

Triển vọng ngành Ngân hàng năm 2021: Nền kinh tế phục hồi – chất lượng tín dụng là trọng tâm

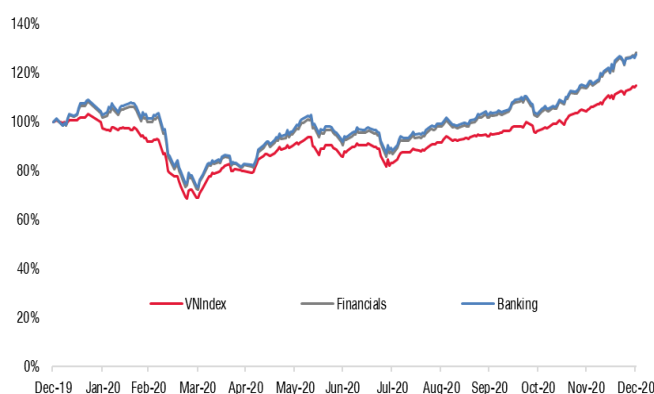
Điểm nhấn năm 2020

Diễn biến ngành: KHẢ QUAN

Ngành ngân hàng tăng **27,6%** so với đầu năm và tăng **73,9%** so với mức đáy vào tháng 3, tăng cao hơn so với Vnindex lần lượt là 13% và 6%.

Kết quả hoạt động của ngành không như chúng tôi ước tính, như đã đề cập trong **báo cáo ngành hậu Covid** (tại [đây](#)).

Diễn biến ngành trong năm 2020



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

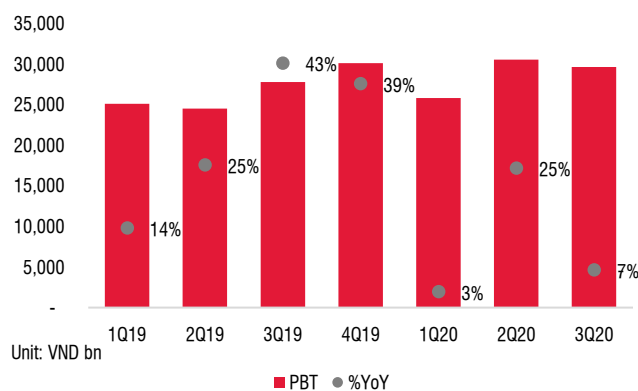
Các điểm chính của ngành trong năm 2020

Thay đổi cấu trúc sau Covid-19

Trong 9T2020, lợi nhuận trước thuế của các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi đạt 86,2 nghìn tỷ đồng, +11% so với cùng kỳ. Mặc dù tăng trưởng thấp hơn so với mức tăng 26,9% so với cùng kỳ trong năm 2019, tình hình hoạt động của ngành ngân hàng vẫn khả quan hơn so với các ngành khác.

Các ngân hàng TMCP là đóng góp chủ yếu vào tăng trưởng lợi nhuận trước thuế trong 9T2020, với mức tăng 18,6% so với cùng kỳ. Trong khi đó, lợi nhuận trước thuế của các ngân hàng quốc doanh (NH QD) chỉ tăng 0,9% so với cùng kỳ. Điều này có thể là do tăng trưởng tín dụng mạnh ở cả ngân hàng tư nhân (+12,9% so với đầu năm), lấy thêm thị phần tín dụng từ các ngân hàng quốc doanh (+3,4% so với đầu năm về tăng trưởng tín dụng).

Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Quá trình số hóa đã được đẩy mạnh trên toàn ngành và sẽ làm giảm tầm quan trọng tương đối của các chiến lược mở rộng chi nhánh theo thời gian.

Các ngân hàng có nền tảng số hóa tốt và/hoặc áp dụng chính sách miễn phí (TCB, TPB) đang chiếm thêm thị phần CASA cá nhân.

Tín dụng cho các tập đoàn lớn tăng mạnh hơn so với các doanh nghiệp nhỏ và vừa (SME) và cá nhân trong nửa đầu năm 2020, tuy nhiên, cho vay SME và cá nhân có dấu hiệu phục hồi từ đầu Q3.

Chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế của các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi sẽ tăng nhẹ +4,9% so với cùng kỳ trong năm 2020. Tuy nhiên, triển vọng lợi nhuận có sự khác biệt giữa các NHTMCP và NHTMNN, do lợi nhuận của các ngân hàng này giảm trong năm 2020 do các gói tín dụng hỗ trợ quy mô lớn để hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19.

Kết quả kinh doanh năm 2020 của ngành ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng tốt ở NHTMCP

Do ảnh hưởng của dịch Covid-19, tăng trưởng tín dụng chậm lại trong năm 2020. Cụ thể, tăng trưởng tín dụng chững lại trong nửa đầu năm 2020, chỉ đạt 1,3% so với đầu năm vào tháng 3/2020. Tuy nhiên, các dấu hiệu phục hồi bắt đầu xuất hiện vào cuối tháng 6 sau giai đoạn thực hiện chính sách giãn cách xã hội một phần trên cả nước trong tháng 4 và tháng 5. Tăng trưởng tín dụng toàn ngành ngân hàng đạt 6,1% so với đầu năm vào cuối Q3/2020 và tăng tốc lên 10,1% tính đến ngày 21/12/2020.

Trong số các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi, tổng tín dụng tăng +7,5% so với đầu năm vào cuối Q3/ 2020 - cao hơn khoảng 19% so với mức tăng trong Q2. Các NHTMNN có mức tăng trưởng khá khiêm tốn (+1,1% so với quý trước và +3,4% so với đầu năm) trong khi đó chúng tôi nhận thấy tốc độ giải ngân tín dụng nhanh hơn tại nhóm NHTMCP (+5,3% so với quý trước và +12,9% so với đầu năm).

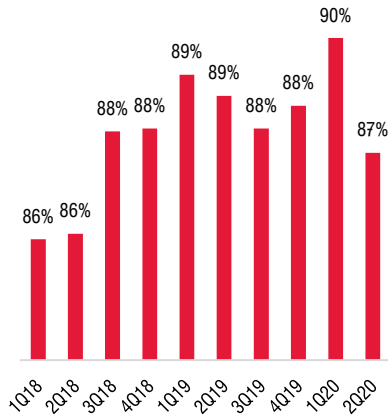
Cho vay tập đoàn lớn và trái phiếu doanh nghiệp được đẩy mạnh trong nửa đầu năm 2020, trong khi cho vay bán lẻ có dấu hiệu phục hồi trong Q3/2020, đặc biệt ở ngân hàng BID, MBB và HDB.

Một số ngân hàng tập trung đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Nghị định 81 quy định về việc hạn chế phát hành trái phiếu doanh nghiệp có hiệu lực kể từ tháng 9/2020, đã thúc đẩy các công ty đẩy nhanh phát hành trong tháng 7 và tháng 8/2020. Do đó, khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong Q3 tăng vọt lên 164,4 nghìn tỷ đồng (+95% so với cùng kỳ). Tổng trái phiếu doanh nghiệp do các NHTM sở hữu tăng 43,5 nghìn tỷ đồng trong Q3/2020 lên 207 nghìn tỷ đồng (+69,5% so với đầu năm), trong đó mức tăng mạnh nhất ở TCB, SHB, VPB, MBB và TPB.

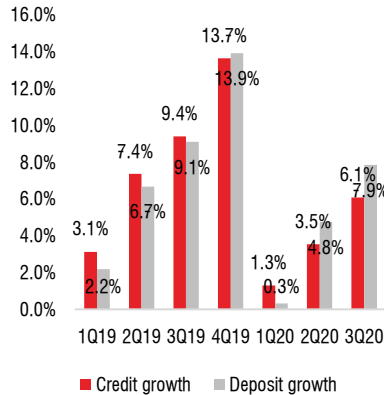
Trong quý 3, ngân hàng trung ương đã nới lỏng trần tăng trưởng tín dụng đối với nhiều NHTMCP lần thứ hai trong năm; mức tăng trưởng tín dụng cao nhất trong ngành là 23% ở TCB, TPB và VIB. Cuối tháng 11 và tháng 12, mức trần tăng trưởng tín dụng đã được nâng lên đối với một số NHTMCP và VCB. Ngân hàng trung ương ước tính tăng trưởng tín dụng trong năm 2020 là 11% so với cùng kỳ. Mặc dù thấp hơn mức so với mức 13,7% trong năm 2019, nhưng kết quả này vẫn tốt hơn so với dự kiến ban đầu. Tại ngày 21/12/2020, tín dụng cho lĩnh vực xuất khẩu tăng +10,4% so với đầu năm, cho ngành nông nghiệp và nông thôn +9,8% so với đầu năm và cho các doanh nghiệp SME bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19 +11% so với đầu năm.

Tăng trưởng tiền gửi bình quân cao hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng trong năm 2020, dẫn đến thanh khoản dồi dào với hệ số LDR thấp hơn trong toàn ngành và lãi suất huy động giảm mạnh. Tỷ lệ LDR bình quân cũng giảm xuống mức thấp nhất so với hai năm trước.

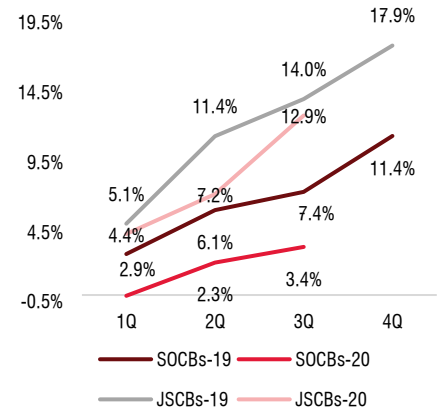
LDR giảm xuống mức thấp nhất trong 8 quý vừa qua



Tăng trưởng tín dụng và tiền gửi của ngành (% YTD)



Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng niêm yết (% YTD)



Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

Nhiều yếu tố hỗ trợ cải thiện NIM

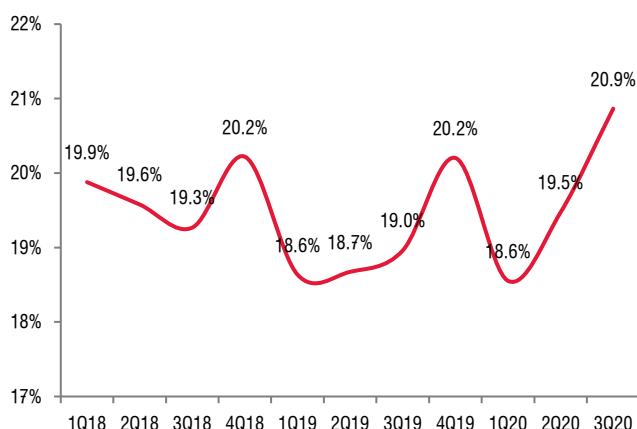
NIM giảm trong Q2 do lãi suất giảm, miễn trả lãi và các khoản vay được tái cấu trúc (chiếm 2,1% tổng tín dụng). Sang Q3, NIM phục hồi đáng kể lên 3,67%, mức cao nhất trong 12 quý liên tiếp. Nguyên nhân là do lãi suất huy động giảm, CASA cải thiện và các gói vay có lãi suất cho vay ưu đãi đối với các khách hàng bị ảnh hưởng bởi Covid-19 dần kết thúc.

Để hỗ trợ nền kinh tế, ngân hàng trung ương đã giảm lãi suất quy định ba lần. Ngân hàng trung ương cũng giảm mức trần lãi suất huy động -60 bps; và -100 bps cho kỳ hạn từ một tháng đến sáu tháng. Đến cuối tháng 7, mức giảm lãi suất huy động từ -90 bps đến -210 bps so với đầu năm trên tất cả các kỳ hạn tiền gửi. Lãi suất huy động tiếp tục giảm trong Q3/2020, -50 bps đến -175 bps ở tất cả các kỳ hạn. Điều này cho thấy tổng mức giảm trong 9 tháng đầu năm 2020 lên tới từ -150bps đến -250 bps. Trong Q4/2020, chúng tôi ước tính lãi suất huy động sẽ tiếp tục giảm trong khoảng -15 bps đến -40 bps so với Q3/2020, chi phí vốn của ngành nói chung tiếp tục giảm.

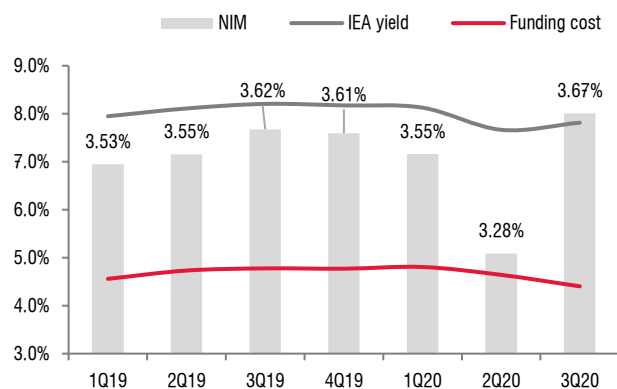
Tỷ lệ CASA cũng tăng trên toàn ngành (trừ VIB). Tỷ lệ CASA bình quân tại 13 ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi đạt 20,9% (ngày 30/9/2020), mức cao nhất trong ba năm qua, từ mức đáy 18,6% (ngày 31/3/2020). Theo đó chi phí vốn đã giảm -24 bps trong Q3/2020 (-37 bps trong 9T 2020).

Trong khi đó, lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) bình quân tăng 15 bps so với quý trước lên 7,81%, do các gói vay lãi suất ưu đãi được triển khai trước đây cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi Covid-19 dần kết thúc trong Q3/2020. Chênh lệch giữa lợi suất IEA và chi phí vốn đã gia tăng.

Tỷ lệ CASA của cá ngân hàng niêm yết (%)



NIM của các ngân hàng niêm yết (%)



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Bảng: Giảm lãi suất điều hành trong năm 2020

STT	Chi tiêu	Điều chỉnh lần thứ 3 (tháng 10)	Điều chỉnh lần thứ 2 (tháng 5)	Điều chỉnh lần thứ 1 (tháng 3)	Quy định trước đây	Chênh lệch so với đầu năm (bps)
Nhóm NHTM áp dụng với khách hàng						
Mức trần lãi suất huy động						
1	-Tiền gửi không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng	0,20%	0,20%	0,50%	0,80%	-60
2	-Tiền gửi kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng	4,00%	4,25%	4,75%	5,00%	-100
Mức trần lãi suất cho vay						
3	- Vay ngắn hạn bằng đồng VND cho 6 nhóm ngành ưu tiên	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%	-150
Ngân hàng trung ương áp dụng với NHTM						
4	- Lãi suất cho vay OMO mua bán lại (repo)	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	-150
5	- Chiết khấu lãi suất cho vay	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	-150
6	- Lãi suất tái cấp vốn	4,00%	4,50%	5,00%	6,00%	-200
7	- Lãi suất cho vay liên ngân hàng	5,00%	5,50%	6,00%	7,00%	-200
8	- Lãi suất phải trả cho khoản dự phòng bắt buộc bằng đồng VND			1,00%	0,80%	-80

Nguồn: NHNN, SSI Research

Thu nhập ngoài lãi đạt hiệu suất cao, đặc biệt là thu nhập từ phí và hoa hồng

Tổng thu nhập ngoài lãi tăng trưởng ổn định trong 9T2020. Trong nửa đầu năm 2020, thu nhập ngoài lãi (+15,1% so với cùng kỳ) được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh ngoại hối và đầu tư chứng khoán, trong khi tăng trưởng thu nhập phí ở mức khiêm tốn (+8% so với cùng kỳ) và thu từ nợ xấu đã xóa giảm (-22% so với cùng kỳ).

Trong Q3/2020, thu nhập phí thuần tại các ngân hàng tư nhân tăng mạnh (+51,7% so với cùng kỳ), trong đó TCB tăng mạnh nhất (+80,2% so với cùng kỳ), tiếp theo là STB (+67% so với cùng kỳ), MBB (+59,3% so với cùng kỳ) và VPB (+32,7% so với cùng kỳ). Nhìn chung, các dịch vụ thanh toán, tài trợ thương mại, bancassurance và kiều hối đều phục hồi trong Q3/2020 so với Q2/2020 do nhu

cầu bị dồn nén sau thời gian giãn cách xã hội vào tháng 4 và tháng 5. Cụ thể, lợi nhuận của TCB từ phát hành và phân phối trái phiếu doanh nghiệp tăng mạnh (+199% so với cùng kỳ) trước khi các quy định chặt chẽ hơn (Nghị định 81) có hiệu lực vào tháng 9/2020.

Điều này đạt được mặc dù ngành ngân hàng đã giảm và miễn phí thanh toán cho khách hàng theo yêu cầu của NHNN, ước tính khoảng 1 nghìn tỷ đồng trong 2020.

Điều đáng chú ý là các ngân hàng quốc doanh đã ghi nhận mức lãi ngoại hối lớn trong 9T2020 (+39,6% so với cùng kỳ), do nguồn ngoại tệ dồi dào và tỷ suất lợi nhuận lớn do giá chào mua cao hơn của NHNN.

Các khoản vay tái cấu trúc giảm ở các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi

Theo số liệu tổng hợp cho thấy các khoản nợ tái cấu trúc giảm trong Q3/2020 và mức bình quân hiện tại là 2,8% tổng dư nợ (giảm từ 3,0% vào cuối Q2/2020). Số liệu này khá khác so với NHNN, vì dư nợ tái cấu trúc tăng từ 177 nghìn tỷ đồng (ngày 22/6/2020) lên 321,4 nghìn tỷ đồng (ngày 14/9/2020). Điều này có thể do nhiều khoản vay được tái cấu trúc tại các ngân hàng cấp 3 và ngân hàng chính sách xã hội.

Theo ước tính của chúng tôi, NHNN ước tính đến cuối năm 2020, tổng dư nợ tái cấu trúc toàn ngành đạt 355 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 3,9% tổng tín dụng.

Theo Thông tư 01, lãi dự thu liên quan đến dư nợ tái cấu trúc được theo dõi ngoại bảng nếu không thu bằng tiền mặt. Theo đó, tỷ lệ lãi dự thu/tài sản sinh lãi (IEA) trong Q2/2020 ở các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi giảm mạnh xuống 1,26% - mức thấp nhất trong nhiều quý gần đây. Trong quý 3, lãi dự thu trên bảng cân đối kế toán ngân hàng tăng +6,4% so với quý trước và chiếm 1,31% IEA. Như đã đề cập ở trên, điều này phù hợp với mức giảm của dư nợ tái cấu trúc. Nếu lãi dự thu tiếp tục có xu hướng cao hơn, tăng trưởng tín dụng sẽ trở thành một thách thức.

Bảng: Tổng quan dư nợ tái cấu trúc

	30/6/2020	% of gross loan % dư nợ gộp	30/9/2020	% of gross loan % dư nợ gộp
ACB	9	3,2%	9,1	3,1%
BID	40	3,5%	39	3,4%
CTG	8,4	0,9%	8,4	0,9%
HDB	5,5	3,3%	7,9	4,5%
TCB	8,4	3,6%	7,2	3,1%
TPB	7,5	7,5%	8	7,3%
VCB	11,8	1,5%	10,4	1,3%
VIB	0,6	0,4%	0,4	0,3%
VPB	28	10,4%	27,8	10,0%
MBB	7,7	2,9%	5,1	1,9%
Tổng cộng	126,9	3,0%	123,3	2,8%
Toàn ngành	177	2,1%	321,4	3,7%

Nguồn: NHNN, các ngân hàng, SSI Research

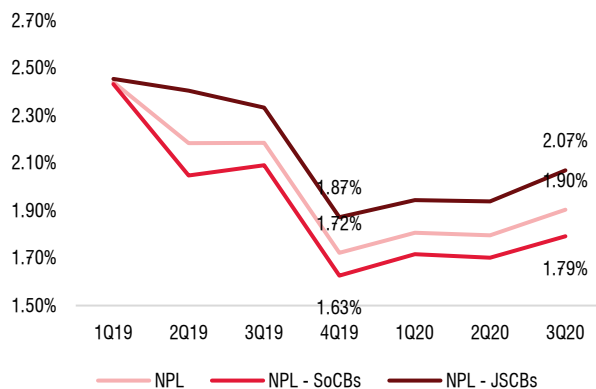
Tác động của Covid-19 dần dần được phản ánh trong số dư nợ xấu của các ngân hàng

Mặc dù chi phí dự phòng trong Q3/2020 tăng 18% so với quý trước, tỷ lệ nợ xấu bình quân vẫn tăng lên 1,77% (Q3/2020) từ mức 1,68% (Q2/2020). Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu nhích lên 90,6% (Q3/2020) từ 90,0% (Q2/2020).

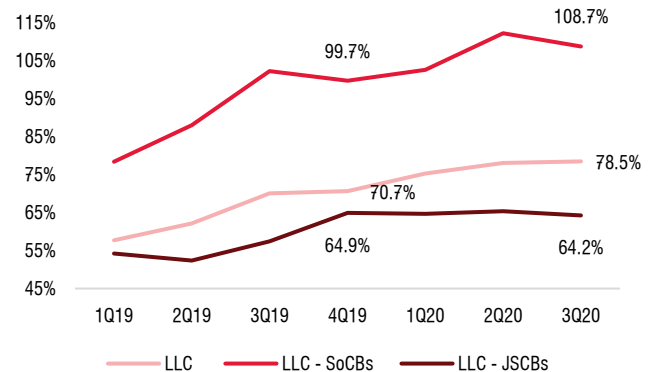
Ngoại trừ TCB có tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0,6%, tỷ lệ nợ xấu tại các NHTM khác đều tăng trong khoảng 0,2%-0,7%. Tổng nợ xấu tính đến ngày 30/9/2020 là 91,2 nghìn tỷ đồng, tăng 7,5% so với quý trước.

- Tổng nợ xấu tính đến ngày 30/9/2020 tăng 7,5% so với quý trước; +28,6% so với đầu năm. Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm cả trái phiếu VAMC) tăng lên 1,9% (Q3/2020) từ 1,72% (2019).
- Tỷ lệ nợ xấu tại các NHTM tăng trong khoảng 0,2%-0,7%; với TCB là ngoại lệ duy nhất, giảm 0,6%.
- Chi phí dự phòng trong 9T2020 tăng mạnh +8,9% so với cùng kỳ.
- Mức trích lập dự phòng có sự khác biệt lớn giữa các NHTMNN và NHTMCP.
- Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (bao gồm cả trái phiếu VAMC) cải thiện từ 70,7% (2019) lên 78,5% (Q3/2020).

Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm trái phiếu VAMC)



Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (bao gồm trái phiếu VAMC)



Nguồn: Ngân hàng niêm yết, SSI Research

Nguồn: Ngân hàng niêm yết, SSI Research

Các sự kiện đáng chú ý khác

Trong Q4/2020, nhiều ngân hàng chuyển niêm yết sang HOSE (ACB và SHB chuyển từ HNX; VIB và LPB chuyển từ UpCOM) hoặc bắt đầu niêm yết trên HOSE (MSB) để tận dụng cơ hội tăng vốn.

Cũng trong Q4/2020, ACB - Sunlife và CTG - Manulife đã công bố hợp tác trong hai thương vụ bancassurance độc quyền trong vòng 15 năm tới, tạo nền tảng cho sự phát triển mạnh mẽ của bancassurance.

Nghị định 121 được ban hành đã bổ sung các ngân hàng do Nhà nước sở hữu trên 50% vào danh mục được Nhà nước đầu tư dài hạn. Điều này sẽ tạo tiền đề cho Chính phủ góp thêm vốn vào các NHTMNN trong việc phát hành cổ phiếu mới, tạo điều kiện tăng vốn cho các NHTMNN.

Triển vọng 2021

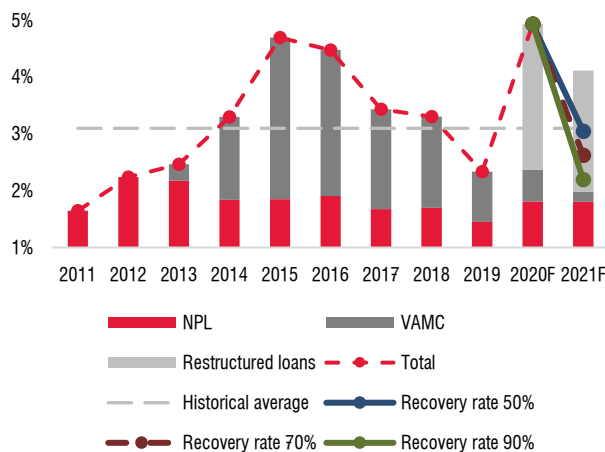
Triển vọng tăng trưởng 2021

Kinh tế phục hồi sẽ thúc đẩy mở rộng bảng cân đối kế toán và ổn định chất lượng tài sản

Tốc độ mở rộng bảng cân đối kế toán trở lại mức trước Covid. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2021 trong khoảng 13% đến 14%. Con số này cao hơn mức ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2020 là khoảng 11% -12% và tương đối sát với trung bình tăng trưởng tín dụng năm 2018 và 2019 là trên 13%. Ước tính dựa trên quan điểm như sau:

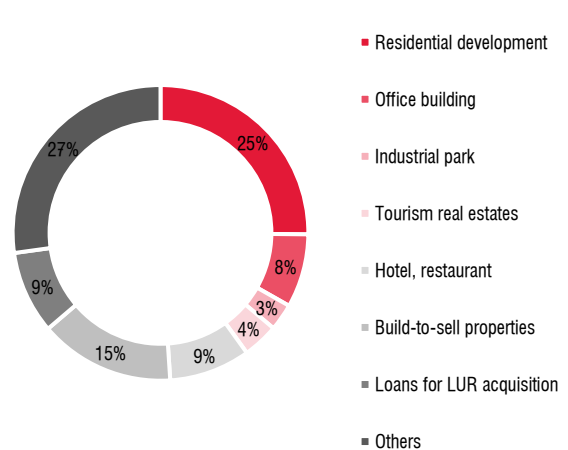
- **Phục hồi bắt đầu từ việc điều chế vaccine Covid thành công.** Do vaccine Covid đang bước vào giai đoạn thử nghiệm, chúng tôi kỳ vọng sẽ tạo một cú hích cho nền kinh tế vào năm 2021 và dần phục hồi vào nửa cuối năm. Theo đó, thương mại quốc tế, sản xuất và tiêu dùng có thể khôi phục và giúp hoạt động cho vay tăng trở lại. Cho vay bán lẻ ước tính quay lại quỹ đạo tăng trưởng như trước đây sau khi gián đoạn trong năm 2020. Tỷ lệ CAGR đối với cho vay bán lẻ là 28,5% trong giai đoạn 2016-2019 và giảm tốc còn 8,3% so với đầu năm trong 9 tháng năm 2020. Nhu cầu nợ vay có thể được hỗ trợ phần nào bởi lãi suất cho vay thấp và việc các ngân hàng có thể cân nhắc nới lỏng tiêu chuẩn cho vay về tương đương mức trước Covid khi nhận thấy những dấu hiệu phục hồi rõ rệt hơn của nền kinh tế.
- **Chuyển dịch từ trái phiếu doanh nghiệp sang nợ vay ngân hàng.** Do việc thắt chặt các điều kiện phát hành riêng lẻ trái phiếu doanh nghiệp theo Nghị định 81/2020/NĐ-CP, doanh nghiệp có khả năng quay lại với các khoản vay ngân hàng. Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp (không bao gồm trái phiếu ngân hàng) trong 9T2020 đạt 245,5 nghìn tỷ đồng, bằng 2,8% tổng tín dụng tại ngày 30/9/2020.
- **Tái khởi động tài chính tiêu dùng.** Tài chính tiêu dùng chiếm khoảng 1,6% tổng dư nợ cho vay trong năm 2020, đây là thời điểm các công ty đầu ngành tập trung thu hồi nợ và thắt chặt các tiêu chí cho vay. Chúng tôi kỳ vọng các tiêu chuẩn cho vay đối với các khoản vay tiêu dùng có thể quay trở lại mức trước Covid vào nửa cuối năm 2021, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng chung.

Tài sản có vấn đề tại các ngân hàng niêm yết



Nguồn: BCTC các ngân hàng, SSI Research

Dư nợ cho vay BĐS thương mại Q3/2020



Nguồn: Bộ Xây dựng, SSI Research

Rủi ro tín dụng phụ thuộc vào sự phục hồi chung của nền kinh tế. Theo ước tính của chúng tôi, cho vay hăng hàng không (HVN và VJC), chủ đầu tư bất động sản du lịch và cho vay dịch vụ khách sạn, lưu trú lần lượt chiếm khoảng 0,24%, 0,9% và 2% tổng dư nợ cho vay. Theo quan điểm của chúng tôi, những lĩnh vực này có thể sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong nửa đầu năm 2021 và có thể phục hồi từ nửa cuối năm cùng với việc mở rộng trở lại và nối lại các chuyến bay quốc tế.

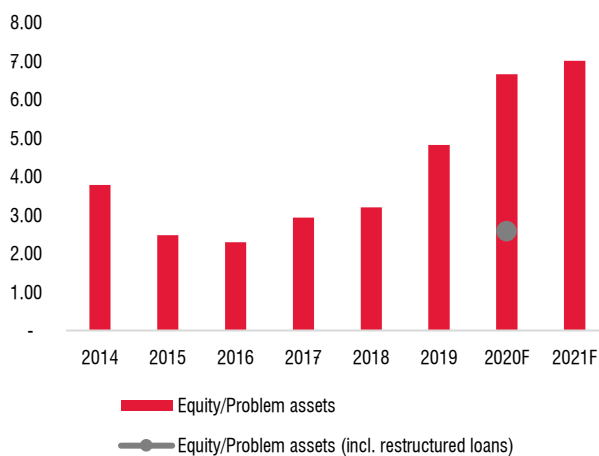
Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, nợ xấu nội bảng sẽ không đổi so với năm 2020, nhưng tỷ lệ trái phiếu VAMC trên tổng dư nợ cho vay sẽ giảm 39 điểm cơ bản xuống 0,17% do BID, CTG, HDB, LPB và MSB đã xử lý hết trái phiếu VAMC trong năm 2020. Tổng nợ xấu và trái phiếu VAMC các NH trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi sẽ giảm còn 1,98% vào năm 2021 (từ mức đỉnh 4,69% vào năm 2015). Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ này có thể cao hơn tại nhóm các ngân hàng nhỏ hơn trong hệ thống. Cần lưu ý rằng một số rủi ro tín dụng vẫn có thể bị trì hoãn trong ghi nhận do các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ (Thông tư 01).

Cấu trúc vốn được cải thiện, cho phép các ngân hàng có bộ đệm vốn hợp lý cho rủi ro tín dụng. Hệ thống ngân hàng đang ở vị thế tốt hơn so với chu kỳ tín dụng trước đây, khi hầu hết các ngân hàng đã giải quyết hết hoặc gần hết tài sản có vấn đề. Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tài sản có vấn đề đã cải thiện từ 2,48 lần và 2,30 lần trong năm 2015 và 2016, lên 6,67 lần vào năm 2020. Nếu chúng tôi coi nợ tái cấu trúc là tài sản có vấn đề, tỷ lệ này giảm còn 2,6 lần, tương đương năm 2017.

Tình hình không quá nghiêm trọng do: (1) một phần các khoản vay tái cấu trúc có thể thu hồi; và (2) ngoại trừ BID, các ngân hàng vẫn còn nhiều dư địa để phát hành trái phiếu cấp 2 vào năm 2021. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng cần bơm vốn ngay lập tức của các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu là thấp.

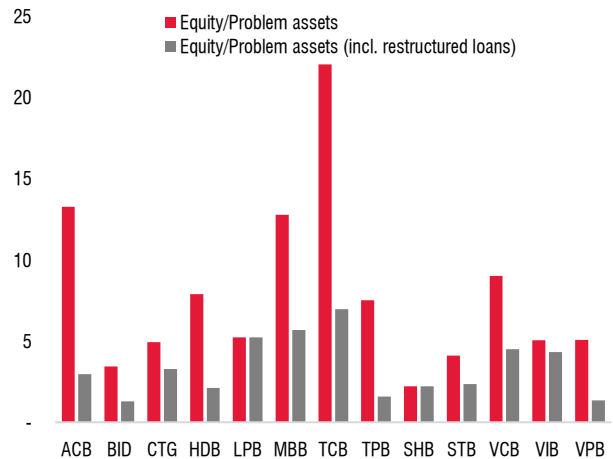
Trong dài hạn, những thách thức về vốn hóa vẫn tồn tại, vì toàn bộ hệ thống đang nỗ lực tuân thủ các tiêu chuẩn quốc tế. Các dự thảo và văn bản sửa đổi quy định gần đây đã làm dấy lên hi vọng trong việc giải quyết bài toán về vốn của các ngân hàng quốc doanh, cụ thể là Nghị định 121 và Dự thảo Quyết định thay thế Quyết định 58.

Cấu trúc vốn dần cải thiện



Nguồn: BCTC các ngân hàng, SSI Research

Tỷ lệ vốn/ tài sản có vấn đề tại các ngân hàng vào cuối năm 2020



Nguồn: BCTC các ngân hàng, SSI Research

Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trở lại

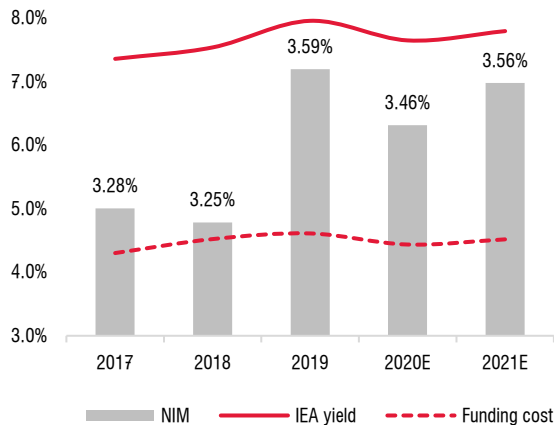
Năm 2021, chúng tôi ước tính LNTT trung bình của nhóm cổ phiếu ngân hàng sẽ tăng trưởng +21,0% so với cùng kỳ. Các NHTM quốc doanh ước tính đạt tăng trưởng LNTT cao hơn (+ 30%) so với NHTM cổ phần (+17,2%) do LNTT 2020 của các NHTM quốc doanh ở mức thấp (-6% so với 2019). Các động lực tăng trưởng LNTT chính trong năm 2021 bao gồm:

Tăng trưởng thu nhập lãi thuần mạnh mẽ hơn, nhờ mở rộng tín dụng và NIM cải thiện nhẹ

Năm 2021, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần sẽ tăng 15% trong khi tăng trưởng tín dụng là 12-13% so với cùng kỳ. NIM tại nhiều ngân hàng sẽ cải thiện. NIM trung bình năm 2021 của các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi sẽ tăng 10 điểm cơ bản lên 3,56%, nhưng vẫn thấp hơn -3 điểm cơ bản so với trung bình năm 2019.

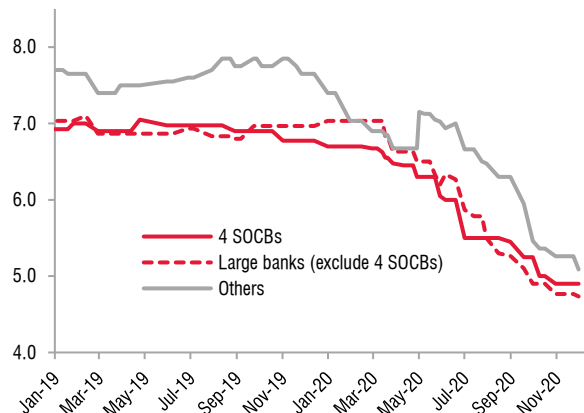
- **Chi phí vốn giảm.** Lãi suất huy động giảm từ 2-2.5% vào năm 2020 và mức giảm mạnh diễn ra trong nửa cuối năm 2020. Theo đó, lãi suất huy động bình quân năm 2020 thấp hơn năm 2019 từ 1.0-1.35%. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ dao động trong biên độ hẹp trong nửa đầu năm 2021 và tăng nhẹ (30-50 bps) trong nửa cuối năm 2021 do tín dụng tốt hơn. Do đó, lãi suất huy động trung bình năm 2021 có thể thấp hơn năm 2020 từ 75 đến 85 bps. Môi trường lãi suất huy động thấp này sẽ tiếp tục giúp các ngân hàng tiết kiệm chi phí vốn.
- **Còn khả năng tối ưu hóa tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR).** Năm 2020, tỷ lệ LDR của toàn hệ thống giảm từ mức 87-89% (2019) xuống mức 72% -75%. Theo số liệu của NHNN, tại thời điểm cuối tháng 10/2020, tỷ lệ LDR của các ngân hàng TMCP nhà nước và tư nhân lần lượt là khoảng 82% và 72%, vẫn còn xa mức trần 85%. Nhờ vậy, các ngân hàng có khả năng gia tăng tỷ lệ này để tối ưu hóa NIM.
- **Hầu như không có trở ngại từ việc thắt chặt tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn.** Thông tư 08/2020/TT-NHNN đưa ra lộ trình giảm mức trần vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn, từ 40% xuống còn 37% (từ ngày 01/10/2021); 34% (từ ngày 1/10/2022); và 30% (từ ngày 1/10/2023). Chỉ có một số ít ngân hàng sẽ cần chú ý và điều chỉnh cơ cấu huy động và kỳ hạn cho vay để đáp ứng quy định này, vì tỷ lệ hiện tại của hầu hết các ngân hàng đã ở dưới mức trần. Theo số liệu của NHNN, tại thời điểm cuối tháng 10/2020, tỷ lệ này trung bình ở mức 29,8% đối với ngân hàng TMCP quốc doanh và 27,7% đối với ngân hàng TMCP tư nhân.
- **Gói hỗ trợ Covid hết hạn.** Năm 2020, hệ thống ngân hàng đã miễn/ giảm lãi suất cho vay đối với 590.000 khách hàng với tổng dư nợ cho vay là 1 triệu tỷ đồng (11% tổng dư nợ toàn hệ thống), giảm lãi suất cho vay từ 0,5% -2,5%/ năm cho gần 2,3 triệu tỷ đồng dư nợ cho vay mới của 359.000 khách hàng. Khoảng 80% các gói hỗ trợ được thực hiện trong khoảng thời gian từ 23/1 đến 30/6/2020 và đã dần hết hạn vào Quý 3/2020. Phần còn lại sẽ hết hạn vào Quý 4/2020 và Quý 1/2021.

NIM các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu



Nguồn: BCTC các ngân hàng, SSI Research

Lãi suất huy động 12 tháng



Nguồn: SSI Research

Thu nhập ngoài lãi tiếp tục tăng trưởng bền vững (+8,7% so với cùng kỳ), do thu nhập thuần từ phí phục hồi (+19,2% so với cùng kỳ)

- Thu nhập kinh doanh ngoại hối kém thuận lợi.** Nguồn cung ngoại tệ sẽ vẫn tương đối dồi dào vào năm 2021, nhưng việc NHNN ngừng mua ngoại tệ giao ngay và chuyển sang mua ngoại tệ kỳ hạn 6 tháng có hủy ngang sẽ khiến các NHTM chịu gánh nặng rủi ro ngoại hối lớn hơn và tỷ giá có thể biến động nhiều hơn. Do đó, giá trị giao dịch ngoại hối có thể vẫn cao, nhưng thu nhập ngoại hối của các ngân hàng có thể giảm vào năm 2021.
- Thu nhập từ kinh doanh và đầu tư chứng khoán có thể kém khả quan.** Lợi suất trái phiếu chính phủ giảm mạnh (100-130 điểm cơ bản) vào năm 2020, tạo điều kiện sinh lời cho kinh doanh và đầu tư chứng khoán. Với mức lợi suất thấp lịch sử, khả năng giảm tiếp trong năm 2021 rất thấp. Ngoài ra, biến động mạnh trong năm 2020 khó có thể tái diễn. Chúng tôi ước tính thu nhập từ kinh doanh và đầu tư TPCP có thể thấp hơn năm 2020.
- Thu nhập thuần từ phí phục hồi bù đắp cho sụt giảm thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và trái phiếu chính phủ.**
- Dịch vụ thanh toán hồi phục nhờ cả hoạt động thanh toán trong nước và quốc tế.** Hoạt động ngoại thương phục hồi mạnh mẽ sau Covid, chúng tôi ước tính tổng kim ngạch xuất nhập khẩu năm 2021 sẽ tăng 13,3% so với cùng kỳ (so với mức tăng 4% của năm 2020). Do đó, thu nhập từ thanh toán quốc tế và dịch vụ L/C có thể sẽ tăng. Thanh toán trong nước cũng tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2019. So với cùng kỳ, tổng giá trị thanh toán trong nước tăng +27,2% năm 2019 và +22,3% trong 9 tháng đầu năm 2020. Hoạt động kinh tế trong nước sôi động và sự phát triển của ngân hàng điện tử sẽ mở rộng hơn nữa quy mô giao dịch thanh toán nội địa.
- Bancassurance có vị trí vững chắc hơn trong thu nhập tài chính ròng của các ngân hàng.** Các hợp đồng bancassurance độc quyền lớn (ACB - SunLife, CTG - Manulife) đã hoàn tất vào cuối năm 2020, cho phép các ngân hàng ghi nhận phí up-front trong vài năm tới. Năm 2021, MSB cũng ước tính tìm kiếm đối tác bancassurance độc quyền. Lãi suất tiền gửi thấp hỗ trợ tăng thu nhập từ phí bảo hiểm, đặc biệt là các sản phẩm liên kết đầu tư.

Hiệu quả hoạt động sẽ dần thay đổi

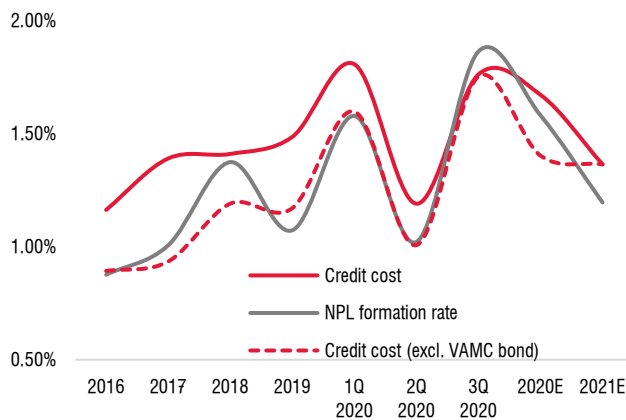
Tăng trưởng số lượng nhân viên hàng năm của các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi giảm từ 15,4% (2016) xuống 4,5% (2019), tương ứng số nhân viên mới giảm từ hơn 17.000 trong năm 2016 xuống còn khoảng 7.000 vào năm 2019. Điều này khiến hệ số CIR giảm liên tục từ 47,3% (2016) xuống 40% (2019). Trong 9T2020, số lượng nhân viên chỉ tăng 1,3% so với đầu năm (2.000 nhân viên) và hệ số CIR năm 2020 ước tính chỉ đạt 37,6%. Năm 2021, hệ số CIR dự kiến sẽ quay trở lại mức 38,3%, vì mức lương thưởng có thể tăng trở lại mức trước Covid và các ngân hàng tiếp tục đầu tư dài hạn vào các dự án CNTT. Cần lưu ý rằng con số này vẫn thấp hơn đáng kể so với CIR năm 2019 là 39,9%, vì tăng trưởng doanh thu có thể vượt tăng trưởng chi phí.

Trích lập dự phòng rủi ro tín dụng là yếu tố tạo nên sự phân hóa triển vọng ngân hàng

Thông thường chi phí tín dụng biến động cùng chiều với việc hình thành nợ xấu. Chúng tôi nhận thấy sự phân hóa trong quý 3/2020 khi tỷ lệ nợ xấu mới hình thành tăng vọt, nhưng chi phí tín dụng ở các NHTMCP lại giảm. Các ngân hàng có thể tăng tốc trích lập dự phòng trong quý 4/2020. Trong khi đó, các NHTM quốc doanh liên tục trích lập dự phòng mạnh mẽ đến hết 9 tháng năm 2020. Đối với năm 2021, do kỳ vọng nền kinh tế phục hồi, sự hình thành nợ xấu sẽ giảm so với năm 2020. Các NHTM quốc doanh có thể hưởng lợi nhiều hơn từ xu hướng này, vì đã xóa phần lớn tài sản có vấn đề (bao gồm trái phiếu VAMC) trong năm 2020. Chúng tôi ước tính chi phí tín dụng cho NHTM quốc doanh và tư nhân trong năm 2021 lần lượt là 1,36% và 1,57% (so với 1,67% và 1,63 % vào năm 2020).

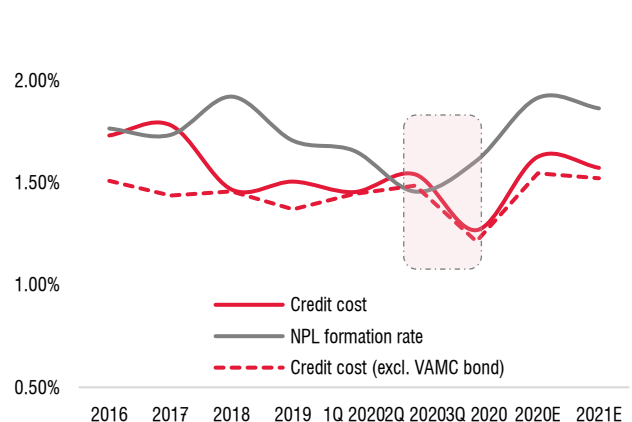
Trong đó, chúng tôi nhận thấy các ngân hàng TCB, VCB, BID, MBB và ACB đã tích cực trích lập dự phòng đến hết 9T2020. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí tín dụng giảm có thể thúc đẩy lợi nhuận năm 2021.

Chi phí tín dụng của các NHTM quốc doanh



Nguồn: BCTC các ngân hàng, SSI Research

Chi phí tín dụng của các NHTMCP



Nguồn: BCTC các ngân hàng, SSI Research

Bảng: Tóm tắt năng lực tài chính các ngân hàng

	ACB	BID	CTG	HDB	LPB	MBB	TCB	TPB	SHB	STB	VCB	VPB	VIB
Triển vọng doanh thu													
NIM	Strong	Improving	Worsening	Worsening	Stable/Average	Strong	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average
Tăng trưởng tín dụng	Stable/Average	Improving	Worsening	Worsening	Stable/Average	Strong	Stable/Average	Worsening	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Worsening	Stable/Average
Phí, kinh doanh	Strong	Strong	Stable/Average	Stable/Average	Worsening	Strong	Worsening	Weak	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average
Triển vọng lợi nhuận													
Triển vọng chất lượng tài sản													
Nợ xấu	Worsening	Strong	Stable/Average	Worsening	Stable/Average	Stable/Average	Worsening	Stable/Average	Stable/Average	Worsening	Worsening	Stable/Average	Worsening
Dự phòng bao nợ xấu	Stable/Average	Strong	Stable/Average	Worsening	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average
Khác													
Vị thế về vốn	Stable/Average	Stable/Average	Weak	Stable/Average	Worsening	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average
Chi phí hoạt động	Stable/Average	Worsening	Worsening	Stable/Average	Stable/Average	Stable/Average	Worsening	Stable/Average	Worsening	Stable/Average	Worsening	Stable/Average	Stable/Average

	Strong
	Improving
	Stable/Average
	Worsening
	Weak

Nguồn: SSI Research

Duy trì xếp hạng Khả quan

Câu chuyện hồi phục trong năm 2021 đã phản ánh một phần vào giá. Đối với các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi, PB trung bình năm 2019 là 1,27x với ROE trung bình là 18,6%. Năm 2021, ước tính PB dự phóng trung bình là 1,4x với ROE trung bình là 17,2%. Dựa trên giá mục tiêu của chúng tôi, PB trung bình năm 2021 sẽ là 1,53x. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này cho thấy diễn biến cổ phiếu ngân hàng đã phản ánh **một phần** câu chuyện phục hồi năm 2021, do PB trung bình toàn hệ thống đã cao hơn mức trước Covid. Mặc dù vậy, cổ phiếu vẫn còn khả năng tăng giá. Hiện tại, chúng tôi chưa nhận thấy bất kỳ yếu tố tác động cụ thể nào để đánh giá lại ngành và duy trì xếp hạng Khả quan.

Chúng tôi nhận thấy cơ hội ở các ngân hàng có mức định giá thấp hơn (hoặc cao hơn một chút) so với mức trước Covid, bao gồm: VCB, TCB, BID và MBB. Trong số đó, chúng tôi ưa thích VCB, TCB và MBB. BID vẫn gặp thách thức về vốn, với dư địa phát hành trái phiếu cấp 2 hạn chế. Chúng tôi sẽ định giá lại BID khi lộ trình đợt phát hành riêng lẻ rõ ràng hơn.

Chúng tôi cũng định giá lại PB mục tiêu cho các ngân hàng mà chúng tôi cho rằng sẽ tốt hơn vào năm 2021 là TCB, MBB, ACB và CTG.

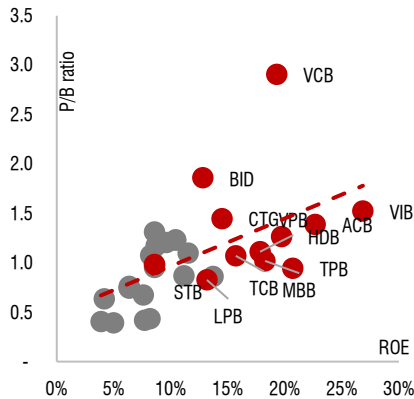
Các yếu tố tác động khác. Chúng tôi thấy một số yếu tố xúc tác có thể hỗ trợ giá cổ phiếu ngân hàng trong năm 2021, bao gồm:

- Việc niêm yết của SeaBank và OCB dự kiến vào quý 1/2021, theo sau là các tên tuổi khác vì mới chỉ có 21 ngân hàng niêm yết trong tổng số 31 NHTMCP.
- Các đợt phát hành riêng lẻ của BID và VCB được kỳ vọng sẽ có nhiều tiền triển.
- Việc bán các công ty con có thể bổ sung vốn cho ngân hàng.

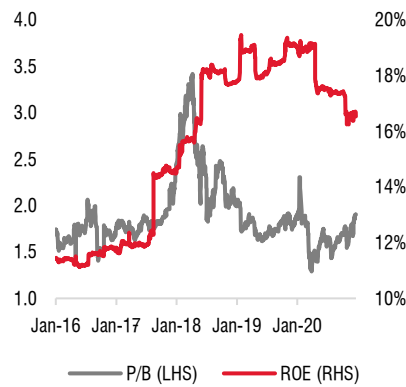
Yếu tố quan trọng – NHTM quốc doanh cuối cùng trong lộ trình IPO. Agribank - ngân hàng lớn nhất về tổng tài sản mới đây đã đề xuất kế hoạch IPO khá hấp dẫn. Thông thường, quá trình IPO mất khoảng hơn hai năm. Kế hoạch mới đề xuất bao gồm cổ phần hóa hai giai đoạn, trong đó trước tiên Agribank sẽ bán 0,5% cổ phần cho cán bộ nhân viên, sau đó niêm yết trên sàn. Trong giai đoạn thứ hai, sau khi các nhà đầu tư có thêm thời gian để thẩm định và / hoặc hiểu biết thêm về ngân hàng, đợt IPO chính thức sẽ được thực hiện với mức

độ minh bạch cao hơn. Đây hiện mới chỉ là một đề xuất, mặc dù chúng tôi rất ủng hộ ý tưởng này. Nếu được thông qua, tỷ trọng của hệ thống ngân hàng trong VNIndex theo quan điểm của chúng tôi sẽ tăng vọt và đây có thể là chất xúc tác mạnh mẽ cho sự tăng trưởng của ngành.

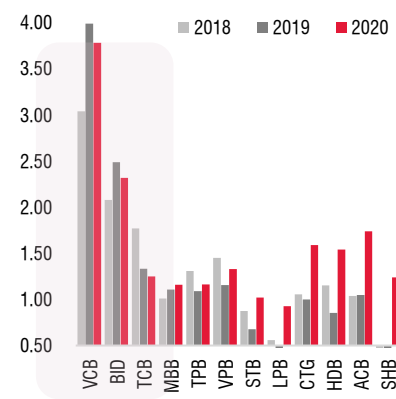
PB và ROE dự phóng 2021 của các ngân hàng trong khu vực



PB và ROE của các ngân hàng niêm yết



Định giá VCB, BID, TCB chưa về mức trước Covid



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Nguồn: Fiinpro, SSI Research

Vấn đề và rủi ro

- Dịch bệnh Covid quay trở lại và Việt Nam tiếp tục trì hoãn việc mở cửa trở lại sẽ dẫn đến tỷ lệ nợ xấu tăng cao, cũng như chi phí tín dụng tăng.
- Vỡ bong bóng bất động sản. Giá nhà đất đã tăng đáng kể trong những năm gần đây và làm tăng sức nóng của thị trường bất động sản.

Ngân hàng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu 1 năm	% tăng giá	2020F		2021F		2021F		
				LNTT	% YoY	LNTT	% YoY	PE	PB	ROE
ACB	KHẢ QUAN	32.800	14,9%	9.461	25,9%	11.276	19,2%	6,73	1,37	22,7%
BID	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	47.100	-1,7%	9.140	-14,8%	13.194	44,4%	18,70	1,86	12,8%
CTG	MUA	41.100	19,0%	10.831	-8,1%	15.503	43,1%	12,83	1,43	14,5%
HDB	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	26.400	11,2%	5.926	18,1%	6.978	17,7%	7,52	1,35	19,7%
LPB	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	13.400	8,1%	2.370	16,2%	2.515	6,1%	7,64	0,83	13,2%
MBB	MUA	27.400	19,1%	10.816	7,8%	12.950	19,7%	6,76	1,09	18,3%
TCB	KHẢ QUAN	38.200	21,3%	16.499	28,5%	18.507	12,2%	7,55	1,24	17,8%
TPB	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	27.400	2,2%	4.095	5,9%	4.655	13,7%	5,88	1,14	20,7%
SHB	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	18.500	8,8%	3.204	5,9%	3.913	22,1%	9,54	1,10	11,5%
STB	KÉM KHẢ QUAN	16.170	-4,3%	3.190	-0,8%	3.672	15,1%	12,97	0,99	9,9%
VCB	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	101.000	3,2%	22.820	-1,3%	27.065	18,6%	19,28	2,91	19,3%
VIB	KÉM KHẢ QUAN	31.500	-2,8%	5.667	38,9%	6.898	21,7%	6,66	1,55	26,8%
VPB	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	33.300	2,5%	11.448	10,8%	12.602	10,1%	7,86	1,29	17,8%

Nguồn: SSI Research

Top cổ phiếu ưa thích:

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Kỹ thương Việt Nam (TCB: HOSE)

- **Giá hiện tại:** 29.900 Đồng/cp; **Giá mục tiêu 1 năm:** 38.200 Đồng/cp
- **Quan điểm đầu tư:**

Bảng cân đối kế toán cải thiện đáng kể: Tính đến Quý 3/2020, TCB có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất, tỷ lệ nợ quá hạn thấp thứ hai (sau ACB) và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu cao thứ hai trong số các ngân hàng niêm yết (sau VCB), do tỷ lệ nợ xấu mới hình thành thấp và trích lập dự phòng lớn trong 9T2020. Tỷ lệ CASA tiếp tục tăng, đạt 38,6% (từ 34,5% năm 2019) - cao nhất trong hệ thống.

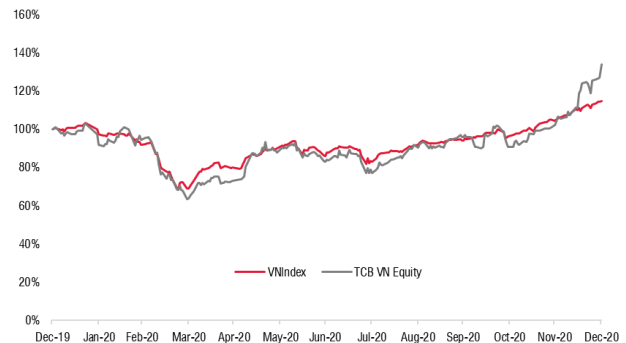
- Tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong năm 2020 và 2021: Chúng tôi dự báo LNTT năm 2020 và 2021 lần lượt là 16,5 nghìn tỷ đồng (+28,5% so với cùng kỳ) và 18,5 nghìn tỷ đồng (12,2% so với cùng kỳ). Chúng tôi tin rằng hoạt động kinh doanh trái phiếu của TCB sẽ tiếp tục phát triển mạnh trong 2-3 năm tới do nhiều doanh nghiệp lớn phát hành trái phiếu trong giai đoạn 2021-2023. TCB đã vượt qua các đối thủ trong việc phân phối các sản phẩm quản lý tài sản cho khách hàng bán lẻ.
- **Rủi ro:** Kinh tế phục hồi thấp hơn dự kiến dẫn đến nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính.
- **Định giá:** Giá mục tiêu 1 năm là 38.200 đồng/cp, dựa trên phương pháp PB với PB mục tiêu điều chỉnh tăng từ 1,2 lần lên 1,5 lần.

Cổ phiếu ưa thích trong ngành: TCB

Vốn hóa (triệu USD)	4.781,69
GTGD TB 3 tháng (triệu USD)	20,49
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	22,51%
PE/PB 2021	8,55/1,28
Tăng trưởng EPS 2021 (%)	12,5%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
ROE 2021 (%)	16,1%

Nguồn: Bloomberg, SSI Research, dữ liệu ngày 31/12/2020

Biến động giá so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Công thương Việt Nam (CTG: HOSE)

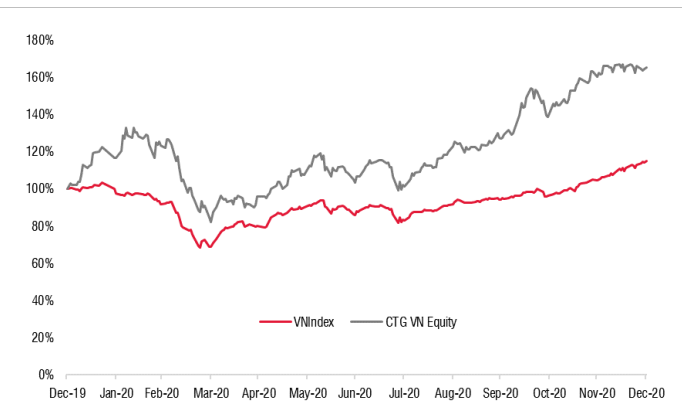
- **Giá hiện tại:** 34.350 Đồng/cp; **Giá mục tiêu 1 năm:** 41.100 Đồng/cp
- **Quan điểm đầu tư:**
- **Triển vọng huy động vốn tươi sáng hơn:** Nghị định 121 đã tạo hành lang pháp lý hỗ trợ cho các NHTMNN huy động vốn và cải thiện tăng trưởng kinh doanh. Ngân hàng đang trong quá trình hoàn tất các thủ tục cần thiết để trả cổ tức bằng cổ phiếu cho năm 2017 và 2018 với tổng tỷ lệ ~ 28,8%. CTG kỳ vọng phát hành vốn cho một đối tác chiến lược trong nước trong trung hạn và cho một nhà đầu tư nước ngoài lớn trong dài hạn, theo lộ trình giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước xuống 51% trong giai đoạn 2021-2025.
- **Quá trình định giá lại vẫn tiếp tục:** Trong quý 4/2020, CTG đã xử lý hết trái phiếu VAMC còn lại. Ngân hàng cũng đã ký một thỏa thuận bancassurance độc quyền với Manulife với mức phí ước tính là 350 triệu USD và ước tính thu nhập từ bancassurance sẽ tăng từ 30% -50% so với cùng kỳ trong 5 năm tới. Chúng tôi nâng dự báo LNTT năm 2020 và 2021 lần lượt lên 10,8 nghìn tỷ đồng (- 8,1% so với cùng kỳ) và 15,5 nghìn tỷ đồng (+43,1% so với cùng kỳ), dựa trên việc giảm trích lập dự phòng và tăng thu nhập từ ngân hàng bán lẻ, bao gồm cả bancassurance.
- **Rủi ro:** Kinh tế phục hồi thấp hơn dự kiến dẫn đến nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính. Chậm trễ trong thủ tục tăng vốn bằng cách phát hành cổ phiếu mới, giảm tỷ lệ sở hữu của Nhà nước.
- **Định giá:** Giá mục tiêu 1 năm là 41.100 đồng/cp, dựa trên phương pháp PB với PB mục tiêu điều chỉnh tăng từ 1,6 lần lên 1,7 lần.

Cổ phiếu ưa thích trong ngành: CTG

Vốn hóa (triệu USD)	5.571,64
GTGD TB 3 tháng (triệu USD)	11,12
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	28,91%
PE/PB 2021	12,83x/1,43x
Tăng trưởng EPS 2021 (%)	43,2%
Tỷ suất cổ tức (%)	5%
ROE 2021 (%)	14,4%

Nguồn: Bloomberg, SSI Research, dữ liệu ngày 31/12/2020

Biến động giá so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB: HOSE)

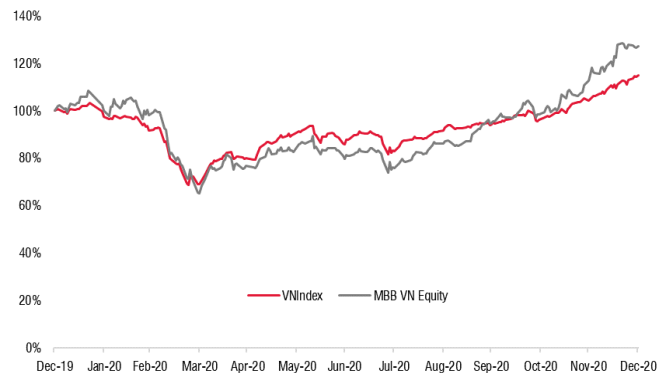
- **Giá hiện tại:** 23.100 Đồng/cp; **Giá mục tiêu 1 năm:** 27.500 Đồng/cp
- **Quan điểm đầu tư:**
 - ✓ **Chất lượng tài sản ổn định trong Q3/2020 và ước tính tiếp tục cải thiện vào năm 2021.** Nợ tái cấu trúc giảm -34% so với quý trước xuống 5,1 nghìn tỷ đồng (1,9% tổng dư nợ) trong Q3/2020. Trong khi đó, nợ xấu (trước khi xóa nợ) giảm -3 điểm cơ bản xuống 1,65% và cho vay Nhóm 2 không đổi ở mức 1,47% (so với 1,49% vào cuối Q2/2020) và nằm trong giới hạn cho phép. Kết quả này phục hồi sớm hơn và tốt hơn ước tính.
 - ✓ **Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ 20% so với cùng kỳ vào năm 2021,** nhờ tăng trưởng thu nhập hoạt động (TOI) +18% và chi phí tín dụng được kiểm soát ở mức 2,18% trong năm (so với 2,11% vào năm 2020).
- **Rủi ro:** Kinh tế phục hồi thấp hơn dự kiến dẫn đến nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính.
- **Định giá:** Giá mục tiêu 1 năm là 27.500 VND, dựa trên phương pháp PB với PB mục tiêu điều chỉnh tăng từ 1,2 lần lên 1,3 lần.

Cổ phiếu ưa thích trong ngành: MBB VN

Vốn hóa (triệu USD)	2.762,45
GTGD TB 3 tháng (triệu USD)	9,68
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	22,92%
PE/PB 2021	6,76/1,09
Tăng trưởng EPS 2021 (%)	19,7%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
ROE 2021 (%)	18,3%

Nguồn: Bloomberg, SSI Research, dữ liệu ngày 31/12/2020

Biến động giá so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB: HOSE)

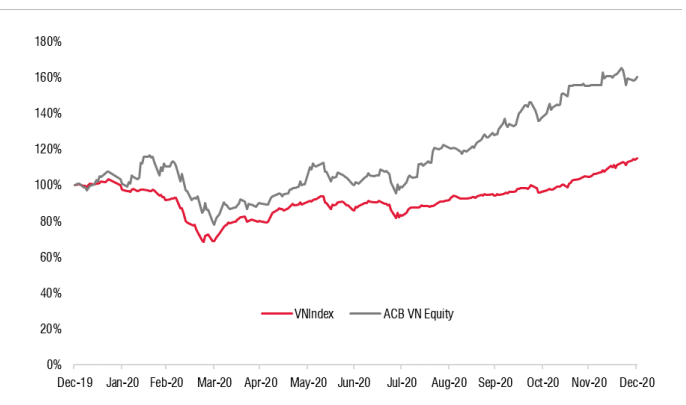
- **Giá hiện tại:** 28.100 Đồng/cp; **Giá mục tiêu 1 năm:** 32.800 Đồng/cp
- **Quan điểm đầu tư:**
 - ✓ **Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong cả năm 2020 và 2021 với ROE cao thứ hai trong số các ngân hàng cùng hệ thống.** Chúng tôi ước tính ACB sẽ tăng trưởng lợi nhuận 25,9% so với cùng kỳ và 19,2% so với cùng kỳ vào năm 2020 và 2021. Tăng trưởng mạnh mẽ nhờ NIM cải thiện 14 bps và thu nhập từ phí hồi phục. Do đó, ROE ước tính đạt 22,7%.
 - ✓ **Thu nhập từ hợp đồng bancassurance độc quyền** sẽ giúp ngân hàng có thêm nguồn vốn mạnh mẽ với chi phí thấp, do đó, tạo điều kiện tăng trưởng cao hơn trong những năm tới.
- **Rủi ro:** Kinh tế phục hồi thấp hơn dự kiến dẫn đến nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính.
- **Định giá:** Giá mục tiêu 1 năm là 32.800 đồng/cp, dựa trên phương pháp PB với PB mục tiêu điều chỉnh tăng từ 1,5 lần lên 1,6 lần

Cổ phiếu ưa thích trong ngành: ACB

Vốn hóa (triệu USD)	2.630,68
GTGD TB 3 tháng (triệu USD)	10,68
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	30%
PE/PB 2021	6,73/1,397
Tăng trưởng EPS 2021 (%)	25,9%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
ROE 2021 (%)	22,7%

Nguồn: Bloomberg, SSI Research, dữ liệu ngày 31/12/2020

Biến động giá so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715