

Mua vào (giữ nguyên)

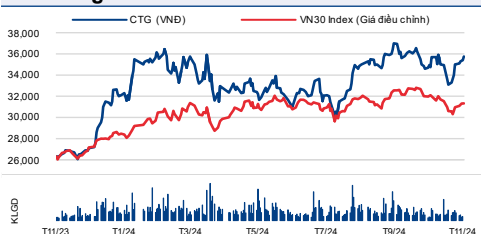
Giá mục tiêu: VNĐ45,300 (từ VNĐ41,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	35,750
Mã Bloomberg	CTG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,050-37,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,340
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	191,977
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,566
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,370
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,611
Slg CP NN được mua (tr.đv)	176
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	26.7%
Tỷ lệ freefloat	15.8%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (64.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.29	2.14	35.9
So với chỉ số	4.98	4.12	14.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,689	3,901	(5.4)
2025F	4,774	5,160	(7.5)
2026F	5,953	6,310	(5.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Vietinbank là ngân hàng vốn nhà nước lớn thứ ba về quy mô dư nợ cho vay.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ha.plien@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Kỳ vọng chuyển biến tích cực; định giá hấp dẫn; tăng 10% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTG và tăng 10% giá mục tiêu lên 45.300đ do tác động tích cực từ việc điều chỉnh giá định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng giảm 9-10% dự báo năm 2025-2026 chủ yếu do nâng dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng dựa trên kế hoạch số hóa và chiến lược trích lập dự phòng thận trọng của CTG. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng vừa phải 13% trong năm 2024 sau đó tăng trưởng mạnh 23-26% trong năm 2025-2026.
- CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần, tương đương bình quân 5 năm và thấp hơn 29% so với NHTM tương đồng nhất BID. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 của CTG là 1,43 lần, thấp hơn 25% so với BID.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026

CTG công bố KQKD Q3/2024 tăng mạnh mẽ với LNTT tăng 35% từ mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái đạt 6,55 nghìn tỷ đồng nhưng vẫn thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi. Động lực tăng trưởng chính là nhờ tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh 26% so với cùng kỳ, trong khi chi phí hoạt động (tăng 20% so với cùng kỳ) và chi phí dự phòng (tăng 25% so với cùng kỳ) tăng chậm hơn. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LNTT của CTG đạt 19,5 nghìn tỷ đồng, tăng 12% so với cùng kỳ và bằng 69% dự báo cả năm của chúng tôi, thấp hơn dự báo một chút.

HSC kỳ vọng trong năm 2024 CTG sẽ duy trì đẩy mạnh trích lập dự phòng để xử lý dứt điểm tài sản tồn đọng. Chiến lược này dự kiến sẽ giúp giảm sức ép lên chi phí dự phòng trong năm 2025-2026, tạo động lực cho tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn này.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 dựa trên quan điểm thận trọng

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng giảm lần lượt 8,7% và 9,8% dự báo năm 2025-2026 chủ yếu do nâng dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng dựa trên kế hoạch đầu tư số hóa và chiến lược trích lập dự phòng thận trọng của Ngân hàng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng vừa phải 12,8% trong năm 2024 sau đó tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 27% và 23% trong năm 2025-2026 nhờ chi phí tín dụng giảm mạnh so với năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Cổ phiếu CTG có hiệu suất vượt trội hơn nhóm NHTM có vốn nhà nước trong 3 tháng và 12 tháng qua và đã tăng 30% kể từ đầu năm. Theo đó, CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần, bằng mức bình quân 5 năm và thấp hơn 29% so với NHTM tương đồng nhất BID (Mua vào, giá mục tiêu 54.700đ), thu hẹp từ mức chiết khấu định giá 40% vào đầu năm nay.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 10% giá mục tiêu lên 45.300đ do tác động tích cực từ việc hạ giá định phân bù rủi ro vốn CSH & chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	47.8	53.0	61.6	70.3	80.0
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	44.9	50.1	57.1	64.3	73.0
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	16.9	19.9	22.4	28.5 ▼	35.1 ▼
EPS (đồng)	3,152	3,706	4,175	5,299 ▼	6,529 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	20,033	23,279	26,848	31,616	37,562
P/E (lần)	11.3	9.65	8.56	6.75	5.48
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.78	1.54	1.33	1.13	0.95
Tăng trưởng EPS (%)	20.1	17.6	12.6	26.9	23.2
ROAE (%)	16.9	17.1	16.7	18.1	18.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng tích cực + định giá hấp dẫn = Mua vào

Sau khi phân tích xu hướng toàn ngành, KQKD 9 tháng đầu năm 2024 và cập nhật của BLĐ, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024 nhưng giảm lần lượt 8,7% và 9,8% dự báo cho năm 2025-2026 chủ yếu do nâng dự báo chi phí hoạt động & chi phí dự phòng dựa trên kế hoạch đầu tư số hóa và chiến lược trích lập dự phòng thận trọng của Ngân hàng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng vừa phải 12,8% trong năm 2024 sau đó tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 27% và 23% trong năm 2025-2026 nhờ chi phí tín dụng giảm mạnh so với năm 2024. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTG dựa trên triển vọng cải thiện và định giá thấp hơn đáng kể so với BID, và khoảng cách định giá này được kỳ vọng sẽ tiếp tục thu hẹp.

