

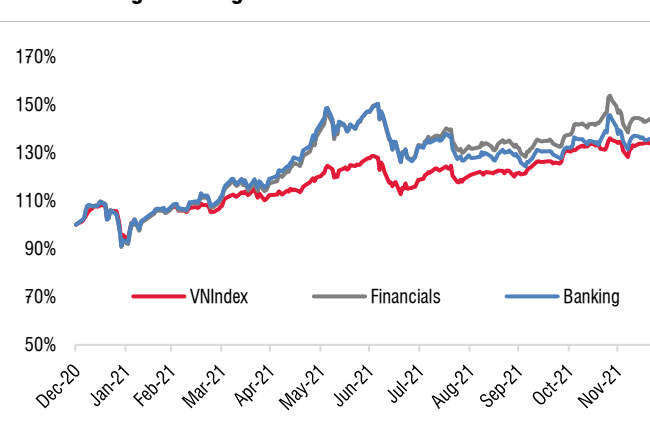
TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG NĂM 2022:

Chất lượng tài sản là trọng tâm

Điểm nhấn năm 2021

Diễn biến ngành: KHẢ QUAN

Cổ phiếu của ngành ngân hàng tăng bình quân 36,6% trong năm 2021, cao hơn 2,8% so với chỉ số VNIndex. Các cổ phiếu có hiệu suất cao nhất bao gồm SSB, TPB, LPB, MSB và VPB, với mức tăng giá trên 90% so với đầu năm. Các cổ phiếu tăng khoảng 50%-90% bao gồm MBB, TCB, STB, OCB, VIB và SHB. Các ngân hàng thương mại nhà nước có mức tăng giá kém khả quan trong năm 2021.

Diễn biến ngành trong năm 2021

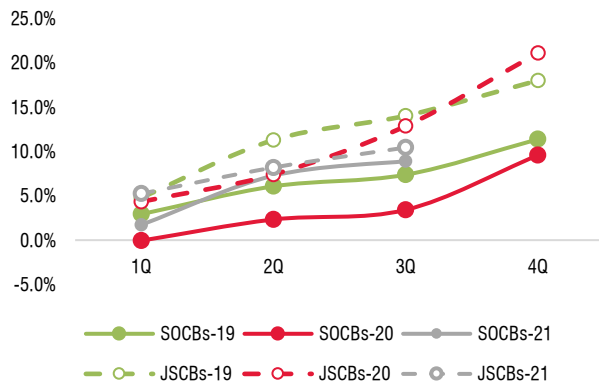
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Điểm chính của ngành trong năm 2021

Khoảng cách tăng trưởng tín dụng được thu hẹp giữa các ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) và các ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN). Trong 9T2021, tăng trưởng tín dụng của toàn ngành đạt +7,9% so với đầu năm. Động lực tăng trưởng chính là cho vay bán lẻ tại ACB, TCB, TPB, VIB và CTG. Trong khi đó, BID, VCB, VPB, SHB và STB có mức tăng trưởng cân bằng hơn ở cả khách hàng cá nhân và doanh nghiệp. Khoảng cách tăng trưởng tín dụng được thu hẹp giữa NHTMCP (10,5% so với đầu năm vs. 12,9% trong 9T2020) và NHTMNN (8,9% so với đầu năm vs. 3,4% trong 9T2020). Với lãi suất cho vay trung bình ở mức thấp, chúng tôi cho rằng các NHTMNN đã đẩy nhanh được các khoản cho vay bán lẻ có giá thấp hơn, trong khi các NHTMCP bị ràng buộc bởi hạn mức tín dụng ban đầu thấp hơn so với các năm trước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khoảng cách tăng trưởng tín dụng sẽ được nới rộng vào cuối năm do các NHTMCP được cấp thêm hạn mức tín dụng cao hơn vào cuối tháng 11/2021.

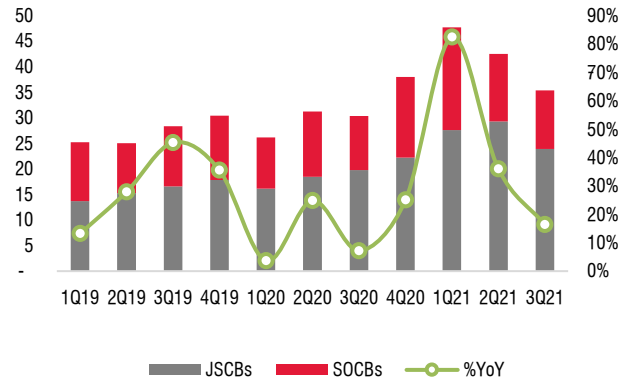
Mặc dù tăng trưởng tín dụng từ đầu năm thấp hơn so với cùng kỳ năm 2020, nhưng LNTT của 14 ngân hàng mà chúng tôi nghiên cứu đạt 125,6 nghìn tỷ đồng trong 9T2021, tăng 43% so với cùng kỳ chủ yếu do NIM tăng đáng kể lên 3,88% (+42 bps so với cùng kỳ) và việc kiểm soát chi phí chặt chẽ (hệ số CIR giảm xuống 32% từ 37,5% trong năm 2020). Mức tăng trưởng của các NHTMCP (+49% so với cùng kỳ) cao hơn so với các NHTMNN (34% so với cùng kỳ). Về số tuyệt đối, lợi nhuận đạt đỉnh trong Q1/2021 đối với các NHTMNN và Q2/2021 đối với NHTMCP.

Khoảng cách tăng trưởng tín dụng giữa NHTMCP và NHTMNN



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Lợi nhuận đạt đỉnh trong 6T2021 (nghìn tỷ đồng)



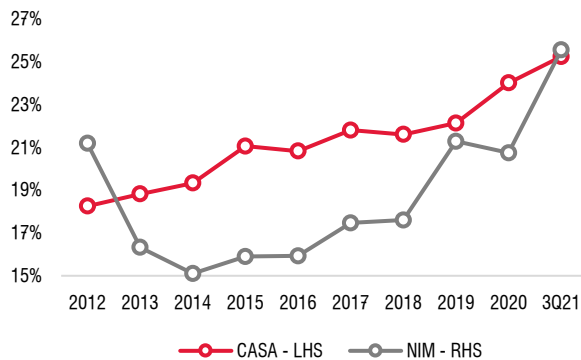
Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Môi trường lãi suất tương đối ổn định. Sau khi giảm mạnh trong năm 2020, lãi suất tại các ngân hàng duy trì tương đối ổn định ở mức thấp trong năm 2021. Lãi suất cho vay và huy động bình quân tại các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu lần lượt là 8,1% và 3,69%. Trong năm cũng không có thay đổi về lãi suất điều hành. Do dư địa cho việc tiếp tục giảm mạnh lãi suất huy động không còn, tăng trưởng thu nhập lãi ròng (NII) phụ thuộc vào khả năng tiếp cận nguồn vốn rẻ và tối ưu hóa cơ cấu tài sản (gia tăng hệ số LDR và tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn).

