

Ngành Ngân hàng

Báo cáo cập nhật

3 tháng 3, 2017

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **21.200**

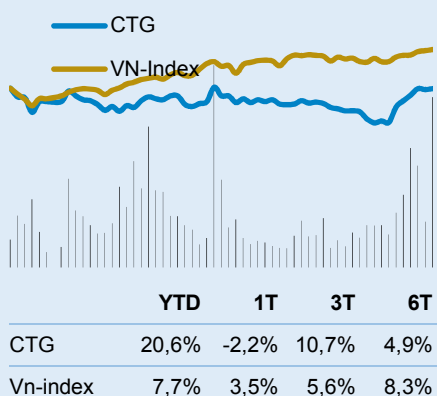
Giá thị trường (2/3/2017) 17.950

Lợi nhuận kỳ vọng 18%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	14.550 - 20.200
Vốn hóa	67.580
SL cổ phiếu lưu hành	3.723.404.556
KLGD bình quân 10 ngày	3.292.708
% sở hữu nước ngoài	30,0%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	700
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,9%
Beta	1,13

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà, CFA

(84 4) 3928 8080 ext 204

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam

Mã giao dịch: CTG

Reuters: CTG.HM

Bloomberg: CTG VN

Chất lượng tài sản đang được cải thiện

Công tác quản lý tài sản và rủi ro tín dụng đang được cải thiện. Tính đến 31/12/2016, nợ xấu của CTG là 6.743 tỷ VNĐ (+36% yoy), tương đương với tỷ lệ nợ xấu 1,02%. Trích lập dự phòng có mức tăng mạnh hơn (+50,8%yoy) khiến tỷ lệ LLCR được tăng lên 102%.

Rủi ro nợ xấu được đẩy lùi. Tỷ lệ lãi dự thu trên tổng dự nợ của CTG tuy còn ở mức khá cao nhưng đang trong xu hướng giảm kể từ cuối năm 2014. Tỷ trọng dự nợ cho vay trung dài hạn tăng lên mức 43-44% năm 2015-2016. Chúng tôi cho rằng điều này là do điều kiện kinh doanh cải thiện kéo theo nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất phục hồi trở lại chứ không phải là dấu hiệu liên quan đến việc cơ cấu lại thời hạn trả nợ đối với những khoản vay sắp phải chuyển nhóm nợ.

Tỷ lệ nợ xấu năm 2017 dự báo tăng do CTG có thể sẽ mua lại nợ từ VAMC và phân bổ trở lại khoản này vào nhóm 3-5. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá điều này sẽ có lợi với CTG hơn so với phương án nắm giữ trái phiếu VAMC.

NIM dự báo tạo đáy năm 2017. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi dự báo NIM của CTG có thể tiếp tục giảm nhẹ xuống mức 2,70% do lãi suất đầu ra dự báo tăng chậm hơn lãi suất đầu vào. NIM sẽ tăng trở lại vào 2018 do các yếu tố kéo giảm NIM đã hết.

Vấn đề cấp bách nhất hiện nay đối với CTG là tăng vốn để hỗ trợ tăng trưởng. Theo ước tính của BVSC, CAR của CTG vào thời điểm 31/12/2016 đạt 10,2%. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tăng vốn cấp 1 đặc biệt là vốn điều lệ đối với CTG trong năm tới là tương đối cấp bách.

Khuyến nghị đầu tư

CTG có lợi thế về quy mô tổng tài sản, hệ thống mạng lưới cũng như thương hiệu mạnh tại Việt Nam. Trong giai đoạn trước, chính sách tăng trưởng mạnh mẽ dự nợ tín dụng cùng với đặc thù các khoản cho vay đối với nhóm doanh nghiệp nhà nước gây ra khá nhiều quan ngại về chất lượng tài sản, cũng như tính tin cậy của công tác phân loại và trích lập dự phòng của CTG khi nền kinh tế suy thoái.

Sau giai đoạn tái cơ cấu, chúng tôi nhận thấy CTG đang nỗ lực đẩy mạnh quản trị rủi ro và chất lượng tài sản của ngân hàng cũng đang có chuyển biến rõ rệt. Mặc dù lãi dự thu còn ở mức cao so với các ngân hàng niêm yết, NIM hiện khá thấp, chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất đối với ngân hàng đã qua và CTG có thể đạt mức tăng trưởng tốt trong tương lai. Năm 2017, lợi nhuận trước thuế của CTG dự báo đạt 9.675 tỷ VNĐ, tăng 13% yoy.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn xin lưu ý nhà đầu tư về rủi ro liên quan đến thương vụ sáp nhập PGBank và vụ việc liên quan đến Huỳnh Thị Huyền Như.

Mức giá mục tiêu đối với cổ phiếu CTG của chúng tôi là **21.200 đồng/cổ phần**, là mức giá bình quân theo hai phương pháp P/B và DDM. Mức giá này hiện cao hơn mức giá hiện tại của CTG 18%, do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu của ngân hàng.