KQKD 9 tháng 2024 tích cực và triển vọng Q4/2024

Lợi nhuận 9 tháng 2024 thấp hơn dự báo nhưng chất lượng tài sản cải thiện

CTG công bố KQKD Q3/2024 tích cực với LNTT tăng 35% so với cùng kỳ đạt 6,55 nghìn tỷ đồng, thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi. Động lực tăng trưởng chính là nhờ tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh 26% so với cùng kỳ, trong khi chi phí hoạt động và chi phí dự phòng tăng lên chậm, lần lượt tăng 20% và 25% so với cùng kỳ.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LNTT của CTG đạt 19,5 nghìn tỷ đồng, tăng 12% so với cùng kỳ và hoàn thành 69% dự báo cả năm của chúng tôi - thấp hơn dự kiến một chút. Tổng dư nợ tín dụng tăng 9% kể từ đầu năm (tăng 2,2% so với quý trước) đạt 1.611 nghìn tỷ đồng, trong đó, động lực tăng trưởng Q3/2024 chủ yếu đến từ phân khúc khách hàng cá nhân (tăng 5,2% so với quý trước và tăng 11,9% kể từ đầu năm), tiếp theo là DNNVV (tăng 2,5% so với quý trước và tăng 5,5% kể từ đầu năm). Tỷ lệ NIM vẫn tương đối ổn định, chỉ giảm 7 điểm cơ bản so với quý trước xuống 2,93%, so với mức giảm của ngành là 20 điểm cơ bản so với quý trước.

Chất lượng tài sản đã cải thiện trong Q3/2024 với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,45% từ 1,57% vào Q2/2024 và hệ số LLR tăng đáng kể lên 153% từ 114%. Chi phí dự phòng Q3/2024 tăng 25% so với cùng kỳ (tăng 18,6% so với quý trước), vượt dự báo trước đó là chi phí dự phòng sẽ giảm xuống trong 6 tháng cuối năm 2024. Nguyên nhân là do CTG đã chủ động củng cố trích lập dự phòng để nâng cao hệ số LLR.

Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy xu hướng tích cực đối với chất lượng tài sản và tiếp tục dự báo chi phí dự phòng sẽ giảm xuống trong Q4/2024, từ đó hỗ trợ lợi nhuận của CTG.

Cập nhật của BLĐ về KQKD Q4/2024 và triển vọng năm 2025

Tăng trưởng tín dụng: Tính đến ngày 13/11/2024, tăng trưởng tín dụng của CTG đạt 11,4% so với thời điểm cuối năm 2023 và được dự báo sẽ đạt khoảng 14-15% trong cả năm 2024. Trong đó tốc độ tăng trưởng ở các phân khúc chính như sau:

- Khách hàng doanh nghiệp lớn: 11-12%.
- DNNVV: Khoảng 10%.
- FDI: Khoảng 34%.
- Khách hàng cá nhân: Khoảng 18%.

Theo BLĐ, nhu cầu tín dụng từ khách hàng cá nhân trong Q3/2024 có sự hồi phục mạnh, với mức tăng trưởng hàng tháng cao hơn 78% so với nửa đầu 2024. Mức tăng ổn định theo từng tháng cũng cho thấy tính bền vững của xu hướng này. Đối với phân khúc khách hàng cá nhân, 60% dư nợ giải ngân tới từ cho vay vốn lưu động để sản xuất và kinh doanh hộ gia đình (nông nghiệp, ngư nghiệp, thương mại) trong khi 40% còn lại là vay tiêu dùng cá nhân (chủ yếu là vay mua nhà).

Tỷ lệ NIM: Tỷ lệ NIM của CTG tại thời điểm cuối năm 2024 và trong năm 2025 được dự báo sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ so với đầu năm 2024 do những yếu tố như sau:

- Sức ép từ chi phí huy động: Chênh lệch tăng trưởng tín dụng và huy động toàn ngành vẫn cao. Tại thời điểm cuối năm 2023, chênh lệch này là 1,1 triệu tỷ đồng,

sau đó tăng lên 1,6 triệu tỷ đồng vào cuối tháng 6/2024, từ đó làm gia tăng sức ép lên chi phí huy động.

- Chủ trương chính sách: Để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng và nền kinh tế, lãi suất cho vay được dự báo sẽ giữ ổn định trong giai đoạn cuối năm 2024 trong khi chi phí huy động có thể tăng nhẹ.

CTG đặt mục tiêu giảm thiểu sức ép lên tỷ lệ NIM thông qua cải thiện tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn và kiểm soát hiệu quả chi phí huy động.

Chất lượng tài sản: Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ nhóm 2 của CTG tập trung vào một số ngành như kinh doanh BĐS, sắt thép, vật liệu xây dựng, điện, xây dựng cơ bản và vận tải.

Với những rủi ro bên ngoài từ nền kinh tế toàn cầu cùng những thách thức ở nền kinh tế trong nước, BLĐ dự đoán chất lượng tài sản vẫn sẽ gặp áp lực trong Q4/2024. CTG đặt mục tiêu kiểm soát tỷ lệ nợ xấu ở mức khoảng 1,5%, trong đó tỷ lệ nợ xấu của khách hàng doanh nghiệp ở mức khoảng 1,7-1,8% và tỷ lệ nợ xấu của khách hàng cá nhân ở mức khoảng 1%.

