

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

**Tăng trưởng khả quan cùng
chất lượng tài sản cải thiện**



Đình Công Luyện

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTG với mức giá mục tiêu **41,850 VND/cp** (+ 34.6% upside) dựa trên những luận điểm chính như sau:

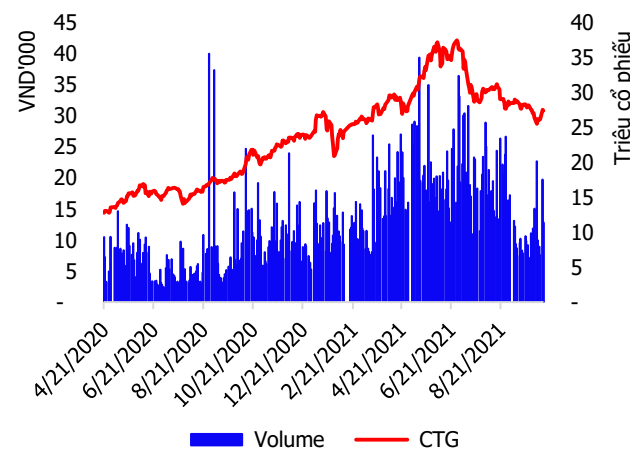
Luận điểm đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng khả quan hơn nhờ vấn đề tăng vốn được giải quyết. Với việc giải quyết được các nhu cầu tăng vốn để có được hạn mức tín dụng cao hơn từ NHNN, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của CTG sẽ khả quan hơn.
- Tập trung vào mảng cho vay bán lẻ với lợi suất cao. Việc chuyển đổi cơ cấu tập trung nhiều hơn sang mảng bán lẻ giúp CTG gia tăng được lãi vay cùng với đó là giảm được chi phí vốn nhờ CASA cải thiện và sự hỗ trợ của môi trường lãi suất thấp.
- CASA còn nhiều dư địa tăng trưởng. CASA đạt mức bằng với trung bình ngành, cùng với hiệu quả chuyển đổi số đang có được tốc độ gia tăng nhanh chóng sẽ giúp CTG nhanh chóng đạt mức CASA vào nhóm cao của ngành.
- Thu nhập được kỳ vọng gia tăng mạnh sau đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng NIM của CTG sẽ gia tăng và duy trì trên mức 3% trong tương lai, cùng với đó là nhiều nguồn thu nhập hơn nhờ phát triển được tập khách hàng bán lẻ của mình.
- Chất lượng tài sản được cải thiện đáng kể. Với việc duy trì khả năng trích lập dự phòng cao và chủ động trích lập nợ xấu trong đại dịch, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của CTG sẽ càng được nâng cao hơn, đảm bảo cho chất lượng thu nhập trong dài hạn.

Rủi ro đầu tư

Giá cổ phiếu phản ánh tiêu cực do ảnh hưởng bởi đại dịch tới toàn ngành. Những diễn biến của thị trường cho thấy rủi ro điều chỉnh của thị trường và của ngành ngân hàng là vẫn còn.

Diễn biến giá 12 tháng



	1M	3M	12M
CTG (%)	-4.6%	-24.9%	45.8%
VNIndex (%)	6.3%	20.8%	71.1%

	Đơn vị	2019A	2020A	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	tỷ đồng	40,519	45,317	53,866	58,130
Tăng trưởng (%)	%	42.4%	11.8%	18.9%	7.9%
LN trước thuế và DPRRTD	tỷ đồng	24,785	29,232	38,245	41,563
Tăng trưởng (%)	%	72.6%	17.9%	30.8%	8.7%
Chi phí DPRRTD	tỷ đồng	13,004	12,147	17,258	17,367
Tăng trưởng (%)	%	66.7%	-6.6%	42.1%	0.6%
LNTT	tỷ đồng	11,781	17,085	20,987	24,197
Tăng trưởng (%)	%	79.6%	45.0%	22.8%	15.3%
LNST	tỷ đồng	9,477	13,757	16,894	19,500
Tăng trưởng (%)	%	79.6%	45.2%	22.8%	15.4%
EPS cơ bản	VND/cp	2,044	3,678	3,951	3,854
Giá trị sổ sách	VND/cp	20,775	22,939	20,968	21,703
ROAA	%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%
ROAE	%	13.1%	16.9%	18.1%	18.1%
P/E	lần	14.4x	8.0x	7.4x	7.6x
P/B	lần	1.4x	1.3x	1.4x	1.4x

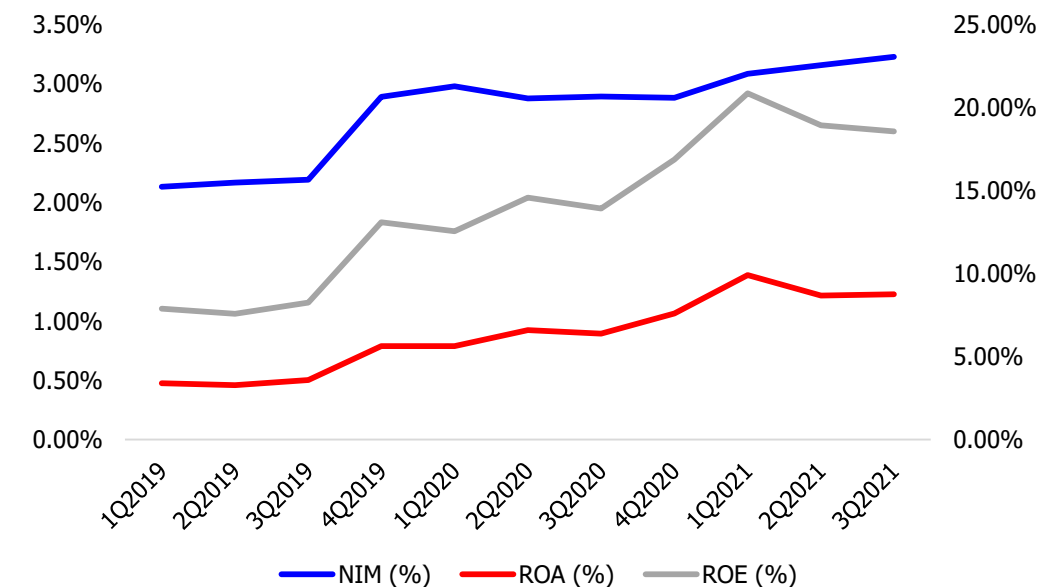
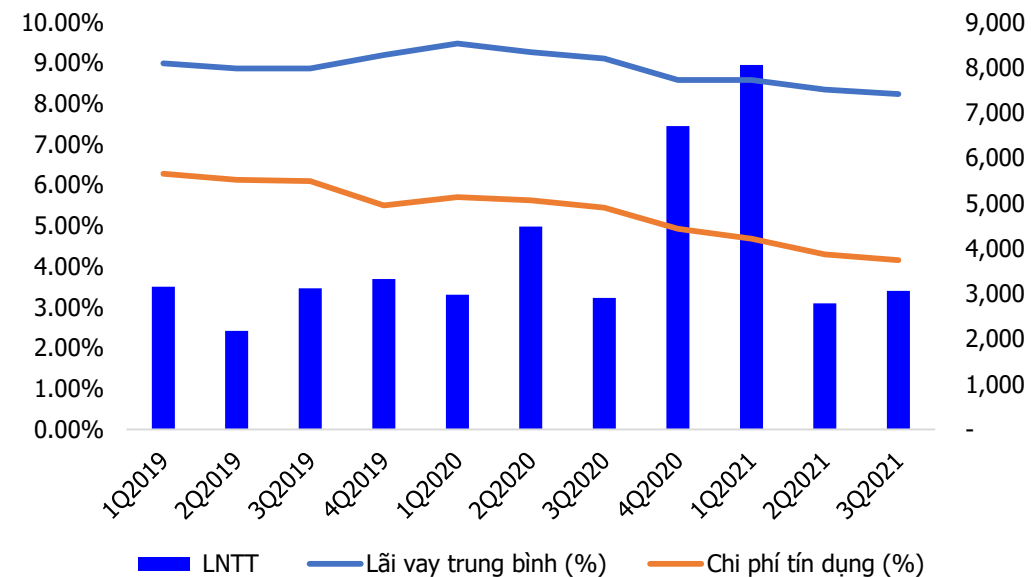
Nguồn: CTG FS, MBS Research

