

**CTG – KHẢ QUAN**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 27/05/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	22.400
KLGD TB 10 ngày	7.292.612
Vốn hoá (tỷ đồng)	86.893
Số lượng CPLH	3.723.404.556

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Lương Văn Hoàn  
[lvhoan@vcbs.com.vn](mailto:lvhoan@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6990 ext 7186

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Kết quả kinh doanh:** Q1.2020, CTG ghi nhận LNTT đạt 2.974 tỷ đồng (-5,6% yoy). Ngân hàng vẫn ghi nhận sự tăng trưởng ở cả thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi. Sự suy giảm của lợi nhuận chủ yếu do ngân hàng thận trọng tăng cường trích lập dự phòng rủi ro.

**Triển vọng:** Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng tín dụng của CTG cải thiện ở giai đoạn cuối năm 2020 với trọng tâm tiếp tục là phân khúc bán lẻ và phân khúc SME. Ngân hàng cũng kiểm soát tốt chi phí hoạt động trong Q1.2020 và tỷ lệ CIR mục tiêu được BLĐ ngân hàng đưa ra ở mức 40%. Ngoài ra, CTG cũng nhận được những hỗ trợ từ phía các cơ quan quản lý trong quá trình tái cơ cấu.

**Rủi ro:** CTG bước đầu ghi nhận nợ xấu và nợ nhóm 2 gia tăng trong khi ngân hàng vẫn chưa hoàn thành trích lập trái phiếu VAMC. Chúng tôi cho rằng giai đoạn tăng cường trích lập xử lý nợ xấu sẽ kéo dài hơn so với kế hoạch cũ của ngân hàng. Cùng với đó, nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 nếu không thu được lãi trên thực tế thì ngân hàng cũng không được ghi nhận lãi dự thu khiến cho thu nhập lãi thuần suy giảm. Ngoài ra, CTG sẽ phải chịu rủi ro về chi phí vốn khi (1) ngân hàng phát hành trái phiếu thứ cấp làm tăng chi phí vốn và (2) tăng huy động để đảm bảo tỷ lệ LDR đáp ứng quy định tối đa 85% tại Thông tư 22/2019.

**Khuyến nghị:** CTG là ngân hàng có nguồn lực tốt và đang trong quá trình tích cực tái cơ cấu để làm lành mạnh chất lượng tài sản. Những khó khăn về vốn đang dần được tháo gỡ. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của CTG sẽ tăng lên mức cao hơn khi ngân hàng hoàn thành quá trình trích lập và xử lý nợ xấu. Với tiềm năng trong dài hạn của CTG, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu CTG là **25.679 đồng/cổ phiếu**, thời gian đầu tư khuyến nghị dài hạn.

Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	22.405	27.073	22.212	33.199	32.789
Thu ngoài lãi	4.057	5.547	6.234	7.320	7.548
Tổng thu nhập hoạt động	26.462	32.620	28.446	40.519	40.337
Chi phí hoạt động	12.871	15.070	14.084	15.735	14.857
Dự phòng rủi ro	5.022	8.344	7.803	13.004	14.547
Lợi nhuận trước thuế	8.569	9.206	6.559	11.781	10.933
NIM	2,7%	2,8%	2,0%	2,9%	2,7%
Số dư VAMC (sau trích lập)	6.541	580	11.197	6.192	4.644
ROE	11,8%	12,1%	8,1%	13,2%	10,9%
CIR	48,6%	46,2%	49,5%	38,8%	36,8%
CAR	10,4%	na	10,0%	9,3%	na
Tỷ lệ nợ xấu	1,0%	1,1%	1,6%	1,2%	2,4%
LLCR	102,3%	92,1%	95,3%	119,7%	80,4%
CASA	13,1%	15,3%	15,0%	16,4%	15,5%

