

04/09/2012



**Phạm Thùy Dương**  
Chuyên viên  
[duong.phamthuy@vcsc.com.vn](mailto:duong.phamthuy@vcsc.com.vn)  
+84 8 3914 3588 ext. 130

## Báo cáo lần đầu

**Giá mục tiêu** **18.000**  
**Giảm %** **7**

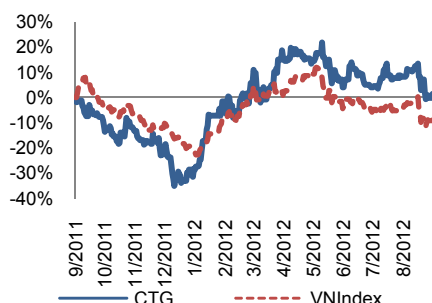
## Ngân hàng

### Các chỉ số chính

Giá ngày 04/09/2012	19.400
Mức thấp nhất 52 tuần	12.423
Mức cao nhất 52 tuần	23.300
KLGD bình quân 30 ngày	298.176
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.622
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	50.862
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	2.422
TL sở hữu nước ngoài	13%

Valuation	2011	2012F	2013F
EPS (điều chỉnh)	2.722	2.255	2.008
Tăng trưởng EPS	51	-17	-11
Lợi suất cổ tức	6	0	0
P/E (thị giá)	7,1	8,6	9,7
P/B (thị giá)	1,4	1,5	1,5
ROE %	26,8	16,8	16,6
ROA %	1,5	1,1	1,2
NPL %	0,8	1,5	1,5
CAR %	10,6	11,5	11,5

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	-6,3	-4,0	1,5
Tương đối %	-2,4	5,9	9,2



Cơ cấu cổ đông	%
Nhà nước	80,3
IFC Capitalization Fund	6,7
IFC	3,3
Khác	9,7

## Định giá cao, nợ xấu ảnh hưởng lợi nhuận

**Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho CTG với giá mục tiêu là 18.000 đồng (giảm tương ứng 7% so với giá đóng cửa ngày 04/09/2012).** Vietinbank (CTG) nhanh chóng nổi lên như một trong những ngân hàng phát triển nhất tại Việt Nam trong vài năm gần đây. Tuy nhiên, những khó khăn gần đây của nền kinh tế cũng như tăng trưởng tín dụng thấp đã làm cho CTG gặp những khó khăn nhất định do lợi nhuận của ngân hàng vốn phụ nhiều vào hoạt động cho vay. Tín dụng trong 6 tháng đầu năm của ngân hàng giảm 3,1% đã ảnh hưởng đến kế hoạch lợi nhuận của cả năm. Hơn nữa, chúng tôi lo ngại rằng chất lượng tài sản của ngân hàng cũng đang giảm sút do nợ xấu tăng lên và khả năng bù đắp rủi ro cũng giảm theo.

CTG hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng 1,5 lần, đắt so với mức 1,3 lần của nhóm CP ngân hàng niêm yết (các mã cùng ngành: ACB, EIB, MBB, STB và VCB). Về mặt nhuận: CTG đang giao dịch tại mức P/E dự phóng 8,6 lần so với 7,3 lần của nhóm cùng ngành. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt cho đến năm 2015 để duy trì tỷ lệ an toàn vốn nhằm hỗ trợ cho chiến lược tăng trưởng. Việc không trả cổ tức bằng tiền mặt cũng làm cho cổ phiếu kém hấp dẫn hơn. Trong báo cáo này, chúng tôi đánh giá CTG theo phương pháp CAMEL.

CTG được thành lập năm 1988 và cổ phần hóa năm 2009. Ngân hàng là một trong năm ngân hàng thương mại quốc doanh và là ngân hàng lớn thứ ba trong hệ thống với tài sản giá trị 405.040 tỷ đồng (19,4 tỷ USD) (số liệu 1H 2012). CTG có mạng lưới lớn thứ hai toàn quốc với 1.094 chi nhánh và phòng giao dịch cùng 18.040 nhân viên. Nhà nước nắm giữ 80,3% cổ phần nhưng số cổ phiếu này vẫn chưa được niêm yết trên sàn HOSE. Nhà nước dự kiến sẽ giảm tỷ lệ cổ phần bằng cách bán lại 15% cho một đối tác chiến lược nước ngoài.

**Khó có thể duy trì lợi nhuận cao như những năm gần đây.** Kết quả kinh doanh ấn tượng của CTG có được là nhờ tăng trưởng tín dụng cao cùng những chính sách đầy tham vọng. Năm 2011, CTG đạt NIM 5,1%, cao hơn các ngân hàng được niêm yết khác. ROAA của ngân hàng đạt 1,5% (bằng trung bình nhóm) và ROAE đạt 26,8% (trung bình nhóm đạt 20%). Nhưng tăng trưởng tín dụng chững lại trong năm 2012 cùng với thu nhập ngoài lãi không tăng trưởng mạnh sẽ tác động tiêu cực lên kết quả kinh doanh. Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế sẽ đạt 7.003 tỷ đồng, thấp hơn khoảng 19% so với mục tiêu cả năm của ngân hàng (9.000 tỷ đồng).

**Nợ xấu công bố có thể thấp hơn thực tế và danh mục trái phiếu doanh nghiệp là mối bận tâm chính.** CTG, cũng như hầu hết các ngân hàng khác tại Việt Nam, áp dụng hệ thống kế toán Việt Nam, dựa trên phương pháp định lượng theo Quyết định 493 để phân loại nợ xấu. Do các tiêu chuẩn này nhìn chung không khắt khe như chuẩn quốc tế, chúng tôi đồng quan điểm rằng nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam được công bố thấp hơn mức thực tế. Và CTG ắt hẳn cũng không phải là trường hợp ngoại lệ.

Hơn nữa, trong số các ngân hàng được niêm yết thì CTG sở hữu lượng trái phiếu doanh nghiệp nhiều nhất, chủ yếu là của các doanh nghiệp nhà nước, xây dựng, vật liệu xây dựng và bất động sản, vốn sẽ chịu nhiều tác động nhất trong tình hình kinh tế khó khăn hiện nay. Chúng tôi lo ngại các khoản trái phiếu này chưa được dự phòng đầy đủ vì thiếu thông tin trong xếp hạng tín nhiệm và không định giá được theo giá trị thị trường do thanh khoản thấp.

## Luận điểm đầu tư

**Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho CTG với giá mục tiêu là 18.000 đồng (giảm tương ứng 7% so với giá đóng cửa ngày 04/09/2012).** Vietinbank (CTG) nhanh chóng nổi lên như một trong những ngân hàng phát triển nhất tại Việt Nam trong vài năm gần đây. Tuy nhiên, những khó khăn gần đây của nền kinh tế cũng như tăng trưởng tín dụng thấp đã làm cho CTG gặp những khó khăn nhất định do lợi nhuận của ngân hàng vốn phụ nhiều vào hoạt động cho vay. Tín dụng trong 6 tháng đầu năm của ngân hàng giảm 3,1% đã ảnh hưởng đến kế hoạch lợi nhuận của cả năm. Hơn nữa, chúng tôi lo ngại rằng chất lượng tài sản của ngân hàng cũng đang giảm sút do nợ xấu tăng lên và khả năng bù đắp rủi ro cũng giảm theo.

**Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) đáp ứng yêu cầu 9% nhưng tương lai không trả cổ tức bằng tiền mặt để duy trì CAR**

- CAR đạt 11,9% (6 tháng đầu năm 2012) nhờ cải thiện Vốn cấp II.
- Có thể không trả cổ tức bằng tiền mặt cho đến năm 2015 nhằm bảo đảm CAR đáp ứng yêu cầu tăng trưởng.

**Chất lượng tài sản giảm sút, khả năng bù đắp rủi ro tín dụng giảm.**

- Tỷ lệ nợ xấu tăng cao là không thể tránh khỏi và có thể thấp hơn mức thực tế do áp dụng phương pháp định lượng.
- Các doanh nghiệp nhà nước chiếm 1/3 tổng dư nợ, 9 trong số 10 khách hàng lớn nhất là doanh nghiệp nhà nước.
- Trái phiếu doanh nghiệp chiếm 1/3 danh mục đầu tư trái phiếu (tỷ lệ cao nhất so với các ngân hàng được niêm yết khác)
- Trái phiếu doanh nghiệp phần lớn được phát hành bởi các doanh nghiệp nhà nước, các công ty xây dựng, vật liệu xây dựng và bất động sản, là các doanh nghiệp chịu tác động nặng nề trong giai đoạn kinh tế khó khăn.

**Chất lượng quản lý và đội ngũ nhân viên – theo đuổi mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ với chi phí cao.**

- Ông Phạm Huy Hùng, Chủ tịch HĐQT – luôn chú trọng đến mục tiêu tăng trưởng.
- Nhân viên của CTG vốn được trả lương cao nhất ngành. Trong điều kiện kinh tế khó khăn, khối lượng lớn nhân sự cũng là gánh nặng lên lợi nhuận của ngân hàng.