Ngày báo cáo	29/10/2021
Giá hiện tại	31,100 VND/cp
Giá mục tiêu	41,850 VND/cp
% Tăng giá	+34.6%
Vốn hóa	143,691 tỷ đồng 6.11 tỷ USD
Diễn biến giá 52 tuần	21,100-42,100 VND/cp
GTGD TB hàng ngày	515 tỷ đồng 21.92 triệu USD
Giới hạn SHNN	30%
Tỷ lệ SHNN hiện tại	5.62%

MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Cập nhật kết quả kinh doanh

- Trong 3Q2021, CTG đạt tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 12,255 tỷ đồng (+6.5% QoQ), trong đó thu nhập ròng từ lãi (NII) đạt 9,872 tỷ đồng (+8.7% QoQ); thu nhập ròng ngoài lãi (NoII) đạt 2,384 tỷ đồng (-2.0% QoQ), chủ yếu đến từ việc giảm thu các khoản thu hồi nợ xấu. Chi phí hoạt động trong kỳ ở mức 3,647 tỷ đồng (-2.7% QoQ), giúp tỷ lệ CIR trong quý đạt mức 29.8%, tương đương với mức thấp trong Q2/2021, cải thiện hơn đáng kể so với mức 35% của năm 2020. Lũy kế 9T2021, CTG đạt tổng thu nhập hoạt động (TOI) 39,261 tỷ đồng (+22% so với cùng kỳ), trong đó NII và NoII lần lượt đạt mức 31,393 tỷ đồng (+24.1% YoY) và 7,869 tỷ đồng (+14.4% YoY). NII gia tăng chủ yếu đến từ việc tăng trưởng tín dụng trong 9T2021 tăng hơn 6.3%, trong khi con số này trong năm 2020 chỉ là 2.5%, mặc dù lãi vay trong kỳ tiếp tục giảm. Chi phí hoạt động đạt 11,346 tỷ đồng (+9.6% YoY), tỷ lệ CIR được cải thiện xuống mức 28.9%.
- Chất lượng tài sản có sự suy giảm nhẹ so với Q2/2021 cũng như thời điểm cuối năm 2020. Tỷ lệ nợ xấu NPL vào cuối Q3/2021 đạt 1.67%, cao hơn mức 1.34% vào cuối Q2 cũng như mức 0.94% vào cuối năm 2020 do ảnh hưởng nghiêm trọng của dịch Covid-19 kéo dài suốt Q3/2021. Tỷ lệ nhóm 2 cũng gia tăng lên mức 0.45%, cao hơn mức 0.38% của Q2/2021 và mức 0.28% vào cuối năm 2020. Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) đạt 118.6%, thấp hơn mức 129% trong Q2 và mức 132% cuối năm 2020. Chi phí trích lập dự phòng trong quý đạt 5,547 tỷ đồng (+14.2% QoQ), lũy kế 9T2021, chi phí trích lập dự phòng đạt 14,004 tỷ đồng (+22.2% YoY), đảm bảo chất lượng tài sản trong dài hạn.
- NIM của CTG trong 9T2021 đạt 3.23%, giảm nhẹ so với mức cao của nửa đầu năm 2021, tuy nhiên có sự cải thiện đáng kể nhờ chi phí vốn giảm mạnh từ mức 4.09% trong năm 2020 xuống còn 3.29%. Điều này giúp ROE và ROA tiếp tục được cải thiện so với thời điểm cuối năm 2020. ROE và ROA trong 9T2021 đạt lần lượt là 18.58% và 1.23% so với mức chỉ 16.9% và 1.07% trong năm 2020.



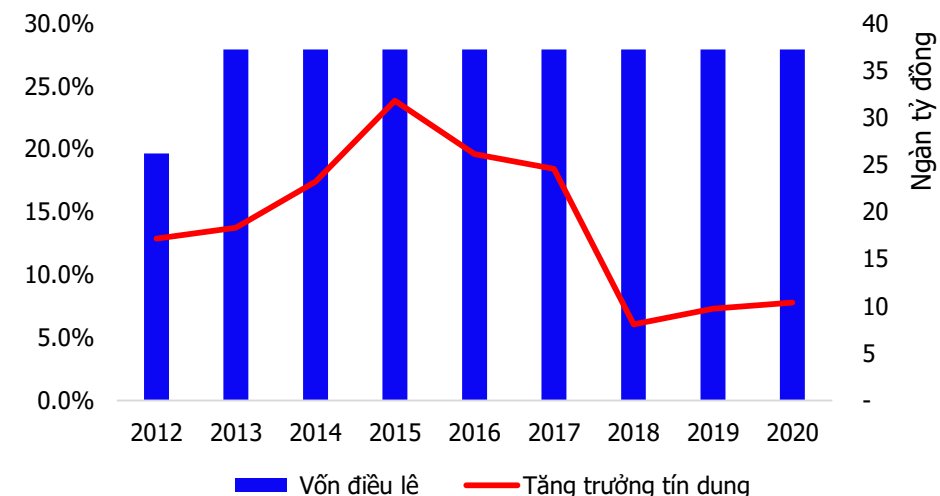
MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Luận điểm đầu tư

