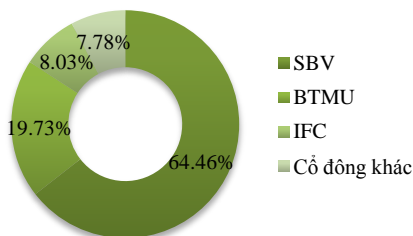


## **NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG)**

### **Lợi thế về vốn thông qua việc bán cổ phần cho Bank of Tokyo - Mitsubishi**

#### **Cơ cấu cổ đông**



#### **Thông tin cổ phiếu**

Giá 12/04/2013 (đồng):	19.200
Thấp nhất 52 tuần(đồng):	16.800
Cao nhất 52 tuần (đồng):	23.700
Vốn hóa (tỷ đồng):	50.338
SLCPLH:	2.621.754.537
P/E:	8,18
P/B:	1,20
EPS chặt (đồng):	2.346

Các chỉ tiêu cơ bản	2009	2010	2011	2012
Tổng TNHĐ (tỷ đồng)	9.684	14.859	22.374	21.962
+/- yoy (%)	11,4%	53,4%	50,6%	-1,8%
LNST (tỷ đồng)	2.573	3.436	6.244	6.152
+/- yoy (%)	42,6%	33,6%	81,7%	-1,5%
TTS (tỷ đồng)	243.785	367.731	460.604	503.606
+/- yoy (%)	25,9%	50,8%	25,3%	9,3%
VCSH (tỷ đồng)	12.572	18.201	28.491	33.633
+/- yoy (%)	1,9%	44,8%	56,5%	18,1%
Nợ xấu (%)	0,61%	0,66%	0,75%	1,47%
NIM (%)	3,52%	3,51%	4,72%	4,01%
ROAA (%)	1,2%	1,1%	1,5%	1,3%
ROAE (%)	20,7%	22,3%	26,7%	19,8%

Nguồn: VCBS tổng hợp

- Cập nhật KQKD 2012:** CTG đạt 6.152 tỷ đồng LNST (-1,5% y-o-y), trong đó hầu hết các nguồn thu đều sụt giảm, trừ thu nhập dịch vụ. CTG có sự thiếu hụt về nguồn vốn ngoại tệ khi tăng trưởng tiền gửi ngoại tệ không đủ cho nhu cầu vay, đồng thời NH không tăng đầu tư vào giấy tờ có giá nhiều trong 2012 như một số NH lớn khác.
- Nợ xấu (nhóm 3-5) của CTG tăng mạnh 122% y-o-y, kéo theo tỷ lệ nợ xấu tăng nhanh từ 0,75% trong năm 2011 lên 1,47% trong năm 2012. Ngoài ra, tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay khách hàng/nợ xấu của CTG trong 2012 là 75,1%, thấp hơn nhiều so với mức hơn 90% của VCB và MBB. Do đó, trong ngắn hạn, đây vẫn sẽ là một điểm CTG cần cải thiện để nâng cao tính cạnh tranh của mình.
- Kế hoạch 2013:** Trong Q1.2013, LNTT đạt 1.300 tỷ đồng, hoàn thành 15% kế hoạch. Đầu tư và cho vay giảm 1,1% so với đầu năm. Trong cả năm 2013, CTG dự kiến tăng trưởng tín dụng 12% theo hạn mức của NHNN giao, huy động tăng trưởng 8%, nợ xấu dưới 3%, tỷ lệ cổ tức 15%. LNTT dự kiến đạt 8.600 tỷ đồng (+5% y-o-y).
- Chúng tôi cho rằng CTG sẽ có thuận lợi về chi phí vốn trong năm 2013 thông qua việc bán cổ phần cho BTMU, từ đó NIM có khả năng được cải thiện. Do đó, mặc dù thu nhập dịch vụ và ngoại hối dự báo không được cải thiện, chúng tôi cho rằng CTG có khả năng hoàn thành được kế hoạch 2013 nếu hoạt động tín dụng của Ngân hàng tăng trưởng được sát với kế hoạch đặt ra. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý CTG cần tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản do rủi ro nợ xấu tiềm tàng từ một số tài sản có còn tương đối lớn. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu CTG tại thời điểm hiện tại.