**Chất lượng lợi nhuận – khó có khả năng duy trì cao như những năm trước.**

- Lợi nhuận từ trước đến nay luôn cao hiện có thể bị tác động tiêu cực do tăng trưởng tín dụng năm 2012 chững lại và chi phí dự phòng cao hơn.
- Lợi nhuận giảm khiến ROAA giảm xuống còn 1,1% và ROAE còn 16,8% trong năm 2012.
- Phụ thuộc quá nhiều vào thu nhập từ lãi, dễ chịu tác động trong điều kiện tín dụng khó khăn.
- Chi phí hoạt động cao vẫn chưa được cải thiện, CIR 6 tháng đầu năm lên tới 52% so với trung bình 37% của nhóm cùng ngành.

**Thanh khoản rủi ro do tỷ lệ cho vay/huy động cao và dư nợ tín dụng bằng USD tăng**

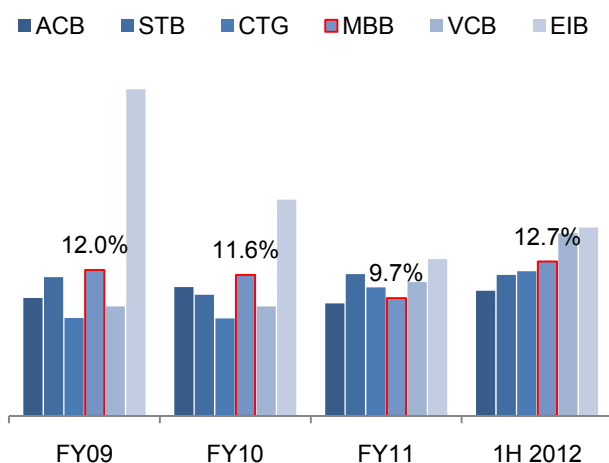
- Tỷ lệ cho vay/huy động luôn cao trên 100%.
- Lãi suất huy động USD kém hấp dẫn dẫn đến nhu cầu phát hành trái phiếu quốc tế với lợi suất khá cao nhằm cân bằng dư nợ tín dụng USD.

## Phân tích CAMEL

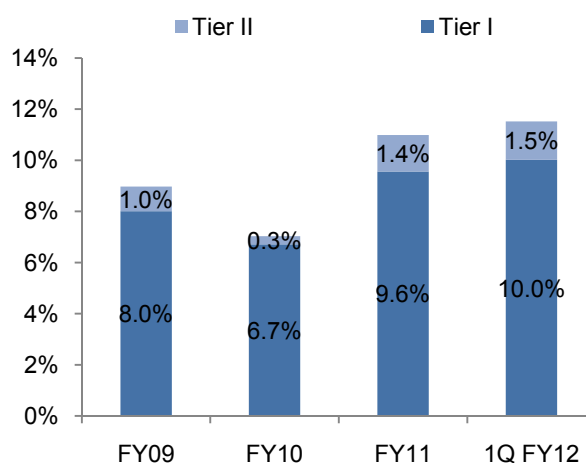
### Tỷ lệ an toàn vốn đạt yêu cầu nhưng không có cổ tức bằng tiền mặt

**Đáp ứng tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu 9% với vốn cấp II cải thiện.** Ngân hàng đã đạt yêu cầu tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu 8% vào năm 2009 nhưng không đạt tiêu chuẩn vào năm 2010 khi CAR được nâng lên 9% theo Thông tư 13/2010/NHNN. Năm 2011 tỷ lệ an toàn vốn cải thiện đáng kể lên 10,57% nhờ khoản vay 10 năm với IFC với lãi suất cố định 3,96% trong vòng 5 năm đầu và thả nổi trong vòng 5 năm sau. Khoản vay này đã giúp cải thiện vốn cấp II của ngân hàng.

Hình 1a: CAR của các ngân hàng được niêm yết



Hình 1b: Tỷ lệ nhóm I và nhóm II của CTG



Nguồn: CTG, VCSC

Nguồn: CTG, VCSC

**Dự kiến không trả cổ tức đến năm 2015.** Ban lãnh đạo ưu tiên tăng trưởng tổng tài sản và lên kế hoạch tăng trưởng 20%/năm từ 550.000 tỷ đồng như hiện nay lên 1 triệu tỷ đồng tới năm 2015. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này khá tham vọng và khó thực hiện được. Để đạt được điều này, ngân hàng sẽ phải trả cổ phiếu thưởng thay cho cổ tức bằng tiền mặt nhằm đáp ứng yêu cầu tỷ lệ an toàn vốn. Năm 2012, CTG sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 16% và có thể sẽ áp dụng chính sách cổ tức này đến năm 2015.

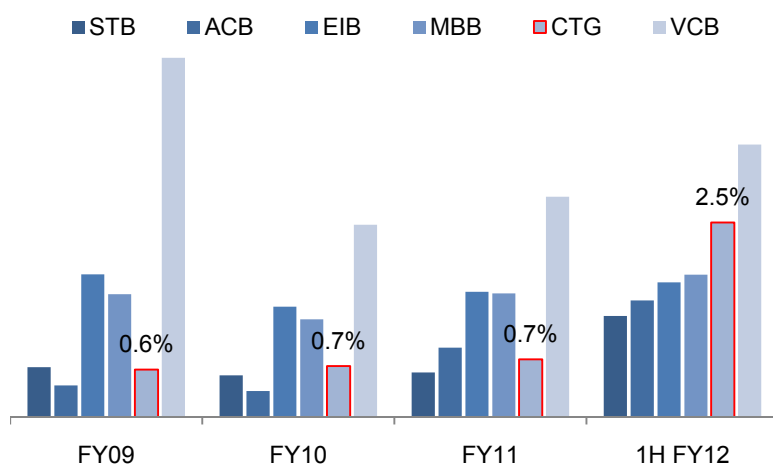
### Chất lượng tài sản giảm sút, khả năng bù đắp rủi ro tín dụng giảm

**Nợ xấu thực tế sẽ cao hơn con số công bố.** Nợ xấu luôn thấp hơn 1% trong giai đoạn 2009-2011. Tuy nhiên, chênh lệch giữa các tiêu chí phân loại khiến việc so sánh nợ xấu trở nên khó khăn. Theo báo cáo của các ngân hàng, tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống chỉ là 4,47% tính đến tháng 06/2012. Ban giám sát của NHNN áp dụng phương pháp đạt chuẩn hơn và chặt chẽ hơn đã đưa ra con số 8,6% tính đến tháng 03/2012. Sự chênh lệch này khiến chúng tôi tin rằng nợ xấu theo báo cáo của CTG rất có thể thấp hơn thực tế. Hơn nữa, nợ xấu của ngân hàng đã tăng hơn gấp 3 lần, từ 0,75% lên 2,5% (tính từ hết năm 2011 đến 6 tháng đầu năm 2012). Các khoản vay nhóm 2 chiếm 2,8% tổng số nợ trong Quý 1/2012 so với 14,4% của VCB và 12,8% của BIDV. Hai ngân hàng này theo tiêu chuẩn phân loại nợ định tính chặt chẽ hơn, khẳng định quan điểm của chúng tôi là nợ xấu của CTG theo báo cáo thấp hơn thực tế.

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

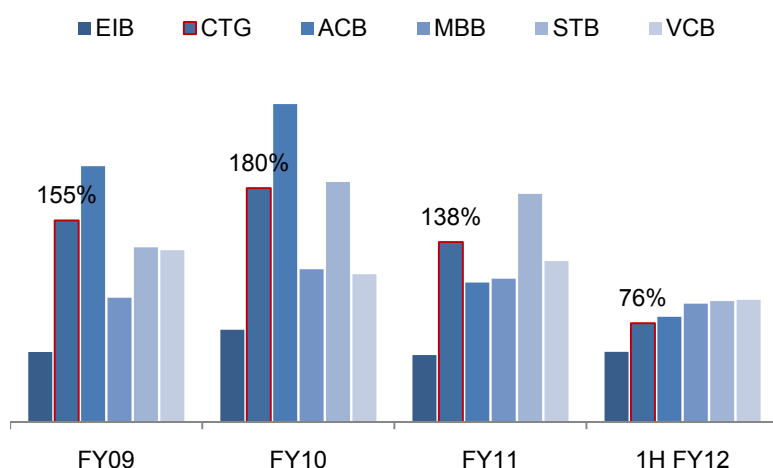
**Dự phòng rủi ro giảm.** Lợi nhuận trước thuế chưa hợp nhất 6 tháng đầu năm 2012 giảm 29,3% do lợi nhuận trước dự phòng giảm 9% và chi phí dự phòng tăng 35% so với cùng kỳ năm trước. Dù CTG đã tăng trích lập dự phòng, tỷ lệ dự phòng rủi ro/ nợ xấu (LLR) giảm mạnh từ 138% xuống 76% (cuối 2011 đến 1H 2012) do chất lượng tài sản giảm sút. Tỷ lệ này có thể không đủ nếu ngân hàng cần xử lý nợ xấu triệt để hơn khi chất lượng tài sản suy giảm và nợ xấu có thể thấp hơn con số báo cáo.

