

NH TM CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND24.700	Giá mục tiêu VND34.400	Tỷ suất cổ tức 0,00%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Tài chính
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	---------------------------

Ngày 25/11/2022

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

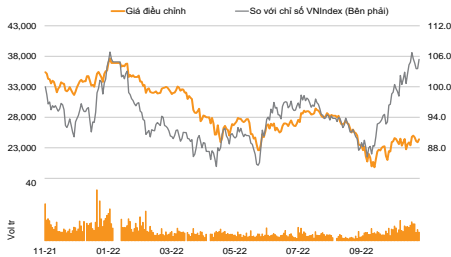
Consensus*: Mua:8 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 3,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm giá mục tiêu 5%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	37.650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19.800
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	127.009
Thị giá vốn (tỷ VND)	114.857
Free float (%)	5
P/E trượt (x)	7,4
P/B hiện tại (x)	1,1

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Kết quả kinh doanh tiếp tục khả quan

- Lợi nhuận (LN) ròng Q3/22 tăng trưởng mạnh 35,7% svck, nâng mức tăng trưởng 9T22 lên 13,7% svck và hoàn thành 77% dự phóng cả năm.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN ròng sẽ giảm tốc trong giai đoạn 2023-24 do NIM thu hẹp và chi phí dự phòng tăng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 34.400 đồng/cp.

KQKD Q3/22: NIM cải thiện và thu từ nợ xấu đã xử lý rủi ro tăng mạnh

LN ròng Q3/22 của CTG tăng 35,7% svck lên 3,3 nghìn tỷ đồng, với động lực chính đến từ việc NIM được cải thiện và thu từ nợ xấu đã xử lý rủi ro (XLRR) tăng mạnh. Trong 9T22, dư nợ cho vay tăng 10,1% sv đầu năm (+14,8% svck) với cho vay Bán lẻ và Khách hàng DN vừa và nhỏ (SME) tăng mạnh. NIM Q3/22 được cải thiện lên 3,10% (+15 điểm cơ bản sv quý trước và +31 điểm cơ bản svck), nâng NIM 9T22 tăng 2,92% (-17 điểm cơ bản sv). Đáng chú ý, thu từ nợ xấu đã XLRR trong 9T22 tăng 123% svck lên 4,3 nghìn tỷ và đóng góp lớn đến tăng trưởng LN. Về chi phí, CTG đã trích lập dự phòng 8,3 nghìn tỷ trong Q3/22 (+50% svck), nâng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) lên 222% vào cuối Q3/22. LN ròng 9T22 tăng 13,7% svck lên 12,6 nghìn tỷ, hoàn thành 77% dự phóng.

CASA cải thiện là điểm nhấn trong quý này

Trong bối cảnh thanh khoản hệ thống đang gặp căng thẳng, CTG đã tăng được CASA thêm 1,4% sv quý trước, qua đó đẩy tỷ lệ CASA tăng 55 điểm cơ bản lên 20,5%. Đây là một kết quả tích cực khi hầu hết các ngân hàng khác đã ghi nhận tỷ lệ CASA sụt giảm trong quý vừa rồi. Tính đến Q3/22, khách hàng DN chiếm 50% tỷ trọng CASA của CTG, theo sau là khách hàng Bán lẻ (34,5%) và định chế tài chính (15,5%).

Tăng trưởng LN ròng có thể giảm tốc trong giai đoạn 2023-24

Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay sẽ tiếp tục ở khoảng 10% trong 2023-24, thấp hơn một chút so với mức kỳ vọng của chúng tôi cho toàn hệ thống ở khoảng 11-12%. Chúng tôi dự báo NIM của CTG sẽ giảm về 2,80% trong 2023-24 từ mức 2,95% trong năm 2022, do chi phí vốn sẽ tăng đáng kể từ việc lãi suất huy động tăng mạnh. Về chất lượng tài sản, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ giảm nhẹ 1,9%/3,5% svck trong 2023-24, nhưng vẫn ở mức thận trọng khi so với nền cao trong 2022. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LN ròng của CTG sẽ tăng trưởng bình quân 14,1% trong 2023-24, giảm từ mức 17,5% trong 2022.

Giữ khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 34.400 đ/cp

Chúng tôi giảm P/B mục tiêu xuống 1,2 lần từ mức 1,6 lần trước đó để phản ánh những khó khăn sắp tới của ngành liên quan đến tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp, và chi phí dự phòng tăng. Cùng với phương pháp thu nhập thặng dư, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho CTG là 34.400 đồng/cp (-5% so với giá mục tiêu trước). Rủi ro giảm giá bao gồm (i) NIM thấp hơn kỳ vọng và (ii) nợ xấu cao hơn kỳ vọng do thị trường bất động sản gặp nhiều khó khăn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	41.788	47.439	48.853	51.728
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,1%	3,0%	2,8%	2,8%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	53.157	62.774	64.785	69.153
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(18.382)	(22.016)	(21.594)	(20.829)
LN ròng (tỷ)	14.089	16.557	18.249	21.535
Tăng trưởng LN ròng	2,7%	17,5%	10,2%	18,0%
EPS điều chỉnh	2.189	2.572	2.835	3.346
BVPS	19.343	22.788	26.086	29.967
ROAE	15,9%	16,4%	15,5%	16,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KẾT QUẢ KINH DOANH TIẾP TỤC KHẢ QUAN

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 34.400 đồng/cp

Chúng tôi ưa thích vị thế của CTG là một ngân hàng quốc doanh và việc ngân hàng đang cải thiện tốt các yếu tố cơ bản như cơ cấu cho vay (tỷ trọng cho vay Bán lẻ & SME cao hơn), thu nhập ngoài lãi (HDKD ngoại hối, banca) và huy động vốn (CASA). Trong 1 tháng trở lại đây, giá cổ phiếu CTG đã tăng 10,4%, vượt trội hơn so với chỉ số VN-INDEX giảm 6,6%. Từ đầu năm đến nay, CTG giảm 29,5% so với VN-INDEX giảm 37,5%. Với mức giá cổ phiếu hiện tại, CTG đang được giao dịch ở mức P/B hiện tại là 1,11 lần, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 1,39 lần.

Giá mục tiêu của chúng tôi được tính dựa trên trung bình của định giá từ thu nhập thặng dư và P/B mục tiêu ở mức 1,2 lần nhân với giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu năm 2023. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) NIM thấp hơn dự kiến và (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Tăng trưởng dài hạn						4,0%
<i>(tỷ đồng)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	109.515					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	22.433					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	48.331					
Giá trị vốn chủ sở hữu	180.279					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	4.806					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	37.513					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/ cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	37.513	18.757
Hệ số P/B (1,6 lần cho năm 2023)	50%	31.303	15.651
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			34.408

Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu làm tròn)

34.400

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 23/11/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu Vốn hóa (tiền nội tệ)	P/B (x) (tỷ đô)	P/E (x) 2022	P/E (x) 2023	Tăng trưởng kép EPS 3 năm (%)	ROE (%)		ROA (%)			
									2022	2023	2022	2023		
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	73.500	84.600	14,6	2,7	2,3	12,7	12,6	20,8%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	22.000	62.300	3,3	0,7	0,6	3,6	3,0	17,9%	22,0%	21,0%	3,7%	3,8%
VPBank	VPB VN	Khả quan	15.050	26.300	4,2	1,1	0,9	4,2	5,2	24,5%	23,4%	18,7%	3,5%	2,9%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	15.700	30.600	2,9	0,9	0,7	4,0	3,8	21,7%	25,6%	23,1%	2,7%	2,6%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	20.000	38.500	1,3	1,0	0,8	5,6	4,5	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	20.650	30.000	2,9	1,2	1,0	4,8	4,9	17,1%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%
Trung bình						1,3	1,0	5,8	5,7	20,7%	23,0%	20,9%	2,6%	2,6%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	24.700	34.400	4,6	1,1	0,9	7,2	6,5	18,3%	16,4%	15,5%	1,0%	1,0%

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

Q3/22: tốt hơn so với dự phóng của chúng tôi

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q3/22 – 9T22 (Đơn vị: tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q3/22	Q3/21	% svck	Q2/22	% sv quý trước	9T22	9T21	% svck	Dự báo		Nhận xét
									% năm 2022	% dự báo	
Thu nhập lãi	12.924	9.872	30,9%	12.013	7,6%	35.082	31.393	11,8%	44.049	80%	Cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ NIM tốt hơn
Thu nhập ngoài lãi	4.401	2.384	84,6%	3.928	12,0%	12.253	7.869	55,7%	15.098	81%	Cao hơn dự báo của VND nhờ HĐKD ngoại hối / thu từ nợ đã xử lý rủi ro tốt hơn
Tổng thu nhập HĐKD	17.324	12.255	41,4%	15.941	8,7%	47.335	39.261	20,6%	59.147	80%	
Chi phí hoạt động	(4.847)	(3.647)	32,9%	(4.272)	13,5%	(12.940)	(11.346)	14,0%	(19.519)	66%	CIR tốt hơn dự báo VND
Lợi nhuận trước dự phòng	12.477	8.609	44,9%	11.668	6,9%	34.395	27.915	23,2%	39.629	87%	
Chi phí dự phòng	(8.321)	(5.548)	50,0%	(5.883)	41,4%	(18.631)	(14.004)	33,0%	(18.545)	100%	Cao hơn dự báo VND do CTG tiếp tục thận trọng trong việc trích lập
Lợi nhuận trước thuế	4.157	3.061	35,8%	5.785	-28,2%	15.764	13.911	13,3%	21.084	75%	
Lợi nhuận ròng	3.338	2.460	35,7%	4.645	-28,1%	12.648	11.128	13,7%	16.361	77%	Tổng thể tốt hơn dự báo VND

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

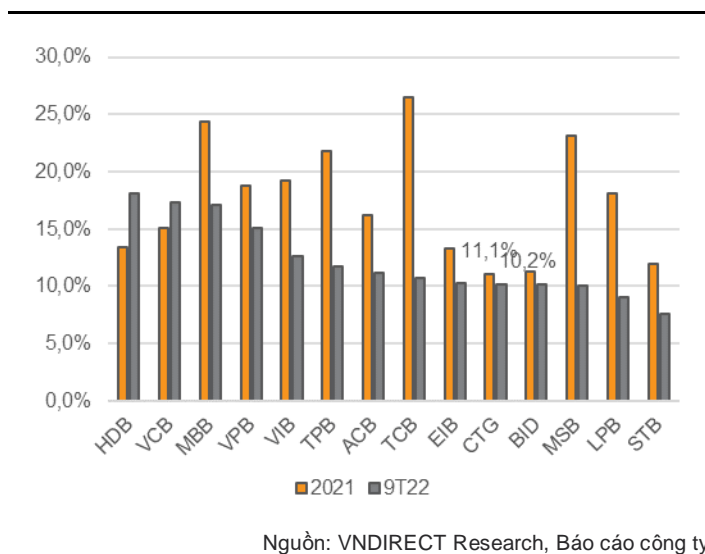
Hình 5: Các chỉ số chính của CTG theo quý

