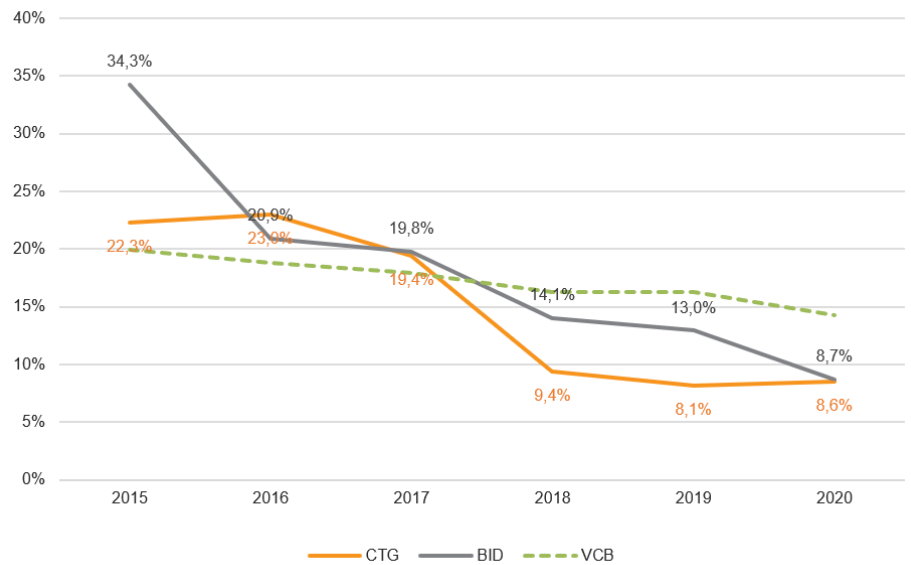
Năm 2020, thu nhập ngoài lãi tăng 32,4% svck lên 9.700 tỷ đồng, nhờ: 1) thu nhập phí thuần tăng 7% và 2) đầu tư chứng khoán lãi 360 tỷ đồng so với khoản lỗ 790 tỷ đồng năm 2019. Tuy ngân hàng giảm phí giao dịch, thu nhập phí vẫn tăng 6% svck lên 8.342 tỷ đồng nhờ lượng giao dịch ngân hàng số tăng đột biến. Vào cuối năm 2020, tỷ trọng giao dịch ngân hàng số chiếm 45% tổng giao dịch của ngân hàng, tăng từ mức 27% vào cuối năm 2019. Trong tương lai chúng tôi kỳ vọng thu nhập phí sẽ duy trì đà tăng trưởng cao và tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong hoạt động thu nhập ngoài lãi của CTG, chiếm xấp xỉ 45% trong giai đoạn 2021-2023.

Gỡ nút thắt tăng vốn

Thông tư 41/2016/TT-NHNN (Thông tư 41) ban hành vào cuối năm 2016 của NHNN là bước đệm để các ngân hàng thương mại hoàn thiện về quy định vốn tối thiểu trong Basel II. Sau 3 năm triển khai, hầu hết các ngân hàng thương mại có vốn hóa vừa và lớn đã đạt yêu cầu trước hạn do NHNN quy định (trước năm 2020): Vietcombank (VCB), Techcombank (TCB), BIDV (BID) ... ngoại trừ CTG. Nguyên nhân là do nút thắt về tăng vốn của CTG khiến ngân hàng không thể tăng vốn cũng như đáp ứng các yêu cầu của Basel II. Cụ thể, trong trường hợp CTG phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn, khi đó Bộ Tài chính sẽ phải sử dụng ngân sách nhà nước để mua thêm cổ phần. Điều này không khả thi nếu xét bối cảnh kiểm soát thu chi ngân sách chặt chẽ hiện nay. Phương án khác là phát hành cổ phiếu mới cho đối tác nước ngoài thông qua phát hành riêng lẻ cũng không khả thi do CTG hiện đã sát trần quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại NHTMCP (tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại tại CTG là 27%, sát với quy định trần của Ngân hàng Nhà nước là 30%). Do đó, từ năm 2013 đến nay, CTG không được bổ sung vốn điều lệ, mặc dù CTG đóng vai trò quan trọng trong ngành ngân hàng, giữ vị thế nhà tạo lập thị trường.

Hạn chế về vốn dẫn đến nhiều khó khăn trong hoạt động của ngân hàng. Vietinbank không thể đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng, ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng cung ứng vốn cho nền kinh tế và tác động tiêu cực đến tốc độ tăng trưởng GDP của nền kinh tế. Do đó, để hài hòa giữa lợi ích của ngân hàng và chính phủ, CTG đã xin chấp thuận chia cổ tức năm 2017-18 bằng cổ phiếu, tới đa 1,07 tỷ cổ phiếu (tương đương 28,8% tổng số cổ phiếu đang lưu hành).

Hình 15: CTG có tăng trưởng cho vay thấp hơn so với các NHTMNN khác do thiếu vốn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Từ ngày 01/01/2021, CTG đã chính thức áp dụng tỷ lệ an toàn vốn (CAR) theo quy định tại Thông tư 41 của NHNN. Mặc dù ngân hàng không công bố về giá trị CAR cụ thể, chúng tôi ước tính CAR của CTG nhỉnh hơn mức 8%. Điều này cũng có nghĩa NH sẽ khó duy trì được mức trên 8% theo quy định trong 2 năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy cơ hội khi Chính phủ đã chính thức ban hành Nghị định 121/2020/NĐ-CP về bổ sung đầu tư vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp. Theo đó, các NHTM quốc doanh với tỷ lệ sở hữu Nhà nước trên 50% sẽ được Nhà nước tiếp tục đầu tư vốn để duy trì tỷ lệ cổ phần, vốn góp của Nhà nước tại Doanh nghiệp. Theo BLĐ, Nghị định mới sẽ cho phép ngân hàng trả cổ tức cổ phiếu và chuẩn bị cho kế hoạch tăng vốn. Theo đó, bên cạnh 5% cổ tức tiền mặt, ngân hàng đã chuẩn bị hai kế hoạch trả cổ tức cho năm 2020. Trong trường hợp CTG chưa nhận được chấp thuận của NHNN để trả cổ tức cổ phiếu 2017-18, CTG kế hoạch trả cổ tức cổ phiếu 17,8% (tương đương ~662tr cổ phiếu) cho năm 2020. Hoặc nếu trong trường hợp CTG đã thực hiện trả xong cổ tức cổ phiếu 2017-18, NH sẽ trả cổ tức cổ phiếu 12,65% (~600tr cổ phiếu).

Đối tác bancassurance mới thúc đẩy tăng trưởng thu nhập phí

Vào tháng 12 năm 2020, CTG và Manulife Việt Nam thông báo đã ký thỏa thuận thiết lập quan hệ đối tác bancassurance độc quyền kéo dài 16 năm nhằm đáp ứng nhu cầu tài chính và bảo hiểm gia tăng của người dân Việt Nam. Theo đó, Manulife Financial Asia Limited cũng sẽ mua lại Aviva Vietnam Limited - đối tác bảo hiểm độc quyền trước đây của CTG. Do việc sáp nhập đang chờ Bộ Tài chính phê duyệt, nên sự hợp tác toàn diện giữa CTG và Manulife dự kiến sẽ bắt đầu vào năm 2022. Hiện tại, thu nhập từ bancassurance chỉ đóng góp một lượng tối thiểu trong thu nhập phí của ngân hàng (~ 2%, tương đương 80-90 tỷ đồng). Tuy nhiên, theo báo cáo của Cơ quan Giám sát Bảo hiểm (ISA), vào cuối năm 2019, Việt Nam có một trong những mức thâm nhập bảo hiểm nhân thọ thấp nhất thế giới, dưới 1% GDP. Phí bảo hiểm thông thường ở Việt Nam là 30 USD, thấp hơn mức trung bình trên toàn thế giới là 595 USD và mức trung bình của Đông Nam Á là 74 USD. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép thu nhập từ bancassurance sẽ đạt mức tăng trưởng kép ấn tượng 100% giai đoạn 2021-2023, nâng tỷ trọng đóng góp trong thu nhập phí thuần lên 10% tại năm 2023.