**Quách Thùy Linh**  
+84 4 3936 6425 (ext. 120)  
qtlinh@vcbs.com.vn

**Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 4**

**Thông kê cổ phiếu** theo một số tiêu chí của VCBS  
cập nhật tại  
[www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp** cập nhật tại  
[www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

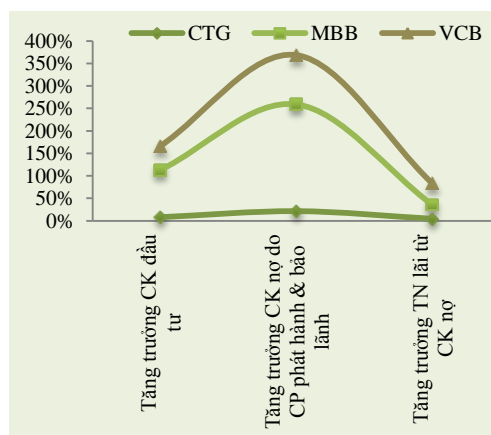
**Cập nhật KQKD 2012:** CTG đạt 6.152 tỷ đồng LNST (-1,5% y-o-y), trong đó hầu hết các nguồn thu đều sụt giảm, trừ thu nhập dịch vụ. CTG có sự thiếu hụt về nguồn vốn ngoại tệ khi tăng trưởng tiền gửi ngoại tệ không đủ cho nhu cầu vay, đồng thời CTG không tăng đầu tư vào giấy tờ có giá nhiều trong 2012 như một số NH lớn khác.

LNST của CTG đạt 6.152 tỷ đồng (-1,5% y-o-y), trong đó thu nhập lãi thuần giảm 8,1% y-o-y, thu dịch vụ tăng 10,9% y-o-y và thu nhập kinh doanh ngoại hối giảm 5,5% y-o-y. Thu nhập lãi giảm do hầu hết các nguồn thu lãi chính đều sụt giảm, ngoại trừ thu lãi từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán nợ tăng nhẹ 4,5% y-o-y và không đủ bù đắp cho sụt giảm khác. Thu nhập từ dịch vụ mặc dù tăng trưởng tốt nhưng là do chi phí dịch vụ được tiết giảm mạnh (-25,1% y-o-y) trong khi thu dịch vụ vẫn giảm 3,5% y-o-y. Ngoài ra, chi phí dự phòng rủi ro giảm 11,1% y-o-y cũng khiến LNST của CTG chỉ giảm nhẹ 1,5% so với 2011.

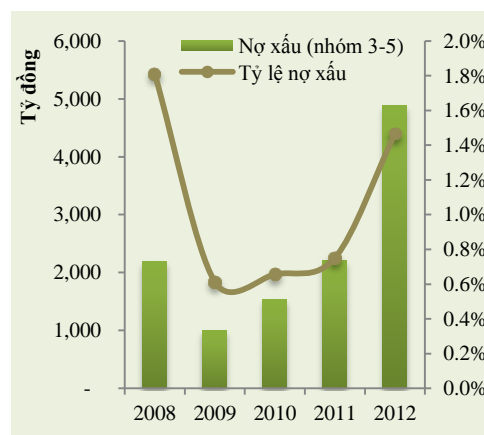
Trong năm 2012, chúng tôi cũng nhận thấy CTG có sự thiếu hụt về nguồn huy động USD. Cụ thể, trong khi cho vay khách hàng bằng ngoại tệ đạt 333.356 tỷ đồng trong 2012 (+13,6% y-o-y), tiền gửi khách hàng bằng ngoại tệ của CTG chỉ đạt 289.105 tỷ đồng (+12,4% y-o-y) và chưa đáp ứng đủ nhu cầu cho vay. Do đó, CTG đã phải phát hành 250 triệu USD trái phiếu quốc tế với lãi suất tương đối cao (8%/năm), khiến giấy tờ có giá bằng ngoại tệ tăng từ 11.089 tỷ đồng trong 2011 lên 28.669 tỷ đồng trong 2012 (+158,5% y-o-y). Ngoài ra, CTG cũng tăng mạnh vay liên ngân hàng bằng vàng và ngoại tệ từ 16.196 tỷ đồng trong năm 2011 lên 37.966 tỷ đồng trong năm 2012 (+134,4% y-o-y). Điều này có thể khiến chi phí vốn trung bình của CTG tăng lên, trong khi mặt bằng lãi suất cho vay vẫn liên tục phải điều chỉnh giảm, khiến cho NIM của CTG sụt giảm từ 4,72% trong 2011 xuống 4,01% trong 2012.

