

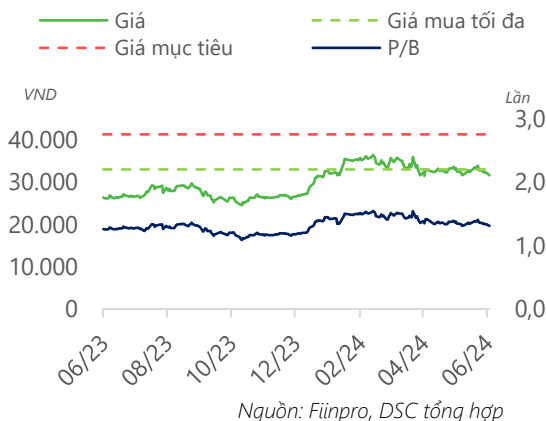
MUA

Giá mục tiêu 2024: **41.300 VND**
Upside: **30%**
Cập nhật: 27/06/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Tốc độ hồi phục nổi trội, cân bằng tốt giữa tăng trưởng tín dụng và biên lãi thuần, chất lượng tài sản dẫn đầu ngành

Tiêu cực: Nợ xấu tiếp tục căng thẳng, kéo dài áp lực trích lập DPRR.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Ngân hàng thương mại truyền thống
Giá hiện tại (VND)	31.650
Vốn hóa (Tỷ VND)	169.960
Số lượng CPLH (triệu cp)	5370,0
EPS 4 quý gần nhất (VND)	3751,3
P/B (lần)	1,3
Cao nhất 1 năm (VND)	37.150
Thấp nhất 1 năm (VND)	24.431

CTG

Ngân hàng TMCP Công Thương
Việt Nam

DSC

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi dự phóng CTG sẽ đạt 85.840 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+21,5% yoy) và 27.367 tỷ LNTT (+9,5% yoy). Trong đó lợi nhuận dự báo tăng trưởng chậm lại do ngân hàng tiếp tục tăng cường trích lập dự phòng.

Với (1) Tốc độ hồi phục nổi bật, biên lãi thuần dự báo đạt mức cao nhất 5 năm qua và tiềm năng tăng trưởng từ việc giảm trích lập dự phòng, (2) Chất lượng tài sản dẫn đầu và (3) Định giá rẻ so với vị thế ngân hàng quốc doanh, DSC ước tính giá mục tiêu 12 tháng của CTG là 41.300 VND/cp.

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cổ phiếu CTG tại vùng giá 31.500 - 32.500 VND/cp.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

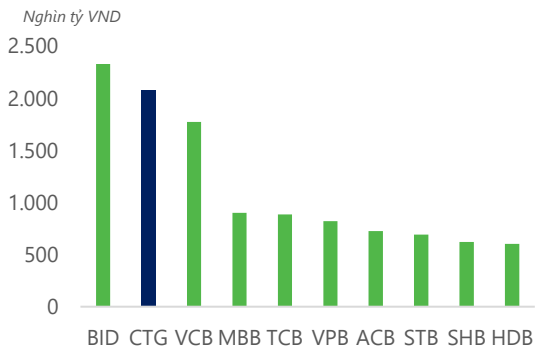
Dự báo biên lãi thuần cao nhất 5 năm qua

Chúng tôi đánh giá tốc độ hồi phục của CTG nổi trội hơn so với phần lớn ngành nhờ cân bằng tốt được tăng trưởng tín dụng và biên lãi thuần trong bối cảnh sức cầu tín dụng yếu và áp lực cạnh tranh lãi suất gắt gao. Trong đó biên lãi thuần NIM của CTG dự báo sẽ đạt mức cao nhất trong 5 năm qua nhờ môi trường lãi suất thấp kỷ lục và tỷ lệ CASA cao lịch sử giúp ngân hàng tối ưu hóa chi phí huy động vốn. Trong khi đó, tỷ suất tài sản sinh lãi có xu hướng giảm chậm hơn do ngân hàng gia tăng được thị phần bán lẻ & SME trong năm 2023 và áp lực giảm lãi suất cho vay không còn quá lớn.

Chất lượng tài sản dẫn đầu ngành

Với tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao, CTG là một trong những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất hệ thống. Chúng tôi đánh giá cao nỗ lực tăng cường trích lập dự phòng của ngân hàng thời gian qua bất chấp những tác động kém tích cực đến kết quả hoạt động kinh doanh. Với kỳ vọng sức khỏe nền kinh tế và tăng trưởng tín dụng phục hồi tốt kể từ nửa cuối năm sẽ giúp ngân hàng cải thiện chất lượng tài sản, giảm tỷ lệ trích lập dự phòng tạo nên động lực tăng trưởng mạnh mẽ.

TOP 10 NGÂN HÀNG CÓ QUY MÔ TỔNG TÀI SẢN LỚN NHẤT



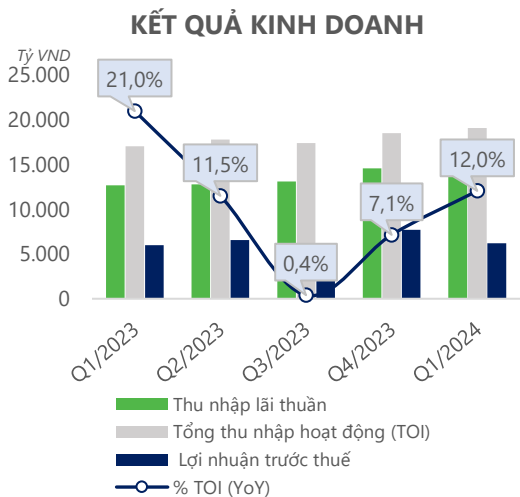
Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

TỔNG QUAN

Vietinbank là ngân hàng quốc doanh có quy mô tổng tài sản đứng thứ 2 toàn ngành. Tập khách hàng của ngân hàng tập trung vào phân khúc bán lẻ và SME, chiếm hơn 60% dư nợ tín dụng. Đây cũng là chiến lược của ngân hàng những năm gần đây nhằm mở rộng biên lãi thuần. Bên cạnh đó, CTG cũng gia tăng được tệp khách hàng FDI mạnh mẽ trong năm 2023 và đầu năm 2024 trong bối cảnh dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam tích cực. Chúng tôi kỳ vọng tệp khách hàng này không chỉ hỗ trợ tăng trưởng tín dụng trong những năm tới mà còn tạo được giá trị gia tăng từ các dịch vụ phí hay tiền gửi thanh toán nhờ ngân hàng đang tích cực triển khai các sản phẩm mang hàm lượng tư vấn cao dành riêng cho tệp khách hàng này.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Lợi nhuận giảm sút do tiếp tục đẩy mạnh trích lập



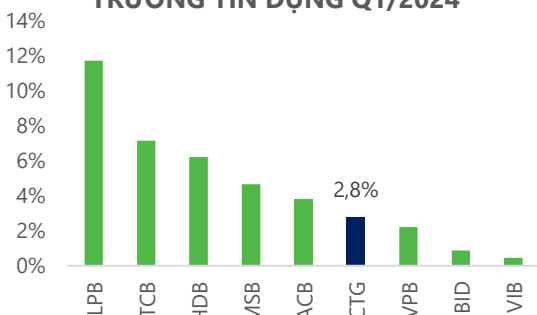
Nguồn: CTG, DSC tổng hợp

Tổng thu nhập hoạt động ghi nhận 19.066 tỷ (+12% yoy, +6,2% qoq) và LNTT đạt 6.210 tỷ (+3,85% yoy, -19,4% qoq). Trong đó, thu nhập lãi thuần đạt 15.174 tỷ (+19,8% yoy, +4,1% qoq) nhờ tăng trưởng tín dụng đạt 2,8% YTD, cao hơn so với trung bình ngành và NIM ổn định so với quý trước.

Ngược lại, thu nhập ngoài lãi chỉ đạt 3.893 tỷ (-10,5% yoy, -0,3% qoq), do tăng trưởng tốt từ hoạt động ngoại hối không đủ bù đắp cho thu nhập từ dịch vụ suy yếu, trích lập cho đầu tư trái phiếu doanh nghiệp tăng và hoạt động thu hồi nợ xấu kém.

Chi phí hoạt động CIR giảm mạnh từ 34,1% quý trước đó về 25,2% cũng hỗ trợ cho kết quả HĐKD. Tổng kết lại, lợi nhuận trước chi phí DPRRTD tăng trưởng tốt, đạt 14,3 nghìn tỷ (+14,6% yoy) nhưng do ngân hàng tiếp tục tăng cường trích lập hơn 8 nghìn tỷ (+19,7% yoy, +79,9% qoq) khiến LNTT giảm mạnh so với quý trước.