Đối với khoản phí trả trước của hợp đồng độc quyền, mặc dù ngân hàng không tiết lộ về số tiền chính xác, chúng tôi dựa trên quy mô giao dịch giữa

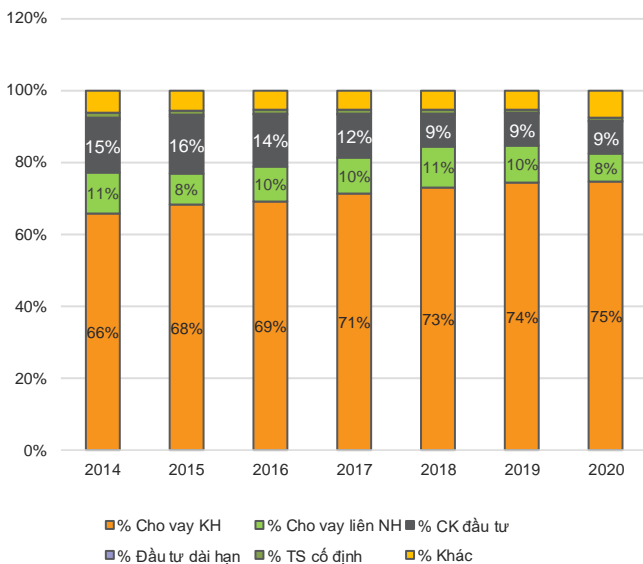
VCB - FWD là 400 triệu USD do hai ngân hàng có sự tương đồng về quy mô tài sản và cơ sở khách hàng. Tuy nhiên, do VCB có tỷ lệ cho vay cá nhân cao hơn (45% so với 30% của CTG vào cuối năm tài chính 2020), chúng tôi cho rằng phí trả trước của CTG sẽ thấp hơn VCB và rơi vào khoảng 250 triệu USD. Chúng tôi giả định rằng khoản thanh toán phí trả trước này sẽ được ghi nhận trong năm năm, bắt đầu từ năm 2022 khi việc sáp nhập giữa hai công ty bảo hiểm hoàn tất. Do đó, khoảng 1.200 tỷ đồng sẽ được bổ sung vào thu nhập khác của CTG, thúc đẩy tăng trưởng kép thu nhập khác của ngân hàng lên 38% trong giai đoạn 2021-2023. Tính đến cuối năm 2020, CTG đã phục vụ hơn 14 triệu khách hàng thông qua mạng lưới hơn 150 chi nhánh và hơn 1.000 phòng giao dịch xuyên khắp 63 tỉnh và thành phố trên khắp cả nước.

Tài chính: Chất lượng tài sản hồi phục sau cơn bão

Cơ cấu tài sản: hạn chế về vốn cân trở tăng trưởng cho vay của CTG

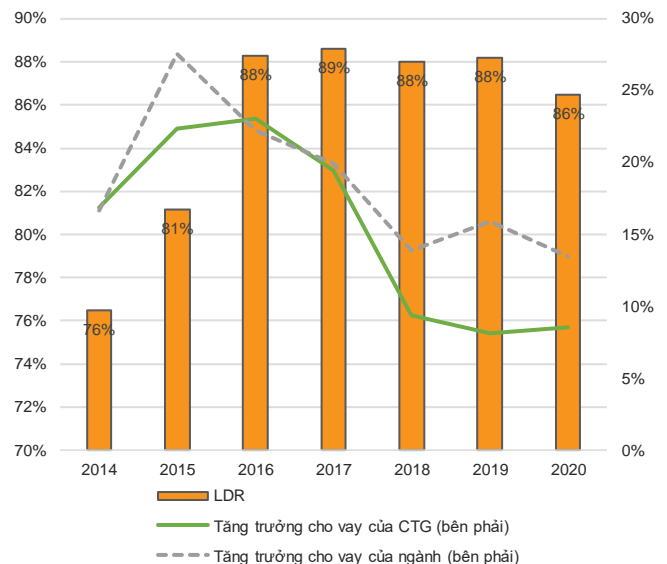
CTG ghi nhận CAGR tổng tài sản đạt 9% trong giai đoạn 2016 – 2020. Tính tới cuối năm 2020, dư nợ cho vay của CTG đạt 1.015 tỷ đồng – cao thứ 3 trong các ngân hàng Việt Nam. Hoạt động cho vay khách hàng chiếm hơn 70% tổng tài sản của CTG từ năm 2016. Vào cuối năm 2020, hoạt động cho vay khách hàng (bao gồm cho vay khách hàng cá nhân và doanh nghiệp) chiếm 75% tổng tài sản, cao nhất trong ngành ngân hàng xét về mặt tỷ trọng. Mức tỷ trọng duy trì mức cao là do từ năm 2013, CTG không được NHNN chấp thuận tăng vốn trong khi dư nợ liên tục tăng nhằm đáp ứng nhu cầu của nền kinh tế (như đề cập trong phần *Gỡ nút thắt tăng vốn*). Do đó, tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) của ngân hàng luôn duy trì trong mức 86 – 88% giai đoạn 2016 – 2020, gần chạm ngưỡng giới hạn tối đa 90% do NHNN đặt ra cho CTG. Việc nguồn vốn bị hạn chế cũng đồng thời ảnh hưởng đến tăng trưởng cho vay của CTG, khiến cho con số này luôn duy trì mức thấp hơn so với mức toàn ngành.

Hình 16: Tỷ trọng phân bổ TS của CTG (2014-20)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 17: LDR cao cản trở tăng trưởng cho vay của CTG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

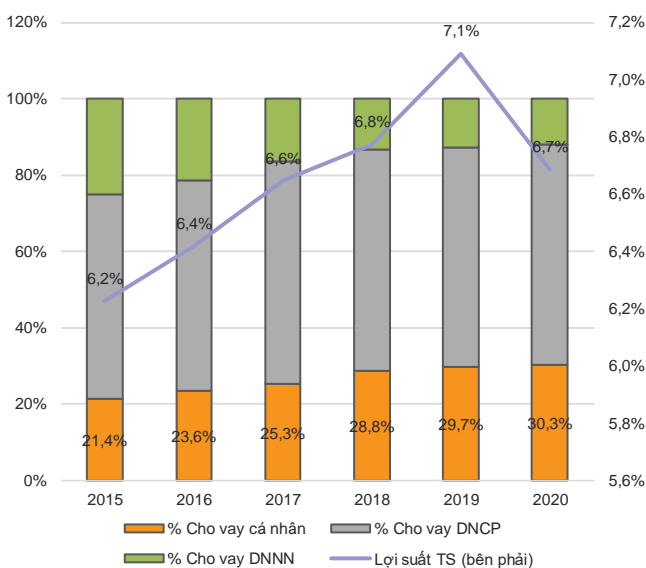
Do vốn điều lệ của ngân hàng không thay đổi từ năm 2013 trong khi CAGR dư nợ cho vay đạt 15% trong giai đoạn này, ngân hàng không có dư nguồn vốn đặt tại NHNN hoặc các ngân hàng thương mại khác (cho vay liên ngân hàng) và trái phiếu chính phủ. Trước đây, tỷ trọng loại tài sản này chiếm 25% tổng tài sản của CTG. Tuy nhiên, con số này đã giảm dần trong 5 năm qua, chỉ chiếm 17% trong bảng cân đối kế toán của CTG cuối năm 2020 so với mức 30% của các ngân hàng khác với bảng cân đối an toàn hơn, có thể kể đến như Vietcombank (VCB), Ngân hàng Á Châu (ACB).