Các khoản vay tái cơ cấu theo Thông tư 02 hiện chỉ còn dưới 5 nghìn tỷ đồng (0,3% tổng dư nợ cho vay) và CTG đã trích lập đầy đủ dự phòng cho những khoản vay này. BLĐ đã cho rằng Thông tư 02 sẽ không được gia hạn sau khi hết hiệu lực vào cuối năm 2024 và việc Thông tư 02 hết hiệu lực sẽ không ảnh hưởng tới chất lượng tài sản và chi phí dự phòng của CTG.

Chi phí dự phòng: Theo BLĐ, chi phí dự phòng tăng lên trong Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024 một phần do Ngân hàng thận trọng trong việc định giá tài sản đảm bảo, với tỷ lệ khấu trừ tài sản đảm bảo được áp dụng thấp hơn so với quy định trong bối cảnh thị trường BĐS hồi phục chậm.

Cho năm 2024, chi phí dự phòng ước tính dao động trong khoảng 26-28 nghìn tỷ đồng, đồng nghĩa chi phí dự phòng Q4-2024 dao động khoảng 1-3 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh cả so với quý trước và so với cùng kỳ.

Đầu tư số và chi phí hoạt động: Kế hoạch chuyển đổi số tại CTG bao gồm đầu tư hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, nâng cấp các cơ sở dữ liệu và áp dụng các công nghệ như điện toán đám mây và AI, và tuyển dụng nhân sự chất lượng cao.

Năm 2024 là năm đầu tiên triển khai kế hoạch này với trọng tâm triển khai diễn ra trong năm 2025–2026 và những sáng kiến cuối cùng dự kiến sẽ triển khai vào tháng 6/2026. Dù hệ số CIR có thể sẽ tăng lên vào năm 2025-2026 do những khoản đầu tư này, Ngân hàng đặt mục tiêu nâng cao hiệu quả, tăng chi phí vừa phải trong khi xây dựng nền tảng cho sự phát triển bền vững phù hợp với xu hướng toàn cầu.

Tỷ lệ an toàn vốn (hệ số CAR) và kế hoạch vốn: Tính đến cuối Q3/2024, hệ số CAR của CTG tăng lên 9,85% từ 9,28% tại thời điểm cuối năm 2023 nhưng vẫn ở mức thấp so với ngành. Trước những khó khăn trong việc tăng vốn CSH mới, các lựa chọn để CTG nâng cao hệ số CAR bao gồm:

- Giữ lại lợi nhuận để cải thiện vốn cấp 1: Đề xuất giữ lại toàn bộ lợi nhuận năm 2023 (14 nghìn tỷ đồng) của CTG đã được NHNN và Bộ Tài chính thông qua. Đề xuất bổ sung để giữ lại lợi nhuận trong giai đoạn 2009-2016, 2021 và 2022 (24 nghìn tỷ đồng) đang được xem xét. Nếu được thông qua, đề xuất này sẽ được trình lên Chính phủ hoặc Quốc hội. Trong tương lai, CTG sẽ xin ý kiến giữ lại toàn bộ lợi nhuận để tăng vốn cấp 1. Tính đến cuối Q2/2024, tổng vốn cấp 1 của Ngân hàng là 133,5 nghìn tỷ đồng.
- Phát hành trái phiếu thứ cấp để tăng vốn cấp 2: 14 nghìn tỷ đồng trái phiếu thứ cấp đã được phát hành trong 9 tháng đầu năm 2024 để cải thiện vốn cấp 2. Tính đến cuối Q2/2024, tổng vốn cấp 2 của Ngân hàng là 52,9 nghìn tỷ đồng.
- Kiểm soát tài sản có rủi ro: CTG sẽ tối ưu hóa cơ cấu tài sản và cho vay để kiểm soát hiệu quả tài sản có rủi ro. Tính đến cuối Q2/2024, tổng tài sản có rủi ro của Ngân hàng là 1,755 nghìn tỷ đồng.

Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2024-2026

Sau khi phân tích xu hướng ngành (trong Báo cáo: [KQKD Q3 dưới kì vọng do NIM thu hẹp và áp lực về chất lượng tài sản](#), ngày 8/11/2024, HSC) cũng như KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của CTG và cập nhật của BLĐ, HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng giảm 9-10% dự báo năm 2025-2026 sau khi nâng dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng dựa trên kế hoạch đầu tư số và chiến lược trích lập dự phòng thận trọng của Ngân hàng. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng vừa phải (tăng trưởng 12,8%) trong năm 2024 sau đó tăng trưởng mạnh mẽ (tăng trưởng 23%-27%) trong năm 2025-2026 nhờ chi phí dự phòng hạ nhiệt so với năm 2024.

Những điều chỉnh chính trong giả định và dự báo của chúng tôi được trình bày tóm tắt trong Bảng 1-2. Biểu đồ 3-11 trình bày các dữ liệu và chỉ số chính thể hiện các yếu tố cơ bản của CTG cùng đánh giá của HSC.

Bảng 1: Những điều chỉnh quan trọng đối với dự báo lợi nhuận, CTG

HSC dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt là 27% & 23% trong năm 2025-2026

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Thu nhập lãi thuần	52,957	61,673	70,673	80,330	61,573	70,262	79,973
Tăng trưởng	10.8%	16.5%	14.6%	13.7%	16.3%	14.1%	13.8%
Điều chỉnh					-0.2%	-0.6%	-0.4%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	7,114	7,596	8,506	9,768	7,596	8,506	9,768
Tăng trưởng	21.4%	6.8%	12.0%	14.8%	6.8%	12.0%	14.8%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập ngoài lãi khác	10,477	10,596	11,243	11,798	11,962	12,625	13,249
Tăng trưởng	0.1%	1.1%	6.1%	4.9%	14.2%	5.5%	4.9%
Điều chỉnh					12.9%	12.3%	12.3%
Tổng thu nhập HĐ	70,548	79,865	90,422	101,896	81,131	91,392	102,990
Tăng trưởng	10.0%	13.2%	13.2%	12.7%	15.0%	12.6%	12.7%
Điều chỉnh					1.6%	1.1%	1.1%
Chi phí HĐ	(20,443)	(22,125)	(24,549)	(27,253)	(24,063)	(27,054)	(30,013)
Tăng trưởng	7.6%	8.2%	11.0%	11.0%	17.7%	12.4%	10.9%
Điều chỉnh					8.8%	10.2%	10.1%
Chi phí dự phòng	(25,115)	(29,498)	(26,734)	(25,870)	(28,862)	(28,575)	(28,944)
Tăng trưởng	3.9%	17.4%	-9.4%	-3.2%	14.9%	-1.0%	1.3%
Điều chỉnh					-2.2%	6.9%	11.9%
LNTT	24,990	28,242	39,138	48,772	28,206	35,763	44,033
Tăng trưởng	19.3%	13.0%	38.6%	24.6%	12.9%	26.8%	23.1%
Điều chỉnh					-0.1%	-8.6%	-9.7%
Lợi nhuận thuần	19,904	22,445	31,155	38,855	22,417	28,455	35,063
Tăng trưởng	18.6%	12.8%	38.8%	24.7%	12.6%	26.9%	23.2%
Điều chỉnh					-0.1%	-8.7%	-9.8%

Nguồn: CTG, HSC

Bảng 2: Những điều chỉnh giả định quan trọng, CTG

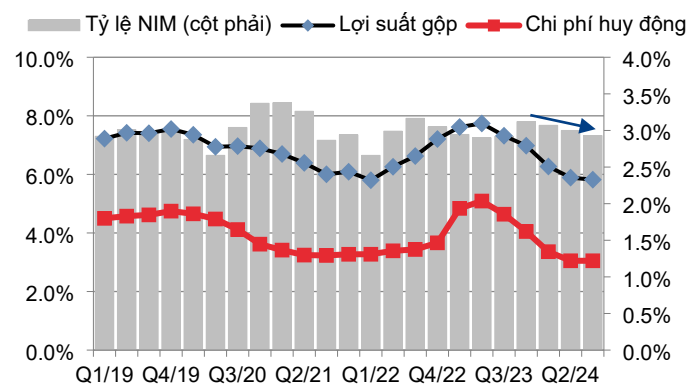
HSC điều chỉnh tăng giả định nợ xấu mới hình thành, chi phí tín dụng cũng như hệ số CIR. Tuy đã được điều chỉnh tăng giả định, chi phí tín dụng năm 2025-2026 dự kiến sẽ giảm so với năm 2024 và là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng vững chắc

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Tăng trưởng cho vay	15.6%	14.0%	12.0%	12.0%	14.0%	12.0%	12.0%
Tăng trưởng tiền gửi	12.9%	12.0%	13.0%	13.0%	12.0%	13.0%	13.0%
Tỷ lệ NIM	2.91%	2.99%	3.06%	3.12%	2.99%	3.04%	3.10%
Tỷ lệ nợ xấu	1.13%	1.30%	1.20%	1.20%	1.50%	1.30%	1.30%
Chi phí tín dụng	1.83%	1.87%	1.50%	1.30%	1.83%	1.61%	1.45%
Nợ xấu mới hình thành	1.87%	1.76%	1.20%	1.20%	1.73%	1.36%	1.29%
Hệ số LLR	167.2%	150.8%	167.6%	162.8%	143.5%	157.0%	157.3%
Hệ số CIR	29.0%	27.7%	27.1%	26.7%	29.7%	29.6%	29.1%

Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ lệ NIM, CTG

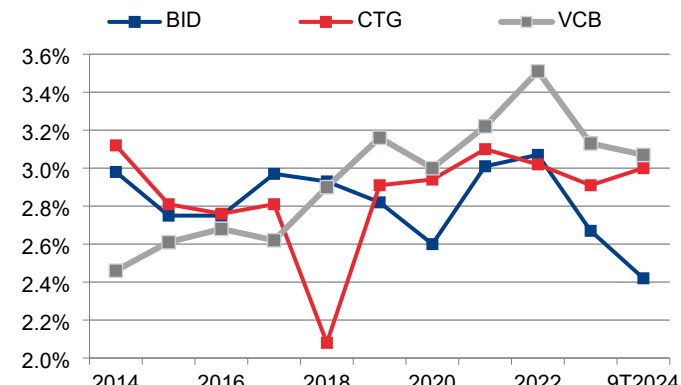
Tỷ lệ NIM có xu hướng giảm so với quý trước...



