

**CTG – PHÙ HỢP THỊ  
TRƯỜNG**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 01/06/2022)

|                   |               |
|-------------------|---------------|
| Sàn giao dịch     | HOSE          |
| Thị giá (đồng)    | 27.750        |
| KLGD TB 10 ngày   | 4.320.470     |
| Vốn hoá (tỷ đồng) | 133.360       |
| Số lượng CPLH     | 4.805.948.750 |

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Nguyễn Hạnh Linh  
[nhlinh1@vcbs.com.vn](mailto:nhlinh1@vcbs.com.vn)

+84-4 3936 6990 ext 7163

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>

- Tăng trưởng tín dụng hồi phục sau giãn cách:** Trong bối cảnh nhu cầu tín dụng đầu năm tăng tốt, hiện CTG đã sử dụng gần hết hạn mức tăng trưởng tín dụng được giao cho năm 2022 là 10%. Chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng của CTG đạt 12% trong năm 2022 do hệ số CAR ở mức thấp chỉ khoảng 9%. Do chưa có kế hoạch phát hành để huy động thêm vốn chủ sở hữu, CTG sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc duy trì khả năng tăng trưởng tín dụng cao trong các năm tới.
- Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi nhờ hoạt động bancassurance với Manulife:** Ban lãnh đạo ngân hàng cho biết phí trả trước sẽ được ghi nhận trong 5 năm bắt đầu từ năm nay, tương đương với khoảng 1.600 tỷ đồng mỗi năm theo ước tính của chúng tôi.
- Thoái vốn các công ty con.**
- Rủi ro:** Tỷ lệ nợ nhóm 2 có xu hướng tăng và biên lãi ròng NIM chịu áp lực giảm.

**Khuyến nghị:** Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu CTG là **29.228 đồng/cổ phiếu** dựa trên 2 phương pháp định giá So sánh P/B và Thu nhập thặng dư (RI). Chúng tôi duy trì khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu của ngân hàng Vietinbank.

| Đơn vị: Tỷ đồng            | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022F  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần         | 22,212 | 33,199 | 35,581 | 41,788 | 44,810 |
| Thu ngoài lãi              | 6,234  | 7,320  | 9,737  | 11,368 | 14,029 |
| Tổng thu nhập hoạt động    | 28,446 | 40,519 | 45,317 | 53,157 | 58,839 |
| Chi phí hoạt động          | 14,084 | 15,735 | 16,085 | 17,186 | 19,023 |
| Dự phòng rủi ro            | 7,803  | 13,004 | 12,147 | 18,382 | 20,288 |
| Lợi nhuận trước thuế       | 6,559  | 11,781 | 17,085 | 17,589 | 19,528 |
| NIM                        | 2.0%   | 2.9%   | 2.8%   | 3.0%   | 2.9%   |
| Số dư VAMC (sau trích lập) | 11,197 | 6,192  | 0      | 0      | 0      |
| ROE                        | 8.0%   | 13.0%  | 17.0%  | 16.0%  | 15.5%  |
| CIR                        | 49.5%  | 38.8%  | 35.5%  | 32.3%  | 32.3%  |
| CAR                        | 10.0%  | 9.3%   | >8%    | 9.1%   | na     |
| Tỷ lệ nợ xấu chính thức    | 1.6%   | 1.2%   | 0.9%   | 1.3%   | 1.4%   |
| LLCR                       | 95.3%  | 119.7% | 132.0% | 180.4% | 210.4% |
| CASA                       | 15.0%  | 16.4%  | 18.8%  | 19.4%  | 19.8%  |

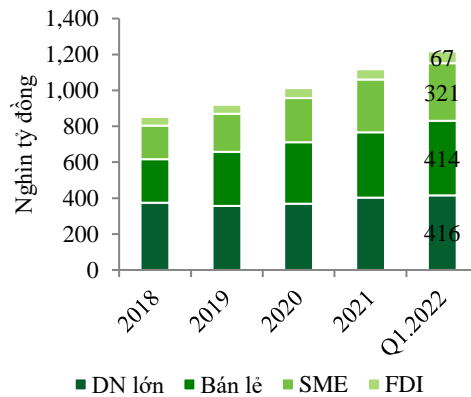
Nguồn: CTG, VCBS tổng hợp

**Biên lãi ròng thu hẹp và tăng cường trích lập dự phòng khiến lợi nhuận giảm sút trong Q1.2022**

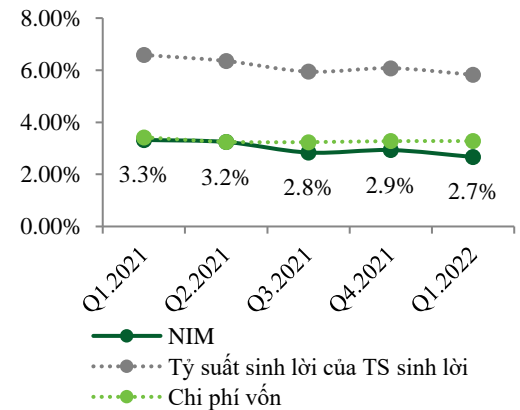
**CTG ghi nhận LNTT Q1.2022 đạt 5.822 tỷ đồng (-27,8% yoy) do NIM thu hẹp và tăng cường trích lập dự phòng.**

**Tăng trưởng tín dụng 3 tháng đầu năm tăng nhanh nhất khối NHTM Nhà nước, đạt 8,9% với quy mô cho vay khách hàng đạt gần 1,2 triệu tỷ đồng.** Tốc độ tăng trưởng cao ghi nhận ở phân khúc bán lẻ với 14% ytd, tiếp đó là nhóm DN vừa và nhỏ (SME) với 9,2% ytd, trong khi nhóm DN lớn chỉ tăng nhẹ 3,2% ytd.

**Cho vay khách hàng**



**NIM**



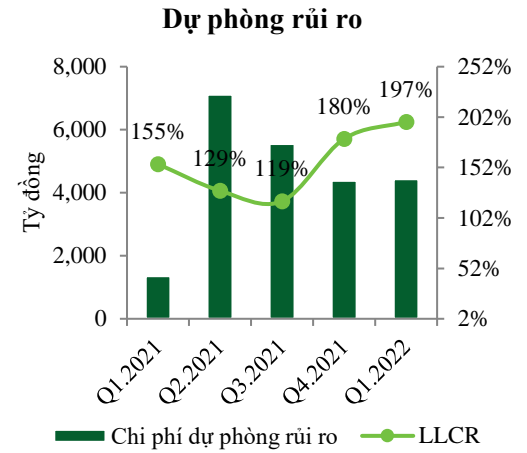
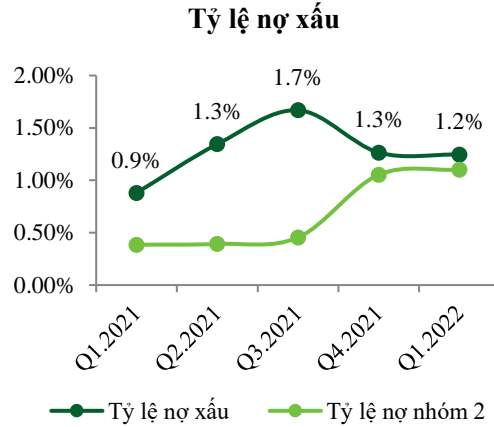
*Nguồn: CTG, VCBS tổng hợp*

**Tốc độ tăng trưởng huy động khách hàng đạt 4,4% ytd, duy trì tỷ lệ LDR đạt 82,8%**, thấp hơn mức trần 85% theo quy định tại Thông tư 22. Bên cạnh đó, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của ngân hàng hiện vẫn tương đối thấp ở mức 25,8%.

**Thu nhập lãi thuần ghi nhận 10.146 tỷ đồng (-4,7% yoy).** NIM giảm còn 2,7% khi CTG tiếp tục thực hiện các chính sách miễn giảm lãi suất cho vay hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19 khiến tỷ suất sinh lời duy trì thấp, trong khi chi phí vốn lại có xu hướng tăng.

**Thu nhập ngoài lãi của CTG tăng trưởng 72,1% lên mức 3.924 tỷ đồng**, trong đó ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập khác đạt 1.878 tỷ đồng (+328,1% yoy), với cấu phần chính là lợi nhuận từ thu hồi nợ xấu đã xử lý. Lãi từ phí dịch vụ ghi nhận giảm 0,4% do CTG bắt đầu thực hiện miễn phí chuyển khoản cho toàn bộ khách hàng từ đầu năm 2022.

**Chi phí hoạt động ghi nhận 3.821 tỷ đồng (+8,8% yoy).** CIR ở mức thấp 27,2%, tuy nhiên tỷ lệ này của CTG thường có xu hướng tăng dần lên vào các quý sau của năm.



Nguồn: CTG, VCBS tổng hợp

**Tỷ lệ nợ xấu nội bảng không đổi ở mức 1,25%, trong khi đó nợ nhóm 2 tiếp tục tăng lên 1.1%.** Dự nợ được tái cơ cấu khoảng 8.400 tỷ đồng, và ngân hàng đã trích lập 90% cho nợ tái cơ cấu từ cuối năm 2021. Chi phí trích lập dự phòng được đẩy mạnh lên 4.427 tỷ đồng (+227,9% yoy), tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLCR đạt 197%, cao thứ 4 trong hệ thống.

## Triển vọng

**Tăng trưởng tín dụng hồi phục sau giãn cách:** Trong bối cảnh nhu cầu tín dụng đầu năm tăng tốt, hiện CTG đã sử dụng gần hết hạn mức tăng trưởng tín dụng được giao cho năm 2022 là 10%. Trong khi đó, CTG là một trong các ngân hàng chủ lực triển khai gói hỗ trợ lãi suất 2%, với 30% tổng dư nợ thuộc nhóm hỗ trợ lãi suất. Dự kiến nhu cầu vay vốn sẽ tăng mạnh hơn nữa khi gói hỗ trợ được triển khai và nhiều khả năng CTG sẽ sớm được ưu tiên nói thêm room trong thời gian tới.

Tuy nhiên, chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng của CTG đạt 12% trong năm 2022 do hệ số CAR ở mức thấp chỉ khoảng 9%. Khác với 2 ngân hàng quốc doanh khác là BID và VCB có thể tháo gỡ khó khăn về vốn thông qua phát hành thêm cho cổ đông nước ngoài, vốn tự có của CTG chủ yếu dựa vào nguồn lợi nhuận giữ lại (ngân hàng chủ trương không chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong 2 năm tới), cùng với việc phát hành trái phiếu riêng lẻ để tăng vốn cấp 2. Do đó, CTG sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc duy trì khả năng tăng trưởng tín dụng cao trong dài hạn.

**Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi nhờ hoạt động bancassurance với Manulife:** Thương vụ Manulife mua lại Aviva đã được Bộ Tài chính phê duyệt và CTG hiện đã đủ điều kiện để ghi nhận khoản phí trả trước. Ban lãnh đạo ngân hàng cho biết phí trả trước sẽ được ghi nhận trong 5 năm bắt đầu từ năm nay, tương đương với khoảng 1.600 tỷ đồng mỗi năm theo ước tính của chúng tôi. Hoạt động bán chéo bảo hiểm hợp tác với đối tác mới được kích hoạt từ Q2.2022, với mục tiêu đầy doanh số bảo hiểm năm 2022 lên trên 1.000 tỷ đồng và dự kiến sẽ đóng góp đáng kể vào thu nhập phí trong các năm tiếp theo.

**Thoái vốn các công ty con:** Ban lãnh đạo CTG chia sẻ hiện ngân hàng vẫn tiếp tục thực hiện lộ trình thoái vốn hoặc gia tăng vốn tại các công ty con theo Đề án tái cơ cấu, với mục tiêu thúc đẩy mạnh mẽ hệ sinh thái gồm 9 công ty con cung cấp các dịch vụ tài chính chứng khoán, bảo hiểm, quản lý quỹ, chuyên tiền... Trong đó, thương vụ thoái vốn Vietinbank Leasing vẫn đang trong quá trình đàm phán với đối tác để đảm bảo pháp lý và hiệu quả thoái vốn.

## Rủi ro

**Rủi ro nợ xấu:** Trong bối cảnh nền kinh tế dần phục hồi sau dịch, nợ nhóm 2 và nợ tái cơ cấu của CTG vẫn duy trì ở mức cao là yếu tố cần được theo dõi. Trong trường hợp các khoản dư nợ này chuyển thành nợ xấu sẽ khiến cho chi phí trích lập tiếp tục tăng lên vượt mức 15.000 tỷ đồng theo như kế

hoạch đề ra trước đó.

**Biên lãi ròng NIM thu hẹp** do lãi suất huy động dự kiến tăng và áp lực duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Tuy nhiên, ngân hàng có thể giảm thiểu rủi ro này thông qua chuyển dịch cơ cấu dư nợ cho vay sang các phân khúc sinh lời cao là bán lẻ và SME, cũng như cải thiện tỷ lệ CASA hiện còn thấp ở mức 19,5%.

## Dự phóng

**Chúng tôi dự phóng LNTT năm 2022 của CTG đạt 19.731 tỷ đồng (+12,2% yoy)**, tương đương EPS đạt 3.258 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 22.602 đồng/cổ phiếu. Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

| Đơn vị: Tỷ đồng         | 2020    | 2021    | Tăng trưởng | 2022F   | Tăng trưởng |
|-------------------------|---------|---------|-------------|---------|-------------|
| Thu nhập lãi thuần      | 35,581  | 41,788  | 17.4%       | 45,038  | 7.8%        |
| Tổng thu nhập hoạt động | 53,157  | 58,826  | 10.7%       | 65,978  | 11.4%       |
| Dự phòng rủi ro         | -12,147 | -18,382 | 51.3%       | -20,338 | 10.6%       |
| Lợi nhuận trước thuế    | 17,085  | 17,589  | 3.0%        | 19,731  | 12.2%       |
| ROE                     | 17.0%   | 16.0%   |             | 15.7%   |             |

*Nguồn: VCBS ước tính*

## Khuyến nghị: PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu CTG là **29.228 đồng/cổ phiếu** dựa trên 2 phương pháp định giá So sánh P/B và Thu nhập thặng dư (RI). Chúng tôi duy trì khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu của ngân hàng Vietinbank.

## 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

**Nguyễn Hạnh Linh**  
Chuyên viên Phân tích  
nhlinh1@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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