

Báo cáo Ngành – Ngân hàng

Ngày 15/07/2021



Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

NGÀNH NGÂN HÀNG – ĐIỂM SÁNG TRONG BỐI CẢNH DỊCH BỆNH

Với vai trò trụ cột của nền kinh tế, hệ thống ngân hàng vẫn cho thấy khả năng sinh lời tốt và tốc độ tăng trưởng cao bất chấp đại dịch Covid-19. Nhóm các ngân hàng có bảng cân đối vững chắc, kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ và định giá vẫn còn ở mức hợp lý sẽ là những cơ hội đầu tư đáng tin cậy trong bối cảnh dịch bệnh vẫn đang nhen nhóm.

Ngân hàng là một trong những ngành chống chịu tốt nhất trước dịch Covid-19, nhờ:

- (1) Chính sách tín dụng chặt chẽ hơn giai đoạn trước giúp giảm rủi ro tín dụng và giảm nợ xấu phát sinh mới;
- (2) Xu hướng cho vay bán lẻ giúp rủi ro được phân tán; và
- (3) Dư nợ tại các lĩnh vực bị ảnh hưởng nặng bởi dịch bệnh (du lịch, nhà hàng, khách sạn,...) chỉ chiếm tỷ trọng thấp.

Không những vậy, dịch bệnh còn khiến lãi suất huy động đầu vào giảm và CASA tăng lên, qua đó giúp NIM được cải thiện và lợi nhuận của các ngân hàng tăng trưởng mạnh mẽ.

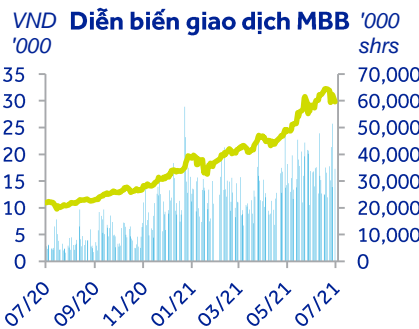
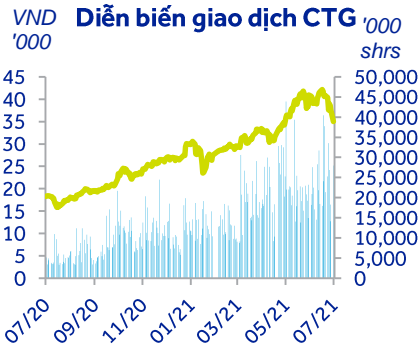
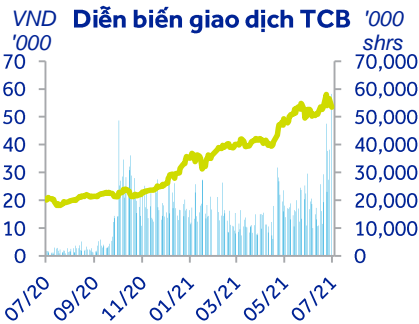
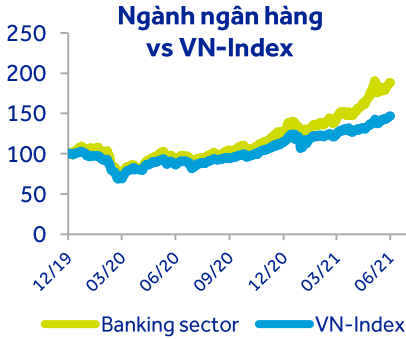
Chúng tôi kỳ vọng tích cực đối với kết quả kinh doanh của ngành ngân hàng trong năm 2021 nhờ:

- (1) Tăng trưởng tín dụng hồi phục;
- (2) NIM mở rộng nhờ CASA được cải thiện;
- (3) Thu nhập dịch vụ cải thiện nhờ hoa hồng và phí trả trước từ các thỏa thuận bancassurance; và
- (4) Chi phí dự phòng sẽ ở mức thấp do các ngân hàng đã trích lập dự phòng khá đầy đủ và chi phí dự phòng cho các khoản nợ tái cơ cấu sẽ không quá đáng kể.

Phần lớn kỳ vọng lạc quan về kết quả kinh doanh năm 2021 đã được phản ánh vào giá cổ phiếu của ngân hàng. Hiện tại, P/E và P/B của ngành ngân hàng lần lượt là 14,1 lần và 2,4 lần, không khác biệt nhiều so với lịch sử 5 năm, và với ROE của ngành ngân hàng là 18,6% và kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận cao (chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng 46,9 % đối với các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị), chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của ngành ngân hàng là khá hợp lý.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh khả quan trong Q4/2020-Q1/2021 và kỳ vọng lạc quan cho năm 2021 đã được phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi ngành ngân hàng và các đợt điều chỉnh của thị trường sẽ là cơ hội gia tăng tỷ trọng cho nhóm cổ phiếu ngân hàng trong danh mục.

Chúng tôi lựa chọn TCB, CTG và MBB với kỳ vọng (1) kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trên nền tảng cân đối vững mạnh, (2) định giá vẫn còn ở mức hấp dẫn và (3) tình hình vĩ mô ổn định tạo điều kiện thuận lợi cho các ngân hàng duy trì khả năng sinh lời và tốc độ tăng trưởng cao.



MỤC LỤC

TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG	4
Chỉ số tài chính của các ngân hàng tại 1Q2021.....	4
Ngành ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam, vốn vẫn phụ thuộc nhiều vào tín dụng.....	5
Số lượng ngân hàng lớn nhưng mức độ cạnh tranh không quá khốc liệt.....	6
Ngân hàng vẫn là kênh dẫn vốn chủ đạo của nền kinh tế.....	7
Chất lượng tài sản ngày càng cải thiện	8
Hiệu quả hoạt động cải thiện giúp CIR trong xu hướng giảm	9
Tỷ lệ an toàn vốn cải thiện nhưng vẫn còn mỏng so với khu vực	10
TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG	11
Tăng trưởng tín dụng vẫn cao hơn tăng trưởng GDP.....	11
Thanh khoản hệ thống vẫn dồi dào và ổn định, hỗ trợ cho lãi suất duy trì ở mức thấp.....	12
NIM vẫn còn dư địa để mở rộng	14
Chi phí dự phòng tín dụng có thể giảm trong năm 2021.....	15
Thu nhập ngoài lãi vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng	17
CƠ HỘI ĐẦU TƯ	18
Kết quả kinh doanh năm 2021 tăng trưởng mạnh mẽ sẽ là động lực cho giá cổ phiếu ngân hàng	18
Định giá đang ở mức nào?	19
NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM.....	21
NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM	24
NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM.....	27
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN QUÂN ĐỘI	30
NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN	32
LIÊN HỆ.....	34
KHUYẾN CÁO	35



TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG

Chỉ số tài chính của các ngân hàng tại 1Q2021

Đơn vị: tỷ đồng

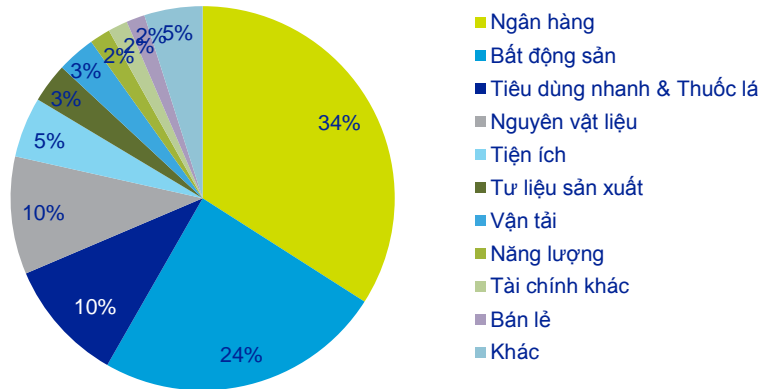
Mã CK	Sàn	Vốn hóa (14/7/2021)	Tổng tài sản (Q1/2021)	VCSH (Q1/2021)	Tỷ lệ nợ xấu (Q1/2021)	Tỷ lệ nợ quá hạn (Q1/2021)	Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (Q1/2021)	ROA	ROE
VCB	HOSE	377.564	1.278.966	101.008	0,9%	1,4%	279%	1,7%	22.1%
TCB	HOSE	178.750	462.823	79.093	0,4%	1,0%	219%	3,4%	19.6%
CTG	HOSE	171.338	1.343.985	91.837	0,9%	1,3%	155%	1,4%	20.8%
BID	HOSE	161.955	1.558.887	82.263	1,8%	3,0%	108%	0,6%	10.4%
VPB	HOSE	150.967	436.241	55.995	3,5%	9,2%	44%	2,7%	21.9%
MBB	HOSE	109.005	510.957	53.724	1,3%	2,1%	127%	2,2%	20.4%
ACB	HOSE	85.787	449.515	37.929	0,9%	1,2%	120%	2,0%	25.2%
VIB	HOSE	68.960	257.866	19.326	1,7%	4,0%	62%	2,3%	30.3%
SHB	HNX	52.037	418.408	25.612	1,9%	4,0%	59%	0,8%	14.2%
HDB	HOSE	49.420	325.821	26.411	1,5%	2,8%	69%	1,7%	20.2%
STB	HOSE	47.946	497.428	29.734	1,5%	1,9%	107%	0,6%	9.4%
SSB	HOSE	46.174	184.321	14.225	1,8%	1,9%	63%	0,9%	12.6%
TPB	HOSE	35.365	216.153	17.950	1,2%	2,9%	134%	1,9%	23.8%
EIB	HOSE	32.580	160.953	16.993	2,3%	3,1%	53%	0,6%	5.3%
MSB	HOSE	32.049	186.908	17.781	1,9%	3,3%	55%	1,5%	16.2%
OCB	HOSE	29.123	160.297	18.463	1,7%	5,5%	63%	2,6%	21.8%
LPB	HOSE	28.713	245.208	15.109	1,4%	2,6%	94%	1,0%	16.0%
BAB	HNX	16.154	108.809	8.547	0,4%	0,5%	257%	0,6%	7.7%
ABB	UPCOM	11.939	98.009	9.324	2,0%	3,5%	53%	1,2%	14.0%
NAB	UPCOM	8.749	137.552	6.967	0,9%	1,3%	96%	0,8%	17.0%
VBB	UPCOM	7.762	94.499	5.388	1,9%	2,4%	54%	0,3%	4.2%
BVB	UPCOM	7.526	61.093	4.025	2,8%	3,9%	44%	0,4%	6.3%
KLB	UPCOM	7.130	61.942	4.443	1,6%	2,2%	57%	1,1%	15.0%
NVB	HNX	6.738	81.185	4.284	1,5%	2,8%	75%	0,0%	0.3%
PGB	UPCOM	5.722	36.882	3.995	2,6%	3,4%	33%	0,5%	4.5%
SGB	UPCOM	5.136	22.461	3.675	1,6%	2,4%	50%	0,5%	2.9%
Trung vị		38,334	201.530	17.866	1.6%	2,7%	65,9%	1,0%	15,5%
Trung vị các ngân hàng đang niêm yết HOSE		67,108	381.031	28.073	1.5%	2,7%	100,7%	1,7%	20,3%

Nguồn: Fiinpro, ACBS

Ngành ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam, vốn vẫn phụ thuộc nhiều vào tín dụng

Ngân hàng là một trong những ngành đáng chú ý nhất khi đầu tư tại Việt Nam do có quy mô lớn và ít chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Trong cơ cấu VN-Index, ngành ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất cả về vốn hóa (34,0% tại ngày 30/6/2021) và lợi nhuận (43,3%).

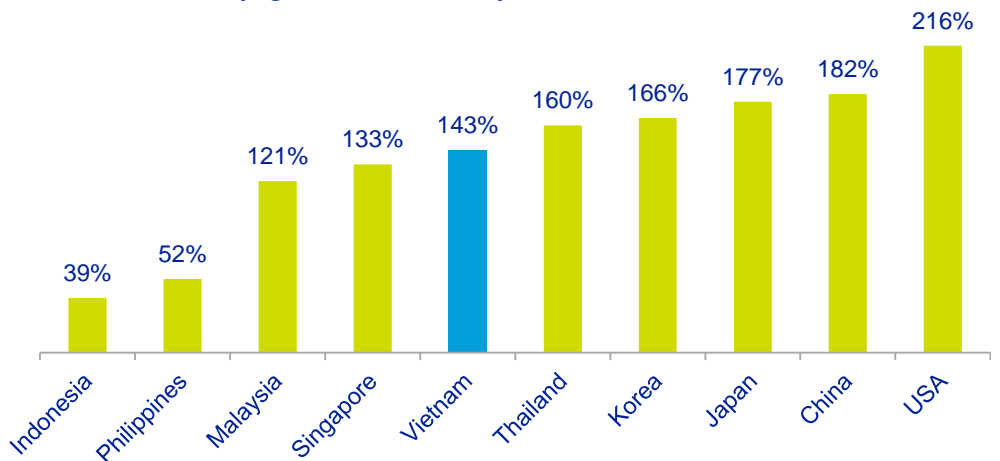
Ngành ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu VN-Index



Nguồn: Bloomberg

Mặc dù gặp một số khó khăn do dịch Covid-19 trong năm 2020, lợi nhuận trước thuế các ngân hàng đang niêm yết trên HOSE vẫn tăng trưởng 16,5% so với 2019. Kết quả kinh doanh tích cực của ngành ngân hàng tiếp tục trong Q1/2021, lợi nhuận trước thuế tăng trưởng 76,4% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của ngành ngân hàng sẽ tiếp tục tích cực trong Q2/2021 nhờ duy trì được tỷ lệ NIM cao và chi phí dự phòng ở mức thấp.

Tín dụng trên GDP của Việt Nam so với các nước khác

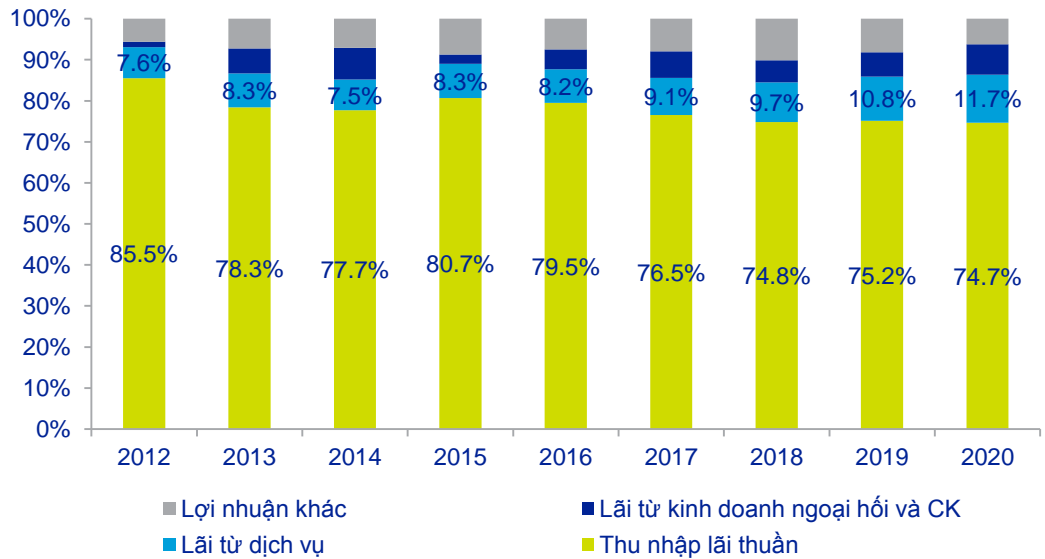


Nguồn: World Bank, ACBS

Nền kinh tế và hệ thống ngân hàng của Việt Nam phụ thuộc nhiều vào kênh tín dụng. Thu nhập của các ngân hàng vẫn chủ yếu đến từ thu nhập lãi thuần. Tỷ trọng thu dịch vụ mặc dù cải thiện từ năm 2017 khi các ngân hàng bắt đầu hợp tác phân phối bảo hiểm qua kênh ngân hàng với các công ty bảo hiểm (bancassurance), tuy nhiên tỷ trọng thu nhập từ dịch vụ mới chỉ chiếm 11,7% trong năm 2020. Điều này là do Việt Nam vẫn là nước đang phát

triển và số lượng sản phẩm tài chính (như thanh toán trực tuyến, bảo hiểm,...) được sử dụng bởi người dân vẫn còn ở mức thấp.

Phần lớn thu nhập của các ngân hàng đến từ lãi



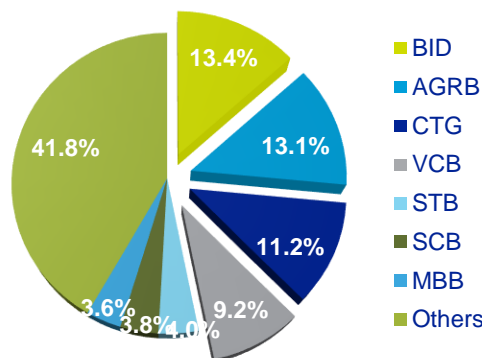
Nguồn: Các ngân hàng, ACBS

Số lượng ngân hàng lớn nhưng mức độ cạnh tranh không quá khốc liệt

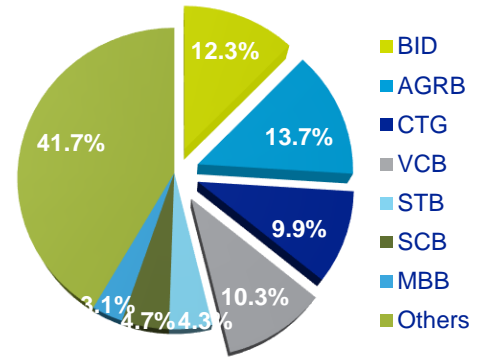
Có khoảng 100 ngân hàng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài đang hoạt động ở Việt Nam, trong đó 28 ngân hàng TMCP tư nhân, 03 ngân hàng TMCP chi phối bởi NHNN, 04 ngân hàng sở hữu 100% bởi NHNN, 02 ngân hàng chính sách và số còn lại là các ngân hàng nước ngoài.

Mặc dù số lượng ngân hàng là khá lớn và các sản phẩm dịch vụ khá tương đồng giữa các ngân hàng, tuy nhiên quy mô thị trường lớn, nhiều phân khúc khách hàng khác nhau và khẩu vị rủi ro khác nhau giữa các ngân hàng giúp giảm mức độ cạnh tranh trong ngành.

Thị phần tín dụng



Thị phần huy động



Nguồn: ACBS, tại 31/12/2020

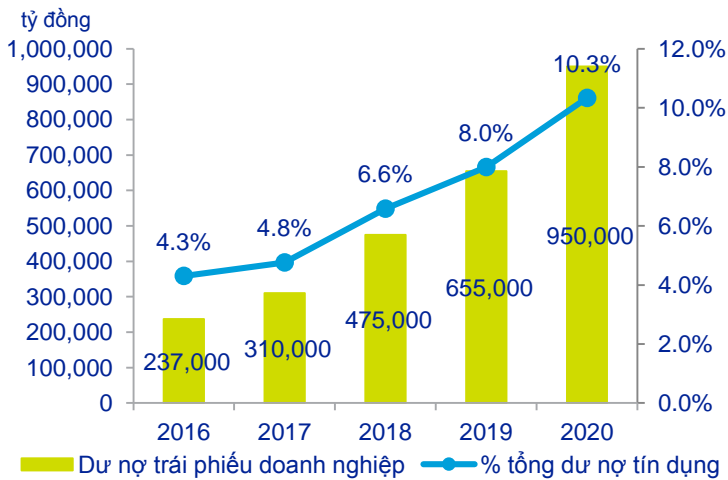
Nhóm các ngân hàng quốc doanh đang chiếm khoảng 50% thị phần tín dụng và huy động. Tuy nhiên, tốc độ mở rộng thị phần nhóm ngân hàng tư nhân đang cao hơn các ngân hàng quốc doanh nhờ quy mô nhỏ và tập trung vào các phân khúc bán lẻ như cho vay mua nhà, mua oto, cho vay tiêu dùng,... Ngoài ra, tỷ lệ an toàn vốn cao hơn cũng là một yếu tố giúp các ngân hàng tư nhân được NHNN cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn.

Ngoài ra, cũng có một sự phân hóa giữa nhóm các ngân hàng có quản trị rủi ro tốt và nhóm các ngân hàng yếu kém. Đến nay, trong khi các ngân hàng niêm yết đã xử lý xong nợ tồn đọng thì các ngân hàng yếu kém vẫn còn đang phải giải quyết khối tài sản tồn đọng lớn và một số ngân hàng chịu sự kiểm soát của Ngân hàng Nhà nước. Do đó, các ngân hàng đang niêm yết với hệ thống quản trị rủi ro tốt sẽ có cơ hội tăng trưởng nhanh hơn nhóm ngân hàng yếu kém.

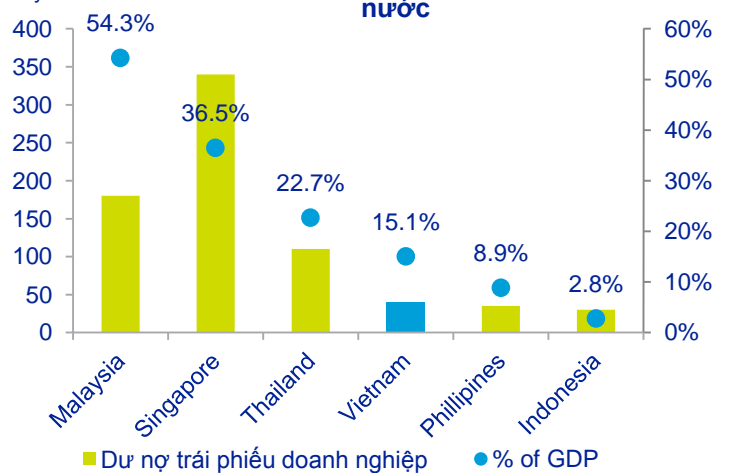
Ngân hàng vẫn là kênh dẫn vốn chủ đạo của nền kinh tế

Mặc dù quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam đang tăng trưởng nhanh chóng, đến cuối năm 2020, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp chiếm khoảng 10,3% tổng dư nợ tín dụng và bằng 15,1% GDP, tuy nhiên, thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam vẫn còn ở giai đoạn khá sơ khai. Các doanh nghiệp phát hành chưa được xếp hạng tín nhiệm và phần lớn các đợt phát hành là phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư tổ chức mà chủ yếu là các ngân hàng. Theo thống kê của Fiingroup, hơn 70% dư nợ trái phiếu doanh nghiệp là do các ngân hàng nắm giữ. Do đó, các ngân hàng vẫn là đóng vai trò là kênh dẫn vốn quan trọng của nền kinh tế Việt Nam.

Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam



Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp của các nước

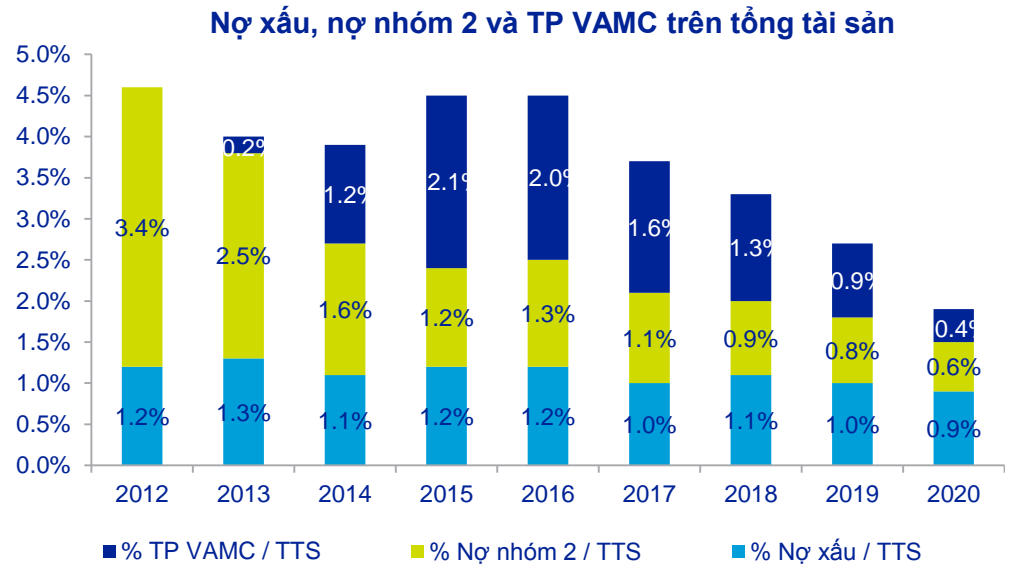


Source: Fiingroup

Trong tương lai, thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ ngày càng phát triển nhưng chúng tôi không cho rằng kênh trái phiếu doanh nghiệp sẽ cạnh tranh trực tiếp với kênh tín dụng truyền thống mà sẽ phát triển đồng thời do đối tượng khách hàng là khác nhau. Kênh tín dụng đang tập trung đến phân khúc cho vay cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ, trong khi các doanh nghiệp lớn huy động thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Đối với các công ty cho vay ngang hàng, chưa có hành lang pháp lý rõ ràng từ Chính phủ và niềm tin vào các công ty này vẫn còn rất thấp. Ngoài ra, các ngân hàng cũng nhắm đến phân khúc cho vay có tài sản đảm bảo và có rủi ro thấp hơn các công ty này. Do đó, các công ty này vẫn chưa thể cạnh tranh được với kênh tín dụng truyền thống của các ngân hàng.

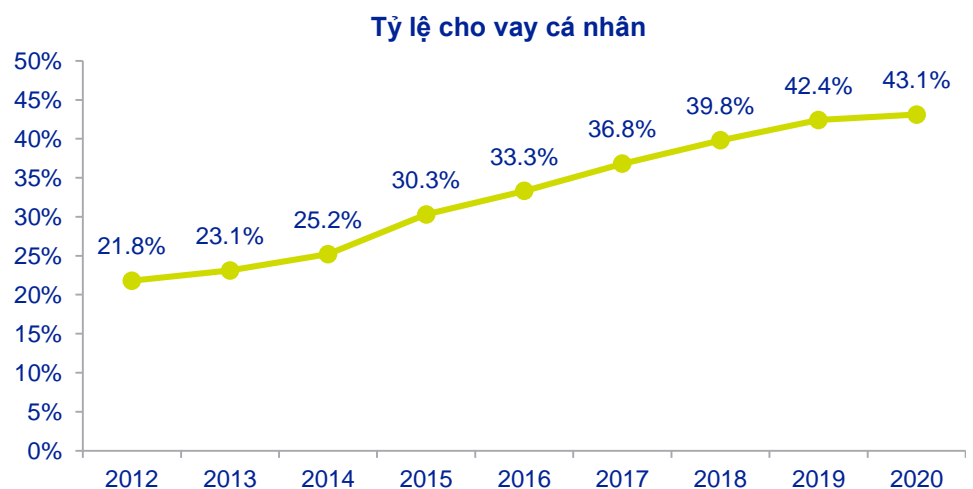
Chất lượng tài sản ngày càng cải thiện



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

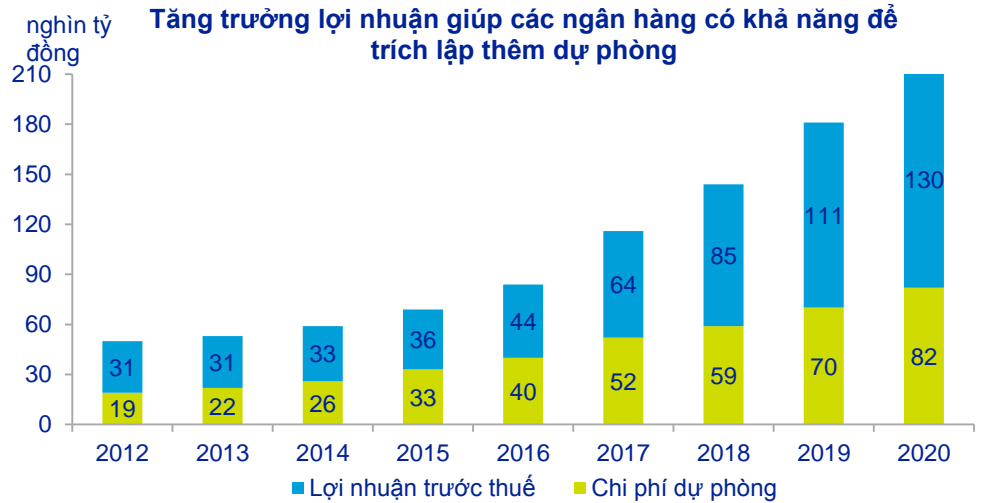
Kể từ sau giai đoạn khủng hoảng của ngành ngân hàng năm 2012 đến nay, chất lượng tài sản của các ngân hàng niêm yết liên tục được cải thiện. Tỷ lệ nợ có vấn đề (nợ xấu và nợ nhóm 2) trên tổng tài sản của 16 ngân hàng niêm yết trên HOSE giảm từ 4,6% xuống chỉ còn 1,5% trong giai đoạn 2012-2020. Các ngân hàng này cũng gần như đã xử lý xong trái phiếu VAMC đến cuối năm 2020. Chất lượng tài sản cải thiện là nhờ:

- Kể từ sau giai đoạn khủng hoảng của ngành ngân hàng năm 2011-2012, NHNN và các ngân hàng đã thắt chặt quy trình cho vay hơn, qua đó giúp giảm nợ xấu phát sinh mới.
- Chủ trương giảm tỷ trọng cho vay các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro cao của NHNN.
- Xu hướng chú trọng cho vay bán lẻ (cá nhân và SME) thay vì bán buôn (doanh nghiệp lớn) như giai đoạn trước. Các sản phẩm cho vay cá nhân như mua nhà, mua ô tô nhắm đến tầng lớp trung lưu có thu nhập cao và tài sản đảm bảo tốt.



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

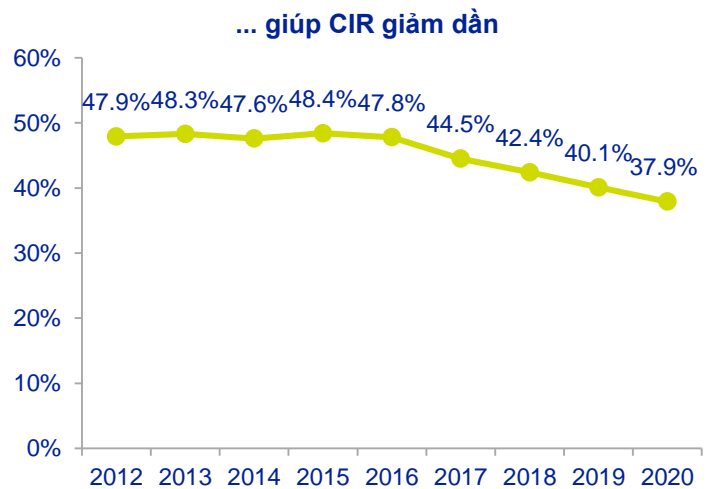
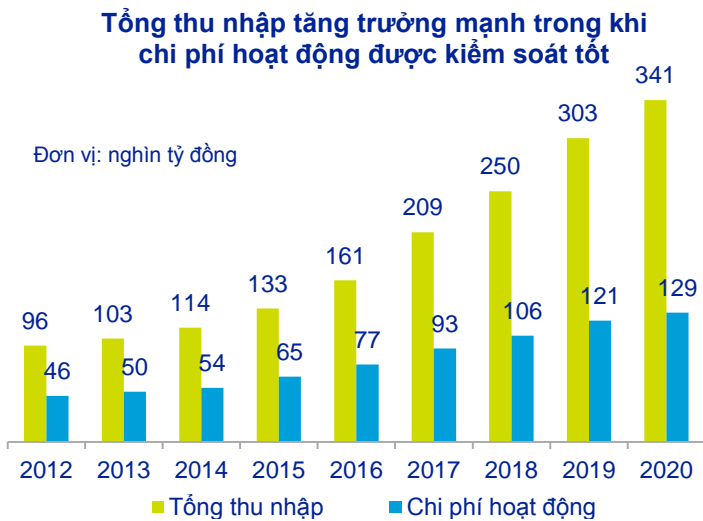
- Sự ra đời của Nghị quyết 42/2017 cho phép các ngân hàng được quyền thu giữ tài sản đảm bảo, qua đó giúp các ngân hàng có thêm quyền hạn để xử lý nợ xấu.
- Thị trường bất động sản tăng trưởng mạnh mẽ kể từ năm 2017 giúp quá trình thanh lý tài sản đảm bảo là bất động sản trở nên thuận lợi hơn, qua đó giúp các ngân hàng đẩy nhanh quá trình xử lý tài sản tồn đọng từ giai đoạn trước.
- Lợi nhuận tăng trưởng mạnh kể từ năm 2017 cũng giúp các ngân hàng có thêm nguồn lực để trích lập dự phòng và xử lý rủi ro các khoản nợ xấu.



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

Hiệu quả hoạt động cải thiện giúp CIR trong xu hướng giảm

Xu hướng mở rộng phân khúc cho vay bán lẻ khiến chi phí cho nhân viên của các ngân hàng tăng lên nhanh chóng kể từ năm 2015, nhưng hiệu quả hoạt động của ngành ngân hàng trên thực tế đã tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn. Việc ứng dụng công nghệ và chuyển đổi số vào hoạt động ngân hàng cũng giúp ngân hàng quản lý chi phí hoạt động hiệu quả hơn, qua đó giảm tỷ lệ CIR.

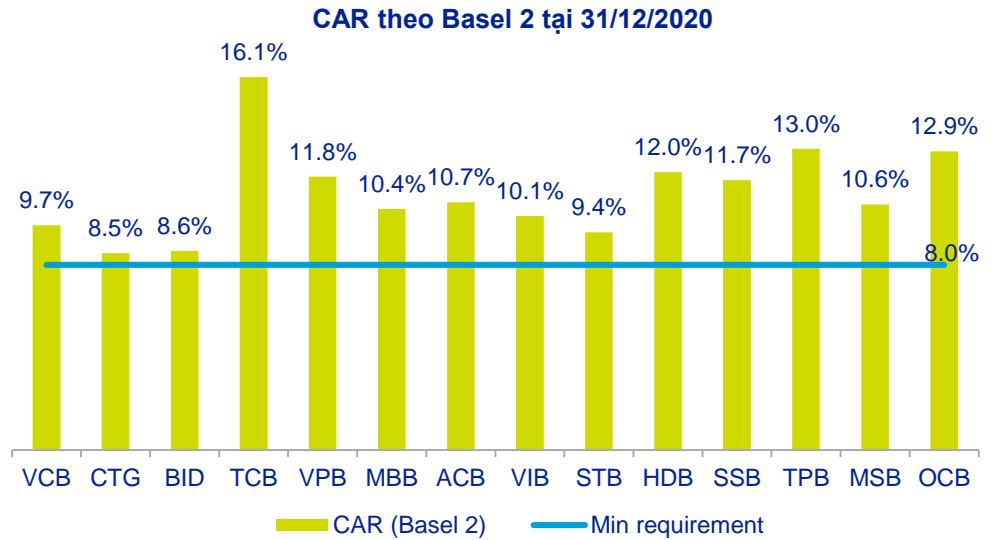


Nguồn: các ngân hàng, ACBS

Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn và CIR của các ngân hàng sẽ tiếp tục giảm trong những năm tới.

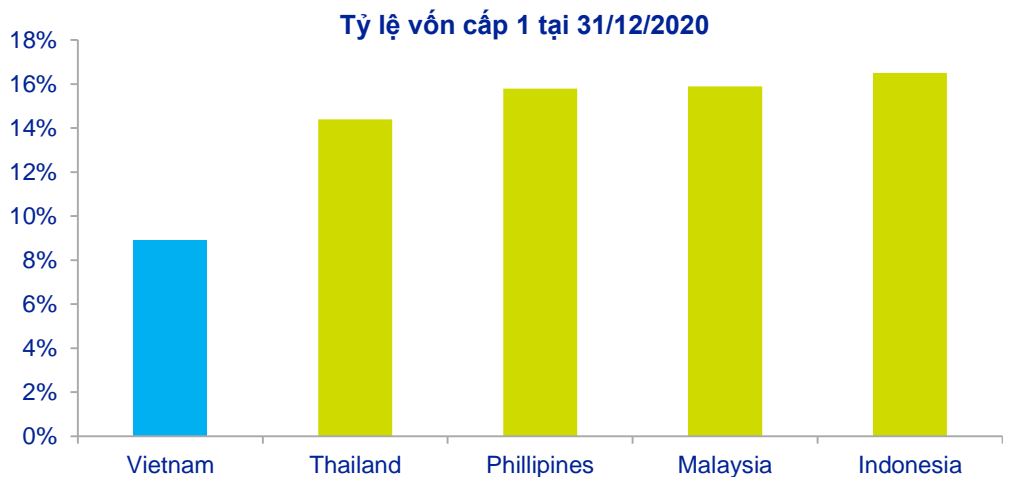
Tỷ lệ an toàn vốn cải thiện nhưng vẫn còn mỏng so với khu vực

Sau nhiều năm tích lũy lợi nhuận và huy động vốn, cộng với việc lợi nhuận tăng trưởng mạnh kể từ năm 2017 đến nay, hầu hết các ngân hàng đang niêm yết đã chuẩn bị đủ vốn để tuân thủ Thông tư 41 (Basel 2). Việc tuân thủ chuẩn mực quốc tế sẽ giúp cải thiện hình ảnh của ngân hàng Việt Nam đối với các nhà đầu tư quốc tế.



Nguồn: các ngân hàng

Dù đã cải thiện trong những năm qua nhưng tỷ lệ an toàn vốn của các ngân hàng Việt Nam vẫn còn khá thấp so với khu vực Châu Á. Điều này là do tốc độ tăng trưởng tín dụng ở mức cao khiến quy mô tổng tài sản có rủi ro tăng nhanh.



Nguồn: Moody's

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng các ngân hàng Việt Nam sẽ tiếp tục cải thiện tỷ lệ an toàn vốn nhờ:

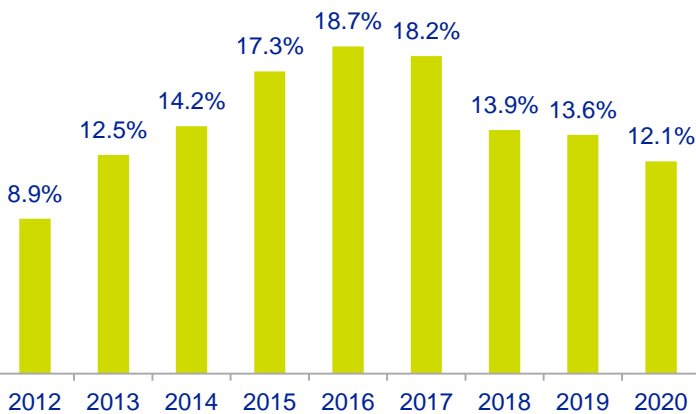
- Lợi nhuận của ngành ngân hàng đang ở mức cao và các ngân hàng có xu hướng giữ lại phần lớn lợi nhuận để tăng vốn cấp 1. Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại lên tới 92,6% trong năm 2020, cao hơn nhiều so với mức 42,4% năm 2013.
- Các ngân hàng có CAR mỏng sẽ tích cực phát hành tăng vốn cấp 1 và cấp 2 để cải thiện CAR.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

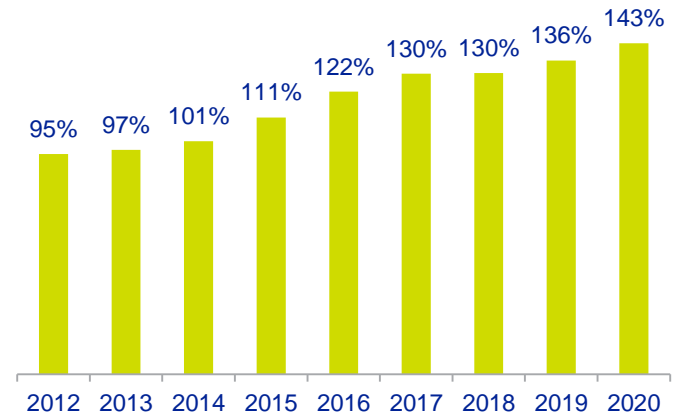
Tăng trưởng tín dụng vẫn cao hơn tăng trưởng GDP

Mặc dù tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm lại kể từ năm 2018 đến nay nhưng vẫn ở mức khá cao, từ 12-14%/năm. Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa khiến tỷ lệ dư nợ tín dụng trên GDP của Việt Nam tăng lên 143% vào cuối năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng con số này chưa đáng lo ngại do nền kinh tế Việt Nam vẫn đang tăng trưởng tốt và điều này sẽ hỗ trợ cho khả năng thanh toán trong tương lai.

Credit growth was slowing down but still at high level



Tỷ lệ dư nợ tín dụng trên GDP



Nguồn: NHNN, TCTK, ACBS ước tính

Tương tự như các năm trước, NHNN tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng thận trọng cho năm 2021. NHNN đã đưa ra 3 kịch bản cho tăng trưởng tín dụng năm 2021 tương ứng với tình hình diễn biến Covid-19:

- Kịch bản 1: tăng trưởng tín dụng 12-13%, tối đa có thể lên 14% nếu dịch Covid-19 dừng trong Q1/2021 và tiêm chủng vaccine đại trà.
- Kịch bản 2: tăng trưởng tín dụng là 10-12% trong trường hợp Covid-19 kéo dài đến tháng 6/2021 và Việt Nam vẫn tiếp tục phải thực hiện giãn cách xã hội, phải chờ tiêm vaccine.
- Kịch bản 3: tín dụng tăng trưởng 7-8%, nếu Covid-19 kéo dài đến hết năm.

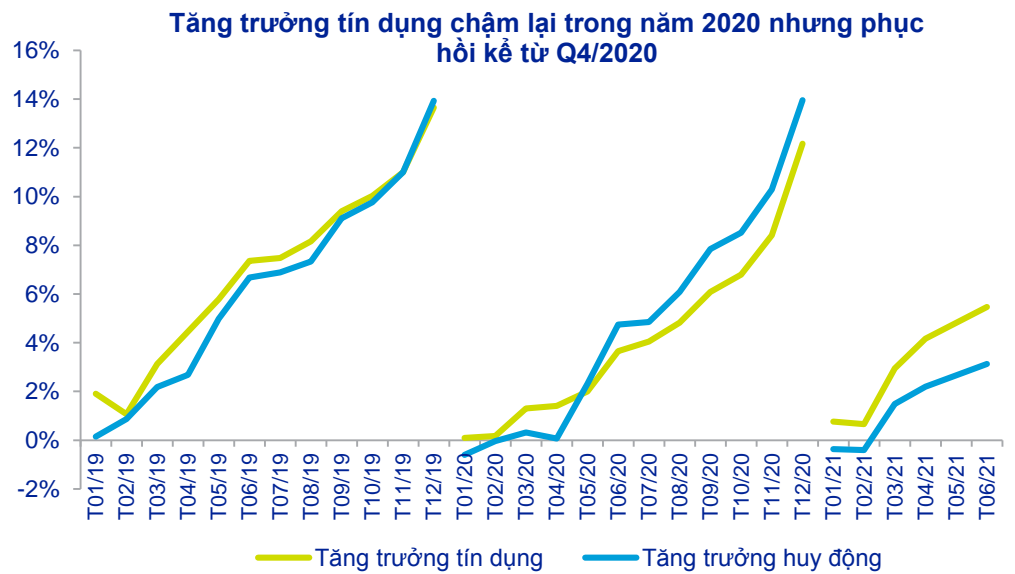
Chúng tôi nhận thấy diễn biến thực tế gần giống với Kịch bản 3 của NHNN nhất. Đến thời điểm hiện tại, Việt Nam vẫn chưa hoàn toàn kiểm soát được đợt dịch thứ 4. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng trong 6T2021 cao hơn nhiều so với kỳ vọng của NHNN (vốn luôn thận trọng) nhờ lãi suất cho vay đang ở mức thấp. Trong khi đó, thị trường bất động sản nhà ở vẫn tích cực do nguồn cung dự án mới thấp, khiến đây trở thành kênh đầu tư an toàn trong giai đoạn dịch bệnh, qua đó niềm tin của các nhà đầu tư cải thiện và nhu cầu vay để đầu tư tăng lên. Đến 21/6/2021, tín dụng tăng trưởng 5,47%, cao hơn hẳn so với cùng kỳ năm ngoái là 2,45% (theo TCTK), bất chấp nền kinh tế bị gián đoạn bởi 2 đợt dịch.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tín dụng vẫn tiếp tục mạnh mẽ và tăng trưởng tín dụng sẽ duy trì ở mức cao trong 6 tháng cuối năm 2021, đặc biệt là trong Q4/2021. Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2021 đạt 14%, tương đương với mục tiêu cao nhất của NHNN.

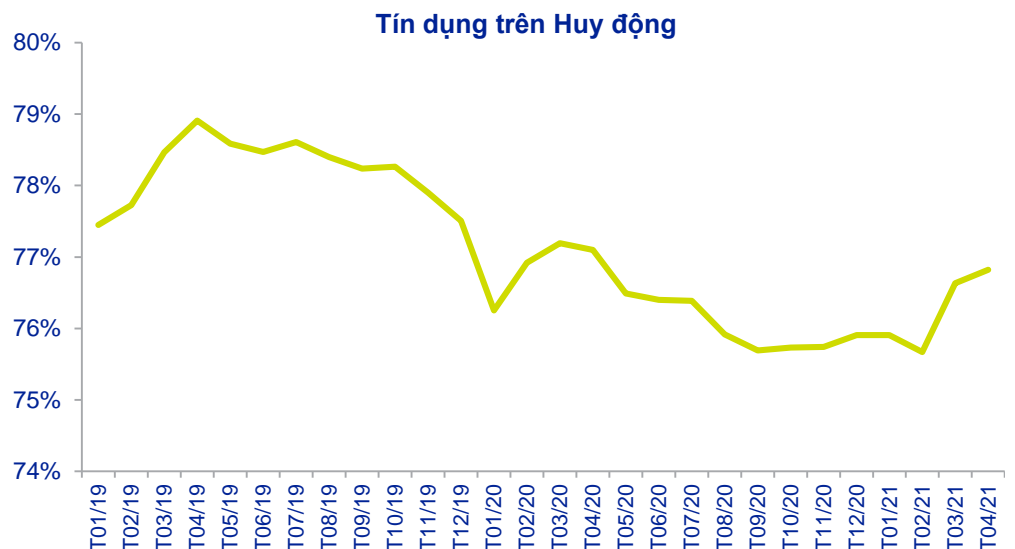
Đối với các ngân hàng tư nhân, nhìn chung có hệ số an toàn vốn CAR cao hơn các ngân hàng quốc doanh nên các ngân hàng này thường được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng này có thể đạt 15-20%, cao hơn toàn ngành trong năm 2021.

Thanh khoản hệ thống vẫn dồi dào và ổn định, hỗ trợ cho lãi suất duy trì ở mức thấp

Năm 2020, tăng trưởng huy động đạt 14% trong khi tín dụng tăng trưởng thấp hơn, chỉ đạt 12% do Covid-19, gây ra tình trạng dư thừa thanh khoản trong hệ thống ngân hàng trong nửa cuối năm 2020. Một số ngân hàng như TCB, TPB và MSB tận dụng tình hình thanh khoản dồi dào để tăng cường đi vay trên thị trường liên ngân hàng với lãi suất thấp, qua đó giúp các ngân hàng này giảm chi phí vốn và cải thiện NIM.



Nguồn: NHNN, TCTK, ACBS



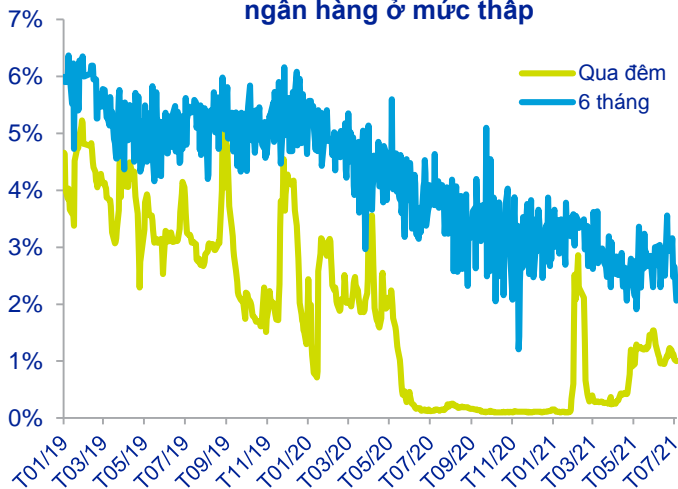
Nguồn: NHNN, TCTK, ACBS

Tình trạng dư thừa thanh khoản đã giảm bớt trong 6 tháng đầu năm 2021 do lãi suất huy động duy trì ở mức thấp khiến tăng trưởng huy động thấp hơn tăng trưởng tín dụng. Đến 21/6/2021, tín dụng tăng trưởng 5,47%, trong khi huy động của các tổ chức tín dụng chỉ

tăng 3,13% (*Tổng cục thống kê*). Huy động tăng trưởng chậm hơn tín dụng khiến chênh lệch huy động – tín dụng giảm đi ~100 nghìn tỷ đồng so với đỉnh điểm dư thừa ở năm ngoài. Tuy nhiên, điều này phù hợp với xu hướng cải thiện tỷ lệ LDR để tối ưu hóa bảng cân đối của phần lớn các ngân hàng, chưa phải dấu hiệu cho thấy thanh khoản hệ thống gặp căng thẳng.

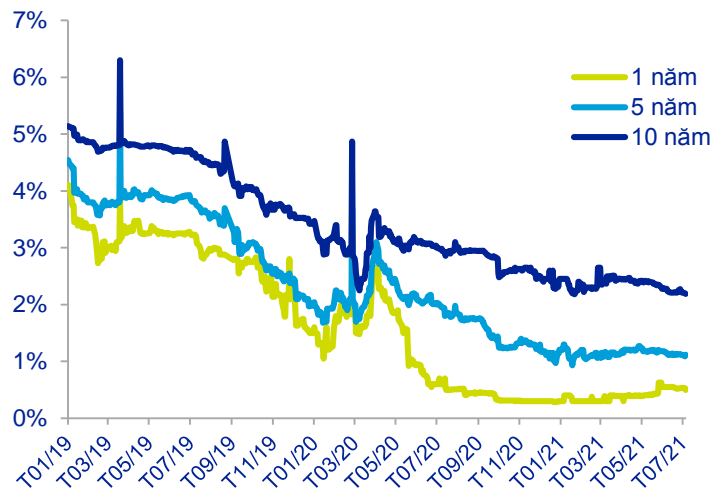
Lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng dù tăng nhẹ 100 điểm cơ bản từ mức gần 0% của năm ngoài nhưng vẫn đang ở mức thấp rất thấp so với các năm trước. Trong khi đó, lợi suất trái phiếu chính phủ vẫn đang duy trì ở mức thấp kể từ đầu năm. Điều này cho thấy thanh khoản hệ thống vẫn đang dồi dào và ổn định.

Thanh khoản hệ thống tốt giữ lãi suất liên ngân hàng ở mức thấp



Nguồn: NHNN

... và cả lợi suất trái phiếu chính phủ



Nguồn: VBMA

Chúng tôi cũng nhận thấy một số yếu tố hỗ trợ cho thanh khoản hệ thống ngân hàng trong năm 2021:

- Xu hướng giữ lại lợi nhuận thay vì trả cổ tức tiền mặt. Năm 2020, lợi nhuận sau thuế của 32 ngân hàng có công bố BCTC đạt 124 nghìn tỷ đồng. Các ngân hàng niêm yết đã giữ lại 92,6% lợi nhuận trong năm 2020, cao hơn nhiều so với mức 42,4% trong năm 2013.
- Các khoản thu đột biến từ bán 49% vốn tại Fe Credit của VPB (32 nghìn tỷ) và phí trả trước nhận được từ các thỏa thuận bancassurance độc quyền (VCB: 9 nghìn tỷ đồng, CTG: 8.5 nghìn tỷ đồng, ACB: 8 nghìn tỷ đồng,...).
- Các ngân hàng đang tiếp tục bổ sung nguồn vốn dài hạn bằng cách phát hành chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu và cổ phiếu.
- Nhu cầu tín dụng mặc dù vẫn đang mạnh nhưng cũng sẽ không thể cao hơn quá nhiều so với tăng trưởng huy động do NHNN vẫn đang khống chế giới hạn tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng.

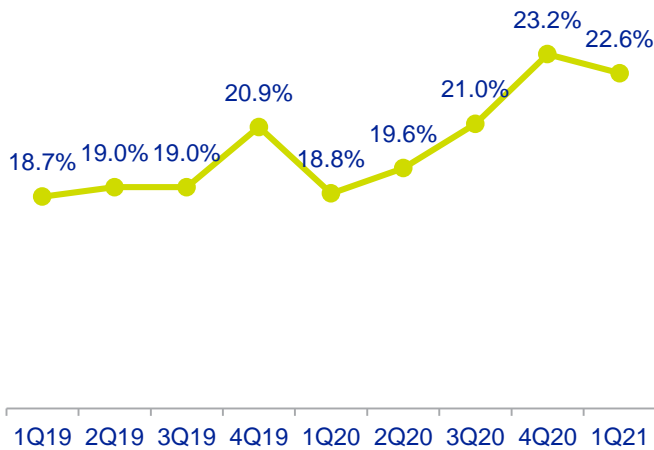
Thanh khoản hệ thống ổn định cộng với việc NHNN mua kỳ hạn 6-tháng 7 tỷ USD trong Q1/2021 và sẽ đưa vào hệ thống ~150 nghìn tỷ VND trong Q3/2021 sẽ giúp mặt bằng lãi suất huy động VND vẫn sẽ duy trì ở mức thấp đến hết năm 2021.

NIM vẫn còn dư địa để mở rộng

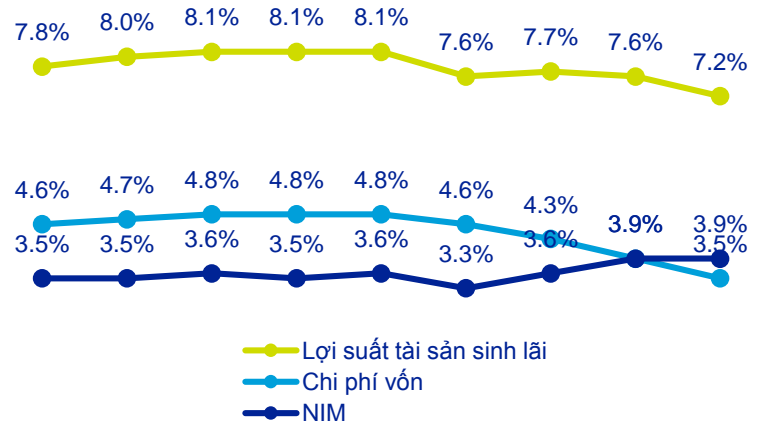
Kể từ Q3/2020, NIM của các ngân hàng được cải thiện đáng kể, nhờ:

- Lãi suất huy động giảm khoảng 200 điểm cơ bản do tình trạng dư thừa thanh khoản như đã phân tích ở trên.
- Tình trạng giãn cách xã hội thúc đẩy xu hướng thanh toán trực tuyến, qua đó giúp tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn (CASA) tăng lên và giúp chi phí vốn của các ngân hàng giảm mạnh.
- Trong khi đó, lợi suất tài sản của các ngân hàng giảm ít hơn so với mức giảm của chi phí vốn do lãi suất cho vay nhìn chung giảm ít hơn lãi suất huy động và một số khoản vay và trái phiếu có lãi suất cố định.

Xu hướng giao dịch trực tuyến giúp CASA tăng lên



Chi phí vốn giảm giúp NIM mở rộng



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng NIM vẫn còn dư địa cải thiện nhờ:

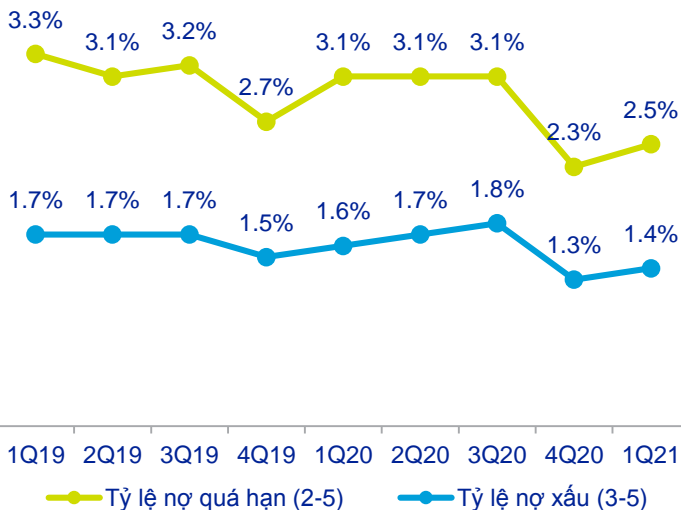
- CASA tiếp tục tăng lên nhờ đẩy nhanh quá trình số hóa và các chiến dịch khuyến mãi thúc đẩy khách hàng giao dịch trực tuyến.
- Tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ (cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ), có lãi suất tốt hơn cho vay bán buôn (doanh nghiệp lớn).
- Áp lực giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ nền kinh tế từ phía NHNN chỉ có tác động lớn đối với các ngân hàng quốc doanh. Một phần vì lãi suất cho vay tuân theo quy luật thị trường, mặt khác, lãi suất cho vay cũng phải ở mức đảm bảo nguồn thu cho các ngân hàng yếu kém duy trì hoạt động.
- Các ngân hàng phân bổ tài sản hiệu quả hơn, giảm tỷ trọng nắm giữ các tài sản có lãi suất thấp như trái phiếu chính phủ và tăng tỷ trọng tài sản có lãi suất cao hơn như trái phiếu tổ chức tín dụng, trái phiếu doanh nghiệp,...

Chi phí dự phòng tín dụng có thể giảm trong năm 2021

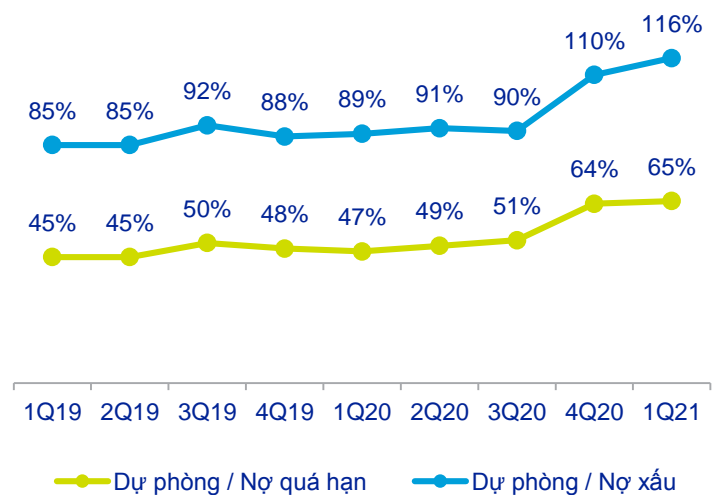
Nhìn chung toàn ngành, chúng tôi cho rằng chi phí dự phòng sẽ giảm trong năm 2021 do:

- Chất lượng tài sản đang được cải thiện. Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5) và nợ quá hạn (nhóm 2-5) cuối Q1/2021 tăng nhẹ so với Q4/2020 do yếu tố mùa vụ nhưng giảm so với cùng kỳ năm trước và năm 2019.
- Các ngân hàng cũng chủ động trích lập dự phòng, giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu được cải thiện, qua đó giảm áp lực trích lập dự phòng năm 2021.
- Các khoản nợ còn tồn đọng từ giai đoạn trước và trái phiếu VAMC đã được trích lập dự phòng đáng kể trong giai đoạn 2018-2020.
- Quy trình cho vay chặt chẽ hơn so với giai đoạn trước giúp hạn chế nợ xấu mới.
- Các lĩnh vực bị ảnh hưởng nặng bởi dịch bệnh (du lịch, nhà hàng, khách sạn,...) chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ (about 1%) trong cơ cấu dư nợ của các ngân hàng.

Chất lượng tín dụng ở mức tốt



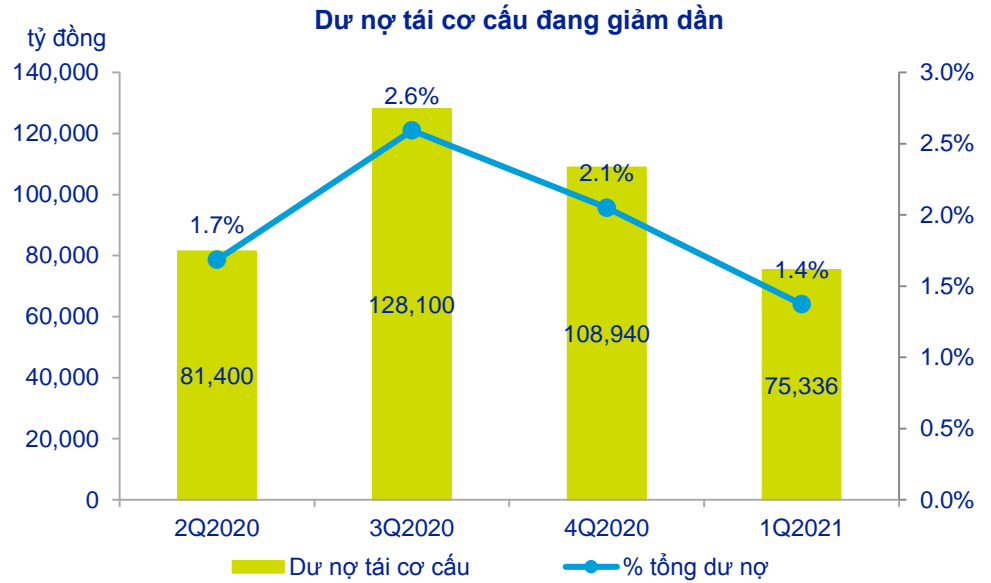
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cải thiện



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

Mặc dù có một số lo ngại về việc chi phí dự phòng tăng mạnh do Thông tư 03/2021/TT-NHNN, theo đó, các ngân hàng sẽ phải trích lập dự phòng theo lộ trình lần lượt là 30%, 60% và 100% trong năm 2021, 2022 và 2023. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy nợ tái cơ cấu của các ngân hàng hiện chưa đáng lo ngại, do:

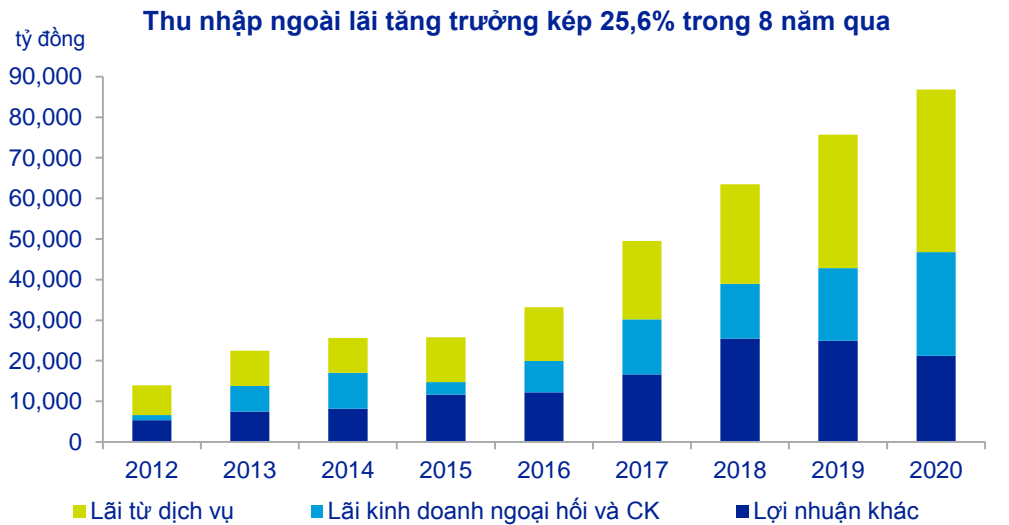
- Dư nợ tái cơ cấu đã giảm kể từ Q2/2020 do tình hình tài chính của nhiều khách hàng đã hồi phục và chủ động thanh toán các khoản nợ được tái cơ cấu. Đối với các ngân hàng niêm yết, dư nợ tái cơ cấu có xu hướng giảm dần và chỉ còn chiếm 1,4% tổng dư nợ của các ngân hàng này.



Nguồn: ACBS tổng hợp

- Đối với nợ tái cơ cấu (giữ nguyên nhóm nợ 1), chúng tôi nhận thấy đa số các ngân hàng khá lạc quan về khả năng thu hồi các khoản nợ tái cơ cấu này (với tỷ lệ thu hồi trên 90%). Lợi nhuận tích cực trong Q4/2020–Q1/2021 (và nhiều khả năng là Q2/2021) cho thấy ngành ngân hàng đã chống chịu tốt trước các đợt gián đoạn của nền kinh tế do Covid-19.
- Mặc dù đợt dịch thứ 4 có thể khiến nền kinh tế tạm thời bị gián đoạn ở một số khu vực nhưng với việc kiểm soát dịch bệnh quyết liệt của Chính phủ và việc tiêm chủng vaccine đã bắt đầu được thực hiện, chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ sớm quay trở lại hoạt động.

Thu nhập ngoài lãi vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng



Chúng tôi kỳ vọng lãi từ dịch vụ sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong dài hạn nhờ:

- Sự phát triển của nền kinh tế sẽ đi kèm với sự tăng trưởng hoạt động thương mại nội địa và xuất nhập khẩu, điều này sẽ thúc đẩy thu nhập dịch vụ của các ngân hàng từ các hoạt động tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế.
- Mặc dù hiện tại nhiều ngân hàng đang miễn phí giao dịch trực tuyến để thay đổi hành vi người tiêu dùng nhưng trong tương lai, đây sẽ là nguồn thu tiềm năng lớn khi xu hướng thanh toán trực tuyến đang phát triển rất mạnh mẽ tại Việt Nam.
- Thị trường bảo hiểm nhân thọ của Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng khi tỷ lệ dân số có bảo hiểm nhân thọ mới chỉ đạt 11% tại cuối năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ hoa hồng phân phối bảo hiểm sẽ ngày càng đóng góp lớn vào thu nhập từ dịch vụ.
- Một số ngân hàng như ACB, CTG và MSB sẽ bắt đầu ghi nhận phí trả trước từ các thỏa thuận bancassurance độc quyền kể từ năm 2021.
- Thị trường chứng khoán vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển, giúp thu nhập từ các hoạt động môi giới, tự doanh và bảo lãnh phát hành chứng khoán sẽ tăng trưởng khả quan trong những năm tới.

Đối với các thu nhập ngoài lãi khác, chúng tôi cho rằng:

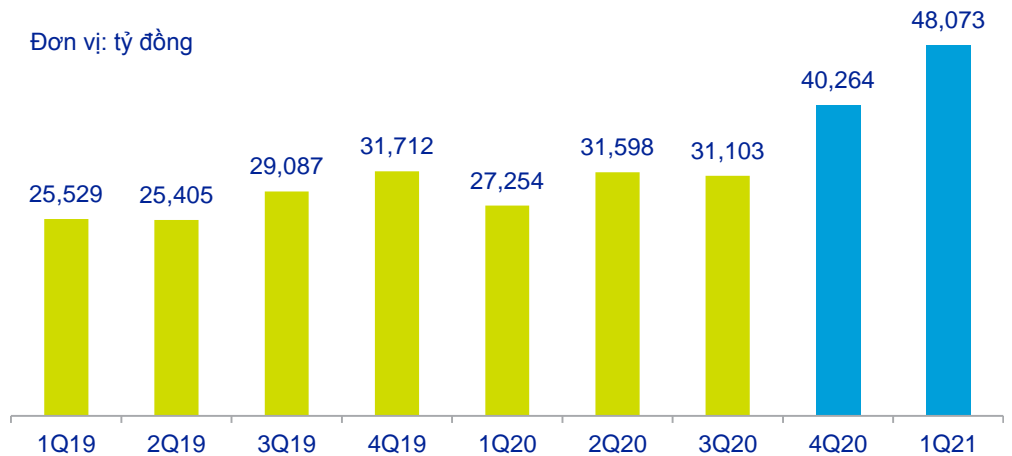
- Lợi nhuận từ mua bán chứng khoán của một số ngân hàng nhiều khả năng sẽ sụt giảm do lợi suất trái phiếu chính phủ khó có thể tiếp tục giảm sâu như trong giai đoạn 2018-2020. Do đó, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ khó có thể tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ kinh doanh chứng khoán như trong giai đoạn này.
- Sau quá trình trích lập dự phòng và xóa sổ nợ xấu trong giai đoạn 2015-2020, dư nợ ngoại bảng của các ngân hàng đang ở mức rất lớn. Chúng tôi ước tính tại cuối năm 2020, dư nợ ngoại bảng của VCB vào khoảng 20.000 tỷ đồng, CTG ~19.000 tỷ đồng, MBB ~13.000 tỷ đồng và TCB ~10.000 tỷ đồng. Mặc dù quá trình thu hồi các khoản nợ ngoại bảng này có thể kéo dài, nhưng đây sẽ là những nguồn thu nhập tiềm năng trong những năm tới.

CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh năm 2021 tăng trưởng mạnh mẽ sẽ là động lực cho giá cổ phiếu ngân hàng

Năm 2020, bất chấp dịch bệnh, lợi nhuận trước thuế các ngân hàng đang niêm yết trên HOSE vẫn tăng trưởng 16,6%. Trong Q/2021, kết quả kinh doanh của các ngân hàng này thậm chí còn ấn tượng hơn, với lợi nhuận trước thuế tăng trưởng 76,4% so với cùng kỳ.

LNTT của 16 ngân hàng đang niêm yết trên HOSE



Nguồn: các ngân hàng, ACBS

Như đã phân tích ở trên, các khoản vay được cơ cấu sẽ không nghiêm trọng như kỳ vọng trước đó của thị trường. Trong khi nợ xấu phát sinh trong năm 2021 sẽ không quá lớn do dư nợ tại các lĩnh vực bị ảnh hưởng chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Điều này sẽ giúp chi phí dự phòng sẽ được duy trì ở mức thấp trong năm 2021.

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận khả quan trong Q4/2020-Q1/2021 sẽ tiếp tục được duy trì trong 9 tháng cuối năm 2021 nhờ NIM tiếp tục được duy trì ở mức cao, chi phí dự phòng thấp và tăng trưởng từ các mảng kinh doanh cốt lõi.

Các ngân hàng tư nhân có thể sẽ tăng trưởng cao hơn các ngân hàng quốc doanh do các ngân hàng quốc doanh chịu áp lực giảm lãi suất cho vay và giảm lợi nhuận để hỗ trợ khách hàng từ phía NHNN.

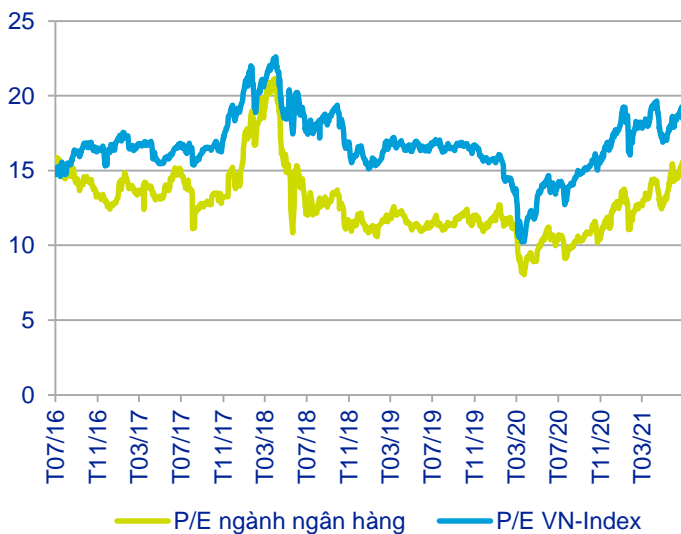
Định giá đang ở mức nào?

Trong giai đoạn 2012-2016 khi nợ xấu tiềm ẩn lớn và các ngân hàng chưa trích lập dự phòng đầy đủ, do đó P/B được ưa chuộng hơn khi định giá ngân hàng. Tuy nhiên, đến nay có một số thay đổi đáng lưu ý:

- Chất lượng tài sản của các ngân hàng đã tốt hơn rất nhiều so với giai đoạn 2012 trước đó.
- Hệ thống ngân hàng đã vượt qua được cú sốc Covid-19 và chứng minh được khả năng quản trị rủi ro tín dụng tốt trong giai đoạn khó khăn này.
- Môi trường vĩ mô thuận lợi cho nền kinh tế và hệ thống ngân hàng. Nền kinh tế tăng trưởng tốt, lãi suất ở mức thấp, thanh khoản dồi dào, tỷ giá ổn định, trong khi thị trường bất động sản nhìn chung vẫn đang phát triển lành mạnh. Do đó, chúng tôi cho rằng ít có khả năng phát sinh nợ xấu lớn đột biến và lợi nhuận của các ngân hàng sẽ được duy trì bền vững trong những năm tới.

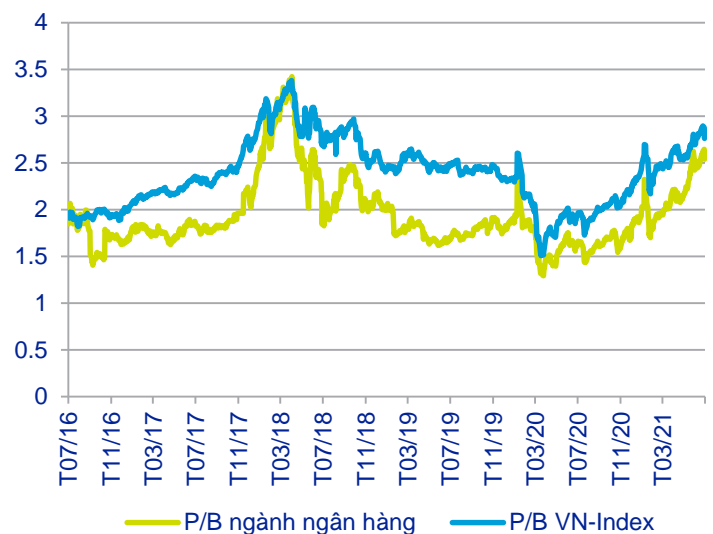
Nhìn chung, lợi nhuận báo cáo đã dần thể hiện sát với khả năng sinh lời thực sự của các ngân hàng, ngoại trừ một số ngân hàng chưa giải quyết xong tài sản tồn đọng như STB, SHB. Do đó, chúng tôi nhận thấy định giá ngân hàng bằng P/E là phù hợp trong bối cảnh hiện tại.

P/E ngành ngân hàng và VN-Index



Nguồn: Fiinpro

P/B ngành ngân hàng và VN-Index



Nguồn: Fiinpro

Tại 12/7/2021, ngành ngân hàng đang giao dịch ở P/E và P/B lần lượt là 14,1 và 2,4 lần, không có nhiều khác biệt so với 5 năm gần nhất. Ngoài ra, với ROE 18,6% và kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng cao trong năm nay (chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của các ngân hàng trong danh sách theo dõi tăng 46,9%), chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của các ngân hàng là khá hợp lý.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh tích cực của Q4/2020-Q1/2021 và kỳ vọng lạc quan cho năm 2021 đã được phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu. Ngân hàng là một trong những ngành chống chịu tốt nhất trước tác động dịch Covid-19, do đó, chúng

tôi khuyến nghị theo dõi đối với cổ phiếu ngành ngân hàng và các đợt thị trường điều chỉnh sẽ là cơ hội tăng tỷ trọng cổ phiếu ngân hàng trong danh mục.

Chúng tôi lựa chọn **TCB, CTG** và **MBB** với luận điểm và kỳ vọng như sau:

- (1) Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trên nền bảng cân đối vững chắc.
- (2) Định giá vẫn còn ở mức hợp lý.
- (3) Môi trường vĩ mô ổn định tạo điều kiện thuận lợi cho các ngân hàng duy trì khả năng sinh lời và tốc độ tăng trưởng cao.

Các ngân hàng trong danh sách ACBS theo dõi:

Mã CK	Vốn hóa 14/7/2021 (tỷ đồng)	Giá hiện tại (đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	ROA	ROE	P/E	P/B	P/E dự phóng 2021	P/B dự phóng 2021
VCB	377,564	101,800	1,278,966	1.7%	22.1%	17.8	3.7	16.1	3.3
TCB	178,750	51,000	462,823	3.4%	19.6%	12.5	2.3	10.4	2.0
CTG	171,338	33,700	1,343,985	1.4%	20.8%	9.1	1.8	8.8	1.7
MBB	109,005	28,850	510,957	2.2%	20.4%	10.7	2.1	10.7	1.9
STB	49,420	27,400	497,428	0.6%	9.4%	18.3	1.7	18.1	1.6

Nguồn: Fiinpro, ACBS

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Khuyến nghị
Tại ngày 13/05/2021

MUA
HOSE: VCB

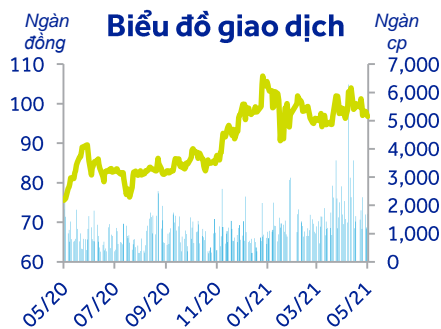
Ngân hàng

Giá hiện tại (VND)	96.800
Giá mục tiêu (VND)	115.400
Tỷ lệ tăng giá	+19,2%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0,8%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	+20,0%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-0,6	-0,7	-0,4	29,1
Tương đối	-15,7	-1,8	-13,7	-24,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

NHNN	74,8%
Mizuho	15,0%
GIC	2,5%
Khác	7,7%

Thông kê

13/05/2021

Mã Bloomberg	VCB VN
Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	74.900 / -108.500
SL lưu hành (triệu cp)	3.709
Vốn hóa (tỷ đồng)	360.874
Vốn hóa (triệu USD)	15.589
Room khối ngoại còn lại (%)	6,6
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	25,2
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.660.812
VND/USD	23.150
VNIndex / HNX	1267,53/292,74

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Lợi nhuận trước thuế Q1/21 tăng 65,3% YoY nhờ tăng trưởng từ cả thu nhập từ lãi và ngoài lãi, trong đó mảng banca bắt đầu đóng góp đáng kể hơn, trong khi chi phí hoạt động và chi phí dự phòng chỉ tương đương cùng kỳ. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA với giá mục tiêu 1 năm 115.400 đồng/cp do (1) giá cổ phiếu VCB đã giảm 6% kể từ báo cáo trước và (2) kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ tiếp tục khả quan trong 9 tháng cuối năm 2021.

Tín dụng tăng 3,8% YTD và 15,6% YoY nhờ tăng trưởng từ phân khúc cho vay cá nhân và SME. Trong khi đó, huy động giảm nhẹ 0,6% YTD, điều này phù hợp với xu hướng tăng dần tỷ lệ LDR (hiện 80% so với mức trần của NHNN là 85%) để tối ưu hóa bảng cân đối và lợi nhuận của VCB.

Thu nhập lãi thuần tăng 11,6% YoY. NIM Q1/21 đạt 3,18%, tương đương với Q1/20 nhưng giảm 22 điểm cơ bản so với Q4/20. Nguyên nhân là do lợi suất cho vay giảm 32 điểm cơ bản so với Q4/20 do VCB giảm khoảng 300 tỷ đồng lãi vay để hỗ trợ cho các khách hàng trong đợt dịch thứ 3. Chúng tôi dự phóng NIM cả năm 2021 ở mức 3,22%, tương đương Q1/21 trên cơ sở kỳ vọng lãi suất huy động và cho vay sẽ không biến động đáng kể trong 9 tháng cuối năm do (1) tác động dịch bệnh khiến nhu cầu tín dụng sẽ không tăng trưởng quá mạnh và (2) thanh khoản hệ thống vẫn ở mức ổn định.

Lãi từ dịch vụ tăng gấp đôi YoY do VCB tiếp tục ghi nhận 20% phí trả trước từ hợp đồng banca (khoảng 1.700 tỷ đồng) trong Q1/21 sau khi đã ghi nhận 20% trong Q4/20. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng VCB sẽ chỉ tiếp tục hạch toán khoản phí trả trước này trong năm sau. Trong Q1/21, VCB thu phí hoa hồng từ banca ~300 tỷ đồng. Nếu loại trừ thu nhập từ hoạt động banca, lợi nhuận từ các mảng dịch vụ khác như thanh toán, thẻ,... tăng trưởng 28% YoY.

Thu hồi nợ ngoại bảng khả quan trong Q1/21, đạt 1.000 tỷ đồng. Dư nợ ngoại bảng của VCB ước tính còn khoảng 20.000 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng thu hồi nợ ngoại bảng đạt 3.200 tỷ đồng trong cả năm 2021.

(xem tiếp trang sau)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng tín dụng	14,6%	16,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%
NIM	2,79%	3,13%	2,95%	3,27%	3,26%	3,29%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	28%	24%	26%	25%	25%	24%
Tăng trưởng tổng thu nhập	34%	16%	7%	22%	12%	13%
CIR	35%	35%	33%	30%	30%	29%
Chi phí tín dụng ròng (%)	-0,69%	-0,52%	-0,95%	-0,55%	-0,38%	-0,38%
LN trước thuế	18.269	23.122	23.050	33.642	39.868	45.619
Tăng trưởng	61%	27%	0%	46%	19%	14%
LN thuộc về cổ đông	11.996	16.583	16.069	23.454	27.794	31.804
EPS điều chỉnh (VND)	3.334	4.471	4.333	6.324	7.037	8.052
BVPS (VND)	17.264	21.785	25.347	30.871	41.131	48.383
VCSH / Tổng tài sản	5,8%	6,6%	7,1%	7,7%	9,5%	10,0%
ROA điều chỉnh	1,1%	1,4%	1,3%	1,7%	1,7%	1,8%
ROE điều chỉnh	20,9%	23,2%	18,4%	22,5%	20,1%	18,0%
P/E (x)	29,9	21,6	22,3	15,3	12,9	11,3
P/B (x)	5,8	4,4	3,8	3,1	2,2	1,9
Cổ tức mỗi cp (VND)	800	800	800	800	800	800
Tỷ suất cổ tức	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

CIR Q1/21 giảm xuống 30,5% so với 40% trong Q1/20. Nguyên nhân là tổng thu nhập tăng 27,7% YoY trong khi chi phí hoạt động giảm nhẹ 2,7% YoY do chi phí quản lý công vụ giảm 10,6% YoY. VCB thường ghi nhận trước chi phí hoạt động trong những quý đầu năm và sẽ điều chỉnh trong quý 4. Tuy nhiên, CIR trong Q1/21 ở mức tương đối thấp do tổng thu nhập trong Q1/21 có bao gồm phí banca trả trước. Chúng tôi cho rằng VCB có thể duy trì CIR ở mức 30% trong năm nay do thu nhập vẫn đang tăng trưởng tốt trong khi chi phí hoạt động vẫn đang được kiểm soát chặt chẽ.

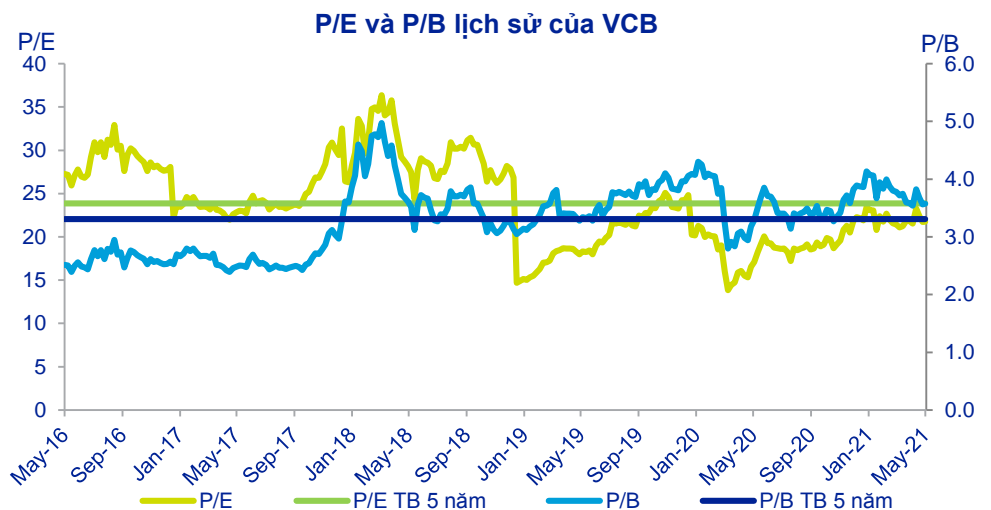
Nợ xấu tăng nhẹ nhưng không đáng lo ngại. Nợ xấu trong Q1/21 tăng thêm 2.468 tỷ đồng và nợ nhóm 2 tăng thêm 1.397 tỷ đồng. Do đó, tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ quá hạn (nhóm 2-5) tăng nhẹ lên 0,9% và 1,4% so với 0,6% và 1,0% cuối Q4/20. Nợ xấu tăng lên trong Q1/21 đến từ các khoản vay thông thường, không phải đến từ các khoản nợ được tái cơ cấu, hiện còn 3.900 tỷ đồng, chiếm 0,45% dư nợ.

Ngoài ra, VCB cũng đã chủ động trích lập thêm dự phòng 2.275 tỷ đồng trong Q1/21 (+5,7% YoY), gần bằng mức nợ xấu tăng thêm. Do đó, mặc dù tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống 279% từ mức 368% cuối 2020, thực tế là VCB vẫn đang rất quyết liệt trong việc trích lập dự phòng.

VCB dự kiến sẽ hoàn thành chia cổ tức bằng cổ phiếu (tỷ lệ 27,6%) trong Q3-Q4/21. Sau đó, ngân hàng mới có thể tiến hành quá trình phát hành riêng lẻ (tối đa 6,5% vốn điều lệ) cho cổ đông chiến lược với giá không thấp hơn định giá độc lập và giá thị trường ở thời điểm phát hành. Chúng tôi dời dự phóng thời điểm hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ từ năm 2021 sang năm 2022.

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA với giá mục tiêu 1 năm 115.400 đồng/cp theo phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E và P/B dự phóng năm 2022 là **16,4** lần và **2,81** lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý đối với VCB nhờ:

1. Khả năng sinh lời cao với ROE 4 quý gần nhất đạt 19% (sau điều chỉnh quỹ khen thưởng phúc lợi);
2. Chất lượng tài sản tốt với tỷ lệ nợ xấu <1% trong bối cảnh dịch bệnh;
3. Chính sách trích lập dự phòng quyết liệt với tỷ lệ bao phủ nợ xấu 279%.



Nguồn: Fiinpro, ACBS

(Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi chú thích khác)	Giá hiện tại (đồng):	96.800	Giá mục tiêu (đồng):	115.400	Vốn hóa (tỷ đồng):	359.019	
KẾT QUẢ KINH DOANH	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần	21.938	28.409	34.577	36.285	44.508	50.413	57.354
Lợi nhuận từ dịch vụ	2.538	3.402	4.307	6.607	7.400	8.288	9.200
Lợi nhuận khác	4.930	7.467	6.846	6.170	7.800	8.407	9.407
Tổng thu nhập	29.406	39.278	45.730	49.063	59.709	67.109	75.961
Tăng trưởng (%)	18,2%	33,6%	16,4%	7,3%	21,7%	12,4%	13,2%
Chi phí hoạt động	(11.866)	(13.611)	(15.818)	(16.038)	(17.963)	(20.118)	(22.331)
LN trước dự phòng	17.540	25.667	29.913	33.024	41.746	46.990	53.629
Chi phí dự phòng	(6.198)	(7.398)	(6.790)	(9.975)	(8.104)	(7.122)	(8.010)
LN trước thuế	11.341	18.269	23.122	23.050	33.642	39.868	45.619
LN thuộc về cổ đông	7.197	11.996	16.583	16.069	23.454	27.794	31.804
Tăng trưởng (%)	31,7%	66,7%	38,2%	-3,1%	46,0%	18,5%	14,4%
EPS điều chỉnh (VND)	2.000	3.334	4.471	4.333	6.324	7.037	8.052
LN từ HĐKD chính	14.683	20.496	26.530	30.829	38.389	43.551	49.779
Tăng trưởng (%)	16,5%	39,6%	29,4%	16,2%	24,5%	13,4%	14,3%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Dư nợ tín dụng	550.037	629.505	731.514	826.224	934.758	1.062.396	1.193.311
Tăng trưởng (%)	17,5%	14,4%	16,2%	12,9%	13,1%	13,7%	12,3%
Tiền gửi khách hàng	708.520	801.929	928.451	1.032.114	1.155.967	1.294.683	1.437.098
Tăng trưởng (%)	20,0%	13,2%	15,8%	11,2%	12,0%	12,0%	11,0%
Tổng tài sản	1.035.293	1.074.027	1.222.719	1.326.230	1.494.604	1.708.210	1.906.911
Vốn chủ sở hữu	52.469	62.110	80.800	94.010	114.497	162.468	191.111
BVPS (VND)	14.584	17.264	21.785	25.347	30.871	41.131	48.383

CHỈ SỐ	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tỷ lệ nợ xấu	1,1%	1,0%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	131%	165%	179%	368%	349%	257%	211%
NIM	2,5%	2,8%	3,1%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%
CIR	40,4%	34,7%	34,6%	32,7%	30,1%	30,0%	29,4%
VCSH/Tổng tài sản	5,1%	5,8%	6,6%	7,1%	7,7%	9,5%	10,0%
ROA điều chỉnh	0,8%	1,1%	1,4%	1,3%	1,7%	1,7%	1,8%
ROE điều chỉnh	14,3%	20,9%	23,2%	18,4%	22,5%	20,1%	18,0%
P/E (x)	49,9	29,9	21,6	22,3	15,3	12,9	11,3
P/B (x)	6,8	5,8	4,4	3,8	3,1	2,2	1,9
Suất sinh lợi cổ tức	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Khuyến nghị

Tại ngày 28/04/2021

MUA

HOSE: TCB

Ngân hàng

Giá hiện tại (VND) **39.950**

Giá mục tiêu (VND) **46.400**

Tỷ lệ tăng giá +16,1%

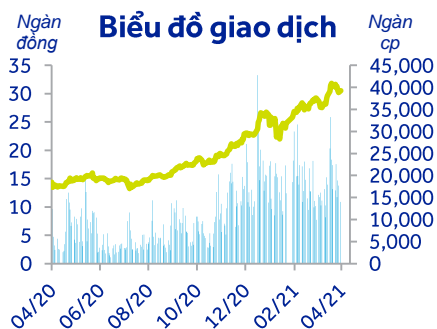
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **+16,1%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	26,8	0,3	17,9	131,7
Tương đối	15,2	-4,7	6,6	70,7

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

CTCP Tập đoàn MaSan	15,0%
Chủ tịch và người liên quan	13,9%
Khác	71,1%

Thông kê

28/04/2021

Mã Bloomberg	TCB VN
Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	16.850-42.550
SL lưu hành (triệu cp)	3.505
Vốn hóa (tỷ đồng)	140.021
Vốn hóa (triệu USD)	6.051
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	69,9
KLGD TB 3 tháng (cp)	13.133.640
VND/USD	23.140
VNIndex / HNX	1229,55/282,07

NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM

TCB ghi nhận lợi nhuận trước thuế cao kỷ lục trong Q1/2021, đạt 5.518 tỷ đồng, +77% YoY nhờ tăng trưởng mạnh mẽ ở tất cả các mảng kinh doanh. Chúng tôi lập lại khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu lên 46.400 đồng/cp do nâng dự phóng lợi nhuận.

Bảng cân đối tăng trưởng khả quan. Tín dụng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) tăng 4,6% YTD và huy động tăng 3,6% YTD. Tăng trưởng tín dụng tiếp tục đến từ cho vay doanh nghiệp (đang chiếm 53% dư nợ tín dụng). Dư nợ cho vay doanh nghiệp chủ yếu đến từ là mảng bất động sản (chiếm 68%) và có tỷ lệ nợ xấu gần 0%. Chúng tôi chưa nhận thấy dấu hiệu nợ xấu có thể gia tăng đáng kể ở mảng này trong 1 năm tới do thị trường bất động sản vẫn đang tăng trưởng mạnh mẽ và lãi suất đang ở mức thấp.

Nợ xấu phát sinh trong Q1/2021 không đáng kể. Chúng tôi ước tính nợ xấu phát sinh trong Q1/2021 chỉ khoảng 108 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ quá hạn lần lượt là 0,4% và 1,0%, giảm nhẹ so với Q4/2020. Chi phí dự phòng tăng 10% YoY, giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên mức 219%.

Thu nhập lãi thuần tăng mạnh 45,4% YoY do NIM được mở rộng thêm 116 điểm cơ bản YoY, lên mức 5,9%. Chi phí vốn giảm 133 điểm cơ bản YoY xuống 2,24%, trong khi lợi suất tài sản sinh lãi chỉ giảm 75 điểm cơ bản YoY, ở mức 8,8%, là nguyên nhân giúp NIM được cải thiện.

TCB tiếp tục được hưởng lợi từ nguồn vốn CASA. Tỷ lệ CASA tiếp tục ở mức cao 44,2%, giảm nhẹ so với 46,1% tại cuối Q4/2020, trong đó CASA từ khách hàng cá nhân tăng 86% YoY và 13% QoQ, chiếm 68% tổng CASA. Trong Q1/2021, số lượng khách hàng cá nhân giao dịch trực tuyến đạt 4,1 triệu (+38% YoY), số lượt giao dịch trực tuyến đạt 137 triệu lượt (+88% YoY) và giá trị giao dịch trực tuyến đạt gần 2 triệu tỷ đồng (+102% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng TCB có thể tiếp tục được hưởng lợi từ CASA và nguồn vốn ngắn hạn có lãi suất thấp nhờ (1) thanh khoản hệ thống ngân hàng ở mức tốt và (2) mảng ngân hàng số tiếp tục tăng trưởng giúp TCB thu hút thêm tiền gửi không kỳ hạn của khách hàng cá nhân. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ tăng 74 điểm cơ bản trong năm 2021.

(xem tiếp trang sau)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng tín dụng	20,3%	19,0%	24,0%	21,0%	19,0%	18,0%
NIM	4,14%	4,37%	4,92%	5,66%	5,39%	5,23%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	37,9%	32,3%	30,7%	28,9%	28,1%	27,9%
Tăng trưởng tổng thu nhập	11,5%	14,8%	28,4%	31,7%	12,3%	14,5%
CIR	31,8%	34,7%	31,9%	29,1%	30,8%	31,8%
Chi phí tín dụng ròng (%)	-0,21%	0,07%	-0,46%	-0,47%	-0,24%	-0,31%
LN trước thuế	10.661	12.838	15.800	22.050	25.061	28.143
Tăng trưởng	32,7%	20,4%	23,1%	39,6%	13,7%	12,3%
LN thuộc về cổ đông	8.463	10.075	12.325	17.173	19.479	21.829
EPS điều chỉnh (VND)	2.420	2.878	3.516	4.891	5.548	6.217
BVPS (VND)	14.790	17.651	21.151	26.023	31.571	37.788
ROA	2,9%	2,9%	3,0%	3,6%	3,4%	3,2%
ROE	21,5%	17,8%	18,1%	20,8%	19,3%	17,9%
P/E (x)	16,5	13,9	11,4	8,2	7,2	6,4
P/B (x)	2,7	2,3	1,9	1,5	1,3	1,1
Cổ tức mỗi cp (VND)	-	-	-	-	-	-

Thu nhập từ thanh toán, thẻ, ngân hàng đầu tư và banca đều tăng trưởng mạnh, giúp thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 54,5% YoY và chiếm 31,4% tổng thu nhập. Thu hồi nợ đã xóa sổ cũng tích cực trong Q1/2021 với 442 tỷ đồng (+225% YoY). Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vị thế dẫn đầu trong mảng ngân hàng số và dịch vụ ngân hàng đầu tư, cộng với sự phục hồi của mảng banca.

CIR giảm xuống 28,7%. Tổng thu nhập tăng 48,1% YoY trong khi chi phí hoạt động chỉ tăng 19,9% YoY, giúp tỷ lệ chi phí/thu nhập ở mức thấp nhất trong ngành.

Lũy kế 4 quý gần nhất, ROA và ROE lần lượt đạt 3,5% và 20,1%. Mặc dù TCB có ROA cao nhất trong hệ thống ngân hàng nhưng chỉ ROE tương đương trung bình ngành do TCB có tỷ lệ đòn bẩy thấp (5,9 lần) và CAR cao (15,8%). Mặc dù vậy, điều này sẽ giúp TCB có thể được cấp hạn mức tín dụng cao từ NHNN và duy trì tốc độ mở rộng bảng cân đối mạnh mẽ trong những năm tới.

Chúng tôi nâng dự phóng LNTT năm 2021. Chúng tôi dự phóng LNTT đạt 22.055 tỷ đồng, +40% YoY, nhờ kỳ vọng tích cực ở cả thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi, trong khi chi phí dự phòng tín dụng được giữ ở mức thấp.

Chúng tôi lặp lại khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu 1 năm lên 46.400 đồng/cp theo phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E và P/B dự phóng là **9,2** lần và **1,69** lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý với khả năng sinh lời và tốc độ tăng trưởng cao của TCB, cùng với bối cảnh môi trường vĩ mô thuận lợi.

(Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi chú thích khác)	Giá hiện tại (đồng):	39.950	Giá mục tiêu (đồng):	46.400	Vốn hóa (tỷ đồng):	140.021	
	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
KẾT QUẢ KINH DOANH							
Thu nhập lãi thuần	8.930	11.390	14.258	18.751	25.324	28.726	32.956
Lợi nhuận từ dịch vụ	3.926	3.273	3.253	4.189	5.303	6.639	7.768
Lợi nhuận khác	3.601	3.687	3.557	4.102	4.975	4.599	5.016
Tổng thu nhập	16.458	18.350	21.068	27.042	35.602	39.964	45.740
Tăng trưởng (%)	38,1%	11,5%	14,8%	28,4%	31,7%	12,3%	14,5%
Chi phí hoạt động	(4.812)	(5.843)	(7.313)	(8.631)	(10.357)	(12.325)	(14.544)
LN trước dự phòng	11.646	12.507	13.756	18.411	25.245	27.639	31.197
Chi phí dự phòng	(3.609)	(1.846)	(917)	(2.611)	(3.195)	(2.578)	(3.053)
LN trước thuế	8.036	10.661	12.838	15.800	22.050	25.061	28.143
LN thuộc về cổ đông	6.446	8.463	10.075	12.325	17.173	19.479	21.829
Tăng trưởng (%)	104,7%	31,3%	19,1%	22,3%	39,3%	13,4%	12,1%
EPS điều chỉnh (VND)	5.530	2.420	2.878	3.516	4.891	5.548	6.217
LN từ HĐKD chính	8.323	9.054	10.303	14.346	20.456	23.254	26.424
Tăng trưởng (%)	36,9%	8,8%	13,8%	39,2%	42,6%	13,7%	13,6%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN)	180.657	217.210	258.484	322.039	389.369	463.349	546.752
Tăng trưởng (%)	16,2%	20,2%	19,0%	24,6%	20,9%	19,0%	18,0%
Tiền gửi khách hàng	170.971	201.415	231.297	277.459	330.176	389.607	455.841
Tăng trưởng (%)	-1,4%	17,8%	14,8%	20,0%	19,0%	18,0%	17,0%
Tổng tài sản	269.392	320.989	383.700	439.603	526.570	624.708	734.247
Vốn chủ sở hữu	26.931	51.713	61.782	74.131	91.364	110.842	132.671
BVPS (VND)	23.106	14.790	17.651	21.151	26.023	31.571	37.788

CHỈ SỐ	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1,6%	1,8%	1,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)	73%	85%	95%	171%	190%	190%	190%
NIM (%)	3,8%	4,1%	4,4%	4,9%	5,7%	5,4%	5,2%
CIR (%)	29%	32%	35%	32%	29%	31%	32%
ROA (%)	2,6%	2,9%	2,9%	3,0%	3,6%	3,4%	3,2%
ROE (%)	27,7%	21,5%	17,8%	18,1%	20,8%	19,3%	17,9%
P/E (x)	21,7	16,5	13,9	11,4	8,2	7,2	6,4
P/B (x)	5,2	2,7	2,3	1,9	1,5	1,3	1,1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Khuyến nghị

Tại ngày 02/04/2021

MUA

HOSE: CTG

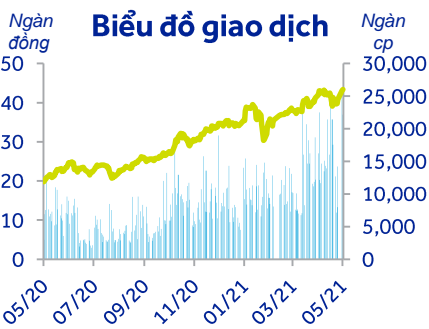
Ngân hàng

Giá hiện tại (VND)	43,000
Giá mục tiêu (VND)	52,900
Tỷ lệ tăng giá	+23.0%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	1.2%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	+24.2%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	25,5	4,1	23,9	117,6
Tương đối	11,4	2,6	12,1	51,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng Nhà nước	64,5%
Tokyo-Mitsubishi UFJ	19,7%
Khác	8,1%

Thông kê

02/04/2021

Mã Bloomberg

CTG VN

Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	19.550-44.400
SL lưu hành (triệu cp)	3.723
Vốn hóa (tỷ đồng)	161.410
Vốn hóa (triệu USD)	6.972
Room khối ngoại còn lại (%)	4,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	35,5
KLGD TB 3 tháng (cp)	13.033.300
VND/USD	23.150
VNIndex / HNX	1256,43/280,93

NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM

Lợi nhuận trước thuế Q1/2021 đạt 8.060 tỷ đồng, tăng 171% YoY nhờ NIM cải thiện và chi phí dự phòng giảm mạnh. Chúng tôi lập lại khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu 1 năm lên 52.900 đồng/cp với kỳ vọng lợi nhuận của CTG sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong 9 tháng cuối năm 2021 trên nền chất lượng tài sản tốt.

Tín dụng và huy động tăng trưởng nhẹ trong Q1/21. Tín dụng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) chỉ tăng 0,7% YTD, tuy nhiên đây là vẫn là con số khả quan so với mức giảm -0,7% và -1,6% trong Q1 của năm 2019 và 2020. Huy động tăng 1,3% YTD, trong đó CASA và các khoản tiền gửi kỳ hạn ngắn (<3 tháng) giảm do yếu tố mùa vụ. Thanh khoản vẫn duy trì ở mức tốt và CTG đang cho vay ròng liên ngân hàng 16.000 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng CTG có thể tăng trưởng tín dụng cao hơn mức 7.5% mà NHNN cấp do nhu cầu tín dụng trong năm 2021 đang hồi phục tốt và có thể cao hơn so với 2020.

Thu nhập lãi thuần tăng 26,4% YoY nhờ lãi suất huy động giảm. Chi phí vốn giảm xuống 3,42%, giảm 126 điểm cơ bản so với Q1/21 do lãi suất huy động giảm. Trong khi đó, lợi suất tài sản sinh lãi chỉ giảm 74 điểm cơ bản, đạt 6,59% do lãi suất cho vay giảm chậm hơn mức giảm của lãi suất huy động. Nhờ đó, NIM Q1/21 đạt 3,32%, tương đương Q4/20 và tăng 45 điểm cơ bản so với Q1/20. Chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ duy trì được mức NIM này trong năm 2021 nhưng có thể giảm trong các năm sau do sức ép giảm lãi suất vay từ NHNN.

Lãi từ dịch vụ tăng 21,2% YoY nhờ tăng trưởng ở các mảng thanh toán, chuyển tiền và thẻ. Tuy nhiên, do lợi nhuận từ mua bán chứng khoán giảm nên tổng thu nhập ngoài lãi chỉ tăng 0,6% YoY. Chúng tôi nhận thấy CTG chưa ghi nhận phí trả trước từ thỏa thuận banca độc quyền và chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ ghi nhận một phần phí trả trước trong 9 tháng cuối năm, qua đó tăng tỷ trọng thu nhập ngoài lãi từ 18% trong Q1/21 lên trên 20%.

(xem tiếp trang sau)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng tín dụng	6,1%	7,3%	7,8%	10,0%	9,0%	8,0%
NIM	2,09%	2,93%	2,89%	3,22%	3,09%	2,98%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	17,8%	18,1%	21,5%	21,5%	22,2%	22,7%
Tăng trưởng tổng thu nhập	-12,8%	42,4%	11,8%	21,7%	6,0%	5,3%
CIR	49,5%	38,8%	35,5%	32,7%	34,2%	35,7%
Chi phí tín dụng ròng	-0,68%	-1,29%	-1,06%	-0,43%	-0,32%	-0,32%
LN trước thuế	6.559	11.781	17.085	30.650	32.545	33.151
Tăng trưởng	-28,8%	79,6%	45,0%	79,4%	6,2%	1,9%
LN thuộc về cổ đông	3.857	7.612	10.907	19.501	20.644	20.965
EPS điều chỉnh (VND)	1.036	2.044	2.929	5.237	5.544	5.631
BVPS (VND)	18.000	20.625	22.778	27.516	32.560	37.690
VCSH / Tổng tài sản	5,8%	6,2%	6,4%	7,0%	7,6%	8,2%
ROA điều chỉnh	0,3%	0,6%	0,8%	1,4%	1,3%	1,3%
ROE điều chỉnh	5,9%	10,6%	13,5%	20,8%	18,5%	16,0%
P/E	41,5	21,0	14,7	8,2	7,8	7,6
P/B	2,4	2,1	1,9	1,6	1,3	1,1
Cổ tức mỗi cp (VND)	-	-	500	500	500	500
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%

Chất lượng tài sản duy trì ở mức tốt. Nợ xấu giảm 566 tỷ đồng trong Q1/21, trong khi nợ nhóm 2 cũng chỉ tăng thêm 1.117 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ quá hạn (nhóm 2-5) lần lượt là 0,9% và 1,3%, tương tự như Q4/20. Trong Q1/21, CTG trích lập thêm dự phòng 1.350 tỷ đồng (-69,3% YoY) cho các khoản nợ xấu cũ, nhờ đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu cải thiện lên 155%. Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ duy trì ở mức thấp trong 9 tháng cuối năm sau khi đã dọn sạch tài sản tổn đọng từ Q4/20.

Chúng tôi lập lại khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu 1 năm lên 52.900 đồng/cp theo phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E dự phóng **10,0** lần và P/B dự phóng **1,84** lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý đối với CTG nhờ (1) khả năng sinh lời cao với ROE 18% (sau điều chỉnh quỹ khen thưởng phúc lợi) và đang cải thiện nhanh chóng, (2) chất lượng tài sản đang ở mức tốt sau khi đã dọn sạch tài sản tổn đọng và (3) bối cảnh vĩ mô thuận lợi cho hệ thống ngân hàng.

(Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi chú thích khác)	Giá hiện tại (đồng):	43.000	Giá mục tiêu (đồng):	52.900	Vốn hóa (tỷ đồng):	160.106	
KẾT QUẢ KINH DOANH	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần	27.073	22.212	33.199	35.581	43.299	45.492	47.603
Lợi nhuận từ dịch vụ	1.855	2.771	4.055	4.341	6.815	7.429	8.023
Lợi nhuận khác	3.692	3.463	3.265	5.396	5.025	5.527	5.929
Tổng thu nhập	32.620	28.446	40.519	45.317	55.139	58.448	61.555
Tăng trưởng (%)	23,3%	-12,8%	42,4%	11,8%	21,7%	6,0%	5,3%
Chi phí hoạt động	(15.070)	(14.084)	(15.735)	(16.085)	(18.016)	(19.997)	(21.997)
LN trước dự phòng	17.550	14.361	24.785	29.232	37.123	38.451	39.558
Chi phí dự phòng	(8.344)	(7.803)	(13.004)	(12.147)	(6.474)	(5.906)	(6.407)
LN trước thuế	9.206	6.559	11.781	17.085	30.650	32.545	33.151
LN thuộc về cổ đông	5.757	3.857	7.612	10.907	19.501	20.644	20.965
Tăng trưởng (%)	6,1%	-33,0%	97,4%	43,3%	78,8%	5,9%	1,6%
EPS điều chỉnh (VND)	1.546	1.036	2.044	2.929	5.237	5.544	5.631
LN từ HĐKD chính	14.678	18.156	23.454	26.031	34.312	35.338	36.242
Tăng trưởng (%)	22,0%	23,7%	29,2%	11,0%	31,8%	3,0%	2,6%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN)	837.180	888.216	953.178	1.027.542	1.130.296	1.232.022	1.330.584
Tăng trưởng (%)	18,4%	6,1%	7,3%	7,8%	10,0%	9,0%	8,0%
Tiền gửi khách hàng	752.935	825.816	892.785	990.331	1.089.364	1.187.407	1.282.400
Tăng trưởng (%)	14,9%	9,7%	8,1%	10,9%	10,0%	9,0%	8,0%
Tổng tài sản	1.095.061	1.164.290	1.240.711	1.341.436	1.474.594	1.606.599	1.734.226
Vốn chủ sở hữu	63.470	67.020	76.793	84.813	102.452	121.234	140.337
BVPS (VND)	17.046	18.000	20.625	22.778	27.516	32.560	37.690

CHỈ SỐ	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tỷ lệ nợ xấu	1,1%	1,6%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu	92%	95%	120%	132%	148%	152%	156%
NIM	2,8%	2,1%	2,9%	2,9%	3,2%	3,1%	3,0%
CIR	46%	50%	39%	35%	33%	34%	36%
VCSH / Tổng tài sản	5,8%	5,8%	6,2%	6,4%	7,0%	7,6%	8,2%
ROA điều chỉnh	0,6%	0,3%	0,6%	0,8%	1,4%	1,3%	1,3%
ROE điều chỉnh	9,3%	5,9%	10,6%	13,5%	20,8%	18,5%	16,0%
P/E (x)	27,8	41,5	21,0	14,7	8,2	7,8	7,6
P/B (x)	2,5	2,4	2,1	1,9	1,6	1,3	1,1
Suất sinh lợi cổ tức	3,3%	0,0%	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Khuyến nghị

Tại ngày 19/04/2021

MUA

HOSE: MBB

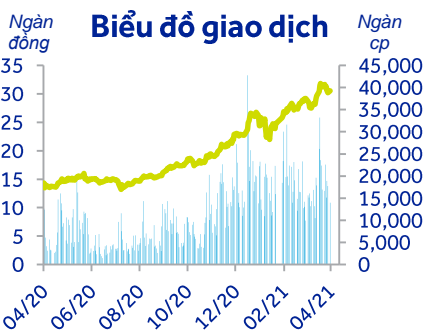
Ngân hàng

Giá hiện tại (VND)	30.500
Giá mục tiêu (VND)	35.200
Tỷ lệ tăng giá	+15,4%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	2,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	+17,4%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	33,8	5,4	12,9	112,4
Tương đối	19,4	0,4	9,1	51,0

Nguồn: Bloomberg



Cổ đông

Viettel	14,0%
SCIC	9,3%
TCT Tân Cảng Sài Gòn	7,1%
TCT Trực thăng Việt Nam	8,5%
Vietcombank	4,3%

Thông kê

19/04/2021

Mã Bloomberg

MBB VN

Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	13.140-32.050
SL lưu hành (triệu cp)	2.799
Vốn hóa (tỷ đồng)	85.362
Vốn hóa (triệu USD)	3.685
Room khối ngoại còn lại (%)	0,4
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	65,8
KLGD TB 3 tháng (cp)	18.158.410
VND/USD	23.165
VNIndex / HNX	1260,58/295,75

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN QUÂN ĐỘI

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 1 năm là 35.200 đồng/cp. Việc trích lập dự phòng quyết liệt trong quá khứ cùng với kỳ vọng chất lượng tín dụng cải thiện là cơ sở cho dự phóng tăng trưởng lợi nhuận của chúng tôi đối với MBB trong năm 2021.

Lợi thế về tập khách hàng doanh nghiệp sẵn có giúp MBB luôn đạt được kết quả kinh doanh tích cực và ổn định. Nhờ nguồn tiền gửi không kỳ hạn lớn với lãi suất gần 0% từ các khách hàng doanh nghiệp, MBB là một trong những ngân hàng có tỷ lệ CASA cao nhất (31/12/2020: 41%) và chi phí vốn thấp nhất ngành (năm 2020: 3,3%). Năm 2020, MBB đạt được kết quả kinh doanh tích cực với ROA và ROE lần lượt 1,7% và 18,1% bất chấp những khó khăn do Covid-19.

Tín dụng tăng trưởng mạnh trong quá khứ khiến nợ xấu gia tăng, tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nợ xấu phát sinh mới và chi phí dự phòng sẽ giảm trong năm 2021.

Chúng tôi dự phóng chi phí dự phòng tín dụng trong năm 2021 sẽ giảm xuống mức 1,6% dư nợ từ mức 2,1% trong năm 2020, nhờ (1) Nợ xấu phát sinh từ mảng cho vay tiêu dùng của Mcredit và cho vay doanh nghiệp SME được kỳ vọng sẽ giảm trong năm 2021, (2) Nợ tái cơ cấu do Covid đến 31/12/2020 giảm một nửa so với 30/06/2020 xuống chỉ còn 2.800 tỷ đồng, chiếm 0,9% dư nợ và (3) MBB cũng đã chủ động trích lập dự phòng với tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức cao (31/12/2020: 134%).

CASA từ khách hàng cá nhân đang tăng trưởng nhanh chóng. Mặc dù CASA cá nhân mới chỉ chiếm tỷ trọng 10% tổng tiền gửi khách hàng nhưng đã tăng trưởng gấp đôi trong năm 2020 và được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng gấp đôi trong năm 2021 nhờ MBB đang tích cực phát triển ứng dụng số và áp dụng các sáng kiến để thu hút khách hàng trẻ tuổi. Chúng tôi cho rằng CASA cá nhân sẽ là động lực tăng trưởng CASA chính của MBB trong những năm tới.

Định giá vẫn ở mức hấp dẫn. Chúng tôi dự phóng LNTT tăng trưởng 33% trong năm 2021 và kết quả kinh doanh tích cực sẽ hỗ trợ cho giá cổ phiếu. Sử dụng phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư, chúng tôi ước tính giá mục tiêu 1 năm của MBB là 35.200 đồng/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E và P/B dự phóng năm 2021 là 9,3 lần và 1,68 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý so với khả năng sinh lời cao của MBB và môi trường vĩ mô thuận lợi cho hệ thống ngân hàng Việt Nam.

(Đơn vị: tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng tín dụng	17,5%	18,8%	21,4%	21,2%	17,0%	15,0%
NIM	4,59%	4,94%	4,77%	4,82%	4,77%	4,77%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	25%	27%	26%	23%	23%	22%
Tăng trưởng tổng thu nhập	41%	26%	11%	16%	15%	14%
CIR	45%	39%	39%	37%	37%	37%
Chi phí tín dụng ròng (%)	-0,97%	-1,21%	-1,54%	-1,08%	-1,14%	-1,20%
LN trước thuế	7.767	10.036	10.688	14.222	16.255	18.365
Tăng trưởng	68,3%	29,2%	6,5%	33,1%	14,3%	13,0%
LN thuộc về cổ đông	5.773	7.373	7.788	10.187	11.521	12.878
EPS điều chỉnh (VND)	2.672	3.170	2.808	3.640	4.116	4.601
BVPS (VND)	15.109	16.338	17.275	20.157	23.473	27.075
ROA điều chỉnh	1,7%	1,9%	1,7%	1,9%	1,8%	1,8%
ROE điều chỉnh	19,0%	20,9%	18,1%	19,5%	18,9%	18,2%
P/E	14,8	11,6	11,0	8,4	7,4	6,6
P/B	2,6	2,2	1,8	1,5	1,3	1,1
Cổ tức mỗi cp (VND)	600	600	-	600	800	1.000
Tỷ suất cổ tức	2,0%	2,0%	0,0%	2,0%	2,6%	3,3%

(Đơn vị: tỷ đồng)	Giá trị trường (VND):	30,500	Giá mục tiêu (VND):	35,200	Vốn hóa (tỷ đồng):	85,362	
	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
KẾT QUẢ KINH DOANH							
Thu nhập lãi thuần	11.219	14.583	18.000	20.278	24.251	28.120	32.237
Lợi nhuận từ dịch vụ	1.131	2.561	3.186	3.576	4.112	4.688	5.297
Lợi nhuận khác	1.517	2.392	3.465	3.509	3.326	3.640	3.847
Tổng thu nhập	13.867	19.537	24.650	27.362	31.689	36.447	41.380
Tăng trưởng (%)	40,7%	40,9%	26,2%	11,0%	15,8%	15,0%	13,5%
Chi phí hoạt động	(5.999)	(8.734)	(9.724)	(10.555)	(11.763)	(13.410)	(15.154)
LN trước dự phòng	7.868	10.803	14.927	16.807	19.926	23.037	26.227
Chi phí dự phòng	(3.252)	(3.035)	(4.891)	(6.118)	(5.704)	(6.782)	(7.862)
LN trước thuế	4.616	7.767	10.036	10.688	14.222	16.255	18.365
LN thuộc về cổ đông	3.308	5.773	7.373	7.788	10.187	11.521	12.878
Tăng trưởng (%)	21,0%	74,5%	27,7%	5,6%	30,8%	13,1%	11,8%
EPS điều chỉnh (VND)	1.822	2.672	3.170	2.808	3.640	4.116	4.601
LN từ HĐKD cốt lõi	6.771	9.100	12.248	14.278	17.709	20.648	23.782
Tăng trưởng (%)	39,6%	34,4%	34,6%	16,6%	24,0%	16,6%	15,2%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Dư nợ tín dụng (bao gồm TPDN)	190.238	223.440	265.498	322.278	390.668	457.082	525.644
Tăng trưởng (%)	23,6%	17,5%	18,8%	21,4%	21,2%	17,0%	15,0%
Tiền gửi khách hàng	220.176	239.964	272.710	310.960	357.604	407.669	460.666
Tăng trưởng (%)	13,0%	9,0%	13,6%	14,0%	15,0%	14,0%	13,0%
Tổng tài sản	313.878	362.325	411.488	494.982	581.995	676.414	766.454
Vốn chủ sở hữu	28.170	32.643	37.998	47.907	56.415	65.696	75.775
BVPS (VND)	15.516	15.109	16.338	17.275	20.157	23.473	27.075

CHỈ SỐ	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1,2%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
Tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu (%)	96%	112%	110%	134%	137%	137%	137%
NIM (%)	4,2%	4,6%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
CIR (%)	43%	45%	39%	39%	37%	37%	37%
ROA (%)	1,2%	1,8%	2,0%	1,8%	2,0%	1,9%	1,9%
ROE (%)	13,2%	20,1%	22,1%	19,2%	20,7%	20,0%	19,3%
ROA điều chỉnh (%)	1,2%	1,7%	1,9%	1,7%	1,9%	1,8%	1,8%
ROE điều chỉnh (%)	12,4%	19,0%	20,9%	18,1%	19,5%	18,9%	18,2%
P/E (x)	25,8	14,8	11,6	11,0	8,4	7,4	6,6
P/B (x)	3,0	2,6	2,2	1,8	1,5	1,3	1,1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	2,0%	2,6%	3,3%

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Khuyến nghị

MUA

HOSE: STB

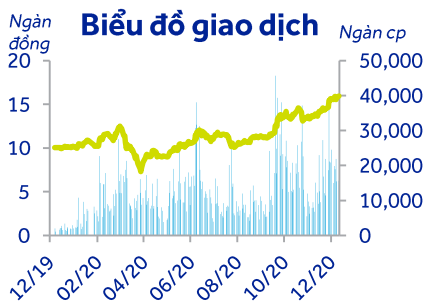
Ngân hàng

Giá hiện tại (VND)	15.950
Giá mục tiêu (VND)	26.500
Tỷ lệ tăng giá	+66,1%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	+66,1%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	58,7	16,2	41,7	57,2
Tương đối	46,2	6,2	23,5	46,5

Nguồn: Bloomberg



Cổ đông

Dương Công Minh (Chủ tịch)	3.32%
----------------------------	-------

Thống kê

14/12/2020

Mã Bloomberg	STB VN
Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	7.120-16.200
SL lưu hành (triệu cp)	1.804
Vốn hóa (tỷ đồng)	28.768
Vốn hóa (triệu USD)	1.239
Room khối ngoại còn lại (%)	14,5
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	96,4
KLGD TB 3 tháng (cp)	17.888.860
VND/USD	23.220
VNIndex / HNX	1064,09/165,74

NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu STB với giá mục tiêu một năm là 26.500 đồng/cp, tương ứng với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 66,1%. Việc xử lý tài sản tồn đọng diễn biến đúng tiến độ giúp cải thiện chất lượng tài sản và thúc đẩy khả năng sinh lời của STB.

Quá trình thanh lý tài sản đảm bảo tiến triển khả quan. Bất chấp những khó khăn do dịch Covid-19, STB vẫn thanh lý được 12.000 tỷ đồng tài sản đảm bảo trong 9T2020, vượt chỉ tiêu cả năm là 11.000 tỷ đồng. Lợi nhuận cải thiện cũng giúp STB có thêm dư địa để đẩy mạnh trích lập dự phòng. Nhờ đó, kể từ 2015-Q3/2020, giá trị tài sản tồn đọng đã giảm một nửa, chỉ còn khoảng 47.000 tỷ đồng.

Tỷ trọng tài sản sinh lãi tăng từ 68% tại 2016 lên 82% tại Q3/2020, giúp lợi nhuận phục hồi và ROE tăng từ 0,3% lên 7,2%. Thanh khoản cũng được cải thiện và STB đã trở thành bên cho vay ròng liên ngân hàng kể từ Q1/2019.

NIM cải thiện nhưng vẫn còn dư địa mở rộng. Khi STB thanh lý tài sản tồn đọng, NIM được cải thiện theo hai cách: (1) tăng thu nhập lãi bằng cách tăng tỷ trọng tài sản sinh lãi như cho vay khách hàng, cho vay liên ngân hàng, trái phiếu hoặc (2) giảm lãi suất huy động, qua đó giúp tiền gửi khách hàng tăng trưởng chậm lại và giảm chi phí vốn. Nhờ đó, NIM được cải thiện từ 1,8% năm 2016 lên 3,1% trong Q3/2020. Chúng tôi dự phóng NIM sẽ tiếp tục cải thiện lên mức 3,4% đến năm 2024.

Tác động của dịch Covid-19 lên STB là tương đối thấp. Nhờ cơ cấu cho vay phân tán, nhỏ lẻ và rủi ro thấp, STB ít chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Đến Q3/2020, nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 chỉ còn dưới 1.000 tỷ đồng, chiếm ~0.3% dư nợ cho vay. Trong 9T2020, tổng thu nhập tăng 13% svck, tuy nhiên, do đẩy mạnh trích lập dự phòng cho các tài sản tồn đọng, lợi nhuận trước thuế giảm nhẹ 7% svck.

Quá trình xử lý tài sản tồn đọng dự kiến sẽ hoàn tất vào năm 2023. Chúng tôi ước tính ROE của STB có thể đạt 19% vào 2023, tương đương với các ngân hàng cùng quy mô, qua đó đưa hệ số định giá của STB lên ngang với nhóm này.

Trong ngắn hạn, giá cổ phiếu STB có thể gặp ngưỡng kháng cự mạnh do việc thanh lý 251 triệu cp STB đang được thế chấp tại Kienlongbank và Eximbank, tương đương 14% số lượng cp lưu hành. Giá chào bán khởi điểm gần nhất vào T3/2020 của Kienlongbank là 17.496 đồng/cp.

(Đơn vị: tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng tín dụng	15,6%	12,9%	13,9%	14,0%	13,0%	12,0%
NIM	2,8%	2,8%	3,0%	3,2%	3,3%	3,4%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	37,3%	31,1%	28,8%	27,5%	26,4%	25,8%
Tăng trưởng tổng thu nhập	25,3%	8,6%	17,9%	19,2%	17,3%	15,1%
CIR	63,3%	57,6%	55,7%	53,3%	51,4%	50,0%
Chi phí tín dụng ròng (%)	-0,7%	-1,1%	-1,1%	-0,9%	-0,7%	-0,5%
LN trước thuế	3.217	2.952	4.001	6.344	9.030	11.942
Tăng trưởng	43,2%	-8,2%	35,5%	58,6%	42,3%	32,2%
LN thuộc về cổ đông	2.050	1.957	2.736	4.540	6.609	8.846
EPS điều chỉnh (VND)	1.088	1.038	1.451	2.408	3.506	4.693
BVPS (VND)	14.185	15.223	16.674	19.082	22.588	27.281
ROA	0,5%	0,4%	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%
ROE	8,0%	7,1%	9,1%	13,5%	16,8%	18,8%
P/E	14,7	15,4	11,0	6,6	4,5	3,4
P/B	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6

(Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi chú thích khác)	Giá hiện tại (VND):	15.950	Giá mục tiêu (VND):	26.500	Vốn hóa (tỷ đồng):	30.069	
KẾT QUẢ KINH DOANH	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	7.634	9.181	10.947	13.341	16.184	19.270	22.352
Lợi nhuận từ dịch vụ	2.682	3.323	3.489	3.978	4.534	5.169	5.893
Lợi nhuận khác	1.361	2.132	1.452	1.412	1.602	1.737	1.877
Tổng thu nhập	11.677	14.635	15.888	18.731	22.320	26.177	30.122
Tăng trưởng (%)	35,1%	25,3%	8,6%	17,9%	19,2%	17,3%	15,1%
Chi phí hoạt động	(7.838)	(9.266)	(9.153)	(10.435)	(11.896)	(13.442)	(15.055)
LN trước dự phòng	3.839	5.370	6.735	8.296	10.424	12.734	15.067
Chi phí dự phòng	(1.592)	(2.153)	(3.783)	(4.295)	(4.080)	(3.704)	(3.124)
LN trước thuế	2.247	3.217	2.952	4.001	6.344	9.030	11.942
LN thuộc về cổ đông	1.426	2.050	1.957	2.736	4.540	6.609	8.846
Tăng trưởng (%)	78,7%	43,7%	-4,6%	39,8%	66,0%	45,6%	33,9%
EPS điều chỉnh (VND)	757	1.088	1.038	1.451	2.408	3.506	4.693
LN từ HĐKD chính	2.879	3.847	6.074	7.786	9.851	12.170	14.526
Tăng trưởng (%)	50,8%	33,6%	57,9%	28,2%	26,5%	23,5%	19,4%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Dư nợ tín dụng (sau dự phòng)	253.153	292.059	329.604	375.456	427.834	483.440	541.658
Tăng trưởng (%)	14,0%	15,4%	12,9%	13,9%	14,0%	13,0%	12,0%
Tiền gửi khách hàng	349.389	400.844	440.929	485.022	533.524	586.876	645.564
Tăng trưởng (%)	9,2%	14,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Tổng tài sản	406.041	453.581	496.695	546.230	602.250	665.487	736.624
Vốn chủ sở hữu	24.632	26.742	28.698	31.434	35.974	42.583	51.430
BVPS (VND)	13.066	14.185	15.223	16.674	19.082	22.588	27.281

CHỈ SỐ	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2,1%	1,9%	1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%
Tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu (%)	64,5%	69,3%	75,8%	88,9%	103,3%	118,9%	136,6%
NIM (%)	2,7%	2,8%	2,8%	3,0%	3,2%	3,3%	3,4%
CIR (%)	67,1%	63,3%	57,6%	55,7%	53,3%	51,4%	50,0%
ROA (%)	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%
ROE (%)	6,0%	8,0%	7,1%	9,1%	13,5%	16,8%	18,8%
P/E (x)	21,1	14,7	15,4	11,0	6,6	4,5	3,4
P/B (x)	1,2	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-	-	-	-

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Vật liệu xây dựng
Huỳnh Anh Huy
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
huyha@acbs.com.vn

CVPT – Tài chính, Ngân hàng Cao Việt Hùng, CFA
(+8428) 3823 4159 (ext: 326)
hungcv@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

Trưởng bộ phận – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trần Trí An Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 325)
phuctta@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung, CFA
(+84 28) 38 234 876
tyler@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận - GDKHĐC

Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 3824 6679
huongctk@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 3824 7677
thanhtt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Chu Thị Minh Phương
(+84 28) 3823 4159 (ext:357)
phuongctm@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng
Lê Nguyễn Tiến Thành
(+84 28) 3823 4798
thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)
dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Phương Nhi
(+84 28) 3823 4159 (ext:315)
nhinp@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào.

ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2020). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.