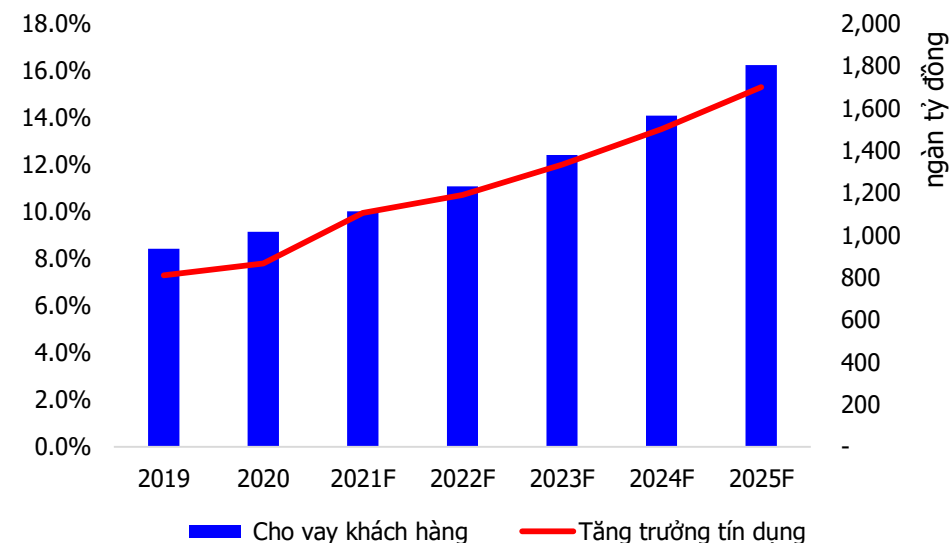
Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng khả quan nhờ vấn đề tăng vốn được giải quyết

- Tăng trưởng tín dụng của CTG đã có sự chững lại kể từ năm 2017 khi mà vấn đề tăng vốn chưa được giải quyết khiến cho CTG cần kiểm soát mức tăng trưởng tín dụng nhằm đảm bảo CAR (hệ số an toàn vốn) theo quy định của NHNN. Do đó, tăng trưởng tín dụng của CTG có sự suy giảm đáng kể từ hơn 18% trong năm 2017 xuống còn hơn 6% trong năm 2018 và vẫn chưa trở về được mức tăng trưởng cao trong quá khứ.
- Trong năm 2021, NHNN đã phê duyệt phương án phát hành cổ phiếu chia cổ tức với tỷ lệ hơn 29% giúp vốn chủ sở hữu của CTG đạt trên 48 ngàn tỷ đồng, đồng thời CTG cũng đang trình Phương án tiến hành chia cổ tức cho năm 2020 dưới 2 hình thức: tiền mặt với tỷ lệ 5% và cổ phiếu với tỷ lệ 12.6456%. Ngoài ra, ngày 4/10/2021, CTG cũng đã nộp đơn đăng ký chào bán trái phiếu ra công chúng với tổng giá trị trái phiếu hơn 10 ngàn tỷ đồng. Những động thái này cho thấy CTG đã nỗ lực giải quyết các vấn đề về tăng vốn giảm bớt các áp lực về tăng trưởng tín dụng, do đó chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp CTG có được hạn mức cao hơn và có được tăng trưởng tốt hơn trong tương lai.
- Mặc dù đại dịch Covid-19 diễn biến phức tạp kéo dài từ Q2/2021 đến hết Q3/2021, CTG vẫn đạt mức tăng trưởng tín dụng hơn 6.3% trong 9T2021, hoàn thành 70% hạn mức tín dụng được giao hiện tại là 9%. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng của CTG cũng như toàn ngành sẽ có sự bùng nổ trong Q4/2021 như đã diễn ra trong năm 2020 nhờ việc mở cửa trở lại nền kinh tế từ đầu Q4. Cụ thể, quý cuối năm 2020, tăng trưởng tín dụng của CTG đạt hơn 5.2%, cao hơn gấp 2 lần so với tổng tăng trưởng tín dụng 3 quý trước đó, do đó chúng tôi kỳ vọng Q4/2021, tăng trưởng tín dụng của CTG sẽ đạt khoảng 2.7% với nhận định thận trọng vì ngân hàng cần phải thực hiện theo quy định của NHNN là ưu tiên hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch. Trong năm 2022, với kỳ vọng dịch bệnh cơ bản được kiểm soát và nền kinh tế bắt đầu phục hồi, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng của CTG sẽ đạt khoảng 10.1%.

Tăng trưởng tín dụng và vốn điều lệ



Tăng trưởng tín dụng



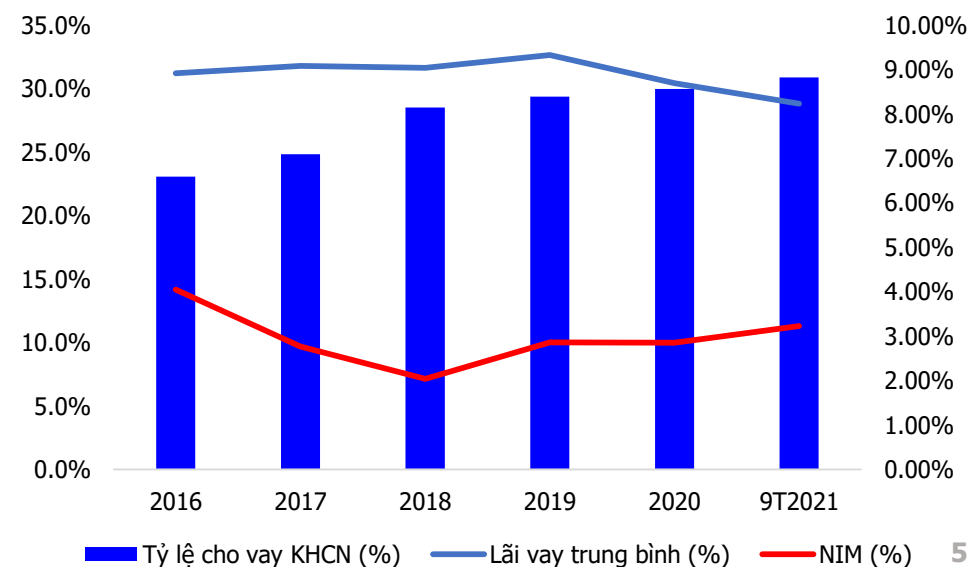
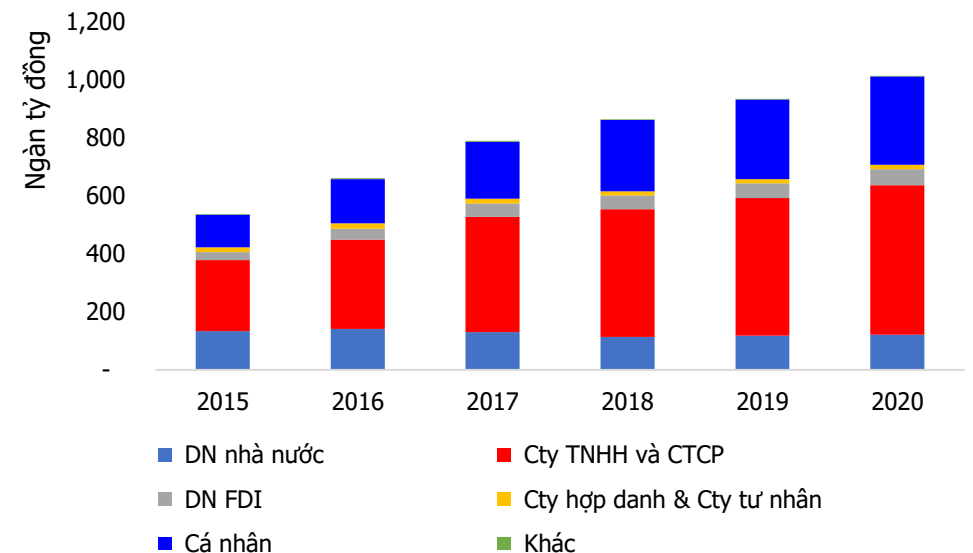
MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Luận điểm đầu tư