Cải thiện NIM nhờ thay đổi cơ cấu danh mục dư nợ

Trong các năm gần đây, CTG đã chủ động cơ cấu lại hoạt động cho vay hướng tới cho vay cá nhân, với tổng dư nợ cho cá nhân ghi nhận CAGR đạt 18,5% trong giai đoạn 2016 – 2020, đóng góp 30% vào tổng dư nợ cho vay. Từ đó, lợi suất tài sản của CTG đã tăng từ 6,4% năm 2016 lên 7,1% năm 2019. Tuy nhiên, trong năm 2020, lợi suất tài sản của CTG giảm 41 điểm cơ bản do NHNN điều chỉnh lãi suất điều hành nhằm hỗ trợ cho các khách hàng chịu ảnh hưởng dịch Covid-19.

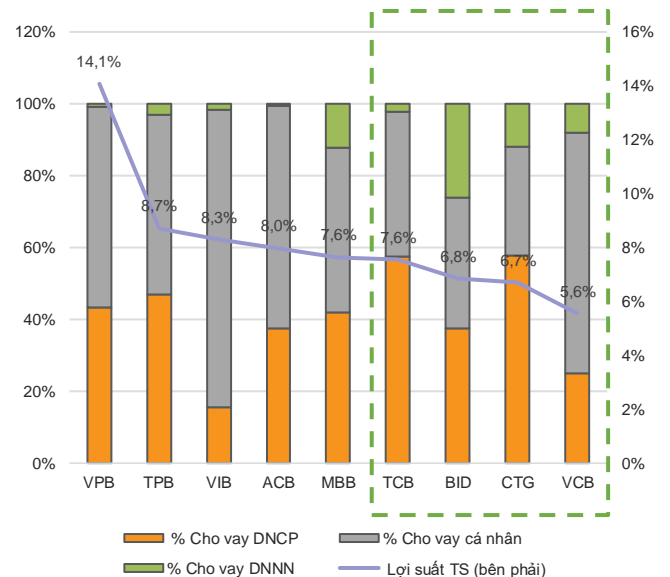
Bên cạnh đó, với sứ mệnh là ngân hàng tiên phong trong nhiệm vụ phát triển đất nước, phần lớn dư nợ cho vay của CTG được phân bổ cho các doanh nghiệp. Từ năm 2016, hoạt động cho vay khách hàng doanh nghiệp đóng góp 45% tổng dư nợ cho vay của CTG và ghi nhận tăng trưởng kép ở mức cao, đạt 19,4% trong giai đoạn 2016 – 2020. Hoạt động cho vay doanh nghiệp, vốn đứng thứ 3 về giá trị sổ sách, ghi nhận tổng dư nợ chiếm 18% tổng dư nợ cho vay doanh nghiệp của toàn hệ thống ngân hàng Việt Nam. Bên cạnh đó, NIM hoạt động cho vay doanh nghiệp thấp hơn ít nhất 200 điểm cơ bản so với hoạt động cho vay cá nhân do mảng này yêu cầu tài sản thế chấp hoặc chất lượng tài sản tốt để giải ngân nợ. Do đó, lợi suất tài sản của CTG nằm ở nhóm thấp nhất trong hệ thống ngân hàng của Việt Nam.

Hình 18: Cơ cấu cho vay – tỷ trọng cho vay cá nhân liên tục mở rộng từ 2015 giúp cải thiện chất lượng TS trong 2015- 2019



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: Những NH có tỷ trọng cho vay DN lớn thường có lợi suất tài sản thấp (tại cuối 2020)



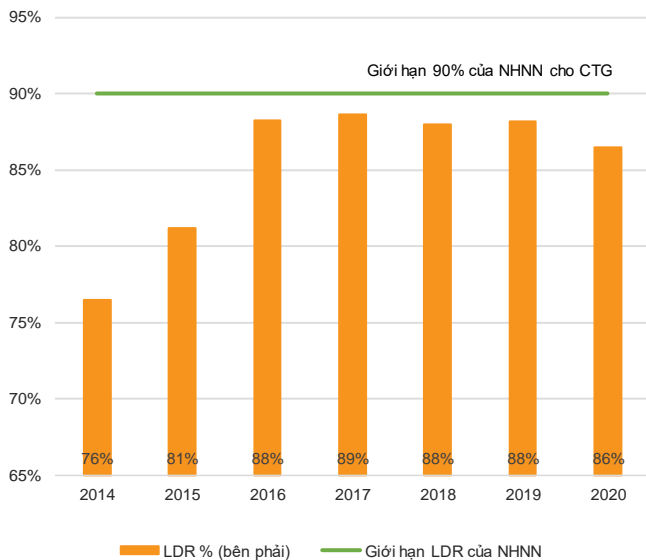
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bên cạnh đó, chi phí huy động vốn của CTG cao so với các ngân hàng Việt Nam khác do:

- Cơ cấu tài sản sinh lãi của CTG phản ánh tình trạng thanh khoản thấp của ngân hàng. Trong khi hoạt động cho vay khách hàng chiếm gần 75% tài sản sinh lãi, tài sản có tính thanh khoản như hoạt động cho vay liên ngân hàng và danh mục đầu tư chỉ chiếm lần lượt 7,6% và 9% của tổng tài sản sinh lãi vào cuối năm 2020. Bên cạnh đó, do tỷ lệ LDR của CTG đạt 87% vào cuối năm 2020, gần chạm ngưỡng giới hạn 90% do NHNN đặt ra cho CTG, huy động vốn cũng là một vấn đề lớn CTG phải đối mặt.
- Tỷ lệ CASA của ngân hàng đạt 19% cuối năm 2020, thấp hơn so với trung bình các ngân hàng vừa và lớn (20%). Tuy nhiên, bắt đầu từ tháng 11/2020, CTG đã cho ra mắt sản phẩm mới dành cho khách hàng cá nhân, trong đó các giao dịch sẽ không chịu phí nếu khách hàng duy trì số dư tài khoản bình quân trên 2 triệu đồng/tháng, nếu không mức phí là 15.000

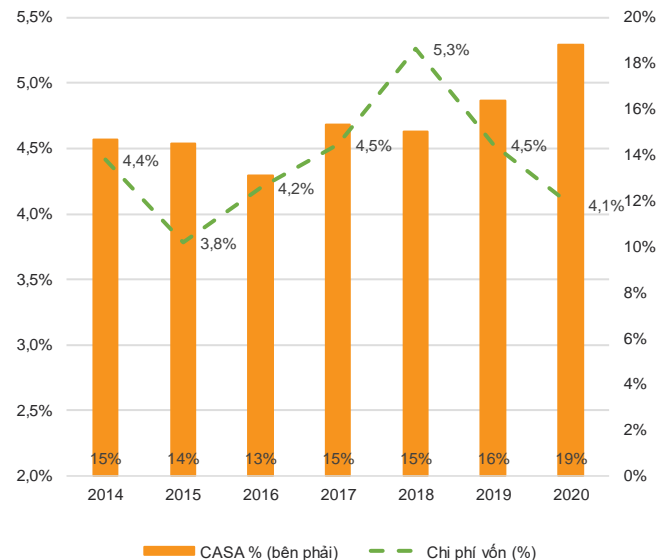
đồng/tháng. Như đề cập trong hình 11, gói của CTG có mức phí thấp nhất trong các ngân hàng thương mại nhà nước. Do đó, chúng tôi kỳ vọng gói dịch vụ mới cung cấp sẽ thu hút tiền gửi CASA, từ đó bù lại cho việc chi phí huy động vốn tăng trong tương lai.