- Cuộc cạnh tranh giành thị phần CASA vẫn diễn ra căng thẳng, các ngân hàng chiếm ưu thế bao gồm TCB, VPB, MBB và TPB – đây là các ngân hàng có nền tảng kỹ thuật số mạnh và có các chương trình miễn phí chuyển khoản. Trong khi đó, VCB, BID, STB, SHB và LPB đã mất một số thị phần CASA so với đầu năm do những động thái chậm hơn trong khi triển khai các gói miễn phí giao dịch.
- Tận dụng môi trường vốn rẻ, các ngân hàng đã phát hành trái phiếu trung hạn với lãi suất thấp hơn so với 2-3 năm trước đây (ACB, TPB, VPB), hoặc tìm cách huy động vốn dài hạn ở nước ngoài (TCB, VPB, MSB, OCB, HDB, VIB...) để tối đa hóa lợi ích huy động vốn.
- Các ngân hàng cũng đã công bố nhiều phương án tăng vốn điều lệ ([link](#)). 9 trong số 14 ngân hàng chúng tôi nghiên cứu công bố kế hoạch phát hành cổ phiếu mới (chiếm khoảng 2,5% - 15% vốn điều lệ). Tuy nhiên, chỉ có TPB hoàn thành phát hành riêng lẻ trong năm 2021. Các ngân hàng còn lại như BID, VCB, MBB, VPB, OCB, LPB và SHB có thể hoãn kế hoạch tăng vốn đến năm 2022, tăng dư địa thêm cho việc tối ưu hóa chi phí huy động vốn.

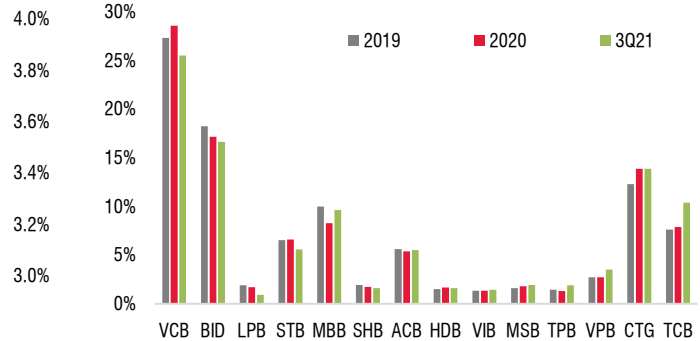
Mặc dù lãi suất huy động trung bình giảm nhẹ 24 bps so với đầu năm, chi phí huy động vốn trung bình giảm với mức lớn hơn là 47 bps so với đầu năm xuống còn 3,39%. Điều này giúp NIM bình quân tăng 42 bps so với đầu năm lên 3,88% đối với các ngân hàng mà chúng tôi nghiên cứu.

NIM và CASA của các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Thị phần CASA của các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu

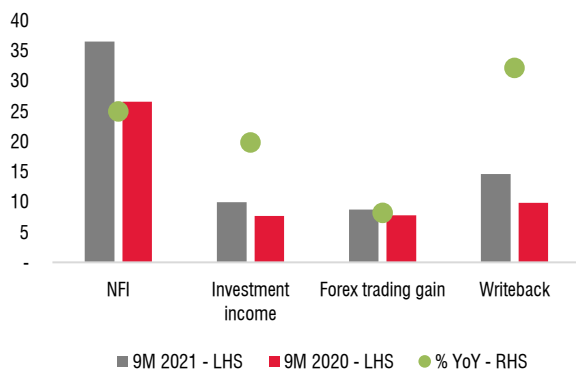


Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Tăng tốc kênh ngân hàng số. Thu từ phí dịch vụ tăng trưởng mạnh +62% trong nửa đầu năm 2021, sau đó giảm -2% so với cùng kỳ trong Q3/2021 do tác động của dịch COVID-19 lần thứ 4 tại Việt Nam. Lưu ý 9T2021, mức tăng trưởng vẫn đạt +37% so với cùng kỳ nhờ dịch vụ thanh toán cũng như thu nhập từ bancassurance. Việc tiếp cận khách hàng thông qua các kênh số đã trở nên phổ biến sau khi NHNN chính thức phê duyệt eKyc với Thông tư 16 - có hiệu lực từ ngày 5/3/2021. Số lượng khách hàng mới qua kênh số chiếm khoảng 40%-90% tổng số lượng khách hàng mới trong năm 2021. MBB đạt mức kỷ lục về khách hàng mới (khoảng 4,5 triệu khách trong 9T2021) thông qua kênh ngân hàng số. Mức này dao động trong khoảng 300.000 đến 1,2 triệu khách tại các ngân hàng lớn khác. Khối lượng và giá trị giao dịch trực tuyến cũng tăng trưởng đáng kể so với cùng kỳ.

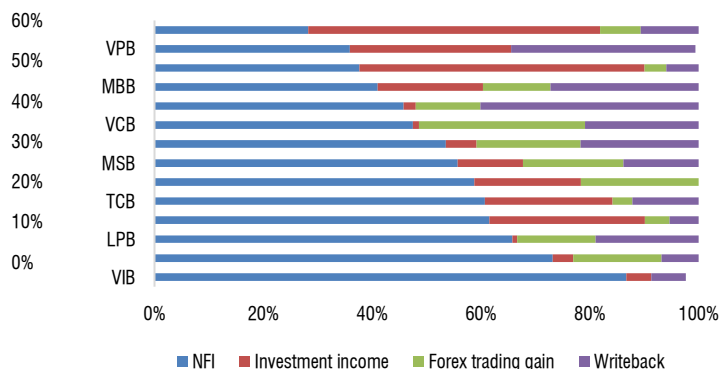
Đối với các nguồn thu nhập ròng ngoài lãi khác, thu từ nợ xấu đã xóa tăng mạnh ở hầu hết các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu, với mức tăng trưởng bình quân là +48% so với cùng kỳ chủ yếu do điều kiện thuận lợi trong 6 tháng đầu năm 2021. Trong khi đó, thu từ đầu tư chứng khoán tăng +29,7% so với cùng kỳ từ mức nền so sánh cao trong năm 2020. Điều này chủ yếu đạt được nhờ mức tăng cao của VPB, TPB, MBB, TCB và HDB.

Tăng trưởng thu nhập ròng ngoài lãi của các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Cơ cấu thu nhập ròng ngoài lãi của các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Vấn đề chất lượng tài sản được đặt lên hàng đầu. Ngay khi tác động của 3 đợt bùng phát dịch đầu tiên đến chất lượng tài sản bắt đầu giảm bớt, thì đợt dịch thứ 4 lại xuất hiện.

- Đối với các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu, tỷ lệ nợ Nhóm 2 và nợ xấu tăng lần lượt là 52% và 29,7% so với đầu năm lên mức 1,4% và 1,6%. STB, MBB và TPB là những trường hợp ngoại lệ khi tỷ lệ nợ xấu có xu hướng giảm so với đầu năm. Các khoản nợ tái cơ cấu tăng mạnh +95% so với quý trước trong Q3/2021 lên khoảng 1,39% tổng dư nợ sau khi giảm -55% trong nửa đầu năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng các khoản nợ tái cơ cấu tiếp tục tăng trong Q4/2021. Do Thông tư 03 và 14 yêu cầu các ngân hàng trích lập dự phòng đối với các khoản nợ tái cơ cấu trong 3 năm, chi phí dự phòng tăng mạnh +32% so với cùng kỳ. Theo ước tính của chúng tôi, khoảng 28% chi phí dự phòng được trích lập trong 3 quý đầu năm 2021 là dành cho các khoản nợ tái cơ cấu.
- Nhìn chung, các chỉ số kém khả quan hơn khi xét trên số liệu toàn hệ thống, với tỷ lệ nợ xấu và dư nợ tái cơ cấu tại thời điểm tháng 9/2021 lần lượt là 1,9% và 2,4% tổng dư nợ (238 nghìn tỷ đồng). Dư nợ tái cơ cấu của ngành đã tăng lên 2,9% (296 nghìn tỷ đồng) tổng dư nợ cho vay tại ngày 23/12/2021.

