

Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam (Vietinbank)

HOSE: CTG

KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	TIỀM NĂNG TĂNG GIÁ
MUA	42.900 VND/CP	+23,9%

Triển vọng lợi nhuận khác biệt trong 2024F – 2025F

Chúng tôi cho rằng CTG có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) khác biệt các ngân hàng khác trong giai đoạn 2024F-2025F nhờ (i) Tốc độ hồi phục nổi bật, biên lãi thuần (NIM) dự báo đạt mức cao nhất 5 năm qua, và (ii) Tiềm năng tăng trưởng từ việc giảm trích lập dự phòng do chúng tôi kỳ vọng rằng giai đoạn trích lập dự phòng cao sẽ kết thúc vào năm 2024.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD của CTG sẽ có sự tăng trưởng tích cực với LNTT trong năm 2024F và 2025F lần lượt đạt mức 29.563 tỷ đồng (+18% svck) và 38.716 tỷ đồng (+31% svck).

ROE, theo đó, được kỳ vọng tiệm cận 20% từ năm 2025F. CTG là ngân hàng lớn thứ 3 cả nước với các lợi thế về thương hiệu, nguồn vốn huy động cũng như tệp khách hàng lớn & ổn định. Đây là những lợi thế giúp CTG có thể duy trì NIM ổn định và dần mở rộng các hoạt động ngoài lãi. Giải pháp đối với việc tăng vốn là mảnh ghép quan trọng để hoàn thiện bức tranh tăng trưởng dài hạn cho ngân hàng.

Cập nhật KQKD

Lũy kế 1H/2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) của CTG đạt 38,7 nghìn tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ năm trước, và LNTT đạt 13,0 nghìn tỷ đồng (+3% YoY), hoàn thành 43,8% dự phóng của chúng tôi. Theo đó, LNTT quý 2/2024 đạt 6,7 nghìn tỷ đồng (+9% QoQ; +3% YoY).

Luận điểm đầu tư

Tốc độ hồi phục NIM nổi trội so với trung bình ngành: Trong khi ngành ngân hàng vẫn đang chịu áp lực thu hẹp NIM, chúng tôi nhận thấy NIM của Vietinbank đã hồi phục và đang tiến đến vùng đỉnh 5 năm qua. Cụ thể, NIM duy trì trên 3% trong 2 quý gần nhất và chúng tôi kỳ vọng biên lãi thuần cả năm sẽ cao nhất trong 5 năm (vượt qua NIM 2021A cao nhất trong 5 năm qua ở mức 3,01%), nhờ môi trường lãi suất thấp, tỷ lệ CASA giữ vững ở mức cao lịch sử và cấu trúc dư nợ tín dụng mở rộng phân khúc bán lẻ & SME.

Tiềm năng tăng trưởng từ việc giảm trích lập dự phòng: Vietinbank duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng cao sau giai đoạn dịch Covid 19, quanh 1,6% - 1,9%, cao hơn so với trung bình 2 ngân hàng quốc doanh còn lại và nhóm ngân hàng tư nhân lớn (MBB, TCB, ACB, VPB, STB, SHB, HDB). Trong 1H/2024, ngân hàng vẫn tiếp tục tăng cường trích lập, với chi phí tín dụng lên đến mức 2,0 - 2,1%. Chúng tôi cho rằng ngân hàng có thể muốn đẩy nhanh việc trích lập dự phòng trong những quý đầu năm để tạo đà cho tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn trong nửa cuối năm 2024 cùng với đà phục hồi của nền kinh tế. Theo đó, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ đạt 1,74% cho cả năm 2024F (so với mức 1,70% vào năm 2023A) với kỳ vọng sức khỏe nền kinh tế hồi phục tốt hơn kể từ nửa cuối năm 2024, tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản cải thiện.

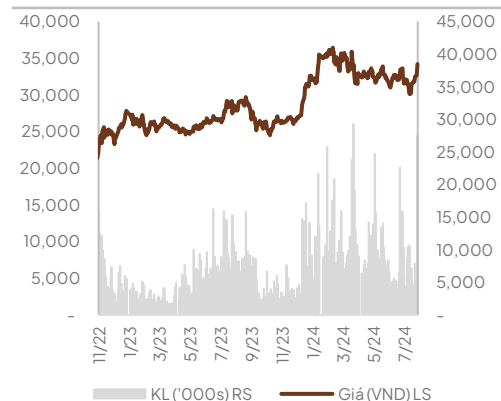
Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng kết hợp phương pháp định giá so sánh PB và thu nhập thẳng dư RI, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của CTG là **42.900** đồng/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá **23,9%**. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với CTG.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Ngân Hàng
Mã giao dịch	HOSE: CTG
Giá cp 22/08/2024	34.600
KLGD TB 52 tuần	7.223.659
Khối lượng lưu hành	5.369.991.748
Biên độ 52 tuần	24.521 đ - 36.450 đ
Vốn hóa doanh nghiệp	183.764 tỷ VND
Beta	1,21
Sở hữu NDTNN	26,27%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Dvt: tỷ VND	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	52.957	63.876	72.791
Thu nhập ngoài lãi	11.362	11.822	13.004
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	64.319	75.698	85.795
Chi phí hoạt động	(20.271)	(24.025)	(28.419)
Chi phí Dự phòng rủi ro tín dụng	(25.287)	(27.212)	(25.332)
LNTT	24.990	29.563	38.716
NIM (%)	2,90%	3,06%	3,10%
NPL (%)	1,13%	1,13%	1,13%

Tổng quan công ty

Vietinbank là ngân hàng quốc doanh có quy mô tổng tài sản hàng đầu. Dư nợ cho vay của ngân hàng khá hài hòa ở cả 3 phân khúc bán lẻ, SME, và KHDN lớn. Bên cạnh đó, CTG cũng gia tăng được tệp khách hàng FDI mạnh mẽ trong năm 2023 và đầu năm 2024 trong bối cảnh dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam tích cực.

