

# NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG

Báo cáo cập nhật Q2/2012

13/7/2012

## NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2

**Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2012.** Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận sau thuế của CTG trong quý 2/2012 lần lượt đạt 7.522 và 2.177 tỷ đồng, tăng 31% và 13% so với quý 1/2012.

❑ **Thu nhập lãi.** Chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của CTG trong quý 2/2012 đạt 6.648 tỷ đồng, tăng 29% so với quý 1/2012.

❑ **Thu nhập ngoài lãi.** Nhờ đẩy mạnh đầu tư các mảng kinh doanh dịch vụ khác, tổng thu nhập phi lãi của CTG trong quý 2/2012 ước tính đạt 874 tỷ đồng, tăng 49% so với quý 1/2012.

❑ **Dự phòng rủi ro tín dụng.** Dự phòng rủi ro tín dụng ước tính khoảng 846 tỷ đồng, chỉ tăng 0,2% so với quý 1/2012 do CTG nâng cao chất lượng tài sản đảm bảo theo hướng tăng tài sản đảm bảo của các khoản cho vay.

**Triển vọng 2012.** BVSC cho rằng CTG năm 2012 sẽ không duy trì được tốc độ tăng trưởng cao như một vãn ăm gần đây. Lãi suất giảm đã ảnh hưởng không nhỏ tới hoạt động kinh doanh của CTG do thu nhập từ lãi vẫn chiếm tới gần 90% trong cơ cấu thu nhập. Bên cạnh đó, với việc điều chỉnh lãi suất các khoản vay cũ về mức khoảng 15%/năm sẽ làm cho NIM của CTG giảm so với 2011. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của CTG năm 2012 lần lượt đạt 28.577 và 7.634 tỷ đồng.

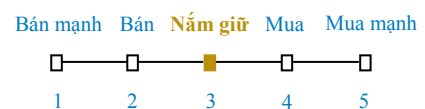
**Khuyến nghị đầu tư.** Trong ngắn hạn, CTG sẽ tăng trưởng chậm lại so với năm 2011, cùng với đó là tỷ lệ sinh lời dự kiến giảm, tỷ lệ cho vay/huy động của CTG hiện vẫn ở mức cao (114%), sự mất cân đối giữa cho vay và huy động ngoại tệ (tỷ lệ cho vay/huy động ngoại tệ của CTG tại ngày 31/3/2012 là 190%). Tuy nhiên, xét về dài hạn thì CTG là ngân hàng có quy mô tài sản lớn thứ 2 trong ngành, có lượng khách hàng là các tập đoàn lớn của nhà nước mang lại nguồn thu ổn định, CTG cũng đang từng bước tăng cường quản trị rủi ro và củng cố năng lực vốn ngoại tệ. Với những lợi thế trên, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu CTG, mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu CTG chúng tôi đưa ra là **25.100 đồng/cổ phần**.

### Một số chỉ tiêu dự báo của CTG

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012F	Q2/2011	Q2/2012F
Tổng thu nhập hoạt động (triệu VND)	14.819.402	22.374.181	25.877.144	5.743.754	7.522.499
Thu nhập lãi thuần (triệu VND)	12.089.002	20.048.054	22.679.779	5.156.807	6.648.442
Thu nhập ngoài lãi (triệu VND)	2.730.400	2.326.127	3.197.365	586.947	874.058
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	3.405.478	6.243.795	7.633.898	1.921.861	2.176.798
EPS (VND)	2.245	3.086	2.475	1.140	1.017
P/E (x)	8,87	6,45	8,04	17,46	19,57
P/B (x)	1,64	1,40	1,37	1,48	1,34
ROA (%)	1%	2%	2%	0.5%	0.5%
ROE (%)	22%	27%	21%	8%	7%

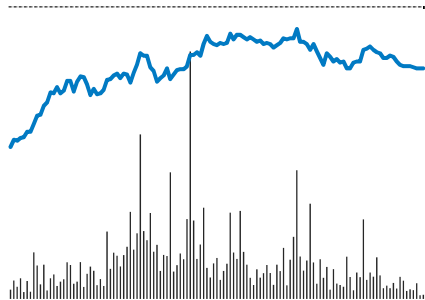
## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	25.100 VND
Giá thị trường (13/7/2012)	20.600 VND
Khoảng giá 52 tuần	16.100 - 27.900
Khuyến nghị	<b>NẮM GIỮ</b>
Triển vọng 1 quý	↗ Tăng nhẹ
Triển vọng 1 năm	↗ Tăng nhẹ
Triển vọng dài hạn	↗ Tích cực



\* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CTG	51,7%	0,0%	-9,5%	45,7%
VN-Index	18,2%	-1,7%	-7,0%	21,4%

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	<b>CTG</b>
Reuters	CTG.HM
Bloomberg	CTG VM
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Tài chính
Lĩnh vực	Ngân hàng
Vốn hóa	51.911,08 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	2.621.771.920 CP
KLGD bình quân 10 ngày	237.253 CP

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Thu Hà**

(84 4) 3928 8080 ext 614

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

## THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	80,31%
Sở hữu nước ngoài	10,00%
Sở hữu khác	9,69%

## THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	20%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	10,1%

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

### Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tổng thu nhập hoạt động	5.428	14.819	22.374	25.877	32.228
Chi phí hoạt động	3.164	7.197	9.078	10.499	12.453
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	2.265	7.622	13.296	15.378	19.775
Dự phòng rủi ro tín dụng	586	3.024	4.904	5.175	6.446
Lợi nhuận sau thuế	1.274	3.405	6.244	7.634	9.974

### Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền, vàng bạc, đá quý	2.204	2.814	3.714	5.375	6.450
Tiền gửi tại NHNN	5.369	5.037	12.101	20.426	24.511
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	24.045	50.961	65.452	70.928	84.469
Cho vay khách hàng	161.619	231.435	290.398	337.352	404.822
Chứng khoán đầu tư	38.977	61.585	67.449	78.712	94.454
<b>Tổng tài sản có</b>	<b>243.785</b>	<b>367.712</b>	<b>460.604</b>	<b>537.518</b>	<b>645.022</b>
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	13.719	43.221	27.294	6.719	8.063
Tiền gửi và vay các TCTD khác	15.012	35.097	74.408	79.776	83.112
Tiền gửi của khách hàng	148.375	205.919	257.274	301.010	361.212
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	34.525	44.735	36.825	69.877	90.303
Vốn chủ sở hữu	12.572	18.170	28.491	44.283	59.309
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>243.785</b>	<b>367.712</b>	<b>460.604</b>	<b>537.518</b>	<b>645.022</b>

### Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng tín dụng (%)	35%	44%	25%	17%	20%
Tăng trưởng huy động (%)	22%	39%	25%	17%	20%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
NIM (%)	2%	3%	5%	5%	5%
ROE (%)	10%	22%	27%	21%	19%
<b>Chỉ tiêu chất lượng tài sản</b>					
NPL (%)	0.59%	0.66%	0.75%	n/a	n/a
Dự phòng/Tổng dư nợ	1%	1%	1%	2%	2%
<b>Chỉ tiêu thanh khoản</b>					
Cho vay/Tổng tài sản	44%	64%	64%	64%	64%
Cho vay/Huy động	110%	114%	114%	114%	114%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	2,471	2,245	3,086	2,475	2,310

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2012

Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và lợi nhuận sau thuế của CTG trong quý 2/2012 lần lượt đạt 7.522 và 2.177 tỷ đồng, tăng 31% và 13% so với quý 1/2012.

❑ **Thu nhập lãi.** Trong Quý 2/2012, NHNN đã 3 lần điều chỉnh trần lãi suất huy động và các lãi suất điều hành. Đến 11/6/2012, trần lãi suất huy động còn 9%/năm và lãi suất cho vay ngắn hạn VND tối đa là 13%/năm. Tuy nhiên, trần huy động với kỳ hạn trên 12 tháng cũng chính thức được tháo dỡ, và lãi suất huy động được ấn định trên cơ sở cung cầu vốn thị trường. Do đó, chúng tôi cho rằng, mặc dù lãi suất giảm, nhưng huy động từ nền kinh tế vẫn có sự tăng trưởng nhẹ do lượng tiền vẫn chưa được chuyển sang kênh đầu tư khác, mà tiếp tục được chuyển sang gửi tiền theo các kỳ hạn dài hơn. Bên cạnh đó, dư nợ tín dụng bắt đầu có sự tăng trưởng nhẹ vào khoảng 3,1% so với quý 1/2012. Lãi suất đầu vào có giảm, nhưng không nhiều do trong quý 1, tiền gửi kỳ hạn dài trên 1 năm có xu hướng tăng dần và tăng tỷ trọng trong cơ cấu tiền gửi khách hàng. Lãi suất đối với những kỳ hạn này không bị ảnh hưởng nhiều. Lãi suất đầu ra hầu như không thay đổi do chủ yếu vẫn là các khoản vay cũ. Do vậy, chênh lệch lãi suất đầu ra – đầu vào chỉ tăng nhẹ. Chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của CTG trong quý 2/2012 đạt 6.648 tỷ đồng, tăng 29% so với quý 1/2012.

❑ **Thu nhập ngoài lãi.** Nhờ đẩy mạnh đầu tư các mảng kinh doanh dịch vụ khác, tổng thu nhập phi lãi của CTG trong quý 2/2012 ước tính đạt 874 tỷ đồng, tăng 49% so với quý 1/2012.

❑ **Dự phòng rủi ro tín dụng.** Dự phòng rủi ro tín dụng ước tính khoảng 846 tỷ đồng, chỉ tăng 0,2% so với quý 1/2012 do CTG nâng cao chất lượng tài sản đảm bảo theo hướng tăng tài sản đảm bảo của các khoản cho vay.

Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2012 của CTG

Chỉ tiêu	Q2/2011	Q2/2012E	% thay đổi	Lũy kế 2011	Lũy kế 2012E	% thay đổi
- Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	5.744	7.522	31.0%	10.827	12.562	16%
- LNST (tỷ đồng)	1.922	2.177	13.3%	2.919	3.717	27%

Nguồn: CTG, BVSC ước tính

## TRIỂN VỌNG NĂM 2012

BVSC cho rằng CTG năm 2012 sẽ không duy trì được tốc độ tăng trưởng cao như một vài năm gần đây. Lãi suất giảm đã ảnh hưởng không nhỏ tới hoạt động kinh doanh của CTG do thu nhập từ lãi vẫn chiếm tới gần 90% trong cơ cấu thu nhập. Bên cạnh đó, với việc điều chỉnh lãi suất các khoản vay cũ về mức khoảng 15%/năm sẽ làm cho NIM của CTG giảm so với 2011. Chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động và LNST của CTG năm 2012 lần lượt đạt 28.577 và 7.634 tỷ đồng.

### Dự báo kết quả kinh doanh 2012 của CTG

Chỉ tiêu	2011	2012	% Cơ sở dự báo
Tổng tài sản	460,604	537,518	
Nguồn vốn huy động	257,274	301,010	
Dư nợ cho vay	290,398	337,352	17%

CTG thuộc ngân hàng nhóm 1, theo đó, tăng trưởng tín dụng được khống chế ở mức 17%. Với những động thái nới lỏng tiền tệ của NHNN trong nửa đầu năm 2012, chúng tôi cho rằng cầu tín dụng sẽ tăng trưởng nhanh hơn trong nửa cuối năm 2012, và mục tiêu tăng trưởng tín dụng 17% có thể đạt được.

Tổng thu nhập hoạt động	22,374	25,877	16%	<p><b>Thu nhập từ lãi.</b> Tăng trưởng tín dụng bắt đầu phục hồi từ tháng 5/2012 và sẽ tăng trưởng tốt trong nửa cuối 2012. Tuy nhiên, NIM của CTG trong 6 tháng cuối năm sẽ thấp hơn 6 tháng đầu năm 2012 do từ ngày 15/7/2012, NHNN yêu cầu hạ lãi suất các khoản vay cũ về 15%, lãi suất bình quân đầu ra, do đó sẽ giảm so với quý 1/2012, trong khi lãi suất bình quân đầu vào không thay đổi nhiều. Thu nhập lãi thuần ước tính đạt 22.680 tỷ đồng, tăng 13%.</p> <p><b>Thu nhập ngoài lãi.</b> Nửa cuối 2012, hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu, kinh doanh ngoại hối,... dự kiến sẽ có sự phục hồi. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ ước tính khoảng 1.333 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 16% so với 2011. Kinh doanh ngoại hối tăng trưởng mạnh trong nửa cuối năm với doanh thu ước đạt 543 tỷ đồng, tăng trưởng 42% so với 2011. Tổng thu nhập phi lãi ước tính khoảng 3.197 tỷ đồng.</p>
Chi phí hoạt động	9,078	10,499	16%	
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	13,296	15,378	16%	
Dự phòng rủi ro tín dụng	4,904	5,175	6%	Dự phòng rủi ro tín dụng sẽ chỉ tăng nhẹ do ngân hàng nâng cao chất lượng tài sản đảm bảo theo hướng tăng tài sản đảm bảo của các khoản cho vay.
Lợi nhuận trước thuế	8,392	10,203	22%	






#### KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn, CTG sẽ tăng trưởng chậm lại so với năm 2011, cùng với đó là tỷ lệ sinh lời dự kiến giảm, tỷ lệ cho vay/huy động của CTG hiện vẫn ở mức cao (114%), sự mất cân đối giữa cho vay và huy động ngoại tệ (tỷ lệ cho vay/huy động ngoại tệ của CTG tại ngày 31/3/2012 là 190%). Tuy nhiên, xét về dài hạn thì CTG là ngân hàng có quy mô tài sản lớn thứ 2 trong ngành, có lượng khách hàng là các tập đoàn lớn của nhà nước mang lại nguồn thu ổn định, CTG cũng đang từng bước tăng cường quản trị rủi ro và củng cố năng lực vốn ngoại tệ. Với những lợi thế trên, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu CTG, mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu CTG chúng tôi đưa ra là **25.100 đồng/cổ phần**.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

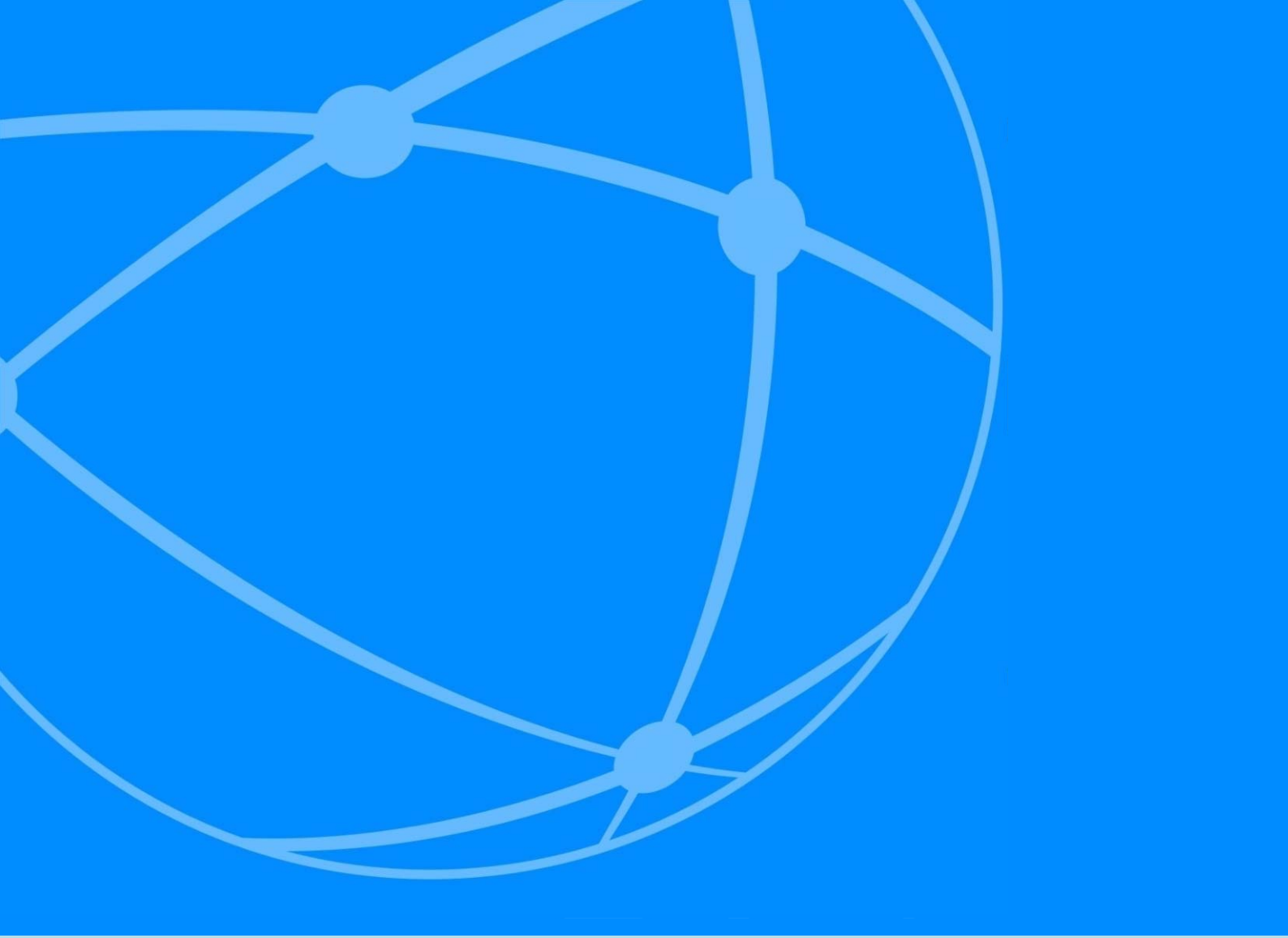
**Đánh giá triển vọng.** Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

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

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

### Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Thu Hà

[nguyenthuha@baoviet.com.vn](mailto:nguyenthuha@baoviet.com.vn)

### Chịu trách nhiệm nội dung:

Phạm Thành Thái Linh

[phamthanhthailinh@baoviet.com.vn](mailto:phamthanhthailinh@baoviet.com.vn)