Các chỉ số chính	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q2/23
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	78%	79%	78%	82%	77%	81%	75%	72%	75%	75%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	22%	21%	22%	18%	23%	19%	25%	28%	25%	25%
NIM (dự phóng cả năm)	2,61%	3,00%	3,27%	3,28%	3,20%	2,79%	2,88%	2,62%	2,95%	3,10%
Cho vay / Tiền gửi (Thông tư 36)	87,3%	84,9%	86,5%	85,9%	85,2%	83,5%	83,1%	83,6%	83,5%	83,1%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,70%	1,87%	0,94%	0,88%	1,34%	1,67%	1,27%	1,25%	1,35%	1,42%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	81%	84%	132%	155%	129%	119%	180%	197%	190%	222%
Chi phí hoạt động / Tổng thu nhập HĐKD (CIR)	32,9%	32,6%	43,6%	27,2%	29,7%	29,8%	42,0%	27,2%	26,8%	28,0%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	0,95%	2,05%	0,28%	0,53%	2,72%	2,05%	1,58%	1,50%	1,91%	2,68%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	33,0%	62,6%	9,3%	14,3%	71,8%	64,4%	54,3%	43,2%	50,4%	66,7%
ROAA (trượt 12 tháng)	0,92%	0,89%	1,09%	1,38%	1,23%	1,20%	0,99%	0,83%	0,95%	0,97%
ROAE (trượt 12 tháng)	14,6%	14,0%	17,0%	21,2%	18,9%	18,5%	15,4%	13,1%	15,3%	15,8%

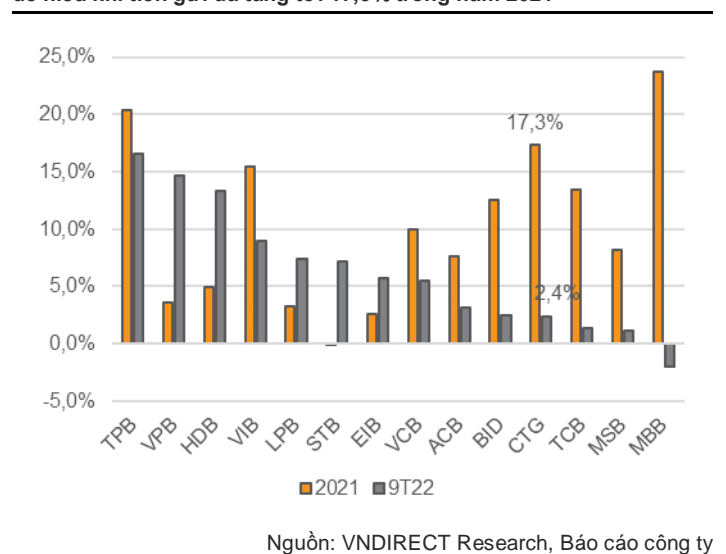
Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

Cho vay tăng trưởng tích cực, đặc biệt ở phân khúc Bán lẻ và SME

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng CTG đạt 10,2% sv đầu năm – ngân hàng gần như đã sử dụng hết hạn mức tín dụng cấp bởi NHNN



Hình 7: Tăng trưởng tiền gửi khách hàng của CTG đạt 2,4% sv đầu năm – thấp hơn so với phần lớn các ngân hàng khác tuy nhiên cũng để hiểu khi tiền gửi đã tăng tới 17,3% trong năm 2021



Tính đến cuối Q3/22, dư nợ cho vay của CTG tăng 0,5% sv quý trước và 10,1% kể từ đầu năm, tốt hơn mức tăng trưởng 6,8% trong 9T21. Tăng trưởng tín dụng trong 9T22 đạt 10,2%, đồng nghĩa với việc vẫn còn 0,5% dư địa tăng trưởng trong Q4/22 khi hạn mức tín dụng mới nhất của CTG là 10,7%. Hoạt động cho vay KH Bán lẻ và SME diễn ra hết sức mạnh mẽ khi dư nợ cho vay của hai phân khúc này tăng lần lượt 25,6% và 10,9% trong 9T22. Ở mặt khác, tăng trưởng cho vay kể từ đầu năm của nhóm DN FDI và DN lớn chỉ dừng lại lần lượt ở mức 4,1% và -2,1%. Nhìn chung, cơ cấu cho vay của CTG đã có sự chuyển dịch tích cực sang Bán lẻ và SME, với hai phân khúc này hiện chiếm lần lượt 36,8% và 26,5% tổng dư nợ. Nhóm DN lớn, DN FDI, và nhóm các khách hàng khác chiếm tỷ trọng còn lại lần lượt là 31,2%, 4,9%, và 0,6%.

Về huy động vốn, tiền gửi khách hàng của CTG giảm nhẹ 1,3% sv quý trước nhưng tăng 2,4% kể từ đầu năm, thấp hơn một chút so với trung bình ngành nhưng cũng dễ hiểu sau khi đã tăng trưởng mạnh 17,3% trong năm 2021. Các khoản nợ Chính phủ và NHNN cũng như tiền vay và tiền gửi từ các tổ chức tín dụng khác đã tăng đáng kể từ đầu năm lần lượt ở mức 196% và 68%, góp phần cân đối tăng trưởng tín dụng của CTG.

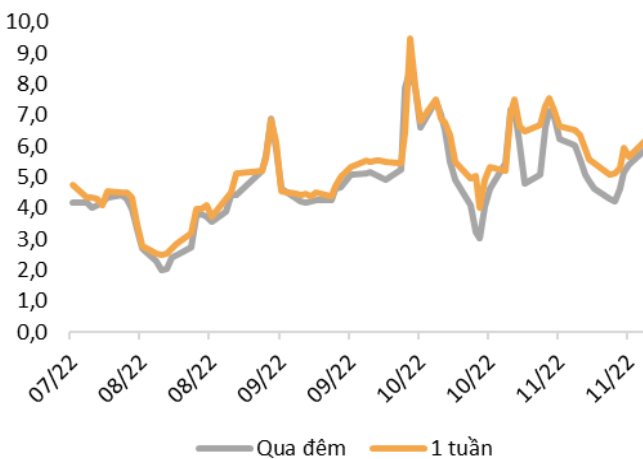
NIM tiếp tục được cải thiện so với Q2/22

Ngân hàng đã cải thiện NIM thêm 15 điểm cơ bản so với quý trước lên 3,10% trong Q3/22 (sau khi tăng 33 điểm cơ bản trong Q2/22 từ mức thấp 2,62% trong Q1/22). Theo quan điểm của chúng tôi, việc này được thúc đẩy bởi một số yếu tố sau: (i) nền NIM thấp do ngân hàng đã hỗ trợ lãi suất cho nhiều khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID, (ii) lợi suất cho vay tốt hơn nhờ tỷ trọng Bán lẻ/SME cao hơn, (iii) tỷ lệ CASA tăng và (iv) giống như các ngân hàng quốc doanh khác, CTG không tăng lãi suất huy động cho đến sau khi NHNN nâng lãi suất điều hành. Nhìn chung, NIM 9T22 đạt 2,92% (giảm 17 điểm cơ bản svck).

Như đề cập ở trên, CTG đã thành công trong việc nâng tỷ lệ CASA 35 điểm cơ bản kể từ đầu năm so với mức giảm ở hầu hết các ngân hàng. Cùng với việc lãi suất huy động và tỷ trọng giấy tờ có giá tăng nhẹ, chi phí vốn (COF) trong 9T22 đã tăng 18 điểm cơ bản svck. Trong khi đó, lợi suất sinh lời trên tài sản trong 9T22 giảm 5 điểm cơ bản svck, do việc giảm lãi suất cho những khách hàng ảnh hưởng bởi COVID tiếp tục từ nửa cuối năm 2021 cho tới Q1/22.

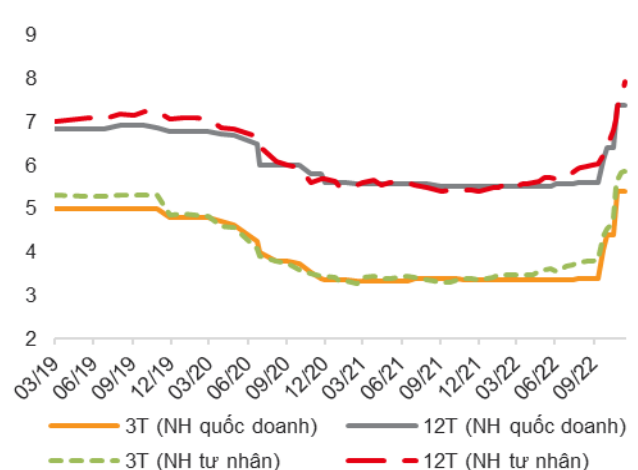
Chúng tôi cho rằng năm tới sẽ là một năm khó khăn với CTG (và ngành ngân hàng nói chung) từ góc độ về NIM. Việc lãi suất huy động tăng mạnh sẽ gây áp lực tăng đáng kể lên COF và áp lực giảm đối với NIM khi lãi suất cho vay khó có thể tăng đủ cao để bù đắp. Tuy nhiên, nếu CTG có thể tiếp tục chuyển dịch cơ cấu cho vay sang Bán lẻ/SME và đồng thời cải thiện CASA như đã làm trong năm nay, thì ngân hàng sẽ ở vị thế tốt để có thể giảm áp lực lên NIM.

Hình 8: Lãi suất liên ngân hàng đã tăng lên khoảng 5-6% – phản ánh căng thẳng thanh khoản (đơn vị: %)



Nguồn: NHNN, VNDIRECT Research

Hình 9: Lãi suất huy động đã tăng mạnh sau khi NHNN nâng lãi suất điều hành 200 điểm cơ bản trong 2 tháng vừa qua (đơn vị: %)



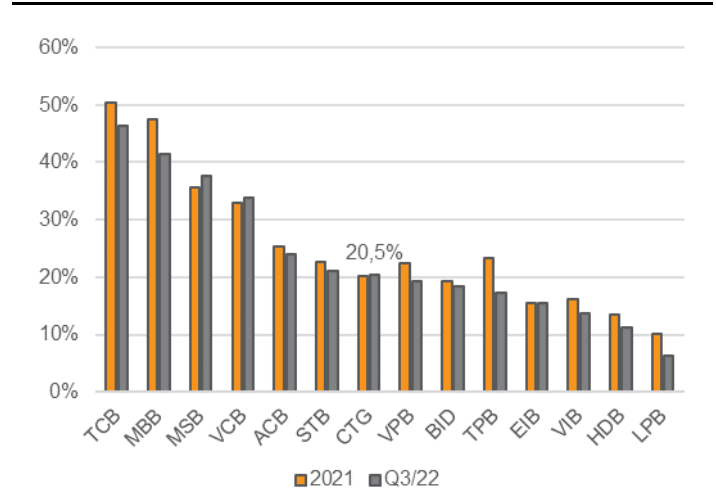
Nguồn: Websites các ngân hàng, VNDIRECT Research

Hình 10: CTG ghi nhận NIM 9T22 thấp hơn svck tuy nhiên điều đáng nói là NIM Q3/22 của ngân hàng đã tăng mạnh so với 6 tháng đầu năm (đơn vị: điểm cơ bản)

Ngân hàng	Asset yield	CoF	NIM
EIB	53	-64	113
MSB	64	-2	84
LPB	3	-62	72
HDB	52	-10	57
MBB	42	-16	57
VIB	28	4	24
VCB	14	-3	16
ACB	-23	-33	11
STB	-21	-16	10
BID	-32	-21	-12
CTG	-5	14	-18
TCB	0	19	-20
TPB	-47	-6	-39
VPB	-96	-22	-63

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 11: Tỷ lệ CASA của CTG tăng nhẹ trong 9T22

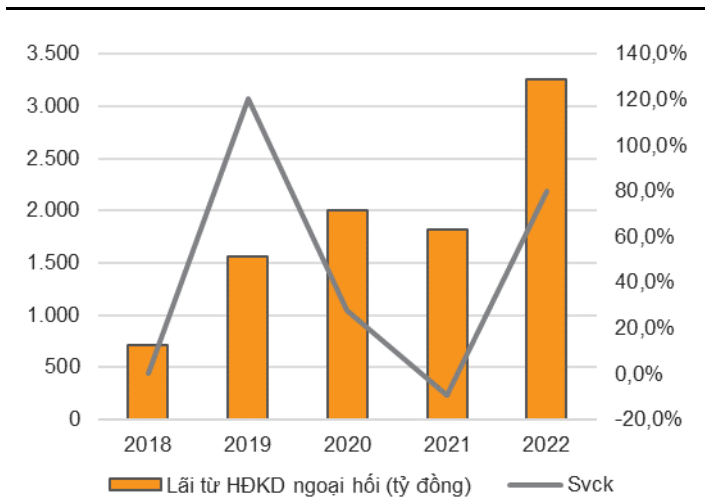


Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Thu từ nợ đã XLRR và lãi từ HĐKD ngoại hối đạt mức tăng trưởng ấn tượng trong 9T22

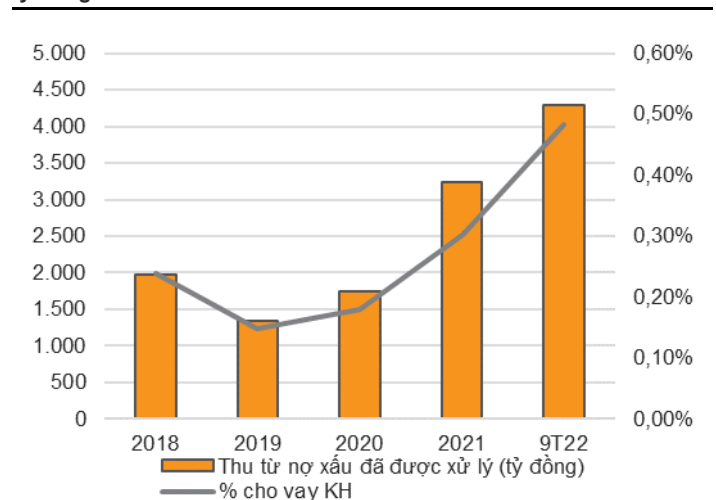
CTG đạt mức tăng trưởng thu nhập ngoài lãi đáng kể trong Q3/22 ở mức 84,6% svck, nhờ thu nhập từ hoạt động khác tăng 6 lần svck (chủ yếu bao gồm thu nhập từ thu nợ xấu đã XLRR) và lãi từ HĐKD ngoại hối tăng 69,1% svck. Thu nhập từ HĐ dịch vụ tăng trưởng vững chắc ở mức 26,9% svck. Trong 9T22, thu nhập ngoài lãi tăng 55,7% nhờ thu nhập từ hoạt động dịch vụ, lãi từ HĐKD ngoại hối, và thu nhập từ hoạt động khác lần lượt tăng 13,4%, 80,1% và 169,8%. Chúng tôi cho rằng thu nhập từ hoạt động khác trong 9T22 đã bao gồm khoảng 900 tỷ đồng phí trả trước từ thương vụ banca với Manulife. Lưu ý CTG đã lên kế hoạch ghi nhận phí trả trước đều trong 5 năm từ 2022 đến 2026. Tuy nhiên, ngân hàng chưa tiết lộ cụ thể mức phí là bao nhiêu.