Những năm gần đây Vietinbank chú trọng đẩy mạnh tệp khách hàng bán lẻ và SME. Đây cũng là chiến lược của ngân hàng nhằm mở rộng biên lãi thuần (NIM).

Phòng Phân tích

Nguyễn Lê Thành Long

Chuyên viên Phân tích

Email: long.nguyen@lpbs.com.vn

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Công thương Việt Nam (Vietinbank), tiền thân là Ngân hàng Công thương Việt Nam, được thành lập dưới tên gọi Ngân hàng chuyên doanh Công thương Việt Nam ngày 26 tháng 03 năm 1988.

Ngày 25 tháng 12 năm 2008, Ngân hàng Công thương tổ chức bán đấu giá cổ phần ra công chúng thành công và thực hiện chuyển đổi thành doanh nghiệp cổ phần. Ngày 03/07/2009, Ngân hàng Nhà nước ký quyết định số 14/GP-NHNN thành lập và hoạt động Ngân hàng thương mại cổ phần Công thương Việt Nam.

Ngành nghề kinh doanh:

- Cung cấp các dịch vụ ngân hàng bán buôn và bán lẻ trong và ngoài nước
- Cho vay và đầu tư, tài trợ thương mại, bảo lãnh và tái bảo lãnh
- Kinh doanh ngoại hối, tiền gửi, thanh toán, chuyển tiền, phát hành và thanh toán thẻ tín dụng trong nước và quốc tế, séc du lịch
- Kinh doanh chứng khoán, bảo hiểm và cho thuê tài chính
- Những dịch vụ tài chính - ngân hàng khác

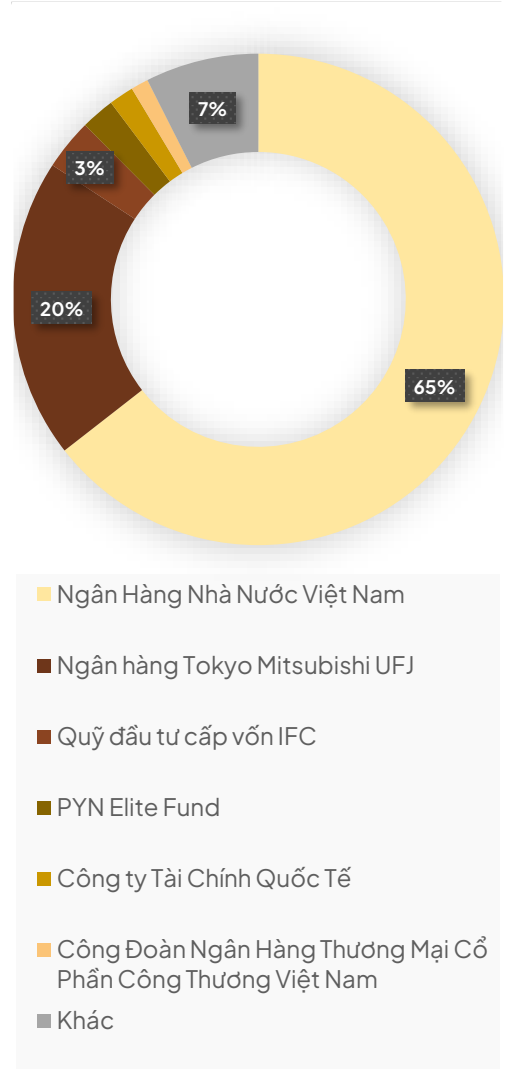
Sản phẩm chủ chốt :

- Khai thác bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ
- Tư vấn đầu tư và tài chính
- Cho thuê tài chính
- Môi giới, tự doanh, bảo lãnh, phát hành, quản lý danh mục đầu tư, tư vấn, lưu lý chứng khoán
- Tiếp nhận, quản lý và khai thác các tài sản xiết nợ qua Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản

CTG có 2 cổ đông lớn:

- Ngân Hàng Nhà Nước Việt Nam (64,46%)
- Ngân hàng Tokyo Mitsubishi UFJ (19,73%)

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



CÁC CÔNG TY CON & LIÊN KẾT

Tên Công Ty	Lĩnh Vực Kinh Doanh	Tỷ Lệ Sở Hữu
Công ty cho thuê tài chính TNHH MTV - Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Tài chính ngân hàng	100%
Công ty Cổ phần Chứng khoán - Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Thị trường chứng khoán	75,60%
Công ty TNHH MTV Quản lý nợ và Khai thác Tài sản - Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Quản lý tài sản	100%
Tổng Công ty Cổ phần Bảo hiểm - Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Bảo hiểm phi nhân thọ	73,40%
Công ty TNHH MTV Vàng bạc đá quý - Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Kinh doanh, sản xuất, gia công, chế tác vàng bạc đá quý	100%
Công ty TNHH MTV Quản lý Quỹ - Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Quản lý quỹ	100%
Công ty TNHH MTV Chuyển tiền Toàn cầu - Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Hoạt động trung gian tiền tệ	100%
Ngân hàng TNHH Công thương Việt Nam tại Lào	Tài chính ngân hàng	100%
Ngân hàng TNHH Indovina	Tài chính ngân hàng	50%

Nguồn: BCTC CTG, Fiiipro & LPBS Research



KẾT QUẢ KINH DOANH 6T.2024

Kết quả 6T2024 ghi nhận tăng trưởng tốt với thu nhập hoạt động đạt mức 38,7 nghìn tỷ đồng, tương đương mức tăng 11,3% svck. Mức tăng trưởng đến từ:

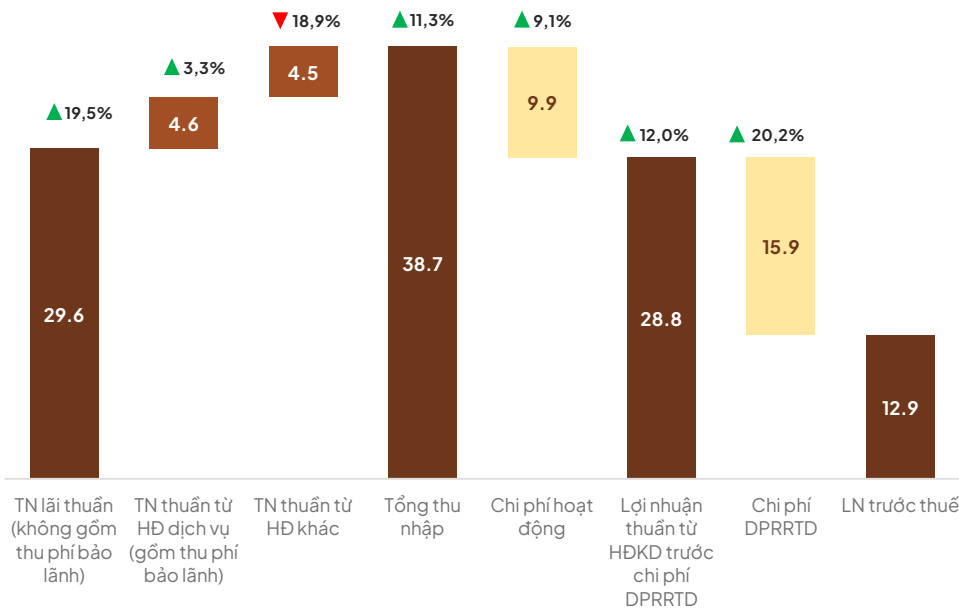
- Thu nhập lãi thuần (NII) đạt 29,6 nghìn tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng 19,5% svck, nhờ vào việc cải thiện quy mô cùng nâng cao hiệu quả sinh lời từ tái cấu trúc danh mục tín dụng và kiểm soát rủi ro.
- Thu nhập ngoài lãi (NOII) trong nửa đầu năm 2024 đạt 8,2 nghìn tỷ đồng (-13% YoY), suy giảm nhẹ do mức tăng từ giao dịch và đầu tư chứng khoán và thu nhập từ việc thu hồi các khoản nợ xấu đã xử lý thấp hơn cùng kỳ. Tuy nhiên, tính theo quý, NOII quý 2/2024 vẫn tăng 11% QoQ, được hỗ trợ bởi mức tăng 40% QoQ của thu nhập ròng khác (chủ yếu bao gồm thu nhập từ việc thu hồi các khoản nợ xấu đã xử lý).
- Thu nhập thuần từ hoạt động ngoại hối ghi nhận tăng trưởng 7,7% svck, đạt 2,53 nghìn tỷ đồng do Vietinbank tiếp tục tập trung vào phân khúc khách hàng FDI, SME và bán lẻ. Với sự mở rộng của nền tảng eFAST và iPay, VietinBank tiếp tục duy trì được vị trí top đầu về thị phần kinh doanh ngoại tệ trên thị trường.

Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) trong nửa đầu năm 2024 đi ngang YoY ở mức 25,5% nhưng nhờ tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng tốt, lợi nhuận trước chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (DPRRTD) tăng trưởng tốt, đạt 28,8 nghìn tỷ (+12% YoY). Ngân hàng chủ động trích lập dự phòng rủi ro trong 6T2024 nhằm gia tăng đệm dự phòng tài chính cho hoạt động ngân hàng, theo đó chi phí dự phòng trong nửa đầu năm 2024 đạt 15,87 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 20% YoY. Dù vậy, lợi nhuận trước thuế 6T2024 vẫn đạt 12,96 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ 3,43% svck.

Như vậy, CTG đã hoàn thành 43,84% dự báo lợi nhuận cả năm 2024 của chúng tôi.

Bức tranh lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2024

(Đvt: nghìn tỷ VND)



Nguồn: BCTC CTG, Fiinpro & LPBS Research



Tăng trưởng tín dụng đạt 6,7% trong 1H.2024 cùng với NIM tăng nhẹ là động lực của Thu nhập lãi thuần (NII)

1H/2024: TTTD đạt 6,7% chủ yếu nhờ nhóm Bán lẻ & KHDN lớn tăng 6,2% - 6,3% svck

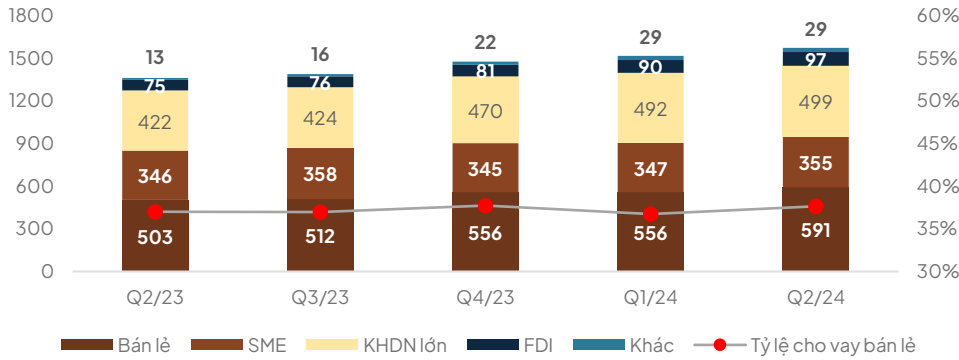
Tăng trưởng tín dụng (TTTD) của CTG đạt 6,7% trong 6 tháng đầu năm 2024 được thúc đẩy bởi nhóm Bán lẻ và KHDN lớn (tăng lần lượt 6,3% và 6,2% so với cuối năm 2023) trong khi nhóm doanh nghiệp FDI có sự tăng trưởng đột biến 20,1% so với cuối 2023.

Theo quan sát trong 3 năm gần nhất, TTTD của CTG thường đạt mức cao nhất trong quý đầu và quý cuối mỗi năm. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tín dụng sẽ tăng nhẹ trong Q3 trước khi tăng trưởng mạnh mẽ trong Q4 với sự dẫn dắt từ nhóm Bán lẻ và KHDN lớn.

Những quý cuối năm 2024, dư nợ nhóm Bán lẻ và SME được dự báo sẽ khả quan hơn nhờ (i) các hoạt động cho vay mua nhà được dự báo sẽ phục hồi theo sự phục hồi của thị trường BĐS sau giai đoạn khó khăn nhất; (ii) các DN SME sẽ gia tăng các khoản vay gia tăng hàng tồn kho và đầu tư dự án mới đón đầu sự phục hồi; (iii) hoạt động cho vay tài chính khởi sắc hơn khi có dấu hiệu phục hồi rõ rệt từ Q4/2023.

Cho vay theo phân khúc khách hàng

(Đvt: nghìn tỷ VND)

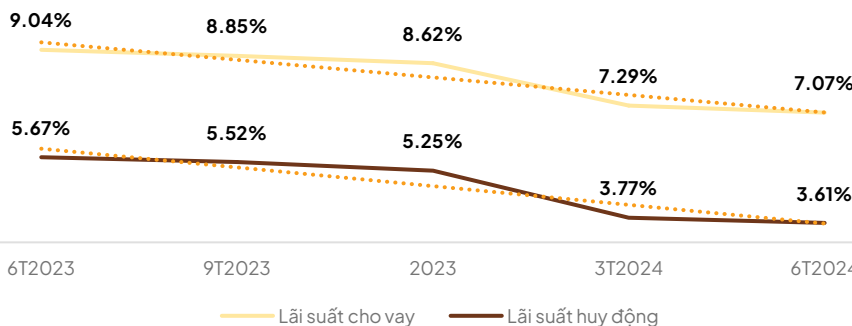


NIM 2024F của CTG được kỳ vọng duy trì ở mức 3,0%

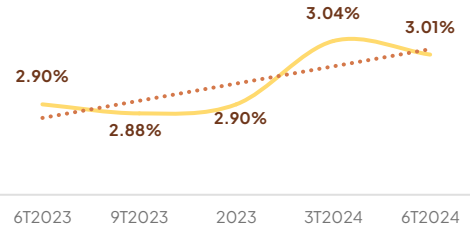
Dù tỷ suất sinh lợi tài sản (EAY) của CTG có sự suy giảm trong 1H/2024, môi trường lãi suất huy động thấp giúp COF cũng giảm tương ứng nhờ đó, NIM được duy trì quanh mức 3% trong cả năm 2023 và thậm chí có sự gia tăng nhẹ trở lại trong 6T2024 so với 6T2023. Ngoài ra, chúng tôi quan sát thấy lãi suất cho vay trung bình của CTG có sự suy giảm từ mức 9,04% trong 6T2023 xuống 7,07% trong 1H/2024. Điều này được lý giải bởi dư nợ tăng chủ yếu nhờ nhóm KHDN, vốn được hỗ trợ giảm lãi suất nhằm thúc đẩy phục hồi kinh tế; nhưng điều này được bù đắp một phần bởi nhu cầu tín dụng bán lẻ có sự tăng trưởng trở lại trong 2Q/2024.

Trong các tháng còn lại của năm 2024, chúng tôi cho rằng hoạt động giảm lãi suất cho vay sẽ tiếp tục diễn ra nhằm kích thích nhu cầu tín dụng của nền kinh tế. Ngoài ra, lãi suất huy động cũng được dự kiến sẽ tăng nhẹ trở lại khoảng 50 bps trong những tháng tiếp theo. Tuy nhiên, xu hướng chung vẫn là duy trì môi trường lãi suất thấp nhằm kích thích dòng vốn chảy vào nền kinh tế. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM của CTG sẽ được duy trì tương đương với 6T2024 cho cả năm, đạt khoảng 3,0%.

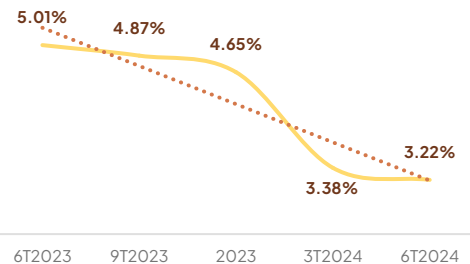
Lãi suất cho vay & huy động



NIM (%)



COF (%)



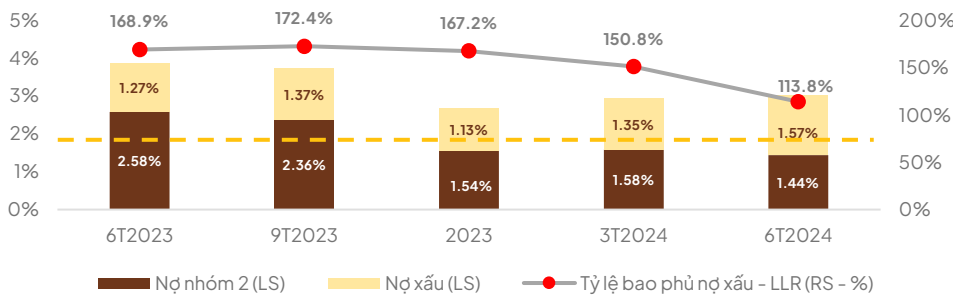
Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 2024F dự báo quay lại tương đương cuối 2023A

Tỷ lệ nợ xấu quay lại mức cao trong 1H.2024 nhưng sẽ quay lại trong 2H.2024

Tính theo quý, tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ, nhưng mức nợ nhóm 2 đã được cải thiện. Tỷ lệ nợ xấu trong Q2/2024 tăng 22 điểm cơ bản QoQ lên 1,57%. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ nhóm 2 của CTG đã giảm 14 điểm cơ bản QoQ xuống 1,44%.

Chúng tôi cho rằng tỷ lệ NPL sẽ phần nào giảm bớt áp lực khi TTTD được thúc đẩy mạnh mẽ hơn, đặc biệt dư nợ nhóm KHDN lớn tăng cao hơn hoặc bằng so với tốc độ gia tăng nợ xấu của nhóm bán lẻ sẽ khiến tỷ lệ NPL tổng thể cải thiện trong quý tiếp theo. Ngoài ra, khi dư nợ nhóm Bán lẻ càng được thúc đẩy (dự báo diễn ra mạnh mẽ vào quý 4 nhờ hoạt động tiêu dùng và mua nhà khởi sắc hơn) sẽ giúp NPL tại cuối 2024 giảm nhẹ về mức cuối 2023A, bên cạnh việc ngân hàng đẩy nhanh tốc độ xử lý nợ vào cuối năm.

Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



Chi phí dự phòng 1H/2024 tăng 20% svck giúp LLR duy trì top đầu ngành

Nợ xấu quay lại khiến CTG thúc đẩy trích lập dự phòng trong 6T2024. Chi phí dự phòng trong 1H/2024 đạt 15.977 tỷ đồng, tăng 20% svck. Chi phí trích lập chiếm 43,5% tổng thu nhập hoạt động trong kỳ. Trích lập dự phòng tăng trở lại sau khi ghi nhận chững lại ở Q4/2023, chúng tôi cho rằng là bước đi mang tính chiến thuật vì ngân hàng có thể muốn đẩy nhanh việc trích lập dự phòng trong những quý đầu năm để tạo đà cho tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn trong nửa cuối năm 2024 cùng với đà phục hồi của nền kinh tế.

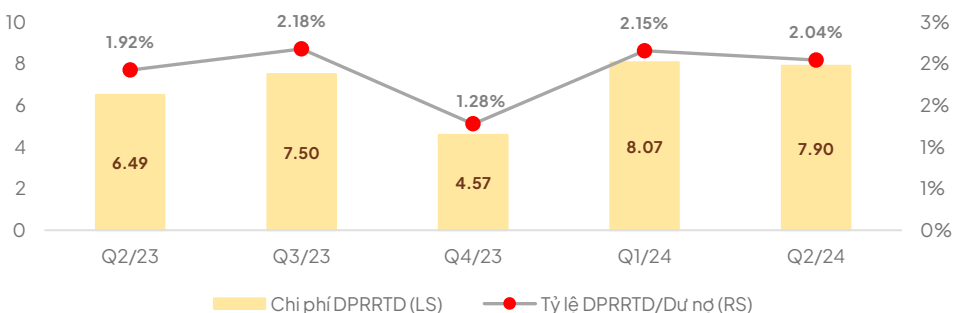
Mặc dù trích lập dự phòng gia tăng mạnh so với cuối năm 2023 nhưng nợ xấu đồng thời cũng gia tăng khiến LLR của CTG tại cuối Q2/2024 suy giảm từ mức 167,2% cuối năm 2023 xuống còn 113,8% cuối Q2/2024. Tuy vậy, đây vẫn là mức LLR cao top đầu ngành.

Chi phí tín dụng quy năm trong nửa đầu năm 2024 ở mức 2,02%, cao hơn so với chi phí tín dụng trung bình là 1,73% trong giai đoạn 2021-2023. Điều này cho thấy CTG đã rất chủ động trích lập dự phòng, dưới sự hỗ trợ của TTO2 nhằm duy trì NPL luôn ở mức dưới 2% và nằm trong nhóm thấp nhất toàn ngành. Bên cạnh đó, việc trích lập dự phòng cao cũng giúp LLR của CTG luôn trên mức 100% kể từ Q4/2020.

Chúng tôi đánh giá cao chính sách trích lập chủ động và xử lý nợ xấu của CTG trong 3 năm trở lại đây nhằm duy trì chất lượng tài sản hàng đầu cùng với KQKD tăng trưởng ổn định. Bên cạnh đó, CTG cũng chủ động xử lý nợ xấu khi thu hồi từ các khoản nợ đã xử lý rủi ro trong 6T2024 đạt 2,1 nghìn tỷ đồng, tăng 5,4% svck. Chúng tôi ước tính chi phí trích lập cả năm 2024F đạt 27,2 nghìn tỷ, tăng 7,6% so với 2023, dựa trên kỳ vọng NPL sẽ đi ngang so với 2023A.

Chi phí Dự phòng Rủi ro tín dụng và Chi phí tín dụng

(Đvt: nghìn tỷ VND)



DỰ PHÓNG KQKD 2024F – 2025F

Đơn vị: tỷ VNĐ	2023	2024F	% thay đổi	2025F	% thay đổi	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần	52.957,48	63.876,06	+21%	72.791,04	+14%	Thu nhập lãi thuần tăng trưởng nhờ: (i) Dư nợ tín dụng được duy trì ở mức 14,5% trong 2024F-2025F, và (ii) NIM duy trì ở mức trên 3,0%
Thu nhập ngoài lãi	11.361,84	11.821,74	+4%	13.003,91	+10%	Thu nhập ngoài lãi 2024F được dự báo vẫn chủ yếu đến từ 2 hoạt động thu phí và ngoại hối. Hoạt động thu phí được dự báo tăng trưởng nhẹ 6,5% nhờ các hoạt động thu phí thanh toán được gia tăng khi tín dụng nhóm KHDN vẫn được duy trì ổn định.
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	64.319,32	75.697,80	+18%	85.794,95	+13%	
Chi phí hoạt động	(20.271,48)	(24.025,44)	+19%	(28.419,19)	+18%	
Tỷ lệ Chi phí trên Thu nhập (CIR)	31,52%	31,74%		33,12%		CIR được thận trọng dự phóng tăng 1 điểm phần trăm mỗi năm.
Chi phí Dự phòng rủi ro tín dụng	(25.287,16)	(27.212,12)	+8%	(25.332,39)	-7%	Chi phí tín dụng 2024F dự phóng đạt 1,70% và sau đó giảm về mức 1,40% nhờ tăng trưởng tín dụng duy trì tích cực trong khi việc kiểm soát nợ xấu phát sinh được tiến hành chặt chẽ.
LNTT	24.989,52	29.563,00	+18%	38.715,92	+31%	
NIM	2,90%	3,06%	+16 bps	3,10%	+4 bps	Sự ổn định của NIM do tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng duy trì tích cực, đồng thời thay vì mở rộng thị phần tín dụng bằng việc cạnh tranh lãi suất, CTG sẽ hướng tới chọn lọc khách hàng và duy trì NIM trong môi trường lãi suất đang đi lên như hiện nay.
Tăng trưởng tín dụng	15,6%	14,5%		14,5%		
Tăng trưởng tiền gửi	12,9%	12,5%		14,5%		
LDR	80,6%	80,7%		80,6%		
CASA	22,4%	23,4%		24,4%		
NPL	1,13%	1,13%		1,13%		
LLR	168,9%	136,2%		138,7%		
ROE	17%	17,6%		19,7%		
ROA	1,1%	1,1%		1,3%		

Nguồn: BCTC CTG & LPBS Research



KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi cho rằng CTG có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) khác biệt các ngân hàng khác trong giai đoạn 2024F-2025F nhờ (i) Tốc độ hồi phục nổi bật, biên lãi thuần (NIM) dự báo đạt mức cao nhất 5 năm qua, và (ii) Tiềm năng tăng trưởng từ việc giảm trích lập dự phòng do chúng tôi kỳ vọng rằng giai đoạn trích lập dự phòng cao sẽ kết thúc vào năm 2024.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD của CTG sẽ có sự tăng trưởng tích cực với LNTT trong năm 2024F và 2025F lần lượt đạt mức 29.563 tỷ đồng (+18% svck) và 38.716 tỷ đồng (+31% svck).

ROE, theo đó, được kỳ vọng tiệm cận 20% từ năm 2025F. CTG là ngân hàng lớn thứ 3 cả nước với các lợi thế về thương hiệu, nguồn vốn huy động cũng như tệp khách hàng lớn & ổn định. Đây là những lợi thế giúp CTG có thể duy trì NIM ổn định và dần mở rộng các hoạt động ngoài lãi. Giải pháp đối với việc tăng vốn là mảnh ghép quan trọng để hoàn thiện bức tranh tăng trưởng dài hạn cho ngân hàng.

Cập nhật KQKD

Lũy kế 1H/2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) của CTG đạt 38,7 nghìn tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ năm trước, và LNTT đạt 13,0 nghìn tỷ đồng (+3% YoY), hoàn thành 43,8% dự phóng của chúng tôi. Theo đó, LNTT quý 2/2024 đạt 6,7 nghìn tỷ đồng (+9% QoQ; +3% YoY).

Luận điểm đầu tư

Tốc độ hồi phục NIM nổi trội so với trung bình ngành: Trong khi ngành ngân hàng vẫn đang chịu áp lực thu hẹp NIM, chúng tôi nhận thấy NIM của Vietinbank đã hồi phục và đang tiến đến vùng đỉnh 5 năm qua. Cụ thể, NIM duy trì trên 3% trong 2 quý gần nhất và chúng tôi kỳ vọng biên lãi thuần cả năm sẽ cao nhất trong 5 năm (vượt qua NIM 2021A cao nhất trong 5 năm qua ở mức 3,01%), nhờ môi trường lãi suất thấp, tỷ lệ CASA giữ vững ở mức cao lịch sử và cấu trúc dư nợ tín dụng mở rộng phân khúc bán lẻ & SME.

Tiềm năng tăng trưởng từ việc giảm trích lập dự phòng: Vietinbank duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng cao sau giai đoạn dịch Covid 19, quanh 1,6% - 1,9%, cao hơn so với trung bình 2 ngân hàng quốc doanh còn lại và nhóm ngân hàng tư nhân lớn (MBB, TCB, ACB, VPB, STB, SHB, HDB). Trong 1H/2024, ngân hàng vẫn tiếp tục tăng cường trích lập, với chi phí tín dụng lên đến mức 2,0 - 2,1%. Chúng tôi cho rằng ngân hàng có thể muốn đẩy nhanh việc trích lập dự phòng trong những quý đầu năm để tạo đà cho tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn trong nửa cuối năm 2024 cùng với đà phục hồi của nền kinh tế. Theo đó, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ đạt 1,74% cho cả năm 2024F (so với mức 1,70% vào năm 2023A) với kỳ vọng sức khỏe nền kinh tế hồi phục tốt hơn kể từ nửa cuối năm 2024, tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản cải thiện.

Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng kết hợp phương pháp định giá so sánh PB và thu nhập thặng dư RI, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của CTG là **42.900** đồng/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá **23,9%**. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với CTG.

Rủi ro đầu tư

TTTD cả năm 2023 được thúc đẩy kỹ thuật chủ yếu ở tháng cuối năm và điều này có thể sẽ không lặp lại trong năm 2024. Do đó, TTTD của CTG có thể sẽ thấp hơn so với dự báo của chúng tôi. Điều này có thể khiến thu nhập lãi thuần và thu nhập từ phí thấp hơn dự báo, đồng thời khiến tỷ lệ NPL cao hơn ước tính của chúng tôi kéo theo chi phí trích lập lớn hơn.

Mặc dù hiện tại các NHTMNN chưa có những biện pháp nâng lãi suất huy động mạnh mẽ như các NHTMCP, nhưng rủi ro NIM bị co hẹp do lãi suất huy động tăng được đánh giá là vẫn còn. Ngoài ra, lãi suất liên ngân hàng vẫn đang ở mức cao có thể phản ánh vào chi phí vốn của CTG trong những quý tới khiến NIM không đạt được mức kỳ vọng.

Tỷ lệ hình thành nợ xấu và các gói hỗ trợ khách hàng cao hơn dự kiến.

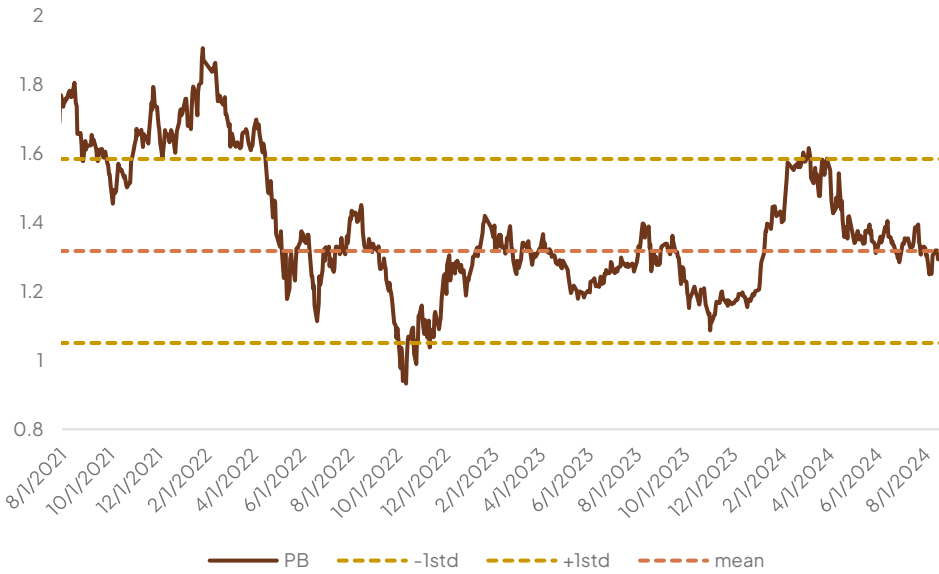


ĐỊNH GIÁ SO SÁNH (COMPARABLE VALUATION) & THU NHẬP THẶNG DƯ (RESIDUAL INCOME)

Phương pháp Định giá So sánh (Comparable valuation)

Theo kế hoạch ngân hàng dự kiến ghi nhận tốc độ tăng trưởng LNTT vượt trội so với các ngân hàng khác trong năm 2024E-2025E. Dù vẫn chưa chắc chắn về triển vọng dài hạn do các phương án tăng vốn chưa rõ ràng, chúng tôi cho rằng với sự cải thiện tích cực từ các điều kiện vĩ mô cùng sự cải thiện về chất lượng tài sản thì P/B mục tiêu ở mức 1,4x (so với P/B trung bình 3 năm 1,3x) là phù hợp.

Diễn biến PB trong 3 năm gần nhất (2021-2024)



Phương pháp Thu nhập thặng dư (Residual Income - RI)

Với phương pháp thu nhập thặng dư, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của CTG, chúng tôi có thực hiện thêm một số giả định như sau:

- **Chi phí vốn (Cost of Equity):** Chúng tôi ước tính chi phí vốn chủ sở hữu CTG ở mức 13,5%.
- **Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn (Terminal growth):** Nền kinh tế Việt Nam là nền kinh tế tăng trưởng dựa vào tín dụng, do đó chúng tôi cho rằng tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn của CTG có thể đạt mức 4,0%.

Chúng tôi xác định phương pháp RI sẽ là phương pháp đáng tin cậy, vì vậy sẽ chiếm tỷ trọng 70%, phương pháp định giá PB sẽ có tỷ trọng 30%.

Phương pháp	Multiples	Chỉ tiêu 2024F - 2025F	VND/CP	Tỷ trọng	Giá trị
PB	1,4	BVPS	29.200	30%	40.900
RI				70%	43.800
Giá trị cổ phiếu (VND/CP)				100%	42.900

Nguồn: Refinitiv, Bloomberg, & LPBS Research



PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi vay	132.672	133.096	151.379
Chi phí lãi vay	79.714	69.220	78.588
Thu nhập lãi thuần	52.957	63.876	73.201
Thu nhập từ phí dịch vụ	7.114	7.574	8.331
Thu nhập ngoài lãi khác	10.477	9.351	10.936
Tổng thu nhập ngoài lãi	17.591	16.925	19.267
Tổng thu nhập hoạt động	70.548	80.801	92.468
Chi phí hoạt động	20.443	24.025	28.419
Chi phí quản lý khác	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	20.443	24.025	28.419
LN từ HĐKD trước dự phòng	50.105	56.775	64.048
Chi phí dự phòng	25.115	27.212	25.332
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0
LN trước thuế	24.990	29.563	38.716
Thuế	4.945	5.859	7.690
LN ròng	20.045	23.704	31.026
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	(141)	(141)	(141)
LN ròng được chia	19.904	23.562	30.885
Số CP lưu hành cuối năm (tr)	5.370	5.370	5.370
Số CP bình quân gia quyền (tr)	5.370	5.370	5.370
EPS (VND)	3.147	3.554	4.716

Tỷ lệ (%)	2023	2024F	2025F
Khả năng sinh lời			
NIM	2,90%	3,03%	2,96%
Lợi suất tài sản sinh lãi	7,28%	6,18%	5,82%
Chi phí huy động	4,64%	3,36%	3,05%
CIR	31,52%	26,15%	27,08%
ROAA	1,1%	1,1%	1,3%
ROAE	17,0%	19,7%	19,3%
Thanh khoản			
CAR theo Basel II	9,50%	9,84%	10,18%

Cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	9.760	9.770	9.738
Tiền gửi tại NHNN	40.597	41.409	45.550
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	279.842	285.438	313.982
Cho vay khách hàng	1.445.572	1.661.107	1.901.441
Đầu tư dài hạn	3.426	3.441	3.441
Tài sản và trang thiết bị	10.126	10.469	11.228
Tài sản khác	243.291	241.734	234.887
Tổng tài sản	2.032.614	2.253.368	2.520.267
Nợ NHNN	21.814	43.000	30.000
Huy động & vay liên ngân hàng	304.322	304.322	304.322
Vốn cho vay và ủy thác khác	2.238	2.794	2.794
Tiền gửi khách hàng	1.410.899	1.587.261	1.817.414
Giấy tờ có giá	115.376	129.798	148.618
Nợ khác	51.913	41.095	46.657
Tổng nợ	1.906.742	2.108.270	2.349.805
Vốn CSH của cổ đông	125.011	144.096	169.422
Lợi ích CĐTS	861	1.002	1.041
Tổng nợ và vốn CSH	2.032.614	2.253.368	2.520.267

Tỷ lệ (%)	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng cho vay	15,5%	14,5%	14,5%
Tăng trưởng tiền gửi	12,9%	12,5%	14,5%
Tăng trưởng LNTT	19,3%	18,3%	31,0%
Chất lượng tài sản			
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	1,55%	1,55%	1,55%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,13%	1,13%	1,13%
Chi phí tín dụng	1,7%	1,7%	1,4%

Nguồn: Fiinpro & LPBS Research



MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo, Phòng Phân tích chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích cùng các định giá nằm trong báo cáo phân tích (nếu có) nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích – CTCP Chứng Khoán LPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán LPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán LPBank

Tòa nhà Thaisquare The Merit

43-45-47 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (028) 730 98198

Phòng Phân tích

Email: research@lpbs.com.vn