Hình 20: LDR của CTG gần chạm 90% giới hạn bởi NHNN, do đó chi phí vốn là một trong những vấn đề lớn của CTG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

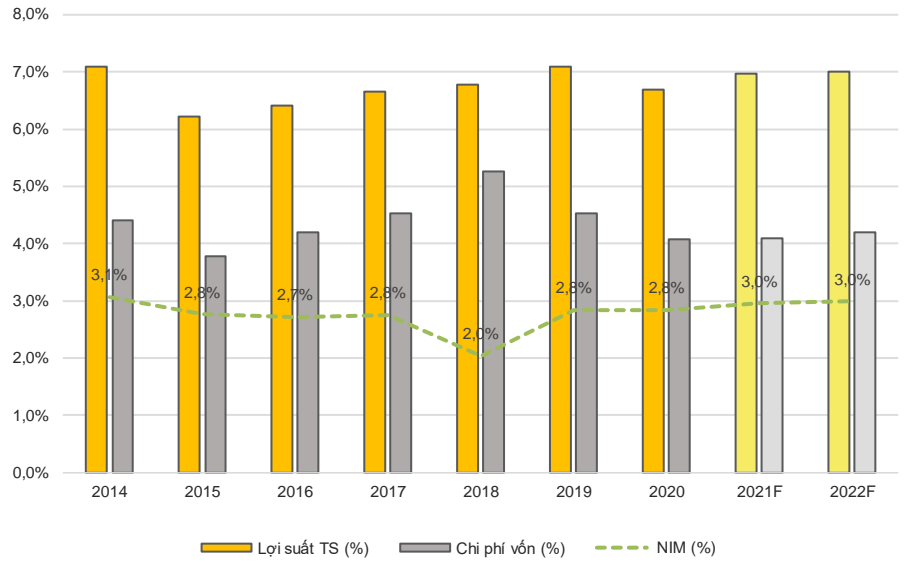
Hình 21: Tuy nhiên, nhờ cải thiện CASA giúp giảm bớt đà tăng của chi phí vốn trong 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong năm 2020, thu nhập lãi của CTG tăng nhẹ 7,2% svck đạt 35,6 nghìn tỷ nhờ NIM ổn định và dư nợ tín dụng tăng 8% svck. Lợi suất tài sản năm 2020 giảm 41 điểm cơ bản svck xuống 6,7% do NHNN hạ lãi suất điều hành nhằm hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. CTG là ngân hàng tiên phong trong việc hỗ trợ các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi đại dịch với gói hỗ trợ 400 nghìn tỷ VND (17 triệu USD) cho hơn 7.000 khách hàng. Trong năm 2020, ngân hàng đồng thời hạ lãi suất cho vay 2-2,5%/năm cho 7.800 khách hàng hiện tại. Cuối năm 2020, CTG tái cơ cấu xấp xỉ 5.000 tỷ đồng, tương đương 0,5% tổng dư nợ cho vay. Trong khi đó, chi phí vốn năm 2020 giảm 46 điểm cơ bản xuống 4,1% nhờ NH giảm lãi suất tiền gửi trong các kỳ hạn. Nhờ đó, NIM của CTG duy trì mức 2,8% từ năm 2019. Trong tương lai, chúng tôi dự báo NIM của ngân hàng sẽ tăng dần đạt 3,0% nhờ lợi suất tài sản phục hồi so với thời gian trước dịch và chi phí huy động vốn ổn định.

Hình 22: Chúng tôi dự phóng NIM của NH sẽ cải thiện trong năm 2021-22



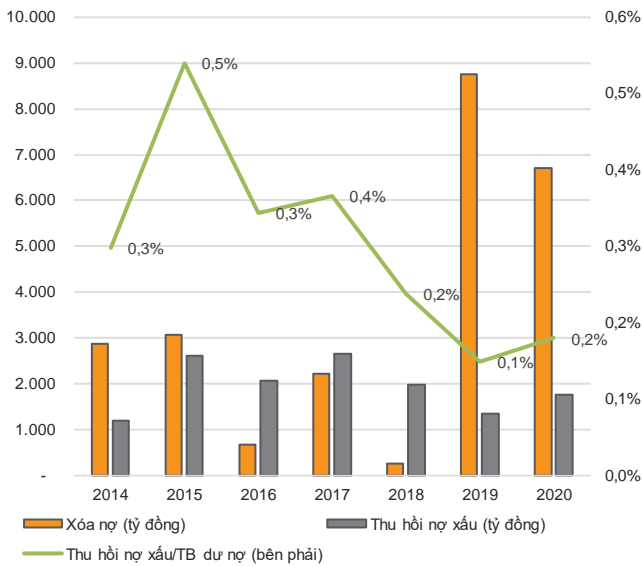
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chất lượng TS: Bảng cân đối lành mạnh sau khi mạnh tay xử lý nợ xấu

CTG từng bị ảnh hưởng danh tiếng về chất lượng tài sản khi trong năm 2018, ngân hàng tăng mạnh trái phiếu tại VAMC lên 13,4 nghìn tỷ đồng. Trước đó, ngân hàng được kỳ vọng sẽ hoàn thành tất toán nợ xấu tại VAMC trong vài tháng do ngân hàng đã thực hiện giảm dư nợ tại VAMC từ 6.500 tỷ đồng cuối năm 2016 xuống 580 tỷ đồng vào cuối năm 2017. Hành động này được thúc đẩy khi chủ tịch HĐQT và CEO mới được bổ nhiệm vào cuối năm 2018. Do đó, tính tới cuối năm 2018, tổng NPL và dư nợ VAMC của ngân hàng tăng mạnh đạt 27 nghìn tỷ (tương đương 3,14% tổng dư nợ), đứng thứ 2 về mặt giá trị trong ngành ngân hàng, sau BID. Khoản nợ xấu lớn đã làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của CTG, khiến cho LN ròng chỉ ghi nhận CAGR giai đoạn 2016 – 2019 đạt 11,4% mặc dù tổng thu nhập hoạt động ghi nhận CAGR đạt 15,3% trong cùng giai đoạn.