NHNN ước tính tỷ lệ nợ xấu (bao gồm nợ xấu được công bố, nợ xấu tồn đọng & VAMC, dư nợ tái cơ cấu) là khoảng 7,3% vào cuối năm 2021. Mức này gần tương đương với năm 2017. Song song đó, NHNN đang tiếp tục hoàn thiện khung quy định về chất lượng tài sản và xử lý nợ xấu. Thông tư 11/2021 về phân loại dư nợ và trích lập dự phòng ([link](#)), Thông tư 23/2021 sửa đổi Thông tư 52/2018 về việc đánh giá các tổ chức tín dụng và Thông tư 16/2021 siết chặt hơn việc mua trái phiếu doanh nghiệp đối với các tổ chức tín dụng. *Dự thảo Nghị định* sửa đổi Nghị định 153/2020 về thị trường trái phiếu doanh nghiệp là một động thái khác của Bộ Tài chính. Ngoài ra, việc giải quyết nợ xấu đang được thảo luận, vì Nghị quyết 42 sẽ hết hiệu lực trong năm 2022, trong khi việc xử lý các ngân hàng “0 đồng” đang được đẩy mạnh hoàn thiện.

Định giá ngành phù hợp với xu hướng tăng trưởng lợi nhuận. Mức định giá đạt đỉnh vào đầu tháng 7, với hệ số P/B năm 2021 là 2,12x phản ánh mức tăng trưởng đáng kể của ngành trong 6 tháng đầu năm 2021. Giá cổ phiếu ngành ngân hàng đã điều chỉnh trong giai đoạn sau đó, bắt đầu từ tháng 7/2021. Hệ số P/B bình quân năm 2021 và 2022 của ngành hiện tại lần lượt ở mức 1,94x và 1,64x.

Triển vọng ngành năm 2022

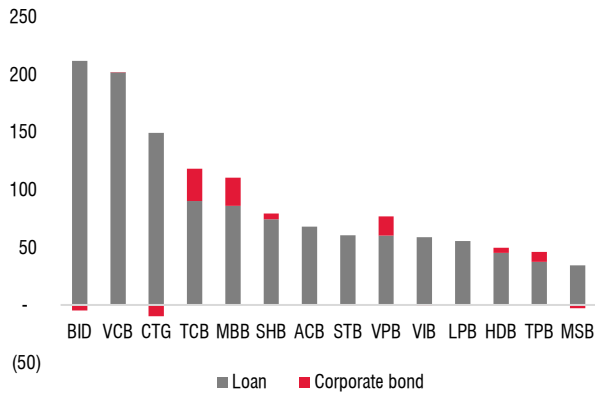
Triển vọng tăng trưởng năm 2022

Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động (TOI) được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng mạnh hơn và triển vọng tươi sáng từ các dịch vụ thu phí

Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ mạnh hơn năm 2021 xuất phát từ cả phía cung và cầu. Nhu cầu tín dụng (đặc biệt là từ các khách hàng doanh nghiệp) khá mạnh trong Q4/2021, khi các hoạt động kinh doanh bắt đầu gia tăng trở lại sau thời gian giãn cách xã hội. Chúng tôi ước tính tổng tín dụng tăng ròng khoảng 450 nghìn tỷ đồng riêng trong Q4/2021 (so với 724 nghìn tỷ đồng trong 3 quý đầu năm 2021). Chúng tôi ước tính đà tăng trưởng này sẽ tiếp tục duy trì trong 2022. Nhu cầu vay cũng lan toả đến mảng bán lẻ cùng với đà hồi phục của nền kinh tế.

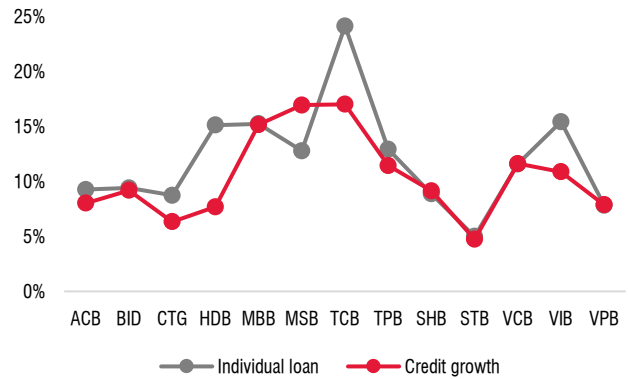
Về phía cung, các chỉ tiêu an toàn vốn tại TPB và VPB tăng lên sau đợt phát hành riêng lẻ và thoái vốn công ty con trong năm 2021. Chúng tôi lưu ý rằng BID, VCB, MBB, VPB, OCB, LPB, SHB, MSB và HDB cũng có thể cải thiện vị thế vốn nếu kế hoạch phát hành riêng lẻ và/hoặc phát hành trái phiếu chuyển đổi thành công trong năm 2022. Do đó, *chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2022 dao động trong khoảng 14% -15%, cao hơn năm 2021.* Tuy nhiên, cơ cấu tín dụng có thể được điều chỉnh do việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp có thể giảm với sự quản lý chặt chẽ hơn.

Mức tăng ròng từ năm 2019 đến Q3/2021



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

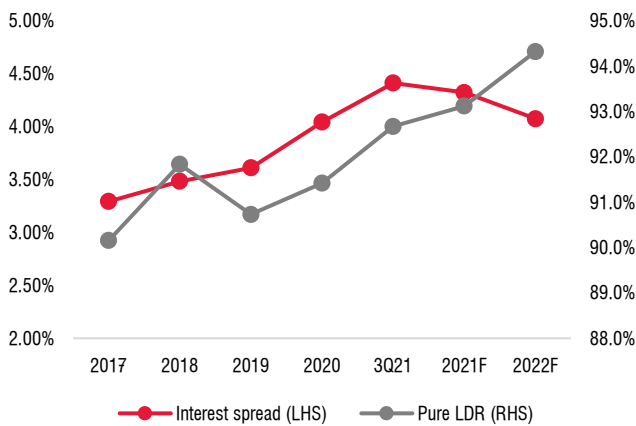
Tăng trưởng dư nợ so với đầu năm tại ngày 30/9/2021



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

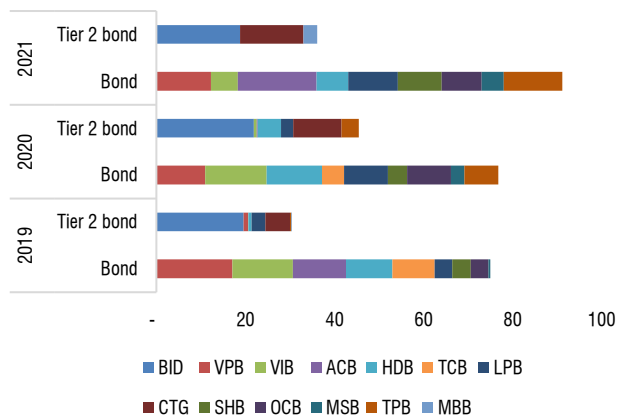
NIM kỳ vọng ổn định dù lãi suất huy động có nhích lên. Để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, chúng tôi ước tính NHNN sẽ duy trì quan điểm chính sách tiền tệ phù hợp trong năm 2022, với lãi suất có thể sẽ biên động trong biên độ hẹp nếu không có áp lực lạm phát bất ngờ (CPI năm 2022 là 4%). Do lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng dưới 4% và lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng dao động trong khoảng 4,4% -5,0% tại NHTMNN (4,5% -5,2% tại NHTMCP), chúng tôi ước tính lãi suất huy động sẽ tăng khoảng 20-25 bps trong năm 2022 tại các ngân hàng lớn. Mức độ tăng lãi suất sẽ cao hơn tại các ngân hàng Cấp 3 vốn có bảng cân đối kế toán kém lành mạnh hơn và tệp khách hàng gửi tiền yếu hơn nhiều.

NIM ổn định nhờ cơ cấu tài sản tối ưu



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Ngân hàng phát hành trái phiếu trong giai đoạn 2019-2021 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Mặc dù xu hướng lãi suất huy động có sự đảo ngược, chúng tôi tin rằng NIM có thể vẫn ổn định trong nhóm các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu với những luận điểm sau:

- *Chi phí phát hành trái phiếu và giấy tờ có giá thấp hơn.* Trong giai đoạn 2018-2019, các ngân hàng tích cực phát hành trái phiếu trung hạn (2-3 năm) với lợi suất từ 6,5% - 7,3% để đáp ứng các yêu cầu về hệ số an toàn, thanh khoản. Các nguồn vốn chi phí cao này sẽ đến hạn thanh toán trong năm 2021 và 2022. Trong khi đó, chúng tôi quan sát thấy ACB, TPB và VIB... phát hành trái phiếu kỳ hạn 2-3 năm, với lãi suất trái phiếu thấp hơn nhiều từ 3,5% - 4,1%, trong khi TCB, MBB, VIB và OCB vay nước ngoài với chi phí thấp trong năm 2021.
- *Vẫn còn dư địa để tăng hệ số LDR từ mức hiện tại là 80,9% tại các NHTMNN và 70,6% tại NHTMCP.* Mức trần quy định là 85%.
- *Có thể lùi thời gian siết tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn (tỷ lệ MLTL).* Thông tư 08/2020 đưa ra lộ trình giảm trần MLTL từ 37% xuống 34% (từ ngày 1/10/2022) và xuống 30% (từ ngày 1/10/2023). Hiện tại, các ngân hàng có CASA lớn (VCB, MBB, TCB) và các ngân hàng tập trung vào cho vay dài hạn (VIB) là một trong số ít các ngân hàng có thể phải điều chỉnh cơ cấu tiền gửi và thời hạn cho vay để đáp ứng yêu cầu này. MLTL tại 4 ngân hàng này dao động trong khoảng 32% -33% vào cuối tháng 9/2021. Tuy nhiên, hiện tại đang có đề xuất hoãn các thời hạn này lại thêm 1 năm nữa. Nếu điều này xảy ra, sẽ không còn áp lực ngay lập tức đối với việc cơ cấu lại tài sản và nợ phải trả tại các ngân hàng.
- *Gói cứu trợ Covid hết hiệu lực.* Năm 2021, ngành ngân hàng đã miễn hoặc giảm lãi suất cho vay đối với 1,96 triệu khách hàng, với tổng dư nợ là 3,9 triệu tỷ đồng (chiếm 37% dư nợ toàn hệ thống) và giảm lãi suất cho vay gần 7,4 triệu tỷ đồng đối với các khoản vay mới đối với 1,3 triệu khách hàng. Khi nền kinh tế phục hồi tốt hơn trong nửa cuối năm 2022, các gói hỗ trợ có thể giảm dần.
- *Các khoản lãi dự thu theo dõi ngoại bảng liên quan đến các khoản vay tái cơ cấu có thể quay trở lại P&L.* Theo Thông tư 01, 03 và 14, lãi dự thu liên quan đến các khoản vay tái cơ cấu được theo dõi ngoại bảng nếu không thực thu bằng tiền mặt. Do đó, trong trường hợp các khoản vay tái cơ cấu phục hồi sẽ tạo ra một nguồn thu nhập lãi bổ sung, vì lãi dự thu liên quan sẽ được hạch toán lại vào P&L.

Các dịch vụ tính phí tăng mạnh từ cả dịch vụ thanh toán và hoạt động bancassurance. Thu nhập từ dịch vụ thanh toán được dự báo sẽ phục hồi cùng với việc nổi lại thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại. Trong khi đó, thị trường bancassurance dự báo sẽ tiếp tục sôi động. Năm 2021, MSB đã ký kết thành công hợp đồng độc quyền với Prudential và STB đã đàm phán lại hợp đồng độc quyền với Dai-ichi Life. Sang năm 2022, chúng tôi ước tính CTG sẽ hoàn tất hợp đồng với Manulife, trong khi TCB và VPB tiếp tục đàm phán lại hợp đồng với Manulife và AIA. HDB và LPB sẽ có thể ký một hợp đồng bancassurance độc quyền mới. Do đó, các ngân hàng vẫn có nhiều động lực trong việc đẩy mạnh bán các hợp đồng bancassurance để đáp ứng các KPI mới hoặc sử dụng doanh thu bán hàng như là lợi thế trong việc thương lượng phí trả trước. Theo đó, chúng tôi ước tính hoa hồng bancassurance trên tổng NFI sẽ tăng trong năm tới (từ mức trung bình hiện tại là 15%).

Chất lượng tín dụng: Rủi ro cho ngân hàng yếu kém, cơ hội cho ngân hàng tốt

Theo Thông tư 16/2021 kể từ ngày 15/1/2022, các ngân hàng không được phép mua trái phiếu doanh nghiệp với mục đích cơ cấu lại các khoản vay có vấn đề/quá hạn. Điều này sẽ gây khó khăn hơn cho các công ty trong việc thay thế các khoản nợ xấu bằng trái phiếu mới phát hành. Ngoài ra, việc tái cơ cấu nợ theo Thông tư 14 dự kiến sẽ kết thúc vào ngày 30/6/2022, sau đó số liệu nợ xấu thực sự sẽ được hé lộ tại các ngân hàng.

Do tác động mạnh của làn sóng dịch Covid-19 lần thứ 4 tại Việt Nam và 2 thời hạn quan trọng này, chúng tôi duy trì quan điểm cẩn trọng về rủi ro tín dụng đối với các ngân hàng yếu kém và/hoặc các ngân hàng có bộ đệm trích lập dự phòng mỏng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của những ngân hàng đã trích lập dự phòng trước và/hoặc trích lập đầy đủ các khoản cho vay tái cơ cấu (VCB, ACB, MBB, CTG, TCB).

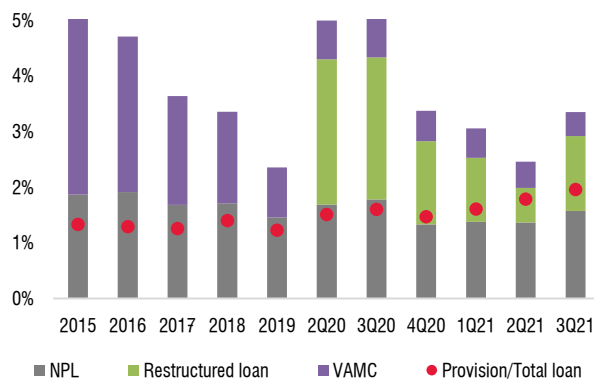
Cũng không loại trừ khả năng Thông tư 14 có thể tiếp tục được gia hạn. Đối với các nước trong khu vực, thời hạn tái cơ cấu nợ thường kết thúc vào cuối năm 2022. Tuy nhiên, dù Thông tư 14 có được gia hạn hay không, chúng tôi vẫn kỳ vọng các ngân hàng mạnh hơn hiện có đủ năng lực để xử lý rủi ro nợ xấu.