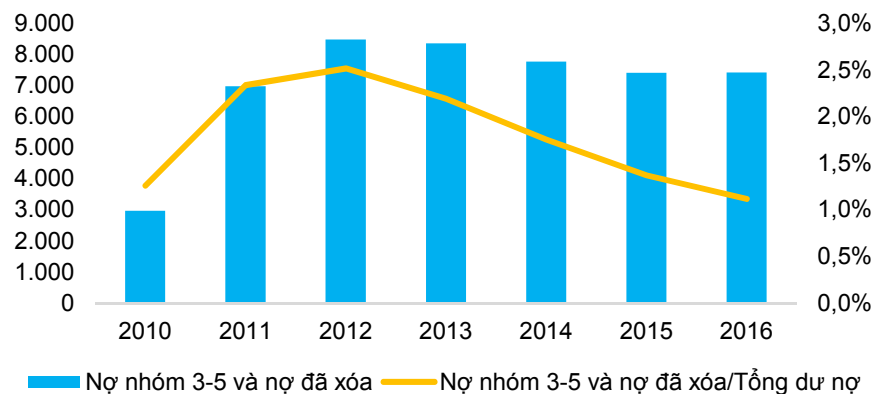
Quản lý tài sản và rủi ro tín dụng đang được cải thiện

Tính đến 31/12/2016, nợ xấu (nợ từ nhóm 3 đến nhóm 5) của CTG là 6.743 tỷ VNĐ (+36% yoy), tương đương với tỷ lệ nợ xấu 1,02% cao hơn so với mức 0,92% tại thời điểm cuối năm 2015. Trong đó, nợ nhóm 5 là 3.820 tỷ VNĐ (+37% yoy). Dư nợ nhóm 5 tăng cao so với cùng kỳ 2015 là do trong năm 2016 con số nợ được xử lý bằng nguồn dự phòng ở mức thấp 671 tỷ VNĐ (tương đương 0,1% tổng dư nợ, thấp hơn so với mức bình quân 1% của giai đoạn 2011-2015).

Để loại bỏ ảnh hưởng của phần nợ đã xóa đến biến động nợ xấu, chúng tôi xét đến tổng nợ nhóm 3 đến nhóm 5 và phần dư nợ đã xóa. Con số này đang trong xu hướng giảm kể từ đầu năm 2013 xét cả về giá trị tuyệt đối cũng như tỷ trọng trong tổng dư nợ. Do đó, chúng tôi cho rằng CTG đang kiểm soát và xử lý tốt các khoản nợ xấu của mình.

Nợ nhóm 3-5 và nợ đã xóa của CTG, 2010-2016

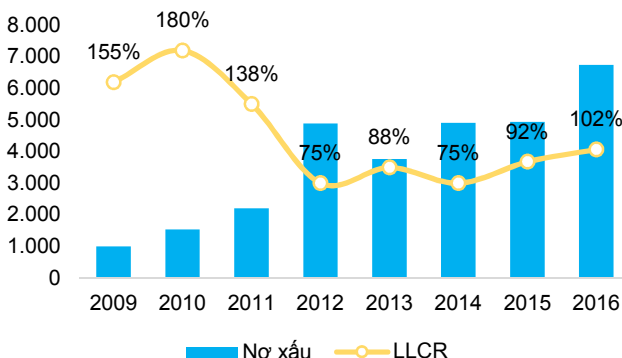
Nguồn: Báo cáo tài chính và ước tính của BVSC



Bên cạnh đó, nguồn dự phòng trong năm 2016 cũng tăng mạnh hơn so với nợ xấu. Số dư dự phòng cuối năm 2016 đạt 6.862 tỷ VNĐ, tăng 50,8% so với 31/12/2015, nhờ đó nâng tỷ lệ LLCR của CTG lên mức 102%, đứng thứ 4 trong nhóm các ngân hàng niêm yết.

