

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Nắm giữ
Giá kỳ vọng	18.300
Giá thị trường (26/2/2016)	17.600
Triển vọng 3 tháng	Đi ngang
Triển vọng 6 tháng	Đi ngang
Triển vọng 12 tháng	Đi ngang

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	3.723
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	65.531
Giá trị sổ sách/cp	15.004
Sở hữu nước ngoài (%)	29,53%
Giá hiện tại (đ/cp)	17.600
KLTB 10 ngày (cp)	793.225
Giá thấp nhất 52T (đ)	15.004
Giá cao nhất 52T (đ)	23.500
+/- 7 ngày qua	+6,4%
+/- 1 tháng qua	+5,2%

Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu CTG với giá mục tiêu là 18.300 đồng/cp, upside 4,08% theo phương pháp so sánh P/E và P/B với các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Lợi nhuận sau thuế của ngân hàng được dự báo đạt 5.740 tỷ đồng, tương đương EPS 2016 là 1.273 đồng/cp. Ngày 01/03/2016, cổ phiếu CTG được giao dịch tại mức giá 17.600 đồng/cp, tương đương với P/E FW là 13,96x và P/B là 1,17x.

Quy mô tăng. CTG dẫn đầu các ngân hàng niêm yết về quy mô vốn điều lệ, đạt 37 nghìn tỷ đồng vào năm 2015, đứng thứ 2 về quy mô tổng tài sản, sau BID, đạt 780 nghìn tỷ đồng, tăng 18% yoy. Quy mô tín dụng đạt khoảng 704 nghìn tỷ đồng (+16% yoy), huy động vốn đạt 493 nghìn tỷ đồng, (+16%yoy). Mạng lưới hoạt động rộng, chỉ đứng sau Agribank và BID với 167 chi nhánh, tổng số lượng nhân viên tại ngày 31/12/2015 tăng mạnh lên 21.024 nhân viên từ mức 19.787 nhân viên.

Cho vay khách hàng tăng 22% trong năm 2015, đạt 538 nghìn tỷ đồng. Trong đó, 29% danh mục cho vay lĩnh vực chế biến, chế tạo, 28% giải ngân vào ngành bán buôn, bán lẻ, sửa chữa ô tô, xe máy, 11% cho vay lĩnh vực xây dựng và 8% cho vay kinh doanh bất động sản.

Tốc độ tăng trưởng cho vay có thể bị chậm lại. (1) Tỷ lệ cho vay/tiền gửi khách hàng của CTG là 109%, cao hơn nhiều so với tỷ lệ quy định của NHNN. Tỷ lệ áp dụng đối với CTG là 80% theo thông tư 36 và được nâng lên 90% theo quy định tại dự thảo sửa đổi thông tư 36. Do vậy, ngân hàng có thể sẽ gặp áp lực tăng trưởng tín dụng chậm lại để đảm bảo tỷ lệ yêu cầu. (2) 2 mảng cho vay có tốc độ tăng trưởng cao nhất của CTG là cho vay lĩnh vực xây dựng và bất động sản, đều tăng trưởng 56% trong năm 2015 đạt lần lượt là 59 nghìn tỷ đồng và 43 nghìn tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng cho vay này có thể bị chậm lại nếu dự thảo sửa đổi thông tư 36 được thông qua. Theo đó, tỷ trọng rủi ro của khoản phải thu từ kinh doanh bất động sản được nâng lên 250% từ mức 150%. Điều này không chỉ phản ánh mức độ rủi ro tiềm ẩn cao hơn mà còn có thể khiến CTG siết chặt tín dụng đối với 2 lĩnh vực này.

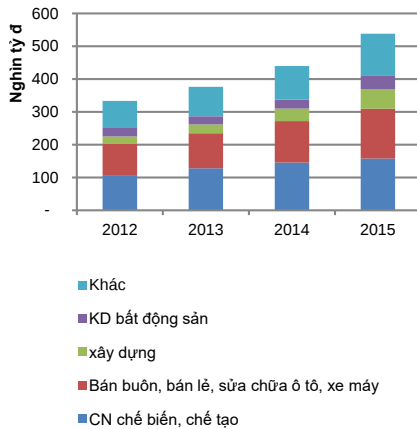
Chất lượng danh mục tín dụng.

- Tỷ lệ nợ xấu thấp.** Tỷ lệ nợ xấu tại thời điểm 31/12/2015 là 0,92%, thấp nhất trong số các NHTM niêm yết. Trong kỳ, CTG đã bán hơn 6 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu nếu tính cả số

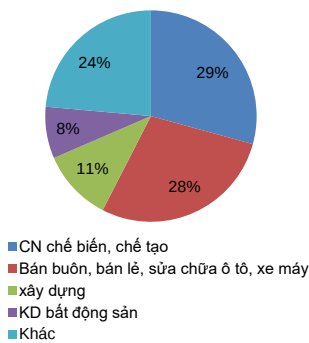
Chuyên viên phân tích
Trần Thị Hồng Tươi
Email: tuoith@bsc.com.vn
Tel: + 84 4 39352722 (108)



Tăng trưởng cho vay của CTG từ 2012-2015

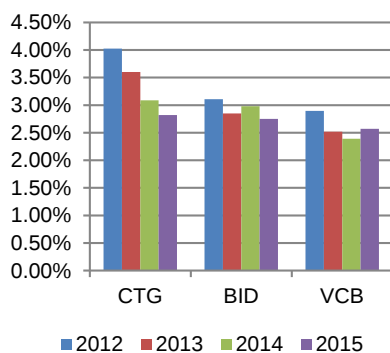


Cơ cấu cho vay của CTG năm 2015



Nguồn: BCTC CTG

NIM của CTG, VCB và BID từ 2012-2015



Nguồn: BCTC CTG, VCB, BID

đư nợ xấu lũy kế đã bán cho VAMC ước đạt 2,03%. Thu hồi từ các khoản nợ xấu đã xử lý mang về cho ngân hàng hơn 2,6 nghìn tỷ đồng, đóng góp 11,5% tổng thu nhập hoạt động của CTG. Ngân hàng cũng luôn duy trì tỷ lệ lãi thực thu/thu nhập lãi cao, và tỷ lệ bao nợ xấu cao, đạt lần lượt là gần 100% và 92,06%.

- Tuy nhiên, chất lượng tín dụng cần theo dõi.** (1) Tỷ trọng cho vay trung và dài hạn chiếm tỷ trọng cao, đạt trung bình trên 40% từ năm 2009-2015 và có xu hướng tăng trong năm 2015 lên 44% từ mức 40% năm 2014. (2) Đầu tư chứng khoán nợ do các TCKT trong nước phát hành chiếm tỷ trọng cao, đạt 53 nghìn tỷ đồng (+42% yoy) và chiếm đến 7% tổng danh mục tín dụng trong năm 2015. Các khoản tín dụng này có đặc điểm chung là kỳ hạn cho vay kéo dài, do đó, thường ít làm phát sinh nợ xấu trong ngắn hạn, tuy nhiên, lại có thể là gánh nặng nợ xấu cho ngân hàng trong dài hạn, đặc biệt là đối với các khoản cấp tín dụng bằng trái phiếu.

Hiệu quả hoạt động tín dụng cao nhưng đang có xu hướng giảm. Kết thúc năm 2015, NIM, hệ số đo hiệu quả sinh lời của danh mục tín dụng của CTG đạt 2,82%, cao hơn so với VCB và BID. Tuy nhiên, NIM của CTG đang có xu hướng giảm. Do vậy, mặc dù tín dụng tăng trưởng đến 22%, thu nhập lãi thuần của ngân hàng chỉ tăng 5%, đạt 19 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi ước tính, năm 2016, thu nhập lãi thuần của ngân hàng đạt 19 nghìn tỷ đồng, tương đương với NIM là 2,7%.

Chi phí trích lập dự phòng rủi ro có thể tăng. Năm 2015, chi phí trích lập dự phòng rủi ro của CTG là 4,7 nghìn tỷ đồng (+19% yoy) và chiếm đến 39% tổng lợi nhuận trước thuế. Với giả định nợ xấu tăng lên 5.687 tỷ đồng (tỷ lệ nợ xấu ước tính là 0,9%), tỷ lệ bao nợ xấu đạt 95% và mệnh giá trái phiếu VAMC đến cuối năm 2015 là hơn 10 nghìn tỷ đồng, chúng tôi cho rằng chi phí trích lập dự phòng rủi ro năm 2016 của CTG khoảng 5.980 tỷ đồng, (+29% yoy).

Hoạt động kinh doanh khác. Thu nhập dịch vụ tăng 24% lên 1.460 tỷ đồng nhờ mạng lưới chi nhánh rộng. Đây là nguồn thu nhập ổn định và ít chịu rủi ro của ngân hàng. Thu nhập khác cũng tăng mạnh đến 58% lên tới 2.202 tỷ đồng, chủ yếu nhờ thu hồi các khoản nợ đã xử lý. Tuy nhiên, mua bán chứng khoán kinh doanh và kinh doanh ngoại hối của ngân hàng lại giảm mạnh, giảm lần lượt là 95% (còn 20 tỷ đồng) và giảm 33% (còn 129 tỷ đồng).

Sáp nhập GPbank được kỳ vọng hoàn tất vào quý 1/2016. Đại hội cổ đông thường niên năm 2015 đã thông qua nội dung sáp nhập PGBank vào

VietinBank và được NHNN chấp thuận. Chủ tịch HĐQT VietinBank, ông Nguyễn Văn Thắng kỳ vọng việc sáp nhập PGBank vào VietinBank sẽ được hoàn tất trong quý 1/2016. Tỷ lệ sáp nhập Vietinbank: PGbank là 1:0,9. Ngân hàng PGbank có vốn điều lệ là 3 nghìn tỷ đồng, tổng tài sản đến hết quý 2/2015 là 24 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 6T2015 là 36 tỷ đồng với mạng lưới gồm 16 chi nhánh và 63 phòng giao dịch. Như vậy, ngân hàng sau sáp nhập có vốn điều lệ dự kiến là 40 nghìn tỷ đồng, tổng tài sản là 804 nghìn tỷ đồng tỷ đồng. Vietinbank kỳ vọng ngân hàng sau sáp nhập sẽ giúp ngân hàng mở rộng quy mô, tận dụng được hệ thống khách hàng của PGbank cũng như hợp tác sâu rộng hơn với Petrolimex. Tuy nhiên, điều này cũng sẽ làm tăng quy mô nợ xấu và trích lập dự phòng của CTG.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2016. Cho vay khách hàng của CTG được dự báo đạt 629 nghìn tỷ đồng (+17% yoy). Tỷ lệ nợ xấu dự báo đạt 0,9%. Thu nhập lãi thuần khoảng đạt 23 nghìn tỷ đồng, tương đương với NIM đạt 2,7%. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng khoảng 5.980 tỷ đồng (45% lợi nhuận hoạt động trước dự phòng). Lợi nhuận sau thuế được dự báo đạt 5.740 tỷ đồng, tương đương EPS 2016 là 1.273 đồng/cp.

Định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và P/B để định giá cổ phiếu CTG. Với tỷ trọng 60%-40% cho mỗi phương pháp, giá trị hợp lý của CTG là 18.313 đồng/cp, upside 4,08%.

Theo phương pháp P/E, giá hợp lý trên một cổ phiếu CTG là 16.154 đồng/cp

- Hệ số P/E ngành là 12,69x
- EPS 2016 là 1.273 đồng/cp

Theo phương pháp P/B, giá hợp lý trên một cổ phiếu CTG là 21.565 đồng/cp.

- Hệ số P/B ngành là 1,44x
- Giá trị ghi sổ là 15.004 đồng/cp

Mã	P/E	P/B
VCB	20.41	2.36
BID	12.69	1.48
MBB	10.27	1.45
ACB	18.05	1.44
STB	12.04	0.91
SHB	8.11	0.58
EIB	209.65	0.93
Trung vị	12.69	1.44

Bảng so sánh các chỉ tiêu tài chính của CTG, VCB và BID

	2012	2013	2014	2015	VCB 2015	BID 2015
Quy mô						
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	26,218	37,234	37,234	37,234	26,650	34,187
Tổng tài sản (tỷ đồng)	503,606	576,368	661,132	779,483	673,910	850,748
Cho vay khách hàng	333,356	376,289	439,870	538,080	387,152	598,457
Tiền gửi của khách hàng	288,271	364,497	424,181	492,960	499,764	564,589
Vốn chủ sở hữu/TTS	6.68%	9.38%	8.36%	7.17%	6.82%	4.81%
Tăng trưởng (so với đầu năm)						
Tăng trưởng tài sản	9.34%	14.45%	14.71%	17.90%	16.80%	30.82%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	13.61%	12.88%	16.90%	22.33%	19.74%	34.28%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	12.05%	26.44%	16.37%	16.21%	18.37%	28.18%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	115.64%	103.24%	103.70%	109.15%	77.47%	106.00%
Chất lượng tài sản						
Tỷ lệ nợ xấu	1.47%	1.00%	1.12%	0.92%	2.01%	1.62%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.10%	0.88%	0.99%	0.85%	2.22%	1.23%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	75.11%	87.53%	89.02%	92.06%	110.68%	75.95%
Lãi thực thu/ thu nhập lãi	97%	95%	93%	100%	96%	98%
Hiệu quả kinh doanh						
Lợi nhuận trước DPRRTD (tỷ đ)	12,526	11,874	11,226	12,024	12,897	13,747
% yoy	-6%	-5%	-5%	7%	24%	3%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	4,358	4,123	3,923	4,679	6,068	5,803
% Lợi nhuận trước DPRRTD	35%	35%	35%	39%	47%	42%
LNST (tỷ đ)	6,152	5,792	5,713	5,698	5,314	5,842
% yoy	-1%	-6%	-1%	0%	16%	18%
NIM (TTM)	4.02%	3.60%	3.09%	2.82%	2.57%	2.75%
ROA (TTM)	1.28%	1.07%	0.92%	0.79%	0.85%	0.78%
ROE (TTM)	19.80%	13.21%	10.45%	10.25%	11.90%	15.75%
EPS (đồng/cp) (TTM)			-	1,262	1,707	1,395
Giá trị sổ sách	12,829	14,523	14,841	15,004	17,250	11,973

Nguồn: BCTC VCB, CTG, BID, BSC research

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