Quan điểm của chúng tôi dựa trên những luận điểm sau:

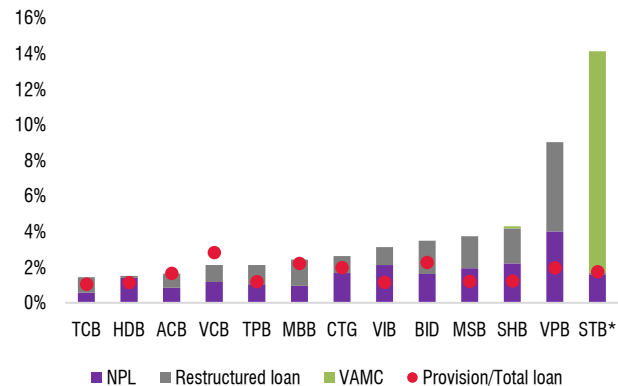
- *Sự khác biệt rõ rệt về số liệu tài sản có vấn đề.* Đợt bùng phát dịch Covid-19 lần thứ 4 tại Việt Nam nghiêm trọng hơn những đợt trước do năng lực tài chính của người vay yếu hơn. Theo NHNN, nợ xấu được công bố, VAMC và các khoản cho vay tái cơ cấu chiếm 7,3% tổng dư nợ vào cuối năm 2021. Chúng tôi ước tính tại các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu, con số này giao động khoảng 3,5% đến 4% vào cuối năm. 7 trong số 14 ngân hàng chúng tôi nghiên cứu có con số này dưới 3%. Điều này cho thấy có sự khác biệt đáng kể trong hồ sơ nợ xấu của các ngân hàng niêm yết mạnh hơn trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi so với các ngân hàng Cấp 3 yếu hơn.
- *Bộ đệm rủi ro đã được xây dựng trong 2 năm qua tại các ngân hàng mạnh hơn.* Tại thời điểm Q3/2021, tỷ lệ trích lập dự phòng tại các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu là 125%, cao hơn gấp đôi so với 13 ngân hàng niêm yết còn lại (62%). Nếu tính đến trái phiếu VAMC, tỷ lệ này có sự phân hóa lớn hơn, là 98% so với 36%.

Tổng trích lập dự phòng của các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu chiếm 67,2% tổng số nợ xấu và các khoản cho vay tái cơ cấu. Con số này cao hơn ở VCB (133%), ACB (101%), MBB (91%), CTG (75%) và TCB (73%).

Tổng nợ có vấn đề tại các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu



Tài sản có vấn đề của các ngân hàng tư nhân tại ngày 30/9/2021

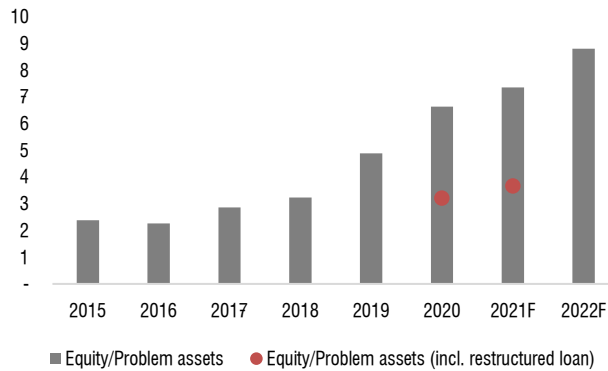


Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

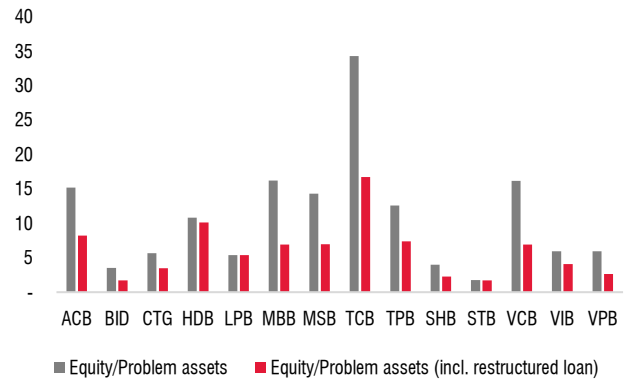
- *Cơ cấu vốn đã dần được cải thiện tại các ngân hàng hàng đầu.* Hầu hết các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu đã tuân thủ Basel II, và một số ngân hàng đang theo đuổi Basel III. Ngoại trừ CTG và BID, tất cả các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu đều có hệ số CAR trên 10%. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng vấn đề vốn hóa của BID sẽ được giải quyết một phần thông qua đợt phát hành riêng lẻ sắp tới. Chúng tôi cũng kỳ vọng CTG sẽ có sự cải thiện từ số tiền thu được từ thương vụ bancassurance độc quyền, cũng như việc thoái vốn tại một số công ty con. Bên cạnh đó, tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tài sản có vấn đề đã cải thiện từ 2,2x trong năm 2016 lên 7,35x trong năm 2021 (so với 4x đối với các ngân hàng niêm yết còn lại). Nếu chúng tôi giả định toàn bộ các khoản vay tái cơ cấu là tài sản có vấn đề, tỷ lệ này sẽ giảm xuống 3,7x, vẫn cao hơn so với năm 2018.

Cơ cấu vốn đang dần cải thiện



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

VCSH/tài sản có vấn đề trong năm 2021



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

- Tỷ lệ thu hồi các khoản cho vay tái cơ cấu sẽ đi theo sự phục hồi của nền kinh tế. Nếu mọi thứ xảy ra theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, trong đó việc mở cửa lại hoàn toàn sẽ diễn ra vào nửa cuối năm 2022 mà không có thêm bất kỳ đợt giãn cách nghiêm ngặt nào, chúng tôi kỳ vọng vào sự hồi phục hợp lý của các khoản vay tái cơ cấu. Tỷ trọng các khoản cho vay bán lẻ trong tổng dư nợ tái cơ cấu dao động từ 1% - 96% đối với các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu. Chúng tôi hiểu rằng điều này có nghĩa là tỷ lệ phần trăm càng cao, tỷ lệ phục hồi càng tốt. Đối với cơ cấu ngành, ngành du lịch và hàng không (chiếm 2,1% tổng dư nợ) có thể mất nhiều thời gian hơn để trở lại trạng thái thanh toán bình thường.
- Rủi ro giảm giá trị tài sản thế chấp chưa cao trong năm 2022. Giá nhà sụt giảm sẽ là rủi ro chính cần theo dõi trong trung hạn vì khoảng 60% tài sản thế chấp tại các ngân hàng là bất động sản. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thị trường nhà ở sẽ vẫn có thể duy trì mức tăng trưởng trong 2022 do lãi suất cho vay mua nhà vẫn ở mức thuận lợi. Theo đó, giá nhà và đất được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao. Tỷ lệ tài sản đảm bảo là nhà ở trên tổng tín dụng dao động từ 85% đến 188% tại các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu. Đứng đầu danh sách gồm có ACB (188%), CTG (168%) và STB (166%).

Những thay đổi về khung pháp lý

Chúng tôi ước tính các cơ quan chức năng sẽ thắt chặt hơn việc quản lý chất lượng tài sản ngân hàng, bên cạnh các biện pháp hỗ trợ nhằm đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ xấu trong năm 2022.

- Thắt chặt quản lý chất lượng tài sản: Dự thảo sửa đổi Thông tư 52/2018 về đánh giá tổ chức tín dụng và Dự thảo sửa đổi Nghị định 153/2020 về thị trường trái phiếu doanh nghiệp có thể thắt chặt hoạt động tín dụng. Ngoài ra, cũng có một số đề xuất nâng hệ số rủi ro đối với các khoản vay BĐS thương mại và nhà ở giá trị cao để hạ nhiệt thị trường.
- Các biện pháp hỗ trợ xử lý nợ xấu: Do Nghị quyết 42 sẽ hết hiệu lực vào năm 2022, đang có các đề xuất về việc gia hạn hoặc luật hoá nghị quyết này để hỗ trợ các tổ chức tín dụng xử lý nợ xấu tồn đọng và nợ xấu liên quan đến Covid-19.
- Có thể nói lòng một số mốc thời hạn quan trọng giúp các ngân hàng có thêm thời gian thích ứng. Ví dụ, việc lùi thời gian thắt chặt tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giúp các ngân hàng có thể duy trì chi phí vốn ở mức thấp và tăng khả năng tài trợ các dự án cơ sở hạ tầng quốc gia (ví dụ một số dự án BOT nối liền với cao tốc Bắc Nam). Thông tư 14 có thể được gia hạn nếu tình hình dịch bệnh trở nên trầm trọng hơn.

Nâng khuyến nghị lên Khả quan

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khác biệt giữa hai nửa đầu năm và cuối năm 2022. Chúng tôi ước tính tăng trưởng LNTT 2022 trung bình của các ngân hàng là 21% YoY, cao hơn mức tăng trưởng 13% YoY của 96 công ty trong phạm vi nghiên cứu của SSI. Ước tính này không bao gồm thu nhập bất thường tiềm năng từ phí bancassurance và/ hoặc thoái vốn công ty con của CTG, HDB, TCB, VPB, MBB, và STB. Các ngân hàng TMCP tư nhân ước tính đạt tăng trưởng LNTT (+22% YoY) cao hơn so với ngân hàng TMCP quốc doanh (+19% YoY), do triển vọng tăng trưởng tín dụng tươi sáng hơn. Do mức so sánh cao trong 6T2021, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ ở mức khiêm tốn so với cùng kỳ tại các ngân hàng trong nửa đầu năm. Tăng trưởng ước tính mạnh hơn bắt đầu từ Q2/2022 đối với CTG, MBB và VCB, từ Q3/2022 đối với các ngân hàng khác trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi.

Quan ngại về rủi ro nợ xấu và tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong 6T2022 đã phản ánh một phần vào giá cổ phiếu. Mặc dù định giá đã quay về mức hợp lý hơn sau mức đỉnh hồi tháng 7/2021 (PB dự phóng 1,8x), PB 2022 các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu hiện ở mức 1,6x, vẫn cao hơn so với mức trung bình lịch sử. Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh giảm phản ánh rủi ro nợ xấu chưa rõ ràng và triển vọng kém khả quan hơn của nửa cuối năm so với nửa đầu năm 2021. Trong khi đó, phần bù cao hơn so với trung bình lịch sử là trả cho năng lực tài chính, khả năng phục hồi và ROE tốt hơn so với chu kỳ tín dụng trước đây. ROE 2022 đối với các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu ước tính đạt 19% so với 10,5% -18% trong giai đoạn 2015-2020.

Định giá hiện tại chưa phản ánh hết tăng trưởng khiêm tốn trong 6T2022, theo quan điểm của chúng tôi, và điều này có thể tạo cơ hội cho nhà đầu tư mua cổ phiếu ngân hàng tốt ở mức giá hấp dẫn trong thời gian này. Kết quả ngành ước tính mạnh hơn vào nửa cuối năm theo đà phục hồi kinh tế và so với mức thấp trong nửa cuối năm 2021. Chúng tôi điều chỉnh đánh giá ngành từ Trung lập lên Khả quan, đặc biệt cho nửa cuối năm 2022.

Chúng tôi nhận thấy cơ hội đầu tư tại VCB với yếu tố cơ bản mạnh, định giá đang ở mức thấp hơn trung bình 4 năm (PB dự phóng là 2,56x so với 3,07x), và kế hoạch tăng vốn có thể sẽ được khởi động lại trong 2022. Chúng tôi cũng ưa thích CTG nhờ tích cực xử lý nợ xấu trong 2021, trong khi thu nhập bất thường có thể hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận và các chỉ tiêu an toàn vốn trong năm 2022. STB cũng là một cơ hội hấp dẫn nếu việc bán cổ phiếu STB cầm cố tại VAMC hoàn tất. Nếu thương vụ thành công, STB có thể hoàn thành kế hoạch tái cấu trúc sớm hơn dự kiến và có sự phục hồi lợi nhuận ấn tượng từ 2023. Với những động lực rõ ràng này, chúng tôi ước tính các ngân hàng này có thể có diễn biến khả quan ngay trong nửa đầu 2022.

Trong khi đó, sau khi hết hạn tái cơ cấu nợ theo Thông tư 14 và bức tranh nợ xấu thực sự rõ ràng hơn, chúng tôi cho rằng các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và dự phòng rủi ro tín dụng mạnh như TCB, MBB và ACB sẽ là lựa chọn hàng đầu.

Rủi ro

- Dịch bệnh Covid-19 bùng phát và các đợt giãn cách xã hội kéo dài có thể làm tăng nợ xấu mới hình thành, cũng như tăng chi phí tín dụng.
- Bong bóng bất động sản. Giá nhà đất đã tăng đáng kể trong những năm gần đây, và hiện nay khả năng thị trường bất động sản đã phát triển quá nóng cũng ở mức cao hơn.
- Rủi ro lạm phát có thể khiến lãi suất tiền gửi tăng cao hơn dự kiến.
- Giải pháp hồi sinh ngân hàng “0 đồng” với sự tham gia/ hỗ trợ của các ngân hàng lớn.
- Gói Cấp bù lãi suất nếu được thiết kế và triển khai không phù hợp.

Bảng: Tóm tắt luận điểm đầu tư

Ngân hàng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu 1 năm	Tăng giá	2021F		2022F		2021F			2022F		
				LNTT	% YoY	LNTT	% YoY	PE	PB	ROE	PE	PB	ROE
ACB	KHẢ QUAN	41.800	23,3%	11.822	23,2%	14.706	24,4%	9,68	2,04	23,6%	7,79	1,62	23,2%
BID	KHẢ QUAN	41.100	16,1%	13.552	50,1%	15.495	14,3%	19,13	2,14	13,3%	19,11	1,90	13,6%
CTG	KHẢ QUAN	39.700	17,5%	17.695	3,4%	21.584	22,0%	14,89	1,76	15,9%	11,94	1,57	17,6%
HDB	TRUNG LẬP	33.700	10,1%	7.764	33,4%	9.402	21,1%	10,77	1,87	20,4%	8,93	1,54	18,9%
LPB	Không khuyến nghị	n/a	n/a	3.492	43,9%	4.115	17,8%	10,04	1,61	17,4%	9,82	1,38	17,6%
MBB	MUA	35.600	25,1%	15.359	43,7%	19.117	24,5%	8,24	1,79	22,3%	7,57	1,44	22,4%
MSB	TRUNG LẬP	28.400	-0,4%	4.923	95,1%	6.192	25,8%	8,50	1,82	19,3%	8,79	1,51	18,7%
OCB	KHẢ QUAN	31.000	16,5%	5.291	19,7%	6.162	16,5%	7,52	1,68	21,6%	7,45	1,37	20,4%
TCB	MUA	64.800	31,4%	23.014	45,7%	27.447	19,3%	9,52	1,88	21,8%	7,99	1,52	21,0%
TPB	KÉM KHẢ QUAN	36.100	-11,4%	6.004	36,8%	7.160	19,3%	11,09	2,48	22,5%	11,26	2,03	19,9%
STB	KHẢ QUAN	35.200	15,4%	4.231	26,7%	5.449	28,8%	21,24	1,69	10,8%	16,49	1,54	12,2%
VCB	KHẢ QUAN	92.300	17,7%	26.281	14,0%	31.047	18,1%	16,06	3,30	18,1%	13,55	2,55	16,7%
VIB	Không khuyến nghị	n/a	n/a	7.790	34,3%	9.388	20,5%	11,28	2,86	29,6%	9,36	2,19	27,1%
VPB	KHẢ QUAN	44.100	24,6%	15.906	22,2%	19.579	23,1%	12,58	1,86	19,7%	10,87	1,60	18,9%
Trung bình				163.124	28,5%	196.843	20,7%	11,97	2,02	19,7%	10,68	1,67	19,1%

Top cổ phiếu ưa thích:

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

- **Giá tại ngày 24/12/2021: 32.050 đồng/cp**
- **Giá mục tiêu 1 năm: 39.700 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ *Chi phí tín dụng có thể giảm từ mức đỉnh 2021.* Tại thời điểm cuối Q3/2021, tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu và nợ tái cơ cấu là 75%. Chúng tôi ước tính chi phí tín dụng 2021 đạt mức kỷ lục 1,62% và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu tăng mạnh vào cuối năm. Mặc dù vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2022, chúng tôi ước tính chi phí tín dụng giảm 11 bps còn 1,49% (vs trung bình 2013-2020 là 1,1%), giúp tăng trưởng LNTT +22% YoY.
 - ✓ *Thu nhập bất thường từ hợp đồng bancassurance và thoái vốn công ty con.* Chúng tôi ước tính hợp đồng độc quyền với Manulife sẽ hoàn tất vào 2022, giúp CTG cải thiện tăng trưởng lợi nhuận và chỉ tiêu an toàn vốn. Việc thoái vốn Vietinbank Leasing và Vietinbank Securities cũng sẽ tạo thêm nguồn thu cho ngân hàng.
 - ✓ *Cổ phiếu định giá thấp mặc dù các yếu tố cơ bản đang cải thiện.* CTG đã tích cực thúc đẩy mảng bán lẻ và ngân hàng giao dịch trong những năm gần đây. Hiệu quả hoạt động cải thiện với CIR đạt 29% trong 9T2021 – Top 4 ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi, trong khi CASA tiếp tục trong xu hướng tăng. CTG giao dịch tại PB 2022 là 1,56x, ROE là 17,6%. Trong khi đó, BID – ngân hàng có hạn chế về vốn tương tự - giao dịch tại PB 2022 là 1,9x, ROE là 13,8%. CAR của CTG và BID tại ngày 30/6/2021 là 8,5% và 8,8%.
- **Rủi ro:** Chi phí tín dụng và nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính; quá trình ghi nhận thu nhập từ banca chậm hơn ước tính.

Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	28.446	40.519	45.317	51.347	56.813
Lợi nhuận trước thuế	6.559	11.781	17.085	17.695	21.584
Tăng trưởng LNTT (%)	-28,8%	79,6%	45,0%	3,4%	22,0%
Tăng trưởng tín dụng (%)	6,1%	7,3%	7,8%	9,4%	9,4%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	12,5%	8,9%	10,6%	6,9%	8,8%
ROE (%)	8,1%	13,1%	16,9%	16,0%	17,6%
NIM (%)	2,1%	2,9%	2,9%	3,1%	3,1%
CIR (%)	-49,5%	-38,8%	-35,5%	-32,0%	-31,1%
NPL (%)	1,6%	1,2%	0,9%	1,5%	1,5%
LLCR (%)	95,3%	119,7%	132,0%	147,3%	177,4%
BVPS (VND)	18.079	20.775	22.939	19.353	21.757
P/B (x)	1,07	1,01	1,51	1,67	1,56

Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB: HOSE):

- **Giá tại ngày 24/12/2021: 47.700 đồng/cp**
- **Giá mục tiêu 1 năm: 64.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Ngân hàng tốt nhất về chất lượng tài sản và hiệu quả hoạt động. Tại cuối Q3/2021, TCB có tỷ lệ nợ xấu và nợ quá hạn thấp nhất và Top 4 ngân hàng có tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết (sau VCB, MBB và ACB). CASA tiếp tục tăng, đạt 49% (từ 46% trong 2020) – cao nhất trong hệ thống.
 - ✓ Tăng trưởng lợi nhuận bền vững trong 2021 và 2022. Chúng tôi ước tính LNTT 2021 và 2022 là 23 nghìn tỷ đồng (+45,7% YoY) và 27,4 nghìn tỷ đồng (+19% YoY). Mảng quản lý tài sản tiếp tục phát triển mạnh trong môi trường lãi suất thấp. Thông tư 16 có tác động không lớn đến TCB theo quan điểm của chúng tôi do mục đích chính của quy định này là nhằm hạn chế ngân hàng mua những trái phiếu do các tổ chức yếu kém phát hành.
 - ✓ Định giá hấp dẫn. TCB đang giao dịch tại PB 2022 là 1,55x, khá hấp dẫn khi xem xét ROE là 21% và CAR là 15,2%.
- **Rủi ro:** Chi phí tín dụng và nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính.

Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	18.350	21.068	27.042	36.511	42.755
Lợi nhuận trước thuế	10.661	12.838	15.800	23.014	27.447
Tăng trưởng LNTT (%)	32,7%	20,4%	23,1%	45,7%	19,3%
Tăng trưởng tín dụng (%)	20,3%	19,0%	24,0%	23,1%	22,9%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	13,8%	15,9%	22,8%	18,2%	20,9%
ROE (%)	21,5%	17,7%	18,0%	21,7%	20,9%
NIM (%)	4,1%	4,3%	4,9%	5,8%	5,7%
CIR (%)	31,8%	34,7%	31,9%	30,0%	30,0%
NPL (%)	1,8%	1,3%	0,5%	0,8%	0,8%
LLCR (%)	85,1%	94,8%	171,0%	165,6%	202,1%
EPS (VND)	3.816	2.881	3.521	5.177	6.173
BVPS (VND)	14.790	17.651	21.151	26.273	32.416
P/E (x)	11,0	10,9	8,9	10,3	8,6
P/B (x)	2,8	1,8	1,5	2,0	1,6

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

- **Giá tại ngày 24/12/2021: 32.300 đồng/cp**
- **Giá mục tiêu 1 năm: 41.750 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Tăng trưởng LNTT cao hơn mức trung bình nhờ chiến lược cẩn trọng. ACB đã trích lập toàn bộ dự phòng cho nợ tái cơ cấu trong 2021, chiếm khoảng 70% tổng chi phí dự phòng. Gánh nặng dự phòng có thể giảm bớt trong 2022. Theo đó, chúng tôi ước tính ACB đạt tăng trưởng lợi nhuận 2022 là +24,4% YoY – cao hơn trung bình toàn hệ thống.
 - ✓ Cân đối giữa chất lượng tài sản và khả năng sinh lời. Tỷ lệ nợ xấu của ACB thấp thứ 2 (sau TCB) và tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu cao thứ 3 trong hệ thống (sau VCB và MBB). Trong khi đó, ROE đứng thứ 2 so với các ngân hàng tương đương. ACB vẫn còn khả năng cải thiện lợi nhuận nhờ bancassurance và dịch vụ quản lý tài sản. Ngân hàng hiện nằm trong Top 5 về APE mảng bancassurance.
- **Rủi ro:** Nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính và dự phòng TPCP trong trường hợp lãi suất tăng.

Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	14.033	16.097	18.161	23.151	26.605
Lợi nhuận trước thuế	6.389	7.516	9.596	11.822	14.706
Tăng trưởng LNTT (%)	140,5%	17,6%	27,7%	23,2%	24,4%
Tăng trưởng tín dụng (%)	16,1%	16,6%	15,9%	13,5%	14,0%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	12,1%	18,2%	14,1%	9,4%	12,3%
ROE (%)	27,7%	24,6%	24,3%	23,6%	23,2%
NIM (%)	3,6%	3,6%	3,7%	4,0%	4,0%
CIR (%)	47,8%	51,6%	42,0%	33,8%	35,3%
NPL (%)	0,7%	0,5%	0,6%	0,8%	1,0%
LLCR (%)	151,9%	175,0%	160,3%	209,6%	211,7%
BVPS (VND)	16.853	16.761	16.399	16.583	20.900
P/B (x)	1,76	2,21	1,71	1,93	1,53

Ngân hàng Thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam (VCB: HOSE):

- **Giá tại ngày 24/12/2021: 77.500 đồng/cp**
- **Giá mục tiêu 1 năm: 92.300 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ *Chất lượng tài sản tốt nhất.* Tỷ lệ nợ xấu và dự phòng bao nợ xấu tại VCB duy trì tốt nhất hệ thống. Tại cuối Q3/2021, tỷ lệ nợ xấu và LLCR đạt 1,16% và 243%. Bộ đệm tín dụng tốt của ngân hàng giúp VCB tránh được những cú shock đột ngột trong bảng cân đối kế toán.
 - ✓ *Tăng trưởng LNTT bền vững 18% so với cùng kỳ,* nhờ tăng trưởng tín dụng đạt 14-15%, thu nhập dịch vụ cải thiện và áp lực trích lập dự phòng thấp. Tăng trưởng lợi nhuận 2020-21 của VCB ở mức thấp do các gói giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng bởi Covid, khiến thu nhập lãi giảm 3,3 nghìn tỷ đồng (9%) trong 2020 và 7,1 nghìn tỷ đồng (17%) trong 2021. Nếu kinh tế hồi phục thuận lợi, VCB có thể chịu ảnh hưởng ít hơn từ các gói hỗ trợ bổ sung.
 - ✓ *Phát hành mới 6.5% vốn điều lệ trước thực hiện* có thể hỗ trợ vốn và tăng trưởng trong trung hạn. Nếu phát hành thành công, CAR có thể được cải thiện 150-200 bps theo ước tính của chúng tôi.
- **Rủi ro:** Chi phí tín dụng và nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính; việc tham gia vào chương trình hỗ trợ ngân hàng “0 đồng”.

Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	39.278	45.693	49.063	56.043	62.840
Lợi nhuận trước thuế	18.269	23.212	23.050	26.281	31.047
Tăng trưởng LNTT (%)	61,1%	27,1%	-0,7%	14,0%	18,1%
Tăng trưởng tín dụng (%)	14,6%	16,0%	14,0%	13,8%	14,0%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	13,2%	15,8%	11,2%	11,5%	11,0%
ROE (%)	20,84%	22,79%	18,41%	18,05%	16,65%
NIM (%)	2,77%	3,09%	2,92%	3,00%	3,05%
CIR (%)	34,7%	34,7%	32,7%	33,5%	33,1%
NPL (%)	0,98%	0,79%	0,62%	0,70%	0,70%
LLCR (%)	165,4%	176,3%	368,0%	350,9%	350,5%
BVPS (VND)	13.124,1	17.088,3	19.864,6	22.776,8	29.813,1
P/B (x)	2,97	4,02	3,63	3,31	2,56

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

- **Giá tại ngày 24/12/2021: 27.350 đồng/cp**
- **Giá mục tiêu 1 năm: 35.400 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Tăng trưởng lợi nhuận bền vững trong 2021 và 2022. LNTT ước tính đạt 15,4 nghìn tỷ đồng (+44% YoY) và 18,6 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) trong 2021 và 2022. Tăng trưởng có thể đến từ tăng trưởng tín dụng vượt mức trung bình, tăng trưởng thu nhập hoạt động dịch vụ mạnh mẽ và chi phí tín dụng giảm. Chi phí tín dụng giảm là do ngân hàng đã trích lập toàn bộ nợ tái cơ cấu trong 2021.
 - ✓ Định giá hấp dẫn. MBB đang giao dịch tại PB 2022 là 1,43x, là khá hấp dẫn với ROE là 22%.
- **Rủi ro:** Chi phí tín dụng và nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính; sự tham gia vào chương trình hỗ trợ ngân hàng “0 đồng”.

Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	19.537	24.650	27.362	34.241	39.737
Lợi nhuận trước thuế	7.767	10.036	10.688	15.359	19.117
Tăng trưởng LNTT (%)	68%	29%	6%	44%	24%
Tăng trưởng tín dụng (%)	17%	19%	23%	19%	21%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	11%	19%	21%	15%	17%
ROE (%)	20%	23%	20%	23%	23%
NIM (%)	5%	5%	5%	5%	5%
CIR (%)	45%	39%	39%	35%	35%
NPL (%)	1%	1%	1%	1%	1%
LLCR (%)	113%	110%	134%	145%	132%
BVPS (VND)	8.640	10.057	12.679	15.860	19.796
P/B (x)	1,29	1,11	1,33	1,79	1,44

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín (STB: HOSE):

- **Giá tại ngày 24/12/2021: 27.500 đồng/cp**
- **Giá mục tiêu 1 năm: 35.200 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Quá trình xử lý tài sản có vấn đề kỳ vọng có cải thiện mạnh trong 2022. Chúng tôi ước tính STB có khoảng 30,6 nghìn tỷ đồng nợ có vấn đề tính đến ngày 30/6/2021, với tài sản đảm bảo bao gồm 600 triệu cổ phiếu STB được cầm cố tại VAMC (giá trị thị trường hiện tại là 18,4 nghìn tỷ đồng), KCN Phong Phú (giá đầu giá trước đây là 7,6 nghìn tỷ đồng) và các tài sản khác. Chúng tôi kỳ vọng việc bán cổ phiếu STB cầm cố tại VAMC sẽ được thực hiện trong 2022. Nếu thực hiện thành công, thương vụ này có thể giúp giảm đáng kể gánh nặng nợ xấu của STB. Ngân hàng cũng đã đàm phán lại hợp đồng bancassurance với Dai-ichi Life và bán thành công KCN Sóng Thần trị giá 2 nghìn tỷ đồng, mang lại nguồn thu giúp đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ xấu.
 - ✓ Lợi nhuận ước tính hồi phục từ năm 2023. Trong những năm qua, STB đã chi 4,8-5,8 nghìn tỷ đồng mỗi năm để trích lập dự phòng và thoái lãi dự thu. Chúng tôi ước tính LNTT của ngân hàng sẽ cải thiện từ năm 2023 khi không còn phát sinh những chi phí này. Ngân hàng có quy mô dư nợ cho vay tương đương ACB nhưng LNTT hiện chỉ bằng 1/3 ngân hàng này trong năm 2021.
- **Rủi ro:** Chi phí tín dụng và nợ xấu mới hình thành cao hơn ước tính; kết quả xử lý nợ xấu chậm hơn ước tính

Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	11.677	14.635	17.271	19.229	22.586
Lợi nhuận trước thuế	2.247	3.217	3.339	4.231	5.449
Tăng trưởng LNTT (%)	50,6%	43,2%	3,8%	26,7%	28,8%
Tăng trưởng tín dụng (%)	14,1%	15,4%	14,9%	14,0%	0,0%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	9,2%	14,8%	6,8%	9,0%	8,0%
ROE (%)	7,5%	9,6%	9,6%	10,8%	12,2%
NIM (%)	2,7%	2,8%	3,0%	2,9%	3,1%
CIR (%)	67,1%	63,3%	63,1%	62,3%	62,7%
NPL (%)	2,1%	1,9%	1,7%	1,8%	1,8%
LLCR (%)	64,9%	69,3%	93,7%	97,2%	112,9%
BVPS (VND)	13.657	14.826	16.054	18.010	19.860
P/B (x)	1,19	0,68	1,05	1,75	1,59

KHUYẾN CÁO

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715