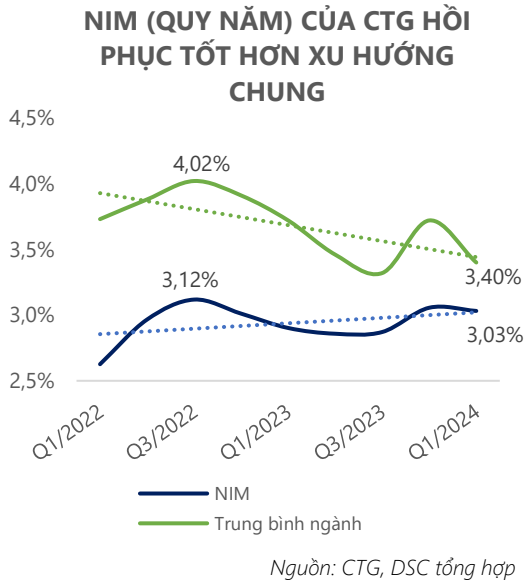
TOP 10 NGÂN HÀNG TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG Q1/2024



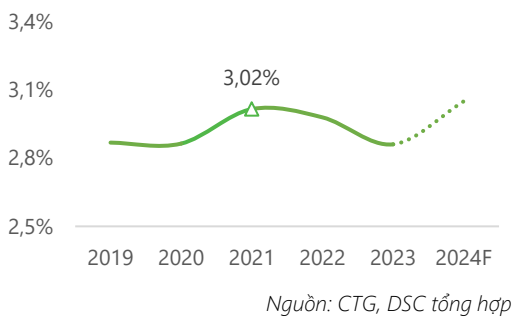
Nguồn: CTG, DSC tổng hợp

LUẬN ĐIỂM 1:

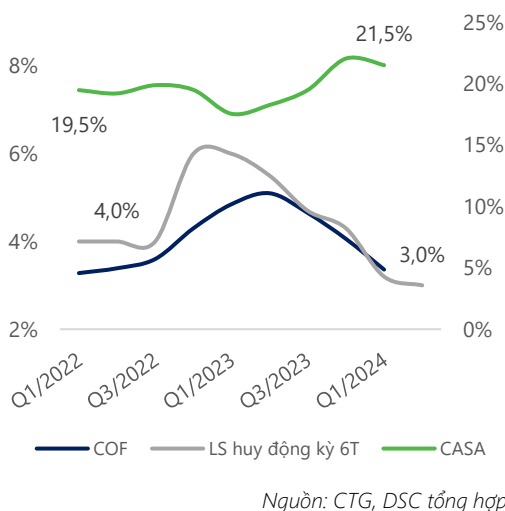
Dự báo biên lãi thuần cao nhất 5 năm qua



NIM DỰ BÁO CAO NHẤT 5 NĂM QUA



CHI PHÍ VỐN ĐƯỢC HỖ TRỢ BỞI NỀN LÃI SUẤT THẤP VÀ TỶ LỆ CASA CAO HƠN GIAI ĐOẠN TRƯỚC



CTG

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam

DSC

Tốc độ hồi phục NIM nổi trội so với xu hướng ngành

Trong khi ngành ngân hàng vẫn đang chịu áp lực thu hẹp NIM kể từ đợt tăng lãi suất vào tháng 9/2022, chúng tôi nhận thấy NIM của Vietinbank đã hồi phục và đang tiến đến vùng đỉnh 5 năm qua.

Cụ thể, NIM ổn định trên 3% trong 2 quý gần nhất và chúng tôi kỳ vọng biên lãi thuần cả năm sẽ cao nhất trong 5 năm (NIM năm 2021 cao nhất trong 5 năm qua với 3,02%), nhờ môi trường lãi suất thấp, tỷ lệ CASA cao lịch sử và cấu trúc dư nợ tín dụng mở rộng phân khúc bán lẻ & SME.

Chi phí vốn giảm mạnh

Vietinbank có tốc độ giảm chi phí vốn dẫn đầu ngành, hiện đã tiến về ngang giai đoạn trước khi xu hướng tăng lãi suất bắt đầu và vẫn còn dư địa giảm nhờ:

(1) Lãi suất huy động vẫn đang thấp hơn từ 0,9 - 1 điểm phần trăm so với giai đoạn trước. Một số áp lực từ tỷ giá gần đây có thể khiến lãi suất huy động của các ngân hàng quốc doanh tăng trở lại trong các quý cuối năm nhưng tựu chung lãi suất huy động trung bình cả năm vẫn sẽ ở mức thấp.