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 4: So sánh tỷ lệ NIM, CTG & các NHTM khác

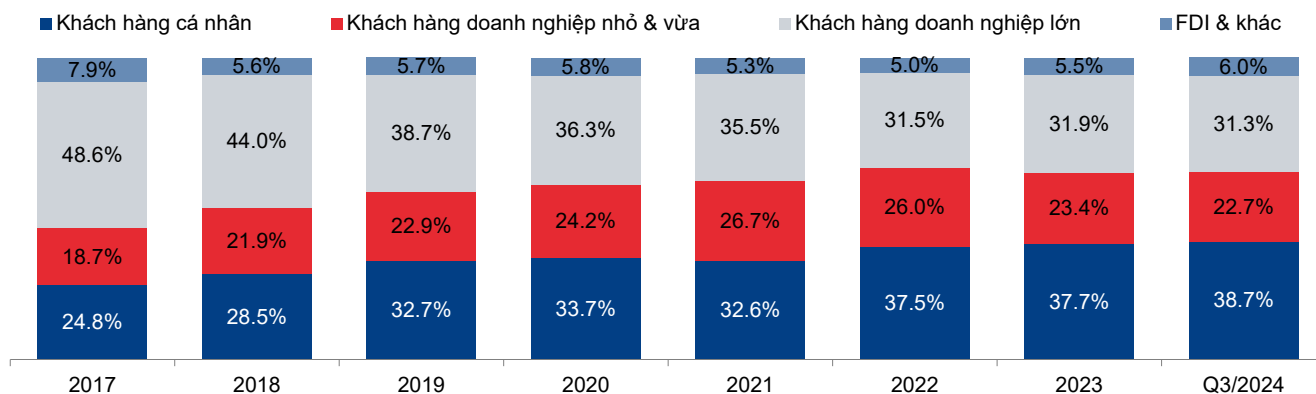
...nhưng tăng nhẹ so với cùng kỳ, trái ngược so với các NHTM khác



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 5: Cơ cấu cho vay theo phân khúc khách hàng, CTG

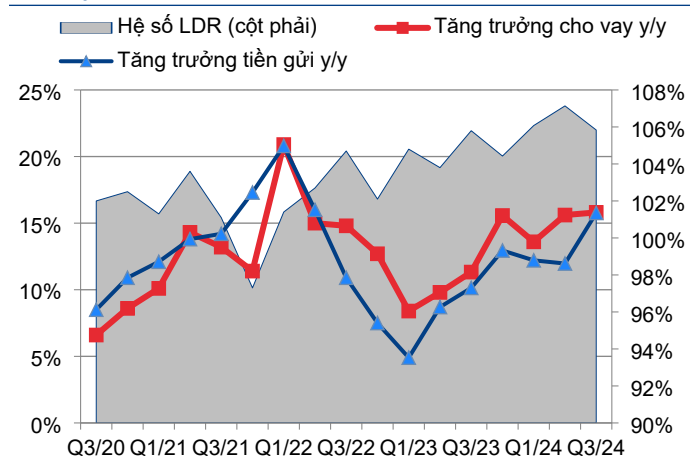
Động lực tăng trưởng chính trong 9 tháng đầu năm 2024 đến từ nhóm khách hàng cá nhân



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 6: Tăng trưởng cho vay & tăng trưởng tiền gửi, CTG

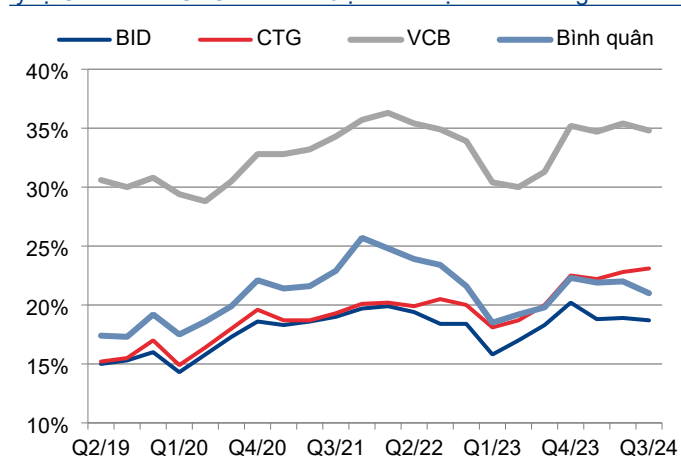
Tăng trưởng tiền gửi tăng tốc trong Q3 nhưng hệ số LDR vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 7: Tỷ lệ CASA, CTG & các NHTM khác

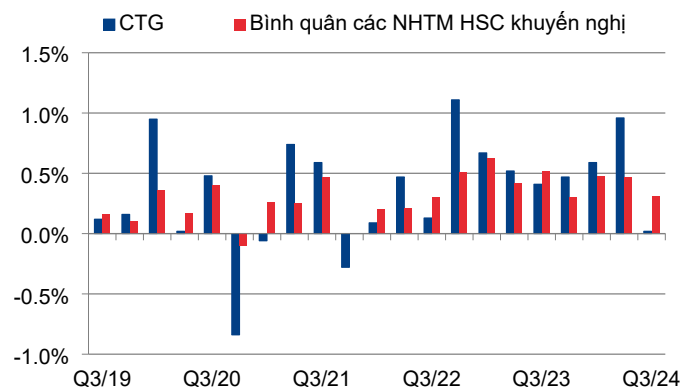
CTG & BID không có lợi thế về tỷ lệ CASA như VCB. Tuy nhiên, tỷ lệ CASA của CTG đã dần được cải thiện theo thời gian