Hình 2: Nợ xấu của các ngân hàng được niêm yết



Nguồn: các ngân hàng, tổng hợp của VCSC

Hình 3: Dự phòng rủi ro của các ngân hàng được niêm yết

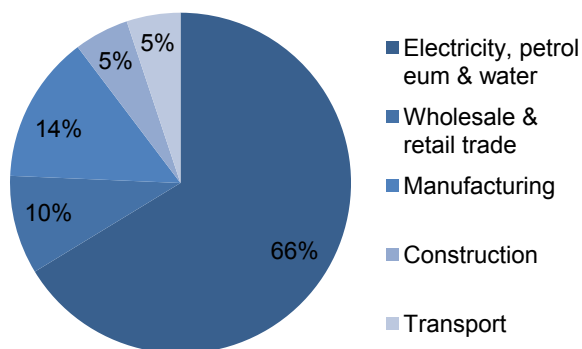


Nguồn: ngân hàng, tổng hợp của VCSC

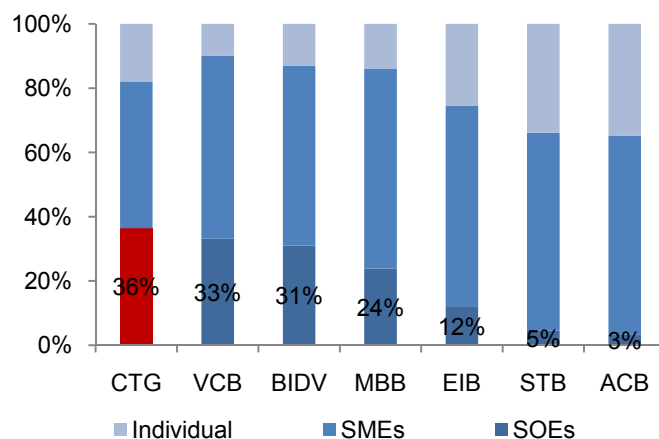
**Cho vay các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) nhiều nhất, 9 trong số 10 khách hàng lớn nhất đều thuộc nhóm này.** DNNN chiếm 36% dư nợ tín dụng của ngân hàng, và nợ xấu của các doanh nghiệp này chiếm tới 40% tổng nợ xấu. Theo chúng tôi được biết, 9 trong số 10 khách hàng lớn nhất là DNNN, chiếm tới 12% tổng dư nợ tín dụng năm 2011. Hai dự án tiện ích (dầu khí và điện nước), mỗi dự án chiếm trên 15% vốn ngân hàng (tổng cộng 30%). Các dự án này đã được NHNN thông qua. Với 36% tín dụng dành cho DNNN, vốn luôn bị cho là kém hiệu quả và minh bạch, là một mối lo ngại đối với các nhà đầu tư vào CTG.

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

Hình 4a: Top 10 doanh nghiệp vay theo nhóm ngành



Hình 4b: Tỷ lệ dư nợ của các DNNN tại các NH được niêm yết\*

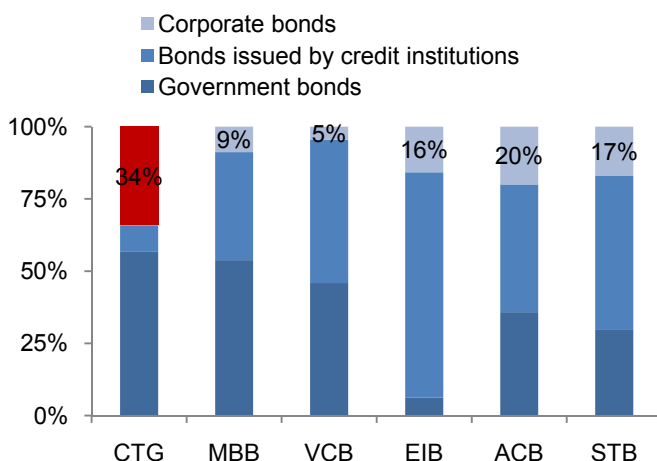


Nguồn: CTG, VCSC

Nguồn: CTG, VCSC, \* as of FY2011

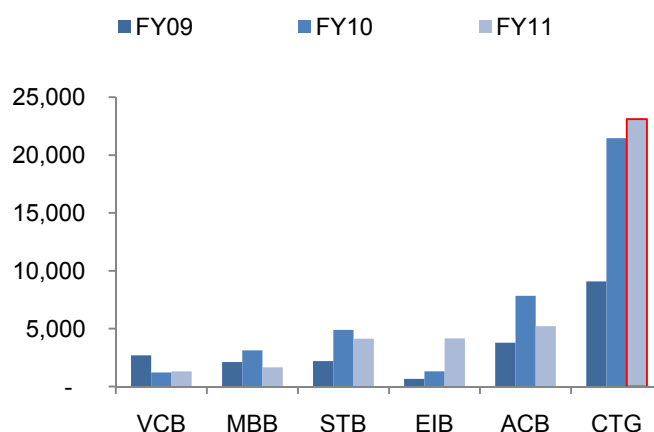
**Danh mục trái phiếu doanh nghiệp cao nhất.** Trái phiếu doanh nghiệp chiếm 34% danh mục chứng khoán nợ của ngân hàng, mức cao nhất trong số các ngân hàng được niêm yết. Trái phiếu doanh nghiệp mang rủi ro cao và về cơ bản là các khoản vay do các ngân hàng cung cấp dưới một hình thức khác nhằm lách trần tăng trưởng tín dụng 20% do NHNN ban hành năm 2011. Dù CTG không tiết lộ chi tiết về danh mục trái phiếu doanh nghiệp năm 2011, chúng tôi cho rằng danh sách này sẽ không khác lắm so với lần công bố năm 2010 do thanh khoản của trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường thứ cấp rất thấp.

Hình 5a: Danh mục đầu tư trái phiếu (2011)



Nguồn: CTG, VCSC

Hình 5b: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp (tỷ đồng)



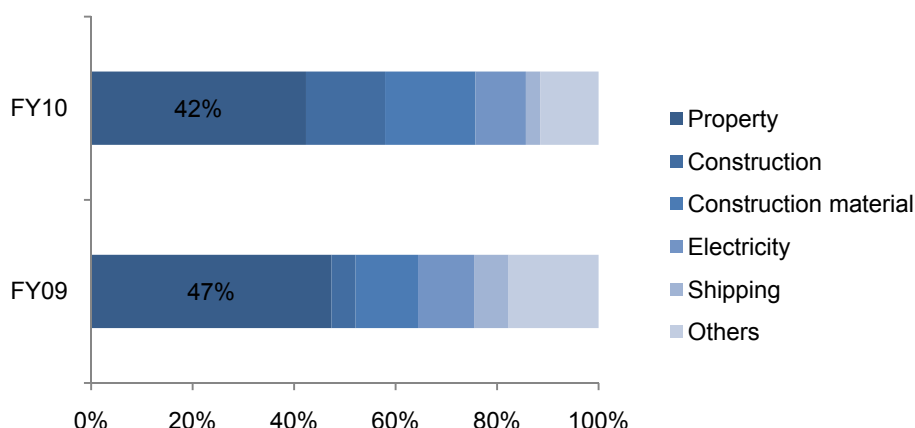
Nguồn: các ngân hàng, VCSC

Trong danh mục này, rủi ro với các doanh nghiệp nhà nước là lo ngại lớn nhất của chúng tôi. Một số doanh nghiệp nhà nước trong danh mục của ngân hàng hiện có dấu hiệu gặp khó khăn. EVN đã lỗ tổng cộng 35.000 tỷ đồng và Công ty Đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam (VEC) đều thất bại trong hai đợt phát hành trái phiếu gần đây. Do CTG đã phải xóa nợ

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

495 tỷ đồng trái phiếu Vinashin năm 2011, có thể ngân hàng sẽ phải áp dụng biện pháp tương tự đối với nợ của các doanh nghiệp nhà nước khác.