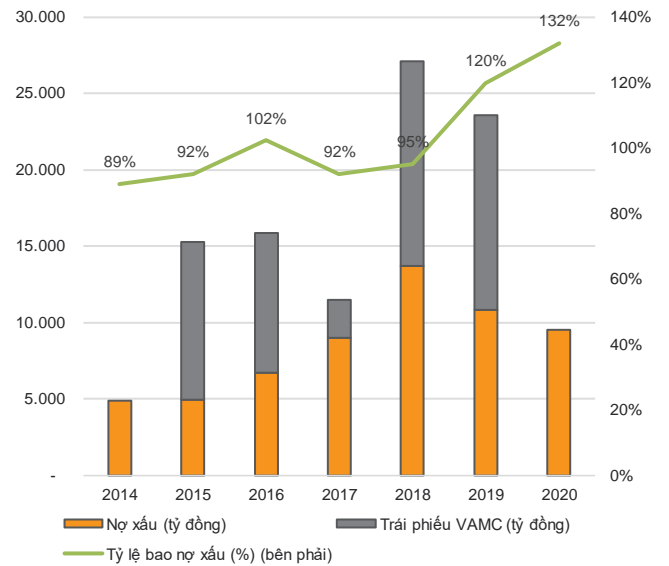
Trong hai năm qua, bằng việc chủ động giải quyết các khoản nợ xấu thông qua trích lập dự phòng, CTG đã cho thấy mức phục hồi rõ rệt. Cụ thể, chi phí trích lập dự phòng của ngân hàng tăng mạnh 66,7% svck trong năm 2019, từ đó thúc đẩy chi phí tín dụng tăng 1,44% - cao nhất trong lịch sử ngân hàng. Từ đó, CTG đã hoàn thành trích lập cho trái phiếu của VAMC theo như quy định, từ đó giảm tỷ lệ NPL xuống 0,94% - mức thấp nhất trong 5 năm qua. Tính tới cuối năm 2020, tỷ lệ LLR của CTG đạt mức cao kỷ lục 132%, cao nhất trong các ngân hàng Việt Nam. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng của CTG sẽ giảm dần sau khi CTG hoàn thành thanh toán trái phiếu của VAMC trong năm 2020 và nhờ mức dự phòng cao.

Hình 23: CTG đã quyết liệt xử lý nợ xấu trong hai năm qua



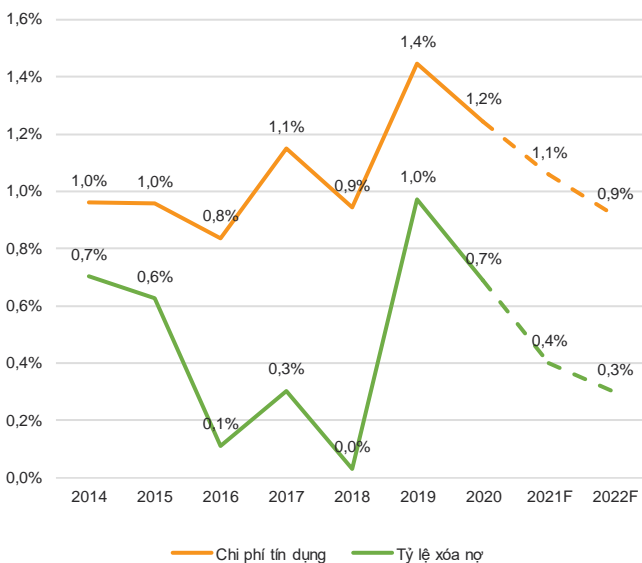
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 24: Do đó, chất lượng TS của CTG ghi nhận sự cải thiện mạnh mẽ



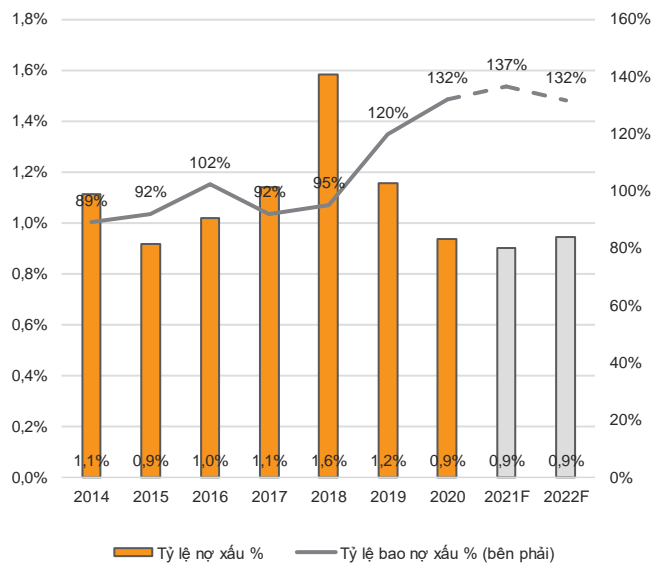
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 25: Do NH đã xóa sạch nợ xấu tại VAMC, chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn và tỷ lệ xóa nợ của NH sẽ giảm sau đó



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 26: Chúng tôi dự phòng chất lượng TS của CTG sẽ cải thiện trong 2021-22 với tỷ lệ nợ xấu thấp hơn và tỷ lệ bao nợ xấu cao hơn



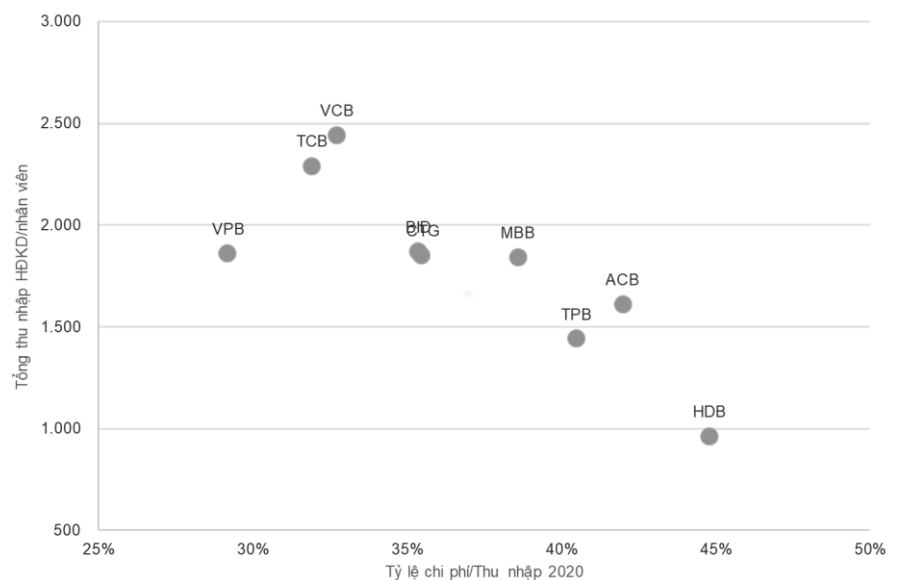
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Cải thiện tỷ lệ chi phí trên lợi nhuận (CIR) khi giai đoạn đầu tư hạ tầng đã qua

Tính tới cuối năm 2016, tỷ lệ CIR của CTG đạt 45%, cao hơn mức hợp lý 40% theo tiêu chuẩn quốc tế. Trong giai đoạn 2015 - 2018, CTG không chỉ mở rộng mạnh lưới nhằm giành được thị phần trong mảng cho vay doanh nghiệp mà còn nâng cấp hạ tầng ngân hàng lõi, từ đó tăng CIR từ 46,4% năm 2014 lên 50% cuối năm 2018. Tuy nhiên, trong 2 năm gần đây, CTG đã duy trì CIR ở mức thấp dưới 40% nhờ áp dụng các biện pháp quản lý chi phí hiện quả. Cụ thể, ngân hàng đã kết hợp các kênh phân phối khác nhau (bao gồm các chi nhánh ngân hàng, ATM và hệ thống Internet Banking) nhờ thương hiệu lớn và mối quan hệ với các DNNN khác. Nhờ cải thiện mô hình vận hành, CTG duy

trì tỷ lệ chi phí vận hành/nhân viên ở mức thấp so với các ngân hàng khác. Bên cạnh đó, trong năm 2020, trung bình tổng lợi nhuận hoạt động/nhân viên của CTG đạt 1,85 tỷ đồng so với mức trung bình ngành là 1,7 tỷ đồng. Do đó, CTG đứng thứ 4 trong ngành xét về hiệu quả chi phí hoạt động. Trong tương lai, CTG sẽ không hoàn toàn phụ thuộc vào việc mở rộng mạng lưới để thúc đẩy hoạt động cho vay bán lẻ, mà sẽ đồng thời đầu tư vào việc hoàn thiện hệ thống ngân hàng kỹ thuật số và thúc đẩy quảng bá sản phẩm. Trong năm 2020, CIR của CTG duy trì mức 35,5%, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành đạt 39%. Chúng tôi cho rằng đây là một nỗ lực toàn diện của ngân hàng với mạng lưới chi nhánh rộng khắp và số lượng nhân viên đồng đều.

Hình 27: Hiệu quả trong hoạt động của các NH

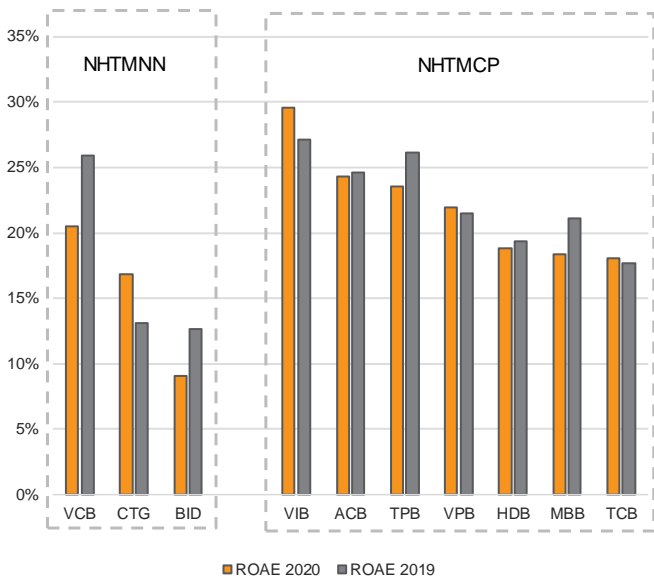


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Một trong số ít ngân hàng có khả năng sinh lời cải thiện trong 2020

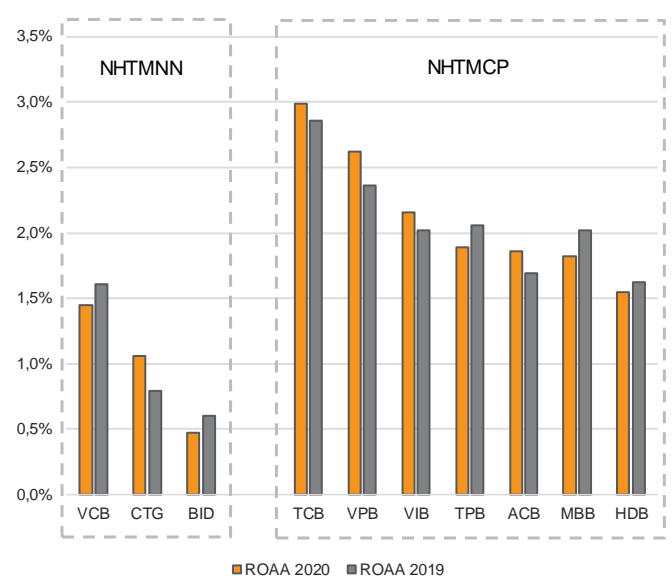
Xét đến hiệu quả sinh lời, ROE của CTG thường duy trì trong khoảng 12 - 13%, thấp hơn nhiều so với các ngân hàng vừa và lớn khác. Một lý do cho mức ROE thấp là do chiến lược của ngân hàng tập trung vào hoạt động cho vay doanh nghiệp, vốn có lợi suất thấp hơn so với cho vay cá nhân, đồng thời ngân hàng cần thời gian để giải quyết các bất cập do bộ máy quản lý trườc để lại. Tuy nhiên, lợi suất của của CTG đã cải thiện trong năm 2020, đạt 17% và là ngân hàng quốc doanh duy nhất ghi nhận tỷ lệ khả năng sinh lời tăng so với năm 2019. Chúng tôi cho rằng điều này đạt được là nhờ nỗ lực của ngân hàng trong việc kiểm soát hoạt động cho vay và chi phí hoạt động. Trong giai đoạn 2021 - 2023, chúng tôi dự báo ROA và ROE sẽ duy trì lần lượt ở mức 1,2% và 18% nhờ dòng thu nhập từ hoạt động bancassurance và áp lực giải quyết nợ xấu giảm.

Hình 28: So sánh ROAE các ngân hàng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 29: So sánh ROAA các ngân hàng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép LN ròng 24% trong giai đoạn 2021-23

Các giả định chính cho dự báo của chúng tôi bao gồm:

Tăng trưởng tín dụng: chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của Việt Nam sẽ tăng 13-14% svck trong năm 2021 dựa vào dự báo tăng trưởng GDP 6,7% svck nhờ các giả định (1) các quốc gia có công dân được tiêm vắc-xin Covid-19; (2) Nền kinh tế Việt Nam đã phục hồi vững chắc; (3) chính sách tiền tệ nới lỏng thúc đẩy doanh nghiệp vay vốn mới cho hoạt động của mình. Do CTG thường có tăng trưởng tín dụng thấp hơn so với ngành, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của CTG sẽ đạt mức tăng trưởng 9% cho năm 2021. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng từ NHNN cho CTG trong năm 2021 chỉ ở mức 7,5%. Tuy nhiên, do NHNN thường nới lỏng hạn mức tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm, do đó chúng tôi tin rằng CTG sẽ được duyệt giới hạn tăng trưởng tín dụng cao hơn trong năm 2021. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng ngành của NHNN ở mức 12%, phù hợp với kịch bản cơ sở của chúng tôi.

Hình 30: Các chỉ số chính trong bảng cân đối tài chính

(tỷ VND)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2017-20	CAGR 2021-23
Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng) "IEAs"	1.053.906	1.126.827	1.206.328	1.296.516	1.404.843	1.541.524	1.687.762	7,1%	9,6%
% tăng trưởng		6,9%	7,1%	7,5%	8,4%	9,7%	9,5%		
Dư nợ cho vay	790.688	864.926	935.271	1.015.333	1.106.713	1.195.250	1.296.847	8,7%	8,2%
% tăng trưởng		9,4%	8,1%	8,6%	9,0%	8,0%	8,5%		
Cho vay liên ngân hàng	107.510	130.512	129.389	102.533	107.660	125.962	144.856	-1,6%	16,0%
% tăng trưởng		21,4%	-0,9%	-20,8%	5,0%	17,0%	15,0%		
Đầu tư chứng khoán	134.422	107.926	116.325	120.896	126.941	145.982	160.581	-3,5%	12,5%
% tăng trưởng		-19,7%	7,8%	3,9%	5,0%	15,0%	10,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBLs"	912.167	1.051.966	1.135.713	1.226.057	1.322.995	1.452.012	1.578.437	10,4%	9,2%
% tăng trưởng		15,3%	8,0%	8,0%	7,9%	9,8%	8,7%		
Tiền gửi khách hàng	752.935	825.816	892.785	990.331	1.084.413	1.198.276	1.318.104	9,6%	10,2%
% tăng trưởng		9,7%	8,1%	10,9%	9,5%	10,5%	10,0%		
Giấy tờ có giá	22.502	46.216	57.066	59.876	62.869	69.156	71.231	38,6%	6,4%
% tăng trưởng		105,4%	23,5%	4,9%	5,0%	10,0%	3,0%		
Tiền gửi của các ngân hàng khác	115.159	111.400	109.483	128.519	128.519	137.515	144.391	3,7%	6,0%
% tăng trưởng		-3,3%	-1,7%	17,4%	0,0%	7,0%	5,0%		
Tiền vay NHNN	15.207	62.600	70.603	44.597	44.597	44.597	42.367	43,1%	-2,5%
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	6.364	5.934	5.776	2.733	2.597	2.467	2.343	-24,6%	5,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tăng trưởng kép thu nhập lãi thuần ở mức 11,7% trong giai đoạn 2021-23, thúc đẩy bởi tăng trưởng kép cho vay đạt 8% và NIM tăng lên 3,0% cuối năm 2023 từ mức 2,8% năm 2020.