Nguồn: CTG, VCBS tổng hợp

## KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2020 VÀ THÔNG TIN KHÁC

**Lợi nhuận Q1.2020 suy giảm nhẹ do ngân hàng chủ động tăng cường trích lập dự phòng.**

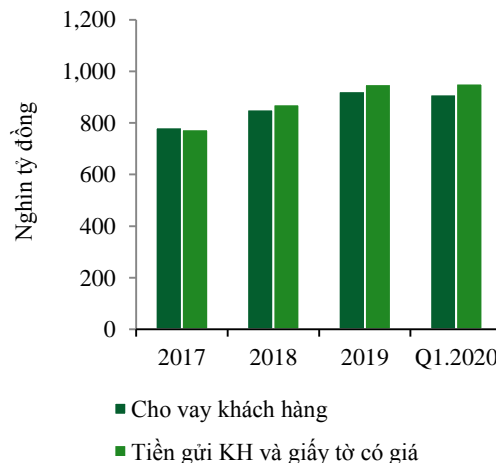
**Năm 2019, CTG ghi nhận LNTT đạt 11.781 tỷ đồng (+79,6% yoy).** Trong đó, tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng tốt chủ yếu đóng góp bởi sự tăng trưởng của thu nhập lãi thuần khi không còn khoản chi phí bất thường liên quan đến thoái lãi dự thu như trong năm 2018. Ngân hàng ghi nhận mức chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng trong năm ở mức 13.004 tỷ đồng (+66,7% yoy) và 2019 là năm đầu tiên trong kế hoạch tăng cường trích lập dự phòng nhằm cải thiện chất lượng tài sản.

**Kết thúc Q1.2020, CTG công bố mức LNTT đạt 2.974 tỷ đồng (-5,6% yoy).** Ngân hàng vẫn ghi nhận sự tăng trưởng ở cả thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi. Sự suy giảm của lợi nhuận chủ yếu do ngân hàng thận trọng khi tăng trích lập dự phòng rủi ro.

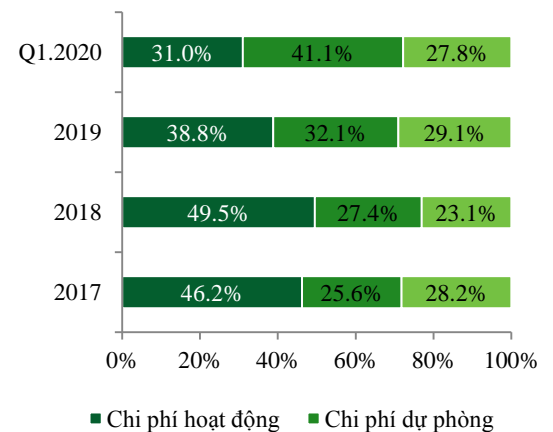
**Sự thận trọng của CTG thể hiện rõ trong việc giảm dư nợ cho vay khách hàng:** cụ thể, cho vay khách hàng đạt 911 nghìn tỷ đồng (-1,3% ytd). Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn không có nhiều biến động.

**Huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá ghi nhận mức 952 nghìn tỷ đồng (+0,3% yoy).** Trong đó, 896 nghìn tỷ đồng là tiền gửi của khách hàng (chiếm ~94% trên tổng huy động vốn), còn lại 57 nghìn tỷ đồng là giấy tờ có giá. Tỷ lệ CASA giảm xuống mức 14,3%. Huy động tiền gửi tăng lên trong khi dư nợ cho vay khách hàng suy giảm là do ngân hàng phải chịu áp lực từ sự sụt giảm nguồn vốn huy động từ các TCTD khác.