Hình 6: Trái phiếu doanh nghiệp theo ngành (năm 2009 và 2010)



Nguồn: CTG, VCSC

Hình 7: Danh sách trái phiếu doanh nghiệp (năm 2010 – đơn vị: tỷ đồng)

	Loại hình DN	Ngành	2010	2009
SATRA	CTCP	Thương mại	0	20
Lilama	DNNN	Xây dựng	50	50
Tập đoàn Sông Đà	DNNN	Xây dựng	530	0
Vinaconex	DNNN	Xây dựng	1.000	0
VEC	DNNN	Xây dựng	1.168	300
CTCP Xi măng Công Thanh	CTCP	Vật liệu xây dựng	2.500	300
Công ty Sơn Hà	CTCP	Vật liệu xây dựng	50	0
CTCP Thép Vina	DNNN	Vật liệu xây dựng	600	600
EVN	DNNN	Điện	1.750	810
Thủy sản Minh Phú	CTCP	Thủy hải sản	250	50
Bitexco (Mariott)	CTCP	Khách sạn	550	0
TKV	DNNN	Khai khoáng	700	700
Khác	CTCP	Khác	30	30
Nova Land	CTCP	Bất động sản	1.622	1.622
CTCP Du lịch Vinpearl Land	CTCP	Bất động sản	1.200	1.200
CTCP Phát triển Đô Thị Kinh Bắc	CTCP	Bất động sản	650	650
CTCP Tập đoàn Mặt trời	CTCP	Bất động sản	1.000	0
Công ty CP đầu tư và phát triển sinh thái	CTCP	Bất động sản	2.000	0
C&T	CTCP	Bất động sản	600	0
CTCP Bitexco (Hoàng Mai)	CTCP	Bất động sản	400	0
Vinashin	DNNN	Đóng tàu	500	500
FPT	CTCP	Công nghệ	500	500
			17.650	7.332

Nguồn: CTG, VCSC



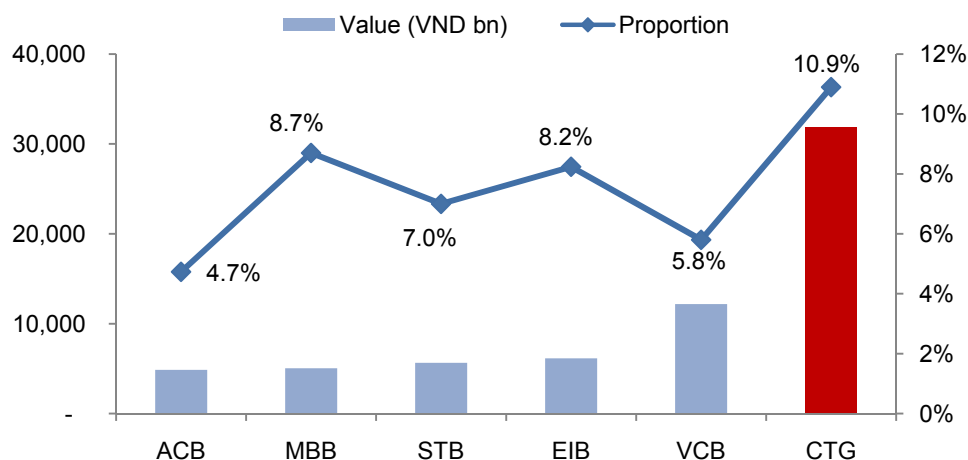
## Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

Trái phiếu doanh nghiệp hiện được trích lập dự phòng ở mức 0,75% theo các tiêu chuẩn định lượng. Chúng tôi cho rằng các khoản dự phòng này không đủ do các trái phiếu này rất khó định giá theo giá trị thị trường vì tính thanh khoản thấp và thiếu thông tin về đánh giá định mức tín nhiệm doanh nghiệp. Do chịu rủi ro lớn từ các doanh nghiệp nhà nước và các ngành dễ bị tác động trong chu kỳ kinh tế khó khăn, có thể lợi nhuận của CTG sẽ bị ảnh hưởng nếu được trích lập dự phòng đúng đắn. *(Xin lưu ý: NHNN hiện đang chuẩn bị dự thảo thay thế Thông tư 493 về việc phân loại khoản vay và trích lập dự phòng. Nếu dự thảo này được thông qua, trái phiếu doanh nghiệp sẽ được xem như nợ và trích lập dự phòng chặt chẽ hơn.)*

### Cho vay đối với ngành xây dựng cao hơn so với các ngân hàng niêm yết khác.

Tính đến cuối năm 2011, dư nợ tín dụng của CTG tập trung vào sản xuất (29%), thương mại (12%), và tiện ích (8%). Các khoản vay xây dựng chiếm 10,9% tổng dư nợ so với 5,8% của VCB và 14,5% của BIDV. Các khoản vay bất động sản trực tiếp của CTG theo báo cáo chiếm 3,1%. Chúng tôi cho rằng còn có một tỷ lệ cho vay bất động sản “gián tiếp” không được công khai do thường thì một phần các khoản vay dành cho các lĩnh vực khác được đổ vào bất động sản. Sản xuất và xây dựng/bất động sản luôn là các lĩnh vực chịu tác động nhiều nhất khi kinh tế gặp khó khăn.

Hình 8: Chịu rủi ro lớn nhất từ ngành xây dựng so với các ngân hàng niêm yết khác (năm 2011)



Nguồn: các ngân hàng, VCSC

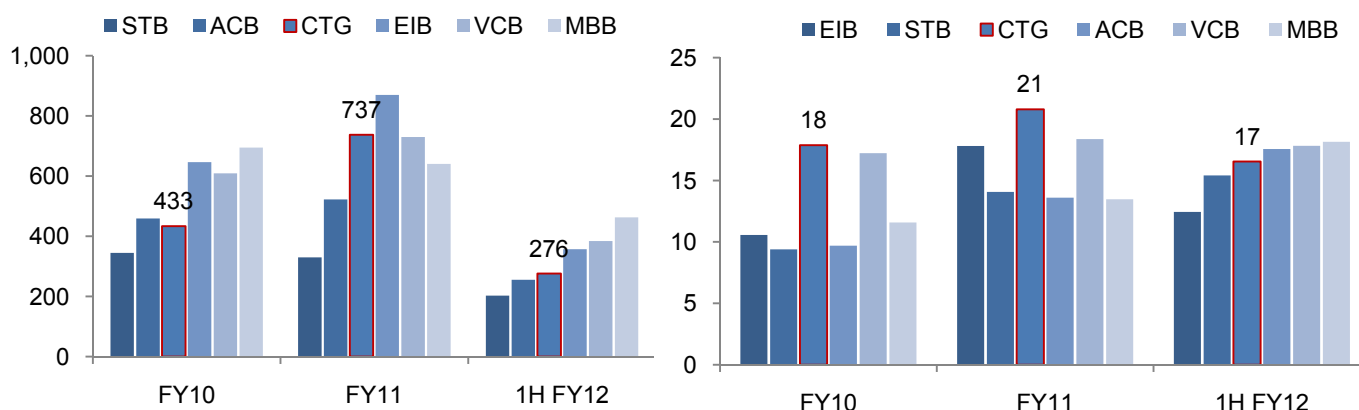
### Ban lãnh đạo và nhân viên – theo đuổi mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ với chi phí cao

**Chủ tịch HĐQT là tiếng nói chủ đạo.** Chủ tịch HĐQT ngân hàng – ông Phạm Huy Hùng – luôn luôn theo đuổi chiến lược tăng trưởng mạnh mẽ. Dưới sự lãnh đạo của ông, CTG đã có thể cải thiện vị trí của họ trong một số lĩnh vực như thanh toán quốc tế với thị phần 14%, chỉ đứng sau Vietcombank. CTG cũng đã trở thành ngân hàng Việt Nam đầu tiên mở hai chi nhánh tại châu Âu (Frankfurt và Berlin ở Đức) hồi đầu năm nay.

CTG vốn nổi tiếng trả lương và thưởng cạnh tranh nhất trên thị trường, cho thấy họ sẵn sàng thu hút nhân viên chất lượng cao để theo đuổi chiến lược đề ra (Hình 9b). Tuy nhiên, trong thời điểm kinh tế khó khăn như năm nay, lực lượng lao động của ngân hàng (lớn nhất trong nhóm cùng ngành) cũng làm ảnh hưởng đến tỷ lệ lợi nhuận trên nhân viên.

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

Hình 9a: LN trước dự phòng/nhân viên (triệu đồng/người) Hình 9b: Tiền lương/tháng/nhân viên (triệu đồng/người)



Nguồn: CTG, VCSC

Nguồn: CTG, VCSC

## Chất lượng lợi nhuận – quan ngại về phát triển bền vững

**Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trước đây bị ảnh hưởng bởi tăng trưởng tín dụng thấp và chi phí trích lập dự phòng cao hơn.** Ngân hàng chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2008-2011. Lợi nhuận ròng của CTG tăng với tốc độ CAGR là 40,8% nhờ tăng trưởng tín dụng (CAGR là 34,4%) và vốn huy động (CAGR là 28,4%). Biên lợi nhuận ròng (NIM) tăng từ 3,8% lên 5,1%. Thu nhập từ phí tăng với CAGR là 38% nhờ cải thiện vị trí trong thanh toán quốc tế, dịch vụ xuất nhập khẩu, dịch vụ chuyển tiền và dịch vụ thẻ. Kết quả là, lợi nhuận sau thuế tăng với CAGR là 51,2% trong ba năm qua.

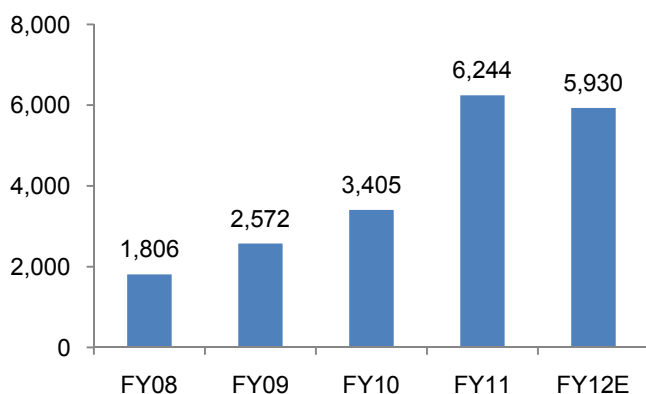
Tuy nhiên, chúng tôi dự báo năm 2012 chỉ đạt tăng trưởng tín dụng 9%, NIM 4,6% và chi phí trích lập dự phòng cao 5.600 tỷ đồng (45% lợi nhuận trước trích lập dự phòng). Kết quả là lợi nhuận ròng sẽ giảm 16% so với cùng kỳ năm trước xuống 5.236 tỷ đồng.

**ROAA và ROAE giảm.** Nhờ vào lợi nhuận cao trong những năm vừa qua, ROAA và ROAE của ngân hàng đạt mức cao. ROAA ngang với mức trung bình 1,5% năm 2011 của các ngân hàng niêm yết, tăng từ mức chỉ có 1,2% năm 2009. ROAE tăng lên 27%, cao hơn nhiều so với mức trung bình (20%) năm 2011 của các ngân hàng niêm yết. Tuy nhiên, trong tương lai, ngân hàng sẽ khó duy trì các số liệu này bằng mức hiện tại do dự báo thu nhập thấp hơn. Chúng tôi dự báo giảm cả hai: ROAA giảm 1,1% và ROAE giảm 18,6% năm 2012.

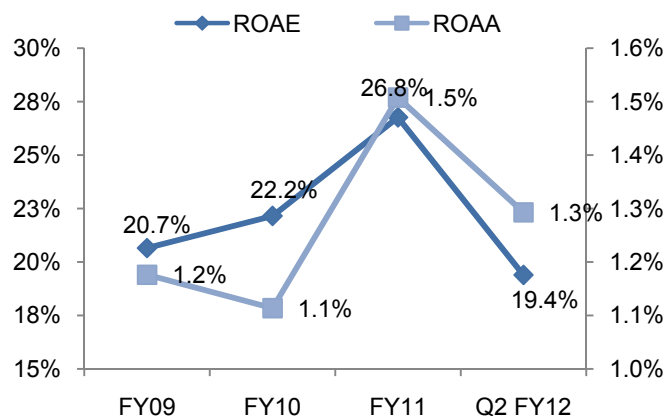


# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

Hình 10a: Lợi nhuận (tỷ đồng) và tăng trưởng của CTG Hình 10b: ROAA và ROAE của CTG



Nguồn: CTG, VCSC

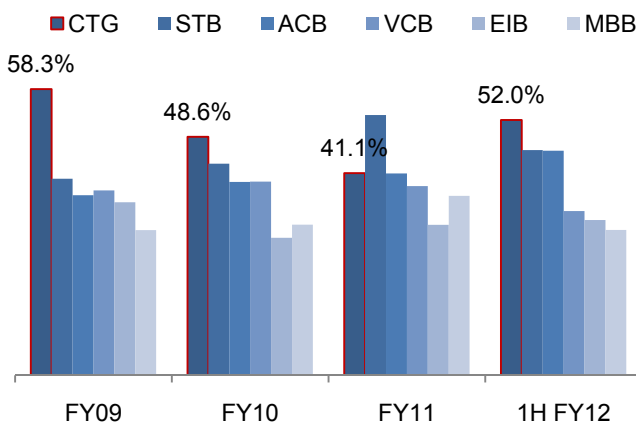


Nguồn: CTG, VCSC

**Biên lợi nhuận ròng cao nhờ hỗ trợ bởi nguồn vốn rẻ từ các cơ quan chính phủ và các tổ chức quốc tế.** Vốn tài trợ chiếm 9,1% tổng nguồn vốn năm 2011 của CTG; VND chiếm 84% và phần còn lại là ngoại tệ. Mối quan hệ tốt của CTG với các cơ quan chính phủ đã giúp CTG có được nguồn tiền gửi khoảng 20.000 tỷ đồng (5% tổng vốn huy động) từ Bảo hiểm Xã hội Việt Nam và các tổ chức khác như Tổng Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) và Bộ Tài chính. Hơn nữa, nỗ lực hợp tác quốc tế của CTG đã giúp ngân hàng có nguồn cung USD dài hạn với lãi suất ưu đãi khoảng 2-3%/năm. Ví dụ, năm 2011, Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) cho ngân hàng vay 130 triệu USD thời hạn 10 năm với lãi suất 3,96%/năm cho 5 năm đầu và thả nổi cho năm năm còn lại.

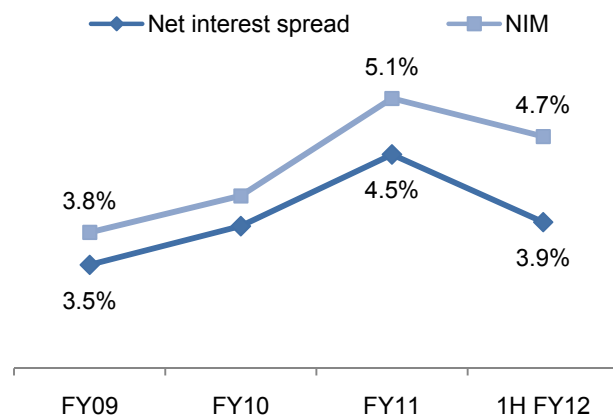
**Kiểm soát chi phí vẫn chưa được cải thiện nhiều.** Tỷ lệ chi phí trên lợi nhuận của ngân hàng (CIR) cao nhất trong nhóm các ngân hàng niêm yết (Hình 11a). 1H 2012, tỷ lệ CIR đạt mức 52%, xuất phát từ việc mở rộng nhiều chi nhánh. Ngân hàng đã tăng gấp đôi chi phí tài sản năm nay do mở các chi nhánh mới tại Lào và Đức.

Hình 11a: Tỷ lệ CIR so với các ngân hàng niêm yết



Nguồn: CTG, VCSC

Hình 11b: Biên LN ròng và chênh lệch LN ròng của CTG

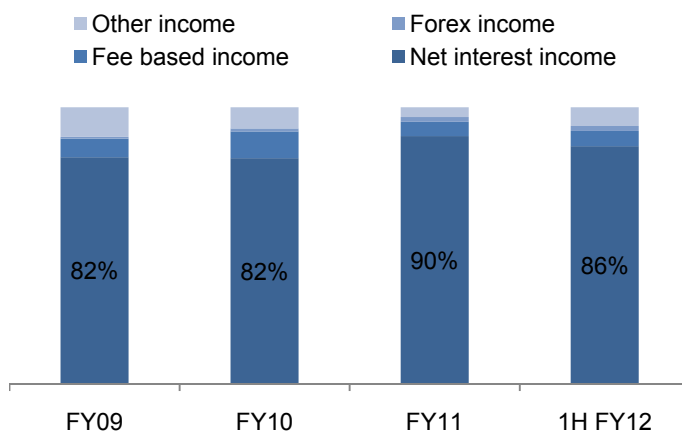


Nguồn: CTG, VCSC

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

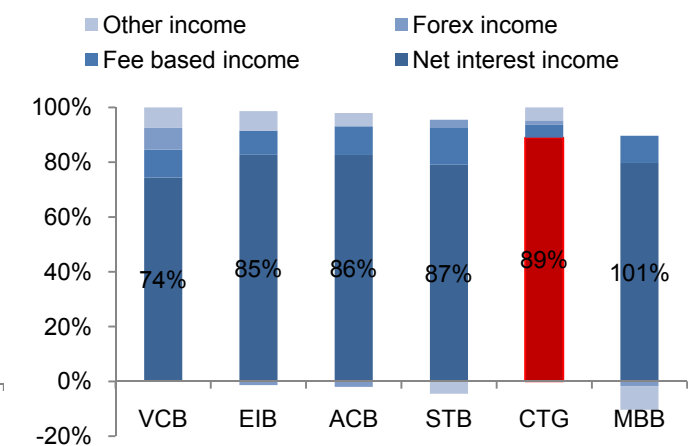
**Phụ thuộc nhiều vào thu nhập lãi thuần.** CTG phụ thuộc nhiều vào hoạt động cho vay truyền thống hơn các ngân hàng khác. Thu nhập lãi thuần chiếm 82% tổng thu nhập hoạt động từ năm 2009 đến năm 2011 (cao nhất đạt 90% trong năm 2011). Mức này cao hơn nhiều so với BIDV (77%) và VCB (72%) trong cùng thời kỳ. Do đó, lợi nhuận của CTG dễ bị ảnh hưởng bởi khả năng tăng trưởng tín dụng. Trong 6 tháng đầu năm, tín dụng của ngân hàng giảm 3,1%, so với mức 1% của toàn hệ thống. Tác động lên thu nhập 6 tháng đầu năm cho thấy – thu nhập lãi thuần giảm 4% so với cùng kỳ năm ngoái và lợi nhuận trước trích lập dự phòng giảm 9%. Phí dịch vụ, vốn đóng góp rất ít (14% thu nhập hoạt động) cũng giảm 14%.

Hình 12a: Tỷ lệ thu nhập hoạt động của CTG



Nguồn: CTG, VCSC

Hình 12b: Cơ cấu thu nhập so với các ngân hàng (năm 2011)



Nguồn: Các ngân hàng, VCSC

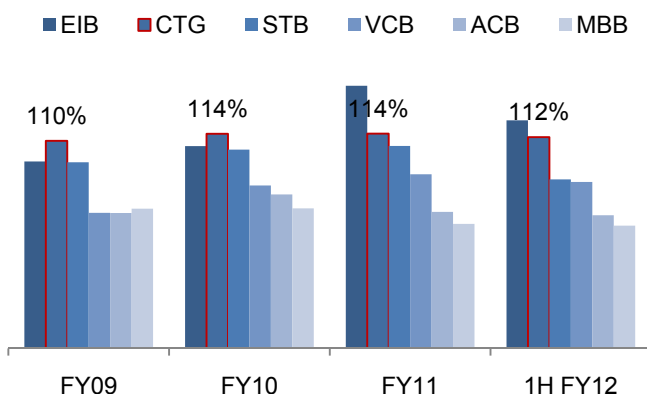
## Thanh khoản – LDR cao, mất cân đối cho vay-huy động USD

**Tỷ lệ dư nợ trên vốn huy động (LDR) luôn cao làm ảnh hưởng thanh khoản.** Vốn huy động từ khách hàng không theo kịp chính sách cho vay mạnh mẽ của ngân hàng. Tỷ lệ LDR luôn vượt quá 100% từ năm 2009 trong đó có những giai đoạn trong năm tăng cao nhất đến 130-140%. Rõ ràng tốc độ tăng trưởng huy động không theo kịp tốc độ tăng trưởng tín dụng – một điều kiện quan trọng cho tăng trưởng bền vững. Tỷ lệ LDR cao giúp cải thiện NIM và tăng thu nhập lãi thuần trong năm 2011. Tuy nhiên, điều này cũng làm CTG trở thành ngân hàng vay ròng liên ngân hàng và có khả năng rủi ro thanh khoản.

**Các khoản vay USD tăng quá nhanh dẫn đến mất cân đối cung – cầu.** Vốn huy động USD trong tổng vốn huy động từ khách hàng giảm từ 17,2% xuống 10,1% (từ năm 2009 đến 1H 2012). Mặt khác, các khoản vay USD tăng từ 12,3% lên 19,4% trong cùng thời kỳ. Thanh khoản USD yếu đã được cân bằng nhờ các khoản vay USD từ thị trường liên ngân hàng và hỗ trợ vốn từ các tổ chức quốc tế như IFC. Những nguồn này rõ ràng không đủ nên ngân hàng đã phải phát hành 250 triệu USD trái phiếu quốc tế hồi đầu năm nay. CTG đã phát hành thành công vào tháng 5/2012 với lãi suất coupon 8%/năm, lợi suất đáo hạn 8,25%/năm kỳ hạn 5 năm. Các nhà quan sát quốc tế cho rằng đáng nhẽ trái phiếu phải có lợi suất tầm 9-10%/năm ngang bằng với mức độ rủi ro của các Ngân hàng Mông Cổ.

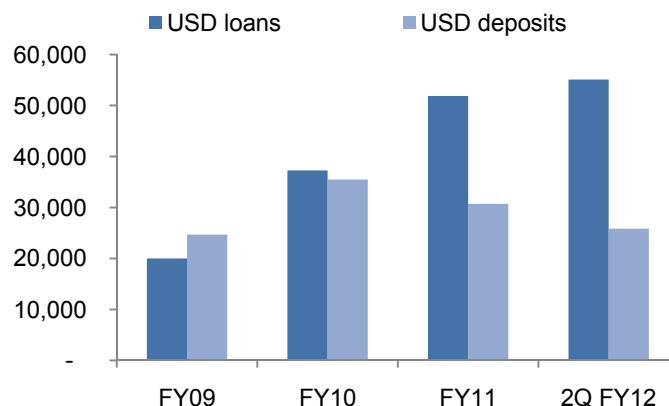
# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

Hình 13a: Tỷ lệ LDR của CTG so với các ngân hàng niêm yết



Nguồn: CTG, VCSC

Hình 13b: Chênh lệch các khoản vay và huy động USD



Nguồn: CTG, VCSC

## Dự phóng lợi nhuận

Dựa trên lợi nhuận 6 tháng đầu năm khá thất vọng và tình hình kinh tế khó khăn, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của ngân hàng sẽ giảm 16% so với 2011. Tăng trưởng tín dụng có thể thấp hơn mức dự báo là 9% và tăng trưởng vốn huy động có thể không đạt mục tiêu ban đầu là 12%. Biên lợi nhuận ròng của ngân hàng sẽ giảm xuống còn 4,6% do lãi suất cho vay cần giảm để nhiều khách hàng tiếp cận vốn hơn. Trong bối cảnh nợ xấu tăng, chúng tôi dự báo nợ xấu của ngân hàng sẽ tăng lên 1,5% sau khi xóa 1,5% khỏi tổng nợ vay.

**Tăng trưởng tín dụng.** CTG được NHNN phân loại là ngân hàng nhóm 1, cho phép trần tăng trưởng tín dụng 17%. Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ vẫn thận trọng trong hoạt động cho vay do lo ngại nợ xấu tiếp tục tăng. Hơn nữa, do khu vực tư nhân vẫn hấp thụ vốn yếu, chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng tín dụng 17% là gần như không thể. Chúng tôi cho rằng 9% là mục tiêu khả thi hơn do các ngân hàng thương mại nhà nước đi đầu trong việc hạ lãi suất cho vay xuống dưới 15%. Gần đây, CTG đưa ra một số gói khuyến mại cho doanh nghiệp và cá nhân với lãi suất hấp dẫn (gói 10.000 tỷ đồng cho các doanh nghiệp với lãi suất 8,95%/năm, gói 5.000 tỷ đồng cho nông nghiệp với lãi suất 10,99%/năm, gói 5.000 tỷ đồng cho cá nhân mua bất động sản với lãi suất 12%/năm).

**Tăng trưởng tài sản.** Tài sản tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2011 một phần do tăng trưởng 28% tài sản liên ngân hàng. Chúng tôi dự phóng tổng tài sản của CTG năm nay chỉ có thể tăng 4% do thị trường liên ngân hàng yên ắng. Trong giai đoạn 2013-2016, chúng tôi dự báo tăng trưởng tài sản hàng năm 8-15%.

**Tăng trưởng huy động.** Tăng trưởng huy động từ khách hàng của CTG tương đối yếu (1H 2012 giảm 2,8% so với cùng kỳ năm ngoái). Với mạng lưới chi nhánh rộng và các chương trình khuyến mại hấp dẫn, chúng tôi hy vọng huy động từ khách hàng của CTG có thể cải thiện 12% trong năm nay và duy trì tỷ lệ này trong giai đoạn 2012-2016.

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

Hình 14: Dự phóng một số chỉ tiêu tăng trưởng

	FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
Tăng trưởng tài sản	51%	25%	4%	8%	10%
Tăng trưởng tín dụng	44%	25%	9%	12%	12%
Tăng trưởng huy động	39%	25%	12%	12%	12%

Nguồn: CTG, dự báo của VCSC

**NIM sẽ dần giảm xuống.** Chúng tôi cho rằng NIM 5,1% của CTG trong 2011 có phần cao hơn thực tế. Để vượt trần lãi suất tiền gửi, một số ngân hàng ghi nhận chi phí lãi vay thành chi phí lệ phí qua đó làm tăng NIM. Việc này sau đó đã được NHNN chỉ đạo dừng lại. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM của ngân hàng sẽ giảm xuống theo đà giảm của lãi suất cho vay. Dự báo của chúng tôi là khoảng 4,6% trong năm nay và 4,2-4,5% trong giai đoạn 2013-2016.

Hình 15: Dự phóng một số chỉ tiêu lãi suất

	FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
Chi phí vay trung bình	7,1%	9,6%	7,7%	7,2%	6,7%
Biên LN gộp trung bình	10,9%	14,1%	11,6%	11,1%	10,6%
Chênh lệch LN ròng	3,9%	4,5%	3,9%	3,9%	3,9%
Biên LN ròng	4,1%	5,1%	4,6%	4,5%	4,4%

Nguồn: CTG, dự báo của VCSC

**Thu nhập từ phí.** Chúng tôi nhận thấy thu nhập từ phí năm nay không tăng trưởng –doanh nghiệp đối mặt với khó khăn trong bối cảnh tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2012 chỉ đạt 4,38%. Và trên thực tế, chúng tôi nhận thấy trong 6 tháng đầu năm chi phí giảm 14% so với cùng kỳ năm ngoái. Thu nhập từ hoạt động ngoại hối cũng giảm 1/3 do đồng VND ổn định từ hồi đầu năm. Chúng tôi dự báo thu nhập từ phí có thể bằng mức năm 2011 một khi vấn đề tăng trưởng tín dụng bớt căng thẳng và các dịch vụ thẻ của CTG cũng trở nên hấp dẫn hơn. Thu nhập từ phí dự báo sẽ tăng 5-10% trong giai đoạn 2013-2016 với hy vọng nền kinh tế dần hồi phục sau một năm khó khăn như năm 2012.

Hình 16: Dự phóng một số chỉ tiêu lợi nhuận

	FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	52%	66%	2%	3%	7%
Tăng trưởng thu nhập từ phí	121%	-20%	0%	5%	5%
Tăng trước LN trước dự phòng	96%	74%	-5%	11%	6%
Tăng trưởng LN ròng	32%	83%	-16%	17%	13%

Nguồn: CTG, dự báo VCSC

**Tỷ lệ CIR vẫn cao.** Dù tỷ lệ CIR dần cải thiện trong những năm qua, chúng tôi cho rằng ngân hàng vẫn cần phải chịu chi phí hoạt động cao hơn do mạng lưới chi nhánh rộng và lương nhân viên cao.

**Nợ xấu.** Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu là 1,5% sau khi đã xóa nợ khoảng 1,5% tổng dư nợ của ngân hàng. Chúng tôi hy vọng nợ xấu giảm xuống mức 1,3% vào năm 2016 do ngân hàng tiếp tục những nỗ lực cải thiện hoạt động quản lý rủi ro.

Do LLR 6 tháng đầu năm giảm, chúng tôi cho rằng chi phí trích lập dự phòng sẽ tiếp tục tăng lên

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

Hình 17: Dự phóng chất lượng tài sản

	FY10	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
Tỷ lệ nợ xấu	0.7%	0.8%	1.5%	1.5%	1.4%
Trích lập dự phòng/nợ xấu	180%	138%	81%	81%	85%

Nguồn: CTG, dự báo VCSC

## Định giá

Chúng tôi định giá CTG sử dụng phương pháp với tỷ trọng ngang nhau cho phương pháp thu nhập thặng dư và giá trị sổ sách. Chúng tôi xác định giá hợp lý cho CTG là 18.000 đồng.

Hình 18: Giá trị hợp lý trung bình theo tỷ trọng/cổ phiếu

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị (đồng)
Tiếp cận P/B	18.009	50%	9.004
Tiếp cận thu nhập còn lại	18.080	50%	9.040

## Mô hình thu nhập thặng dư

Mô hình thu nhập thặng dư của chúng tôi dựa trên dự báo lợi nhuận năm năm và tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn. Thu nhập thặng dư cho mỗi năm được tính bằng cách lấy lợi nhuận trừ chi phí trên vốn chủ sở hữu, chiết khấu về giá trị hiện tại.

Hình 19: Giả định thu nhập thặng dư

	FY12E	FY13E	FY14F	FY15E	FY16E	Cuối cùng
10-year VGB yield	11,0%	10,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,0%
Hệ số beta	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Phí rủi ro	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Chi phí vốn cổ phần thường	18,8%	17,7%	16,5%	15,4%	14,2%	13,2%
Giá trị sổ sách ban đầu (tỷ đồng)	28.490	33.725	39.831	46.737	55.294	
ROAE	18,4%	18,1%	17,3%	18,3%	19,4%	
COE	18,8%	17,7%	16,5%	15,4%	14,2%	
Thu nhập thuần (tỷ đồng)	5.236	6.106	6.906	8.557	10.748	
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	-290	-32	134	1.173	2.675	32.660
Tỷ lệ chiết khấu	1,19	1,40	1,63	1,88	2,14	1,86
Giá trị sổ sách ban đầu (tỷ đồng)	28.490					
Giá trị hiện tại của thu nhập còn lại (tỷ đồng)	1.650					
Giá trị hiện tại của giá trị sổ sách cuối cùng (tỷ đồng)	17.263					
Tổng giá trị (tỷ đồng)	47.403					
Số lượng cổ phiếu (triệu)	2.622					
<b>Giá mục tiêu 12 tháng (đồng)</b>	<b>18.080</b>					

## Phương pháp giá trị sổ sách

CTG hiện đang giao dịch tại mức P/B năm 2012 là 1,5 lần, cao hơn so với mức 1,3 lần của các ngân hàng khác. Giá cổ phiếu ngành ngân hàng gần đây giảm mạnh do một số yếu tố bất ổn nên chúng tôi sử dụng mức P/B trung bình 2 năm của ngành (1,4 lần) nhằm đảm bảo yếu tố khách quan. Đối với các ngân hàng niêm yết mà chúng tôi chưa lập mô hình định giá, chúng dựa trên kế hoạch kinh doanh 2012 của ngân hàng. Chúng tôi xác định giá mục tiêu

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

cho CTG là 18.000 đồng/cổ phiếu tương ứng với P/B mục tiêu là 1,4 lần và P/E mục tiêu là 8,0 lần.

Hình 20: Phương pháp giá trị sổ sách

Name	Giá hiện tại (đồng)	FY12 BVPS (đồng)	FY12 P/B (đồng)	FY12 EPS (đồng)	FY12 P/E (lần)	1H FY12 ROAE (%)	1H FY12 ROAA (%)
ACB	19.800	15.838	1,3	3.891	5,1	25,3	1,2
EIB	16.000	13.069	1,2	2.660	6,0	17,6	1,5
MBB	13.800	12.553	1,1	2.665	5,1	23,0	1,9
STB	20.000	12.044	1,7	2.025	9,9	18,2	1,8
VCB	25.200	18.469	1,4	2.461	11,2	11,9	1,2
Trung bình			1,3		7,3		
<b>CTG</b>	<b>19.400</b>	<b>12.863</b>	<b>1,5</b>	<b>2.255</b>	<b>8,6</b>	<b>14,3</b>	<b>1,0</b>

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

Hình 21: So sánh tương quan với các ngân hàng trong khu vực

Tên	Mã	Vốn chủ sở hữu (triệu USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Nợ xấu (%)	Biên LN ròng (%)
			12E	13E	12E	13E	12E	13E		
BANK OF BEIJING	601169 CH	10.161	5,6	5,0	0,9	0,9	17,0	16,6	0,3	2,8
HUAXIA BANK	600015 CH	9.452	5,3	4,7	0,8	0,7	15,9	16,3	0,6	3,1
BANK OF NINGBO	002142 CH	4.467	7,5	6,8	1,3	1,2	18,8	18,4	0,5	3,7
CHONGQING RURAL	3618 HK	3.639	4,8	4,3	0,7	0,7	16,6	16,3	1,2	3,9
BANK OF NANJING	601009 CH	3.684	6,2	5,4	1,0	0,8	16,7	16,9	0,5	3,3
<b>TRUNG QUỐC</b>			<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>17,0</b>	<b>16,9</b>	<b>0,6</b>	<b>3,4</b>
AXIS BANK	AXSB IN	8.217	11,7	9,9	2,1	1,7	19,6	19,6	1,0	3,3
CANARA BANK	CBK IN	2.834	4,5	3,9	0,7	0,7	18,2	18,2	N/A	2,4
INDUSIND BANK	IIB IN	2.782	19,9	15,5	3,4	2,8	19,8	19,8	0,9	3,6
YES BANK	YES IN	2.278	13,1	10,6	2,7	2,2	22,8	22,8	0,2	2,7
ORIENTAL BANK	OBC IN	1.223	5,4	4,5	0,6	0,6	12,8	12,8	3,2	2,7
<b>ẤN ĐỘ</b>			<b>10,9</b>	<b>8,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>18,7</b>	<b>18,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,9</b>
BANK DANAMON	BDMN IJ	5.924	14,2	12,4	2,0	1,8	14,7	15,0	2,0	9,6
BANK CIMB NIAGA	BNGA IJ	3.186	10,9	9,4	1,6	1,4	14,9	15,9	2,4	
BANK TABUNGAN	BTPN IJ	2.952	15,3	12,6	3,7	2,9	27,4	25,8	0,3	13,2
BANK INTERNASIONAL	BNII IJ	2.388	37,0	23,9	2,7	2,4	7,5	10,6	1,5	
BANK PAN	PNBN IJ	1.715	8,6	7,3	1,1	0,9	11,8	12,2	2,6	4,6
<b>INDONESIA</b>			<b>17,2</b>	<b>13,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>15,3</b>	<b>15,9</b>	<b>1,8</b>	<b>9,1</b>
AMMB HOLDINGS	AMM MK	6.116	12,6	11,7	1,7	1,6	14,1	14,1	2,4	2,3
RHB CAPITAL	RHBC MK	5.154	9,7	8,9	1,3	1,2	13,8	13,7	2,8	2,3
HONG LEONG	HLFG MK	4.192	11,1	9,9	1,6	1,4	14,7	14,4	N/A	1,4
ALLIANCE FINANCIAL	AFG MK	2.104	13,9	12,7	1,8	1,7	13,6	13,6	2,4	1,9
AFFIN HOLDINGS	AHB MK	1.685	9,5	9,0	0,9	0,8	9,7	9,7	0,0	2,1
<b>MALAYSIA</b>			<b>11,4</b>	<b>10,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
MCB BANK	MCB PA	1.744	7,9	7,4	1,7	1,5	21,9	21,1	10,0	
HABIB BANK LTD	HLB PA	1.466	6,2	5,5	1,2	1,0	18,6	18,4	9,3	
UNITED BANK	UBL PA	1.036	5,7	5,3	1,1	1,0	20,3	20,0	11,8	
NATIONAL BANK	NBP PA	858	4,5	4,2	0,6	0,6	13,4	14,1	N/A	5,8
BANK ALFALAH	BAFL PA	243	5,1	4,6	0,8	0,7	16,8	18,0	7,9	5,0
<b>PAKISTAN</b>			<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>18,2</b>	<b>18,3</b>	<b>9,8</b>	<b>5,4</b>
METROPOLITAN BANK	MBT PM	4.514	15,0	13,1	1,7	1,5	11,7	12,3	2,1	4,3
SECURITY BANK	SECB PM	1.752	12,4	11,2	2,1	1,8	19,2	18,3	0,8	5,0
UNION BANK	UBP PM	1.544	10,0	8,9	1,5	1,3	16,1	15,5	2,8	
CHINA BANKING	CHIB PM	1.448	10,4	9,9	1,4	1,3	13,5	14,0	3,0	
RIZAL COMMERCIAL	RCB PM	1.179	9,7	8,4	1,3	1,1	13,5	14,4	1,4	4,0
<b>PHILIPPINES</b>			<b>11,5</b>	<b>10,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>14,8</b>	<b>14,9</b>	<b>2,0</b>	<b>4,4</b>
BANK OF AYUDHYA	BAY TB	6.332	13,7	11,2	1,7	1,6	13,6	15,1	3,7	4,2
KRUNG THAI BANK	KTB TB	6.004	8,2	7,1	1,3	1,2	16,5	17,0	3,9	2,9
TMB BANK	TMB TB	2.187	14,0	12,8	1,2	1,2	9,2	9,1	5,6	2,5
THANACHART	TCAP TB	1.372	8,1	7,1	1,0	0,9	13,5	14,0	5,3	2,7
TISCO FINANCIAL	TISCO TB	920	8,2	7,0	1,6	1,4	20,7	21,6	0,9	2,8
<b>THÁI LAN</b>			<b>10,4</b>	<b>9,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>14,7</b>	<b>15,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>

Nguồn: Bloomberg. lưu ý: tỷ lệ nợ xấu = các khoản nợ xấu + tổng dư nợ + tài sản liên ngân hàng



## Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh	FY10	FY11	FY12E	FY13E	Bản cân đối kế toán	FY10	FY11	FY12E	FY13E
Thu nhập lãi	31.919	55.775	51.920	52.255	Tiền mặt	2.814	3.714	3.863	4.172
Chi phí lãi	-19.830	-35.727	-31.465	-31.135	Tiền gửi tại NHNN	5.037	12.101	11.142	12.033
Thu nhập lãi thuần	12.089	20.048	20.456	21.120	Cho vay các TCTD khác	50.961	65.452	45.843	34.502
Thu nhập từ dịch vụ	1.769	1.923	1.923	2.019	Chứng khoán KD	224	543	535	535
Chi phí từ dịch vụ	-333	-771	-771	-810	Chứng khoán KD	231	558	543	543
Lãi thuần dịch vụ	1.436	1.152	1.152	1.210	Dự phòng giảm giá	-7	-15	-8	-8
Lãi kinh doanh ngoại hối	158	383	345	345	Công cụ phái sinh	19	20	21	22
Lãi CK kinh doanh	-39	11	0	0	Cho vay KH	231.435	290.398	315.947	353.859
Lãi CK đầu tư	-260	-501	-212	128	Cho vay KH	234.205	293.434	319.843	358.224
Lãi từ HD khác	1.270	1.024	1.024	1.075	Dự phòng rủi ro	-2.770	-3.036	-3.896	-4.365
Thu nhập từ góp vốn	164	257	257	270	Chứng khoán đầu tư	61.586	67.449	76.153	84.698
Chi phí hoạt động	-7.197	-9.078	-10.359	-10.142	Sẵn sàng để bán	55.377	65.051	73.342	81.381
Lợi nhuận trước dự phòng	7.621	13.296	12.661	14.005	Giữ đến ngày đáo hạn	6.209	2.398	2.812	3.317
Chi phí dự phòng	-3.023	-4.904	-5.658	-5.843	Dự phòng giảm giá	6.209	2.400	2.840	3.368
Lợi nhuận trước thuế	4.598	8.392	7.003	8.162	Góp vốn, đầu tư dài hạn	2.093	2.924	3.020	3.473
Thuế	-1.184	-2.132	-1.751	-2.041	Vốn góp liên doanh	1.782	2.601	2.991	3.440
Lợi nhuận sau thuế	3.414	6.260	5.252	6.122	Đầu tư Cty liên kết	0	25	29	33
Cổ đông thiểu số	-9	-16	-16	-16	Đầu tư dài hạn khác	311	298	0	0
Lợi nhuận chủ sở hữu	3.405	6.244	5.236	6.106	Dự phòng giảm giá	0	0	0	0
					Tài sản cố định	3.298	3.746	3.787	3.839
Định giá	FY10	FY11	FY12E	FY13E	TS cố định hữu hình	2.206	2.548	2.438	2.317
Thu nhập/ cổ phiếu (VND)	1.805	2.722	2.255	2.008	TS cố định cho thuê TC	0	0	0	0
Giá trị sổ sách (VND)	11.977	14.083	12.863	13.097	TS cố định vô hình	1.092	1.198	1.349	1.522
P/E (x)	10,7	7,1	8,6	9,7	BDS đầu tư	0	0	0	0
P/B (x)	1,6	1,4	1,5	1,5	Tài sản khác	10.247	14.257	18.717	20.215
					<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>367.714</b>	<b>460.604</b>	<b>479.028</b>	<b>517.348</b>
Khả năng sinh lời	FY10	FY11	FY12E	FY13E	Nợ phải trả	349.340	431.906	445.095	477.309
Lãi biên ròng	4,1%	5,1%	4,6%	4,5%	Nợ CP và NHNN	43.220	27.294	14.395	18.418
Suất sinh lợi/ tài sản	10,9%	14,1%	11,6%	11,1%	Tiền gửi & vay TCTD khác	35.097	74.408	56.284	60.787
Chi phí vốn	7,1%	9,6%	7,7%	7,2%	Tiền gửi KH	205.919	257.274	288.147	322.725
Tỷ lệ chi phí/ thu nhập	48,6%	40,6%	45,0%	42,0%	Công cụ phái sinh	0	0	0	0
ROAE	22,2%	26,8%	16,8%	16,6%	Nguồn vốn khác	44.735	36.825	38.298	41.362
ROAA	1,1%	1,5%	1,1%	1,2%	Giấy tờ có giá	10.728	11.089	12.734	13.753
ROAA trước dự phòng	2,5%	3,2%	2,7%	2,8%	Các khoản nợ khác	9.641	25.016	35.237	20.266
					Vốn CSH	18.171	28.490	33.725	39.831
Tăng trưởng	FY10	FY11	FY12E	FY13E	Vốn của TCTD	15.262	22.173	28.161	32.356
Tăng trưởng tài sản	43,5%	25,3%	9,0%	12,0%	Quy của TCTD	572	1.476	2.261	3.177
Tăng trưởng huy động	38,8%	24,9%	12,0%	12,0%	Chênh lệch tỷ giá	119	300	300	300
					Chênh lệch đánh giá TS	0	0	0	0
Chất lượng tài sản	FY10	FY11	FY12E	FY13E	Lợi nhuận giữ lại	2.218	4.541	3.003	3.997
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,7%	0,8%	1,5%	1,5%	Lợi ích cổ đông thiểu số	202	208	208	208
Dự phòng/ NPL	180,0%	137,7%	81,2%	81,2%	<b>NỢ PHẢI TRẢ &amp; VỐN</b>	<b>367.713</b>	<b>460.604</b>	<b>479.028</b>	<b>517.348</b>
Dự phòng/ cho vay	1,2%	1,0%	1,2%	1,2%					
Chi phí dự phòng/ cho vay	1,3%	1,7%	1,8%	1,6%	Cơ cấu tiền gửi	FY10	FY11	FY12E	FY13E
NPL/ vốn CSH	8,5%	7,7%	14,2%	13,5%	Tiền gửi không kỳ hạn	20%	18%	18%	18%
					Tiền gửi kỳ hạn	76%	78%	78%	78%
Thanh khoản	FY10	FY11	FY12E	FY13E	Tiền gửi khác	4%	4%	4%	4%
Cho vay/ huy động từ KH	114%	114%	111%	111%					
Vay liên NH	15%	16%	11%	8%	Cơ cấu dư nợ	FY10	FY11	FY12E	FY13E
CAR	8%	11%	12%	12%	DN Nhà nước	39%	36%	36%	35%
Vốn CSH/ tài sản	5%	6%	7%	8%	DN Vừa và nhỏ	42%	46%	46%	46%
					Cá nhân	19%	18%	18%	19%

# Ngân hàng Công thương Việt Nam NĂM GIỮ

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phạm Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng Lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc Lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.