Tập trung vào mảng cho vay bán lẻ với lợi suất cao

- Với việc NHNN đang siết chặt cấp tín dụng cho một số lĩnh vực như BĐS, các NHTMCP đang tham gia vào cuộc đua tranh giành thị phần mảng cho vay bán lẻ với lợi suất cao hơn nhằm tối đa hóa lợi nhuận. CTG cũng không nằm ngoài xu hướng này khi liên tục gia tăng tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân và SME của mình. Đến cuối Q2/2021, tỷ lệ cho vay bán lẻ (KHCH+SMEs) chiếm hơn 56% tổng danh mục cho vay của CTG. Trong đó phân khúc khách hàng cá nhân chiếm hơn 30%, chủ yếu đến từ cho vay hộ kinh doanh (20%) và cho vay mua nhà (10%). Trong những năm tới, với việc tăng lớp trung lưu sẽ có sự gia tăng nhanh chóng tại Việt Nam khiến nhu cầu nhà ở sẽ trở nên cao hơn, đồng thời mức thu nhập của tầng lớp này cũng sẽ được nâng cao đảm bảo được dòng tiền trả nợ. Do đó, CTG đã kế hoạch gia tăng tỷ trọng cho vay mua nhà trong chiến lược phát triển mảng bán lẻ của mình. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng cho vay KHCH của CTG sẽ đạt mức trên 40% vào năm 2025.
- Tập trung vào phân khúc bán lẻ giúp khả năng sinh lợi của CTG được nâng lên đáng kể. Lãi vay trung bình tăng từ mức 8.9% trong năm 2016 lên hơn 9.3% trong năm 2019, thời điểm trước đại dịch Covid-19. Tuy nhiên, NIM có sự tăng trưởng đáng kể nhờ lãi suất thấp giúp chi phí vốn giảm đáng kể, dù lãi vay trung bình có sự suy giảm nhẹ. Lãi vay trung bình trong Q3/2021 chỉ đạt 8.24%, thấp hơn mức 8.35% trong Q2/2021, và thấp hơn mức 8.93% trong Q3/2020 do ngân hàng tiếp tục thực hiện chính sách giảm lãi nhằm hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng, lãi vay trung bình của CTG trong năm sẽ đạt 8.17% trong năm 2021. NIM được dự phóng ở mức 3.22%, giảm nhẹ so với mức 3.29% trong 9 tháng đầu năm. Năm 2022, với kỳ vọng lãi suất sẽ có sự gia tăng nhẹ, chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay của CTG sẽ đạt 8.59%, NIM sẽ đạt 3.14% do kỳ vọng lãi suất sẽ tăng trở lại khiến chi phí vốn gia tăng nhẹ lên mức 3.71%.

Cơ cấu cho vay KH



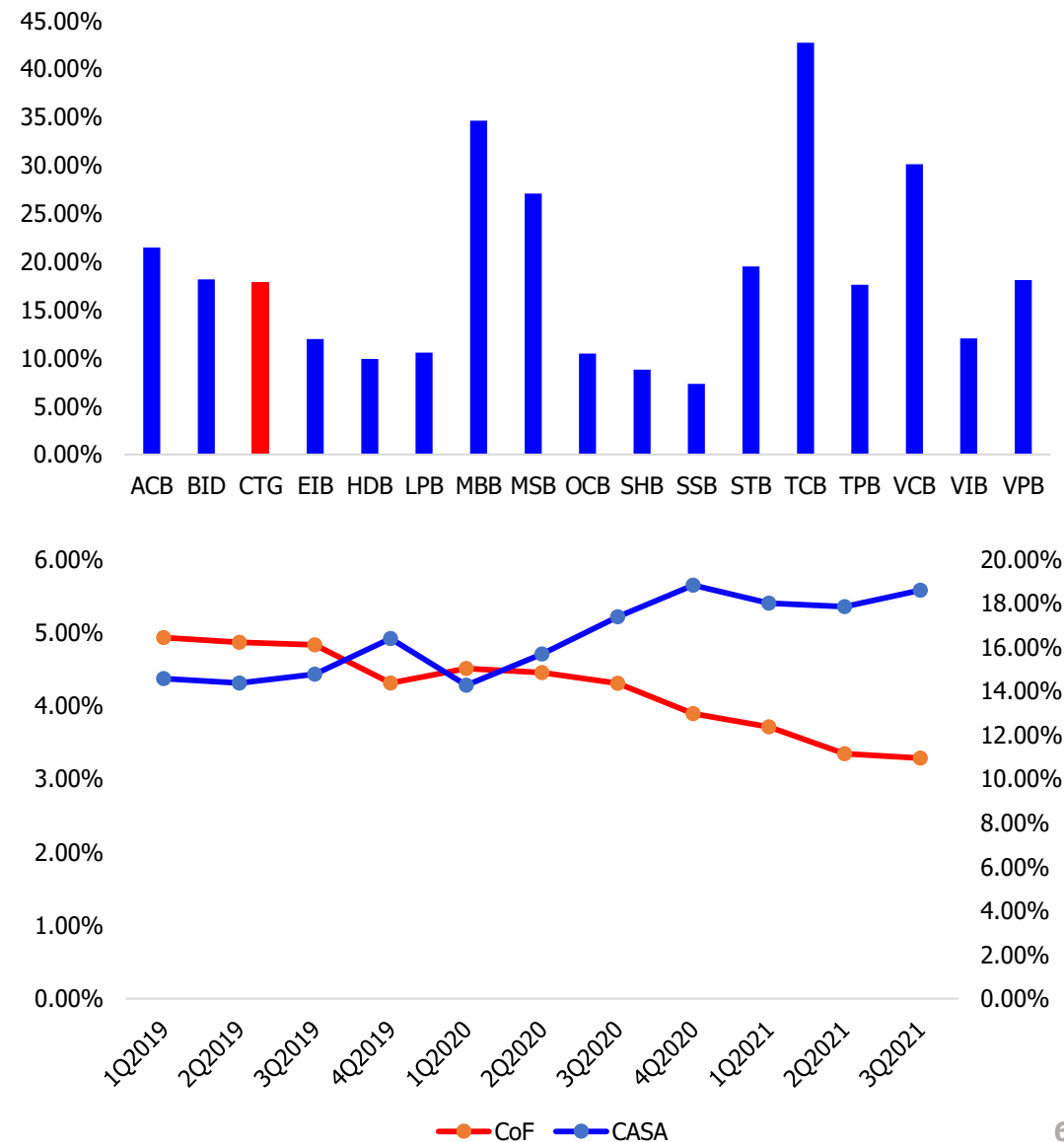
MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Luận điểm đầu tư