Các gói kích thích của CTG để hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch đã đẩy lợi suất tài sản giảm xuống còn 6,7% trong năm 2020 từ 7,1% trong năm 2019. Chúng tôi hi vọng nền kinh tế sẽ tốt hơn trong năm 2021, giúp phục hồi của các hoạt động kinh doanh và thương mại. Cho đến nay, Việt Nam đã kiểm soát tốt đại dịch, và bắt đầu mở cửa biên giới, thúc đẩy các hoạt động trao đổi thương mại - những ngành mà CTG có lợi thế nhất định với tư cách là bên cho vay lớn nhất trong các khoản vay doanh nghiệp. Do đó, CTG sẽ có thể ghi nhận thu nhập từ lãi của các khoản vay được tái cơ cấu, cải thiện lợi suất tài sản của ngân hàng trong năm 2021. Tuy nhiên, khi cạnh tranh huy động vốn trở nên khốc liệt hơn và định hướng của NHNN về kiểm soát LDR cho CTG dưới 85% trước năm 2022, chúng tôi dự phóng chi phí vốn có thể tăng cao hơn. Tuy vậy, CTG đang triển khai nhiều chiến dịch cải thiện CASA, giúp giảm chi phí vốn. Vì vậy, chúng tôi dự báo NIM CTG tăng nhẹ lên 3,0% trong 2023 từ mức 2,8% năm 2020.

Hình 31: Các chỉ số chính trong BC kết quả HĐKD

(tỷ VND)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2017-20	CAGR 2021-23
Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng) "IEAs"	1.053.906	1.126.827	1.206.328	1.296.516	1.404.843	1.541.524	1.687.762	7,1%	9,6%
% tăng trưởng		6,9%	7,1%	7,5%	8,4%	9,7%	9,5%		
Dư nợ cho vay	790.688	864.926	935.271	1.015.333	1.106.713	1.195.250	1.296.847	8,7%	8,2%
% tăng trưởng		9,4%	8,1%	8,6%	9,0%	8,0%	8,5%		
Cho vay liên ngân hàng	107.510	130.512	129.389	102.533	107.660	125.962	144.856	-1,6%	16,0%
% tăng trưởng		21,4%	-0,9%	-20,8%	5,0%	17,0%	15,0%		
Đầu tư chứng khoán	134.422	107.926	116.325	120.896	126.941	145.982	160.581	-3,5%	12,5%
% tăng trưởng		-19,7%	7,8%	3,9%	5,0%	15,0%	10,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBLs"	912.167	1.051.966	1.135.713	1.226.057	1.322.995	1.452.012	1.578.437	10,4%	9,2%
% tăng trưởng		15,3%	8,0%	8,0%	7,9%	9,8%	8,7%		
Tiền gửi khách hàng	752.935	825.816	892.785	990.331	1.084.413	1.198.276	1.318.104	9,6%	10,2%
% tăng trưởng		9,7%	8,1%	10,9%	9,5%	10,5%	10,0%		
Giấy tờ có giá	22.502	46.216	57.066	59.876	62.869	69.156	71.231	38,6%	6,4%
% tăng trưởng		105,4%	23,5%	4,9%	5,0%	10,0%	3,0%		
Tiền gửi của các ngân hàng khác	115.159	111.400	109.483	128.519	128.519	137.515	144.391	3,7%	6,0%
% tăng trưởng		-3,3%	-1,7%	17,4%	0,0%	7,0%	5,0%		
Tiền vay NHNN	15.207	62.600	70.603	44.597	44.597	44.597	42.367	43,1%	-2,5%
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	6.364	5.934	5.776	2.733	2.597	2.467	2.343	-24,6%	5,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thu nhập ngoài lãi đạt CAGR 23% trong giai đoạn 2021-23 nhờ 1) thu nhập phí đạt đạt CAGR 17,5% ; 2) thu nhập từ giao dịch ngoại hối đạt CAGR 22,5%; 3) thu nhập từ đầu tư chứng khoán đạt CAGR 20%, và 4) thu nhập khác đạt CAGR 38%.

Chúng tôi dự phóng thu nhập phí sẽ duy trì đà tăng trưởng cao, củng cố bởi thu nhập từ hoạt động bán bảo hiểm, dịch vụ thanh toán và phí thẻ. Chúng tôi kì vọng dòng thu nhập mới từ hoạt động bảo hiểm sẽ là yếu tố chính cho sự tăng trưởng mạnh mẽ trong thu nhập phí của ngân hàng. Bên cạnh đó, để phát triển nguồn thu nhập phí, CTG đã tích cực đẩy mạnh nền tảng internet và mobile banking và có những sáng kiến mới nhằm thúc đẩy thu nhập phí như Vietinbank Ebank và Vietinbank Efast. Ngân hàng dự định thúc đẩy hoạt động ngân hàng số và là một trong những chiến lược chính được đặt ra cho giai đoạn 2021-25.

Đối với thu nhập từ hoạt động giao dịch và đầu tư chứng khoán, chúng tôi dự báo CAGR 2021-23 ở mức 20% so với mức 14,5% trong giai đoạn 2017-20, vì chúng tôi kì vọng sự tăng trưởng ổn định của thị trường chứng khoán trong tương lai.

Đối với các khoản thu nhập khác, chúng tôi dự kiến ngân hàng sẽ nhận được khoảng 6.000 tỷ đồng (tương đương 250 triệu USD) cho khoản phí trả trước độc quyền, phân bổ trong 5 năm bắt đầu từ năm 2022.