Ngoài ra, hoạt động đầu tư vào giấy tờ có giá của CTG không tăng trưởng mạnh như một số NH lớn khác như VCB hay MBB. Chứng khoán đầu tư của CTG chỉ tăng 8% y-o-y, trong đó trái phiếu chính phủ và chính phủ bảo lãnh tăng 21,4% y-o-y, trong khi con số này của VCB là 166,6% và 368,5%, của MBB là 113,2% và 258,9%. Do đó, nguồn thu nhập lãi từ kinh doanh và đầu tư CK nợ của CTG chỉ tăng nhẹ 4,5% y-o-y, thấp hơn nhiều so với mức tăng của VCB (+35,4% y-o-y) và MBB (+83,0% y-o-y). Điều này cũng khiến thu nhập lãi thuần của NH không được hỗ trợ nhiều từ nguồn thu này trong năm 2012 mặc dù diễn biến thị trường trái phiếu 2012 tương đối thuận lợi.

**So sánh một số chỉ tiêu của CTG, MBB, VCB (2012)**



**Tăng trưởng nợ xấu của CTG**



Nguồn: VCBS

**CTG cần nâng cao chất lượng tài sản và tăng cường quản trị rủi ro:** trong ngắn hạn, đây vẫn là một điểm CTG cần cải thiện để nâng cao tính cạnh tranh.

Như đã phân tích trong các báo cáo trước đây, chúng tôi cho rằng CTG cần cải thiện nhiều về chất lượng tài sản và tăng cường quản trị rủi ro do trong năm 2012: (1) dư nợ cho vay khối DNNN vẫn tăng 23,2% y-o-y, (2) dư nợ Vinalines vẫn còn hơn 2.000 tỷ đồng, (3) tổng dư nợ tái cơ cấu theo chỉ đạo của Chính phủ trong năm 2012 là khoảng 20.000 tỷ đồng (chiếm khoảng 4% tổng dư nợ của NH) và (4) tỷ lệ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp vẫn ở mức cao (chiếm 32,3% tổng danh mục chứng khoán đầu tư) và tăng nhẹ 3,5% y-o-y. Nợ xấu (nhóm 3-5) của CTG tăng mạnh 122% y-o-y, kéo theo tỷ lệ nợ xấu tăng nhanh từ 0,75% trong năm 2011 lên 1,47% trong năm 2012. Ngoài ra, tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay khách hàng/nợ xấu của CTG trong 2012 là 75,1%, thấp hơn nhiều so với mức hơn 90% của VCB và MBB. Do đó, trong ngắn hạn, đây vẫn sẽ là một điểm CTG cần cải thiện để nâng cao tính cạnh tranh của mình.

**Một số chỉ tiêu kế hoạch trong 2013:** tăng trưởng tín dụng 12% theo hạn mức của NHNN giao, huy động tăng trưởng

CTG dự kiến tăng trưởng huy động và tín dụng lần lượt là 8% và 12%, trong đó 12% là hạn mức do NHNN phân bổ. Đây cũng là hạn mức cao nhất trong hệ thống và dành cho các ngân hàng thuộc nhóm 1. Do vào cuối tháng 4, CTG sẽ nhận được 6.443 tỷ đồng từ việc bán 20% cổ phần cho Bank of Tokyo – Mitsubishi

8%, nợ xấu dưới 3%, tỷ lệ cổ tức 12%. LNTT dự kiến đạt 8.600 tỷ đồng (+5% y-o-y).