CASA còn nhiều dư địa tăng trưởng

- Cơ cấu nguồn vốn huy động cũng đang được thực hiện theo hướng phục vụ chiến lược dài hạn là tăng cường cho vay bán lẻ nhằm nâng cao hơn nữa khả năng sinh lợi của ngân hàng. Cụ thể, tỷ lệ CASA của CTG tăng từ mức 13.1% trong năm 2016 lên hơn mức 18.8% trong năm 2020. Cuối Q3/2021, tỷ lệ CASA của CTG tăng lên mức 18.6%, tăng nhẹ từ mức 17.85% tại thời điểm cuối Q2/2021. Tỷ lệ này tương đương với mức trung bình ngành, tuy nhiên vẫn còn thấp so với các ngân hàng tương tự như VCB (30.15%), TCB (42.7%), MBB (34.6%), ACB (21.5%). Do vậy, CTG vẫn còn dư địa nhằm tăng trưởng CASA nhằm tạo ra lợi thế chi phí vốn cho mình. Chúng tôi ước tính mức CASA của CTG sẽ đạt mức trên 35% vào năm 2025.
- Nỗ lực chuyển đổi số của CTG đã mang lại những dấu hiệu tích cực giúp cải thiện tỷ lệ CASA của ngân hàng. Trong Q2/2021, tổng số lượng KHCN sử dụng iPay đạt mức 3.6 triệu KH (+43% YoY), tổng KLGD tăng 117% YoY. Số lượng GD của KHCN thông qua E-bank cũng tăng tỷ trọng từ mức 41% trong năm ngoái lên 62% tính đến cuối Q2/2021. Đối với KHDN, số lượng KHDN giao dịch qua E-bank tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ, đi cùng SLGD và KLGD tăng lần lượt 122% và 107% YoY.
- Chi phí vốn trong năm 2020 và nửa đầu năm 2021 cải thiện đáng kể đến từ lãi suất thấp, bên cạnh nỗ lực gia tăng CASA của CTG. Ngoài ra, việc gia tăng tỷ lệ huy động trên thị trường liên ngân hàng trong nửa đầu năm 2021 với chi phí thấp cũng giúp chi phí vốn của CTG cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng môi trường lãi suất thấp như hiện tại sẽ không kéo dài trong dài hạn, do đó tăng trưởng CASA vẫn sẽ là mục tiêu chủ đạo trong trung và dài hạn của CTG nhằm kéo chi phí vốn xuống mức thấp. Chúng tôi kỳ vọng mức chi phí vốn của CTG sẽ đạt 3.31% trong năm 2021 và tăng nhẹ lên mức 3.71% vào năm 2022.

CASA Q2/2021

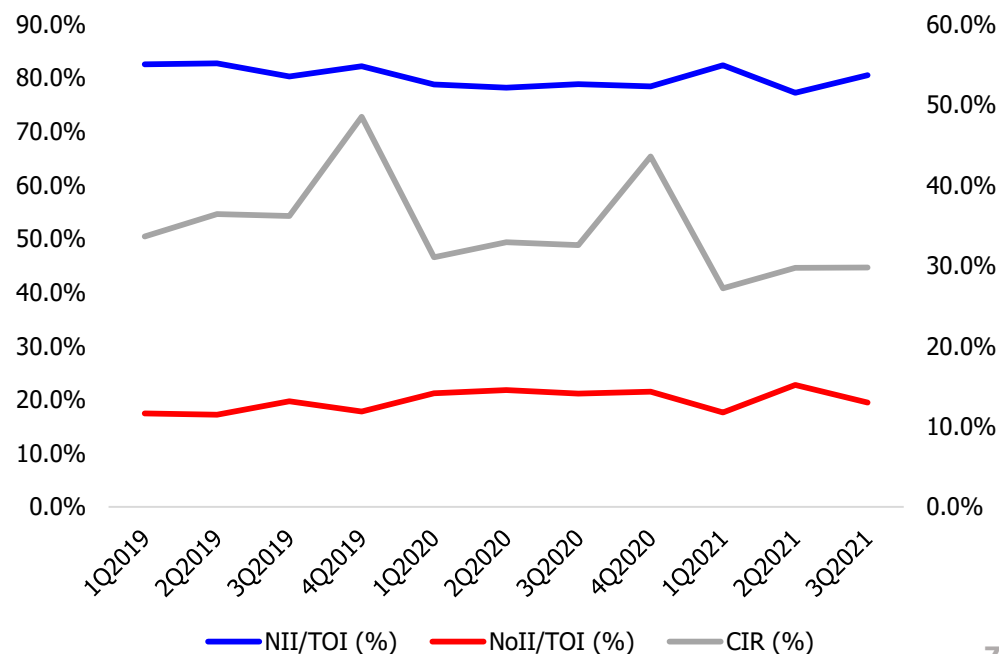
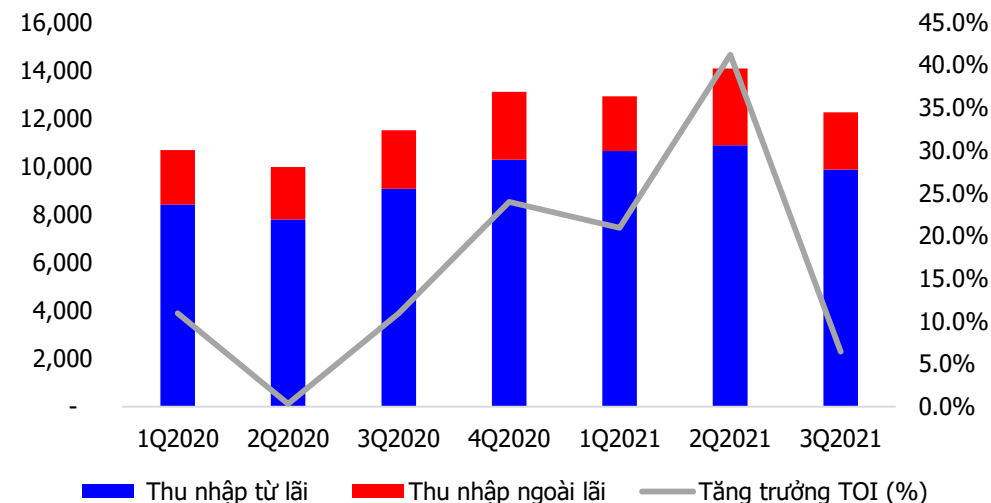


MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Luận điểm đầu tư

Thu nhập được kỳ vọng tăng mạnh

- Với mức kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt trên mức 9% trong năm 2021 đi cùng với NIM được duy trì trên mức 3%, chúng tôi ước tính thu nhập từ lãi của CTG sẽ đạt hơn 89 ngàn tỷ đồng (+6.9% YoY) trong năm 2021. Ngoài ra, việc chi phí vốn được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức thấp sẽ giúp duy trì chi phí lãi khoảng 48 ngàn tỷ đồng, tương đương với năm 2020. Do đó, chúng tôi ước tính NII sẽ đạt hơn 41.3 ngàn tỷ đồng (+16.3%), chiếm tỷ trọng 79.7% trong tổng thu nhập hoạt động (TOI) của CTG trong năm 2021.
- Bên cạnh thu nhập từ lãi, NoII cũng là một nguồn thu nhập chiếm tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu thu nhập của CTG, và đang có xu hướng tăng dần. Trong đó, hoạt động dịch vụ trung bình chiếm khoảng 9.5% TOI, được dẫn dắt bởi doanh thu từ phí và các hoạt động banca. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo tỷ trọng NoII trong TOI sẽ đạt 20%, và hoạt động dịch vụ vẫn sẽ là mảng đóng góp chính. Bên cạnh đó, các hoạt động ngoại hối và kinh doanh vàng cũng sẽ được duy trì tỷ trọng hơn 4% như trong năm 2020.
- Ngoài việc tăng cường và đa dạng hóa nguồn thu, CTG cũng thúc đẩy việc tối ưu hóa hoạt động nhằm giảm chi phí hoạt động xuống mức thấp nhất có thể, thông qua các hoạt động chuyển đổi số nhằm tạo cho mình ưu thế về khả năng sinh lợi trong dài hạn. CIR luôn trên mức 45% trong giai đoạn 2013-2018, tuy nhiên đã có sự cải thiện đáng kể xuống còn mức 35.5% trong năm 2020 và đạt mức 28.9% trong 9T2021. Những nỗ lực chuyển đổi số cũng như tinh gọn bộ máy đã giúp tỷ lệ chi phí nhân viên/TOI giảm từ mức hơn 25% trong năm 2018 xuống còn 17.8% trong 9T2021. Chi phí quản lý/TOI cũng giảm từ mức hơn 11% xuống còn 5.3% trong cùng thời gian. Chúng tôi ước tính mức CIR của CTG sẽ có sự gia tăng nhẹ trong nửa cuối năm do ảnh hưởng của đại dịch và đạt khoảng 29% trong năm 2021.

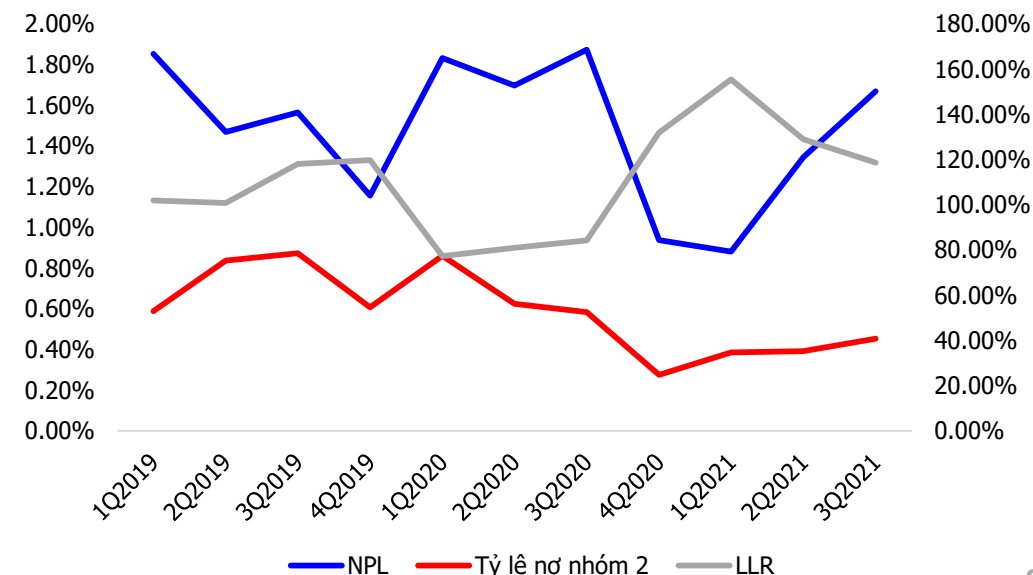
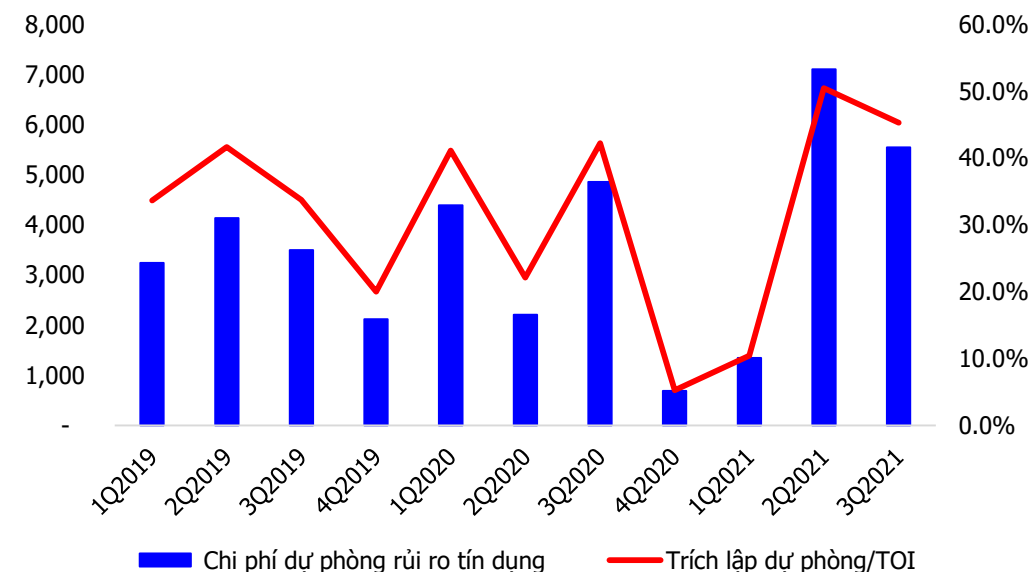


MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Luận điểm đầu tư

Chất lượng tài sản được cải thiện đáng kể

- Tỷ lệ nợ xấu của CTG có sự cải thiện đáng kể trước thời điểm làn sóng dịch Covid-19 lần thứ 4 bùng phát. Tỷ lệ NPL giảm từ mức đỉnh 1.83% trong Q1/2020 xuống còn 0.88% trong Q1/2021 với nỗ lực xử lý nợ xấu được thực hiện quyết liệt trong năm 2019 và 2020. Cụ thể, tỷ lệ sử dụng sự dụng nhằm xử lý nợ xấu trong năm 2019 và 2020 lần lượt là 102.4% và 115.3%. Với việc làn sóng Covid-19 lần thứ 4 bùng trở lại vào Q2/2021 và kéo dài đến hết Q3 đã khiến cho tỷ lệ nợ xấu của CTG tăng trở lại mức 1.67% vào cuối Q3/2021. Chúng tôi kỳ vọng, mức nợ xấu này sẽ giảm nhẹ về mức 1.2% cho cả năm 2021.
- Việc tăng cường trích lập dự phòng cả trước và trong thời gian xảy ra dịch bệnh đã giúp tỷ lệ bao nợ xấu của CTG tăng lên đáng kể, giúp đảm bảo chất lượng tài sản trong dài hạn. Đặc biệt trong Q2/2021, khi CTG tăng cường trích lập dự phòng với chi phí trích lập dự phòng tăng +221.9% YoY, tỷ lệ LLR của ngân hàng đạt hơn 129%. Trong Q3/2021, với việc tỷ lệ nợ xấu gia tăng nhanh do ảnh hưởng của dịch bệnh, tỷ lệ LLR của ngân hàng có sự suy giảm nhẹ về mức 118% dù ngân hàng vẫn gia tăng chi phí trích lập dự phòng lên hơn +14.2% QoQ. Tỷ lệ trích lập dự phòng trên tổng dư nợ vay của CTG được gia tăng đáng kể trong năm 2019 và năm 2020, trung bình đạt hơn 0.85%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ tiếp tục tăng cường trích lập dự phòng nhằm giảm áp lực cho những năm sau. Theo đó, chúng tôi ước tính mức LLR của năm 2021 sẽ đạt 116%.
- Hệ số an toàn vốn (CAR) của CTG liên tục được cải thiện trong những năm gần đây, khi luôn đạt mức trên 10% trong năm 2019 và năm 2020 theo thông tư 19 và thông tư 22 (tối thiểu 9%). Từ năm 2022, CTG cũng đã đạt yêu cầu Basel II theo thông tư 41 (tối thiểu 8%) với tỷ lệ CAR vào cuối Q2/2021 đạt 8.52%. Chúng tôi kỳ vọng mức CAR này sẽ được cải thiện hơn nữa khi KQKD của CTG trong những năm sau dịch có nhiều điểm tích cực đến từ tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản ngày càng được củng cố.