(2) Tỷ lệ CASA của CTG bật tăng lên 22% trong quý 4/2023 và vẫn ổn định trong quý 1/2024 (21,5%). Đây là mức cao nhất trong lịch sử của ngân hàng cho thấy những nỗ lực đẩy mạnh chuyển đổi số đã mang lại hiệu quả. Với nền lãi suất tiết kiệm thấp chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA sẽ tiếp tục tăng trưởng từ đó hỗ trợ tối ưu chi phí vốn của ngân hàng.

Đẩy mạnh tín dụng bán lẻ & SME làm chậm tốc độ giảm lợi suất tài sản sinh lãi

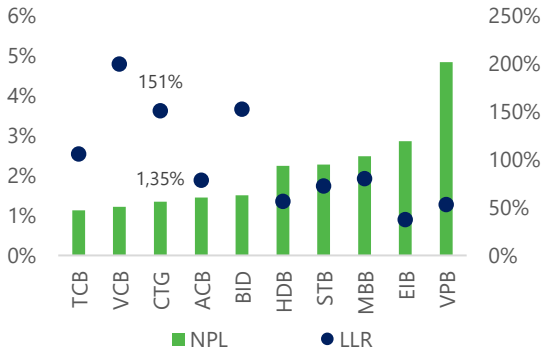
Nhờ lợi thế lãi suất cạnh tranh, CTG đã tăng tỷ trọng dư nợ bán lẻ cá nhân và doanh nghiệp SME trong bối cảnh tín dụng cá nhân suy yếu theo sức cầu tiêu dùng trong năm 2023. Tính đến hết năm 2023, tỷ trọng dư nợ bán lẻ và SME lần lượt chiếm 38% và 26%, tăng 18% và 14% yoy.

Chúng tôi đánh giá áp lực giảm lợi suất sinh lãi tài sản vẫn hiện hữu trong ngắn hạn do tốc độ tăng trưởng tín dụng bán lẻ có dấu hiệu chậm lại trong quý 1 và CTG vẫn áp dụng một số chương trình ưu đãi lãi suất cho vay. Tuy nhiên áp lực giảm lãi suất cho vay không lớn khi tốc độ tăng trưởng tín dụng của CTG vẫn khả quan.

LUẬN ĐIỂM 2:

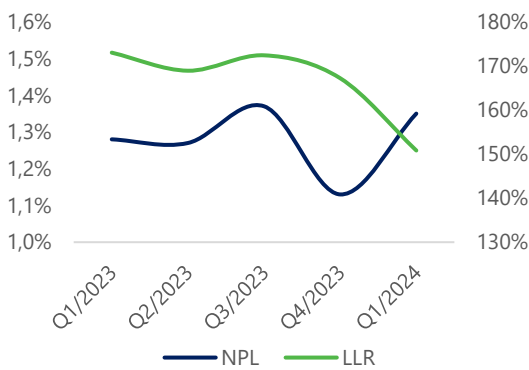
Chất lượng tài sản dẫn đầu

TOP NGÂN HÀNG CÓ TỶ LỆ NỢ XẤU THẤP NHẤT



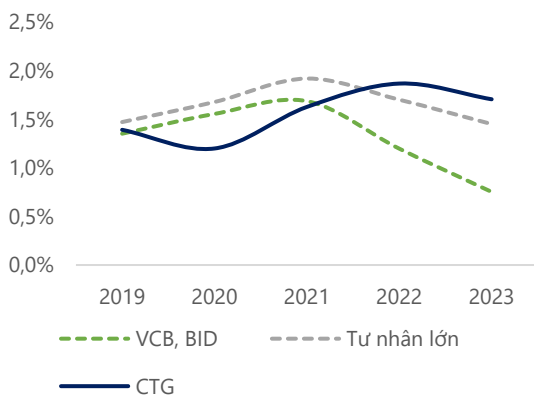
Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN



Nguồn: CTG, DSC tổng hợp

TỶ LỆ TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG TRÊN DƯ NỢ CHO VAY



Nguồn: Các NHTM, DSC tổng hợp

Chất lượng tài sản dẫn đầu ngành

Nhờ lợi thế ngân hàng quốc doanh có lãi suất cho vay thấp và mạng lưới bao phủ rộng lớn, CTG có khả năng tiếp cận với tệp khách hàng chất lượng. Với tỷ lệ nợ xấu thấp (1,35%) và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao (151%), chất lượng tài sản của CTG thuộc top đầu ngành.