UFJ (BTMU), nên việc đặt mức tăng trưởng huy động thấp hơn tăng trưởng tín dụng trong năm 2013 là hợp lý. Điều này có thể giúp CTG giảm bớt chi phí vốn trong năm 2013.

CTG đưa ra kế hoạch lợi nhuận thận trọng với LNTT đạt 8.600 tỷ đồng (+5% y-o-y) và tỷ lệ cổ tức 2013 dự kiến chi trả là 12%. Tuy nhiên, trong Đại hội, Chủ tịch HĐQT của CTG cam kết mức cổ tức năm 2013 sẽ vượt kế hoạch và đạt ít nhất 15%. Nếu đạt được mức này thì tỷ lệ cổ tức của CTG trong 2013 cũng là tương đối hấp dẫn so với các NH lớn khác.

Chúng tôi đánh giá CTG có khả năng hoàn thành được kế hoạch lợi nhuận 2013 với những lí do được phân tích cụ thể dưới đây.

	2012 (tỷ VND)	2013 (tỷ VND)	+/- % 2012
<b>Tổng tài sản</b>	503.530	555.000	10%
<b>Dư nợ cho vay và đầu tư</b>	467.879	524.000	12%
<b>Dư nợ tín dụng</b>	333.356	450.000	12%
<b>Nguồn vốn huy động</b>	460.082	495.000	8%
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	33.625	52.000	55%
<i>Trong đó: Vốn điều lệ</i>	26.218	37.234	42%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	8.168	8.600	5%
<b>Tỷ lệ cổ tức</b>	16%	12%	
<b>Tỷ lệ an toàn vốn</b>	10,33%	>10%	
<b>ROE</b>	19,9%	15-18%	
<b>ROA</b>	1,7%	1,5%-1,8%	
<b>Tỷ lệ nợ xấu</b>	1,46%	< 3%	

Nguồn: CTG

**Lợi nhuận Q1.2013 và đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch:** LNTT đạt 1.300 tỷ đồng, hoàn thành 15% kế hoạch. Đầu tư và cho vay giảm 1,1% so với đầu năm. Chúng tôi cho rằng CTG có thể hoàn thành được kế hoạch với giả định NIM của NH sẽ được cải thiện trong 2013 do hỗ trợ từ nguồn vốn của BTMU.

Trong Q1.2013, CTG đạt 1.300 tỷ đồng LNTT, hoàn thành 15% kế hoạch (8.600 tỷ đồng). Tổng tài sản giảm 0,1%, đầu tư cho vay giảm 1,1% và nguồn vốn giảm 1% so với đầu năm. Đây cũng là xu hướng chung của các NH lớn khác và toàn ngành trong Q1. Với kết quả này, CTG sẽ cần đạt trung bình 2.433 tỷ đồng LNTT mỗi quý trong 3 quý còn lại của năm. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ được cải thiện dần trong các quý tới do (1) Q1 thường là thời điểm có mức lợi nhuận thấp nhất do yếu tố mùa vụ và (2) nguồn bổ sung lớn cho vốn huy động từ việc bán cổ phần cho BTMU sẽ được thanh toán vào cuối tháng 4. Đánh giá về tính khả thi của kế hoạch lợi nhuận 2013, chúng tôi cho rằng đây là thách thức lớn với CTG nhưng Ngân hàng có khả năng hoàn thành kế hoạch dựa trên các cơ sở sau:

- (1) Với đặc thù cơ cấu thu nhập chủ yếu tập trung vào hoạt động tín dụng, trong khi nguồn thu phí dịch vụ và kinh doanh ngoại hối chưa đóng góp nhiều, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận của CTG trong 2013 chủ yếu vẫn sẽ đóng góp bởi thu nhập lãi. Tuy nhiên, CTG dự kiến chỉ tăng tín dụng 12% trong năm 2013, thấp hơn so với 13,6% trong năm 2012. Điều này cho thấy để đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận 5% thì NIM phải được cải thiện trong năm 2013. Chúng tôi cho rằng khả năng này có thể xảy ra. Mặc dù hiện tại CTG cho biết NIM của NH vẫn tiếp tục giảm do phải giảm lãi suất cho vay đầu ra để cạnh tranh và giữ chân khách hàng, nhất là đối với những DN có chất lượng tín dụng tốt, chúng tôi cho rằng nguồn vốn có được từ việc bán cổ phần cho BTMU sẽ giúp CTG giảm bớt phần nào chi phí vốn và cải thiện NIM trong thời gian sắp tới. Như vậy, điều quan trọng là NH cần đạt được mức tăng trưởng tín dụng sát với kế hoạch đã đặt ra.
- (2) Đối với nguồn thu dịch vụ, CTG đã duy trì được mức tăng trưởng khá quan trọng 2012 (+10,9% y-o-y) nhưng là do tiết giảm chi phí dịch vụ, trong khi doanh thu dịch vụ vẫn giảm nhẹ. Như vậy, CTG vẫn chưa có động lực tăng trưởng thực sự cho nguồn thu này. Với hoạt động kinh doanh ngoại hối, NHNN vẫn tiếp tục cam kết mức giảm giá VND tối đa 3%, do đó cơ hội tăng trưởng của nguồn này cũng không cao. Trong lịch sử lợi nhuận của CTG, năm 2011 và 2012, lợi nhuận của NH có sự đóng góp lớn từ nguồn thu nhập khác, trong đó bao gồm một số khoản thu từ nợ xấu đã được xử lý tương đối lớn. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng khả năng này không xảy ra trong 2013 do diễn biến không thuận lợi của tình hình kinh tế chung hiện nay.

- (3) Về chi phí, trong năm 2012 CTG đã tiến hành cắt giảm chi phí tương đối mạnh, đặc biệt là chi phí lương, do đó lợi nhuận của NH không bị sụt giảm mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chi phí này sẽ không thể tiếp tục cắt giảm mạnh trong năm 2013, do đó việc CTG cải thiện chất lượng nợ để giảm bớt chi phí dự phòng sẽ là giải pháp để NH có thể giảm chi phí trong 2013.
- (4) Nhìn chung, chúng tôi cho rằng động lực chủ yếu cho tăng trưởng lợi nhuận của CTG trong 2013 là hoạt động cho vay và NIM được cải thiện trên cơ sở chi phí vốn giảm. Do đó, chúng tôi cho rằng CTG có khả năng đạt được kế hoạch 2013, tuy nhiên NH sẽ cần nỗ lực rất lớn trong việc tái cơ cấu chất lượng tài sản và tiếp tục tiết giảm chi phí.

***Quan điểm đầu tư: NẮM GIỮ***

Chúng tôi cho rằng CTG sẽ có thuận lợi về chi phí vốn trong năm 2013 thông qua việc bán cổ phần cho BTMU, từ đó NIM có khả năng được cải thiện. Do đó, mặc dù thu nhập dịch vụ và ngoại hối dự báo không được cải thiện, chúng tôi cho rằng CTG có khả năng hoàn thành được kế hoạch 2013 nếu hoạt động tín dụng của Ngân hàng tăng trưởng được sát với kế hoạch đặt ra. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý CTG cần tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản do rủi ro nợ xấu tiềm tàng từ một số tài sản có còn tương đối lớn. Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu CTG tại thời điểm hiện tại.



## **CAM KẾT**

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

## **ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG**

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp thông tin cập nhật kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## **CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

**Tầng 12, 17 tòa nhà Vietcombank  
198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

**<http://www.vCBS.com.vn>**

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116 Lầu 6, Tòa nhà Khánh Nguyên, số 63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200774/75/76; 38200799 - Số máy lẻ: 101-104
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812