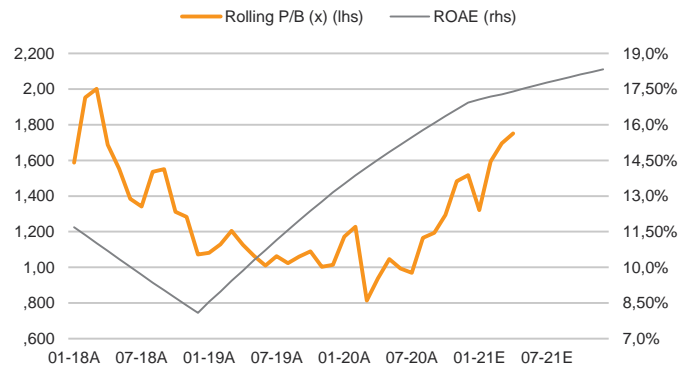
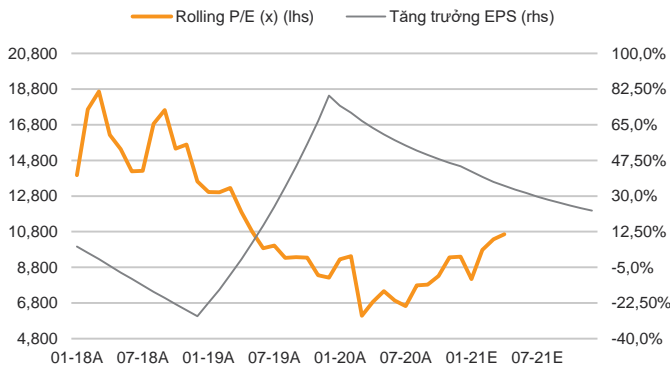
CAGR chi phí hoạt động đạt mức 13,5% trong giai đoạn 2021-23, giữ CIR của CTG ở mức 36% trong những năm này. Trong giai đoạn 2017-20, tăng trưởng opex của CTG ở mức khiêm tốn so với mức tăng của trung bình ngành (13%) do triển khai hệ thống ngân hàng số muộn hơn các ngân hàng khác. Theo quan điểm của chúng tôi, sự kết hợp cân bằng giữa các kênh phân phối của CTG (mạng lưới chi nhánh và truyền thông online tốt) sẽ giúp CTG cải thiện hoạt động kinh doanh hiệu quả hơn so với các ngân hàng khác tại Việt Nam, duy trì CIR của ngân hàng này ở mức 36% trong giai đoạn 2021-23.

Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng sẽ giảm dần với CAGR 7% trong giai đoạn 2021-23, thấp hơn mức tăng trưởng kép 13% giai đoạn 2017-20 do CTG đã xoá tất cả các khoản nợ xấu tại VAMC. Sau 5 năm tích cực xoá nợ xấu, ngân hàng đã hoàn tất việc mua lại và trích lập dự phòng trái phiếu VAMC còn lại trong năm 2020 với tổng giá trị ròng đạt 6.200 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ dự phòng sẽ giảm tỷ trọng trong lợi nhuận HSKD trước dự phòng từ 42% xuống 27% trong năm 2023.

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định rằng CTG sẽ duy trì cổ tức bằng tiền mặt là 500đ/cp trong giai đoạn 2021-23. Từ năm 2016, Bộ Tài chính (BTC) đã tham gia nhiều hơn vào các quyết định chi trả cổ tức của một số ngân hàng thương mại quốc doanh do thâm hụt trong ngân sách nhà nước. Do đó, CTG đã phải trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 7-10% theo mệnh giá trong giai đoạn 2014-17 trong khi không được phép tăng vốn điều lệ. Điều này tạo ra áp lực lớn lên cơ cấu vốn của ngân hàng để tuân thủ được yêu cầu của NHNN. Tuy nhiên, CTG đã yêu cầu Bộ Tài chính chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trong năm 2018-19 để cải thiện tỉ lệ an toàn vốn. Do đó, theo Nghị định 121/2020/ND-CP được sửa đổi, cho phép NHTM quốc doanh trả cổ tức bằng cổ phiếu. Cụ thể, CTG đã lấy ý kiến cổ đông và được thông qua phương án tăng vốn điều lệ lên gần 48.000 tỷ đồng thông qua việc phát hành hơn 1 tỷ cổ phiếu trả cổ tức với tỷ lệ gần 28,8% sau khi trả cổ tức bằng tiền mặt theo tỷ lệ 5% vào cuối năm 2020 cho năm 2017-18.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng có thể đạt 24% trong giai đoạn 2021-23, cao hơn mức 22,5% CAGR trong giai đoạn 2017-20. Dự báo tăng trưởng LN ròng cao hơn của chúng tôi cho giai đoạn 2021-23 là do việc hoàn thành chu kỳ dự phòng trước đó và động thái cắt giảm chi phí opex tích cực trong năm 2020. Chúng tôi cũng hy vọng ROE sẽ cải thiện lên 19% vào cuối năm 2021.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Thu nhập lãi thuần	35.581	39.947	44.080
Thu nhập lãi suất ròng	9.699	11.428	13.497
Tổng lợi nhuận hoạt động	45.280	51.374	57.577
Tổng chi phí hoạt động	(16.062)	(18.495)	(21.160)
LN trước dự phòng	29.219	32.880	36.417
Tổng trích lập dự phòng	(12.148)	(11.227)	(10.534)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	17.070	21.652	25.883
Thuế	(3.329)	(4.330)	(5.417)
Lợi nhuận sau thuế	13.741	17.322	20.466
Lợi ích cổ đông thiểu số	(62)	(520)	(650)
LN ròng	13.679	16.802	19.816

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tổng cho vay khách hàng	1.015.333	1.106.713	1.195.250
Cho vay các ngân hàng khác	102.533	107.660	125.962
Tổng cho vay	1.117.866	1.214.373	1.321.212
Chứng khoán - Tổng cộng	120.896	126.941	145.982
Các tài sản sinh lãi khác	57.754	63.529	74.329
Tổng các tài sản sinh lãi	1.296.516	1.404.843	1.541.524
Tổng dự phòng	(12.915)	(16.052)	(17.658)
Tổng cho vay khách hàng	1.002.771	1.093.082	1.180.377
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.283.601	1.388.791	1.523.866
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	9.930	10.427	10.948
Tổng đầu tư	3.321	3.487	3.661
Các tài sản khác	44.540	46.767	49.106
Tổng tài sản không sinh lãi	57.792	60.681	63.715
Tổng tài sản	1.341.393	1.449.472	1.587.581
Nợ khách hàng	990.331	1.084.413	1.198.276
Dư nợ tín dụng	59.876	62.869	69.156
Tài sản nợ chịu lãi	1.050.207	1.147.282	1.267.433
Tiền gửi	173.116	173.116	182.113
Tổng tiền gửi	1.223.323	1.320.399	1.449.545
Các khoản nợ lãi suất khác	2.733	2.597	2.467
Tổng các khoản nợ lãi suất	1.226.057	1.322.995	1.452.012
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	29.941	26.882	17.746
Tổng nợ không lãi suất	29.941	26.882	17.746
Tổng nợ	1.255.998	1.349.877	1.469.757
Vốn điều lệ và	37.234	37.234	37.234
Thặng dư vốn cổ phần	9.491	9.491	9.491
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	25.985	37.229	51.760
Các quỹ thuộc VCSH	12.087	14.524	17.571
Vốn chủ sở hữu	84.796	98.477	116.055
Lợi ích cổ đông thiểu số	599	1.118	1.768
Tổng vốn chủ sở hữu	85.395	99.595	117.824
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.341.393	1.449.472	1.587.581

	12-20A	12-21E	12-22E
Chi số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	10,9%	9,5%	10,5%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	8,6%	9,0%	8,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	7,2%	12,3%	10,3%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	17,9%	12,5%	10,8%
Tăng trưởng LN ròng	44,6%	22,8%	17,9%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	8,3%	8,2%	9,7%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.674	4.513	5.322
BVPS (VND)	22.774	26.448	31.169
Cổ tức / cp (VND)	0	500	500
Tăng trưởng EPS	44,6%	22,8%	17,9%

Các chỉ số chính

	12-20A	12-21E	12-22E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	2,8%	3,0%	3,0%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(35,5%)	(36,0%)	(36,8%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,9%	0,9%	0,9%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,9%	0,9%	1,0%
LN/ TB cho vay	1,2%	1,1%	0,9%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	8,2%	8,3%	8,7%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	96,7%	96,5%	94,3%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	6,7%	7,0%	7,0%
Chi phí cho các quỹ	4,1%	4,2%	4,3%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	2,8%	2,9%	2,9%
ROAE	16,9%	18,3%	18,5%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích

Email: thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>