Mặc dù chất lượng tài sản ghi nhận suy giảm trong quý gần nhất theo xu hướng chung tuy nhiên chúng tôi nhận thấy không có quá nhiều thay đổi đến từ bản chất các khoản vay. Tổng tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu đã xử lý quý 1/2024 là 1,68%, thấp hơn so với mức 1,74% trong quý 4/2023. Như vậy có thể hiểu rằng diễn biến tăng nợ xấu của CTG đến từ việc ngân hàng giảm xử lý các khoản nợ xấu thay vì do chất lượng các khoản vay giảm sút.

Tăng cường trích lập trong nhiều năm tạo nên động lực tăng trưởng khác biệt

Vietinbank duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng cao sau giai đoạn dịch Covid 19, quanh 1,6% - 1,9%, cao hơn so với trung bình 2 ngân hàng quốc doanh còn lại và nhóm ngân hàng tư nhân lớn (MBB, TCB, ACB, VPB, STB, SHB, HDB). Đến quý 1/2024, ngân hàng vẫn tiếp tục tăng cường trích lập, theo đúng quan điểm thận trọng mà ban lãnh đạo đã đưa ra tại ĐHCĐ.

Với kỳ vọng sức khỏe nền kinh tế hồi phục tốt hơn kể từ nửa cuối năm 2024, tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản cải thiện, CTG sẽ giảm tỷ lệ trích lập dự phòng về 1,3% - 1,5%. Chúng tôi lưu ý rằng chi phí dự phòng rủi ro chiếm tỷ trọng rất lớn (dao động trên dưới 50%) lợi nhuận trước trích lập dự phòng vì vậy việc giảm tỷ lệ trích lập sẽ có tác động trực tiếp đến kết quả hoạt động kinh doanh của ngân hàng.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của CTG sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2024 do ngân hàng tiếp tục tăng cường trích lập dự phòng.

Cụ thể, chúng tôi dự phóng CTG sẽ đạt 85.840 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+21,5% yoy) và 27.367 tỷ LNTT (+9,5% yoy).

Định giá

Kết phiên 24/06/2024, CTG đang giao dịch quanh vùng P/B 1,3 lần, cao hơn trung bình ngành là 1,2 lần và thấp hơn trung bình 5 năm của cổ phiếu là 1,4 lần.

Lợi nhuận sau thuế năm 2024 của CTG ước đạt 21.900 tỷ, tương ứng BVPS fw là 27.500 VND/cp, tương đương P/B fw là 1,1 lần. Chúng tôi đánh giá CTG đang làm tốt hơn phần lớn ngành và đang bị định giá thấp so với vị thế của một ngân hàng quốc doanh có chất lượng tài sản top đầu, triển vọng tăng trưởng tốt trong dài hạn. Vì vậy chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1,5 lần, cao hơn trung bình 5 năm của cổ phiếu. Từ đó, mức giá dựa trên phương pháp P/B đạt 41.300 VND/cp, upside 30% so giá đóng cửa ngày 24/06/2024.

Theo thống kê các CTCK, mức giá mục tiêu năm 2024 của CTG đạt 41.100 VND, upside 30% so với giá đóng cửa ngày 24/06/2024.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Thu nhập lãi thuần	47.792	52.957	63.044
Tổng thu nhập hoạt động	64.117	70.548	85.840
% TOI (YoY)	20,6%	10,0%	21,5%
Lợi nhuận trước thuế	21.132	24.990	27.367
% LNTT (YoY)	20,1%	18,3%	9,5%

CP	P/B	Ghi chú
VCB	2,8	Leader ngành
BID	2	Free - float thấp
CTG	1,3	Ngân hàng quốc doanh có chất lượng tài sản top đầu
ACB	1,4	Ngân hàng bán lẻ lành mạnh
MBB	1,2	Rủi ro về BĐS và trái phiếu
TCB	1,2	Rủi ro về BĐS và trái phiếu
VPB	1,1	Phân khúc khách hàng rủi ro cao

BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fiiopro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. 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.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC 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 DSC 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 DSC 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Đặng Thu Hiền

Chuyên viên Phân tích
hien.dt@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn