

| Khuyến nghị        | MUA    | Ngân hàng Công Thương (HSX: CTG) |            |                |       |
|--------------------|--------|----------------------------------|------------|----------------|-------|
| Trở lại đường đua  |        |                                  |            |                |       |
| Giá hiện tại:      | 25,600 | Ngày viết báo cáo                | 14/09/2020 | Cơ cấu cổ đông |       |
| Giá mục tiêu trước | N/A    | CP lưu hành (triệu)              | 3,723      | SBV            | 64.5% |
| Giá mục tiêu mới   | 30,000 | Vốn hóa                          | 95,319     | Mitsubishi UFJ | 19.7% |
| Cổ tức             | 0.0%   | TK bình quân 6M                  | 5,340,658  | Cổ đông khác   | 15.8% |
| Tiềm năng tăng giá | 17.2%  | Sở hữu NN còn lại                | 0.0%       |                |       |

#### Chuyên viên phân tích ngành

**Vương Chí Tâm, FRM**

(Ngân hàng, Dịch vụ tài chính)

[tamvc@bsc.com.vn](mailto:tamvc@bsc.com.vn)

#### Chuyên viên phân tích kỹ thuật

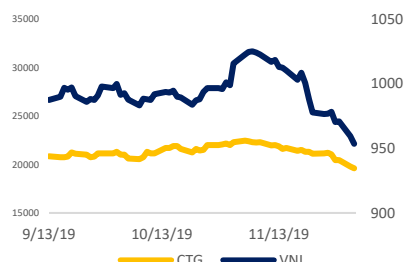
**Nguyễn Tiến Đức**

[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

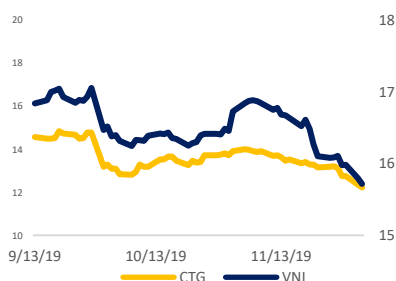
Giá khuyến nghị: 32,500

Giá cắt lỗ: 23,500

#### Bảng so sánh giá CP và VN-Index



#### Bảng so sánh P/E và VN-Index



#### ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTG với giá mục tiêu 30,000 VND/cp, upside 17.2% theo phương pháp P/B. Chúng tôi kỳ vọng với vị thế quy mô lớn cùng định giá rẻ, việc cải thiện CAR trong tương lai sẽ giúp CTG quay lại đường đua tăng trưởng.

#### DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo, trong năm 2020, CTG sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt ở mức 41,704 tỷ VND (+2.9% yoy) và 12,124 tỷ VND (+2.9% yoy), BVPS 2020 ở mức 22,443 VND/cp.

#### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) CTG là ngân hàng có quy mô lớn và định giá rẻ.
- (2) Kỳ vọng cải thiện CAR giúp trở lại cuộc đua về tăng trưởng.
- (3) Kỳ vọng từ kỳ hợp đồng bảo hiểm độc quyền trong 2021.

#### RỦI RO

- (1) Chất lượng tài sản và KQKD suy giảm do dịch bệnh.
- (2) Chậm trễ tiến độ tăng vốn từ nguồn LN giữ lại và vốn cấp 2.

#### CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP (Chi tiết tham khảo trang 2)

- (1) KQKD tăng trưởng nhờ việc giảm trích lập dự phòng. TOI +5.6% yoy, PBT +39.8% yoy.
- (2) Rủi ro suy giảm chất lượng tài sản do dịch bệnh. Tuy nhiên, BSC cho rằng CTG có thể chống chọi tốt nhờ nguồn trích lập dự phòng từ trước và LN tốt.
- (3) Cải thiện CAR từ hướng tiếp cận giảm RWA và tăng vốn cấp 2.
- (4) Dự báo KQKD 2020 - LN tăng nhẹ.

|       | 2019  | 2020E | Peers | VN-Index |
|-------|-------|-------|-------|----------|
| % TOI | 42.4% | 2.9%  | 7.9%  | N/A      |
| % PBT | 79.6% | 2.9%  | 0.5%  | N/A      |
| ROAA  | 0.8%  | 0.7%  | 1.6%  | 2.4%     |
| ROAE  | 13.1% | 12.1% | 16.2% | 13.3%    |
| P/E   | 7.6x  | 9.8x  | 8.3x  | 14.7x    |
| P/B   | 0.9x  | 1.1x  | 1.1x  | 2x       |

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

|      | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021F     |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| TTS  | 1,164,290 | 1,240,711 | 1,511,473 | 1,824,880 |
| VCSH | 67,316    | 77,355    | 83,557    | 91,627    |
| TOI  | 28,446    | 40,519    | 41,704    | 51,811    |
| PBT  | 6,559     | 11,781    | 12,124    | 14,794    |
| EPS  | 1,417     | 2,541     | 2,615     | 3,191     |
| BVPS | 18,079    | 20,775    | 22,441    | 24,608    |

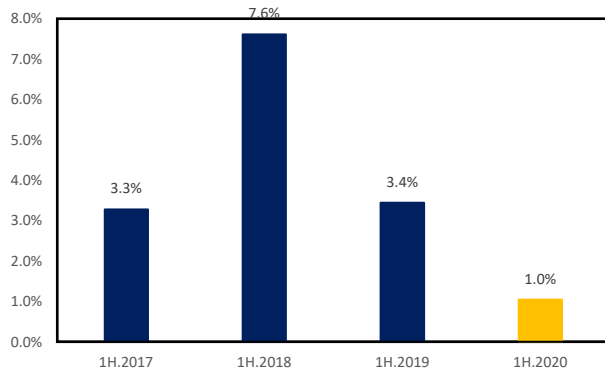
Nguồn: BCTC CTG, BSC ước tính

**CẬP NHẬT KQKD DOANH NGHIỆP**

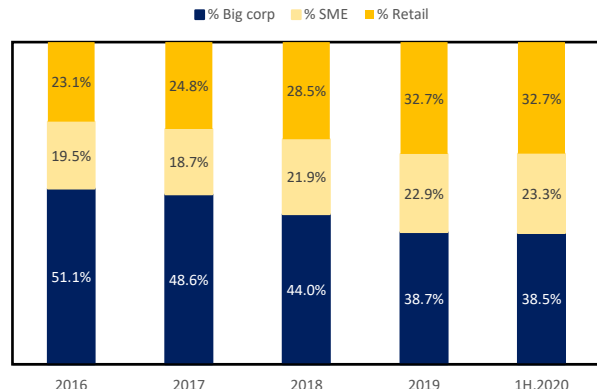
**(1) KQKD của CTG tăng trưởng mạnh so với toàn ngành.**

- **Tín dụng +1.0% ytd trong 1H.2020**, và trong năm 2020 CTG không xin cấp thêm hạn mức tín dụng (giữ ở mức 8.5%). Tín dụng trong 1H.2020 của CTG tập trung chủ yếu cho vay SME, với tốc độ tăng 2.4% ytd.

Hình 1: Tín dụng chậm lại, tập trung chủ yếu vào SME (2.4% ytd trong 1H.2020)



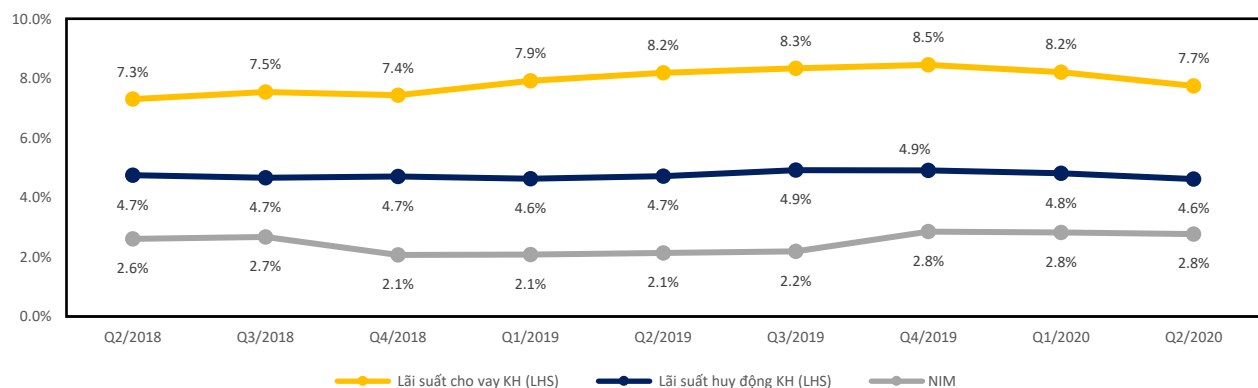
Hình 2: Chuyển dịch dần cơ cấu cho vay sang SME và Retail



Nguồn: CTG, BSC Research

- **LS cho vay giảm 0.5%, trong khi LS huy động chỉ giảm 0.2%.** Trong 1H.2020, CTG đã hỗ trợ giảm lãi suất gần 2% cho 9,000 khách hàng với dư nợ được miễn giảm lãi suất lên đến 242,000 tỷ VND (26.0% tổng dư nợ). Việc này làm ảnh hưởng giảm lãi suất cho vay trung bình của CTG xuống mức 7.7% (-0.5%) trong khi LS huy động chỉ giảm nhẹ do việc hạ lãi suất các kì hạn < 1 năm.

Hình 3: Lãi suất cho vay giảm 0.5%, trong khi LS huy động chỉ giảm 0.2% trong Q2/2020.



Nguồn: CTG, BSC Research

- **Thu ngoài lãi +30.9% yoy**, trong đó:  
Thu dịch vụ +10.5% yoy mặc dù CTG có những chính sách hỗ trợ về phí dịch vụ do ảnh hưởng bởi COVID-19.  
Lãi từ KD ngoại hối đạt 1,037 tỷ VND (+31.8% yoy)  
Lãi từ CKKD đạt 389 tỷ VND (cùng kỳ 2019: 136 tỷ VND).

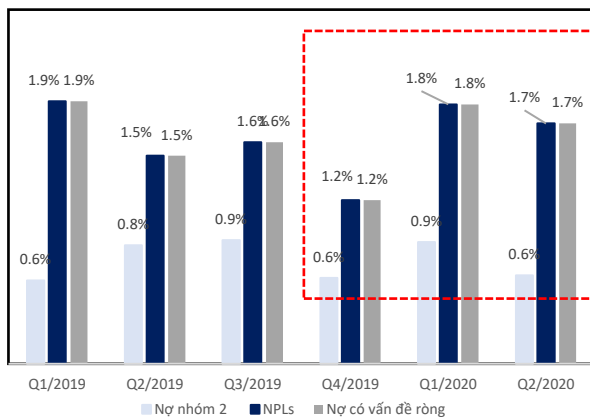
**Về kỳ vọng trong năm 2020**, BSC cho rằng CTG sẽ tiếp tục có những chính sách hỗ trợ phí và lãi suất cho các DN và cá nhân bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh trong 2H.2020. Bên cạnh đó, việc thu hồi nợ xấu từ những năm trước có thể sẽ gặp khó khăn do kinh tế suy giảm. BSC dự báo trong năm 2020, CTG sẽ ghi nhận thu ngoài lãi ở mức 6,620 tỷ VND (-9.6% yoy).

**CẬP NHẬT KQKD DOANH NGHIỆP**

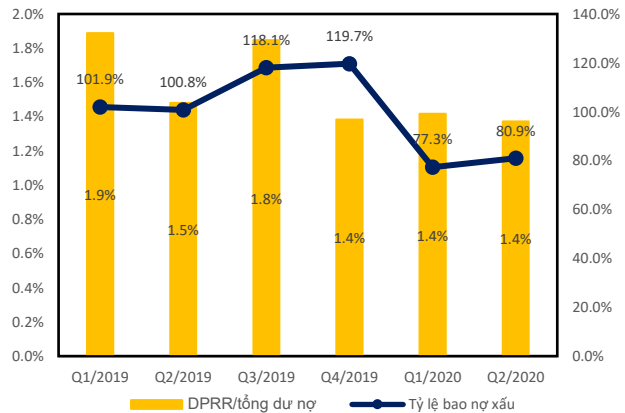
**Rủi ro suy giảm chất lượng tài sản do dịch bệnh.**

**Chất lượng tài sản suy giảm do dịch bệnh, trích lập dự phòng ở mức trung bình.** Trong 1H.2020, CTG thực hiện tiết giảm chi phí hoạt động (CIR giảm xuống mức 32.0%), giảm trích lập dự phòng (-10.6% yoy) giúp LN tăng trưởng mạnh +39.8% yoy. Đây là mức trích lập dự phòng thấp hơn so với năm 2019 do CTG dự kiến sẽ không trích lập hết cho khoản nợ VAMC năm nay. Trong năm 2020, BSC ước tính chi phí trích lập dự phòng của CTG sẽ tăng +18.0% yoy, thấp hơn mức ước tính toàn ngành +24% yoy.

**Hình 5: CLTS giảm do dịch bệnh COVID-19**

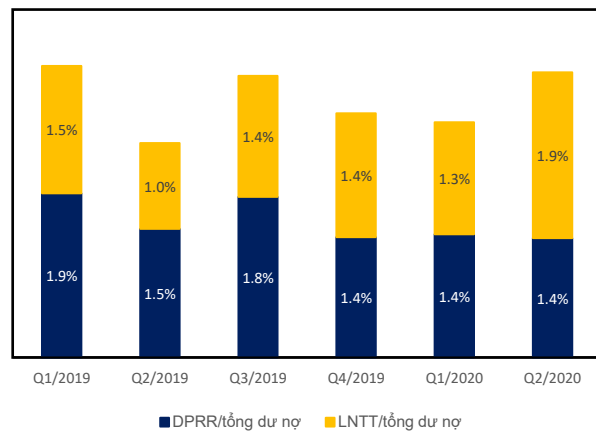
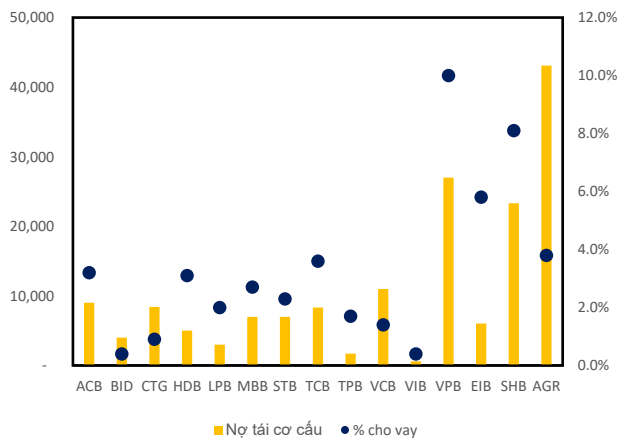


**Hình 6: Trích lập dự phòng cao giúp giảm bớt rủi ro**



Nguồn: CTG, BSC Research

**Nợ tái cơ cấu ở mức thấp.** Tính đến hết 1H.2020, CTG đã tái cơ cấu nợ cho ~0.9% khoản vay, thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khác. Với kỳ vọng nền kinh tế sẽ phục hồi trong 2H.2020 và 2021, chúng tôi cho rằng mức trích lập dự phòng và LN hiện nay có thể giúp CTG chống chọi trước sự suy giảm về LN mà chưa ảnh hưởng đến VCSH.

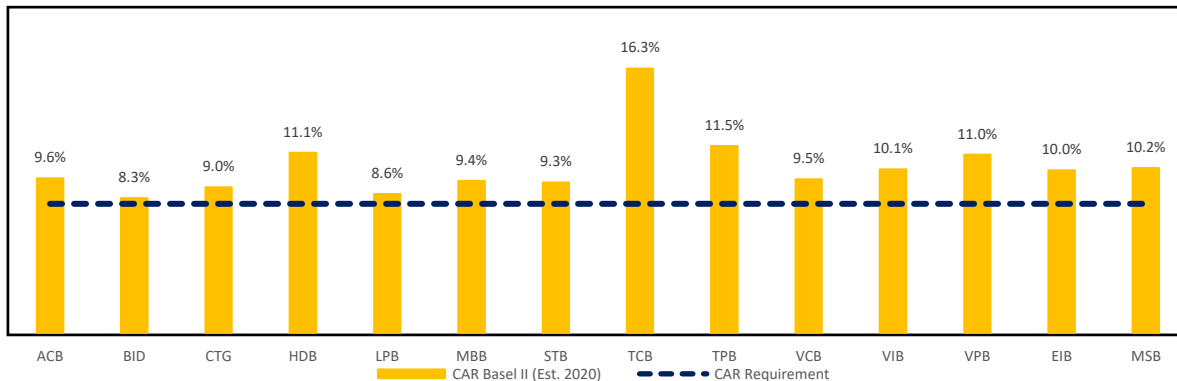


Nguồn: CTG, BSC Research

**CẬP NHẬT KQKD DOANH NGHIỆP**

**CAR cải thiện nhờ tập trung giảm RWA và tăng vốn cấp 2**

Hiện nay, CTG đang dần được cải thiện nhờ việc tập trung giảm RWA và tăng vốn cấp 2. Trong 1H.2020, CTG đã phát hành được hơn 7,000 tỷ vốn cấp 2 và dự kiến sẽ phát hành thêm 3,000 tỷ vào 2H.2020. Do đó, chúng tôi ước tính CAR Basel II của CTG sẽ đạt mức 9.0% vào cuối 2020.



Nguồn: BSC Research

**Dự báo KQKD năm 2020 – LN tăng nhẹ**

Trong năm 2020, BSC dự báo CTG sẽ ghi nhận TOI và PBT lần lượt ở mức 41,730 tỷ VND (+3.0% yoy) và 12,134 tỷ VND (+3.0% yoy), thay đổi lần lượt +0.2% và -1.2% so với dự báo trước. Dự báo này dựa trên giả định:

- Tăng trưởng tín dụng ở mức 8.5%, tương đương mức được SBV cấp đầu năm.
- NIM giảm 30 bps, xuống mức 2.6%.
- Tiết giảm chi phí hoạt động giúp CIR về mức 37.2%.
- Chất lượng tài sản suy giảm do dịch bệnh, và CTG chưa trích lập hết VAMC trong năm 2020.

|                                          | 2016     | 2017     | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021F    |
|------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Thu nhập lãi thuần                       | 22,405   | 27,073   | 22,212   | 33,199   | 35,084   | 47,263   |
| Thu nhập ngoài lãi                       | 4,057    | 5,547    | 6,234    | 7,320    | 6,620    | 4,548    |
| <i>Trong đó: Thu nhập từ phí dịch vụ</i> | 1,698    | 1,855    | 2,771    | 4,055    | 4,097    | 4,093    |
| Tổng thu nhập hoạt động                  | 26,462   | 32,620   | 28,446   | 40,519   | 41,704   | 51,811   |
| Chi phí hoạt động                        | (12,871) | (15,070) | (14,084) | (15,735) | (15,534) | (16,525) |
| LN trước dự phòng                        | 13,592   | 17,550   | 14,361   | 24,785   | 26,169   | 35,286   |
| Chi phí dự phòng                         | (5,022)  | (8,344)  | (7,803)  | (13,004) | (14,045) | (20,492) |
| LNTT                                     | 8,569    | 9,206    | 6,559    | 11,781   | 12,124   | 14,794   |
| CASA                                     | 16.3%    | 16.1%    | 15.9%    | 17.0%    | 17.0%    | 17.7%    |
| Tăng trưởng tín dụng (%)                 | 19.6%    | 18.4%    | 6.1%     | 7.3%     | 8.7%     | 8.7%     |
| Nợ nhóm 2 (%)                            | 0.8%     | 0.5%     | 0.6%     | 0.6%     | 0.7%     | 0.7%     |
| NPL                                      | 1.0%     | 1.1%     | 1.6%     | 1.2%     | 1.6%     | 1.6%     |
| Nợ vay có vấn đề (%)                     | 1.8%     | 0.6%     | 2.0%     | 1.0%     | 1.3%     | 0.9%     |
| LLCR                                     | 102.3%   | 92.1%    | 95.3%    | 119.7%   | 88.5%    | 86.0%    |
| LDR                                      | 88.3%    | 88.6%    | 88.0%    | 88.2%    | 86.8%    | 85.0%    |
| NIM                                      | 2.7%     | 2.8%     | 2.1%     | 2.9%     | 2.6%     | 2.9%     |
| CIR                                      | 48.6%    | 46.2%    | 49.5%    | 38.8%    | 37.2%    | 31.9%    |
| ROAA                                     | 0.8%     | 0.7%     | 0.5%     | 0.8%     | 0.7%     | 0.7%     |
| ROAE                                     | 11.7%    | 12.0%    | 8.0%     | 13.1%    | 12.1%    | 13.6%    |

Nguồn: CTG, BSC Research

**TÌNH HÌNH HĐKD CÁC NGÂN HÀNG TRONG QUÝ 2/2020**

|                                             | ACB     | VCB       | BID       | CTG       | MBB     | STB     | HDB     | TCB     | VPB     |
|---------------------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>QUY MÔ</b>                               |         |           |           |           |         |         |         |         |         |
| Vốn điều lệ                                 | 16,627  | 37,089    | 40,220    | 37,234    | 24,370  | 18,852  | 9,810   | 35,001  | 25,300  |
| VCSH                                        | 30,832  | 89,578    | 79,732    | 81,019    | 45,799  | 27,448  | 22,694  | 67,429  | 47,475  |
| Tổng tài sản                                | 396,760 | 1,185,262 | 1,446,354 | 1,239,557 | 421,636 | 481,898 | 242,445 | 395,861 | 399,473 |
| Thị phần cho vay                            | 3.3%    | 9.2%      | 13.5%     | 11.4%     | 3.4%    | 3.7%    | 2.0%    | 3.2%    | 3.5%    |
| Thị phần tiền gửi                           | 3.6%    | 10.6%     | 13.1%     | 11.0%     | 3.5%    | 4.5%    | 2.2%    | 3.2%    | 3.5%    |
| <b>TĂNG TRƯỞNG</b>                          |         |           |           |           |         |         |         |         |         |
| % tín dụng                                  | 4.8%    | 4.9%      | 0.2%      | 1.0%      | 6.2%    | 4.9%    | 10.3%   | 3.5%    | 9.8%    |
| % TTS                                       | 3.5%    | -3.1%     | -2.9%     | -0.1%     | 2.5%    | 6.2%    | 5.7%    | 3.2%    | 5.9%    |
| % tiền gửi                                  | 7.3%    | 5.7%      | 1.6%      | 2.3%      | -5.6%   | 6.3%    | 18.9%   | 8.0%    | 10.7%   |
| % TOI                                       | 3.9%    | -5.0%     | -10.6%    | 0.3%      | 6.8%    | 7.9%    | 18.0%   | 22.7%   | 0.9%    |
| % LN trước DP                               | 15.2%   | 5.2%      | -13.0%    | 5.9%      | 7.5%    | 56.3%   | 46.0%   | 30.1%   | 9.7%    |
| % PBT                                       | -1.1%   | 6.1%      | 20.6%     | 105.6%    | 19.2%   | 10.2%   | 49.4%   | 18.8%   | 43.5%   |
| <b>CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN</b>                   |         |           |           |           |         |         |         |         |         |
| Nợ nhóm 2                                   | 0.3%    | 1.0%      | 1.8%      | 0.6%      | 1.5%    | 0.4%    | 1.5%    | 1.0%    | 6.2%    |
| Nợ xấu                                      | 0.7%    | 0.8%      | 2.0%      | 1.7%      | 1.4%    | 2.2%    | 1.6%    | 0.9%    | 3.2%    |
| Nợ xấu (+VAMC)                              | 0.7%    | 0.8%      | 2.0%      | 1.7%      | 1.4%    | 10.2%   | 1.6%    | 0.9%    | 3.2%    |
| DPRR/ Tổng dư nợ                            | 1.0%    | 2.1%      | 1.6%      | 1.4%      | 1.7%    | 1.5%    | 1.1%    | 1.0%    | 1.6%    |
| Tỷ lệ bao nợ xấu                            | 144.1%  | 254.5%    | 80.0%     | 80.9%     | 121.0%  | 69.4%   | 72.2%   | 108.6%  | 49.1%   |
| DPRR/Nợ 2-5                                 | 95.7%   | 115.6%    | 42.0%     | 59.2%     | 57.8%   | 57.7%   | 36.5%   | 51.4%   | 16.7%   |
| Lãi, phí phải thu/ cho vay                  | 0.9%    | 0.9%      | 1.2%      | 0.8%      | 1.4%    | 6.0%    | 1.8%    | 2.4%    | 1.8%    |
| <b>RỦI RO THANH KHOẢN &amp; AN TOÀN VỐN</b> |         |           |           |           |         |         |         |         |         |
| LDR                                         | 80.1%   | 74.9%     | 88.2%     | 87.3%     | 76.0%   | 70.9%   | 74.9%   | 74.2%   | 79.9%   |
| TS thanh khoản/Tiền gửi                     | 32.1%   | 40.9%     | 25.3%     | 28.6%     | 54.5%   | 29.9%   | 47.9%   | 54.9%   | 45.4%   |
| Interbank/Tổng HĐ                           | 0.6%    | 4.4%      | 4.9%      | 9.8%      | 16.1%   | 0.8%    | 14.7%   | 13.3%   | 13.2%   |
| Đòn bẩy tài chính                           | 12.9    | 13.2      | 18.1      | 15.3      | 9.2     | 17.6    | 10.7    | 5.9     | 8.4     |
| <b>HIỆU QUẢ KINH DOANH</b>                  |         |           |           |           |         |         |         |         |         |
| Tổng TN hoạt động                           | 4,102   | 10,733    | 10,703    | 9,975     | 6,574   | 3,561   | 3,195   | 5,753   | 8,948   |
| LNTT                                        | 1,895   | 5,759     | 2,640     | 4,486     | 2,923   | 441     | 1,657   | 3,617   | 3,673   |
| Tiền gửi không kỳ hạn                       | 18.1%   | 28.8%     | 15.8%     | 16.4%     | 35.6%   | 16.4%   | 12.3%   | 34.4%   | 12.1%   |
| % LS gộp                                    | 8.0%    | 5.9%      | 6.7%      | 6.8%      | 7.9%    | 8.6%    | 9.7%    | 7.3%    | 13.9%   |
| % LS chi phí vốn                            | 5.0%    | 3.3%      | 4.9%      | 4.4%      | 3.4%    | 5.2%    | 4.9%    | 3.3%    | 5.9%    |
| NIM (%)                                     | 3.6%    | 2.9%      | 2.4%      | 2.7%      | 4.8%    | 2.7%    | 5.0%    | 4.4%    | 8.5%    |
| CPDP/LN trước DP                            | 8.4%    | 24.7%     | 64.6%     | 46.8%     | 36.2%   | 45.6%   | 20.3%   | 12.0%   | 52.0%   |
| CIR                                         | 50.8%   | 33.7%     | 36.8%     | 32.9%     | 37.9%   | 61.6%   | 42.9%   | 33.5%   | 31.7%   |
| ROAA (%)                                    | 1.6%    | 1.5%      | 0.6%      | 0.9%      | 1.9%    | 0.5%    | 1.7%    | 2.8%    | 2.6%    |
| ROAE (%)                                    | 21.0%   | 21.4%     | 10.5%     | 14.1%     | 18.8%   | 9.0%    | 19.1%   | 16.8%   | 22.4%   |
| <b>ĐỊNH GIÁ</b>                             |         |           |           |           |         |         |         |         |         |
| EPS                                         | 3,703   | 4,916     | 2,059     | 2,995     | 3,306   | 1,290   | 4,199   | 3,102   | 3,977   |
| BVPS                                        | 18,543  | 24,152    | 19,824    | 21,760    | 18,793  | 14,559  | 23,133  | 19,265  | 18,765  |
| PER                                         | 5.6x    | 16.8x     | 19.8x     | 8.4x      | 5.4x    | 8.7x    | 6.9x    | 6.8x    | 5.7x    |
| PBR                                         | 1.1x    | 3.4x      | 2.1x      | 1.2x      | 0.9x    | 0.8x    | 1.3x    | 1.1x    | 1.2x    |

Nguồn: BCTC Ngân hàng, BSC Research

**DỰ BÁO KQKD**

|                                | 2019          | 2020          | 2021          |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Thu nhập lãi thuần             | 33,199        | 35,084        | 47,263        |
| Lãi thuần từ HĐ dịch vụ        | 4,055         | 4,097         | 4,093         |
| Lãi thuần từ KD ngoại hối      | 1,564         | 2,067         | 1,693         |
| Lãi thuần từ CKĐT              | (791)         | (1,911)       | (3,428)       |
| Lãi thuần từ HĐ khác           | 1,497         | 1,342         | 1,136         |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b> | <b>40,519</b> | <b>41,704</b> | <b>51,811</b> |
| Chi phí hoạt động              | (15,735)      | (15,534)      | (16,525)      |
| <b>LN thuần trước DPRR</b>     | <b>24,785</b> | <b>26,169</b> | <b>35,286</b> |
| Chi phí DPRR                   | (13,004)      | (14,045)      | (20,492)      |
| <b>LN TT</b>                   | <b>11,781</b> | <b>12,124</b> | <b>14,794</b> |
| Chi phí thuế TNDN              | (2,304)       | (2,371)       | (2,893)       |
| <b>LN ST</b>                   | <b>9,477</b>  | <b>9,753</b>  | <b>11,901</b> |
| Lợi ích của CDTs               | (16)          | (16)          | (20)          |
| <b>Cổ đông của Công ty mẹ</b>  | <b>9,461</b>  | <b>9,737</b>  | <b>11,881</b> |

|                            | 2019             | 2020             | 2021             |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>TỔNG TÀI SẢN</b>        | <b>1,240,711</b> | <b>1,511,473</b> | <b>1,824,880</b> |
| Tiền mặt, vàng, đá quý     | 8,283            | 9,176            | 9,974            |
| Tiền gửi tại SBV           | 24,874           | 28,110           | 31,237           |
| Gửi + cho vay TCTD khác    | 129,389          | 142,313          | 158,195          |
| Chứng khoán kinh doanh     | 3,825            | 3,825            | 3,825            |
| Các CCPS và các TSTC khác  | 470              | 470              | 470              |
| Cho vay khách hàng         | 922,325          | 1,021,060        | 1,110,369        |
| Chứng khoán đầu tư         | 104,615          | 252,891          | 453,579          |
| Góp vốn, đầu tư dài hạn    | 3,283            | 6,301            | 6,301            |
| Tài sản cố định            | 10,997           | 11,546           | 12,352           |
| Tài sản Có khác            | 32,651           | 35,781           | 38,578           |
| <b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH</b> | <b>1,240,711</b> | <b>1,511,473</b> | <b>1,824,880</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>    | <b>1,163,357</b> | <b>1,427,915</b> | <b>1,733,252</b> |
| Các khoản nợ CP + SBV      | 70,603           | 197,496          | 367,834          |
| Tiền gửi vay TCTD khác     | 109,483          | 115,249          | 117,282          |
| Tiền gửi của khách hàng    | 892,785          | 1,022,192        | 1,152,424        |
| Các CCPS + nợ TC khác      | -                | -                | -                |
| Phát hành GTCG             | 57,066           | 57,066           | 57,066           |
| Các khoản nợ khác          | 27,643           | 31,580           | 35,541           |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>      | <b>77,355</b>    | <b>83,557</b>    | <b>91,627</b>    |
| Vốn điều lệ                | 37,234           | 37,234           | 37,234           |
| Thặng dư vốn cổ phần       | 8,975            | 8,975            | 8,975            |
| Cổ phiếu Quỹ               | -                | -                | -                |
| Vốn khác                   | 516              | 516              | 516              |
| Lợi nhuận chưa phân phối   | 19,833           | 24,515           | 30,803           |

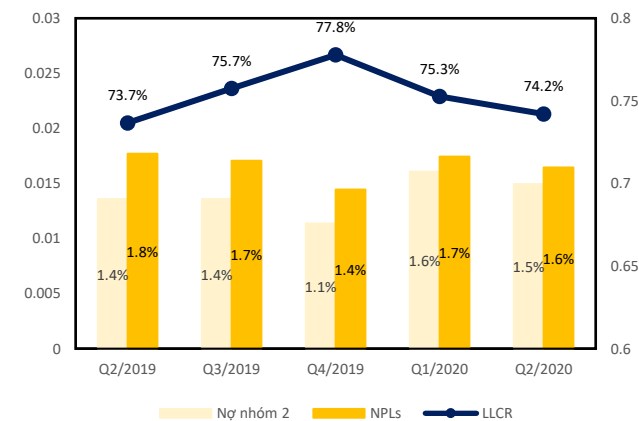
|                               | 2019   | 2020   | 2021   |
|-------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>I. QUY MÔ</b>              |        |        |        |
| Thị phần cho vay              | 11.6%  | 11.7%  | 11.8%  |
| Thị phần huy động             | 11.2%  | 11.6%  | 11.7%  |
| <b>II. CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN</b> |        |        |        |
| <b>1. Chỉ số an toàn vốn</b>  |        |        |        |
| VCSH/TTS                      | 6.2%   | 5.5%   | 5.0%   |
| Đòn bẩy tài chính             | 16.0   | 18.1   | 19.9   |
| <b>2. Chất lượng tài sản</b>  |        |        |        |
| Tỷ lệ nợ nhóm 2               | 0.6%   | 0.7%   | 0.7%   |
| Tỷ lệ nợ xấu                  | 1.2%   | 1.6%   | 1.6%   |
| Tỷ lệ nợ xấu (+VAMC)          | 1.8%   | 2.0%   | 1.6%   |
| Tỷ lệ nợ vay có vấn đề        | 1.0%   | 1.3%   | 0.9%   |
| Tỷ lệ bao phủ nợ xấu          | 119.7% | 88.5%  | 86.0%  |
| DPRR/Nợ nhóm 2-5              | 78.5%  | 63.4%  | 61.5%  |
| <b>3. Chỉ số thanh khoản</b>  |        |        |        |
| LDR                           | 88.2%  | 86.8%  | 85.0%  |
| Tài sản lỏng/TTS              | 21.8%  | 28.9%  | 36.0%  |
| TS lỏng/Tiền gửi KH           | 30.4%  | 42.7%  | 57.0%  |
| Interbank/Tổng HĐ             | 9.4%   | 8.1%   | 6.8%   |
| <b>III. HIỆU QUẢ SINH LỜI</b> |        |        |        |
| % tín dụng                    | 7.3%   | 8.7%   | 8.7%   |
| CASA                          | 17.0%  | 17.0%  | 17.7%  |
| LS gộp                        | 7.2%   | 6.7%   | 6.8%   |
| LS huy động vốn               | 4.4%   | 4.2%   | 3.9%   |
| LS ròng                       | 2.8%   | 2.6%   | 2.9%   |
| NIM                           | 2.9%   | 2.6%   | 2.9%   |
| CPDP/LN trước DP              | 52.5%  | 53.7%  | 58.1%  |
| CIR                           | 38.8%  | 37.2%  | 31.9%  |
| ROAA                          | 0.8%   | 0.7%   | 0.7%   |
| ROAE                          | 13.1%  | 12.1%  | 13.6%  |
| RORWA                         | 0.9%   | 0.8%   | 0.9%   |
| <b>IV. ĐỊNH GIÁ</b>           |        |        |        |
| EPS                           | 2,541  | 2,615  | 3,191  |
| BVPS                          | 20,775 | 22,441 | 24,608 |
| <b>V. TĂNG TRƯỞNG</b>         |        |        |        |
| % TTS                         | 6.6%   | 21.8%  | 20.7%  |
| % Cho vay                     | 8.1%   | 10.8%  | 8.7%   |
| % Tiền gửi                    | 8.1%   | 14.5%  | 12.7%  |
| % TOI                         | 42.4%  | 2.9%   | 24.2%  |
| % PBT                         | 79.6%  | 2.9%   | 22.0%  |

Nguồn: BCTC ngân hàng, BSC Research

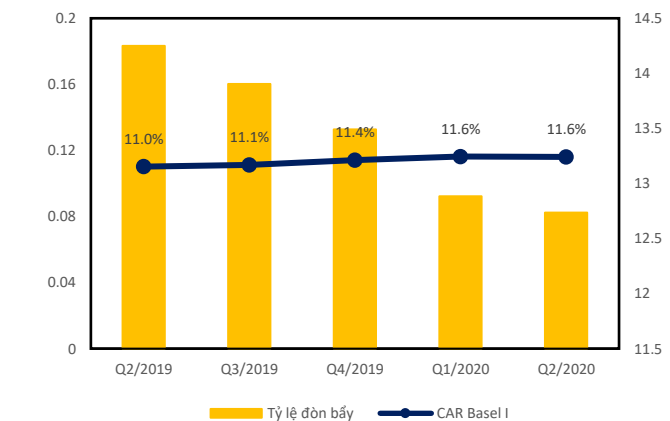
**CÁC CHỈ SỐ NGÀNH NGÂN HÀNG**

|                   | Q3/2018   | Q4/2018   | Q1/2019   | Q2/2019   | Q3/2019    | Q4/2019    | Q1/2020    | Q2/2020    |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Tín dụng          | 6,985,654 | 7,211,175 | 7,437,086 | 7,742,014 | 7,888,910  | 8,195,393  | 8,302,412  | 8,462,563  |
| % tín dụng        | 7.3%      | 10.8%     | 3.1%      | 7.4%      | 9.4%       | 13.6%      | 1.3%       | 3.3%       |
| M2                | 8,933,435 | 9,211,848 | 9,478,157 | 9,866,484 | 10,140,735 | 10,573,725 | 10,755,572 | 11,059,059 |
| % M2              | 9.0%      | 12.4%     | 2.9%      | 7.1%      | 10.1%      | 14.8%      | 1.7%       | 4.6%       |
| Tín dụng/huy động | 88.4%     | 88.7%     | 89.4%     | 88.7%     | 88.1%      | 87.4%      | 87.2%      | 87.0%      |
| Nợ nhóm 2         | 1.6%      | 1.4%      | 1.8%      | 1.4%      | 1.4%       | 1.1%       | 1.6%       | 1.5%       |
| NPLs              | 1.8%      | 1.8%      | 1.8%      | 1.8%      | 1.7%       | 1.4%       | 1.7%       | 1.6%       |
| LLCR              | 75.2%     | 69.7%     | 72.1%     | 73.7%     | 75.7%      | 77.8%      | 75.3%      | 74.2%      |
| Tỷ lệ đòn bẩy     | 1442.8%   | 1467.3%   | 1401.6%   | 1424.9%   | 1390.4%    | 1349.2%    | 1288.5%    | 1273.5%    |
| CAR Basel I       | 12.4%     | 11.4%     | 11.0%     | 11.0%     | 11.1%      | 11.4%      | 11.6%      | 11.6%      |
| % TOI             | 0.2       | 0.1       | 0.1       | 0.2       | 0.2        | 0.3        | 0.2        | 0.0        |
| % CPDP            | 15.2%     | -9.8%     | 3.0%      | 25.8%     | 21.0%      | 24.1%      | 33.4%      | -9.7%      |
| % PBT             | 17.6%     | 19.2%     | 11.3%     | 25.4%     | 46.1%      | 40.2%      | 6.1%       | 21.8%      |
| NIM               | 3.7%      | 3.8%      | 3.6%      | 3.7%      | 3.7%       | 3.5%       | 3.4%       | 3.0%       |
| ROAA %            | 1.2%      | 1.4%      | 1.4%      | 1.5%      | 1.6%       | 1.6%       | 1.6%       | 1.5%       |
| ROAE %            | 16.2%     | 18.6%     | 16.4%     | 16.4%     | 17.4%      | 18.5%      | 17.1%      | 16.8%      |

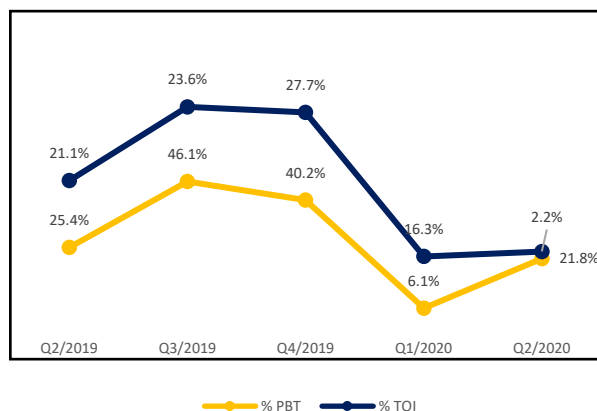
**Hình 1: Chất lượng tài sản suy giảm do dịch bệnh**



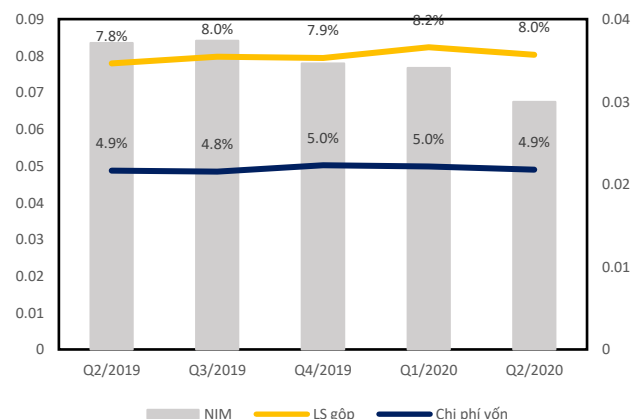
**Hình 2: Tỷ lệ an toàn vẫn ở mức cao**



**Hình x: KQKD giảm do dịch bệnh COVID-19**



**Hình x: Giảm lãi suất hỗ trợ nền kinh tế**



**TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG TRONG NĂM 2020**

|                              |                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Môi trường kinh doanh</b> | <b>Kém ổn định</b>    | <p>1. Tăng trưởng GDP quý 2 ở mức 1.81%, dự kiến ở mức 3% - 4% do ảnh hưởng bởi nCoV. Chính phủ và các ngân hàng tung ra các gói tài khóa và hỗ trợ lãi suất (1H.2020: ~16% tổng dư nợ).</p> <p>2. Căng thẳng Mỹ Trung có khả năng tăng cao trong thời gian tới + ký kết EVFTA vào tháng 8/2020.</p> <p>4. CPI tăng mạnh do giá thịt lợn, được hỗ trợ bởi việc giảm giá dầu. CPI Q2/2020 ở mức 4.19%.</p> <p>5. BSC tiếp tục hạ dự báo tăng trưởng tín dụng xuống mức 9% do dịch bệnh ảnh hưởng đến tăng trưởng chung của nền kinh tế.</p> <p>6. Lãi suất liên ngân hàng và trái phiếu chính phủ ở mức thấp. Thanh khoản dồi dào.</p> <p>7. Tỷ giá ổn định.</p> |
|                              |                       | <p>1. Chất lượng tài sản của các ngân hàng năm nay có thể giảm do (1) nhiều DN SME gặp khó khăn với dịch bệnh, (2) kinh tế suy giảm.</p> <p>2. Hầu hết các ngân hàng lớn đã áp dụng thành công Basel II. Tỷ lệ an toàn vốn hiện đang ở mức cao.</p> <p>3. Các ngân hàng giảm dần tỷ trọng cho vay các ngành nghề rủi ro, tăng cường huy động vốn trung dài hạn. Bên cạnh đó, việc xử lý nợ tồn đọng từ xưa được đẩy mạnh.</p> <p>4. Các ngân hàng giảm cho vay vào SME và cá nhân, tập trung cho vay các KHDN lớn.</p> <p>5. Nhiều ngân hàng đưa ra kế hoạch trích lập dự phòng tăng 40%-50% và NPLs +0.4%-0.5% trong năm 2020.</p>                             |
| <b>Chất lượng tài sản</b>    | <b>Kém ổn định</b>    | <p>1. Nhiều ngân hàng đã thông báo cắt lãi suất từ 1%-2% nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp gặp khó khăn về dịch bệnh. Nhiều khả năng lãi suất trung bình năm 2020 sẽ giảm ở mức cao hơn 0.5% so với dự báo trước của chúng tôi. BSC ước tính cứ 0.1% giảm về lãi suất cho vay ảnh hưởng 1% NII toàn hệ thống.</p> <p>2. Thu nhập ngoài lãi bị ảnh hưởng, điểm sáng sẽ đến từ việc ghi nhận lãi từ trái phiếu và các khoản upfront fee từ bancassurance (VCB, TPB).</p> <p>3. Các ngân hàng tập trung tiết giảm chi phí, giảm CIR toàn ngành.</p> <p>4. Chi phí dự phòng tăng cao.</p>                                                                                |
|                              |                       | <p>1. Nhiều ngân hàng đã thông báo cắt lãi suất từ 1%-2% nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp gặp khó khăn về dịch bệnh. Nhiều khả năng lãi suất trung bình năm 2020 sẽ giảm ở mức cao hơn 0.5% so với dự báo trước của chúng tôi. BSC ước tính cứ 0.1% giảm về lãi suất cho vay ảnh hưởng 1% NII toàn hệ thống.</p> <p>2. Thu nhập ngoài lãi bị ảnh hưởng, điểm sáng sẽ đến từ việc ghi nhận lãi từ trái phiếu và các khoản upfront fee từ bancassurance (VCB, TPB).</p> <p>3. Các ngân hàng tập trung tiết giảm chi phí, giảm CIR toàn ngành.</p> <p>4. Chi phí dự phòng tăng cao.</p>                                                                                |
| <b>Khả năng sinh lời</b>     | <b>Được cải thiện</b> | <p>1. Nhiều ngân hàng đã thông báo cắt lãi suất từ 1%-2% nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp gặp khó khăn về dịch bệnh. Nhiều khả năng lãi suất trung bình năm 2020 sẽ giảm ở mức cao hơn 0.5% so với dự báo trước của chúng tôi. BSC ước tính cứ 0.1% giảm về lãi suất cho vay ảnh hưởng 1% NII toàn hệ thống.</p> <p>2. Thu nhập ngoài lãi bị ảnh hưởng, điểm sáng sẽ đến từ việc ghi nhận lãi từ trái phiếu và các khoản upfront fee từ bancassurance (VCB, TPB).</p> <p>3. Các ngân hàng tập trung tiết giảm chi phí, giảm CIR toàn ngành.</p> <p>4. Chi phí dự phòng tăng cao.</p>                                                                                |
| <b>Định giá</b>              | <b>Trung bình</b>     | Mặt bằng định giá đã phục hồi lại mức trước dịch COVID-19.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

**Nguồn: BSC Research**

**ĐỊNH GIÁ NGÀNH NGÂN HÀNG VÀ GIÁ KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC**

|               | Vốn hóa | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Upside | PE (x)     |            |            | PB (x)     |            |            | ROE (%)      |              |              |
|---------------|---------|--------------|--------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
|               |         |              |              |        | 2018       | 2019       | 2020       | 2018       | 2019       | 2020       | 2018         | 2019         | 2020         |
| ACB           | 45,825  | 21,200       | 23,500       | 10.8%  | 8.3        | 5.9        | 7.1        | 1.8        | 1.2        | 1.3        | 27.7%        | 24.6%        | 20.8%        |
| VCB           | 307,837 | 83,000       | 90,000       | 8.4%   | 16.8       | 14.4       | 15.1       | 4.1        | 3.3        | 3.2        | 25.5%        | 25.9%        | 23.0%        |
| BID           | 162,892 | 40,500       | N/A          | N/A    | 16.2       | 17.1       | 22.7       | 2.3        | 1.9        | 1.9        | 14.2%        | 12.7%        | 8.8%         |
| CTG           | 95,319  | 25,600       | 30,000       | 17.2%  | 14.6       | 7.6        | 9.8        | 1.2        | 0.9        | 1.1        | 8.3%         | 13.1%        | 12.1%        |
| MBB           | 43,767  | 18,150       | 22,000       | 21.2%  | 7.6        | 4.9        | 5.8        | 1.4        | 1.0        | 0.9        | 19.4%        | 21.1%        | 17.1%        |
| STB           | 20,381  | 11,300       | 14,000       | 23.9%  | 12.2       | 7.3        | 10.7       | 0.8        | 0.6        | 0.7        | 7.5%         | 9.6%         | 7.2%         |
| HDB           | 29,219  | 30,250       | 30,000       | -0.8%  | 9.7        | 5.6        | 8.1        | 1.8        | 1.0        | 1.2        | 18.0%        | 19.4%        | 16.1%        |
| TCB           | 75,253  | 21,500       | 25,000       | 16.3%  | 10.1       | 5.9        | 6.8        | 1.6        | 1.0        | 1.0        | 21.5%        | 17.7%        | 16.3%        |
| VPB           | 56,556  | 23,200       | 29,000       | 25.0%  | 6.7        | 6.0        | 6.4        | 1.4        | 1.1        | 1.1        | 22.8%        | 21.5%        | 19.6%        |
| TPB           | 18,822  | 23,050       | 24,000       | 4.1%   | 10.5       | 5.1        | 6.0        | 1.8        | 1.1        | 1.2        | 20.8%        | 26.1%        | 22.3%        |
| VIB           | 20,986  | 22,700       | 22,000       | -3.1%  | 6.8        | 4.2        | 5.8        | 1.3        | 1.0        | 1.3        | 22.6%        | 27.1%        | 25.0%        |
| LPB           | 9,672   | 9,900        | 11,000       | 11.1%  | 6.9        | 3.9        | 5.8        | 0.8        | 0.6        | 0.7        | 9.8%         | 14.0%        | 12.1%        |
| <b>Median</b> |         |              |              |        | <b>9.9</b> | <b>5.9</b> | <b>7.0</b> | <b>1.5</b> | <b>1.0</b> | <b>1.2</b> | <b>20.1%</b> | <b>20.3%</b> | <b>16.7%</b> |

**Nguồn: Fiinpro, BSC ước tính**

## **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 về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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. 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.

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

### **Thuyết minh khuyến nghị:**

**Mua Mạnh:** Lợi nhuận kỳ vọng cao hơn 20% (đã bao gồm cổ tức).

**Mua:** Lợi nhuận kỳ vọng từ mức 10% đến 20% (đã bao gồm cổ tức).

**Theo dõi:** Lợi nhuận kỳ vọng từ mức -15% đến 10% (đã bao gồm cổ tức)

**N/A:** Cổ phiếu chưa có định giá, đang trong quá trình theo dõi đánh giá.