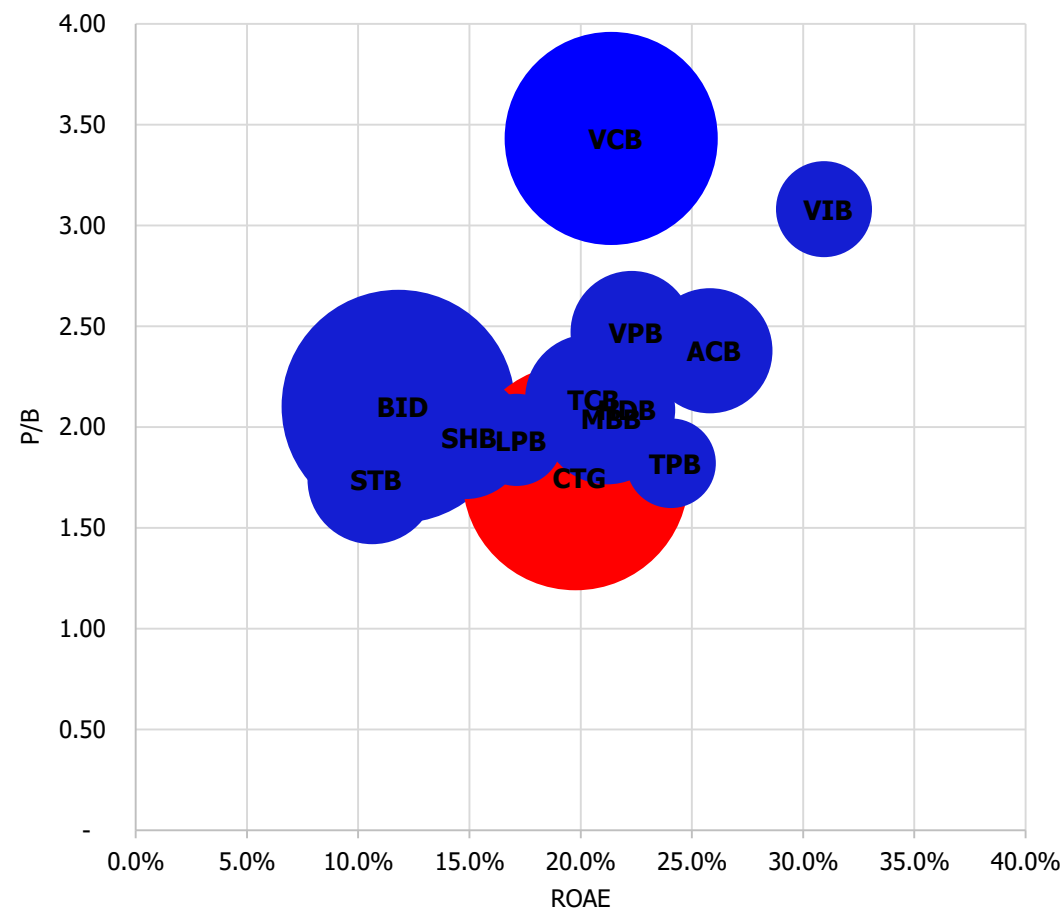
MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Rủi ro đầu tư

Giá cổ phiếu phản ánh tiêu cực do ảnh hưởng của đại dịch đến toàn ngành ngân hàng. Với việc đại dịch Covid-19 lần thứ 4 bùng trở lại tại Việt Nam đã gây ra nhiều hệ lụy nghiêm trọng, khiến nền kinh tế Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng GDP -6.71% trong Q3/2021, đây cũng là quý đầu tiên ghi nhận mức tăng trưởng GDP âm kể từ khi Việt Nam công bố số liệu GDP theo quý. Thị trường chứng khoán (TTCK) cũng đã có những phiên điều chỉnh mạnh từ mức đỉnh lịch sử trong Q2/2021 và ngành ngân hàng là một trong những ngành có sự suy giảm mạnh nhất do vai trò dẫn dắt chỉ số. Mặc dù, giá trị giao dịch của ngành và cả thị trường cũng như chỉ số VN-Index đã có sự phục hồi trong những tuần gần đây, cùng với các nhận định của hầu hết các chuyên gia cho rằng nền kinh tế sẽ phục hồi và đạt mức tăng trưởng từ 2-3% trong năm 2021; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thái độ quan ngại của giới đầu tư với cổ phiếu ngân hàng là vẫn còn và do đó rủi ro điều chỉnh trong ngắn hạn trước khi có những dấu hiệu vững chắc về việc phục hồi kinh tế là vẫn còn.

Dự phóng KQKD năm 2021 và 2022

- Chúng tôi dự phóng TOI của của CTG trong năm 2021 sẽ đạt 53,866 tỷ đồng (+18.9% YoY), LNTT đạt 20,987 tỷ đồng (+22.8% YoY), chi phí DPRRTD đạt 17,258 tỷ đồng (+42.1% YoY). Thu nhập từ lãi chiếm 80.8% TOI. Chi phí hoạt động đạt 15,621 tỷ đồng (-2.9% YoY), tỷ lệ CIR đạt mức 29%.
- NIM của CTG trong năm 2021 sẽ đạt 3.22% và dự kiến sẽ được duy trì trên mức 3% sau đại dịch. Điều này giúp ROE và ROA lần lượt đạt mức 18.15% và 1.21% trong năm 2021.
- NPL và LLR lần lượt đạt 1.20% và 116% với kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì trích lập dự phòng trong năm 2021 nhằm giảm áp lực cho những năm sau, khi mà lãi suất được dự kiến sẽ có sự gia tăng. Đồng thời, ngân hàng cũng sẽ chủ động xử lý nợ xấu nhằm cải thiện hơn nữa chất lượng tài sản.
- Chúng tôi cũng kỳ vọng CAR của CTG sẽ đạt trên mức 8.5% trong năm 2021.



Nguồn: FiinPro, BCTC các ngân hàng niêm yết

MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu CTG với mức giá mục tiêu 41,850 VND/cp dựa theo 2 Phương pháp (i) Giá trị thặng dư và (ii) so sánh P/B. Đối với Phương pháp giá trị thặng dư, chúng tôi sử dụng một số giả định chính như sau:

- Chi phí vốn cổ phần ở mức 14.5% nhằm phản ánh những rủi ro của thị trường khi mức chỉ số đang ở mức cao lịch sử;
- Mức tăng trưởng $g=5\%$;
- Chúng tôi cũng giả định việc chia cổ tức tiền mặt và cổ phiếu với tỷ lệ lần lượt 5% và 12.6% sẽ được diễn ra trong năm 2022 và do đó số lượng cổ phiếu cho việc định giá vẫn là hơn 4.8 tỷ cổ phiếu sau khi tiến hành chia cổ tức trong năm 2021.

Đối với Phương pháp so sánh P/B chúng tôi sử dụng mức P/B bình quân của ngành ngân hàng hiện tại là 2.2x, cùng với mức giá trị sổ sách kỳ vọng trong năm 2021 của CTG là 20,800 đ/cp.

Tổng hợp định giá	%	Target price
Giá trị thặng dư	50%	37,900
So sánh P/B	50%	45,800
Mức giá mục tiêu		41,850

	Giá trị thặng dư				
	2021 12/31/2021	2022 12/31/2022	2023 12/31/2023	2024 12/31/2024	2025 12/31/2025
LNST	16,848	19,447	22,972	28,636	32,998
Chi phí vốn cổ phần	13,498	15,623	17,807	20,329	23,259
Giá trị thặng dư	3,350	3,823	5,164	8,307	9,740
PV của GTTD	2,926	3,339	4,510	7,255	8,506

	P/E	P/B
ACB	9.91	2.38
BID	16.94	2.10
EIB	29.53	1.83
HDB	10.35	2.09
LPB	11.26	1.94
MBB	10.39	2.04
MSB	9.00	1.69
OCB	7.94	1.70
SHB	13.60	1.95
SSB	22.35	3.23
STB	15.24	1.74
TCB	11.01	2.14
TPB	8.28	1.82
VCB	17.54	3.43
VIB	10.95	3.08
VPB	11.95	2.47
Average	13.30	2.20

MUA - Giá mục tiêu: 41,850 VND/cp

Báo cáo KQKD (Tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F	Tỷ số tài chính	2019A	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần	33,199	35,581	43,537	46,706	Tăng trưởng				
Thu nhập thuần từ HĐDV	4,055	4,341	4,909	5,549	Tăng trưởng tài sản	6.56%	8.12%	8.30%	11.12%
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	1,564	2,000	2,193	2,461	Tăng trưởng cho vay và đầu tư	7.70%	8.98%	7.91%	11.35%
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	366	601	523	464	Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	7.96%	7.95%	7.58%	10.90%
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	(791)	361	(91)	(62)	Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	72.58%	17.94%	30.83%	8.68%
Lãi thuần từ HĐKD khác	1,497	1,910	2,163	2,361	Tăng trưởng LNTT	79.63%	45.02%	22.84%	15.29%
Tổng thu nhập hoạt động	40,519	45,317	53,866	58,130	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	15,735	16,085	15,621	16,567	CAR	10.28%	10.79%	N/A	N/A
LNTT và trước DPRRTD	24,785	29,232	38,245	41,563	VCSH/Tổng tài sản	6.02%	6.30%	6.66%	7.03%
Chi phí DPRRTD	13,004	12,147	17,258	17,367	Đòn bẩy tài chính	16.62	15.86	15.01	14.23
LNTT	11,781	17,085	20,987	24,197	Chất lượng tài sản				
Chi phí thuế TNDN	2,304	3,328	4,094	4,697	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.16%	0.94%	1.20%	1.05%
LNST	9,477	13,757	16,894	19,500	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.61%	0.28%	0.45%	0.40%
LN cổ đông thiểu số	(16)	(64)	(46)	(53)	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	119.72%	131.96%	116.01%	140.49%
LNST cho Ngân hàng	9,461	13,694	16,848	19,447	Thanh khoản				
					Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	87.27%	87.37%	88.65%	87.92%
					TS thanh khoản cao/Tổng TS	21.88%	21.68%	21.78%	22.75%
					TS thanh khoản/tiền gửi KH	25.30%	24.99%	25.38%	26.55%
					Khả năng sinh lợi				
					ROA	0.79%	1.07%	1.21%	1.27%
					ROE	13.10%	16.90%	18.15%	18.10%
					NIM	2.86%	2.85%	3.22%	3.14%
					TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	81.93%	78.51%	80.82%	80.35%
					Chi phí HD/Tổng TNHĐ (CIR)	38.83%	35.49%	29.00%	28.50%
					Định giá				
					EPS cơ bản (VND)	2,044	3,678	3,951	3,854
					Giá trị sổ sách (VND)	20,775	22,939	20,968	21,703
					P/E	14.4x	8.0x	7.4x	7.6x
					P/B	1.4x	1.3x	1.4x	1.4x
Cân Đối Kế Toán	2019A	2020A	2021F	2022F					
Tiền và tương đương tiền	8,283	9,930	11,488	12,958					
Tiền gửi tại NHNN	24,874	57,617	29,205	32,481					
Tiền gửi và cho vay các TCTD	129,389	102,533	151,971	168,944					
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	3,825	5,602	4,043	4,749					
Phái sinh và các TSTC khác	470	137	149	164					
Cho vay khách hàng	935,271	1,015,333	1,103,862	1,214,849					
Dự phòng cho vay	(12,946)	(12,561)	(15,318)	(17,856)					
Chứng khoán đầu tư	104,615	114,942	119,579	148,042					
Đầu tư dài hạn khác	3,283	3,336	3,403	3,458					
Tài sản cố định	10,997	10,811	10,908	10,767					
BDS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	32,651	33,757	33,538	35,797					
TỔNG TÀI SẢN	1,240,711	1,341,436	1,452,828	1,614,353					
NỢ PHẢI TRẢ	1,163,357	1,256,025	1,352,061	1,499,626					
Nợ NHNN, Chính phủ	70,603	44,597	46,604	48,701					
Tiền gửi, vay các TCTD khác	109,483	128,519	133,355	143,034					
Tiền gửi của khách hàng	892,785	990,331	1,066,842	1,191,946					
Phái sinh và các công cụ TC khác	-	-	-	-					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	5,776	2,733	5,995	6,211					
Phát hành giấy tờ có giá	57,066	59,876	66,232	72,891					
Các khoản nợ khác	27,643	29,969	33,033	36,843					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	77,355	85,411	100,767	114,728					
Vốn điều lệ	37,234	37,234	48,058	52,863					
Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975	8,975					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	516	516	516	516					
Quỹ của TCTD	9,610	11,605	14,133	17,050					
Chênh lệch tỷ giá	626	482	622	768					
LN chưa phân phối	19,833	26,001	27,842	33,908					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	561	599	622	648					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	1,240,711	1,341,436	1,452,828	1,614,353					

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Trọng Việt Hoàng Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn

Trái phiếu

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huynh Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình Binh.TranThai@mbs.com.vn

Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Trần Minh Phương Phuong.TranMinh@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đình Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng

Hoàng Ngân Giang Giang.HoangNgan@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS 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 MBS, 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 MBS.

MBS HỢT SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn