

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

### GIỮ VỮNG VỊ THẾ NGÂN HÀNG LỚN

Chỉ tiêu (tỷ VND)	2019	2020	2021F
Thu nhập lãi thuần	33,199	35,581	37,245
Thu nhập hoạt động dịch vụ thuần	4,055	4,340	4,858
Chi phí hoạt động	(15,734)	(16,061)	(17,200)
Lợi nhuận trước thuế	11,781	17,070	20,124
Lợi nhuận sau thuế	9,477	13,741	16,199
Vốn chủ sở hữu	77,354	85,395	96,869
EPS (VND/cp)	2,541	3,674	4,331
BVPS (VND/cp)	20,800	22,900	26,000
ROE	13.1%	16.8%	17.7%
CIR	38.8%	35.5%	36.2%

Nguồn: Fiinpro, CTS tổng hợp

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Ưu thế ngân hàng lớn vẫn sẽ giữ cho khoản thu nhập từ lãi được duy trì ở top đầu.
- Thu nhập dịch vụ trong dài hạn tăng trưởng mạnh nhờ thỏa thuận Bancassurance với Manulife.
- Chi phí dự phòng giảm do đã trích lập hết nợ VAMC.

### CHIẾN LƯỢC GIAO DỊCH

Vùng giá mua kỳ vọng: 36,500 – 37,500 VNĐ/cổ phiếu

Vùng giá bán kỳ vọng: 44,000 – 44,700 VNĐ/cổ phiếu

Thời gian nắm giữ: 12 tháng

Lợi nhuận dự kiến: 19%

Research Department

Email: [research@cts.vn](mailto:research@cts.vn)



### NGÀNH CẤP 4: NGÂN HÀNG

#### Thông tin cổ phiếu (19/02/2021)

Số lượng CP niêm yết	3,723,404,556
Số lượng CP lưu hành	3,723,404,556
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	137,766
KLGDTB 3 tháng	9,704,266
KLGDTB 1 tháng	10,478,506
% sở hữu nước ngoài	28.55%
Room nước ngoài còn lại	53,971,653
Tăng/giảm giá 1 tuần	+3.96%
Tăng/giảm giá 1 ngày	+0.54%

#### Cổ đông lớn

Ngân hàng Nhà nước	64.46%
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	19.73%
IFC Capitalization (Equity) Fund, L.P.	3.35%

#### Đồ thị giá



Nguồn: Fiinpro, Cafef, CTS tổng hợp

## Thu nhập từ lãi thuần dự báo đi ngang và là nguồn thu nhập chính

**Thu nhập lãi thuần của ngân hàng tăng nhẹ 7.2% so với cùng kỳ.** Trong năm 2020, với mục đích hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, VietinBank đã dành gần 5.000 tỷ đồng thông qua cắt giảm lợi nhuận để hỗ trợ lãi suất và giảm, miễn phí, đồng hành, chia sẻ khó khăn với doanh nghiệp và người dân. Việc miễn, giảm lãi vay khiến cho tỷ suất sinh lời tài sản của ngân hàng giảm xuống còn 6.7% so với mức 7.1% cùng kỳ. Tuy nhiên, việc Ngân hàng Nhà nước hạ trần lãi suất tiết kiệm cũng giảm bớt gánh nặng về chi phí huy động vốn cho VietinBank. Chúng tôi cũng nhận thấy tỷ lệ CASA của ngân hàng cũng đã được cải thiện đáng kể. Tài khoản tiền gửi không kỳ hạn tăng hơn 27% giúp tỷ lệ CASA cuối năm 2020 đạt 18.8%, tăng 2.4% so với cùng kỳ. Nhờ vậy, **NIM của ngân hàng vẫn duy trì ở mức 2.9%** - tương đương năm 2019. Thu nhập lãi thuần vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất, lên đến 78.6% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng.

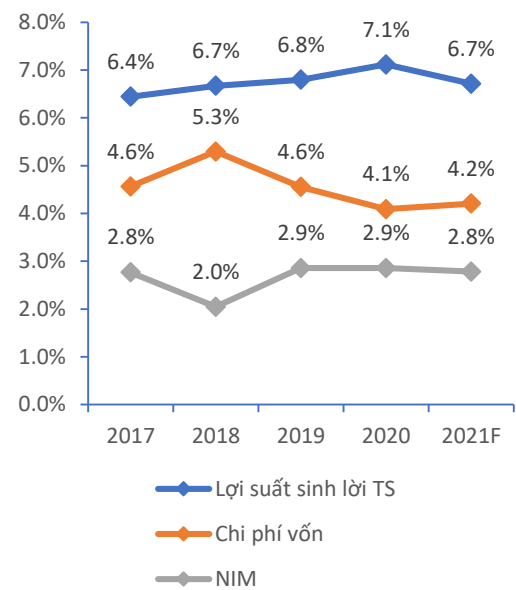
Kế hoạch năm 2021, ngân hàng đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng ở mức 8% - 11% trong khi huy động tăng trưởng từ 10% - 12%. Chúng tôi dự báo chi phí huy động vốn, cụ thể là lãi suất tiền gửi sẽ tăng trở lại trong khi tỷ suất sinh lời tài sản vẫn tương đương 2020 sẽ khiến cho NIM của VietinBank giảm. Thu nhập từ lãi thuần 2021 sẽ chỉ tăng trưởng nhẹ ở mức 5%. Tuy vậy, với lợi thế là 1 trong 4 ngân hàng lớn nhất, tổng tài sản lớn, thu nhập lãi thuần của VietinBank vẫn sẽ duy trì ở nhóm đầu nếu so sánh với các ngân hàng tư nhân nhỏ hơn khác.

## Thu nhập dịch vụ được thúc đẩy bởi thỏa thuận bancassurance

Vào giữa tháng 12/2020, VietinBank và công ty bảo hiểm Manulife Việt Nam đã ký kết Thỏa thuận hợp tác độc quyền 16 năm phân phối bảo hiểm nhân thọ qua kênh ngân hàng (Bancassurance). Theo Thỏa thuận, Manulife Việt Nam sẽ phân phối độc quyền các giải pháp bảo hiểm nhân thọ cho khách hàng VietinBank tại Việt Nam ngay khi nhận được sự chấp thuận theo luật định. Với ưu thế mạng lưới hơn 150 chi nhánh và 1.000 phòng giao dịch trên tất cả 63 tỉnh, thành phố trong cả nước, VietinBank sẽ có khả năng thúc đẩy mạnh doanh số phân phối bảo hiểm nhân thọ qua kênh ngân hàng.

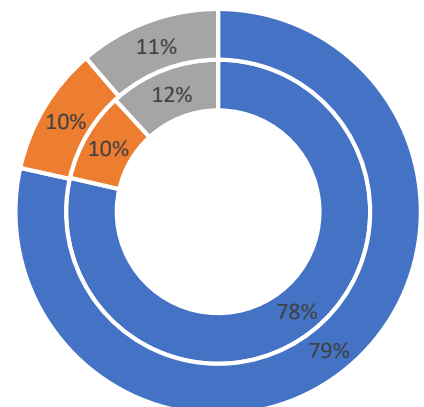
Dựa trên nguồn thông tin chúng tôi thu thập được, giá trị lợi ích của VietinBank trong thỏa thuận này ước tính vào khoảng 350 triệu USD và sẽ được ngân hàng phân bổ dần vào nguồn thu nhập từ dịch vụ trong các năm tiếp theo. Với giả định thời gian phân bổ là 10 năm, trung bình mỗi năm ngân hàng sẽ có thêm

YEA, COF và NIM



Nguồn: CTG, CTS tổng hợp

Tỷ lệ khoản thu nhập/TOI (vòng ngoài 2021F, vòng trong 2020)



- Thu nhập lãi thuần
- Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ
- Thu nhập khác

Nguồn: CTG, CTS tổng hợp

một khoản thu nhập ít nhất là hơn 700 tỷ đồng. Khoản thu này sẽ là động lực tăng trưởng chính cho thu nhập dịch vụ của VietinBank. Cũng xin lưu ý rằng, khoản thu nhập 350 triệu USD này chưa bao gồm thu phí hoa hồng môi giới bảo hiểm – một khoản thu rất lớn mà VietinBank sẽ được hưởng khi bắt đầu triển khai bán bảo hiểm đến khách hàng.

### Trích lập hết nợ xấu VAMC. Áp lực chi phí dự phòng rủi ro giảm

VietinBank đã hoàn thành việc trích lập nợ xấu bán cho VAMC trong năm 2020 và ngân hàng cũng không có kế hoạch bán thêm. Trích lập hết nợ xấu VAMC sẽ giúp làm giảm áp lực gia tăng chi phí dự phòng rủi ro của ngân hàng kể từ năm 2021 trở đi.

Tỷ lệ nợ xấu của VietinBank cuối năm 2020 cũng giảm còn 0.9% so với mức 1.2% năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý do tác động của Thông tư 01/2020/TT-NHNN, tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng hiện nay có thể chưa phản ánh đúng bản chất nợ xấu do có nhiều khoản nợ không bị chuyển nhóm. Nợ xấu của ngân hàng hoàn toàn phụ thuộc vào sửa đổi Thông tư 01 của Ngân hàng Nhà nước dự kiến được ban hành trong năm nay.

Chúng tôi dự báo nợ xấu sẽ tăng trở lại và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của VietinBank sẽ không thể giảm mạnh trong năm 2021 mặc dù đã hết nợ VAMC.

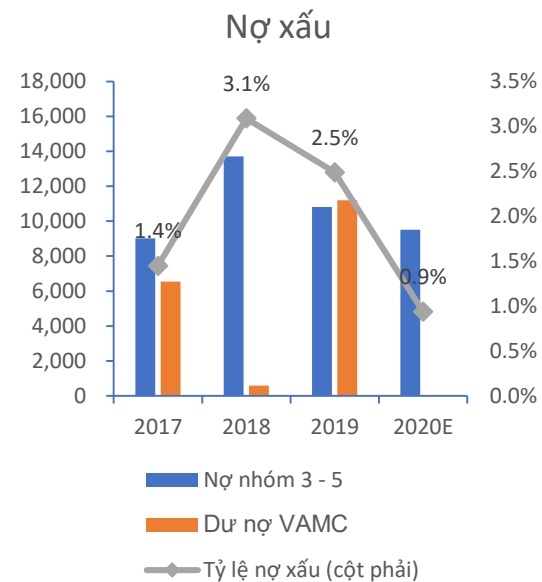
### Rủi ro

- Dịch bệnh chưa thể được kiểm soát hoàn toàn sẽ tiếp tục tác động đến việc trả nợ của các khách hàng. Nợ xấu có thể tăng mạnh hơn mức dự kiến của ngân hàng.

### Dự phóng và định giá

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế Ngân hàng mẹ năm 2021 của VietinBank sẽ đạt hơn 16,000 tỷ đồng, tăng trưởng 18% yoy; EPS 2021F và BVPS 2021F lần lượt là 4,330 đồng và 26,000 đồng.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh với P/B trung bình ngành là 1.7 và mô hình định giá thu nhập thặng dư (RI) để định giá cổ phiếu CTG. Qua đó, ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu CTG là 44,700 đồng/cổ phiếu, tăng 19% so với giá đóng cửa ngày 22/02/2020. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTG, thời gian nắm giữ 12 tháng.



Nguồn: CTG, CTS tổng hợp

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá
P/B	50%	44,300
Thu nhập thặng dư	50%	45,100
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>44,700</b>

Bảng tổng hợp định giá hiện tại của các ngân hàng đang niêm yết

Mã CK	Tên	Sàn	Vốn hóa thị trường	P/E pha loãng	P/B
ACB	Ngân hàng Á Châu	HOSE	61,712.5	8.5	1.7
BID	BIDV	HOSE	164,098.3	23.0	2.1
<b>CTG</b>	<b>VietinBank</b>	<b>HOSE</b>	<b>131,808.5</b>	<b>9.6</b>	<b>1.6</b>
EIB	Eximbank	HOSE	21,883.9	20.4	1.3
HDB	HDBank	HOSE	38,409.8	9.0	1.7
LPB	LienViet Post Bank	HOSE	15,797.2	8.5	1.1
MBB	MBBank	HOSE	69,269.2	8.3	1.4
MSB	MSB Bank	HOSE	20,131.8	10.1	1.2
NVB	Ngân hàng Quốc Dân	HNX	5,613.9	4,631.9	1.3
OCB	Ngân hàng Phương Đông	HOSE	22,904.4	6.9	1.3
SHB	SHB	HNX	27,207.7	9.7	1.1
STB	Sacombank	HOSE	32,736.3	12.2	1.1
TCB	Techcombank	HOSE	126,176.6	10.2	1.7
TPB	Ngân hàng Tiên Phong	HOSE	27,700.0	7.7	1.7
VCB	Vietcombank	HOSE	360,502.9	19.5	3.6
VIB	VIBBank	HOSE	39,938.0	8.6	2.2
VPB	VPBank	HOSE	94,507.8	9.0	1.8
<b>Trung bình ngành</b>				<b>9.0</b>	<b>1.7</b>

Nguồn: Fiinpro (dữ liệu cập nhật đến ngày 09/02/2020)

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANK SECURITIES**

Hệ thống khuyến nghị của VietinBank Securities được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
<b>THEO DÕI</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3 – 5%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
<b>THEO DÕI</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công Thương Việt Nam (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.