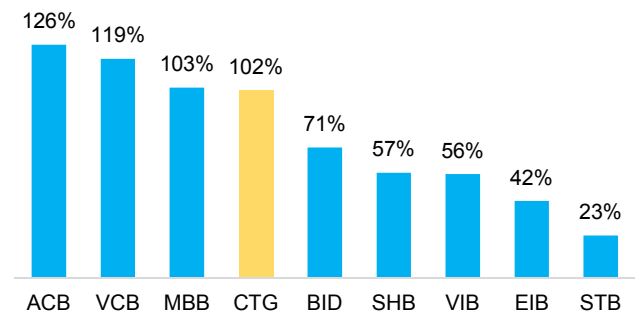
Nợ xấu và LLCR của CTG, 2009-16

Nguồn: Báo cáo tài chính và ước tính của BVSC



Tỷ lệ LLCR 31/12/2016 các NHNY

Nguồn: Báo cáo tài chính các NHNY và ước tính của BVSC



Rủi ro nợ xấu được đẩy lùi

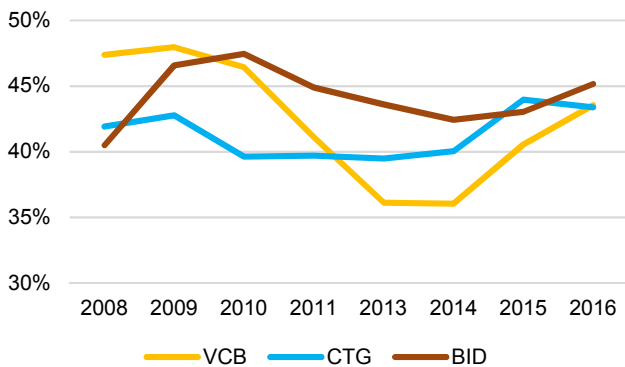
Để đánh giá khả năng có thể có các khoản nợ xấu được cơ cấu lại thời hạn trả nợ hoặc được phân loại vào các khoản mục khác trong báo cáo tài chính, chúng tôi đánh giá một số chỉ tiêu như sau:

Tỷ trọng nợ trung và dài hạn trong tổng dư nợ

Tỷ trọng dư nợ trung dài hạn trong tổng dư nợ của CTG được duy trì tương đối ổn định và không có sự biến động mạnh, nằm trong khoảng từ 40-44% qua các năm. Tỷ trọng này có sự gia tăng trong 2015 và 2016. Tuy nhiên, trong giai đoạn này, dư nợ trung dài hạn cũng tăng tại hầu hết các ngân hàng khác. Điều này có thể lý giải là do sự hồi phục về kinh tế vĩ mô và sự tăng trở lại của nhu cầu đầu tư dự án, mở rộng sản xuất. Chỉ số PMI ở mức thấp trong 2012-2013 và có dấu hiệu phục hồi kể từ đầu 2014 và thường đạt trên 50 điểm trong 2015-2016 cho thấy sự cải thiện trong điều kiện kinh doanh, số lượng đơn đặt hàng mới tăng lên do nhu cầu khách hàng được mở rộng ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu. Do đó, chúng tôi cho rằng sự gia tăng trong tỷ trọng dư nợ trung dài hạn trong tổng dư nợ của CTG trong năm 2015-2016 không phải là dấu hiệu liên quan đến việc cơ cấu lại thời hạn trả nợ đối với những khoản vay sắp phải chuyển nhóm nợ.

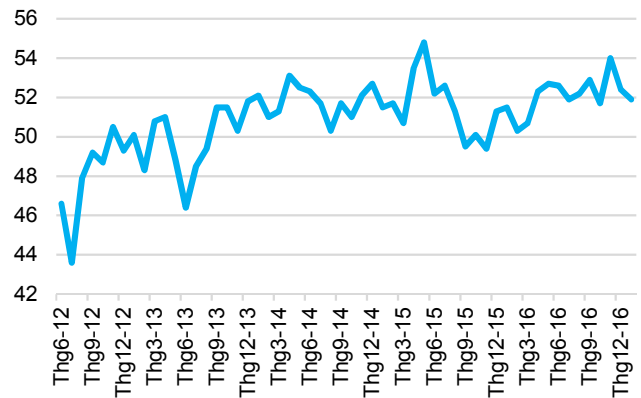
Tỷ trọng nợ trung dài hạn/tổng dư nợ

Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng và ước tính của BVSC



Chỉ số PMI 2012-2016

Nguồn: Bloomberg



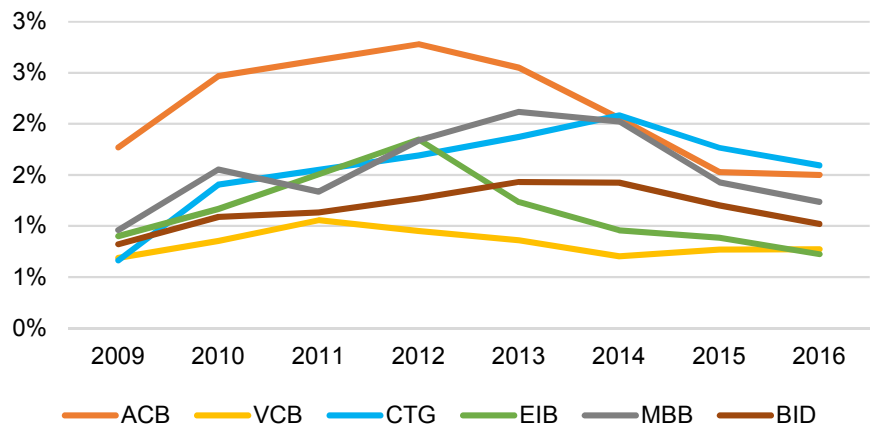
Các khoản lãi dự thu

Lãi dự thu tại hầu hết các ngân hàng đều tăng mạnh trong giai đoạn khó khăn của nền kinh tế khi có những trường hợp ngân hàng giấu nợ bằng cách giữ nguyên các khoản nợ xấu ở nhóm 1 và tiếp tục ghi nhận lãi dự thu đối với những khoản nợ này. Tuy nhiên, trong quá trình tái cơ cấu toàn hệ thống cùng với việc phân loại nợ một cách chặt chẽ hơn, tỷ lệ này đã bắt đầu giảm đáng kể từ cuối năm 2013 tại nhiều ngân hàng niêm yết. Tỷ trọng lãi dự thu/tài sản sinh lãi của CTG giảm muộn hơn so với các ngân hàng khác. Mặc dù tỷ lệ lãi dự thu hiện tại của CTG cuối năm 2016 vẫn ở mức cao so với các ngân hàng niêm yết khác,

chúng tôi cho rằng tỷ lệ lãi dự thu đang giảm dần trong 2015-2016 cũng là một tín hiệu tích cực về nỗ lực nâng cao công tác quản lý tài sản của CTG.

Tỷ lệ lãi dự thu/tài sản sinh lãi của các ngân hàng

Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng và ước tính của BVSC



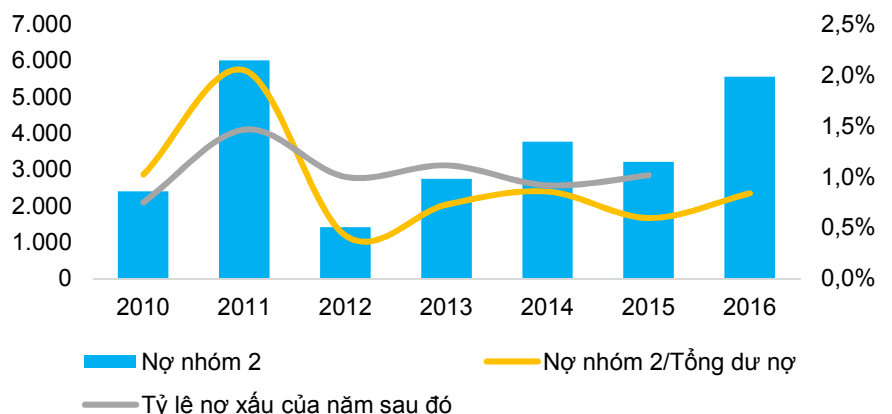
Nợ quá hạn

Trong quá khứ, khi nợ nhóm 2 (nợ quá hạn dưới 90 ngày) tăng mạnh trong năm trước sẽ kéo theo nợ xấu của năm sau tăng cao, đặc biệt trong những giai đoạn kinh tế khó khăn. Tuy nhiên, điều này không còn đúng trong năm 2015-2016 là giai đoạn nền kinh tế đang trên đà phục hồi, điều kiện kinh doanh tốt lên khiến tình hình tài chính và khả năng trả nợ của nhiều doanh nghiệp được cải thiện. Trên thực tế, các khoản nợ được xử lý thông qua thu hồi nợ và bán tài sản đảm bảo riêng trong năm 2016 của toàn hệ thống tương đương với 44% lượng nợ thu hồi được trong suốt 4 năm 2012-2015.

Do đó, mặc dù dư nợ nhóm 2 vào thời điểm cuối 2016 đạt 5.559 tỷ VNĐ (+73% yoy), chúng tôi cho rằng rủi ro nợ xấu tăng mạnh trong năm 2017 đối với CTG là không quá lớn.

Biến động nợ nhóm 2 và nợ xấu của CTG, 2010-2016

Nguồn: Báo cáo tài chính và ước tính của BVSC



Việc mua lại trái phiếu VAMC sẽ có lợi hơn cho CTG, tuy nhiên sẽ khiến tỷ lệ NPL trong năm 2017 tăng

Tính đến cuối năm 2015, tổng mệnh giá trái phiếu VAMC mà CTG sở hữu là 10.341 tỷ VNĐ. Mặc dù chưa có thuyết minh cụ thể cho năm 2016, chúng tôi cho rằng CTG không bán thêm bất kỳ khoản nợ xấu nào cho VAMC trong năm dựa trên những lý do như sau: (1) Tỷ lệ nợ xấu của CTG ở mức tương đối thấp so sánh với những ngân hàng niêm yết khác; (2) Tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp ngay cả khi CTG chỉ xóa một lượng nợ xấu tương đương với khoảng 0,1% tổng dư nợ và (3) Các ngân hàng chỉ thực sự bán nợ đối lấy trái phiếu VAMC như là lựa chọn cuối cùng khi không đủ nguồn lực để hạ được tỷ lệ nợ xấu xuống dưới 3%.

Trong năm 2015, CTG đã trích lập 1.388 tỷ VNĐ cho trái phiếu VAMC. Năm 2016, chúng tôi ước tính CTG đã trích lập thêm khoảng 2.039 tỷ VNĐ cho trái phiếu VAMC. Như vậy, phần còn lại cần phải trích lập cho trái phiếu VAMC là 6.914 tỷ VNĐ.

Với tình hình tài chính và chất lượng tài sản hiện tại, chúng tôi cho rằng sẽ có lợi hơn cho CTG nếu ngân hàng mua lại toàn bộ trái phiếu VAMC. Việc mua lại trái phiếu VAMC chưa ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của ngân hàng trong năm 2017 do chi phí trích lập dự phòng trong cả hai trường hợp không có nhiều khác biệt nhưng sẽ giúp CTG có thể chủ động quản lý và xử lý nợ xấu. Khi nắm giữ trái phiếu VAMC, CTG phải trích lập 20% mệnh giá trái phiếu mỗi năm. Ngoài ra, trách nhiệm thu hồi nợ và xử lý các khoản nợ này vẫn thuộc về phía CTG. Trong trường hợp CTG có thể thu hồi được một phần khoản nợ, ngân hàng cũng chưa được tất toán phần đã thu hồi và ghi giảm tương ứng mệnh giá trái phiếu VAMC. Thay vào đó, phần nợ thu hồi được chỉ được cân trừ vào tài khoản thanh toán với VAMC. Việc tất toán và ghi giảm mệnh giá trái phiếu VAMC chỉ được thực hiện khi CTG thu hồi được toàn bộ khoản nợ. Điều này khá bất lợi với ngân hàng. Trong khi đó, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng trong năm 2016 ngân hàng đã có thể thu hồi được một phần trong số nợ đã bán cho VAMC.

Do đó, chúng tôi cho rằng có khả năng CTG sẽ mua lại một phần khoản nợ đã bán cho VAMC trong năm 2017-2018. Nếu giả định trong số nợ đã bán cho VAMC, CTG đã thu hồi được 20% (khoảng hơn 2.000 tỷ VNĐ) và đã trích lập được 3.427 tỷ VNĐ thì nếu mua toàn bộ nợ lại từ VAMC, số nợ xấu sẽ được phân bổ lại vào nợ nhóm 3 đến nhóm 5 sẽ là khoảng 4.900 tỷ (tương đương với 0,74% dư nợ cuối năm 2016). Tính chung cả con số này, tỷ lệ nợ xấu của CTG dự báo vẫn ở dưới mức 2%. Do đó, chúng tôi cho rằng không có rủi ro nào lớn liên quan đến chất lượng tài sản của CTG trong những năm tới.

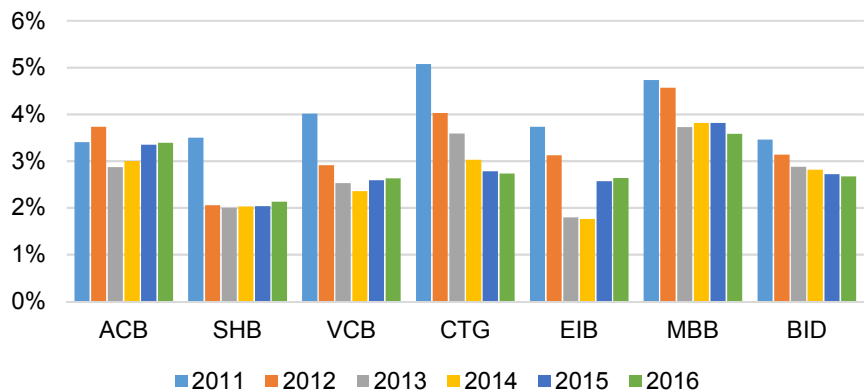
NIM dự báo tạo đáy trong 2017

Trong giai đoạn tái cơ cấu, hầu hết các ngân hàng đều có tỷ lệ lãi cận biên suy giảm từ 2011, sau đó phục hồi kể từ 2013-2014. Biến động về NIM của các ngân hàng này có độ trễ khoảng 1 năm sau biến động của lãi dự thu. Sau khi lãi dự thu giảm, NIM của các ngân hàng tăng dần.

Tuy nhiên, NIM của CTG vẫn đang trên đà suy giảm kể từ 2011 mặc dù lãi dự thu bắt đầu giảm từ 2015. NIM của CTG năm 2016 đạt 2,73% thấp hơn một chút so với mức bình quân của các ngân hàng niêm yết (2,89%).

Biến động NIM của các ngân hàng 2011-2016

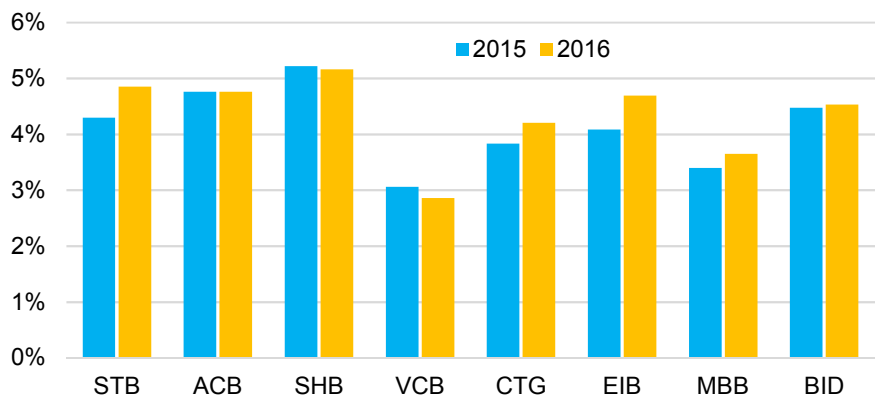
Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng và ước tính của BVSC



Điều này xuất phát từ chi phí vốn của ngân hàng trong 2016 tiếp tục tăng mạnh hơn lãi suất đầu ra bình quân bởi (1) lợi suất phải trả đối với phát hành giấy tờ có giá tăng từ 5,9% lên 6,3% sau khi CTG phát hành 8.000 tỷ trái phiếu thứ cấp năm 2015 và (2) nguồn vốn tài trợ ủy thác đầu tư giảm mạnh từ 54.237 tỷ VNĐ năm 2015 xuống 6.713 tỷ VNĐ vào thời điểm cuối năm 2016.

Chi phí vốn các ngân hàng niêm yết 2015-2016

Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng và ước tính của BVSC



Đối với năm 2017, chúng tôi dự báo NIM của CTG có thể tiếp tục giảm xuống mức 2,70% do lãi suất đầu ra dự báo tăng chậm hơn lãi suất đầu vào.

Lãi suất đầu ra dự báo tăng 0,37-0,74%

Yếu tố

A/h đến LS đầu ra

Cho vay cá nhân dự báo tăng trưởng +20% yoy và lãi suất cho vay bình quân đối với khách hàng cá nhân cao hơn khách hàng doanh nghiệp khoảng 1%	+0,01%
Lãi suất cho vay tăng do mặt bằng lãi suất dự báo tăng khoảng 0,5-1% trong 2017. Ngoài ra, lãi suất cho vay bình quân của CTG hiện đã ở mức thấp nhất trong nhóm ngân hàng niêm yết	+0,36% đến +0,73%
Tổng	+0,37% đến +0,74%

Lãi suất đầu vào dự báo tăng 0,55-0,97%	
Yếu tố	A/h đến LS đầu vào
Trái phiếu tăng vốn năm 2016 có lợi suất cao hơn so với lãi suất bình quân của giấy tờ có giá hiện tại	+0,13%
Lãi suất tiền gửi giả định tăng 0,5%-1% trong năm 2017	+0,42% - 0,84%
Lãi suất cho vay liên ngân hàng giả định tương đương năm 2016	0%
Tổng	+0,55% đến +0,97%

Ngoài ra, NIM của CTG trong 2017 cũng có thể bị kéo giảm do việc sáp nhập với PGBank sẽ phát sinh những chi phí liên quan đến thoái thu lãi.

Tuy nhiên chúng tôi không tính đến khả năng sáp nhập với PGBank trong mô hình định giá CTG do việc này đã bị trì hoãn khá lâu. Đồng thời, theo Hợp đồng sáp nhập, cả hai ngân hàng sẽ không được chia cổ tức trước khi sáp nhập hoàn tất. Trong khi đó, CTG hoàn tất việc trả cổ tức năm 2015 bằng tiền mặt với tỷ lệ 7%/mệnh giá cổ phiếu vào ngày 16/2/2017. Do đó, chúng tôi cho rằng, trong trường hợp việc sáp nhập tiếp tục diễn ra, sẽ cần có thời gian điều chỉnh và xin ý kiến Đại hội đồng cổ đông liên quan đến việc sáp nhập.

Sang năm 2018, chúng tôi dự báo NIM của CTG sẽ tăng trở lại do các yếu tố kéo giảm NIM (LDR thuần cao hơn so với các ngân hàng niêm yết, chi phí lãi giấy tờ có giá tăng và sự sụt giảm về nguồn vốn không kỳ hạn) đã hết, trong khi đó, tỷ trọng cho vay cá nhân tăng dần sẽ hỗ trợ việc cải thiện lãi suất đầu ra.

Vấn đề cấp bách nhất hiện nay đối với CTG là tăng vốn để hỗ trợ tăng trưởng

Kết thúc năm 2015, CAR của CTG ở mức 10,6% và phương án tăng vốn theo kế hoạch (thông qua sáp nhập với PGBank) chưa được hoàn tất trong 2016.

Thay vào đó, ngân hàng đã phát hành trái phiếu thứ cấp với tổng mệnh giá là 8.300 tỷ VNĐ và 2.000 tỷ VNĐ trái phiếu thường. Trong đó riêng tháng 12/2016, CTG phát hành 4.900 tỷ VNĐ trái phiếu:

- 2.900 tỷ VNĐ trái phiếu thứ cấp vào ngày 7&8/12/2016 kỳ hạn 10 năm, lãi suất 7,5% trong 5 năm đầu tiên và 8% trong 5 năm tiếp theo nếu CTG chưa mua lại sau 5 năm phát hành.
- 2.000 tỷ VNĐ trái phiếu thường kỳ hạn 5 năm, lãi suất 5,8%

Theo ước tính của BVSC, CAR của CTG vào cuối năm 2016 đạt 10,2%. Số dư trái phiếu thứ cấp tính đến 31/12/2016 là 16.300 tỷ đồng, theo đó năm 2017 VietinBank vẫn còn room để phát hành trái phiếu thứ cấp. Tuy nhiên, việc phát hành trái phiếu thứ cấp có thể sẽ khó khăn hơn trong giai đoạn sắp tới do theo quy định tại Thông tư 41/2016/TT-NHNN, các khoản đầu tư nợ thứ cấp của tổ chức tín dụng khác sẽ bị loại trừ khi tính Vốn cấp 2 kể từ 1/1/2020 và các ngân hàng do đó có thể e dè hơn trong việc đầu tư vào trái phiếu thứ cấp của ngân hàng khác. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu tăng vốn cấp 1 của CTG trong năm 2017 là khá cấp bách.

Rủi ro khác

Sáp nhập với PGBank. Mặc dù chúng tôi cho rằng thương vụ sáp nhập với PGBank nhiều nhiều khả năng chưa diễn ra trong 2017 và không tính đến điều này trong mô hình định giá, chúng tôi vẫn lưu ý nhà đầu tư về khả năng kéo giảm NIM sau khi việc sáp nhập với PGBank diễn ra do ảnh hưởng của việc thoái thu lãi.

Vụ việc liên quan đến Huỳnh Thị Huyền Như. Vụ án Huỳnh Thị Huyền Như đang chuẩn bị được đưa ra xét xử giai đoạn 2 tại Tòa án Nhân dân Hồ Chí Minh. Mặc dù quy trình xét xử sẽ còn tốn nhiều thời gian, chúng tôi vẫn lưu ý nhà đầu tư về rủi ro CTG có thể phải ghi nhận một khoản lỗ trên 1.000 tỷ VNĐ mà 5 công ty Phương Đông, Hưng Yên, An Lộc, SBBS và Hoàn Cầu yêu cầu CTG phải trả.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017

Kết quả kinh doanh năm 2017 của CTG phụ thuộc rất nhiều vào khả năng tăng vốn của ngân hàng trong năm. Để đảm bảo tăng trưởng cho năm 2017, chúng tôi giả định rằng CTG sẽ cần tăng vốn thêm khoảng 6.000 tỷ VNĐ. Do việc tăng vốn điều lệ thêm 6.000 tỷ VNĐ phần lớn từ các nhà đầu tư trong nước (do room nhà đầu tư nước ngoài đã ở mức 29,98%) là tương đối khó khăn trong bối cảnh nguồn vốn tư nhân trong nước còn hạn chế, trong khi đó, việc nới room cho nhà đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực ngân hàng cần có nhiều thời gian để thực hiện, chúng tôi tính đến các kịch bản tăng trưởng của CTG dựa vào nguồn vốn cấp 2.

Chúng tôi tính đến 3 kịch bản tăng trưởng đối với CTG trong năm 2017 như sau:

- ☐ Kịch bản 1: CTG không tăng được vốn cấp 2 và không trả cổ tức tiền mặt
- ☐ Kịch bản 2: CTG tăng 6.000 tỷ VNĐ vốn cấp 2 và trả cổ tức tiền mặt năm 2016 là 7%

- Kịch bản 3: CTG tăng 6.000 tỷ VNĐ vốn cấp 2, đồng thời không chi trả cổ tức tiền mặt

Chúng tôi không xét thêm trường hợp CTG mua lại nợ từ VAMC do phương án này sẽ không tạo ra chênh lệch lớn về lợi nhuận riêng trong năm 2017 so với việc tiếp tục nắm giữ trái phiếu.

Các kịch bản tăng trưởng 2017 của CTG

Kịch bản	%yoy tín dụng	LNTT	%yoy
Kịch bản 1	2%	8.952	5%
Kịch bản 2	14%	9.675	13%
Kịch bản 3	18%	9.992	17%

Dưới đây là chi tiết dự báo kết quả kinh doanh theo phương án trung bình - kịch bản 2. Tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 30.864 tỷ VNĐ và 9.675 tỷ VNĐ, tăng trưởng lần lượt 16,7% và 13,4% yoy.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017 (tỷ VNĐ)

Tiêu chí	2016	2017F	% Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	948.699	1.136.151	20%
Tiền gửi khách hàng	654.423	818.028	25%
Cho vay khách hàng	661.988	748.046	13%
Tổng thu nhập hoạt động	26.454	30.864	17%
Chi phí hoạt động	12.902	15.052	17%
LN trước dự phòng rủi ro tín dụng	13.552	15.811	17%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	5.022	6.136	22%
LNTT	8.530	9.675	13%
EPS	1.828	1.955	7%

Với giả định CTG chưa tăng được vốn cấp 1 trong năm 2017 và phải phát hành thêm nợ thứ cấp để đảm bảo CAR đạt trên 9%, tăng trưởng cho vay khách hàng dự báo đạt 13%. Tiền gửi khách hàng dự báo tăng cao hơn tăng trưởng cho vay khách hàng đạt 25% nhằm kéo giảm tỷ lệ LDR thuần.

Với NIM dự báo giảm nhẹ trong 2017, thu nhập lãi thuần dự báo đạt 26.343 tỷ VNĐ (+17% yoy). Các khoản thu nhập ngoài lãi dự báo đạt 4.521 tỷ VNĐ, tăng trưởng 12% so với năm 2016.

CIR được giả định ở mức 48,77% tương đương với năm 2016.

Chúng tôi vẫn giả định CTG sẽ trích lập 20% mệnh giá trái phiếu đặc biệt trong năm 2017. Ngoài ra, chúng tôi giả định CTG sẽ xóa khoảng 1.821 tỷ VNĐ nợ xấu và trích lập thêm 3.408 tỷ VNĐ cho các khoản nợ xấu.

Khuyến nghị đầu tư

CTG có lợi thế về quy mô tổng tài sản, hệ thống mạng lưới cũng như thương hiệu mạnh tại Việt Nam. Trong giai đoạn trước, chính sách tăng trưởng mạnh mẽ dư nợ tín dụng cùng với đặc thù các khoản cho vay đối với nhóm doanh nghiệp nhà nước gây ra khá nhiều quan ngại về chất lượng tài sản, cũng như tính tin cậy của công tác phân loại và trích lập dự phòng của CTG khi nền kinh tế suy thoái.

Sau giai đoạn tái cơ cấu, chúng tôi nhận thấy CTG đang nỗ lực đẩy mạnh quản trị rủi ro và chất lượng tài sản của ngân hàng cũng đang có chuyển biến rõ rệt. Mặc dù lãi dự thu còn ở mức cao so với các ngân hàng niêm yết, NIM hiện khá thấp, chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất đối với ngân hàng đã qua và CTG có thể đạt mức tăng trưởng tốt trong tương lai. Năm 2017, lợi nhuận trước thuế của CTG dự báo đạt 9.675 tỷ VNĐ, tăng 13% yoy.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn xin lưu ý nhà đầu tư về rủi ro liên quan đến thương vụ sáp nhập PGBank và vụ việc liên quan đến Huỳnh Thị Huyền Như.

Mức giá mục tiêu đối với cổ phiếu CTG của chúng tôi là **21.200 đồng/cổ phần**, là mức giá bình quân theo hai phương pháp P/B và DDM. Mức giá này hiện cao hơn mức giá hiện tại của CTG 18%, do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu của ngân hàng.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016	2017F
Tổng thu nhập hoạt động	21.782	21.031	22.744	26.454	30.864
Chi phí hoạt động	9.907	9.827	10.719	12.902	15.052
Lợi nhuận thuần trước DPRSTD	7.752	7.302	7.345	8.530	9.675
Dự phòng rủi ro tín dụng	4.123	3.902	4.679	5.022	6.136
Lợi nhuận sau thuế	5.794	5.712	5.698	6.805	7.719

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016	2017F
Tiền, vàng bạc, đá quý	2.835	4.631	5.091	5.187	11.362
Tiền gửi tại NHNN	10.160	9.876	11.893	13.503	17.627
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	73.079	75.434	66.019	94.469	112.998
Cho vay khách hàng	376.289	439.869	538.080	661.988	748.046
Chứng khoán đầu tư	82.840	93.404	120.024	134.227	174.944
Tổng tài sản có	576.219	661.132	779.483	948.699	1.136.151
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	147	4.731	13.227	4.808	5.759
Tiền gửi và vay các TCTD khác	80.464	103.770	99.169	85.152	72.476
Tiền gửi của khách hàng	364.498	424.181	492.960	654.423	818.028
Vốn chủ sở hữu	54.076	55.013	56.110	62.972	64.590
Tổng nguồn vốn	576.219	661.132	779.483	948.699	1.136.151

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng tín dụng (%)	13%	17%	22%	23%	13%
Tăng trưởng huy động (%)	26%	16%	16%	33%	25%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	13%	15%	18%	22%	20%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)	61%	2%	2%	12%	3%
Chỉ tiêu sinh lời					
NIM (%)	3,59%	3,03%	2,78%	2,73%	2,69%
ROA (%)	1,07%	0,92%	0,79%	0,79%	0,74%
ROE (%)	13,21%	10,47%	10,26%	11,43%	12,10%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản					
NPL (%)	1,00%	1,12%	0,92%	1,02%	1,10%
Dự phòng/Tổng dư nợ	0,88%	0,99%	0,85%	1,04%	1,14%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Cho vay/Tổng tài sản	65%	67%	69%	70%	66%
Cho vay/Huy động	99%	102%	87%	86%	80%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.556	1.534	1.530	1.828	1.955
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.581	14.835	15.135	16.982	14.034

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thu Hà** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Định Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888