**Cho vay khách hàng- Huy động**



**Cơ cấu tổng thu nhập**



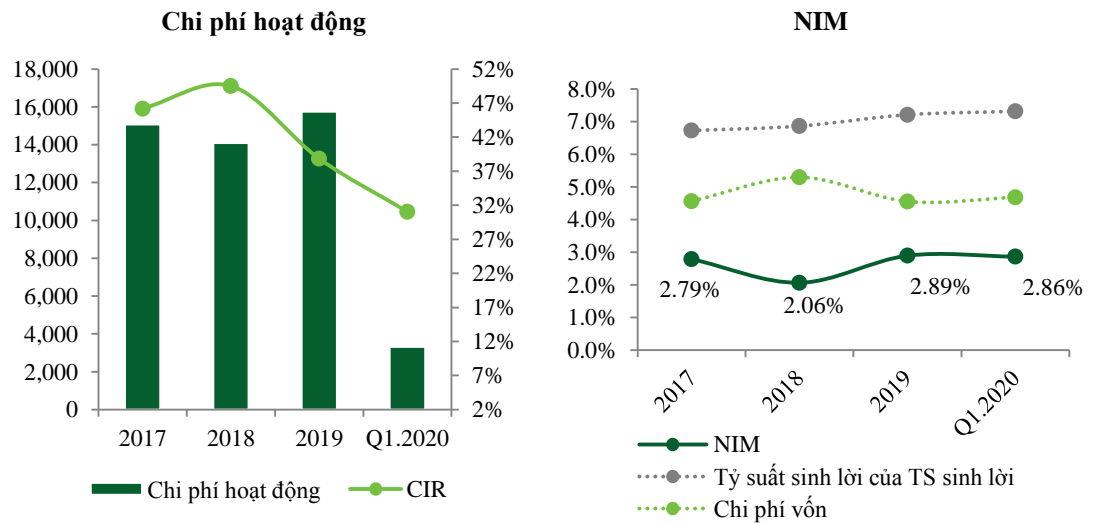
Nguồn: CTG, VCBS tổng hợp

**Tổng thu nhập hoạt động đạt 10.685 tỷ đồng (+ 10,9% yoy), bao gồm:**

- Thu nhập lãi thuần ghi nhận 8.418 tỷ đồng (+ 5,9% yoy và chiếm 79% tổng thu nhập hoạt động). NIM giảm nhẹ còn 2,86% so với mức 2,98% vào cuối năm 2019, trong đó tỷ suất tài sản sinh lãi tăng với tốc độ chậm hơn chi phí vốn, lần lượt đạt 7,31% và 4,68%.
- Thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi đạt 2.266 tỷ đồng (+34,7% yoy), mức tăng trưởng tốt có được chủ yếu do mảng mua bán trái phiếu kinh doanh và trái phiếu đầu tư của CTG có sự cải thiện rõ rệt. Lợi nhuận thuần từ 2 mảng hoạt động này đạt 428 tỷ đồng, gấp 9 lần cùng kỳ 2019. Ngoài ra, mức tăng trưởng ấn tượng của lợi nhuận ngoài lãi có phần dựa trên nền lợi nhuận thấp của Q1.2019.

**Chi phí hoạt động ghi nhận 3.310 tỷ đồng (+2,5% yoy).** CTG tiếp tục thắt chặt chi phí khi chi phí cho nhân viên chỉ ở mức 2.060 tỷ đồng (-3,6% yoy). Tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) của CTG liên tục cải thiện từ mức cao hơn trung bình ngành xuống mức thấp hơn trung bình ngành khi chỉ đạt 31% trong Q1.2020.

ROE trailing 4 quý của CTG đạt 12,5%, giảm nhẹ so với năm 2019 và cao hơn so với lịch sử hoạt động của ngân hàng. ROA trailing 4 quý của ngân hàng cũng đạt 0,78%, tương đương năm 2019.

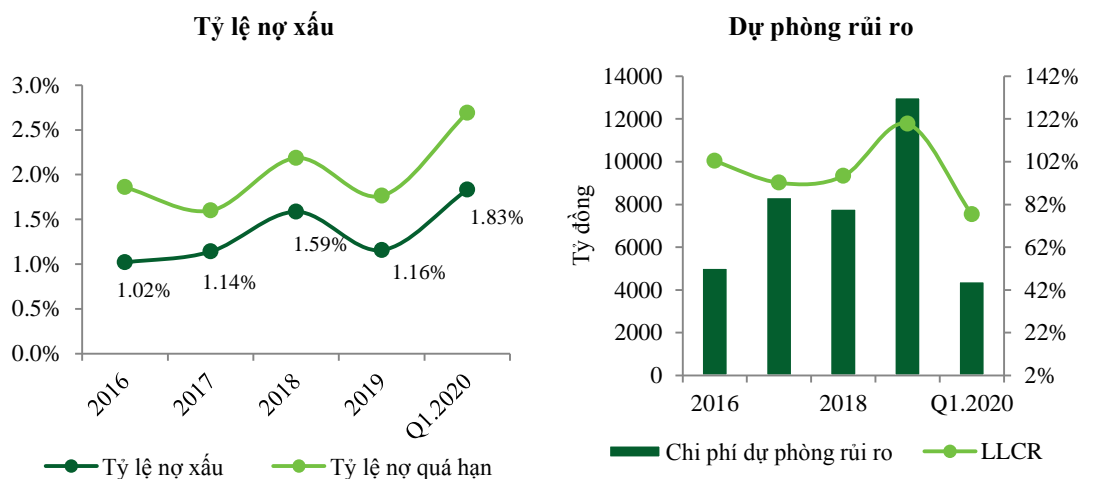


Nguồn: CTG, VCBS tổng hợp

**Nợ xấu nội bảng tăng trong Q1.2020 một phần bởi ngân hàng mua lại nợ từ VAMC.**

**Tỷ lệ nợ xấu ghi nhận 1,83%, tăng mạnh so với mức 1,16% năm 2019.** Dự nợ nhóm 3 – 5 ghi nhận 16.917 tỷ đồng (+56,4% yoy). Tỷ lệ nợ nhóm 2 – 5 tăng lên mức 2,69% từ mức 1,76% cuối năm 2019.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo ngân hàng, CTG đã mua lại nợ xấu từ VAMC trong Q1 và đưa số dư trái phiếu đặc biệt VAMC trước trích lập từ mức 12.781 tỷ đồng xuống còn khoảng 9.000 tỷ đồng. Nếu loại trừ số dư nợ mua lại từ VAMC thì tỷ lệ nợ xấu nội bảng của CTG ở vào khoảng 1,5%.



Nguồn: CTG, VCBS tổng hợp

Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (DPRR) được trích lập cho Q1.2020 là 4.392 tỷ đồng (+35,5% yoy), ngân hàng cũng đã sử dụng dự phòng rủi ro để xóa nợ lên tới 2.884 tỷ đồng. Số dư khoản mục DPRR trên bảng cân đối kế toán tăng nhẹ lên mức 13.078 tỷ đồng. Bên cạnh đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) ghi nhận 77%, giảm mạnh so với mức 120% cuối năm 2019.

Trong bối cảnh rủi ro nợ xấu tiềm ẩn do tác động của dịch bệnh, chúng tôi cho rằng những thận trọng của CTG là hợp lý. Tuy nhiên, tốc độ tăng của nợ xấu cao hơn trung bình ngành cũng là một dấu hiệu đáng lưu ý và cần theo dõi thêm ở các kỳ báo cáo sau.

**Tỷ lệ nợ xấu báo cáo có thể chưa phản ánh đầy đủ rủi ro có thể phát sinh:** theo Thông tư 01/2020/NHNN, các khoản nợ xấu thuộc các khách hàng có (1) doanh thu và thu nhập giảm do tác động của dịch Covid-19 và (2) thời hạn trả nợ gốc hoặc lãi từ ngày 23/01 đến tối đa 90 ngày sau khi Thủ tướng công bố hết dịch sẽ được tái cơ cấu và giữ nguyên nhóm nợ với thời hạn tối đa 12 tháng. Do đó, tỷ lệ nợ xấu thực chất của CTG nói riêng và hệ thống ngân hàng nói chung sẽ cao hơn mức công bố ở báo cáo tài chính Q1.2020.

**Cập nhật thông tin ĐHCD CTG ngày 23/05/2020:**

**Tăng vốn để đảm bảo hệ số an toàn vốn CAR:** CTG đã được chính phủ và NHNN thống nhất chủ trương giữ lại lợi nhuận giai đoạn 2017 – 2018 để phục vụ nhu cầu nguồn vốn theo thông tư 41 (Basel II) và ngân hàng có kế hoạch tiếp tục giữ lại lợi nhuận năm 2019. Ban lãnh đạo ngân hàng kỳ vọng sẽ có quyết định phê duyệt chính thức vào thời gian ngắn sắp tới khi có văn bản sửa đổi các vướng mắc từ Nghị định 91 và Nghị định 32 của chính phủ. Ngoài ra, CTG cũng có kế hoạch phát hành trái phiếu thứ cấp dài hạn để tăng nguồn vốn cấp 2 và thoái vốn tại các công ty con.

**Hoạt động xử lý nợ xấu bị gián đoạn trong Q1 sẽ được đẩy mạnh trở lại trong Q2:** trong quý đầu năm, hoạt động xử lý nợ xấu gặp nhiều khó khăn do tác động của dịch bệnh Covid-19. Ban lãnh đạo cho biết đã bắt đầu đẩy mạnh hoạt động xử lý nợ trong Q2.2020 và kỳ vọng có thể đưa tỷ lệ nợ xấu nội bảng giảm còn 1,5%

**Tiếp tục tập trung vào phân khúc khách hàng bán lẻ:** ngân hàng sẽ tiếp tục chuyển dịch theo hướng tăng mạnh tỷ trọng tín dụng bán lẻ và tín dụng doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME), giúp cải thiện lợi suất sinh lời của tài sản. Tỷ trọng khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm gần 55% trên tổng dư nợ của CTG trong năm 2019.

**Chỉ tiêu kế hoạch kinh doanh năm 2020:**

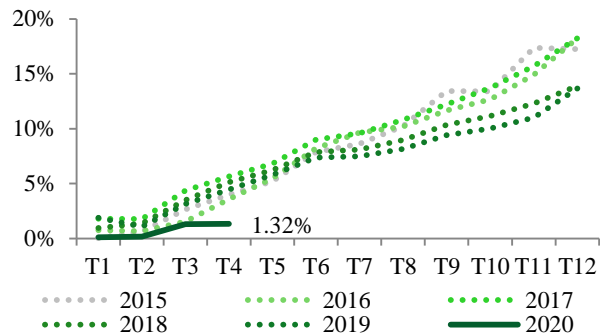
Chỉ tiêu	Thực hiện 2019	KH 2020
Tăng trưởng tín dụng	8,1%	4 – 8,5%
Tăng trưởng huy động từ dân cư và TCKT	8,9%	5 – 10%
Tỷ lệ nợ xấu	1,16%	≤2%
LNTT	11.781	Chưa có kế hoạch cụ thể

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO

**Ngành ngân hàng 2020.**

**Định hướng điều hành của NHNN tập trung vào chất lượng thay vì tăng dư nợ cho vay.** Bởi vậy tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ tăng thấp hơn so với giai đoạn 2015-2019. Chúng tôi kỳ vọng tín dụng toàn hệ thống tăng dưới 10% năm 2020 khi sẽ có những khó khăn trong việc tăng dư nợ cho vay mà vẫn giữ nguyên các tiêu chuẩn như giai đoạn trước.

**Tăng trưởng tín dụng toàn ngành (ytd)**



Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

**Rủi ro nợ xấu gia tăng:** theo báo cáo gửi chính phủ của ngân hàng nhà nước, dư nợ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19 là 2 triệu tỷ đồng, tương đương 23% dư nợ toàn hệ thống ngân hàng. Đến thời điểm cuối năm 2020, NHNN đưa ra ước tính về con số nợ xấu toàn ngành (bao gồm cả nợ bán cho VAMC và nợ được cơ cấu) sẽ tăng lên 3,2% với kịch bản dịch bệnh được kiểm soát trong quý 1 và 3,7% với kịch bản dịch bệnh được kiểm soát trong quý 2.

**Thời gian xử lý nợ xấu tùy thuộc vào sức khỏe nền kinh tế sau dịch bệnh:** thời gian kết thúc của dịch bệnh sẽ quyết định sức khỏe của nền kinh tế ở giai đoạn sau đó. Theo ước tính của VCBS, để dư nợ xấu toàn hệ thống về mức 1,5 – 2% như giai đoạn trước khi có dịch bệnh thì chỉ cần 1 – 2 năm với điều kiện kinh tế vĩ mô thuận lợi nhưng có thể cần tới 3 – 5 năm nếu như nền kinh tế gặp phải những trì trệ.

Việt Nam đang là điểm sáng về phòng chống dịch bệnh trên thế giới và được dự báo sẽ tiếp tục thu hút nguồn vốn FDI vào giai đoạn sau dịch bệnh, cộng với những tín hiệu khả quan về giải ngân đầu tư công và cải thiện môi trường đầu tư. Chúng tôi cho rằng nền kinh tế Việt Nam sẽ có những bước hồi phục tương đối nhanh trong năm 2021 ở kịch bản cơ sở.

**Cụ thể, chúng tôi đưa ra 2 kịch bản đối với ngành ngân hàng trong năm 2020 như sau:**

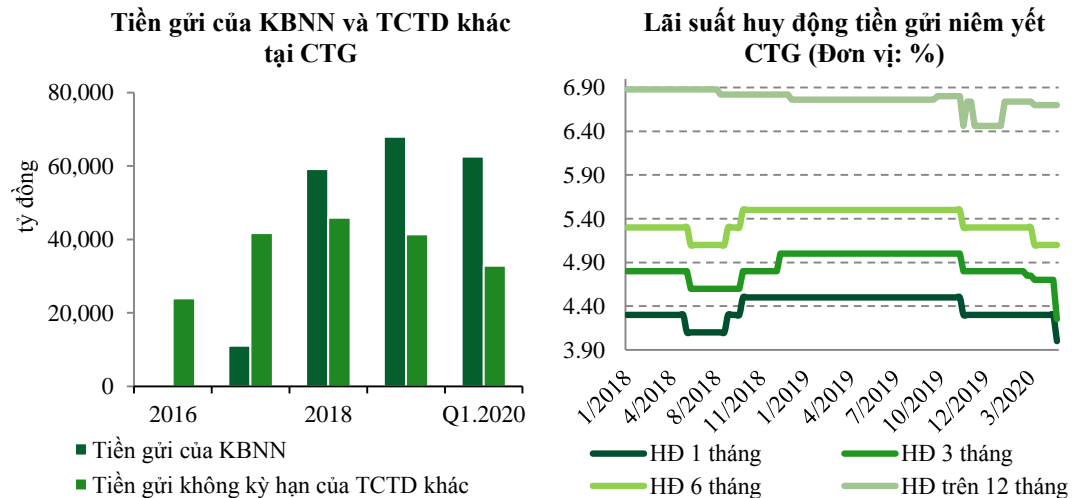
- Kịch bản cơ sở (50%): tổng lợi nhuận của các ngân hàng tăng nhẹ so với năm 2019 mặc dù bị ảnh hưởng ở cả 2 nguồn thu nhập chính là thu nhập lãi thuần và thu nhập dịch vụ. Nguồn thu nhập từ hoạt động xử lý nợ đã trích lập giảm xuống và hoạt động trích lập diễn ra mạnh mẽ hơn. Trong khi đó, nợ xấu sẽ gia tăng ở nhóm khách hàng bị ảnh hưởng trực tiếp và nhóm khách hàng có nền tảng tài chính yếu.
- Kịch bản kém khả quan (50%): tổng lợi nhuận của các ngân hàng chỉ giảm nhẹ so với năm 2019, tuy nhiên chất lượng tài sản của các ngân hàng bị ảnh hưởng ở nhiều khía cạnh bao gồm lãi phải thu, giá trị thị trường của tài sản bảo đảm và nợ xấu thực chất. Chất lượng tài sản suy giảm sẽ ảnh hưởng tới khả năng tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng ở các năm sau đó.

**Triển vọng CTG.**

**Các kỳ vọng chính cho triển vọng của CTG bao gồm:**

- (1) CTG được NHNN cấp “room” tăng trưởng tín dụng với 8,5% cho năm 2020. Tuy nhiên, dư nợ cho vay khách hàng của CTG giảm 1,3% trong Q1.2020. Trong bối cảnh kinh tế còn nhiều bất ổn, chúng tôi đánh giá cao những bước đi thận trọng của CTG để tránh việc tăng nợ xấu sau này. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng tín dụng của CTG có thể được cải thiện ở giai đoạn sau của năm 2020 với phân khúc trọng tâm tiếp tục là phần khúc bán lẻ và phân khúc SME (2 phân khúc chiếm 56% dư nợ cho vay của ngân hàng trong năm 2019).

- (2) Tiếp tục kiểm soát tốt chi phí hoạt động trong năm 2020. Tỷ lệ CIR mục tiêu cả năm được BLĐ ngân hàng đưa ra là 40%.
- (3) Do có nguồn vốn hạn hẹp hơn so với các ngân hàng khác cùng thuộc nhóm ngân hàng lớn, áp lực dành nguồn lực để hỗ trợ các doanh nghiệp khó khăn vì dịch bệnh của CTG cũng ít hơn các ngân hàng khác trong nhóm. Ưu tiên này cũng đã được thể hiện trong việc CTG giảm phí chuyển khoản với tỷ lệ ít hơn các ngân hàng này.
- (4) Phải dành nguồn lực để hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh nhưng CTG và ngành ngân hàng nói chung cũng được hưởng lợi từ 3 lần giảm trần lãi suất huy động của NHNN.
- (5) Lượng tiền gửi của KBNN tại CTG liên tục tăng từ mức xấp xỉ bằng không lên 32.852 tỷ đồng vào Q1.2020. Nguồn vốn lớn với lãi suất thấp từ KBNN có ý nghĩa tương tự như một khoản hỗ trợ trong giai đoạn tái cơ cấu của ngân hàng.



Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

### CTG sẽ phải đối mặt với một số rủi ro chung của ngành ngân hàng:

- (1) Rủi ro nợ xấu: CTG đã bước đầu ghi nhận nợ xấu và nợ nhóm 2 gia tăng trong khi ngân hàng vẫn chưa hoàn thành trích lập trái phiếu VAMC. Chúng tôi cho rằng giai đoạn tăng cường trích lập xử lý nợ xấu sẽ kéo dài hơn so với kế hoạch cũ của ngân hàng. Cùng với đó, nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 nếu không thu được lãi trên thực tế thì ngân hàng cũng không được ghi nhận lãi dự thu khiến cho thu nhập lãi thuần của CTG và hệ thống ngân hàng có thể giảm xuống.
- (2) Rủi ro thanh khoản: rủi ro thanh khoản có thể xảy ra đối với toàn ngành ngân hàng khi có những thông tin bất lợi kích hoạt tâm lý sợ hãi của người gửi tiền. Tuy nhiên rủi ro này rất thấp và CTG có thể được hỗ trợ tháo gỡ từ NHNN.
- (3) Rủi ro về chi phí vốn: CTG có thể phải chịu rủi ro về chi phí vốn khi (1) ngân hàng phát hành trái phiếu thứ cấp dài hạn làm tăng chi phí vốn và (2) tăng huy động để đảm bảo tỷ lệ LDR đáp ứng quy định tối đa 85% tại Thông tư 22/2019.

## ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng đạt 7,8% và tăng trưởng huy động huy động đạt 8,8%
- (2) Lợi suất sinh lời của tài sản sinh lãi năm 2020 giảm từ 7,16% xuống 7% trong khi chi phí vốn thay đổi không đáng kể.
- (3) Tỷ lệ nợ xấu thời điểm cuối năm là 2,36% (tăng 1,2% so với năm 2019).
- (4) Tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu đạt 80% (giảm 39% so với năm 2019).

Như vậy, chúng tôi ước tính CTG có thể đạt **10.933 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong năm 2020 (-7,2% yoy)** tương đương EPS đạt 2.349 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 22.289 đồng/cổ phiếu. Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	Tăng trưởng	2020F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	22.212	33.199	49,47%	32.789	-1,24%
Tổng thu nhập hoạt động	40.519	40.337	-0,45%	45.492	12,78%
Dự phòng rủi ro	-7.803	-13.004	66,65%	-14.547	11,87%
Lợi nhuận trước thuế	6.559	11.781	79,63%	10.933	-7,20%
ROE	8,09%	13,18%		10,95%	

Nguồn: VCBS ước tính

### Phương pháp P/B:

Chúng tôi sử dụng mẫu so sánh là các ngân hàng có nhiều điểm tương đồng với CTG để thực hiện việc định giá:

Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Vốn hóa	P/E	P/B	ROE
BIDV	BID	146.804	17,5	2,0	13%
Techcombank	TCB	60.027	6,0	1,0	18%
VPBank	VPB	51.924	6,5	1,2	21%
MBBank	MBB	38.342	4,8	1,0	22%
Ngân hàng Á Châu	ACB	33.255	6,0	1,2	25%
<b>Trung vị</b>				<b>1,10</b>	
	CTG				13%

Sử dụng số nhân P/B trung vị ngành 1,10x, mức định giá hợp lý của CTG là 24.593 đồng/cổ phiếu

### Phương pháp thu nhập thặng dư (RI)

**Chiết khấu giá trị thặng dư với lợi suất yêu cầu VCSH 13,96%:**

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Vốn chủ sở hữu cuối kỳ	76.793	82.990	91.464	101.270	111.329	124.955	142.227
Lợi nhuận của cổ đông cty mẹ	5.275	9.461	8.746	10.864	12.573	17.670	22.242
Lợi nhuận yêu cầu		10.720	11.585	12.768	14.137	15.542	17.444
<b>Thu nhập thặng dư</b>		<b>-1.259</b>	<b>-2.839</b>	<b>-1.904</b>	<b>-1.565</b>	<b>2.128</b>	<b>4.798</b>



Giá trị hiện tại của Terminal Value	27.512
Tổng giá trị hiện tại	99.661
Số lượng CPLH (triệu cp)	3.723
<b>Giá cổ phiếu CTG</b>	<b>26.766</b>

**Kết hợp các phương pháp định giá:** mức giá hợp lý 25.679 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI với tỷ trọng cân bằng. Giá hợp lý cho cổ phiếu CTG là 25.679 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	<b>24.593</b>	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	<b>26.766</b>	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>25.679</b>	

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Khuyến nghị: KHẢ QUAN**

CTG là ngân hàng có nguồn lực tốt và đang trong quá trình tích cực tái cơ cấu làm lành mạnh chất lượng tài sản. Những khó khăn về vốn đang dần được tháo gỡ và CTG cũng nhận được những sự hỗ trợ nhất định từ phía cơ quan quản lý. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của CTG sẽ tăng lên mức cao hơn khi ngân hàng hoàn thành quá trình trích lập và xử lý nợ xấu.

Với tiềm năng trong dài hạn của CTG, chúng tôi duy trì **khuyến nghị KHẢ QUAN** và **ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu CTG là 25.679 đồng/cổ phiếu**, thời gian đầu tư khuyến nghị dài hạn.



## PHỤ LỤC

<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
Thu nhập lãi	52.991	65.277	73.870	82.743	86.255
Chi phí lãi	-30.586	-38.204	-51.658	-49.544	-53.466
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>22.405</b>	<b>27.073</b>	<b>22.212</b>	<b>33.199</b>	<b>32.789</b>
Thu nhập ngoài lãi	4.057	5.547	6.234	7.320	7.548
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>26.462</b>	<b>32.620</b>	<b>28.446</b>	<b>40.519</b>	<b>40.337</b>
Chi phí hoạt động	-12.871	-15.070	-14.084	-15.735	-14.857
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước DPRRTD</b>	<b>13.592</b>	<b>17.550</b>	<b>14.361</b>	<b>24.785</b>	<b>25.480</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-5.022	-8.344	-7.803	-13.004	-14.547
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>8.569</b>	<b>9.206</b>	<b>6.559</b>	<b>11.781</b>	<b>10.933</b>
Chi phí thuế TNDN	-1.712	-1.747	-1.281	-2.304	-2.187
<b>LNST</b>	<b>6.858</b>	<b>7.459</b>	<b>5.277</b>	<b>9.477</b>	<b>8.746</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-20	-27	-2	-16	0
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>6.838</b>	<b>7.432</b>	<b>5.275</b>	<b>9.461</b>	<b>8.746</b>

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
Tiền mặt, vàng, đá quý	5.187	5.980	7.028	8.283	11.881
Tiền gửi tại NHNN	13.503	20.757	23.182	24.874	26.351
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	94.469	107.510	130.512	129.389	124.747
Cho vay khách hàng	661.988	790.688	864.926	935.271	1.008.190
Cho vay khách hàng sau dự phòng RR	655.089	782.385	851.866	922.325	989.082
Chứng khoán	139.324	135.036	108.549	111.723	113.341
Tài sản có khác	40.995	43.393	43.152	44.118	50.582
<b>Tổng tài sản</b>	<b>948.568</b>	<b>1.095.061</b>	<b>1.164.290</b>	<b>1.240.711</b>	<b>1.315.984</b>
Tiền gửi khách hàng	655.060	752.935	825.816	892.785	971.320
Tiền gửi KKH của TCTD và KBNN	23.987	52.802	104.711	109.404	99.601
Tiền gửi CKH của TCTD và vay NHNN	65.973	77.564	69.289	70.682	64.820
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	29.925	28.866	52.150	62.842	67.152
Các khoản nợ khác	113.315	119.129	45.007	27.643	29.539
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>888.261</b>	<b>1.031.296</b>	<b>1.096.973</b>	<b>1.163.357</b>	<b>1.232.433</b>
Vốn điều lệ	37.234	37.234	37.234	37.234	37.234
Thặng dư vốn cổ phần	8.975	8.975	8.975	8.975	8.975
Cổ phiếu quỹ	0	0	207	516	516
Chênh lệch tỷ giá và đánh giá lại tài sản	480	551	600	626	0
Quỹ của TCTD	6.367	7.476	8.168	9.610	10.926
Vốn khác	0	0	207	516	516
Lợi nhuận chưa phân phối	6.991	9.234	11.837	19.833	25.339
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>60.307</b>	<b>63.765</b>	<b>67.316</b>	<b>77.355</b>	<b>83.551</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	260	296	296	561	561
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	60.046	63.470	67.020	76.793	82.990

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích & Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Lương Văn Hoàn**  
Chuyên viên Phân tích  
lvhoan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-3820 8116- Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
<b>Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn</b>	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giang Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giang Võ, Phường Giang Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5557
<b>Phòng Giao dịch Tây Hồ</b>	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
<b>Phòng Giao dịch Hoàng Mai</b>	Tầng 1, tòa nhà Hàn Việt, số 203 Minh Khai, phường Minh Khai, quận Hai Bà Trưng, thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 3220 2345
<b>Văn phòng Đại diện Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (+84-296) 3949 843
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (+84-251) 3918 815
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-225) 382 1630
<b>Văn phòng đại diện Bình Dương</b>	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-274) 3855 771