Hình 12: HĐKD ngoại hối là một điểm sáng của CTG trong năm nay



Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

Hình 13: Thu từ nợ xấu đã XLRR tăng mạnh 123% svck lên tới 4,3 nghìn tỷ trong 9T22



Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

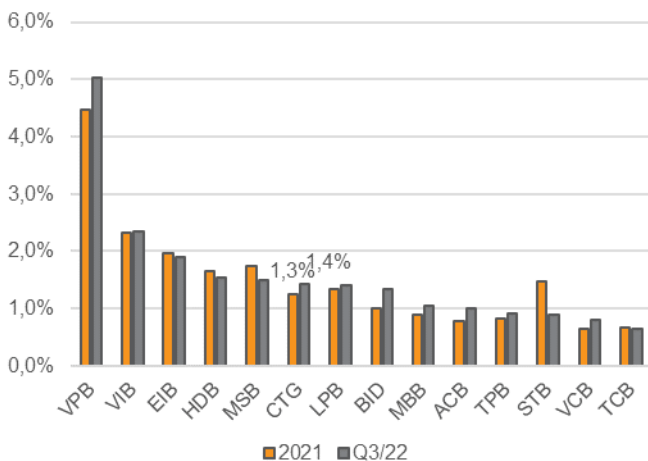
LLR đạt mức cao lịch sử mặc dù tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của CTG tăng nhẹ lên 1,42% vào cuối Q3/22 (+7 điểm cơ bản sv quý trước và +15 điểm cơ bản kể từ đầu năm). Tuy nhiên, tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ đã tăng đáng kể lên mức 1,80% (+55 điểm cơ bản sv quý trước và +74 điểm cơ bản kể từ đầu năm). Theo CTG, sự gia tăng của tỷ lệ nợ nhóm 2 chủ yếu là do việc phân loại lại nợ tái cơ cấu sau khi một số khách hàng đã trả đầy đủ theo lịch tái cơ cấu tuy nhiên ngân hàng vẫn tiếp tục theo dõi và phân loại ở nhóm 2.

Chi phí dự phòng trong Q3/22 tăng đáng kể lên mức 8,3 nghìn tỷ đồng (+50% svck), nâng tổng chi phí dự phòng 9T22 lên 18,6 nghìn tỷ (+33% svck) – cao hơn cả năm 2021 ở mức 18,4 nghìn tỷ đồng và tương đương với tỷ lệ chi phí dự phòng trên dư nợ cho vay là 1,54% (tăng so với 1,34% trong 9T21). Ở cuộc họp với nhà đầu tư gần đây, CTG đã chia sẻ ngân hàng dự kiến chi phí dự phòng cả năm 2022 sẽ cao hơn 5-10% so với 9T22.

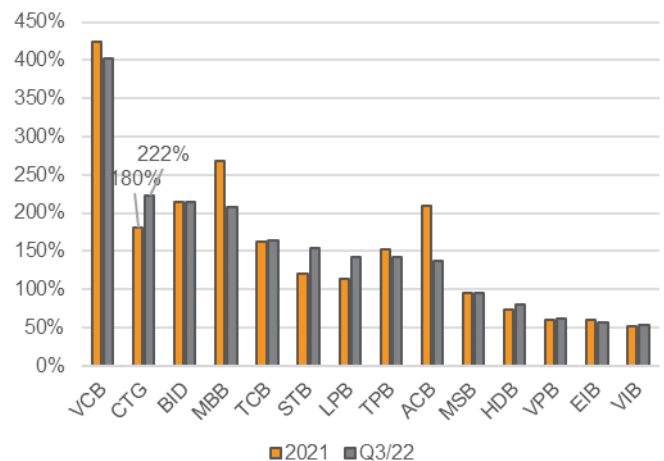
Với việc trích lập dự phòng thận trọng, LLR của đã tăng từ 190% vào Q2/22 lên mức cao lịch sử là 222% vào Q3/22, top 2 trong số các NHTM. Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ tiếp tục thận trọng trong việc trích lập dự phòng trong bối cảnh lo ngại về chất lượng tín dụng ngày càng gia tăng.

Hình 14: Tỷ lệ nợ xấu của CTG ở nhóm giữa



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 15: ... tuy nhiên, LLR đã ở top 2 trong hệ thống



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Triển vọng 2023-24: Tăng trưởng lợi nhuận sẽ giảm tốc do NIM thu hẹp và tăng trưởng thu nhập ngoài lãi sẽ chậm lại từ mức nền cao

Chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn 2023-24, CTG sẽ đạt được mức tăng trưởng tín dụng tốt ở khoảng 10%, thấp hơn 1-2% so với kỳ vọng của chúng tôi cho toàn hệ thống. Chúng tôi lưu ý rằng việc hệ số LDR ở mức cao (82,3% tính đến Q3/22) và hệ số CAR ở mức tương đối thấp (8,96% tính đến Q2/22) sẽ tạo nên những hạn chế nhất định lên khả năng tăng trưởng tín dụng của CTG.

Chúng tôi ước tính NIM của CTG sẽ giảm từ 2,95% trong năm 2022 xuống 2,80% trong giai đoạn 2023-24 do chúng tôi cho rằng ngân hàng không có quá nhiều dư địa để có thể bù đắp tác động đến từ lãi suất huy động và chi phí vốn tăng tăng mặc dù tỷ lệ CASA và tỷ trọng bán lẻ/SME vẫn đang dịch chuyển theo chiều hướng tốt.

Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi sẽ tăng 3,9%/9,4% svck trong giai đoạn 2023-24, giảm từ mức 34,9% trong năm 2022 chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng thu nợ xấu đã XLRR và tăng trưởng lãi từ HĐKD ngoài hối sẽ giảm từ mức nền cao cùng với việc năm 2023 sẽ không phải năm đầu tiên CTG ghi nhận một phần khoản phí trả trước từ thương vụ banca với Manulife.

Chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ được cải thiện về mức 31,5%/31,0% trong 2023-24 so với 32,0% của năm 2022 khi CTG tiếp tục cân bằng giữa việc đầu tư vào chuyển đổi số/marketing và việc cải thiện đòn bẩy hoạt động.

Về trích lập dự phòng, chúng tôi cho rằng CTG sẽ tiếp tục thận trọng tại thời điểm này. Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ vẫn duy trì trích lập dự phòng trên cho vay ở mức cao là 1,65%/1,45% trong 2023-24 so với 1,85% trong năm 2022. Với giả định này, chi phí dự phòng sẽ giảm 1,9%/3,5% svck xuống còn khoảng 21,6 nghìn tỷ/20,8 nghìn tỷ trong 2023-24 từ mức 22,0 nghìn tỷ trong năm 2022.

Nhìn chung, chúng tôi ước tính LN ròng của CTG sẽ tăng trưởng 10,2%/18,0% svck với ROE là 15,5%/16,0% trong giai đoạn 2023-24.

Hình 16: Các chỉ tiêu tài chính trên kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2022-2024 theo dự báo của chúng tôi

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019-21	CAGR 2022-24
Thu nhập từ lãi	33.199	35.580	41.788	47.439	48.853	51.728	12,2%	4,4%
Thu nhập từ phí thuần	4.055	4.362	4.961	5.556	6.111	6.722	10,6%	10,0%
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	1.564	2.000	1.812	3.262	3.262	3.589	7,6%	4,9%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	203	1.486	1.197	419	461	507	142,7%	10,0%
Thu nhập khác	1.497	1.929	3.398	6.097	6.097	6.607	50,6%	4,1%
Tổng thu nhập hoạt động	40.519	45.357	53.157	62.774	64.785	69.153	14,5%	5,0%
% tăng trưởng	42,4%	11,9%	17,2%	18,1%	3,2%	6,7%		
Chi phí hoạt động	15.735	16.069	17.186	20.088	20.407	21.437	4,5%	3,3%
% tăng trưởng	11,7%	2,1%	6,9%	16,9%	1,6%	5,0%		
Lợi nhuận trước dự phòng	24.785	29.288	35.971	42.686	44.377	47.715	20,5%	5,7%
% tăng trưởng	72,6%	18,2%	22,8%	18,7%	4,0%	7,5%		
Chi phí dự phòng	13.004	12.168	18.382	22.016	21.594	20.829	18,9%	-2,7%
% tăng trưởng	66,7%	-6,4%	51,1%	19,8%	-1,9%	-3,5%		
Lợi nhuận trước thuế	11.781	17.120	17.589	20.671	22.783	26.886	22,2%	14,0%
% tăng trưởng	79,6%	45,3%	2,7%	17,5%	10,2%	18,0%		
Lợi nhuận sau thuế	9.461	13.720	14.089	16.557	18.249	21.535	22,0%	14,0%
% tăng trưởng	79,4%	45,0%	2,7%	17,5%	10,2%	18,0%		

*CAGR = tăng trưởng kép

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

Hình 17: Các chỉ tiêu tài chính trên bảng cân đối kế toán giai đoạn 2022-2024 theo dự báo của chúng tôi

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019-21	CAGR 2022-24
Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng) "IEAs"	1.206.328	1.296.516	1.484.917	1.726.395	1.762.180	1.938.398	10,9%	6,0%
% tăng trưởng	7,1%	7,5%	14,5%	16,3%	2,1%	10,0%		
Dư nợ cho vay	935.271	1.015.333	1.130.668	1.249.388	1.368.080	1.504.888	10,0%	9,7%
% tăng trưởng	8,1%	8,6%	11,4%	10,5%	9,5%	10,0%		
Cho vay liên ngân hàng	129.389	102.533	149.265	261.214	156.729	172.401	7,4%	-18,8%
% tăng trưởng	-0,9%	-20,8%	45,6%	75,0%	-40,0%	10,0%		
Đầu tư chứng khoán	116.325	120.896	180.146	190.954	210.050	231.055	24,4%	10,0%
% tăng trưởng	7,8%	3,9%	49,0%	6,0%	10,0%	10,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBLs"	1.135.713	1.226.057	1.400.950	1.618.572	1.628.748	1.786.503	11,1%	5,1%
% tăng trưởng	8,0%	8,0%	14,3%	15,5%	0,6%	9,7%		
Tiền gửi khách hàng	892.785	990.331	1.161.797	1.205.945	1.326.540	1.459.194	14,1%	10,0%
% tăng trưởng	8,1%	10,9%	17,3%	3,8%	10,0%	10,0%		
Giấy tờ có giá	57.066	59.876	64.497	81.266	89.393	98.332	6,3%	10,0%
% tăng trưởng	23,5%	4,9%	7,7%	26,0%	10,0%	10,0%		
Tiền gửi của các ngân hàng khác	109.483	128.519	138.834	229.076	160.353	176.388	12,6%	-12,3%
% tăng trưởng	-1,7%	17,4%	8,0%	65,0%	-30,0%	10,0%		
Tiền vay NHNN	70.603	44.597	33.294	99.883	49.942	49.942	-31,3%	-29,3%
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	5.776	2.733	2.528	2.402	2.522	2.648	-33,8%	5,0%

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

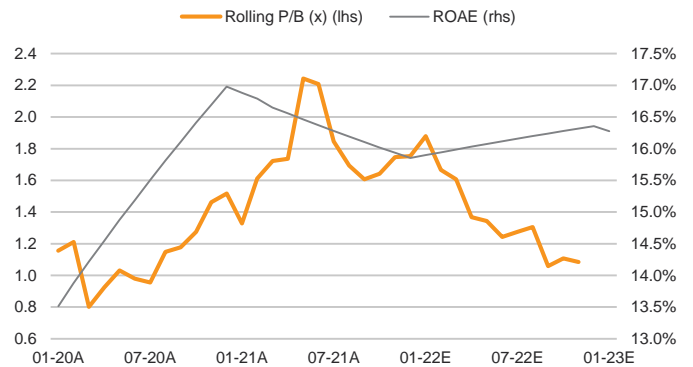
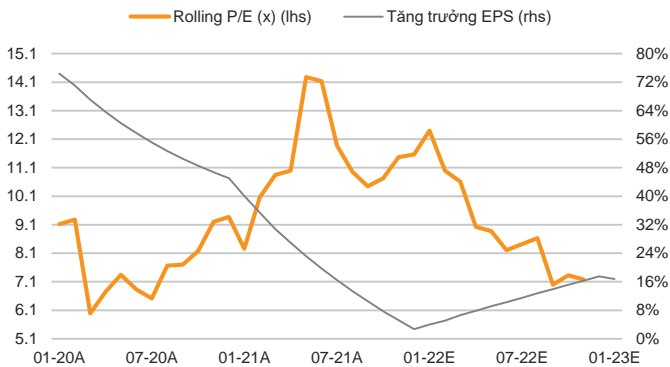
Hình 18: Dự báo các chỉ số chính

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tăng trưởng cho vay	8,1%	8,6%	11,4%	10,5%	9,5%	10,0%
Tăng trưởng tiền gửi	8,1%	10,9%	17,3%	3,8%	10,0%	10,0%
NIM	2,85%	2,84%	3,00%	2,95%	2,80%	2,80%
LDR	88%	86%	84%	82%	87%	87%
CAR	na	na	9,1%	8,9%	9,3%	9,4%
NPL	1,16%	0,94%	1,26%	1,33%	1,35%	1,32%
LLR	120%	132%	180%	216%	244%	269%

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

* LDR được tính bởi VNDIRECT RESEARCH và có thể khác với số từ CTG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	47.439	48.853	51.728
Thu nhập lãi suất ròng	15.334	15.932	17.425
Tổng lợi nhuận hoạt động	62.774	64.785	69.153
Tổng chi phí hoạt động	(20.088)	(20.407)	(21.437)
LN trước dự phòng	42.686	44.377	47.715
Tổng trích lập dự phòng	(22.016)	(21.594)	(20.829)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	20.671	22.783	26.886
Thuế	(4.031)	(4.443)	(5.243)
Lợi nhuận sau thuế	16.640	18.341	21.643
Lợi ích cổ đông thiểu số	(83)	(92)	(108)
LN ròng	16.557	18.249	21.535

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	1.249.388	1.368.080	1.504.888
Cho vay các ngân hàng khác	261.214	156.729	172.401
Tổng cho vay	1.510.602	1.524.808	1.677.289
Chứng khoán - Tổng cộng	190.954	210.050	231.055
Các tài sản sinh lãi khác	24.838	27.322	30.054
Tổng các tài sản sinh lãi	1.726.395	1.762.180	1.938.398
Tổng dự phòng	(36.042)	(45.216)	(53.850)
Tổng cho vay khách hàng	1.213.478	1.323.008	1.451.197
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.690.353	1.716.964	1.884.548
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	13.127	13.334	14.636
Tổng đầu tư	3.812	3.872	4.250
Các tài sản khác	67.025	68.080	74.725
Tổng tài sản không sinh lãi	83.964	85.286	93.610
Tổng tài sản	1.774.317	1.802.250	1.978.159
Nợ khách hàng	1.205.945	1.326.540	1.459.194
Dư nợ tín dụng	81.266	89.393	98.332
Tài sản nợ chịu lãi	1.287.211	1.415.932	1.557.525
Tiền gửi	328.959	210.295	226.330
Tổng tiền gửi	1.616.170	1.626.227	1.783.855
Các khoản nợ lãi suất khác	2.402	2.522	2.648
Tổng các khoản nợ lãi suất	1.618.572	1.628.748	1.786.503
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	45.452	47.271	46.665
Tổng nợ không lãi suất	45.452	47.271	46.665
Tổng nợ	1.664.024	1.676.019	1.833.168
Vốn điều lệ và	48.058	48.058	48.058
Thặng dư vốn cổ phần	9.491	9.491	9.491
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	33.857	45.080	58.277
Các quỹ thuộc VCSH	18.110	22.733	28.188
Vốn chủ sở hữu	109.515	125.361	144.012
Lợi ích cổ đông thiểu số	778	870	978
Tổng vốn chủ sở hữu	110.293	126.231	144.991
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.774.317	1.802.250	1.978.159

	12-22E	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	3,8%	10,0%	10,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	10,5%	9,5%	10,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	13,5%	3,0%	5,9%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	18,7%	4,0%	7,5%
Tăng trưởng LN ròng	17,5%	10,2%	18,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	15,9%	1,6%	9,8%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.445	3.797	4.481
BVPS (VND)	22.788	26.086	29.967
Cổ tức / cp (VND)	0	500	600
Tăng trưởng EPS	17,5%	10,2%	18,0%

Các chỉ số chính

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,0%	2,8%	2,8%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(32,0%)	(31,5%)	(31,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,3%	1,3%	1,3%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,4%	1,4%	1,4%
LN/ TB cho vay	1,9%	1,7%	1,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn			
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	97,1%	96,6%	96,6%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	6,2%	6,9%	7,1%
Chi phí cho các quỹ	3,5%	4,4%	4,7%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	2,9%	2,7%	2,7%
ROAE	16,4%	15,5%	16,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị ngành

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

KHUYẾN CÁO

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

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

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

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Vũ Thế Quân – Chuyên viên Phân tích

Email: quan.vuthe@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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