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 8: Nợ xấu mới hình thành, CTG

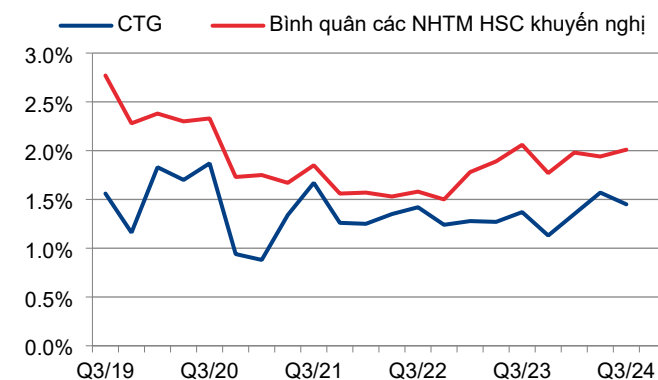
Nợ xấu tập trung nhiều hơn ở nhóm KH doanh nghiệp lớn và do đó có thể biến động khá đáng kể cũng như khó dự đoán hơn



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 9: Tỷ lệ nợ xấu gộp, CTG

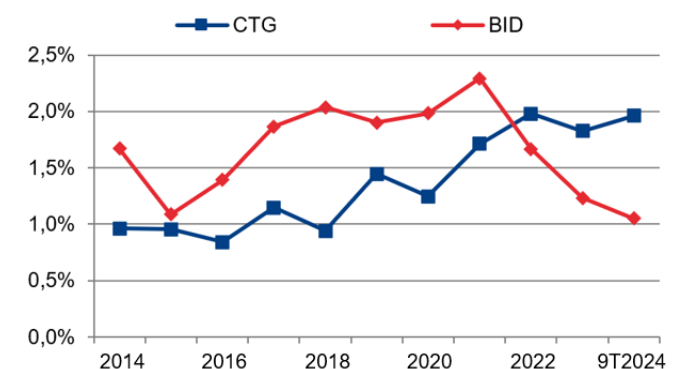
Tỷ lệ nợ xấu của CTG hầu như được duy trì ở mức thấp hơn 1,5%



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 10: So sánh chi phí tín dụng

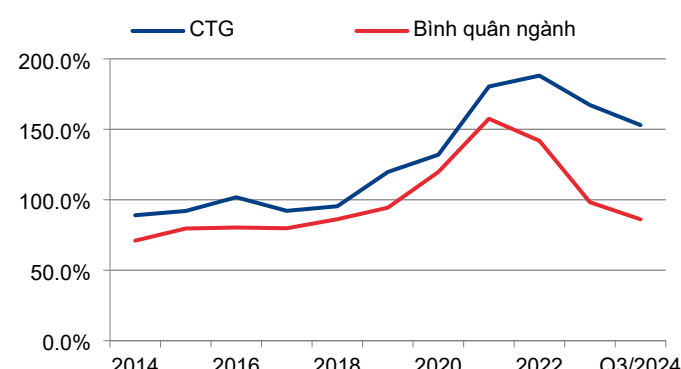
Chi phí tín dụng của CTG được dự báo sẽ có xu hướng giảm trong năm 2025-2026 sau 4 năm duy trì ở mức cao, tương tự với xu hướng của BID



Nguồn: CTG, HSC

Biểu đồ 11: So sánh hệ số LLR

CTG duy trì bộ đệm dự phòng cao hơn nhiều so với bình quân toàn ngành



Nguồn: CTG, HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với CTG nhưng tăng 10% giá mục tiêu lên 45.300đ do tác động tích cực từ việc hạ giá định phần bù rủi ro vốn CSH & chuyển thời điểm định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần, sát bình quân quá khứ 5 năm nhưng vẫn thấp hơn đáng kể (29%) so với NHTM tương đồng nhất BID. Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách định giá này sẽ giảm xuống khoảng 20-25%. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 27% và P/B dự phóng năm 2025 là 1,43 lần.

Tăng 10% giá mục tiêu, tương đương tiềm năng tăng giá 27%

HSC tăng 10% giá mục tiêu lên 45.300đ, tương đương tiềm năng tăng giá 27% so với thị giá, sau khi điều chỉnh dự báo và giá định định giá như sau:

- HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng giảm lần lượt 8,7% và 9,8% dự báo cho năm 2025-2026.
- Giảm 1 điểm phần trăm giá định phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5% trước đó, dựa trên giả định chung của HSC.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025.

Chi tiết về định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của HSC được trình bày trong Bảng 12 dưới đây. Trong khi đó, phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá chính là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH được trình bày trong Bảng 13.

Bảng 12: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	19,808	25,639	31,965	35,305	36,617	37,358
- Chi phí vốn CSH	16,251	18,742	22,071	26,227	30,128	31,333
Lợi nhuận thặng dư	3,557	6,896	9,894	9,078	6,489	6,026
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư					66,951	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.13	1.28	1.44	1.63	
Giá trị hiện tại	3,557	6,103	7,749	6,292	45,042	
Vốn CSH đầu tư	144,173	169,777				
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư	68,742	73,659				
Giá trị của vốn CSH	212,915	243,437				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5,370	5,370				
Giá trị của cổ phiếu (đồng)	39,600	45,300				

Nguồn: HSC

Bảng 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, CTG

		Phần bù rủi ro vốn CSH				
Lãi suất phi rủi ro		6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%
	3.0%	62,200	56,600	51,900	47,800	44,200
	3.5%	57,500	52,600	48,400	44,800	41,500
	4.0%	53,400	49,100	45,300	42,000	39,100
	4.5%	49,800	45,900	42,600	39,600	36,900
	5.0%	46,500	43,100	40,100	37,300	34,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu CTG có hiệu suất vượt trội hơn bình quân nhóm NHTM có vốn nhà nước 3 tháng và 12 tháng vừa qua và đã tăng 30% kể từ đầu năm. Theo đó, CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần, bằng mức bình quân 5 năm và thấp hơn 29% so với NHTM tương đồng nhất BID (giảm từ 40% vào đầu năm nay).

Mặc dù thận trọng hơn đối với triển vọng lợi nhuận năm 2025-2026, HSC vẫn dự báo CTG sẽ chuyển biến tích cực nhờ tổng thu nhập hoạt động tăng mạnh và chất lượng tài sản cải thiện giúp làm giảm chi phí dự phòng. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào cho CTG nhờ triển vọng cải thiện và mức chiết khấu định giá sâu so với NHTM tương

đồng nhất BID, mức chiết khấu này được kỳ vọng sẽ giảm xuống theo thời gian. Trong số các NHTM có vốn nhà nước, CTG hiện là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

Biểu đồ 14: P/B trượt dự phóng 1 năm, CTG

CTG đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần...



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, CTG

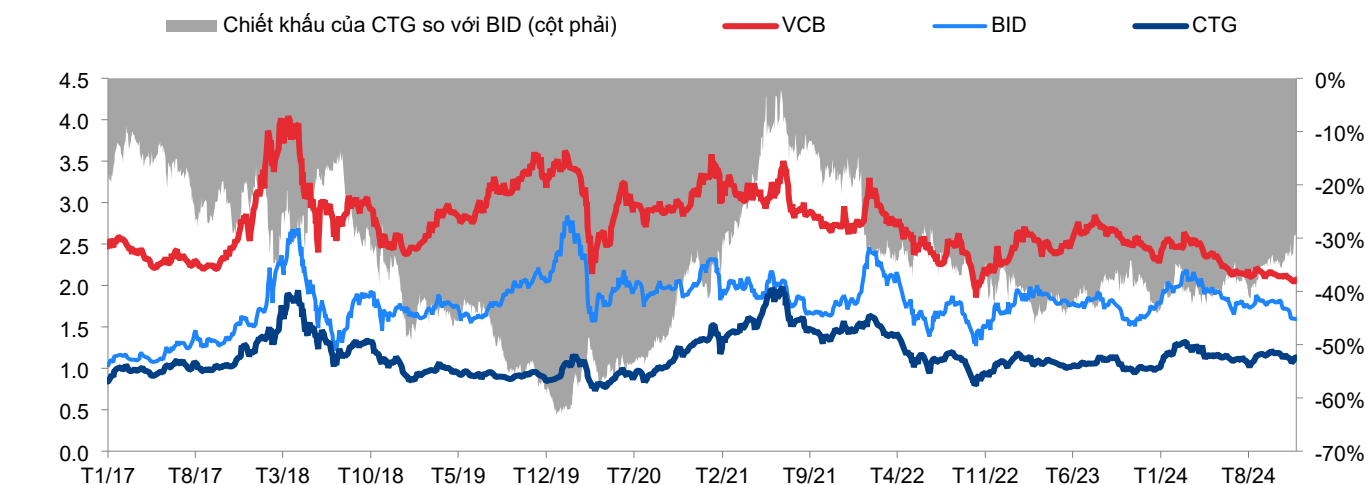
...bằng với giá trị bình quân



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

Biểu đồ 16: So sánh định giá (P/B trượt dự phóng 1 năm), CTG & một số NHTM khác

Chênh lệch định giá giữa CTG & NHTM tương đồng nhất là BID đã giảm xuống 29% từ khoảng 40% vào đầu năm 2024



Nguồn: Dữ liệu giá, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	105	133	124	143	166
Chi phí lãi	(56.9)	(79.7)	(62.8)	(72.9)	(85.7)
Thu nhập lãi thuần	47.8	53.0	61.6	70.3	80.0
Lãi thuần HĐ dịch vụ	5.86	7.11	7.60	8.51	9.77
Lãi thuần HĐ KDNH	3.56	4.25	3.82	4.01	4.22
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(0.14)	0.14	(0.30)	0.15	0.15
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.51	0.29	0.43	0.45	0.48
Thu nhập khác	6.54	5.80	8.01	8.01	8.41
Tổng thu nhập HĐ	64.1	70.5	81.1	91.4	103
Chi phí HĐ	(19.2)	(20.4)	(24.1)	(27.1)	(30.0)
LN trước dự phòng	44.9	50.1	57.1	64.3	73.0
Chi phí dự phòng	(23.8)	(25.1)	(28.9)	(28.6)	(28.9)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	21.1	25.0	28.2	35.8	44.0
Chi phí thuế TNDN	(4.15)	(4.94)	(5.64)	(7.15)	(8.81)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.06)	(0.14)	(0.15)	(0.16)	(0.16)
Lợi nhuận thuần	16.9	19.9	22.4	28.5	35.1
EPS (đồng)	3,152	3,706	4,175	5,299	6,529
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,370	5,370	5,370	5,370	5,370

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	11.1	9.76	14.9	18.1	18.9
Tiền gửi tại NHNN	29.7	40.6	47.4	53.6	60.5
Tiền gửi tại các TCTD khác	242	280	294	323	356
Chứng khoán kinh doanh	1.41	2.49	1.86	1.88	1.91
Các công cụ tài chính phái sinh	3.06	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	1,245	1,446	1,643	1,843	2,064
Tổng dư nợ cho vay	1,275	1,473	1,680	1,881	2,107
Dự phòng rủi ro	(29.4)	(27.8)	(36.1)	(38.4)	(43.1)
Chứng khoán đầu tư	180	181	203	227	254
CK đầu tư sẵn sàng để bán	179	181	202	227	254
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	1.70	0.86	0.86	0.86	0.86
Dự phòng rủi ro	(0.07)	(0.25)	(0.19)	(0.16)	(0.14)
Đầu tư dài hạn	3.52	3.43	3.30	3.30	3.30
Tài sản cố định	10.2	10.1	9.98	9.85	9.71
Tài sản khác	81.7	59.6	65.6	75.4	88.2
Tổng tài sản	1,809	2,033	2,283	2,555	2,856
Nợ phải trả	1,700	1,907	2,138	2,384	2,653
Tiền gửi của NHNN	105	21.8	22.9	24.1	25.3
Tiền gửi của các TCTD khác	209	304	341	361	376
Tổng tiền gửi KH	1,249	1,411	1,580	1,786	2,018
Trái phiếu và CCTG	91.4	115	133	146	161
Nợ khác	45.7	53.8	61.5	67.4	74.0
Vốn chủ sở hữu	108	125	144	170	202
Vốn điều lệ	48.1	53.7	53.7	53.7	53.7
Thặng dư vốn cổ phần	8.97	8.97	8.97	8.97	8.97
Lợi nhuận giữ lại	33.5	42.4	58.9	80.4	107
Quỹ & vốn khác của CSH	17.0	20.0	22.6	26.7	31.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.74	0.86	1.01	1.16	1.33
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	1,809	2,033	2,283	2,555	2,856
BVPS (đồng)	20,033	23,279	26,848	31,616	37,562

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	18.1	12.4	12.3	11.9	11.8
Tăng trưởng cho vay KH (%)	12.8	15.6	14.0	12.0	12.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	7.52	12.9	12.0	13.0	13.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	9.31	13.9	12.2	12.8	12.8
Tăng trưởng VCSH (%)	15.7	16.2	15.3	17.8	18.8
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	14.4	10.8	16.3	14.1	13.8
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	11.7	6.51	17.7	12.4	10.9
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	24.9	11.5	13.9	12.7	13.4
Tăng trưởng LNTT (%)	20.1	18.3	12.9	26.8	23.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	20.1	17.6	12.6	26.9	23.2
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	3.84	3.67	3.76	3.78	3.81
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.15)	(1.06)	(1.12)	(1.12)	(1.11)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	94.5	94.7	95.4	95.4	95.3
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.55	2.86	3.23	3.56	3.94
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	15.2	17.8	20.1	25.5	31.4
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	11.3	9.65	8.56	6.75	5.48
P/B (lần)	1.78	1.54	1.33	1.13	0.95
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	26.4	28.2	27.6	31.1	34.0
ROAA (%)	1.01	1.04	1.04	1.18	1.30
ROAE (%)	16.9	17.1	16.7	18.1	18.9
Chi phí huy động BQ (%)	3.73	4.55	3.20	3.32	3.50
Lợi suất góp BQ (%)	6.63	7.30	6.04	6.20	6.43
Lợi suất thuần (%)	2.90	2.75	2.84	2.88	2.92
Tỷ lệ NIM (%)	3.03	2.91	2.99	3.04	3.10
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	9.14	10.1	9.36	9.31	9.48
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	74.5	75.1	75.9	76.9	77.7
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	25.5	24.9	24.1	23.1	22.3
Tỷ lệ CIR (%)	29.9	29.0	29.7	29.6	29.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	8.98	9.31	9.59	9.99	10.5
VCSH/Tổng TS (%)	5.95	6.15	6.31	6.64	7.06
Đòn bẩy vốn (lần)	16.8	16.3	15.8	15.1	14.2
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.24	1.13	1.50	1.30	1.30
Hệ số LLR (%)	186	167	143	157	157
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	102	104	106	105	104
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	13.5	16.6	16.6	15.8	14.7
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	70.5	72.5	73.6	73.6	73.8
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116
Số lượng nhân viên	25,119	24,642	25,135	25,638	26,150

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn