

BSC RESEARCH

Trưởng phòng

Trần Thăng Long
longtt@bsc.com.vn

Chuyên viên thực hiện

Trần Thị Hồng Tươi
tuoiith@bsc.com.vn

Khuyến nghị

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ Trung lập lên **Khả quan** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng, trên cơ sở kết quả kinh doanh và xử lý nợ xấu của các ngân hàng tích cực. Đồng thời, BSC khuyến nghị mua các cổ phiếu MBB, ACB, CTG và VCB.

Điểm nhấn đầu tư

- Kết quả kinh doanh cải thiện, LNST của 10 ngân hàng niêm yết tăng 14% yoy, đạt 26 nghìn tỷ đồng trong năm 2016. 85% TCTD được khảo sát bởi Vụ dự báo thống kê NHNN trong quý 1/2017 kỳ vọng kết quả kinh doanh tiếp tục cải thiện trong năm 2017. Chúng tôi kỳ vọng, các ngân hàng VCB, MBB, ACB tăng trưởng mạnh hoạt động kinh doanh trong năm 2017.
- Kết quả xử lý nợ xấu phân hóa giữa các ngân hàng. Nhiều ngân hàng tích cực tự xử lý nợ xấu. VCB hoàn tất mua lại và trích lập dự phòng toàn bộ nợ xấu đã bán cho VAMC, VIB mua lại 1,336 tỷ đồng nợ xấu của VAMC (34% tổng dư nợ trái phiếu đặc biệt). Trong năm 2017, ACB dự kiến hoàn thành xử lý và dự phòng nợ xấu của nhóm G6; CTG đặt mục tiêu hoàn tất dự phòng nợ xấu đã bán cho VAMC. Ở chiều ngược lại, nợ xấu ở nhiều ngân hàng vẫn còn đáng quan ngại như VNCB, GPbank, Oceanbank, STB, EIB, NVB, SHB...
- Hoạt động của các ngân hàng lành mạnh hơn, thông tin minh bạch hơn. Nợ xấu phản ánh thực chất hơn chất lượng tín dụng của các ngân hàng, không còn chênh lệch giữa con số nợ xấu theo báo cáo của các TCTD và cơ quan giám sát NHNN (nhờ thông tư 02 và 09). Siết chặt cho vay các lĩnh vực có mức độ rủi ro cao, và giảm tình trạng mất cân đối nguồn (thông tư 06). Việc niêm yết các ngân hàng và áp dụng Basel II cũng được kỳ vọng minh bạch hóa thông tin của các ngân hàng.

Các sự kiện quan trọng:

- Tăng tỷ lệ sở hữu tối đa của nhóm nhà đầu tư nước ngoài đối với cổ phiếu ngân hàng. SCB (NHTM CP Sài Gòn) đã được NHNN chấp thuận về mặt chủ trương cho phép bán trên 30% vốn cho đối tác nước ngoài.
- Đề án tái cơ cấu các ngân hàng yếu kém
- Các ngân hàng mới niêm yết được định giá cao so với mức định giá chung của các ngân hàng trên sàn.

Rủi ro.

- Cạnh tranh cao hơn trong phân khúc khách hàng cá nhân
- NIM giảm, lãi suất huy động đầu vào tăng nhanh hơn lãi suất cho vay
- Nợ xấu thực tế của các ngân hàng có thể cao hơn con số báo cáo
- Rủi ro về pháp lý

Mã CK	LNST 2017E (tỷ đ)	EPS 2017 (đ)	P/E FW	P/B	ROE 2017	Giá tại ngày 21/04/2017	Giá mục tiêu
VCB	8,644	2,073	17.13	2.59	17.04%	35,500	41,100
ACB	1,633	1,605	14.14	1.59	9.87%	22,700	27,200
MBB	3,654	2,033	7.11	1.01	14.50%	14,450	23,000
CTG	7,299	1,638	10.44	1.01	11.43%	17,100	20,700

Nguồn: BSC research

Tổng quan ngành Ngân hàng

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ Trung lập lên **Khả quan** đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng, trên cơ sở kết quả kinh doanh và xử lý nợ xấu của các ngân hàng tích cực. Cụ thể:

Kết quả kinh doanh cải thiện	- Tín dụng tăng trưởng tích cực thúc đẩy tăng trưởng thu nhập lãi thuần của các ngân hàng. Tăng trưởng tín dụng của 10 ngân hàng niêm yết là 20%. Thu nhập lãi thuần của nhóm ngân hàng này tăng trưởng 14% yoy, đạt 96 nghìn tỷ đồng, LNST đạt 26 nghìn tỷ đồng trong năm 2016, tăng 14% yoy. - Mảng phi tín dụng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng và đang được các ngân hàng đẩy mạnh. Thu nhập ngoài lãi trên tổng thu nhập hoạt động của các ngân hàng Việt Nam còn thấp, đạt khoảng 20-30%, trong khi đó, con số trung bình của các ngân hàng trên thế giới là 40%. - KQKD được kỳ vọng cải thiện ở nhóm ngân hàng có chất lượng nợ tốt, tích cực xử lý nợ xấu như VCB, MBB, ACB. Hoạt động của các ngân hàng tiếp tục chứng kiến sự phân hóa mạnh, trong khi các ngân hàng như EIB, STB, NVB, SHB tiếp tục phải giải quyết các tồn đọng, nhóm các ngân hàng VCB, MBB, ACB và CTG dự kiến sẽ có sự bứt phá trong năm tới nhờ chất lượng nợ và dự phòng rủi ro chặt chẽ hơn.
Chất lượng tín dụng	- Tỷ lệ xấu của các tổ chức tín dụng đến cuối quý năm 2016 đạt 2.46%. Hầu hết các ngân hàng niêm yết (ngoại trừ STB) đã đưa tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2016 về mức mục tiêu dưới 3%. - Kết quả xử lý nợ xấu phân hóa giữa các ngân hàng. Các ngân hàng đẩy mạnh tự xử lý nợ. VCB hoàn tất mua lại và trích lập dự phòng toàn bộ nợ xấu đã bán cho VAMC. Trong năm 2017, ACB dự kiến hoàn thành xử lý và dự phòng nợ xấu của nhóm G6; CTG đặt mục tiêu hoàn tất dự phòng nợ xấu đã bán cho VAMC. Điều này không chỉ cho thấy quyết tâm của nhóm các ngân hàng trên mà nội lực của nhóm này đã thực sự cải thiện, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được kỳ vọng giảm sau khi các ngân hàng hoàn tất xử lý nợ. Ở chiều ngược lại, nợ xấu ở nhiều ngân hàng vẫn còn đáng quan ngại như VNCB, GPbank, Oceanbank, STB, EIB, NVB, SHB...
Pháp luật Ngân hàng	Hoạt động ngân hàng minh bạch, lành mạnh hơn. Thông tư 02/2013/TT-NHNN và 09/2014/TT-NHNN quy định chặt chẽ hơn về việc phân loại và trích lập dự phòng rủi ro với các nhóm nợ. Thông tư 06/2016/TT-NHNN siết chặt các tỷ lệ về an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng và cho vay kinh doanh bất động sản. Thông tư 41/2016/TT-NHNN quy định việc áp dụng Basel II vào năm 2020. Hàng loạt các thông tư của NHNN cùng với việc giám sát, quản lý chặt chẽ hơn của cơ quan quản lý buộc các ngân hàng thiết lập hệ thống quản trị rủi ro, cải thiện nội lực của chính ngân hàng và minh bạch hơn.
Phân tích rủi ro	(1) Các ngân hàng có thể đối mặt với cạnh tranh cao hơn trong phân khúc Ngân hàng bán lẻ. (2) NIM giảm do lãi suất đầu vào có xu hướng tăng trong khi đó, mặt bằng lãi suất cho vay được định hướng giảm. (3) Rủi ro liên quan đến pháp lý trong hoạt động ngân hàng.

Điểm nhấn 1: Kết quả kinh doanh của các ngân hàng được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong các năm tới.

Đóng vai trò là ngành thúc đẩy sự tăng trưởng của nền kinh tế, kết quả kinh doanh của các ngân hàng biến động “nhảy” với các chu kỳ của nền kinh tế. Với các tín hiệu khả quan của nền kinh tế, GDP được kỳ vọng tăng trưởng 6.7%, thu nhập của người dân tăng, các doanh nghiệp mở rộng sản xuất và kết quả kinh doanh cải thiện sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu vốn tín dụng, dịch vụ phi tín dụng và tăng khả năng thu hồi lãi và vốn vay cho các ngân hàng.

Mở rộng và chuyển hướng sang ngân hàng bán lẻ. Nhiều ngân hàng vốn có thế mạnh trong mảng ngân hàng bán buôn như BID, CTG, VCB đẩy mạnh mảng ngân hàng bán lẻ. Đây là phân khúc thị trường còn nhiều tiềm năng tăng trưởng và thường áp dụng mức lãi suất cao hơn so với phân khúc khách hàng bán buôn. Bằng chứng là các ngân hàng bán lẻ tốt thường có tỷ lệ NIM cao như MBB (3.57%), ACB (3.36%), mảng bán lẻ của VCB cũng mang lại NIM là 3.7% trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu là 0.9%. Do vậy, việc mở rộng hoạt động sang lĩnh vực ngân hàng bán lẻ không chỉ đóng góp vào tăng trưởng tín dụng, dịch vụ mà còn giúp cải thiện NIM, thu nhập lãi cho các ngân hàng này.

Đồng thời, chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của một số ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt, tốc độ xử lý nợ nhanh sẽ giảm trong thời gian tới, như VCB, MBB và CTG, ACB từ năm 2018.

Từ đó, chúng tôi cho rằng, kết quả kinh doanh của các ngân hàng sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2017. Điều này cũng đồng nhất với kết quả của cuộc Điều tra xu hướng kinh doanh của các TCTD do Vụ Dự báo Thống kê NHNN thực hiện trong quý 1/2017. Theo kết quả điều tra, các TCTD cho rằng các nhân tố nội tại và khách quan của môi trường kinh tiếp tục được cải thiện mạnh trong năm 2017 so với năm 2016. 85% TCTD kỳ vọng tình hình kinh doanh cải thiện trong cả năm 2017, trong đó có 20% TCTD được điều tra kỳ vọng cải thiện nhiều và 65% còn lại kỳ vọng cải thiện ít.

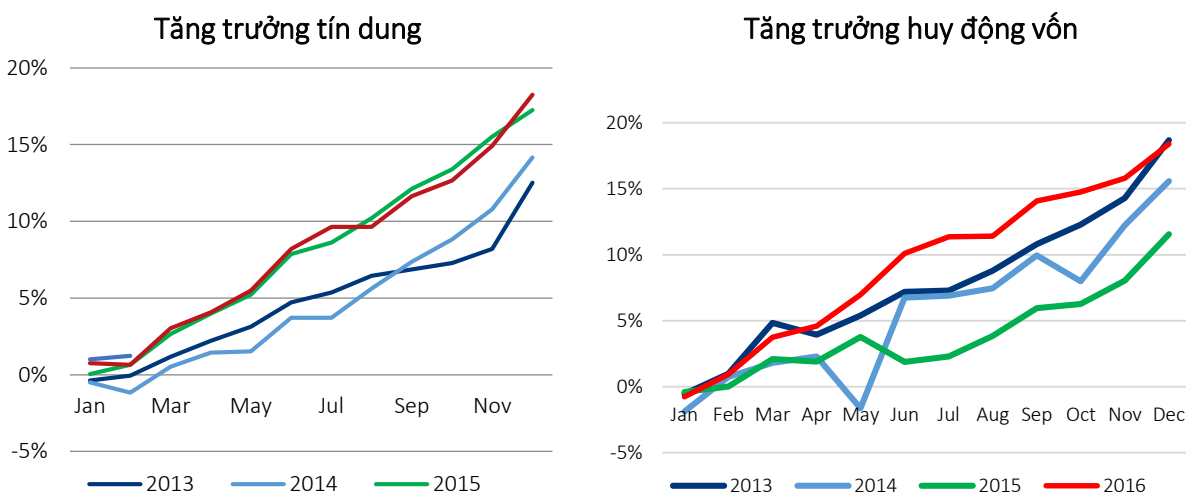
Điểm nhấn 2: Hoạt động lãi tăng trưởng nhanh

Tín dụng vẫn là mảng kinh doanh trọng yếu của ngân hàng. Thu nhập từ lãi chiếm trung bình khoảng 80% tổng thu nhập hoạt động của các ngân hàng thương mại (NHTM). Do vậy, tăng trưởng tín dụng đóng vai trò quan trọng đối với tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng.

Tín dụng tăng trưởng 18.25% trong năm 2016 và tăng tiếp 4.03% tính đến 30/03/2017 (Vụ chính sách tiền tệ). Đây là mức tăng trưởng cao nhất trong 6 năm trở lại đây. Điểm tích cực là các lĩnh vực công nghiệp và thương mại thu hút chính dòng vốn giải ngân, chiếm tỷ trọng lần lượt là 22% và 18%, trong đó, tín dụng thương mại tăng đến 21% trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng, đây là các lĩnh vực có mức độ rủi ro tín dụng thấp hơn so với các khoản

giải ngân vào bất động sản, xây dựng. Chất lượng tín dụng nhờ vậy được kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong thời gian tới.

NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 18% trong năm 2017. Trong đó, NHNN định hướng giảm tăng trưởng tín dụng vào các lĩnh vực có mức độ rủi ro cao như kinh doanh bất động sản thông qua việc nâng tỷ trọng rủi ro của các khoản phải đòi trong lĩnh vực này lên 200% từ 01/01/2017 (thông tư 06/2016/TT-NHNN) và giảm tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn. Một số ngân hàng được dự báo duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong năm tới gồm VCB, MBB, ACB nhờ tỷ lệ cho vay/ huy động tiền gửi, và các tỷ lệ an toàn khác nằm trong ngưỡng cho phép của NHNN và thấp hơn các ngân hàng còn lại (phụ lục 01).



Nguồn: SBV

Thu nhập lãi thuần tăng 14% yoy. Nhờ tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, thu nhập lãi thuần của 10 ngân hàng niêm yết đạt 96 nghìn tỷ đồng, tăng 14% yoy. Mặc dù NIM chịu áp lực giảm như đề cập ở phần sau, chúng tôi vẫn cho rằng tốc độ tăng trưởng tín dụng được đảm bảo sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập lãi thuần của các ngân hàng.

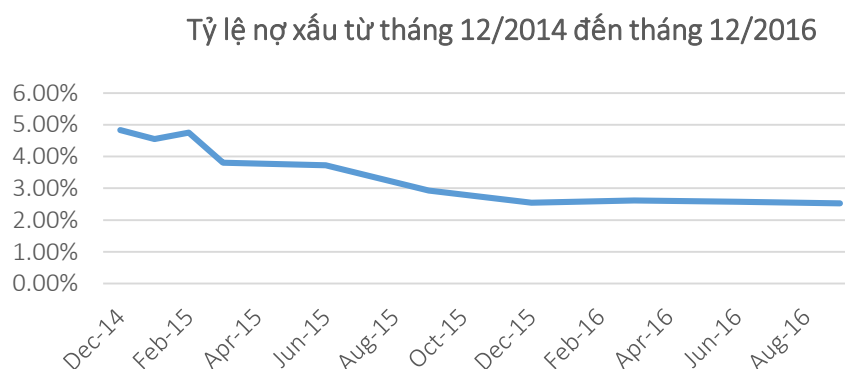
Nhiều ngân hàng tích cực đẩy mạnh mảng phi tín dụng. Một số ngân hàng có tốc độ tăng trưởng hoạt động dịch vụ cao như VIB (+54% yoy), ACB (+27% yoy), MBB (+26% yoy), STB (+20% yoy),... Chúng tôi đánh giá, đây là nguồn thu có tính ổn định, và ít rủi ro hơn so với hoạt động tín dụng. Đồng thời, hoạt động này cung cấp cho khách hàng các gói giải pháp toàn diện hơn, nâng cao trải nghiệm, từ đó, thu hút và giữ chân khách hàng sử dụng các dịch vụ của ngân hàng. So với các ngân hàng trên thế giới, thu nhập từ hoạt động phi tín dụng của các ngân hàng Việt Nam còn thấp, chỉ chiếm khoảng 20% tổng thu nhập hoạt động, trong khi trung bình con số này trên thế giới là 40%. Trong thời gian qua, chúng tôi nhận thấy, các ngân hàng

trong nước có nhiều giải pháp thúc đẩy tăng trưởng mảng này, như phân nhóm khách hàng, tăng các dịch vụ giá trị gia tăng, số hóa dịch vụ và, bán chéo sản phẩm,...

Thu nhập trước dự phòng rủi ro tín dụng tăng 12% yoy, đạt 61 nghìn tỷ đồng trong năm 2016. Một số ngân hàng có tốc độ tăng trưởng thu nhập trước dự phòng cao, bao gồm: NVB (+90% yoy), ACB (+31% yoy), BID (+25% yoy), VCB (+16% yoy), CTG (+13% yoy) và VIB (+12% yoy). Ở chiều ngược lại, một số ngân hàng chứng kiến sự suy giảm là STB (-66% yoy) và EIB (-1% yoy), là các ngân hàng đang phải tái cơ cấu hoạt động kinh doanh, nợ.

Điểm nhấn 3: Nhiều ngân hàng tích cực xử lý nợ xấu

Tỷ lệ xấu của các tổ chức tín dụng đến cuối năm 2016 đạt 2.46%. Hầu hết các ngân hàng niêm yết (ngoại trừ STB) đã đưa tỷ lệ nợ xấu cuối năm 2016 về mức mục tiêu dưới 3%. Số liệu nợ xấu theo báo cáo của các Ngân hàng và con số thanh tra giám sát của NHNN đã trùng nhau, sau khi các ngân hàng tham chiếu số liệu nợ xấu với CIC và thực hiện phân loại nợ xấu theo thông tư 02 và thông tư 09. Số liệu nợ xấu thực tế của cơ quan thanh tra giám sát NHNN đã giảm từ mức 4.83% vào cuối năm 2014 về mức 2.46% vào cuối tháng 12/2016.



Nguồn: SBV

Chúng tôi lưu ý, nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu chưa thể hiện đầy đủ chất lượng nợ của các ngân hàng. Nợ xấu thực tế nằm trong các ngân hàng có thể cao hơn con số này. Một vài số liệu đưa chúng tôi đến nhận định trên bao gồm: (1) Tổng lãi, phí phải thu của các NHTM niêm yết lên đến 79 nghìn tỷ đồng, tương đương 2.97% tổng dư nợ cho vay của 10 ngân hàng nói trên. Một số ngân hàng có tỷ lệ lãi, phí phải thu/ tổng cho vay cao là STB (13.27%), NVB (12.23%). (2) Tổng giá trị nợ xấu, trái phiếu VAMC và tài sản có khác (chúng tôi gọi chung là tài sản nghi ngờ) của nhiều ngân hàng vượt cả vốn chủ sở hữu như NVB (540% VCSH), STB (396% VCSH), SHB (396%), BID (111%) và EIB (98%).

Phần lớn nợ xấu được xử lý bằng chính nguồn lực của các ngân hàng. Tính từ năm 2012 đến tháng 8/2016, tổng nợ xấu do các tổ chức tín dụng tự xử lý là 328 nghìn tỷ đồng, trong đó, sử dụng nguồn dự phòng rủi ro để xử lý rủi ro chiếm 43% tổng nợ tự xử lý và thu nợ từ khách hàng chiếm 33%. Theo Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia, năm 2016, các tổ chức

tín dụng đã xử lý được khoảng 95 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Trong đó, xử lý qua thu hồi nợ, bán tài sản đảm bảo chiếm khoảng 52,6% tổng giá trị nợ xấu được xử lý, qua nguồn dự phòng chiếm 26,6% và bán nợ cho VAMC chiếm 21%.

Kết quả xử lý nợ xấu của nhiều ngân hàng chuyển biến tích cực, một số ngân hàng trích lập dự phòng nhanh hơn dự kiến, bao gồm:

- **VCB hoàn tất trích lập nợ xấu bán cho VAMC.** Trong năm 2016, ngân hàng đã thu hồi được 1,900 tỷ đồng nợ xấu, tiền thu hồi được từ các khoản nợ đã được xóa, bù đắp bằng nguồn rủi ro cao, đạt 2,121 tỷ đồng. Đáng chú ý, VCB đã hoàn thành trích lập dự phòng và mua lại toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2016. Tổng chi phí dự phòng trái phiếu VAMC của VCB trong năm 2016 là 2,632 tỷ đồng, chiếm 41% tổng chi phí dự phòng rủi ro của ngân hàng. Sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro đối với trái phiếu VAMC là 3,228 tỷ đồng.
- **ACB dự kiến hoàn tất xử lý nợ xấu nhóm G6 trong năm 2017.** Như đã đề cập trong các báo cáo triển vọng ngành, rủi ro lớn nhất tính đến năm 2016 của ACB là các khoản nợ, đầu tư trái phiếu của nhóm G6. Ngân hàng đã rất tích cực xử lý các khoản nợ này. Tổng số nợ đã thu hồi, xóa nợ của ACB đối với nhóm G6 trong năm 2016 là 1,854 tỷ đồng. Tổng chi phí dự phòng rủi ro đối với nhóm G6 đạt 1,146 tỷ đồng trong năm 2016. Trong đó, ngân hàng đã chủ động trích lập thêm 800 tỷ đồng (tăng 66%) so so với lộ trình thu hồi nợ đã được NHNN thông qua vào cuối năm 2015 (Công văn 7261). Tổng số nợ còn lại của nhóm G6 phải thu hồi và trích lập dự phòng trong năm 2017 còn lại là 2,016 tỷ đồng, dự kiến sẽ được xử lý toàn bộ trong năm 2017, sớm 1 năm so với lộ trình đã được NHNN phê duyệt năm 2015.
- **CTG dự kiến đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ xấu trong năm 2017.** Tiền thu hồi từ các khoản nợ đã xóa, bù đắp bằng nguồn rủi ro cao, đạt 1,808 tỷ đồng. Dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng dư nợ và dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu tăng lên lần lượt là 1.04% (từ mức 0.85%) và 101.77% (từ mức 92.06%) trong năm 2016. Dự phòng rủi ro chứng khoán đầu tư đến ngày đáo hạn tăng gấp đôi, lên tới 22% trong năm 2016 (bao gồm cả trái phiếu VAMC). Ngân hàng dự kiến trích lập và hoàn tất xử lý nợ xấu đã bán cho VAMC trong năm 2017. Mặc dù điều này có thể làm tăng mạnh chi phí dự phòng rủi ro của ngân hàng trong năm 2017, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tích cực đối với lộ trình xử lý nợ xấu này của ngân hàng. Điều này, sẽ là tiền đề giúp giảm chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của ngân hàng trong thời gian tới.

Chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu tăng 12% yoy, lên tới 27 nghìn tỷ đồng, chiếm 46% tổng thu nhập trước dự phòng. Một số ngân hàng có tốc độ tăng chi phí dự phòng nhanh là NVB (+162% yoy), BID (+63% yoy), SHB (+57% yoy), ACB (+38% yoy),... Tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu của nhiều ngân hàng tiếp tục tăng và ở mức cao như ACB (126%), VCB (119%), MBB (103%) và CTG (102%). Chúng tôi đánh giá, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của VCB, MBB được dự kiến giảm mạnh từ năm 2017 và của ACB, CTG giảm mạnh từ năm 2018.

Điểm nhấn 4: Hoạt động của các NHTM minh bạch và lành mạnh hơn.

Về phân loại nợ, các ngân hàng phải phân loại và trích lập dự phòng rủi ro theo thông tư 02 và thông tư 09, tham chiếu kết quả phân loại nợ đối với từng nhóm khách hàng từ CIC để phân loại lại nợ của khách hàng theo nhóm cao nhất nếu khách hàng đó vay ở nhiều TCTD, chấm dứt việc cơ cấu lại nợ, giữ nguyên nhóm nợ từ 1/4/2015. Điều này làm tăng nhóm nợ của nhiều khoản vay, đã phản ánh sát hơn rủi ro thực tế của khoản vay và loại bỏ chênh lệch về tỷ lệ nợ xấu theo thống kê của cơ quan giám sát NHNN và theo báo cáo của các TCTD.

NHNN định hướng các NHTM giảm cho vay, đầu tư vào các lĩnh vực có mức độ rủi ro cao như cho vay để kinh doanh bất động sản thông qua việc tăng hệ số rủi ro các khoản phải đòi để kinh doanh bất động sản tăng từ 150% lên 200% từ 01/01/2017, giảm tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn từ 60% về 50% vào năm 2017 và về 40% từ năm 2018 (thông tư 06/2016/TT-NHNN). Đồng thời, việc yêu cầu các ngân hàng áp dụng Basel II chính thức vào năm 2020 (thông tư 41/2017/TT-NHNN) với các yêu cầu về quản trị rủi ro chặt chẽ hơn, cũng sẽ định hướng các NHTM giảm cho vay, đầu tư vào các lĩnh vực có mức độ rủi ro cao hơn.

Việc siết chặt tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng để cho vay trung và dài hạn cũng sẽ hạn chế việc mất cân đối trong sử dụng nguồn vốn, đảm bảo khả năng chi trả của các ngân hàng, qua đó, đảm bảo thanh khoản cho các ngân hàng.

Minh bạch thông tin đóng vai trò quan trọng trong hoạt động ngân hàng và đối với các quyết định đầu tư. Một trong 3 trụ cột quan trọng của Basel II là minh bạch thông tin. Do vậy, việc áp dụng Basel II cùng với việc đưa các ngân hàng đã cổ phần hóa lên niêm yết sẽ đóng vai trò quan trọng trong nỗ lực này.

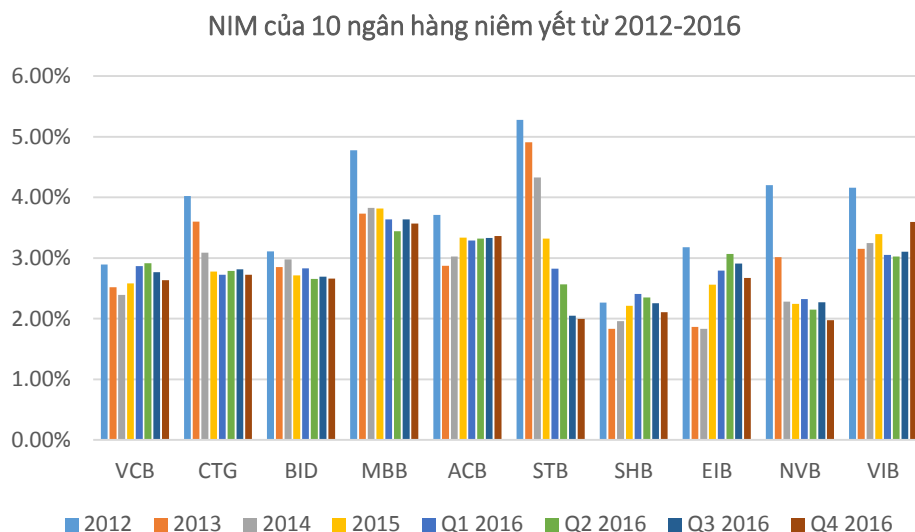
Rủi ro đầu tư

Rủi ro 1: Áp lực giảm NIM của các ngân hàng thương mại

NIM (net interest margin) đo lường chênh lệch giữa hiệu quả sử dụng nguồn vốn đầu ra (cho vay, đầu tư,...) và chi phí lãi đầu vào (huy động tiền gửi, trái phiếu,...). Do đó, NIM phản ánh hiệu quả sử dụng đồng vốn của ngân hàng.

Sức ép giảm NIM của các ngân hàng trong năm 2017. NIM của nhiều ngân hàng có xu hướng giảm nhanh từ năm 2012 trở lại đây. Năm 2017 các ngân hàng tiếp tục đối mặt với rủi ro NIM giảm. Do, (1) Sức ép tăng lãi suất huy động từ các nhân tố vĩ mô như lạm phát dự kiến là 4.5-6% trong năm 2017, USD tăng giá, lãi suất USD tăng,... Trong khi đó, định hướng chính sách của nhà điều hành là tiếp tục giảm lãi suất cho vay trong năm 2017, và cạnh tranh về lãi suất đối với nhóm khách hàng tốt giữa các ngân hàng. (2) Chi phí sử dụng vốn của các ngân hàng tăng khi siết chặt tín dụng bất động sản (lĩnh vực cho vay thường có lãi suất cao hơn), và giảm tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn từ 60% về 50% năm 2017 và tiếp tục giảm về 40% vào năm 2018. Do đó, chúng tôi cho rằng, NIM của hầu

hết các ngân hàng thương mại có thể giảm trong năm 2017. Chỉ một số ngân hàng có cơ cấu cho vay chuyển dịch theo hướng tăng dần nhóm khách hàng có tỷ cá nhân, nhóm khách hàng chấp nhận lãi suất cao hơn như VCB hoặc các ngân hàng đã tích cực xử lý nợ xấu, thoái lãi phải thu trong các năm qua như ACB, EIB được dự báo NIM sẽ duy trì hoặc cải thiện nhẹ trong năm 2017.



Nguồn: BSC search

Rủi ro 2: Nợ xấu thực tế của các ngân hàng vượt ngoài con số báo cáo

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, nợ xấu theo báo cáo của các ngân hàng có thể thấp hơn so với con số nợ xấu thực tế tại các ngân hàng (như đã từng xảy ra trong các năm 2012-2014). Tuy nhiên, với sự ra đời của thông tư 02 và thông tư 09, chênh lệch giữa con số nợ xấu theo báo cáo của cơ quan giám sát NHNN và báo cáo của các NHTM đã được xóa bỏ. Các ngân hàng đẩy mạnh quản trị rủi ro tín dụng, siết chặt cho vay, đẩy mạnh thu hồi, xử lý nợ xấu sau bài học về tăng trưởng nóng. Đồng thời, nền kinh tế tăng trưởng tốt tạo ra nguồn thu nhập tốt để trả nợ cho các khách hàng. Chúng tôi cho rằng, tình trạng nợ xấu thực tế của các ngân hàng đã giảm và minh bạch hơn nhiều.

Rủi ro 3: Cạnh tranh cao hơn, đặc biệt trong phân khúc ngân hàng bán lẻ.

Như đã đề cập ở trên, việc nhiều ngân hàng đẩy mạnh khai thác, phục vụ phân khúc khách hàng cá nhân sẽ làm tăng mạnh tính cạnh tranh trong phân khúc này. Đồng thời, các ngân hàng cũng cạnh tranh khốc liệt đối với các khách hàng tốt, nhóm khách hàng thường xuyên được hưởng mức lãi suất thấp hơn, và các dịch vụ với ưu đãi hơn. Điều này có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của các ngân hàng. Các ngân hàng có thể mạnh về mạng lưới, công nghệ và chất lượng dịch vụ sẽ có lợi thế trong cuộc đua này.

Rủi ro 4: Rủi ro về pháp lý.

Ngân hàng là ngành kinh doanh đặc thù, tương tác đến toàn bộ nền kinh tế, do vậy, chịu sự giám sát và quy định chặt chẽ của pháp luật. Trong khi đó, pháp luật về tài chính ngân hàng thường có sự chỉnh sửa, bổ sung và theo hướng ngày càng chặt chẽ hơn, khiến các ngân hàng phải không ngừng thay đổi để thích nghi. Thêm vào đó, là ngành kinh doanh

nhạy cảm, các vấn đề về pháp lý liên quan đến lãnh đạo của ngân hàng cũng sẽ tác động mạnh mẽ đến hoạt động kinh doanh của các ngân hàng. Điều này cũng được đề cập trong nội dung dự thảo lần 1 Luật hỗ trợ tái cơ cấu các tổ chức tín dụng và xử lý nợ xấu “lãnh đạo là hội đồng quản trị, hội đồng thành viên, tổng giám đốc vi phạm pháp luật, thì ngân hàng cũng bị kiểm soát đặc biệt”.

VCB – Mua – Giá mục tiêu 41,100 đồng/cp, upside 11%

Là ngân hàng dẫn đầu trong nhiều mảng hoạt động. Tính đến cuối năm 2016, tổng số lượng chi nhánh và phòng giao dịch của ngân hàng đạt 494, đứng thứ 4 toàn hệ thống. Tổng dư nợ cho vay đạt 460 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 9% thị phần cho vay. VCB là ngân hàng đứng đầu trong các mảng Tài trợ thương mại và thanh toán Quốc tế (15.5% thị phần), thanh toán nội địa, kinh doanh ngoại tệ và phái sinh, dịch vụ thẻ (30% thị phần về số lượng thẻ tín dụng, 14% thị phần về số lượng thẻ ghi nợ và 44% thị phần về doanh số thanh toán thẻ tín dụng).

Cho vay tăng trưởng tích cực, tăng 19% trong năm 2016, đạt 461 nghìn tỷ đồng. So với các NHTMCP Nhà nước niêm yết, VCB còn nhiều room tăng trưởng tín dụng, do tỷ lệ cho vay/tiền gửi của khách hàng đến cuối năm 2016 là 78%, thấp hơn mức cho phép của NHNN (90%). Ngân hàng đạt mục tiêu tăng trưởng cho vay hàng năm đạt khoảng 17% từ 2017-2020. Theo đánh giá của đại diện VCB, mức tăng trưởng này, mặc dù chậm hơn so với năm 2016, nhưng tránh tăng trưởng nóng, giúp ngân hàng chọn lựa và thẩm định khách hàng chặt chẽ hơn, tiếp tục nâng cao chất lượng tín dụng.

Tiếp tục đẩy mạnh hoạt động ngân hàng bán lẻ. Đây là mảng hoạt động được ngân hàng đầu tư mạnh và đem lại tốc độ tăng trưởng và hiệu quả cao cho VCB. Năm 2016, tăng trưởng huy động của khách hàng SME là 51%, khách hàng cá nhân là 18.6%; tăng trưởng tín dụng của 2 khối này đạt lần lượt là 39% và 51%, nâng tổng cơ cấu tín dụng khách hàng cá nhân và SME lên 35%, đạt khoảng 161 nghìn tỷ đồng. So với hoạt động ngân hàng bán buôn, tỷ lệ nợ xấu của khách hàng bán lẻ thấp hơn (đạt 0.9% trong khi đó tỷ lệ nợ xấu toàn ngân hàng là 1.48%) trong khi đó NIM cao hơn (đạt 3.7% trong khi đó NIM của toàn ngân hàng là 2.63%). Ngân hàng đặt mục tiêu nâng tỷ trọng dư nợ bán lẻ lên 50% trong giai đoạn 2017-2020 từ mức 35% hiện tại. Từ đó, chất lượng nợ và hiệu quả kinh doanh của ngân hàng được kỳ vọng tiếp tục cải thiện.

NIM tăng, đạt 2.63% vào cuối năm 2016. Lợi thế của VCB là nguồn khách hàng lớn, huy động vốn với chi phí rẻ tương đối so với các ngân hàng hoạt động tại thị trường Việt Nam nhờ nguồn tiền gửi không kỳ hạn dồi dào (nguồn vốn có chi phí vốn thấp), chiếm đến 27% tổng cơ cấu tiền gửi, chỉ đứng sau MBB. Trong khi hầu hết các ngân hàng đối mặt với việc suy giảm NIM, con số này của VCB đang có xu hướng tăng từ năm 2014 trở lại đây nhờ (1) đẩy mạnh mảng khách hàng cá nhân và SMEs với NIM cao, đạt 3.7% trong năm 2016. (2) Trong năm 2016, ngân hàng giải ngân khoảng 2 tỷ USD đầu tư trái phiếu Chính phủ với lợi suất cao. (3) Tỷ lệ LDR tăng, giúp giảm chi phí vốn của ngân hàng. Chúng tôi cho rằng, NIM của

ngân hàng sẽ được duy trì trong năm 2017, nhờ việc tiếp tục đẩy mạnh phân khúc ngân hàng bán lẻ và tăng LDR.

Chất lượng tài sản tốt, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được kỳ vọng giảm. Trong số các ngân hàng niêm yết, chúng tôi đánh giá cao chất lượng tài sản của VCB. Đây cũng là ngân hàng tích cực và có tốc độ xử lý, thu hồi nợ xấu nhanh.

- Tổng dư nợ xấu của ngân hàng là 6,836 tỷ đồng vào cuối năm 2016, tương đương với tỷ lệ nợ xấu là 1.48%. Tổng giá trị các tài sản có nghi ngờ (nợ xấu, nợ bán cho VAMC, và tài sản có khác) của VCB theo tính toán của chúng tôi là 19,779 tỷ đồng, tương đương 40.12% vốn chủ sở hữu, thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết.
- VCB là ngân hàng có tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro/tổng nợ xấu ở mức cao, đạt 119% trong năm 2016.
- Đáng chú ý, trong năm 2016, ngân hàng đã xử lý được 5,300 tỷ đồng nợ xấu, trong đó, nợ xấu đã thu hồi được là 1,900 tỷ đồng, tiền thu hồi được từ các khoản nợ đã được xóa, bù đắp bằng nguồn rủi ro cao, đạt 2,121 tỷ đồng. VCB đã hoàn thành trích lập dự phòng và mua lại toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2016. Tổng chi phí dự phòng trái phiếu VAMC của VCB trong năm 2016 là 2,632 tỷ đồng, chiếm 41% tổng chi phí dự phòng của ngân hàng. Với chất lượng tài sản tốt, cùng với việc ngân hàng đã tích cực xử lý các vấn đề nợ xấu, chúng tôi kỳ vọng, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của ngân hàng sẽ giảm mạnh từ năm 2017, giảm 31% trong năm 2017 còn 4,406 tỷ đồng.

Kế hoạch kinh doanh 2017. Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tổng tài sản đạt 11%, tín dụng tăng 15%, huy động vốn từ nền kinh tế tăng 14% và tỷ lệ nợ xấu kiểm soát dưới 2% trong năm 2017. Kế hoạch lợi nhuận trước thuế ngân hàng mẹ đạt 9,200 tỷ đồng (+12% yoy).

Dự báo kết quả kinh doanh 2017. Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2017 là 18%, tỷ lệ nợ xấu là 1.48%, tương đương năm 2016, tỷ lệ bao nợ xấu tăng lên mức 130%. Ở mức độ thận trọng, chúng tôi giả định, NIM năm 2017 đạt 2.63%, tương đương năm 2016. Khi đó, tổng thu nhập lãi thuần của ngân hàng được dự báo đạt 21 nghìn tỷ đồng, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm 31% còn 4,406 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế dự báo là 10,830 tỷ đồng, tăng 27% yoy. EPS 2017 dự kiến là 2,072 đồng/cp (trừ quỹ khen thưởng phúc lợi). Chúng tôi dự báo LNST năm 2018 đạt 10,419 tỷ đồng, tương đương EPS 2018 là 3,419 đồng/cp.

Rủi ro đầu tư. (1) NIM của ngân hàng có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do phát hành trái phiếu dài hạn với lãi suất cao để huy động vốn cấp 2 (năm 2016, VCB phát hành 8 nghìn tỷ đồng trái phiếu dài hạn với lãi suất bằng lãi suất bình quân kỳ hạn 1 năm của 4 NHTM Nhà nước cộng 1%), và giải ngân các gói cho vay ưu đãi với lãi suất thấp hơn mức chung của thị trường. (2) Tỷ lệ CAR hợp nhất của ngân hàng cuối năm 2016 là 11.13%, áp lực huy động vốn có thể khiến ngân hàng chủ động tăng trưởng chậm lại.

ACB – Mua – Giá mục tiêu 27,200 đồng/cp, upside 20%

Hoạt động kinh doanh lãi tăng trưởng tích cực. Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro tín dụng tăng 31% yoy lên mức 2,885 tỷ đồng.

- **Tín dụng tăng trưởng cao, tăng 21.91% trong năm 2016.** Ngân hàng có thể mạnh trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ với dư nợ nhóm khách hàng cá nhân là 88 tỷ đồng, chiếm 53% tổng dư nợ của ngân hàng, tăng 29% yoy. Ngân hàng còn nhiều room tăng trưởng tín dụng nhờ (1) tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất CAR ở mức tương đối cao, đạt 13.19% vào cuối năm 2016; (2) tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn của ngân hàng thấp, đạt 24.27%, tổng dư nợ cho vay/tiền gửi của khách hàng đạt 78%, LDR 2016 là 74.45%, thấp hơn mức tối đa của NHNN 80%; (3) tỷ lệ dự trữ thanh khoản cao, đạt 23% cao hơn nhiều so với mức tối thiểu 10% của NHNN. Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 16%, tương đương mức phân bổ của NHNN cho ACB. Chúng tôi cho rằng, tốc độ tăng trưởng thực tế của ngân hàng có thể cao hơn mức mục tiêu trên và ngân hàng có thể xin NHNN nới trần tăng trưởng tín dụng tương tự năm 2016 (từ mức 18% yoy lên tới 21% yoy).
- **NIM của ngân hàng tiếp tục được cải thiện, tăng lên 3.36% từ mức 3.34% năm 2015** nhờ (1) tăng tỷ lệ cho vay/tiền gửi từ mức 76.6% lên mức 78.9% giúp giảm chi phí sử dụng vốn; (2) cho vay khách hàng cá nhân tăng cao, tăng 29% yoy, kéo lãi suất cho vay khách hàng bình quân từ 8.92% lên 9.4%. (3) Tăng trưởng tiền gửi không kỳ hạn. Hiện tiền gửi không kỳ hạn của ngân hàng còn thấp, chỉ chiếm 15.4% tổng tiền gửi. (4) Lãi suất đang có xu hướng tăng, ngân hàng có nhiều tài sản nhạy cảm lãi suất ngắn hạn, đặc biệt với kỳ hạn từ 1-3 tháng.
- **Thu nhập dịch vụ tăng 27% đạt 944 tỷ đồng** nhờ ngân hàng tích cực đẩy mạnh bán chéo sản phẩm, mở thêm nhiều kênh giao dịch như Ngân hàng ưu tiên, gia tăng tiện ích, dịch vụ thanh toán cho khách hàng qua Payooo, ACB online, Otex nội địa. Đây là nguồn thu nhập có tính ổn định và ít rủi ro hơn so với mảng tín dụng ngân hàng. ACB có lợi thế nhờ phát triển từ ngân hàng bán lẻ, hệ thống khách hàng lớn, dịch vụ tốt.

Tích cực xử lý nợ xấu, tăng mạnh chi phí dự phòng rủi ro đối với nợ nhóm G6 và cả nợ xấu khác.

- Nợ cần chú ý và nợ xấu giảm cả về giá trị tuyệt đối và tương đối. Kết thúc năm 2016, tổng dư nợ cần chú ý và nợ xấu của ngân hàng lần lượt là 3,444 tỷ đồng (-16% yoy) và 1,420 tỷ đồng (-20% yoy), tương đương tỷ lệ nợ xấu là 0.87%, giảm từ mức 1.31% cuối năm 2015. Tổng giá trị các tài sản nghi ngờ của ngân hàng giảm 19% yoy còn 10,892 tỷ đồng, tương đương 4.66% tổng tài sản và 77% vốn chủ sở hữu.
- Tích cực xử lý nợ liên quan đến nhóm G6, một trong những rủi ro lớn nhất của ngân hàng trong năm 2016. Tổng số nợ đã thu hồi, xóa nợ của ACB đối với nhóm G6 trong năm 2016 là 1,854 tỷ đồng. Tổng nợ, đầu tư còn lại của nhóm G6 là 3,934

tỷ đồng (- 33% so với thời điểm cuối năm 2014). Tổng chi phí dự phòng rủi ro đối với nhóm G6 đạt 1,146 tỷ đồng trong năm 2016. Trong đó, ngân hàng đã chủ động trích lập thêm 800 tỷ đồng (tăng 66%) so so với lộ trình thu hồi nợ đã được NHNN thông qua vào cuối năm 2015 (Công văn 7261). Cụ thể, ngân hàng đã trích lập 1000 tỷ đồng đối với số dư trái phiếu của nhóm G6, hoàn tất trích lập 100% số dư trái phiếu này, trích lập 146 tỷ đồng trích lập đối với dư nợ của nhóm này. Tổng dự phòng rủi ro/tổng các khoản nợ, chứng khoán đầu tư, phải thu của nhóm G6 đạt 61%, tăng mạnh từ mức 22% trong năm 2015. Đồng thời, ngân hàng cũng trình NHNN Công văn số 5384/CV-TH.16, về việc trích lập dự phòng bổ sung để rút ngắn lộ trình thu hồi nợ của nhóm G6, kết thúc vào năm 2017 và đã được NHNN thông qua trong công văn số 1044/NNN-TTGSNH.m. Tổng số nợ còn lại của nhóm G6 phải thu hồi và trích lập dự phòng trong năm 2017 còn lại là 2,016 tỷ đồng, dự kiến sẽ được xử lý toàn bộ trong năm 2017.

- Tăng mạnh trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu, quỹ dự phòng rủi ro nợ xấu (không bao gồm dự phòng nợ của nhóm G6) trên tổng nợ xấu tăng lên đến 112%, tăng mạnh từ mức 83% trong năm 2015.

Kế hoạch kinh doanh 2017. Ngân hàng đặt mục tiêu tổng tài sản tăng 16% yoy, tín dụng tăng trưởng đến mức được NHNN phân bổ là 16% yoy, tỷ lệ nợ xấu dưới 2%. Lợi nhuận trước thuế kế hoạch đạt 2,205 tỷ đồng (+32.27% yoy). Kết thúc quý 1/2017, lợi nhuận trước thuế của ngân hàng ước đạt 595 tỷ đồng, hoàn thành 27% kế hoạch năm 2017.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017. Chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng của ngân hàng là 18% trong năm 2017, tăng trưởng huy động vốn là 16%, tương đương với LDR là 80%. Tỷ lệ nợ xấu là 0.88%, dự phòng rủi ro nợ xấu (không bao gồm dự phòng rủi ro nợ xấu nhóm G6)/tổng nợ xấu tương đương năm 2016 là 112%, ngân hàng trích lập dự phòng toàn bộ đối với dư nợ cho vay của nhóm G6, trích lập toàn bộ dư nợ còn lại của trái phiếu đặc biệt. Khi đó, thu nhập lãi thuần của ngân hàng được dự báo đạt 8,136 tỷ đồng (tăng 18% yoy), chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu là 1,711 tỷ đồng (tăng 41% yoy). Lợi nhuận trước thuế được dự báo đạt 2,041 tỷ đồng (tăng 24% yoy, tương đương EPS 2017 là 1,605 đồng/cp (sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi).

Rủi ro. (1) Ngân hàng không thực hiện được lộ trình rút ngắn thời gian thu hồi, trích lập và xử lý nợ xấu nhóm G6 như kế hoạch đề ra năm 2016. (2) Cạnh tranh mạnh trong phân khúc ngân hàng bán lẻ làm giảm lãi suất cho vay đầu ra, và ảnh hưởng tiêu cực hoạt động phi tín dụng ngân hàng.

MBB – Mua – Giá mục tiêu 23,000 đồng/cp, upside 48%

Cho vay và thu nhập từ cho vay tăng trưởng cao. Cho vay khách hàng tăng 24% trong năm 2016, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Thu nhập lãi từ cho vay khách hàng và các TCTD tăng 29% nhờ tăng trưởng cho vay khách hàng và lãi suất bình quân các khoản cho vay tăng nhẹ từ 6.42% lên 6.82%. Năm 2016, ngân hàng đã rất tích cực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, tỷ lệ cho vay/tiền gửi đạt mức cao nhất kể từ năm 2012, tăng từ mức 67% năm 2015 lên tới 77% trong năm 2016. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay của ngân hàng tiếp tục đạt mức cao trong thời gian tới nhờ (1) tỷ lệ cho vay/tiền gửi của khách hàng thấp hơn so với mức tối đa của NHNN (80%), (2) hệ số CAR đạt 10.82 %.

Đẩy mạnh hoạt động ngoài lãi. Trong khi tăng trưởng thu nhập lãi của ngân hàng chỉ đạt 9%, thu nhập thuần từ dịch vụ tăng tốc, tăng 26% trong năm 2016. So với các ngân hàng khác, mảng kinh doanh này của MBB còn chiếm tỷ trọng nhỏ (7%) trong tổng thu nhập và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Hiện MBB đang rất tích cực đẩy mạnh thu nhập phi tín dụng thông qua bán chéo sản phẩm, và giao thêm chi tiêu phi tín dụng cho các nhân viên của ngân hàng.

Chi phí vốn đầu vào rẻ, NIM cao, đạt 3.57% trong năm 2016, chỉ đứng sau VIB. Tiền gửi không kỳ hạn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tiền gửi của ngân hàng, đạt 34% trong năm 2016, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Do đó, chi phí lãi bình quân tiền gửi của ngân hàng thấp, đạt 3.46% trong năm 2016.

Tuy nhiên, NIM của ngân hàng đang giảm từ mức 3.83% năm 2014 và 3.81% năm 2015 xuống còn 3.57% trong năm 2016. Mặc dù lãi suất bình quân các khoản cho vay tăng nhẹ, nhưng lãi suất bình quân các khoản đầu tư của ngân hàng giảm mạnh, từ mức 11.15% năm 2014 và 9.06% trong năm 2015 xuống còn 7.17% trong năm 2016. Điều này là do các khoản đầu tư trái phiếu Chính phủ lãi suất cao từ năm 2012 đang dần đáo hạn. Hầu hết các trái phiếu lợi suất cao này đã đáo hạn trong năm 2016 và không còn tác động nhiều đến NIM của ngân hàng trong năm 2017.

Chất lượng tài sản tốt, quản trị rủi ro chặt chẽ. Tỷ lệ nợ xấu cuối năm đạt 1.32%, tổng nợ xấu gần như không đổi so với năm 2015, tuy nhiên, nợ nhóm 5 đã giảm mạnh, giảm 43% yoy còn 615 tỷ đồng. Tổng tài sản có nghi ngờ của ngân hàng cuối năm 2016 là 18,247 tỷ đồng, chiếm 74% vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu cao, đạt 103%. Năm 2016, việc sáp nhập SDF vào MBB đã làm ảnh hưởng đến chất lượng tài sản của ngân hàng, tuy nhiên, các chỉ tiêu về chất lượng tài sản, chất lượng tín dụng vẫn đang được ngân hàng quản trị chặt chẽ. Chúng tôi kỳ vọng, chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của ngân hàng sẽ giảm mạnh trong các năm sắp tới.

Hiệu quả kinh doanh được kỳ vọng cải thiện. Ngân hàng kỳ vọng ROE đạt 15% trong 3 năm tới, tăng từ mức 12% hiện tại. (1) NIM được kỳ vọng tăng như đã đề cập ở trên. (2) Tăng năng suất đối với từng nhân viên. Ngân hàng định hướng phát triển mạnh các mảng tín dụng và phi tín dụng trong thời gian tới, đẩy mạnh bán chéo sản phẩm và giao chỉ tiêu doanh thu đối với từng nhân viên ngân hàng. Điều này được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh tăng

trường thu nhập cho ngân hàng. Trong khi đó, với lợi thế nền tảng công nghệ tốt, tập khách hàng lớn là các công ty, cán bộ trong quân đội và khách hàng từ Viettel, cho phép công ty tiếp tục mở rộng khách hàng, cung cấp chuyên sâu các dịch vụ tiện ích cho khách hàng mà không tốn thêm nhiều chi phí cho việc mở rộng mạng lưới, chi nhánh và tuyển thêm nhân viên. Do vậy, CIR (tỷ lệ chi phí/thu nhập hoạt động của ngân hàng được kỳ vọng duy trì ổn định và cải thiện trong thời gian tới). Hiện CIR của ngân hàng là 42%, thấp hơn hầu hết các ngân hàng niêm yết (trừ VCB).

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017. MBB đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 4,532 tỷ đồng (tăng 24% yoy) trong năm 2017. Với giả định cho vay tăng trưởng 20%, tỷ lệ nợ xấu đạt 1.32% trong năm 2017, tỷ lệ bao nợ xấu là 105%, chúng tôi dự báo, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng năm 2017 của ngân hàng là 1,641 tỷ đồng (-19% yoy). Lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 4,536 tỷ đồng (+24% yoy), tương đương EPS 2017 là 2,033 đồng/cp.

Rủi ro đầu tư. (1) Sáp nhập SDF vào MBB làm tăng nợ xấu, nợ bán cho VAMC, trái phiếu doanh nghiệp và các tài sản có khác của ngân hàng, từ đó làm tăng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy, mức độ ảnh hưởng này không nhiều do quy mô của SDF nhỏ hơn nhiều so với MBB và ngân hàng vẫn đang tích cực trích lập và xử lý các tài sản từ SDF. (2) NIM của ngân hàng tiếp tục giảm do các trái phiếu lợi suất cao đáo hạn. (3) Cạnh tranh cao hơn trong phân khúc ngân hàng bán lẻ. (4) Chi phí hoạt động của ngân hàng tăng cao, CIR tăng từ mức 39% trong năm 2015 lên tới 42% trong năm 2016 do sáp nhập SDF và tăng nhân viên. Tuy nhiên, ngân hàng vẫn đang duy trì được tỷ lệ CIR thấp hơn các ngân hàng niêm yết, (chỉ cao hơn VCB) và kỳ vọng giảm CIR trong thời gian tới.

CTG – Mua – Giá mục tiêu 20,700 đồng/cp, upside 21%

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu CTG với giá mục tiêu là 22,600 đồng/cp. Ngày 21/04/2017, cổ phiếu CTG được giao dịch tại mức giá 17,100 đồng/cp, tương đương P/E FW là 10.44x và P/B là 1.01x, tương đối rẻ so với mức định giá của các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam (P/E và P/B trung vị lần lượt là 14.65x và 1.01x).

Cho vay và thu nhập từ cho vay tăng cao trong năm 2016. Cho vay khách hàng tăng 23% yoy, lên tới 662 nghìn tỷ đồng. Cho vay khách hàng là các TCTD khác đạt 94 nghìn tỷ đồng, tăng 43% yoy trong năm 2016. Thu lãi từ cho vay khách hàng và các TCTD tăng mạnh, tăng 31% trong năm, lãi suất cho vay bình quân tăng nhẹ từ 6.48% lên 6.93%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, tăng trưởng cho vay khách hàng của ngân hàng có thể chậm lại trong thời gian tới, nếu ngân hàng chưa tăng được vốn. Do (1) tỷ lệ cho vay/tiền gửi của CTG đạt 101% vào cuối năm 2016, trong khi đó tỷ lệ LDR tối đa đối với ngân hàng là 90%; (2) tỷ lệ CAR đạt 10.4% vào cuối năm 2016. Chúng tôi cũng cho rằng, trong thời gian tới, ngân hàng có thể đẩy mạnh đầu tư trái phiếu nợ nhằm duy trì tăng trưởng tín dụng trong bối cảnh LDR của ngân hàng cao.

Ngân hàng lên kế hoạch trích lập hoàn toàn nợ xấu đã bán cho VAMC vào năm 2017. Tỷ lệ nợ xấu thấp, đạt 1.02% vào cuối năm 2016. Tổng số tiền thu hồi từ các khoản nợ đã xử lý, bù đắp bằng nguồn dự phòng đạt 1,808 tỷ đồng trong năm 2016. Sử dụng dự phòng để xử lý nợ xấu đạt 671 tỷ đồng trong năm 2016. Tuy nhiên cả 2 số liệu về xử lý nợ xấu này của ngân hàng đều giảm so với năm 2015. Dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng dư nợ và dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu tăng lên lần lượt là 1.04% (từ mức 0.85%) và 101.77% (từ mức 92.06%) trong năm 2016. Dự phòng rủi ro chứng khoán đầu tư đến ngày đáo hạn tăng gấp đôi, lên tới 22% trong năm 2016 (bao gồm cả trái phiếu VAMC). Ngân hàng dự kiến trích lập và hoàn tất xử lý nợ xấu đã bán cho VAMC trong năm 2017. Mặc dù điều này có thể làm tăng mạnh chi phí dự phòng rủi ro của ngân hàng trong năm 2017, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tích cực đối với lộ trình xử lý nợ xấu này của ngân hàng. Điều này, sẽ là tiền đề giúp giảm chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu của ngân hàng trong thời gian tới.

Tuy nhiên, chất lượng nợ của CTG vẫn cần chú ý. (1) Tổng quy mô nợ cần chú ý và nợ xấu tăng lần lượt là 73% (lên 5,559 tỷ đồng) và 36% lên 6,743 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu tăng từ 0.92% lên tới 1.02%. (2) Lãi, phí phải thu cao, đạt 14,208 tỷ đồng, chiếm 2.15% tổng dư nợ. Tổng tài sản có nghi ngờ theo tính toán của chúng tôi là 43,075 tỷ đồng, chiếm 68% vốn chủ sở hữu của ngân hàng.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017. Kế hoạch lợi nhuận trước thuế đạt 8,800 tỷ đồng, tăng 3% yoy, tương đương EPS 2017 là 1,568 đồng/cp. Chúng tôi giả định cho vay khách hàng tăng trưởng 15% trong năm 2017, tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức 1.02%, tỷ lệ bao nợ xấu tăng lên 105%, ngân hàng trích lập một phần trái phiếu đặc biệt, tỷ lệ NIM giảm còn 2.65%, CIR ở mức 49%. Khi đó, thu nhập lãi thuần của ngân hàng được dự báo đạt 25,238 tỷ đồng, thu nhập từ dịch vụ tăng 14%, đạt 1,924 tỷ đồng, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng 28% lên mức 6,415 tỷ đồng. Lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 9,124 tỷ đồng (+7% yoy), tương đương EPS 2017 là 1,638 đồng/cp.

Rủi ro đầu tư. (1) Ngân hàng không thực hiện được kế hoạch hoàn tất trích lập và mua lại toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2017. (2) Tăng trưởng cho vay đầu ra có thể chậm lại. (3) NIM tiếp tục giảm. NIM của CTG liên tục giảm từ năm 2011 trở lại đây, đạt 2.72% vào năm 2016, giảm từ mức 2.78% năm 2015. NIM của ngân hàng đối mặt với áp lực giảm, do (a) Lãi suất huy động đầu vào có xu hướng tăng trong khi đó, NHNN tiếp tục điều hành giảm lãi suất cho vay đầu ra; (b) Tăng đầu tư trái phiếu dài hạn trong khi đó, lãi suất đầu tư thường thấp hơn lãi suất cho vay khách hàng; (c) Phát hành trái phiếu dài hạn, tăng vốn cấp 2 với lãi suất cao. (4) Rủi ro nợ xấu và chất lượng tài sản suy giảm sau sáp nhập PGbank. Với quy mô nhỏ, vốn điều lệ đạt 3,000 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu là 3,432 tỷ đồng, tổng dư nợ cho vay của PGbank đạt 16,978 tỷ đồng, trong đó, nợ xấu là 462 tỷ đồng (2.7%), lãi phí phải thu lên tới 622 tỷ đồng và tổng dư nợ trái phiếu VAMC lên tới 2,042 tỷ đồng, nâng tổng tài sản nghi ngờ lên trên 3,124 tỷ đồng, chiếm 13.52% tổng tài sản của PGbank vào thời điểm 30/9/2016. (5) CIR tiếp tục tăng, hiện tỷ lệ CIR tại ngân hàng đã tăng lên mức 49% so với năm 2015 là 47%.

Phụ lục 01: Kết quả kinh doanh và chất lượng tài sản của các NH niêm yết

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB
Quy mô										
Vốn điều lệ (tỷ đ)	35,978	37,234	34,187	17,127	9,377	18,852	11,197	12,355	3,010	5,644
VCSH (tỷ đ)	49,295	62,972	44,217	24,524	14,063	23,407	13,283	13,448	3,260	8,743
Tổng tài sản (tỷ đ)	788,169	948,699	1,006,635	256,259	233,681	333,295	234,786	128,784	69,011	104,548
Vốn chủ sở hữu/TTS	6%	7%	4%	10%	6%	7%	6%	10%	0%	8%
Tăng trưởng (so với đầu năm)										
Tăng trưởng tài sản	17%	22%	18%	16%	16%	14%	15%	3%	43%	24%
Tăng trưởng cho vay	19%	23%	21%	24%	22%	7%	24%	3%	135%	26%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	18%	33%	29%	7%	18%	12%	12%	4%	23%	11%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	78%	101%	100%	77%	79%	68%	97%	85%	61%	102%
Chất lượng tài sản										
Tỷ lệ nợ xấu	1%	1%	2%	1%	1%	5%	2%	3%	2%	3%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.76%	1.04%	1.38%	1.36%	1.10%	1.23%	1.10%	1.23%	1.15%	1.45%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	118.86%	101.77%	70.65%	103.18%	126.49%	22.90%	56.89%	41.66%	74.46%	56.23%
Lãi, phí phải thu/Tổng cho vay	1.25%	2.15%	1.30%	1.94%	1.98%	13.27%	5.05%	0.97%	12.23%	2.17%
Tài sản nghi ngờ	19,779	43,075	48,906	18,247	10,892	92,695	28,136	13,229	17,597	5,527
% TTS	2.5%	4.5%	4.9%	7.1%	4.7%	27.8%	12.0%	10.3%	25.5%	5.3%
% VCSH	40%	68%	111%	74%	77%	396%	212%	98%	540%	63%
Hiệu quả kinh doanh (lũy kế)										
% Thu nhập lãi thuần	74%	85%	78%	81%	91%	73%	84%	60%	90%	77%
LN thuần trước chi phí DPRRTD (tỷ đ)	14,928	13,552	17,008	5,681	2,885	1,232	2,488	1,480	211	1,304
% yoy	16%	13%	25%	7%	31%	-66%	34%	-1%	90%	12%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	6,410	5,022	9,274	2,030	1,218	700	1,323	1,089	195	602
% vs lợi nhuận trước dự phòng	43%	37%	55%	36%	42%	57%	0%	74%	0%	46%
LNST (tỷ đ)	6,826	6,805	6,159	2,863	1,325	373	939	309	13	562
% yoy	28%	19%	6%	15%	29%	-68%	18%	672%	104%	8%
NIM (TTM)	3%	3%	3%	4%	3%	2%	2%	3%	2%	4%
CIR	40%	49%	45%	42%	62%	114%	51%	60%	80%	62%
ROA (TTM)	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	1%
ROE (TTM)	14%	11%	14%	12%	10%	2%	8%	2%	0%	6%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,597	1,505	1,408	1,706	1,293	251	921	251	-	995
Giá trị ghi sổ	13,702	16,913	12,934	14,318	14,264	15,760	13,026	10,939	10,952	15,489
Định giá										
P/E	22.23	11.36	11.76	8.47	17.55	44.85	8.25	43.58		14.65
P/B	2.59	1.01	1.28	1.01	1.59	0.71	0.58	1.00	0.39	1.01

Nguồn: BSC research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tuần. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

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

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

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

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>

