

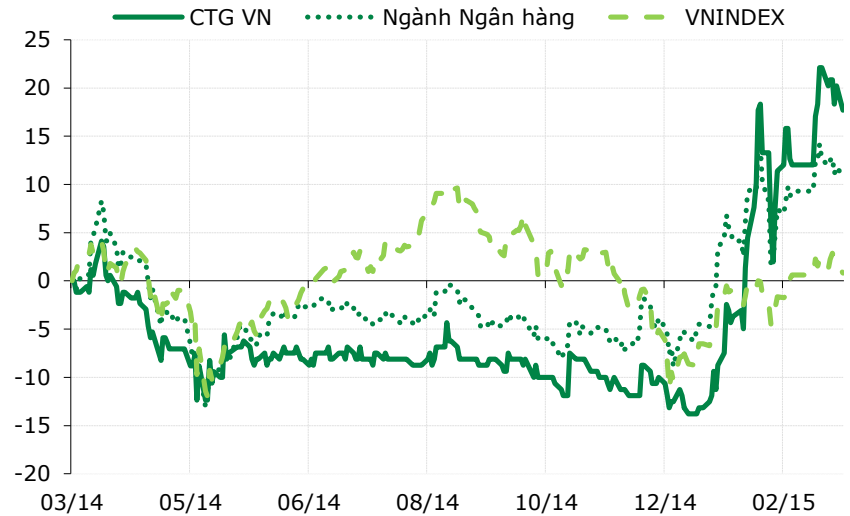
NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (VIETINBANK – CTG)

09/03/2015



BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ

Diễn biến giá cổ phiếu CTG



Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu về Ngân hàng Công thương Việt nam (Vietinbank - CTG) với khuyến nghị **NĂM GIỮ** dựa trên những luận điểm sau đây:

- ❖ **Cổ phiếu ngân hàng đã tăng giá vượt trội so với thị trường.**
Trong hai tháng đầu năm 2015, cổ phiếu ngân hàng đã tăng giá vượt trội so với chỉ số VN-Index do thị trường đã kỳ vọng vào khả năng tăng trưởng tín dụng cao, chất lượng tài sản được cải thiện và sự bùng nổ của các thương vụ M&A của ngành ngân hàng. CTG là cổ phiếu tăng giá mạnh thứ hai với mức giá tăng xấp xỉ 40%.
- ❖ **CTG hiện đứng đầu** về quy mô mạng lưới, tổng tài sản và thu nhập thuần trong số các NH niêm yết, với khả năng sinh lời cao hơn một chút so với trung bình ngành.
- ❖ **CTG có nền tảng vốn mạnh** nhờ có sự hiện diện của IFC và BTMU trong cơ cấu cổ đông với tư cách là cổ đông chiến lược. Nhà nước cũng đã đưa ra một số tín hiệu về việc sẽ giảm bớt cổ phần sở hữu tại CTG.
- ❖ **CTG luôn duy trì tỷ lệ nợ xấu thấp**, tuy nhiên, cách phân loại nợ hiện tại của ngân hàng có phần thiếu chặt chẽ so với các NH tương đương như VCB và BID.
- ❖ **Thương vụ sáp nhập sắp tới với PG Bank sẽ không tác động đáng kể đến hoạt động của CTG** do tương quan quy mô của ngân hàng này khá nhỏ bé so với CTG.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

Giá hiện tại (09/03/2015):	VND	18.700
Giá mục tiêu:	VND	18.700
Khuyến nghị ngắn hạn:		BÁN
Ngưỡng kháng cự:	VND	19.600
Ngưỡng hỗ trợ:	VND	16.400
Mã Bloomberg: CTG VN	SGD:	HSX
Ngành:		Ngân hàng
Beta:		0,79
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)		19,600/13,600
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)		3,723.4
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		69.627,7
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)		32,9
KLGDQ 12 tháng		1.474.230
Sở hữu nước ngoài(%)		28.61

Năm	NIM	NPL	Tỷ lệ cổ tức	EPS
2015F	2,78	1,54	12	1.263
2014E	3,07	1,10	10	1.258
2013A	3,67	1,00	16	1.479
2012A	4,13	1,47	0	2.218

	CTG	Ngành NH	VNI
P/E	11,97	10,86	13,07x
P/B	1,28	1,40	1,91x
ROE	11,19%	11,93%	14,67%

Giới thiệu:

- Vietinbank được thành lập vào năm 1988 sau khi tách ra từ NHNN và có tên là NH chuyên doanh Công thương Việt Nam. Sau hai năm, NH đã được đổi tên thành NH Công thương Việt Nam với tên giao dịch quốc tế là Incombank. Năm 2008, ngân hàng đã đổi tên giao dịch quốc tế thành Vietinbank.
- Vietinbank là một tập đoàn tài chính với bảy công ty con và hai công ty liên doanh hoạt động trong các lĩnh vực cho thuê tài chính, chứng khoán, quản lý quỹ, quản lý tài sản, kinh doanh vàng và đá quý, bảo hiểm, và chuyển tiền.
- Ngân hàng hiện có vốn điều lệ là 37.234 tỷ đồng, xếp thứ nhất, và tổng tài sản là 661.132 tỷ đồng, xếp thứ hai trong hệ thống ngân hàng.

Nội Dung

NGÀNH NGÂN HÀNG

TỔNG QUAN 2014 3

TRIỂN VỌNG 2015 4

VIETINBANK

TỔNG QUAN 5

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH 10

Bảng cân đối kế toán 10

Kết quả kinh doanh 14

Chỉ số tài chính 18

Rủi ro và các vấn đề khác 21

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ BÁO 23

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ 24

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT 27

PHỤ LỤC - DỰ PHÓNG VPBS 28

LIÊN HỆ 30

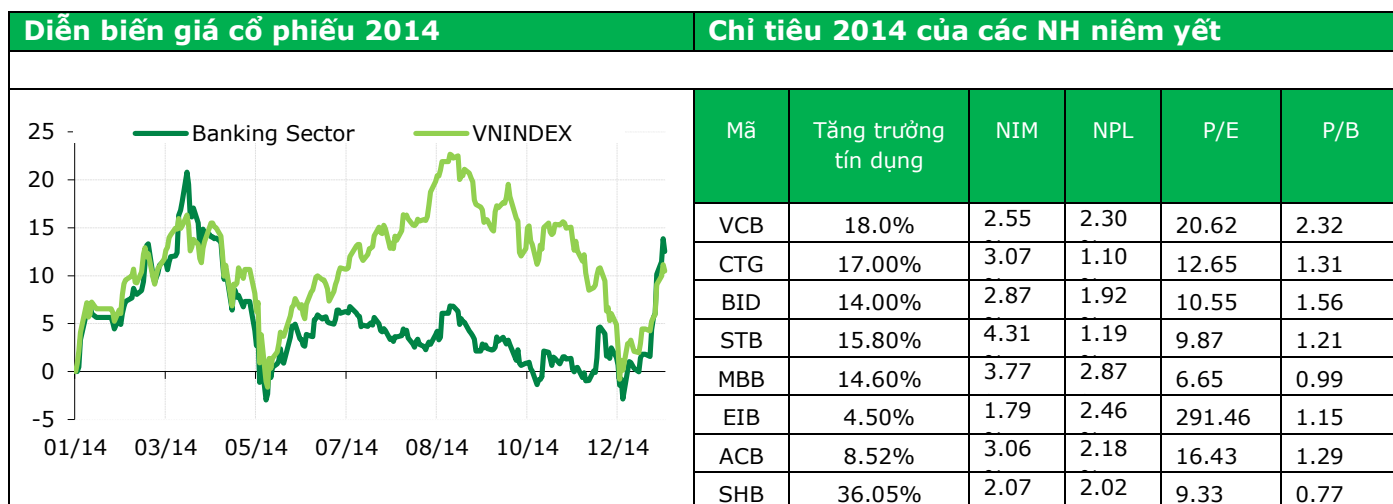
NGÀNH NGÂN HÀNG

TỔNG QUAN 2014

Ngành ngân hàng đã có những dấu hiệu tích cực vào cuối năm

Trong năm 2014, cổ phiếu ngành ngân hàng nhìn chung không tăng giá nhưng đã bắt kịp với VN-Index trong vài tuần cuối năm với mức tăng xấp xỉ 8%.

- **Tăng trưởng tín dụng:** Mặc dù ngành ngân hàng có một khởi đầu tương đối chậm chạp, tăng trưởng tín dụng nửa cuối năm đã khởi sắc và đạt 12,62% tính đến ngày 22 tháng 12 năm 2014. Với kết quả này, toàn hệ thống đã hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm là 12%. Trong khi đó, tổng huy động tăng trưởng tương ứng 15,15%.
- **Nợ xấu đã giảm:** Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng đã giảm xuống 5,3% vào cuối tháng 11, thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ 9,1% được báo cáo từ đầu năm. Các tỷ lệ nợ xấu này đã được tính toán áp dụng phân loại các khoản cho vay của CIC. Trong năm 2014, VAMC đã mua khoảng 96.000 tỷ đồng nợ xấu, đạt kế hoạch đề ra cho năm 2014. Tuy nhiên, VAMC mới chỉ xử lý được 4.000 tỷ đồng nợ xấu, con số này là không đáng kể so với tổng số nợ xấu mà VAMC đã mua.
- **Triển vọng ổn định:** Nhờ tăng trưởng kinh tế ổn định và giảm rủi ro thanh khoản, hệ thống ngân hàng Việt Nam đã được Moody's nâng triển vọng lên mức ổn định trong tháng 12 năm 2014.
- **Tỷ lệ NIM giảm:** Mặc dù lãi suất tiền gửi giảm nhiều hơn lãi suất cho vay, tỷ lệ NIM của hầu hết các ngân hàng vẫn giảm do thanh khoản dồi dào. Tuy nhiên, mức giảm 15 điểm cơ bản, từ 3,09% năm 2013 xuống còn 2,94% năm 2014 không quá nghiêm trọng.
- **Một số ngân hàng công bố lợi nhuận cao:** Một số ngân hàng lớn đã chính thức công bố kết quả kinh doanh ấn tượng cho năm 2014, bao gồm Agribank, BIDV, và Vietcombank. Một số ngân hàng nhỏ hơn, chẳng hạn như Ngân hàng Tiên Phong, Ngân hàng Nam Á cũng công bố kết quả kinh doanh vượt chỉ tiêu.



TRIỂN VỌNG 2015

Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu ngân hàng sẽ tăng giá tốt hơn trong năm 2015

- **Tăng trưởng tín dụng cao hơn:** GDP được kỳ vọng sẽ tăng 6,2% trong năm 2015, cao hơn so với những năm gần đây. Do đó, tín dụng nhiều khả năng sẽ tăng trưởng mạnh hơn, đáp ứng cho mức tăng trưởng của GDP. Năm 2015, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 13% đến 15%.
- **Chất lượng tài sản được cải thiện mặc dù vẫn tồn tại một số quan ngại.** Chất lượng tài sản của các ngân hàng đã được cải thiện với giá trị nợ xấu tuyệt đối và tỷ lệ nợ xấu giảm do các ngân hàng đã tích cực trích lập dự phòng. Luật nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài sở hữu bất động sản ở Việt Nam và Thông tư 53 sửa đổi được kỳ vọng sẽ trao nhiều quyền chủ động hơn cho VAMC và tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc bán nợ xấu. Trong năm 2015 VAMC đặt ra mục tiêu sẽ mua thêm 80.000 tỷ đồng nợ xấu, chiếm khoảng 2,5% tổng dư nợ tín dụng của ngành. Nếu kế hoạch này được thực hiện thành công, cùng với nỗ lực sử dụng dự phòng để xử lý nợ xấu của các ngân hàng sẽ giúp đưa tỷ lệ nợ xấu của ngành về dưới 3%. Tuy nhiên, hiện vẫn có những quan ngại liên quan đến chất lượng tài sản của các ngân hàng khi Thông tư 02 và Thông tư 09 hoàn toàn có hiệu lực và năng lực xử lý những khoản nợ xấu đã mua của VAMC.
- **Khả năng sinh lời vẫn chịu nhiều áp lực.** Khi thông tư 02 chính thức có hiệu lực năm 2015, ngân hàng sẽ phải áp dụng phân loại nợ của CIC. Đối với những ngân hàng chưa có sự chuẩn bị kỹ lưỡng về sự khác nhau giữa phân loại nợ hiện tại và phân loại mới, chi phí dự phòng rủi ro sẽ tăng cao và ăn mòn lợi nhuận.
- **Sự bùng nổ của các thương vụ M&A:** Với quyết tâm của Chính phủ để đẩy nhanh việc tái cơ cấu hệ thống tổ chức tín dụng, các hoạt động M&A trong lĩnh vực ngân hàng được dự báo sẽ bùng nổ trong những năm tới. Theo công bố của đại diện NHNN vào ngày 12 tháng 01 năm 2014, năm 2015 sẽ có khoảng sáu thương vụ sáp nhập, hợp nhất ngân hàng để loại bỏ các ngân hàng yếu kém, đồng thời tăng cường thể trạng của hệ thống ngân hàng. Theo lộ trình tái cơ cấu các tổ chức tín dụng, số lượng ngân hàng thương mại sẽ được giảm từ trên 30 xuống còn 15-17 NH vào cuối năm 2017. Bên cạnh đó, hai thương vụ đã được phê duyệt năm ngoái nhưng vẫn chưa được thực hiện (Sacombank và Ngân hàng Phương Nam; Maritime Bank và Ngân hàng Phát triển Mê Kông), gần đây trên thị trường còn có tin đồn về bốn thương vụ M&A khác:

(1) Vietcombank với Ngân hàng Sài Gòn,

(2) BIDV với Ngân hàng Nhà đồng bằng sông Cửu Long,

(3) Ngân hàng Bưu điện Liên Việt and Ngân hàng Dầu khí Toàn cầu, và

(4) Vietinbank với Ocean Bank và/hoặc PG Bank.

Trong danh sách trên, một số thương vụ có nhiều khả năng xảy ra hơn so với những thương vụ còn lại.

Những yếu tố trên đây sẽ là động lực chính để thúc đẩy cổ phiếu ngân hàng tăng giá tốt hơn trong năm 2015. Thực tế, các cổ phiếu ngân hàng đều đã tăng giá khá tốt. Từ 1/1/2015 đến 27/2/2015, các mã cổ phiếu ngân hàng đã tăng

...thực tế một số mã ngân hàng đã tăng mạnh trong tháng 1 năm 2015

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

giá mạnh. Làn sóng bắt đầu từ cổ phiếu VCB và kết thúc với cổ phiếu BID và CTG tăng giá mạnh nhất.

Mã cổ phiếu	BID	CTG	VCB	ACB	SHB	STB	MBB	EIB
% tăng trưởng	44,2%	39,6%	20,4%	11,1%	11,1%	10,9%	8,5%	3,1%

VIETINBANK

TỔNG QUAN

Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam (VietinBank – CTG) được thành lập vào ngày 26/03/1988 sau khi tách ra từ NHNN Việt Nam. Vào thời điểm đó, tên gọi của VietinBank là Ngân hàng chuyên doanh Công thương Việt Nam. Sau hai năm, ngân hàng được đổi tên thành Ngân hàng Công thương Việt Nam (Incombank). Đúng như tên gọi, VietinBank ban đầu tập trung cấp tín dụng cho ngành công nghiệp và thương mại. Năm 2008, ngân hàng chuyển đổi tên gọi quốc tế từ Incombank thành Vietinbank vì tên gọi trên đã thuộc về một ngân hàng Nga trước đó. Vietinbank hoàn tất IPO vào năm 2009 và chính thức được giao dịch trên sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX) kể từ ngày 16/7/2009. Vào tháng 01 năm 2011, Công ty Tài chính Quốc tế (IFC) và Quỹ đầu tư cấp vốn IFC đã ký kết đầu tư 311 triệu USD vào Vietinbank, trong đó bao gồm 186 triệu USD vốn cổ phần. Đây được đánh dấu là một thương vụ đầu tư vốn cổ phần lớn nhất của IFC kể từ trước tới nay. Năm 2013, Vietinbank chào đón Ngân hàng Tokyo – Mitsubishi UFJ (BTMU) trở thành đối tác chiến lược với cam kết đầu tư 743 triệu USD, tương đương 20% cổ phần của Vietinbank. Những sự kiện quan trọng này đã tạo điều kiện cho Vietinbank thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và các kế hoạch mở rộng trong khu vực.

Hoạt động kinh doanh

Từ một NHTM tập trung cấp tín dụng cho các ngành công nghiệp và thương mại, sau hơn 25 năm phát triển, Vietinbank đã trở thành một tổ chức tài chính toàn diện. Tính đến 31/12/2013, Vietinbank có bảy công ty con và hai công ty liên kết trong các lĩnh vực Cho thuê Tài chính, Chứng khoán, Quản lý Quỹ, Kinh doanh Vàng và Trang sức, Bảo hiểm phi nhân thọ, Bảo hiểm nhân thọ, Chuyển tiền và Quản lý tài sản. Tính đến cuối năm 2013, tổng số vốn góp của Ngân hàng vào các công ty con và liên kết là 3.818 tỷ đồng.

Các công ty con hoạt động khá hiệu quả và có lãi. Tuy nhiên, do quy mô tương đối nhỏ nên những công ty này chỉ đóng góp khiêm tốn 6,5% vào lợi nhuận trước thuế của Ngân hàng trong năm 2013, tương đương với 504,92 tỷ đồng. Công ty Cho thuê Tài chính Vietinbank được coi là một trong những công ty cho thuê tài chính tốt nhất của Việt Nam với tỷ lệ nợ xấu thấp nhất.



Nguồn: BCTN Vietinbank 2013

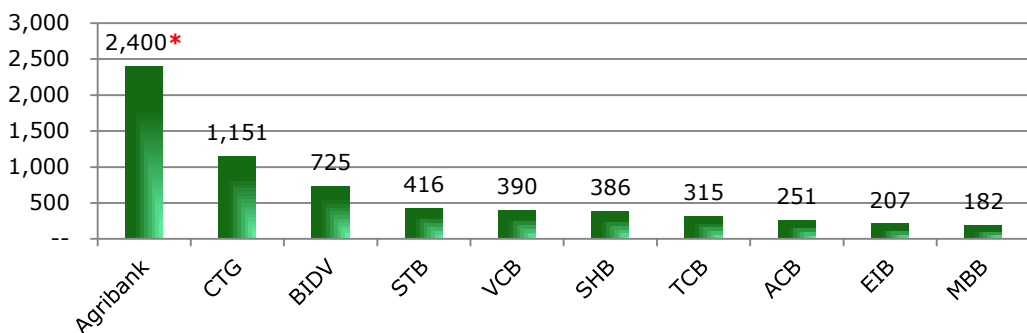
Với hệ thống mạng lưới lớn thứ hai, Vietinbank là ngân hàng Việt Nam duy nhất tại Châu Âu

Vị thế thị trường

Vietinbank hiện sở hữu hệ thống mạng lưới rộng lớn với 1.151 chi nhánh và phòng giao dịch tại 63 thành phố và tỉnh thành trên cả nước, trong đó có tới ba chi nhánh tại nước ngoài (hai tại Đức và một tại Lào), xếp thứ hai toàn ngành. Vietinbank tính tới nay là ngân hàng Việt Nam đầu tiên và duy nhất đã sails cánh sang thị trường Châu Âu. Ngân hàng có quan hệ với hơn 1.000 ngân hàng đại lý tại hơn 90 quốc gia và vùng lãnh thổ trên toàn thế giới

Tính tới ngày 31/12/2014, tổng số nhân viên của ngân hàng là 19.787 người, xếp thứ hai trong hệ thống ngân hàng, sau Agribank với hơn 40.000 nhân viên.

So sánh hệ thống mạng lưới của các NH năm 2013

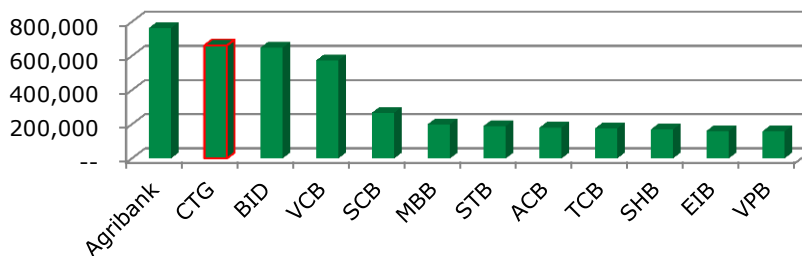


* NH không công bố BCTN2013 nên chúng tôi sử dụng con số năm 2011

Nguồn: BCTN NH

Về tổng tài sản, Vietinbank hiện đứng thứ hai trong hệ thống ngân hàng. Tính đến cuối năm 2014, tổng tài sản Vietinbank đã tăng 14,7% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt trên 661.000 tỷ đồng, vượt chỉ tiêu cả năm 3%.

Top 10 NH về Tổng tài sản năm 2014

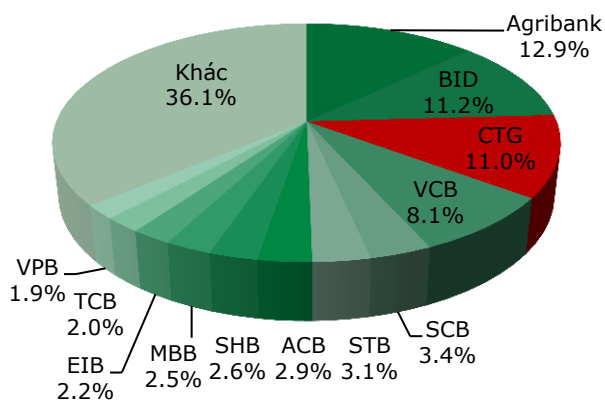


*Agribank: BCTC Q1/2014

Nguồn: BCTC NH mẹ chưa KT

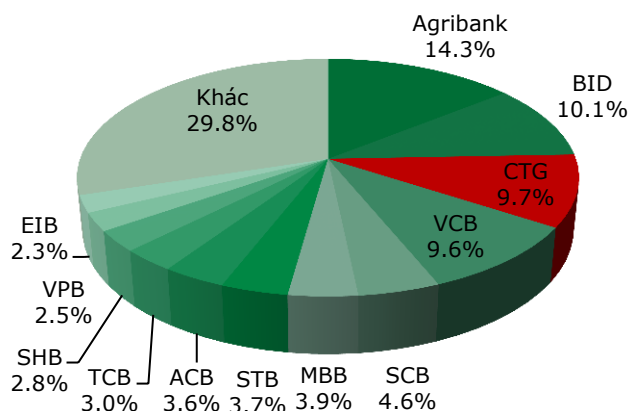
Vietinbank vẫn duy trì vị trí thứ ba toàn ngành cả về thị phần huy động (9,7%) và thị phần tín dụng (11%).

Thị phần tín dụng năm 2014



Lưu ý: Thị phần ước tính của Agribank dựa trên Q1/2014

Thị phần huy động năm 2014

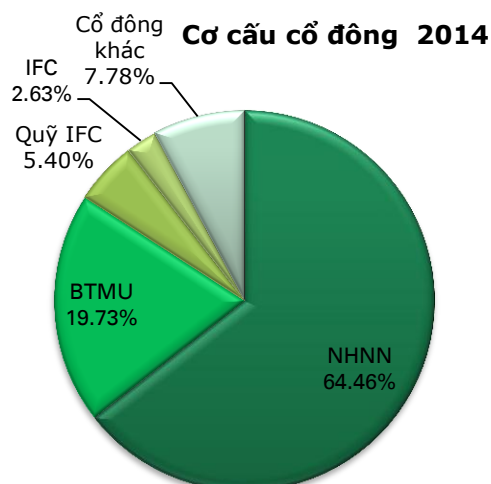


Nguồn: Tổng hợp VPBS

Cơ cấu cổ đông

Vào tháng 12 năm 2014, NHNN đã chấp thuận niêm yết toàn bộ 64,46% cổ phần của mình tại Vietinbank trên sàn HSX

Cơ cấu cổ đông hiện tại của CTG khá tập trung với chỉ 7,78% cổ phiếu đang lưu hành tự do, còn lại 27,76% thuộc về các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài và 64,46% thuộc Ngân hàng Nhà nước (NHNN). Từ một ngân hàng 100% vốn nhà nước, sau khi Vietinbank cổ phần hóa, NHNN đã dần giảm dần tỷ lệ sở hữu tại ngân hàng này từ 89,23% năm 2010 xuống còn 80,3% năm 2011, và 64,46% kể từ tháng 12 năm 2012 đến nay. Theo như Nghị quyết số 15/2014, Chính phủ sẽ dần giảm tỷ lệ sở hữu tại các ngân hàng thương mại quốc doanh và Tập đoàn Bảo Việt nhưng vẫn nắm giữ ít nhất 65% vốn điều lệ, ngoại trừ Vietinbank. Tháng 12 năm 2014, NHNN đã chấp thuận niêm yết toàn bộ số cổ phiếu Vietinbank đang nắm giữ trên sàn HSX với tổng khối lượng 2,4 tỷ cổ phiếu, tương đương với 64,46% cổ phần. Bước đi này dường như là tín hiệu của NHNN trong việc sẽ thoái vốn một phần tại Vietinbank trong thời gian tới.



Hội đồng quản trị và Ban điều hành

Hội đồng quản trị của Vietinbank bao gồm 10 thành viên với ba người trong số đó là đại diện của BTMU và IFC.

Tên	Chức danh	Kinh nghiệm nổi bật
Ông Nguyễn Văn Thăng	Chủ tịch HĐQT	Gia nhập Ngân hàng Vietinbank từ năm 1996 và từng đảm nhiệm nhiều vị trí quan trọng trong Ban Giám đốc và HĐQT. Ông từng đảm nhiệm vị trí Thư ký Tổng Giám đốc, Trưởng phòng khách hàng Doanh nghiệp lớn, Giám đốc chi nhánh, Thành viên HĐQT kiêm Quyền Tổng giám đốc, Tổng giám đốc và cuối cùng là Chủ tịch HĐQT vào tháng 4 năm 2014. Ông đã có hơn 17 năm kinh nghiệm trong ngành ngân hàng.
Ông Lê Đức Thọ	CEO	Công tác tại Vietinbank trong vòng 34 năm qua. Ông đã từng đảm nhiệm nhiều vị trí quan trọng tại Vietinbank như Trưởng phòng Đầu tư và Phó TGD Vietinbank. Vào tháng 08 năm 2013, ông đã từ nhiệm vị trí phó TGD để đảm nhiệm vị trí Chánh Văn phòng NHNN Việt Nam. Ông quay trở về công tác tại Vietinbank từ tháng 04/2014 với cương vị là Tổng giám đốc Vietinbank.

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

Hiện tại, ông Nguyễn Văn Thắng đại diện 25,79%, ông Lê Đức Thọ đại diện 19,34% và ông Cát Quang Dương đại diện 19,34% cổ phần của NHNN tại Vietinbank (64,46%). Số cổ phần sở hữu của các thành viên khác thuộc Ban Giám đốc và HĐQT đều không đáng kể.

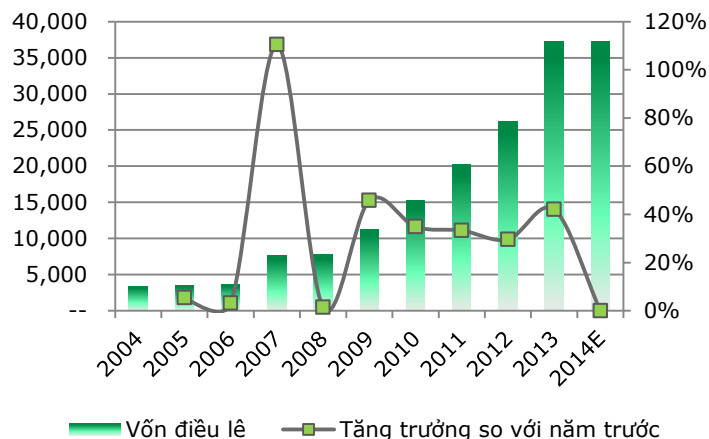
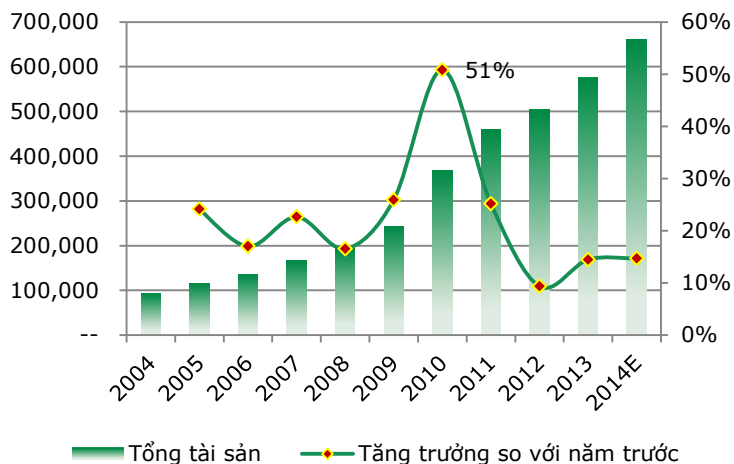
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

Vietinbank tăng trưởng vượt bậc trong mười năm qua với tổng tài sản và vốn điều lệ lần lượt đạt tốc độ tăng trưởng gộp (CAGR) là 22% và 27%. Sau khi cổ phần hóa thành công vào năm 2009, tổng tài sản của Vietinbank tăng trưởng ở mức kỷ lục là 51% vào năm 2010.

Tổng tài sản (tỷ đồng)

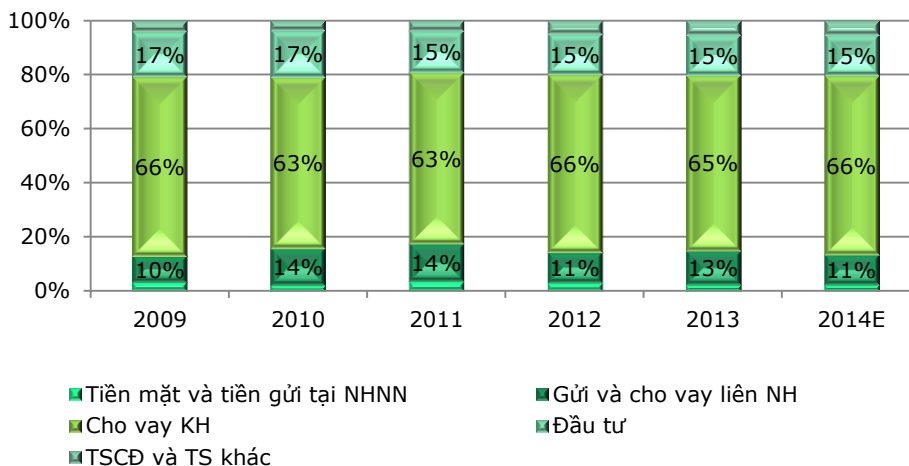
Vốn điều lệ (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC Vietinbank

Cơ cấu tài sản của Vietinbank khá ổn định trong giai đoạn 2009-2013. Tương tự như trung bình ngành, cho vay khách hàng chiếm trung bình 65% tổng tài sản. Hai thành phần quan trọng khác là cho vay liên ngân hàng và đầu tư, trung bình chiếm 12% và 16% tổng tài sản. Năm 2012, những thay đổi về chính sách liên quan đến hoạt động liên ngân hàng được ban hành đã làm giảm mạnh các hoạt động liên ngân hàng tại hầu hết các NHTM. Tuy nhiên, phải đến năm 2014 chúng tôi mới nhận thấy sự chuyển dịch trong cơ cấu tài sản của CTG từ cho vay liên ngân hàng sang đầu tư chứng khoán.

Cơ cấu Tổng tài sản



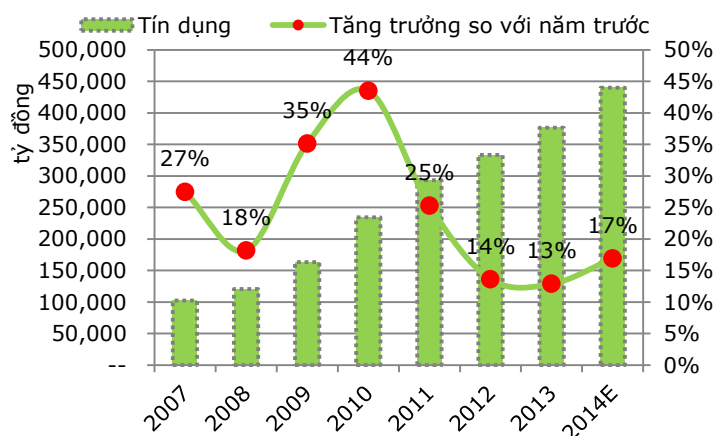
Nguồn: BCTC Vietinbank

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

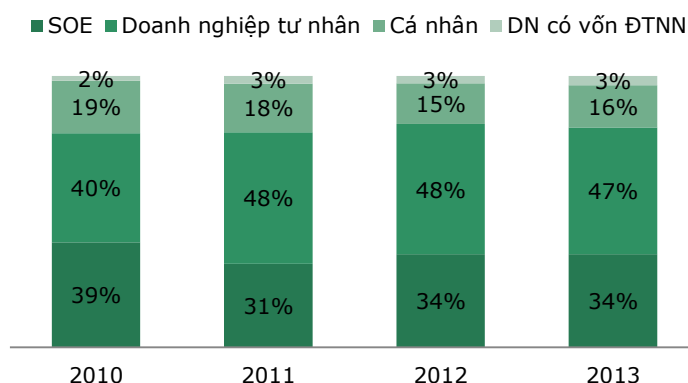
Hoạt động tín dụng

Hoạt động cho vay khách hàng liên tục tăng với tốc độ tăng trưởng gộp là 24% trong giai đoạn 2006-2014. Tương tự như xu hướng của ngành, tăng trưởng tín dụng năm 2012 và 2013 thấp hơn nhiều so với những năm trước đó. Năm 2014, CTG đã có bước chuyển mình ấn tượng, ghi nhận tăng trưởng tín dụng đạt 17% trong cả năm 2014, mặc dù khởi động chậm chạp với tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 0,45% trong 6T2014.

Tăng trưởng tín dụng



Cơ cấu cho vay theo nhóm KH

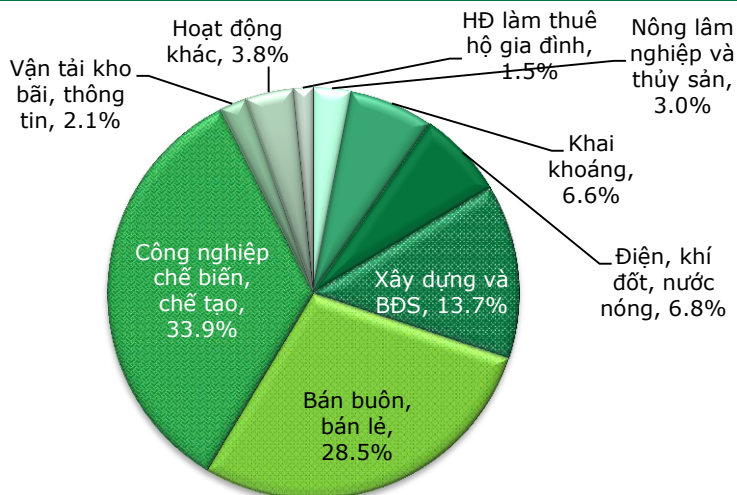


Nguồn: BCTC Vietinbank

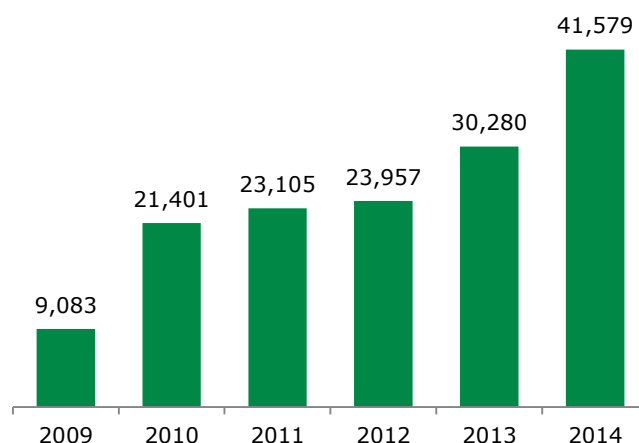
Cơ cấu cho vay theo nhóm khách hàng của Vietinbank khá ổn định từ năm 2009, với nhóm khách hàng doanh nghiệp nhà nước (DNNN) trung bình chiếm 34%, nhóm doanh nghiệp tư nhân chiếm 45%, nhóm khách hàng cá nhân chiếm 18%, nhóm KH doanh nghiệp FDI và khách hàng khác chiếm 3%. Trong khi tỷ trọng cho vay các doanh nghiệp tư nhân tăng, tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân lại giảm nhẹ trong thời gian qua. Tỷ trọng cho vay khách hàng DNNN của Vietinbank (34%) cao hơn BIDV (24%) và Vietcombank (28%).

Tỷ trọng cho vay khách hàng SOE cao

Cơ cấu cho vay theo Ngành năm 2014



Đầu tư Trái phiếu Doanh nghiệp (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC Vietinbank

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

Xây dựng và BĐS luôn là ngành ưu tiên cho vay của Vietinbank

Sự gia tăng đột ngột của TPDN BĐS và xây dựng là do Thông tư 13 và những hạn chế về cho vay phi sản xuất

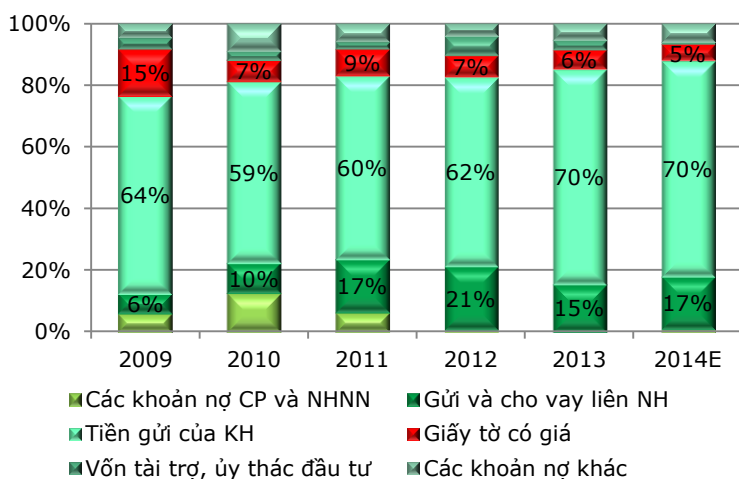
CTG từ trước tới nay luôn tập trung vào ba lĩnh vực chính: sản xuất và chế biến, bán buôn bán lẻ, và xây dựng và bất động sản. Các ngành này lần lượt chiếm tỷ trọng 33%, 29% và 14% tổng dư nợ cho vay năm 2013. Từ năm 2009, để giảm thiểu tình trạng đầu cơ bất động sản, NHNN đã yêu cầu các NHTM chuyển dịch cơ cấu cho vay sang các lĩnh vực sản xuất thay vì các lĩnh vực phi sản xuất, bao gồm ngành bất động sản. Thêm vào đó, năm 2010, NHNN đã ban hành Thông tư 13 (gần đây đã được thay thế bằng Thông tư 36) giới hạn cho vay chứng khoán và cho vay BĐS, tăng hệ số rủi ro của hai lĩnh vực này lên tới 250%. Tuy vậy, Vietinbank vẫn tiếp tục tăng mạnh cho vay bất động sản, tăng 50% vào năm 2010 và 57% vào năm 2011. Tốc độ gia tăng các khoản cho vay lĩnh vực này chỉ bắt đầu giảm từ năm 2012 (tăng 16%) và năm 2013 (tăng 5%) nhưng đã tăng trở lại vào năm 2014 (tăng 26%).

Một điểm đáng lưu ý đó là Vietinbank sở hữu một danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp khá lớn từ năm 2009, chiếm 7,6% tổng dư nợ cho vay khách hàng. Trong đó, trái phiếu doanh nghiệp phát hành bởi các doanh nghiệp trong ngành bất động sản và xây dựng chiếm tỷ trọng khoảng 50% tới 60% tổng danh mục đầu tư trái phiếu doanh nghiệp. Nếu tính gộp cả các khoản đầu tư trái phiếu doanh nghiệp bất động sản thì tổng dư nợ cho vay lĩnh vực xây dựng và bất động sản sẽ còn cao hơn nữa. Thông tư 13 vài những hạn chế về cho vay phi sản xuất dường như là nguyên nhân dẫn đến sự gia tăng đột ngột của đầu tư trái phiếu doanh nghiệp bất động sản và xây dựng.

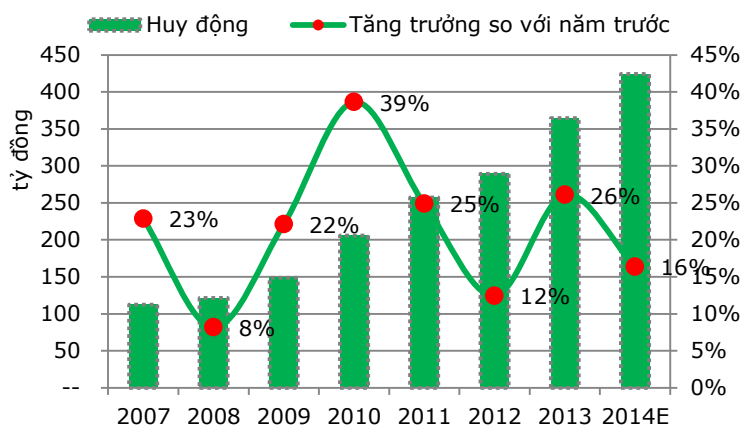
Huy động vốn

Các khoản tiền gửi khách hàng tăng trưởng gộp ở mức 22% trong giai đoạn 2006-2014, tương tự như tăng trưởng tín dụng. Cũng trong giai đoạn này, tỷ trọng tiền gửi khách hàng trên tổng nợ phải trả đã tăng dần, từ 64% vào năm 2009 lên tới 73% vào năm 2014. Các khoản vay liên ngân hàng và giấy tờ có giá lần lượt chiếm 17% và 5% tổng nợ phải trả. Vietinbank đã dịch chuyển từ vị thế cho vay ròng sang vay ròng từ năm 2011.

Cơ cấu nợ phải trả



Tăng trưởng Huy động



Nguồn: BCTC Vietinbank

Mặc dù Vietinbank là một ngân hàng thiên về các doanh nghiệp quốc doanh, nhưng cũng như nhiều ngân hàng khác, trong những năm gần đây, ngân hàng này tích cực phát triển và đẩy mạnh phân khúc bán lẻ. Huy động cá nhân đã tăng tỷ trọng từ 51% lên 55% tổng tiền gửi khách hàng. Do đó, tỷ trọng tiền

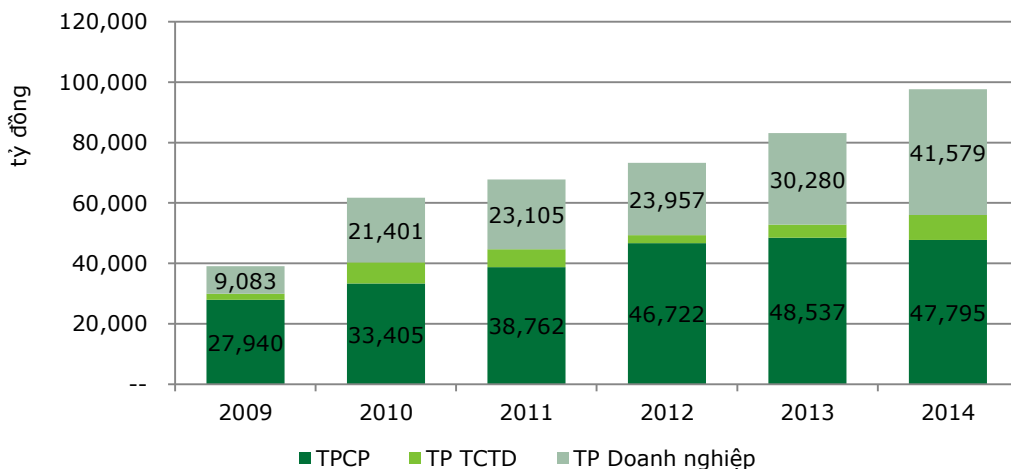
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

gửi có kỳ hạn của Vietinbank cũng tăng từ 71% lên 80% tổng tiền gửi khách hàng.

Hoạt động đầu tư

Đầu tư chứng khoán nợ chiếm phần lớn hoạt động đầu của Vietinbank, chiếm khoảng 15% tổng tài sản của ngân hàng. Trong khi đó, đầu tư chứng khoán vốn, bao gồm mua bán và đầu tư cổ phiếu, đầu tư vào công ty con và công ty liên kết, góp vốn và các khoản đầu tư dài hạn khác chỉ chiếm 0,7% tổng tài sản.

Cơ cấu Đầu tư chứng khoán nợ



Nguồn: BCTC Vietinbank

TPCP chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư chứng khoán nợ của Vietinbank. Tốc độ tăng trưởng gộp của danh mục đầu tư chứng khoán nợ trong giai đoạn 2009-2014 là 28%, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng gộp của tổng tài sản và tài sản sinh lãi là 22%. Thông tư 36 mới đây đã ban hành quy định các khoản đầu tư TPCP của một NHTM phải thấp hơn 35% nguồn vốn ngắn hạn. Chúng tôi nhận thấy rằng, danh mục đầu tư trái phiếu Chính phủ tại Vietinbank tăng mạnh tính đến tháng 9 năm 2014, nhưng đã quay đầu giảm về mức xấp xỉ cuối năm 2013 vào cuối năm 2014. Vietinbank có nguồn vốn ngắn hạn dồi dào đạt 439.331 tỷ đồng nên các khoản đầu tư TPCP chỉ chiếm 11% vốn ngắn hạn của ngân hàng tại thời điểm cuối năm 2014. Do đó hoạt động đầu tư TPCP của Vietinbank sẽ không chịu ảnh hưởng của Thông tư 36. Tuy nhiên, do Vietinbank đang sở hữu tới 10,39% cổ phần Ngân hàng TMCP Sài Gòn Công thương (Saigonbank), Vietinbank sẽ phải thoái một phần vốn của mình tại Saigonbank để đưa tỷ lệ sở hữu cổ phần một tổ chức tín dụng khách về dưới 5% theo quy định của Thông tư 36.

Trái phiếu doanh nghiệp chiếm xấp xỉ 43% tổng danh mục đầu tư trái phiếu của Vietinbank. Tỷ lệ này là khá cao so với các ngân hàng khác khi mà phần lớn các khoản đầu tư trái phiếu ở các ngân hàng là TPCP. Đối với đa số các trái phiếu doanh nghiệp, mức lãi suất coupon mà Vietinbank nhận được là lãi suất thả nổi dựa trên mức lãi suất tiền gửi trung bình, và được điều chỉnh mỗi 6 đến 12 tháng. Vì vậy, các khoản đầu tư trái phiếu doanh nghiệp này khá giống với các khoản cho vay khách hàng với lãi suất thả nổi.

TPDN chiếm phần lớn danh mục đầu tư TP của Vietinbank và khá giống với các khoản cho vay KH với LS thả nổi

Các nguồn vốn khác

Một nguồn vốn ổn định khác của Vietinbank là nguồn vốn ủy thác từ các tổ chức quốc tế và nội địa, trung bình đạt hơn 32.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2009-2013. Phần lớn nguồn vốn này bằng đồng nội tệ và khá giống các khoản tiền gửi không kỳ hạn với chi phí vốn thấp.

Các giấy tờ có giá chiếm trung bình khoảng 3,5% tổng nguồn vốn của Vietinbank. Năm 2012, giá trị của các loại giấy tờ có giá đã lên tới gần 28.670 tỷ đồng, trong đó có hơn 22.000 tỷ đồng bằng đồng nội tệ và số còn lại bằng đồng USD.

Vietinbank là ngân hàng Việt Nam đầu tiên phát hành thành công trái phiếu đồng USD, với mức phát hành là 250 triệu USD trong năm 2012, lãi suất cố định tám % mỗi năm. Mặc dù vậy, Vietinbank đã không thể phát hành toàn bộ 500 triệu USD theo dự kiến ban đầu. Tại thời điểm đó, mặc dù không thể phủ nhận về quy mô lớn và sự hỗ trợ đáng kể từ phía Chính phủ, vẫn còn tồn tại một số lo ngại về chất lượng tài sản của Vietinbank. Thị trường vốn quốc tế và Việt Nam tại thời điểm đó cũng gặp nhiều khó khăn: Vinashin mất khả năng trả nợ; các DNNN khác - chẳng hạn như TKV và EVN đều vật lộn với việc phát hành trái phiếu quốc tế; cuộc khủng hoảng nợ châu Âu vẫn tiếp diễn. Trong hoàn cảnh như vậy, việc Vietinbank phát hành thành công 250 triệu USD trái phiếu đã được coi như một sự thành công.

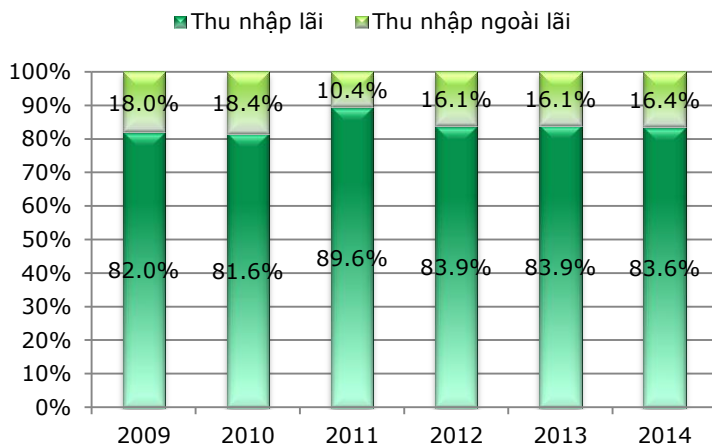
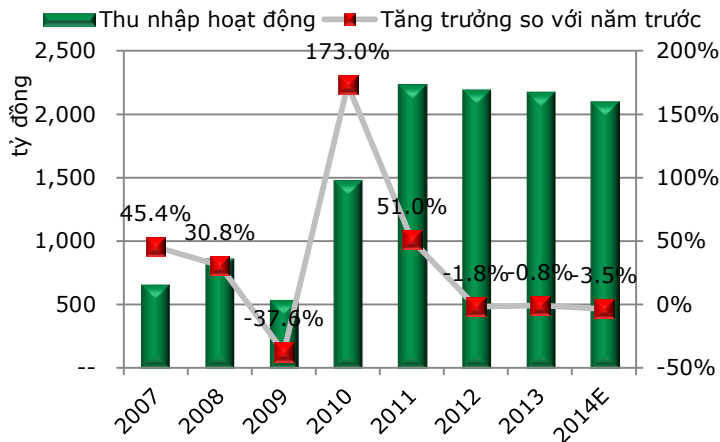
Kết quả kinh doanh

Lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận thuần của CTG đều đạt mức tăng trưởng gộp khá cao, lần lượt ở mức 22% và 31% trong giai đoạn 2007-2013. So với các ngân hàng tương đương, cơ cấu lợi nhuận của Vietinbank kém đa dạng hơn với 84,2% đến từ thu nhập lãi và 15,8% đến từ thu nhập ngoài lãi. Tỷ lệ tương ứng này tại VCB là 73,5% và 26,5%, và tại BID là 76,3% và 23,7%.

Lợi nhuận thuần hợp nhất của Vietinbank năm 2014 giảm nhẹ 1,38% xuống còn 5.713 tỷ đồng, nhưng vẫn đứng đầu trong hệ thống ngân hàng. Mặc dù lợi nhuận thuần 9T2014 giảm 19,4% y-o-y từ 5.307 tỷ đồng vào 9T2013 xuống còn 4.276 tỷ đồng 9T2014, nhưng ngân hàng đã có sự hồi phục ấn tượng trong Quý 4. Lợi nhuận ròng Quý 4 năm 2014 đã tăng gấp ba lần so với cùng kỳ năm ngoái. Việc sụt giảm lợi nhuận thuần cả năm 2014 là do thu nhập lãi đã giảm 3,8% và thu nhập thuần từ phí và hoa hồng giảm 3,5%. Tuy nhiên, vì thu nhập thuần kinh doanh ngoại hối và vàng đã tăng 32,6% và thu nhập thuần từ đầu tư chứng khoán đã tăng 173,5 tỷ đồng trong năm 2014, nên lợi nhuận sau thuế đã giảm ở mức thấp hơn.

NH Việt Nam đầu tiên thành công trong việc phát hành trái phiếu quốc tế

Thu nhập lãi là chủ đạo trong khi thu nhập ngoài lãi chỉ đóng góp một phần nhỏ vào tổng thu nhập hoạt động

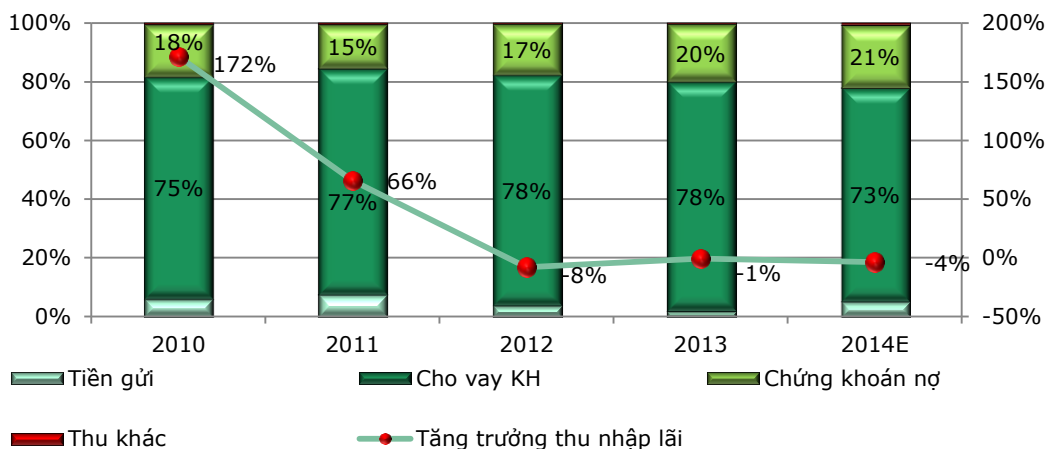


Nguồn: BCTC Vietinbank

Thu nhập lãi:

Thu nhập lãi đa phần đến từ thu nhập lãi từ các khoản cho vay KH và các khoản đầu tư chứng khoán nợ, chiếm trung bình 77% và 18%. Năm 2012, do những thay đổi về chính sách nhằm hạn chế các hoạt động liên ngân hàng, nên khoản thu nhập lãi từ tiền gửi đã giảm 52,8% từ 4.181 tỷ đồng xuống còn 1.974 tỷ đồng, và tiếp tục giảm thêm một nửa vào năm 2013, khiến danh mục này chỉ còn đóng góp rất nhỏ vào tổng thu nhập lãi. Cũng trong giai đoạn này sự đóng góp từ các khoản đầu tư chứng khoán nợ đang có xu hướng ngày càng tăng.

Cơ cấu Thu nhập lãi



Nguồn: BCTC Vietinbank

Tính trung bình từ năm 2010 đến 2012, Vietinbank có lãi suất thu nhập và lãi suất phải trả cao hơn BID và VCB. Ngân hàng này có khả năng cho vay với lãi suất cao hơn VCB và BID nhờ vào cơ cấu cho vay theo ngành của mình, phần lớn thiên về bất động sản và xây dựng xuyên suốt giai đoạn bong bóng bất động sản. Vào năm 2013 và 2014, lãi suất thu nhập và lãi suất phải trả của CTG giảm nhiều hơn các ngân hàng khác và đã ở mức thấp hơn BID. Tuy nhiên, trong suốt giai đoạn vừa qua, CTG đều đạt tỷ lệ NIM cao hơn BID và VCB.

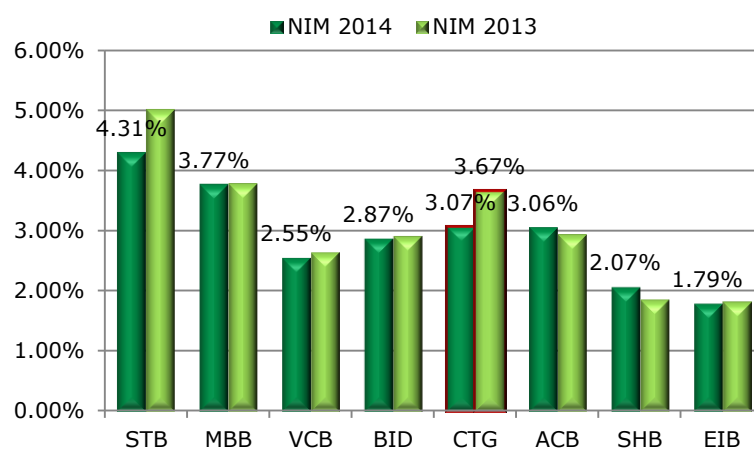
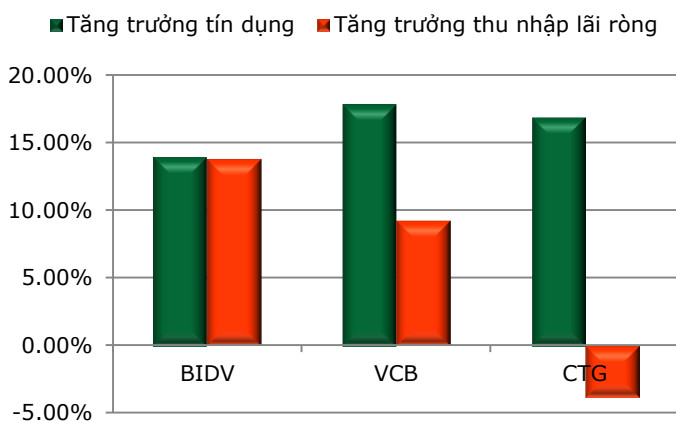
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

2014	CTG	VCB	BID
Lãi thu nhập	7,17%	5,81%	7,79%
Cho vay KH	7,31%	7,43%	8,36%
Chứng khoán nợ	9,75%	6,50%	7,58%
Liên NH	2,86%	0,74%	2,77%
Lãi phải trả	4,42%	3,50%	4,91%
Huy động KH	5,23%	4,06%	5,45%
Huy động khác	1,79%	1,18%	2,97%
Trái phiếu	5,66%	11,07%	8,65%

Trong năm 2014, mặc dù tín dụng đã tăng trưởng tốt và cao hơn trung bình ngành, tuy nhiên thu nhập lãi thuần lại không theo kịp. Trong khi BIDV có mức tăng trưởng thu nhập lãi thuần và tăng trưởng tín dụng tương đương nhau, VCB có mức tăng trưởng thu nhập lãi thuần bằng một nửa so với tăng trưởng tín dụng, thu nhập lãi thuần của CTG thực tế lại giảm 3,81% trong khi tín dụng tăng trưởng ở mức 16.90%. Tương tự, hệ số NIM của Vietinbank đã giảm mạnh hơn so với VCB và BID trong năm 2014, từ 3,67% còn 3,06%. Điều này có thể được lý giải một phần là do tăng trưởng tín dụng của Vietinbank đã chủ yếu diễn ra trong Quý 4/2014, mà lãi suất cho vay lại thấp dần trong năm 2014.

Tăng trưởng tín dụng và Thu nhập lãi ròng

So sánh tỷ lệ NIM

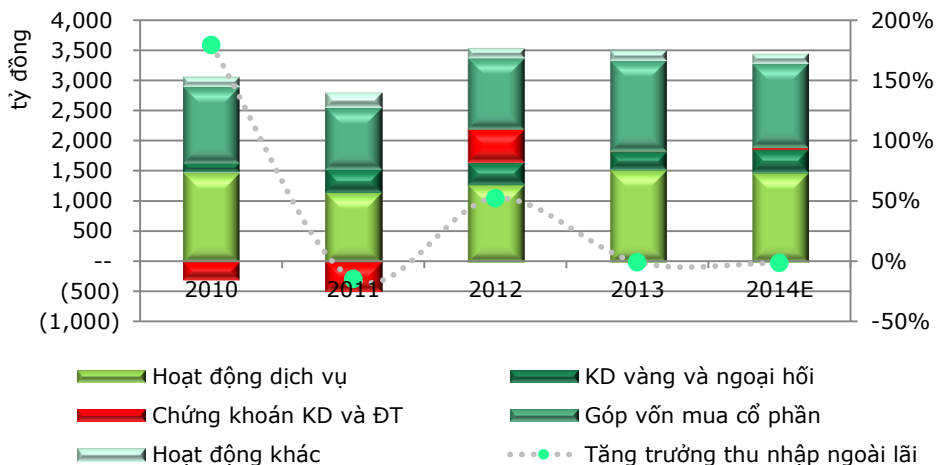


Nguồn: BCTC Vietinbank

Thu nhập ngoài lãi

Hai thành phần chính của thu nhập ngoài lãi là thu nhập từ phí và hoa hồng và thu nhập từ hoạt động khác, mà thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã xử lý là chủ yếu.

Cơ cấu Thu nhập ngoài lãi

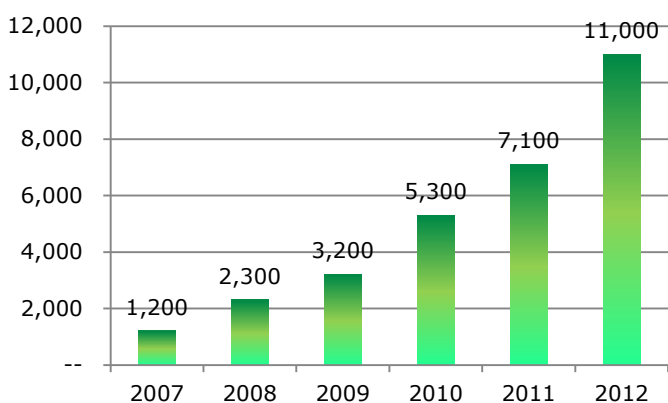


Nguồn: BCTC Vietinbank

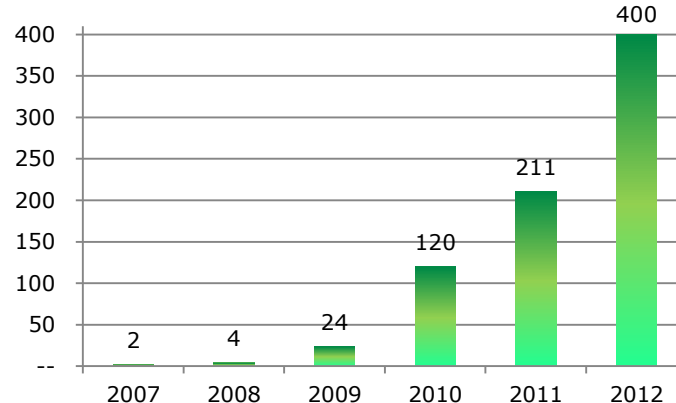
Thẻ ghi nợ và thẻ tín dụng chiếm thị phần 23% và 35% vào năm 2013.

- **Hoạt động dịch vụ:** Thu nhập thuần từ phí và hoa hồng là một trong những khoản đóng góp chính vào tổng thu nhập ngoài lãi, chiếm tỷ trọng 44% tổng thu nhập ngoài lãi, trong đó hoạt động thanh toán liên tiếp đóng góp tỷ trọng cao nhất cho tổng thu nhập dịch vụ. Về hoạt động thẻ, Vietinbank tiếp tục dẫn đầu thị trường với thị phần thẻ ghi nợ chiếm 23% và thị phần thẻ tín dụng chiếm 35% trong năm 2013. Hệ thống POS của Vietinbank cũng là một trong những hệ thống lớn nhất. Vietinbank đã nhận giải thưởng Nhãn hiệu nổi tiếng và là ngân hàng dẫn đầu về thanh toán thẻ Visa, Master Card tại Việt Nam.

Tổng số thẻ ghi nợ đã phát hành ('000)



Tổng số thẻ tín dụng đã phát hành ('000)



Nguồn: BCTC Vietinbank 2013

- **Kinh doanh chứng khoán:** Sau khi ghi nhận mức lỗ ròng trong năm 2010 và 2011 lần lượt là 299 tỷ đồng và 490 tỷ đồng, ngân hàng đã ghi nhận lãi từ hoạt động kinh doanh chứng khoán trong những năm gần đây, mặc dù con số này là không đáng kể.
- **Kinh doanh ngoại hối:** thu nhập từ mảng kinh doanh này chỉ chiếm 1,8% thu nhập hoạt động năm 2014 và không ổn định trong giai đoạn 2009-2014. Tính đến cuối năm 2013, doanh số giao dịch ngoại hối từ thị trường sơ cấp đã đạt 20 tỷ USD và chiếm thị phần 11%. Doanh thu trên thị trường liên ngân hàng chiếm khoảng 10% đến 12% tổng khối lượng giao dịch trên

Tthu hồi nợ xấu đều đặn, trung bình chiếm 39% thu nhập ngoài lãi

thị trường (Nguồn: Báo cáo thường niên 2013 của Vietinbank). Mặc dù vị thế của Vietinbank trong mảng kinh doanh ngoại hối đang dần được nâng lên, nhưng dường như kinh doanh ngoại hối vẫn chưa phải là thế mạnh của ngân hàng này.

- **Thu nhập hoạt động khác:** Kể từ năm 2010, Vietinbank đã liên tục ghi nhận lợi nhuận từ việc thu hồi nợ xấu trên mức 1.100 tỷ đồng mỗi năm, trung bình chiếm khoảng 39% thu nhập ngoài lãi. Những khoản còn lại trong thu nhập từ hoạt động khác có phần không ổn định và đóng góp không đáng kể.

Chỉ số tài chính

Tỷ lệ an toàn vốn

Tại thời điểm cuối năm 2013 CTG công bố tỷ lệ an toàn vốn CAR là 13,20%, cao hơn một chút so với VCB là 13,13% và cao hơn đáng kể so với BID là 10,23% vì CTG đã huy động được thêm vốn từ các cổ đông chiến lược nước ngoài. CTG đã tăng vốn điều lệ thêm 42%, tương đương 11.017 tỷ đồng trong năm 2013, tăng tỷ lệ CAR từ 10,33% năm 2012 lên 13,20% trong năm 2013. Ông Nguyễn Văn Thắng, chủ tịch HĐQT của Vietinbank gần đây đã công bố việc sáp nhập với PG Bank sẽ là con đường tắt để ngân hàng tiếp tục tăng vốn, tổng tài sản và mạng lưới. Nhờ đó, Vietinbank sẽ trở thành ngân hàng dẫn đầu Việt Nam đủ sức cạnh tranh với các ngân hàng trong khu vực. Với bước đi này, vốn điều lệ của Vietinbank sẽ tăng thêm 3.000 tỷ đồng, tăng 8,1% và tổng tài sản sẽ tăng thêm 22.234 tỷ đồng dựa trên giá trị sổ sách hiện tại của PG Bank, tăng 3,6% trong năm 2015 nếu thương vụ này được hoàn thành trong năm nay.

Chất lượng tài sản

Vietinbank luôn nằm trong số những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy VCB và BID đã áp dụng cả hai phương pháp định lượng và định tính để phân loại nợ trong khi CTG chỉ áp dụng phương pháp định lượng. Giữa hai phương pháp trên, phương pháp định tính được xem là chặt chẽ hơn cũng như sát hơn với những quy định mới của Thông tư 02. Trong năm 2014, trong số ba ngân hàng, CTG là ngân hàng duy nhất có nợ xấu tăng ở cả giá trị tuyệt đối và tương đối, trong khi BID và VCB đều giảm nhẹ. Số dư nợ xấu của CTG tăng 30%, từ 3.769 tỷ đồng lên 4.903 tỷ đồng. Tuy nhiên, nhờ vào tăng trưởng tín dụng cao, tỷ lệ nợ xấu CTG chỉ tăng nhẹ từ 1,0% năm 2013 lên 1,1% năm 2014. BIDV và VCB đã rất tích cực trong việc giải quyết nợ xấu sử dụng dự phòng rủi ro trong năm 2014. VCB dẫn đầu với chi phí dự phòng tăng 30% so với cùng kỳ, tiếp đến là BIDV ở mức 9,27%. Ngược lại, chi phí dự phòng của Vietinbank, lại giảm 5,81%. Động thái này cho thấy, Vietinbank đã không thực sự tích cực trong việc giải quyết vấn đề nợ xấu trong năm bản lề 2014, do đó, chúng tôi sẽ không bất ngờ nếu mức nợ xấu của CTG tăng nhiều hơn so với các ngân hàng đối thủ trong năm 2015.

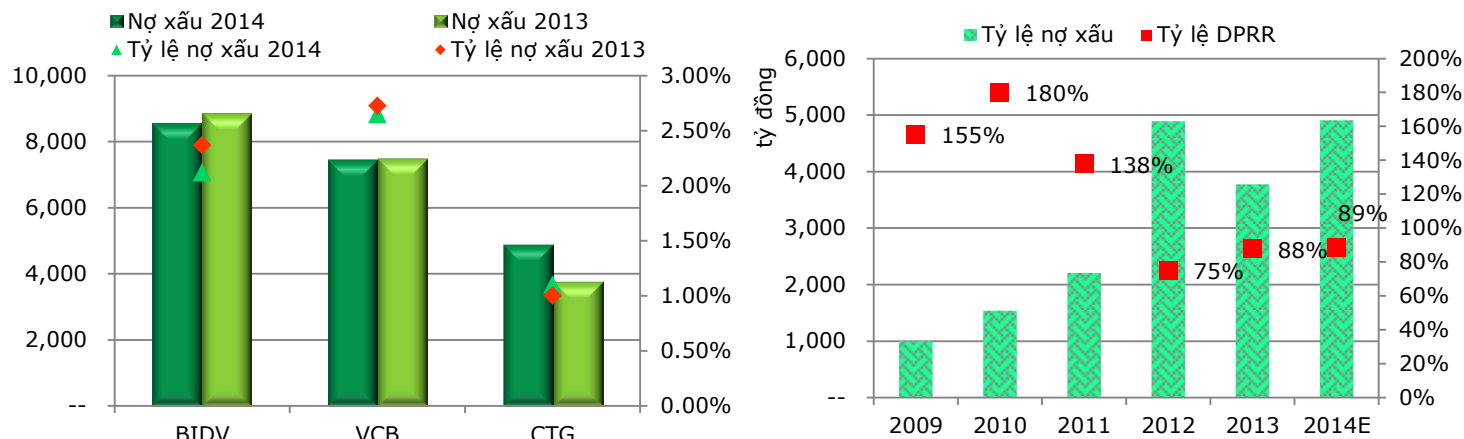
Trước đó, ông Phạm Huy Hùng, nguyên chủ tịch và là một trong những thành viên có ảnh hưởng nhất tới Vietinbank, đã tuyên bố rằng Vietinbank chưa và không có dự định bán nợ xấu cho VAMC, mà sẽ tự mình giải quyết. Tuy nhiên, điều này đã thay đổi khi Vietinbank có vị chủ tịch mới, kèm theo đó là những điều kiện không thuận lợi của ngân hàng trong nửa đầu năm 2014. Tính tới cuối

Là NH luôn có tỷ lệ nợ xấu công bố thấp nhưng phương pháp phân loại nợ kém chặt chẽ hơn so với VCB và BID

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

năm 2014, Vietinbank đã bán 1.500 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC và sử dụng 887 tỷ đồng từ nguồn dự phòng để xử lý nợ xấu.

Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ DPRR



Nguồn: BCTC Vietinbank

Chúng tôi nhận thấy các khoản lãi và phí phải thu đã tăng đáng kể từ năm 2009 với tốc độ nhanh hơn tăng trưởng tín dụng. Điều này cho thấy chất lượng tín dụng có thể đã đi xuống mặc dù các khoản cho vay này vẫn được xếp ở nhóm 1 và nhóm 2.

Hiệu quả hoạt động

Trong giai đoạn từ năm 2009 tới 2013, Vietinbank không kiểm soát chi phí tốt bằng các ngân hàng đối thủ. Điều này thể hiện qua tỷ lệ chi phí trên thu nhập hoạt động (CIR) trung bình là 47,2%, cao hơn so với BID là 42,9%, VCB là 39,2% và MBB là 33,4%. Trong 9T2014, Vietinbank đã soán vị trí đầu bảng của MBB trở thành ngân hàng trả lương cao nhất. Thêm vào đó, tương tự như Vietcombank, các khoản thưởng của Vietinbank cho nhân viên được trích từ thu nhập thuần của ngân hàng. Mức thưởng này chiếm 16% tới 19% thu nhập thuần trong ba năm qua.

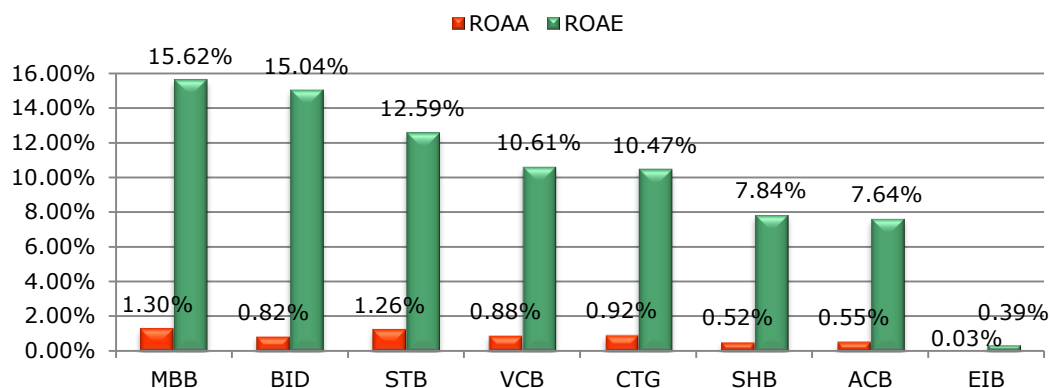
Khả năng sinh lời

Trong giai đoạn 2009-2013, tỷ lệ lãi cận biên (NIM), tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của Vietinbank đều cao hơn các NH tương đương. Trong năm 2014, CTG xếp thứ ba về hệ số ROA (0,92%) và thứ năm về hệ số ROE (10,47%). Trong số ba ngân hàng TMCPNN, CTG có hệ số ROE thấp nhất vì ngân hàng đã tăng vốn điều lệ thêm tới 42% trong năm 2013. BID mặc dù dẫn đầu về tỷ lệ ROE, tuy nhiên, hệ số CAR hiện nay của BID đã rất gần với yêu cầu tối thiểu là 9% và ngân hàng này đã đặt ra kế hoạch tăng vốn lớn trong năm 2015 để tăng thêm 35% vốn điều lệ. Vì vậy, chúng tôi ước tính hệ số ROE của BID sẽ được điều chỉnh giảm về mức tương đương với VCB và CTG.

Tụt hậu trong việc kiểm soát chi phí và chi phí vẫn tiếp tục theo đà tăng

Các hệ số sinh lời (ROA, ROE) luôn đạt mức cao hơn trung bình ngành

Khả năng sinh lời của các NH niêm yết năm 2014



C
B

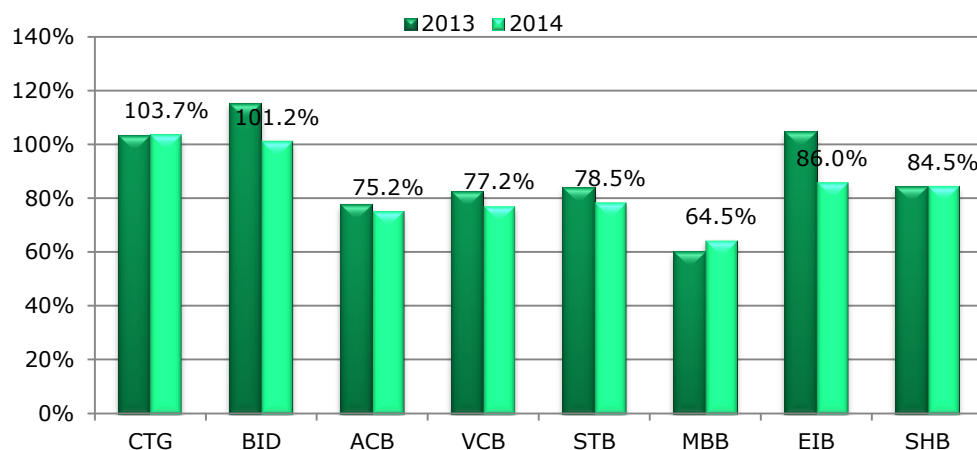
Nguồn: BCTC NH

Thanh khoản

Hệ số LDR của Vietinbank luôn cao hơn 100%

Các ngân hàng thương mại nhà nước thường có tỷ lệ cho vay trên vốn huy động (LDR) cao hơn so với các ngân hàng thương mại cổ phần khác. Trong số đó, CTG xếp thứ hai, với tỷ lệ LDR trung bình là 111,25%. Trong khi đó tỷ lệ LDR trung bình của BID là 114,34% và của VCB là 85,89%. Năm 2014, trong khi tỷ lệ LDR của BID giảm xuống đáng kể khi tăng trưởng huy động cao hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ LDR của CTG tiếp tục tăng lên 103.7%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ giảm dần từ năm 2015 vì theo Thông tư 36 quy định, tỷ lệ LDR tại các NHTMNN chỉ được giới hạn ở mức 90%.

Hệ số LDR của các NH niêm yết



Nguồn: BCTC NH

Rủi ro và các vấn đề khác

Vụ án Huyền Như

Ngày 7/1/2015, Tòa Phúc thẩm TP. Hồ Chí Minh đã ra phán quyết cuối cùng đối với Huỳnh Thị Huyền Như và các bên liên quan khác, bao gồm cả Vietinbank và ACB.

Một năm trước đó, Tòa án đã xét xử Huyền Như, một cựu nhân viên tại Vietinbank (lúc đó giữ chức vụ Phó Giám đốc quản lý rủi ro tại Vietinbank, chi nhánh Thành phố Hồ Chí Minh), chịu trách nhiệm cho việc biến thủ 4.000 tỷ đồng từ 15 nạn nhân, và Vietinbank không phải chịu trách nhiệm gì trong trường hợp này. Trong khi bản án dành cho Huyền Như và các cá nhân khác có liên quan (nhân viên Vietinbank và những người cho vay nặng lãi) là không thể tranh cãi, việc tòa án miễn trách nhiệm cho Vietinbank đã đẩy lên nhiều cuộc tranh luận chưa ngã ngũ.

Ngày 24 tháng 12 năm 2014, trong quá trình tố tụng của tòa phúc thẩm, Viện kiểm sát nhân dân tối cao Việt Nam đã tuyên bố rằng Vietinbank có một phần trách nhiệm đối với những mất mát của các nạn nhân và do đó sẽ phải chịu trách nhiệm bồi thường tổng số tiền là 1.085 tỷ đồng. Số tiền này tương ứng với các khoản tiền gửi của năm công ty sau: CTCP Chứng khoán Phương Đông, CTCP Thương mại và Đầu tư Hưng Yên, CTCP Chứng khoán Saigonbank-Berjaya, CTCP Thương mại và Đầu tư An Lộc và CTCP Bảo hiểm thế giới. Mặc dù ACB cũng là một nạn nhân của Huyền Như nhưng do ngân hàng này đã cố ý vi phạm Luật các tổ chức tín dụng, ACB phải chịu trách nhiệm về hậu quả của việc làm sai trái của mình.

Cuối cùng, Tòa phúc thẩm đã ra phán quyết quan trọng cuối cùng đối với Huyền Như, Vietinbank và ACB:

- Huyền Như bị kết án tù chung thân và phải chịu trách nhiệm cho gần 2.900 tỷ đồng.
- Kháng cáo của ACB đối với Vietinbank đã bị từ chối. Huyền Như vẫn phải chịu trách nhiệm cho thiệt hại của ACB là 718 tỷ đồng tiền gửi quá hạn của ACB tại Vietinbank.
- Một cuộc điều tra riêng biệt sẽ được mở ra để xác định nghĩa vụ và trách nhiệm của Vietinbank đối với việc Huyền Như biến thủ 1.085 tỷ đồng từ năm công ty đã đề cập ở trên.

Mặc dù trách nhiệm của Vietinbank trong vụ án này chưa được quyết định, nhưng vụ án Huyền Như chắc chắn đã làm tổn hại danh tiếng của Vietinbank.

Sáp nhập với PG Bank

Vietinbank gần đây đã xác nhận thông tin về thương vụ sáp nhập với Ngân hàng TMCP Xăng dầu Petrolimex (PG Bank), một ngân hàng có quy mô nhỏ hơn và yếu kém hơn. Kế hoạch sáp nhập cụ thể sẽ sớm được công bố.

Vào tháng tư năm ngoái, trong cuộc họp Đại hội thường niên, PG Bank đã công bố trên website chính thức rằng NH này tìm kiếm cơ hội sáp nhập với Vietinbank và có thể sẽ trở thành một trong những công ty con của Vietinbank trong khi vẫn duy trì thương hiệu và cơ cấu tổ chức riêng. Tuy nhiên, mô hình "ngân hàng trong ngân hàng" mà PG Bank đưa ra là chưa từng có tại Việt Nam

Vụ án đã mang tới nhiều thiệt hại đối với danh tiếng của Vietinbank cũng như khả năng NH sẽ phải trả 1.085 tỷ đồng

Thương vụ sáp nhập với PG Bank có ảnh hưởng không đáng kể đến Vietinbank

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

và chỉ vài ngày sau đó PG Bank đã xóa bỏ tất cả các thông tin liên quan tới đề xuất sáp nhập này.

Mãi cho tới cuối năm 2014 và đầu năm 2015, những tin đồn về việc sáp nhập giữa Vietinbank với một ngân hàng nhỏ hơn lại dấy lên. Lần này, có tới hai ứng cử viên tiềm năng là PG Bank và Ocean Bank. Tuy nhiên, Vietinbank mới chỉ khẳng định thương vụ sáp nhập với PG Bank. Việc tái cấu trúc PG Bank tuân theo hướng dẫn của Chính phủ để giảm bớt tỷ lệ đầu tư ngoài ngành của Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam (Petrolimex), tổ chức đang nắm giữ 40% cổ phần của PG Bank.

PG Bank có quy mô nhỏ hơn rất nhiều so với Vietinbank. Tính tới cuối tháng chín năm 2014, tổng tài sản, các khoản cho vay khách hàng và tiền gửi khách hàng chỉ tương đương với 3,6%, trong khi lợi nhuận ròng cũng chỉ tương đương 1% so với Vietinbank. Về chất lượng tài sản, PG Bank đã có tỷ lệ nợ xấu rất cao, tại thời điểm cuối năm 2012 là 8,44%, và thậm chí lên tới 9,05% kết thúc 9T2014. Đến cuối năm 2013, nhờ tác động của Nghị định 780 cho phép các ngân hàng được giữ nguyên nhóm đối với các khoản cho vay đã tái cơ cấu (khoảng 30% dư nợ cho vay của PG Bank được tái cơ cấu và được giữ nguyên nhóm) và việc thành lập VAMC (PG Bank đã bán 143 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC), PG Bank đã đưa được tỷ lệ nợ xấu NPL của mình xuống còn 2,98%. Với quy mô của PG Bank và chất lượng tài sản hiện tại, chúng tôi cho rằng tác động của thương vụ sáp nhập này đối với Vietinbank là không đáng kể.

Thông tin tài chính cơ bản (tỷ đồng)	CTG 9T2014	PGB 9T2014	% của CTG
Tổng tài sản	620.999	22.234	3,58%
Cho vay KH	398.879	13.990	3,51%
Tiền gửi KH	397.867	14.461	3,63%
Vốn CSH	54.602	3.285	6,02%
Thu nhập hoạt động	15.005	189	1,26%
LNST	4,276	43.6	1,02%
Tỷ lệ nợ xấu	1,75%	3,07%	
ROE	7,83%	1,33%	
Số chi nhánh và PGD	1.151	81	

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ BÁO

Dựa trên phân tích của chúng tôi về hoạt động kinh doanh của CTG, và triển vọng chung của ngành ngân hàng, chúng tôi đưa ra những dự phóng sau đây:

Bảng cân đối kế toán được kỳ vọng sẽ tăng trưởng gộp 15% trong 5 năm tới.

- *Tiền gửi và cho vay khách hàng:* Tốc độ tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ là 15% vào năm 2015, và đây cũng là mục tiêu mà Vietinbank đã đưa ra. Nếu tính đến những ảnh hưởng của việc sáp nhập với PG Bank, chúng tôi ước tính dư nợ cho vay sẽ tăng thêm 3%. Từ năm 2016 tới năm 2019, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng sẽ ở mức từ 16% tới 18% nhờ vào sự phục hồi của nền kinh tế. Chúng tôi dự đoán tiền gửi khách hàng sẽ tăng trưởng nhanh hơn cho vay khách hàng, với mức tăng trưởng trung bình là 19%, để tỷ lệ LDR có thể giảm dần về mức giới hạn 90% theo Thông tư 36.
- *Hoạt động liên ngân hàng:* Các hoạt động liên ngân hàng đã giảm dần trong năm 2014 và được kỳ vọng sẽ giảm hơn nữa trong tương lai; chúng tôi cho rằng hoạt động cho vay và vay liên ngân hàng sẽ giảm dần ở mức trung bình (-5%) trong năm năm tới.
- *Đầu tư chứng khoán nợ:* Chúng tôi dự kiến các khoản đầu tư chứng khoán nợ của CTG từ năm 2015 đến năm 2019 sẽ tăng trưởng nhanh hơn tín dụng, ước tính đạt 18% đến 20% mỗi năm vì Vietinbank vẫn còn dư địa cho các khoản đầu tư TPCP trong khi tăng trưởng tín dụng vẫn bị hạn chế bởi tỷ lệ LDR cao hiện tại.
- *Vốn điều lệ:* Nếu tính đến việc sáp nhập với PG Bank, chúng tôi ước tính vốn điều lệ của Vietinbank sẽ tăng xấp xỉ 8%. Để duy trì hệ số CAR ở mức hiện tại hoặc ít nhất cao hơn 9%, chúng tôi cho rằng CTG sẽ cần tăng vốn thêm 30% trong năm 2017.

Thu nhập lãi thuần tăng trưởng gộp 14% nhờ vào sự tăng trưởng ổn định của nhóm tài sản sinh lãi và sự cải thiện dần của hệ số NIM từ năm 2016

Chúng tôi dự phóng thu nhập lãi có thể tăng trưởng gộp 14% trong 5 năm tới, với tốc độ tăng trưởng gộp của tín dụng là 16.8%, tăng trưởng chứng khoán nợ là 18.4% và tỷ lệ NIM dần được cải thiện.

Già định	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lãi thu nhập	8,88%	7,17%	6,81%	7,07%	7,34%	7,61%	7,91%
Cho vay KH	9,72%	7,31%	7,1%	7,3%	7,5%	7,8%	8,1%
Chứng khoán nợ	11,13%	9,75%	8,0%	8,0%	8,5%	8,5%	8,5%
Liên NH	2,25%	3,35%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Lãi phải trả	5,51%	4,42%	4,32%	4,48%	4,71%	4,96%	5,11%
Huy động KH	6,21%	5,23%	5,0%	5,1%	5,3%	5,5%	5,6%
Huy động khác	3,03%	1,79%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Trái phiếu	9,01%	5,66%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Chênh lệch	3,38%	2,76%	2,49%	2,59%	2,63%	2,65%	2,80%
NIM	3,67%	3,07%	2,75%	2,78%	2,81%	2,83%	2,95%

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

Thu nhập ngoài lãi được kỳ vọng sẽ tăng trung bình 11,3% mỗi năm

- Thu nhập phí và hoa hồng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng gộp 15% trong 5 năm tới nhờ sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược BTMU, hệ thống mạng lưới phủ rộng và quyết tâm của ngân hàng trong việc phát triển phân khúc bán lẻ chưa được khai thác hiệu quả.
- Lãi thuần từ kinh doanh vàng và ngoại hối được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ khoảng 5% mỗi năm vì Vietinbank chưa cho thấy được thể mạnh của mình trong phân khúc này.
- Lãi thuần từ kinh doanh mua bán và đầu tư chứng khoán đã biến động nhiều, với kết quả lãi trong ba năm và lỗ trong hai năm. Vì vậy, chúng tôi dự đoán lãi thuần từ đầu tư chứng khoán sẽ tăng trung bình 15% mỗi năm trong giai đoạn 2015-2019.
- Lãi thuần từ các hoạt động khác được dự phóng sẽ tăng trưởng 5% mỗi năm.

Chi phí hoạt động tăng trung bình 15% một năm, dựa trên những giả định sau đây

Giả định	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tỷ lệ chi phí hoạt động	45,49%	46,72%	48,08%	48,51%	48,33%	48,91%	49,03%
Chi phí lương / Lợi nhuận hoạt động	22,98%	24,06%	23,00%	22,00%	21,00%	21,00%	21,00%
Chi khấu hao/TSCĐ	14,37%	12,45%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Chi hoạt động quản lý /Lợi nhuận hoạt động	12,82%	11,43%	11,50%	11,75%	12,00%	12,00%	12,00%
Chi BH tiền gửi KH/Tiền gửi KH	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Chi phí HĐ khác/Lợi nhuận hoạt động	0,16%	0,04%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%

Chi phí dự phòng sẽ giảm từ năm 2016

Chúng tôi giả định tỷ lệ nợ xấu sẽ tăng trong năm 2015 vì ngân hàng sẽ phải áp dụng phương pháp phân loại nợ chặt chẽ hơn. Vietinbank sẽ tiếp tục sử dụng dự phòng và bán các khoản nợ xấu cho VAMC để duy trì tỷ lệ NPL dưới ngưỡng 3%, tuy nhiên tỷ lệ nợ xấu ước tính sẽ cao hơn mức hiện tại. Tỷ lệ Chi phí DPRR/Lợi nhuận trước DPRR xấp xỉ 35% trong năm 2013 và 2014. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ tăng nhẹ trong năm 2015, sau đó giảm xuống còn 25% vào năm 2016 và giảm dần đến 15% vào năm 2019.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi kết hợp phương pháp thu nhập thặng dư, phương pháp P/E và P/B để định giá cổ phiếu CTG. Tỷ trọng cao hơn đối với phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp P/B là phù hợp để định giá cổ phiếu ngân hàng.

Thu nhập thặng dư

Phương pháp thu nhập thặng dư đưa ra mức giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu CTG là 18.001 đồng dựa trên những thông số sau đây:

- *Lãi suất phi rủi ro* là lợi suất TPCP bằng đồng nội tệ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 5,32%.

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

- Phần bù rủi ro thị trường là 8,76%
- Chỉ số Beta điều chỉnh của CTG là 0,79.
- Chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính là 12,29% sử dụng mô hình CAPM.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của CTG được ước tính là 5%.

PP THU NHẬP THẶNG DƯ	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	4.683.932	4.891.572	6.644.198	8.186.966	9.760.393	11.887.668
Vốn chủ sở hữu	54.074.666	55.012.807	58.746.087	61.553.819	77.989.955	82.997.337
Chi phí vốn chủ	6.647.377	6.762.702	7.221.633	7.566.786	9.587.274	10.202.829
Thu nhập thặng dư	(1.963.445)	(1.871.130)	(577.435)	620.180	173.119	1.684.839
Giá trị sau cùng						24.257.378
Hệ số chiết khấu hiện tại	1,000	0,891	0,793	0,706	0,629	0,560
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(1.963.445)	(1.666.293)	(457.929)	437.986	108.877	14.529.291
Tổng giá trị thặng dư	12.951.932					
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	54.074.666					
Giá trị VCSH	67.026.598					
Số lượng cổ phiếu	3.723.405					
Giá trị cổ phiếu (đồng)	18.001					

Phương pháp chỉ số giá giao dịch

Ngân hàng	Giá (đồng) 09/03/2015	P/E	P/B	EPS (VND)	Giá trị sổ sách/CP (VND)	ROE (%)	ROA (%)	2014 NIM (%)
BID	18.100	10,27	1,59	1.763	11.400	12,31	0,72	2,87
MBB	13.900	6,56	0,96	2.119	14.444	17,67	1,48	3,77
STB	20.000	10,28	1,40	1.945	14.249	14,89	1,57	4,31
ACB	16.900	16,33	1,27	1.035	13.338	9,17	0,69	3,06
VCB*	36.400	23,73	2,24	1.534	16.228	10,50	1,00	2,55
EIB*	13.200	293,33	1,10	45	11.954	7,02	0,61	1,79
Trung bình		10,86	1,40	1.336	14.043	11,93	1,01	3,06
CTG	18.700	11,97	1,28	1.562	14.665	11,19	1,05	3,07

Áp dụng chỉ số P/E ở mức 12 lần và chỉ số P/B ở mức 1,4 lần, chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý cho CTG lần lượt là 15.158 đồng và 21.239 đồng.

Định giá theo chỉ số P/E	
EPS 2015 của CTG (đồng)	1.263
P/E của CTG(x)	11,97
P/E mục tiêu (x)	12,00
Định giá	15.158

Định giá theo chỉ số P/B	
BVPS 2015 của CTG (đồng)	15.171
P/B của CTG (x)	1,28
P/B mục tiêu (x)	1,40
Định giá	21.239

Tổng hợp định giá

Dựa trên ba phương pháp định giá trên, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho mỗi cổ phiếu CTG là 18.700 đồng. Kết hợp với lợi suất cổ tức kỳ vọng là 5,3%, tổng lợi nhuận dự kiến của cổ phiếu CTG trong một năm là 5,3%. Vì vậy, tại thời

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

điểm phát hành báo cáo này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu CTG.

Tổng hợp định giá		
<u>Phương pháp</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tỷ trọng</u>
Thu nhập thặng dư	18.001	40%
P/E	15.158	20%
P/B	21.239	40%
Giá mục tiêu	18.728	

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy một xu hướng tăng điểm của CTG khi cổ phiếu này vượt qua đường MA50 ngày tại mức giá 14.200 đồng vào ngày 7 tháng 1 năm 2015. Sau khi tạo đỉnh tại mức giá 19.600 đồng vào ngày 27 tháng 2 năm 2015, CTG đã giao dịch đi ngang trong kênh giá từ 18.500 - 19.500 đồng. Thời gian gần đây giá cổ phiếu này đã đóng cửa dưới đường MA10 và phát đi tín hiệu suy yếu dần của xu hướng đi lên.

Chúng tôi lưu ý rằng vùng kháng cự 19.000-20.000 đồng là một vùng kháng cự mạnh của CTG. Thực tế là cổ phiếu CTG rất khó khăn để có thể vượt qua vùng kháng cự này mặc dù khối lượng giao dịch đã tăng mạnh, và đây là một tín hiệu tiêu cực.

Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng cổ phiếu CTG có thể sẽ giảm dần trong một vài tuần tới để kiểm nghiệm lại ngưỡng hỗ trợ của đường MA50 ngày tại mức giá 16,400 và khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu này.

Mã chứng khoán	CTG
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	19.600
Giá thấp nhất trong 3 tháng	13.600
Đường MA50	16.400
Đường MA100	15.400
Kháng cự trung hạn	19.600
Hỗ trợ trung hạn	16.400
Khuyến nghị	BÁN



PHỤ LỤC - DỰ PHÒNG VPBS

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền mặt và các khoản tương đương	2.833	4.631	5.508	8.893	11.421	10.378	9.613
Tiền gửi tại NHNN	10.160	9.876	17.550	20.212	23.632	27.204	31.607
Tiền gửi tại các TCTD khác	73.182	75.434	62.285	59.690	66.913	61.278	57.356
Cho vay KH	376.289	439.869	519.045	596.902	704.345	817.040	955.937
Chứng khoán nợ kinh doanh và đầu tư	83.085	97.599	117.119	138.200	163.076	192.430	227.068
Tài sản sinh lãi	532.556	612.902	698.450	794.793	934.334	1.070.748	1.240.360
Chứng khoán vốn	3.904	3.977	4.191	4.420	4.663	4.923	5.201
TSCĐ	7.080	8.872	11.534	13.841	16.609	19.930	23.917
Tài sản cố khác	23.470	25.961	29.855	34.333	39.483	45.405	52.216
TỔNG TÀI SẢN	576.368	661.132	760.991	870.242	1.023.482	1.171.372	1.355.007
Các khoản nợ NHNN	147	4.731	2.545	3.054	3.665	4.398	5.146
Tiền gửi và cho vay các TCTD	80.465	103.770	111.984	109.948	117.278	105.550	123.493
Tiền gửi KH	364.497	424.181	509.017	610.821	732.985	879.582	1.029.111
Nguồn vốn chịu lãi khác	48.989	37.316	39.446	41.710	44.116	46.674	49.395
Nguồn vốn không chịu lãi khác	27.982	35.895	39.027	42.930	47.223	51.945	57.140
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	522.081	605.893	702.020	808.463	945.266	1.088.149	1.264.285
Tổng vốn chủ sở hữu	54.075	55.013	58.746	61.554	77.990	82.997	90.497
Lợi ích cổ đông thiểu số	213	225	225	225	225	225	225
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	576.368	661.132	760.991	870.242	1.023.482	1.171.372	1.355.007
<i>Tăng trưởng</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,4%</i>	<i>17,6%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,7%</i>

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Thu nhập lãi	44.281	41.076	44.873	52.960	63.695	76.571	91.629
Chi phí lãi	(26.004)	(23.495)	(26.644)	(32.015)	(39.212)	(48.000)	(57.264)
Thu nhập lãi ròng	18.277	17.580	18.229	20.946	24.483	28.571	34.365
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.520	1.468	1.766	2.000	2.240	2.553	2.962
Lãi ròng từ kinh doanh vàng và ngoại tệ	291	387	406	426	447	470	493
Thu nhập từ đầu tư chứng khoán	27	39	45	51	59	68	78
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	173	166	175	183	193	202	212
Thu nhập khác	1.495	1.391	1.461	1.607	1.768	1.945	2.139
Thu nhập ngoài lãi ròng	3.506	3.451	3.852	4.268	4.706	5.238	5.884
Tổng thu nhập hoạt động	21.784	21.031	22.081	25.213	29.190	33.809	40.249
Chi phí hoạt động	(9.910)	(9.827)	(10.617)	(12.232)	(14.108)	(16.536)	(19.736)
Lợi nhuận trước chi phí dự phòng	11.874	11.204	11.464	12.982	15.081	17.273	20.513
Dự phòng	(4.123)	(3.902)	(4.117)	(3.232)	(3.059)	(2.934)	(3.040)
Lợi nhuận trước thuế	7.751	7.302	7.348	9.750	12.022	14.339	17.473
Chi phí thuế	(1.943)	(1.575)	(1.578)	(1.913)	(2.366)	(2.827)	(3.452)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(16)	(15)	(15)	(20)	(24)	(29)	(36)
Lợi nhuận sau thuế	5.792	5.712	5.755	7.817	9.632	11.483	13.985
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-5,8%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>0,7%</i>	<i>35,8%</i>	<i>23,2%</i>	<i>19,2%</i>	<i>21,8%</i>
Lợi nhuận thuần của cổ đông NH	4.692	4.684	4.892	6.644	8.187	9.760	11.888

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

Chỉ tiêu chính	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tăng trưởng tổng tài sản	14,5%	14,7%	15,1%	14,4%	17,6%	14,4%	15,7%
Tăng trưởng tín dụng	12,9%	16,9%	18,0%	15,0%	18,0%	16,0%	17,0%
Tăng trưởng huy động	26,1%	16,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	17,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	-0,8%	-3,8%	3,7%	14,9%	16,9%	16,7%	20,3%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	-1,0%	-1,6%	11,6%	10,8%	10,3%	11,3%	12,3%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	5,0%	-0,8%	8,0%	15,2%	15,3%	17,2%	19,4%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	-5,8%	-1,4%	0,7%	35,8%	23,2%	19,2%	21,8%
CIR	45,5%	46,7%	48,1%	48,5%	48,3%	48,9%	49,0%
NIM	3,67%	3,07%	2,78%	2,81%	2,83%	2,85%	2,97%
LDR	103,2%	103,7%	102,0%	97,7%	96,1%	92,9%	92,9%
Tỷ lệ nợ xấu	1,00%	1,12%	1,54%	1,39%	1,30%	1,29%	1,28%
Chi phí DPRR/Lợi nhuận trước chi phí DPRR	-34,7%	-34,8%	-35,9%	-24,9%	-20,3%	-17,0%	-14,8%
ROAA	1,1%	0,9%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
ROAE	13,2%	10,5%	10,1%	13,0%	13,8%	14,3%	16,1%

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (HSX - CTG)

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Phạm Liên Hà, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
hapl@vpbs.com.vn

Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích
ngoccla@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức & Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Hướng dẫn Khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"), Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên,

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng để cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo,

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS, Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào,

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này, Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước, VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi,

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này, Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu, Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư, VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này,

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào, Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình,

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này,

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm,

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus, Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó, Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào, Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro,

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418