

**Ngân hàng**

**Chất lượng tài sản là điều kiện tiên quyết**

- Thị trường bất động sản ảm đạm sẽ tác động tiêu cực lên ngành ngân hàng khi rủi ro tín dụng gia tăng và chất lượng tài sản suy yếu.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của ngành sẽ chậm lại và đạt 11% svck trong năm 2023-24 (từ mức 34% svck năm 2022).
- Cổ phiếu ngành ngân hàng sẽ lấy lại đà tăng trưởng một khi chất lượng tài sản có dấu hiệu cải thiện. Cổ phiếu ưa thích: CTG và ACB.

**Căng thẳng thanh khoản đã phần nào dịu bớt**

Cuối năm 2022, ngành ngân hàng vẫn đối mặt với hiện tượng căng thẳng thanh khoản khi tăng trưởng cung tiền thấp hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng; và hệ số LDR của các ngân hàng đều tăng lên đáng kể so với cuối năm 2021. Tuy nhiên, áp lực này đã phần nào dịu bớt khi (1) lãi suất hạ nhiệt trước thông điệp “bớt điều hòa” hơn từ FED và nỗ lực hỗ trợ thanh khoản từ Ngân hàng Nhà Nước (NHNN) qua việc tích cực mua vào ngoại tệ; và (2) tác động của Thông tư 26/2022.

**Thị trường BĐS ảm đạm ảnh hưởng tiêu cực lên chất lượng tài sản**

Triển vọng kém khả quan của thị trường bất động sản (BDS) và trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) vẫn là một vấn đề đáng quan tâm đối với ngành ngân hàng hiện nay. Khả năng huy động vốn từ phát hành TPDN bị hạn chế và doanh số ký bán suy yếu đã khiến cho các doanh nghiệp BĐS rơi vào tình trạng thiếu hụt dòng tiền một cách nghiêm trọng, làm ảnh hưởng lên khả năng trả nợ và theo đó tác động tiêu cực lên chất lượng tài sản cũng như rủi ro tín dụng của các ngân hàng trong năm nay.

**Các ngân hàng đưa ra kế hoạch thận trọng trong 2023**

Trước những khó khăn của ngành, các ngân hàng đã đặt kế hoạch thận trọng cho năm 2023: VCB chỉ đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận 12% svck. VIB, một ngân hàng có lợi thế trong mảng bảo hiểm (banca), chỉ kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 15% svck. Có thể nói banca không còn là “con gà đẻ trứng vàng” cho các ngân hàng trong năm nay do (1) kinh tế suy yếu làm giảm nhu cầu cho các sản phẩm bảo hiểm và (2) các cơ quan quản lý đang đẩy mạnh hơn việc thanh tra hoạt động banca.

**Diễn biến chất lượng tài sản là “kim chỉ nam” đối với cổ phiếu ngân hàng**

Chúng tôi tin rằng lo ngại về chất lượng tài sản xấu đi là lý do chính khiến nhà đầu tư có tâm lý “dè chừng” với nhóm cổ phiếu ngành ngân hàng. Nhà đầu tư cho rằng các ngân hàng sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận một cách bền vững hơn trong dài hạn, nếu như chất lượng tài sản thực sự được cải thiện. Vì vậy, một khi rủi ro về nợ xấu có dấu hiệu được giải quyết, giá cổ phiếu ngân hàng sẽ lấy lại đà tăng trưởng mạnh mẽ, theo quan điểm của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng bức tranh toàn ngành sẽ tích cực hơn vào nửa cuối 2023, khi áp lực tỷ giá và lãi suất hạ nhiệt, thanh khoản cải thiện cùng với hiệu lực của Nghị định 8/2023. Về ngắn hạn, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng và ưu tiên các ngân hàng có khả năng phòng thủ trước những biến động (quản trị rủi ro tốt và đa dạng hóa danh mục cho vay), như CTG và ACB.

**Chuyên viên phân tích:**

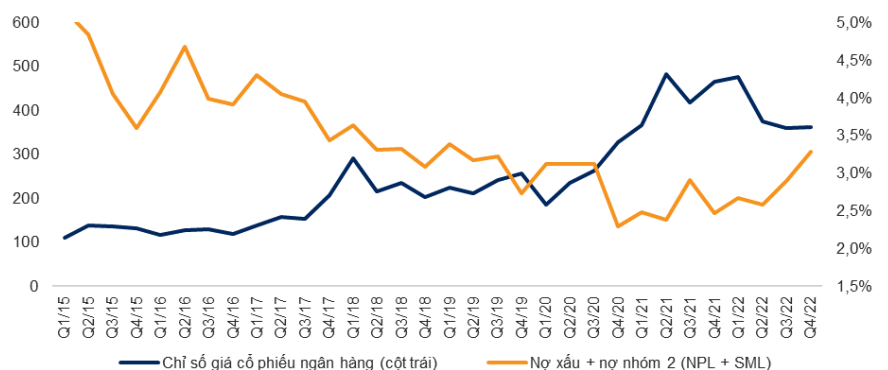


**Trần Thị Thu Thảo**  
[thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@vndirect.com.vn)

**Vũ Thế Quân**  
[quan.vuthe@vndirect.com.vn](mailto:quan.vuthe@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Thị Phương Thanh**  
[thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn](mailto:thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn)

**Hình 1: Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng và biến động tỷ lệ nợ xấu toàn ngành**



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

## Chất lượng tài sản là điều kiện tiên quyết

### KQKD 2022: một năm rực rỡ

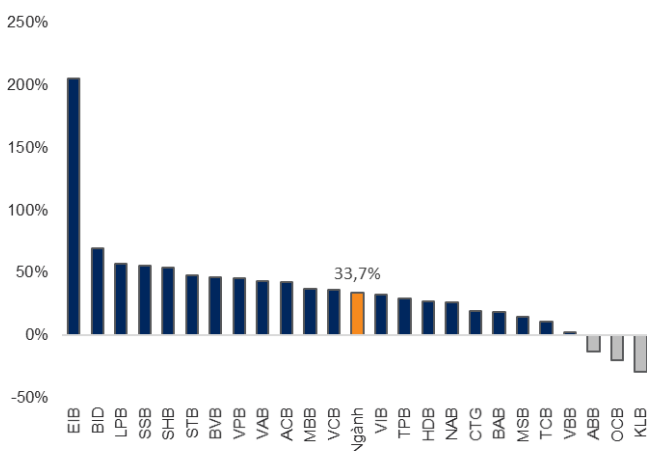
Ngành ngân hàng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong 2022 (+33,7% svck) – tốt hơn nhiều so với kỳ vọng của thị trường (+20% svck) và so với kết quả năm 2021 (+30% svck) – dựa trên...

- Tổng thu nhập hoạt động (TOI) tăng 20,1% svck nhờ tăng trưởng tín dụng tốt (+14,2% svck), NIM mở rộng (+20 điểm cơ bản và đạt 3,8%), thu nhập từ phí tăng 14,6% svck.
- Tỷ lệ chi phí hoạt động/TOI (CIR): 33,6% - tương đương năm 2021.
- Chi phí dự phòng giảm 0,7% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng 1,5% so với mức 1,7% trong 2021) do các ngân hàng đã có khả năng giảm bộ đệm dự phòng dày dặn sẵn có để đối phó với rủi ro nợ xấu gia tăng.

Đối với KQKD từng ngân hàng, hầu hết các ngân hàng đã hoàn thành/vượt kế hoạch đề ra trong 2022, ngoại trừ TCB, VPB, MSB, OCB.

- VPB, MBB, HDB và VCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng tốt hơn so với toàn ngành nhờ vào việc tham gia hỗ trợ các tổ chức tín dụng yếu kém. Mặt khác, TCB và TPB có phần khó khăn hơn khi nắm giữ nhiều TPDN trong danh mục tín dụng. Bên cạnh đó, BID, CTG và STB khó có thể đẩy mạnh hoạt động cho vay của mình do hệ số an toàn vốn còn rất thấp (~9% so với quy định tối thiểu là 8%).
- NIM ngân hàng đã có diễn biến trái chiều trong năm 2022. Chúng tôi nhận thấy các ngân hàng có tỷ trọng cho vay cá nhân lớn (VIB, ACB, HDB, VCB), CASA cao (VCB, MBB) và thanh khoản dồi dào (HDB, MBB, VIB) đều ghi nhận NIM cải thiện. Mặt khác, các ngân hàng như TCB và TPB khó có thể mở rộng NIM trong năm vừa qua do danh mục TPDN giảm mạnh (TPDN có lãi suất cao hơn các khoản vay thông thường). Đối với VPB, kết quả có phần gây thất vọng của mảng tài chính tiêu dùng (FE Credit) đã ảnh hưởng lên lợi suất tài sản của như NIM hợp nhất.
- Nhờ bộ đệm dự phòng dày dặn đã chuẩn bị trước đó, các ngân hàng đã có dư địa để giảm trích lập dự phòng trong năm 2022, theo đó tỷ lệ chi phí tín dụng ghi nhận giảm khá mạnh tại hầu hết các ngân hàng.

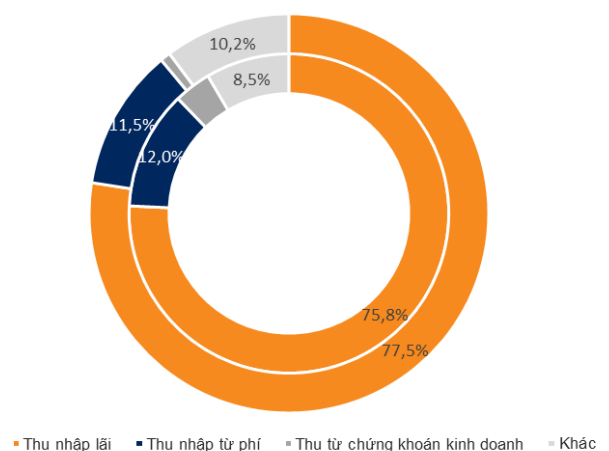
Hình 2: Tăng trưởng lợi nhuận từng ngân hàng và toàn ngành



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Cơ cấu TOI

Vòng ngoài đại diện cho năm 2022, vòng trong cho năm 2021



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

## Chất lượng tài sản là điều kiện tiên quyết

**Diễn biến chất lượng tài sản là “kim chỉ nam” đối với giá cổ phiếu ngân hàng, theo quan điểm của chúng tôi**

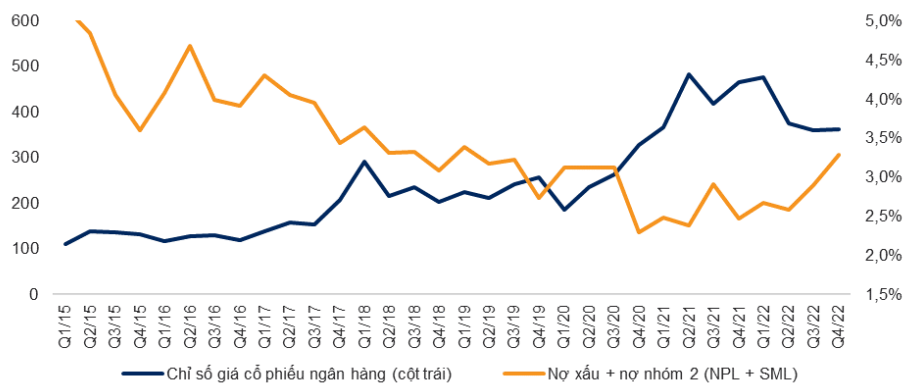
Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu ngành ngân hàng có phần phụ thuộc vào diễn biến chất lượng tài sản của ngành nhiều hơn là diễn biến tăng trưởng lợi nhuận. Nhà đầu tư cho rằng các ngân hàng sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận một cách bền vững hơn trong dài hạn, nếu như chất lượng tài sản thực sự được cải thiện.

Thực tế, trong giai đoạn nửa cuối 2021, nhà đầu tư đã có sự lo ngại về chất lượng tài sản của ngân hàng hậu đại dịch Covid-19. Theo đó giá cổ phiếu toàn ngành có sự sụt giảm nhẹ 3% (cuối 2021 so với cuối Q2/21), mặc dù lợi nhuận cả năm vẫn tăng 30% svck. Sang 2022, những sóng gió của ngành BĐS và thị trường TPDN lại một lần nữa dấy lên những lo ngại về chất lượng tài sản, và chỉ số giá cổ phiếu ngành ngân hàng đã tiếp tục ghi nhận diễn biến tiêu cực (-22% svck), bất chấp lợi nhuận toàn ngành vẫn tăng trưởng mạnh 33,7% svck.

Nhìn chung, một khi rủi ro về nợ xấu có dấu hiệu được giải quyết, cổ phiếu ngân hàng sẽ lấy lại đà tăng trưởng mạnh mẽ, theo quan điểm của chúng tôi.

**Hình 4: Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng và biến động tỷ lệ nợ xấu toàn ngành**

Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành dựa trên số liệu của 25 ngân hàng niêm yết



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

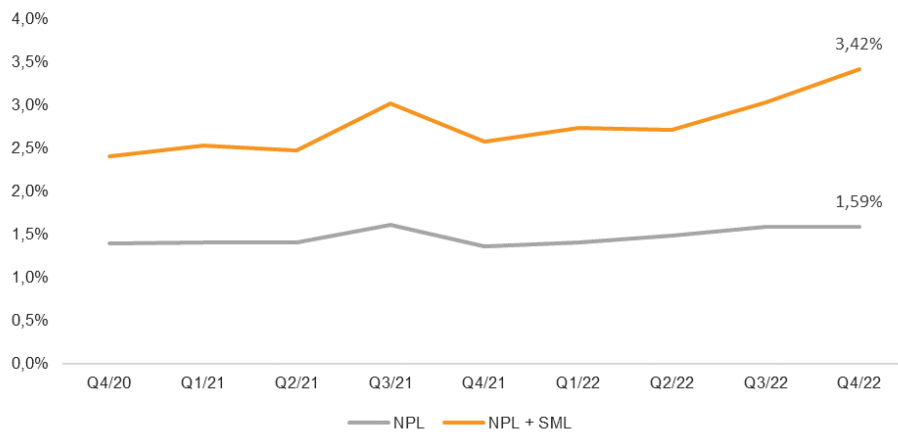
## Vậy bức tranh chất lượng tài sản của ngân hàng hiện đang như thế nào?

Ngành ngân hàng là ngành phụ thuộc nhiều vào những biến động kinh tế vĩ mô, và khi các chỉ báo vĩ mô trở nên lạc quan hơn cũng sẽ giúp cải thiện chất lượng tài sản của các ngân hàng. Tuy nhiên, khó khăn trong ngành BĐS và thị trường TPDN hiện nay vẫn chưa được giải quyết, và điều này sẽ tác động trực tiếp lên chất lượng tài sản của ngân hàng khi rủi ro nợ xấu đang dần hiện hữu...

- Đầu tiên, mặc dù không có "quy định/văn bản chính thức" nào liên quan đến việc thắt chặt dòng tín dụng vào thị trường BĐS, nhưng cho vay BĐS đã chậm lại với mục đích kìm hãm đà tăng nóng của thị trường này kể từ năm 2021. Theo Thông tư 08/2020, tỷ lệ tối đa lấy vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn sẽ giảm từ mức 37% xuống 34% từ ngày 1/10/2022 trở đi; và giảm còn 30% từ ngày 1/10/2023. Do cho vay BĐS thường là các khoản vay trung và dài hạn, các ngân hàng sẽ không thể dư nợ cho vay BĐS tăng lên quá mạnh trong danh mục tín dụng.
- Do vay vốn từ ngân hàng đã trở nên khó khăn hơn, thị trường TPDN đã chứng kiến sự bùng nổ mạnh mẽ kể từ 2020-21 như một kênh dẫn vốn thay thế cho nguồn vốn từ ngân hàng đối với các doanh nghiệp BĐS. Cuối 2022, giá trị TPDN của BĐS chiếm 35% trong tổng giá trị TPDN được phát hành (theo HNX).

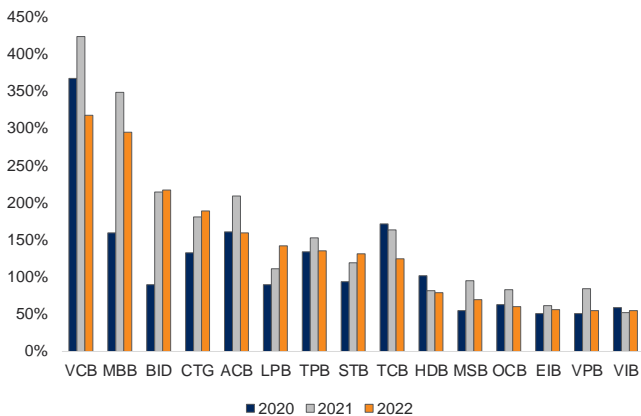
- Tuy nhiên, kể từ Q2/2022, Chính phủ đã bắt đầu giám sát chặt chẽ thị trường TPDN, đặc biệt là sửa đổi Nghị định 153. Trong ngắn hạn, thị trường đã chứng kiến hàng loạt vụ điều tra, trong đó có nhiều trường hợp phát hành sai mục đích/sai quy định, và một số lãnh đạo cấp cao bị bắt giữ. Điều này đã làm mất lòng tin của nhà đầu tư đối với các tổ chức phát hành và dẫn đến sự “tắt chay” đối với thị trường TPDN. Do đó, các chủ đầu tư đã thật sự gặp khó khăn trong việc huy động qua kênh TPDN. Tổng giá trị phát hành TPDN đã giảm rất mạnh 63% svck và con số này là 78% svck đối với TPDN BĐS.
- Mặt khác, lãi suất cho vay đã tăng rất mạnh trước bối cảnh vĩ mô khó khăn, đặc biệt trong nửa cuối 2022. Cùng với giá nhà ở ở mức cao, nhu cầu mua nhà đã sụt giảm đáng kể và dự kiến sẽ còn tiếp diễn trong thời gian tới. Nguồn cung căn hộ mới ở TPHCM và Hà Nội trong Q4/22 lần lượt sụt giảm 81%/38% svck, dẫn đến lượng tiêu thụ giảm mạnh 80%/63% svck (CBRE).
- **TPDN gặp khó khăn và doanh số ký bán suy yếu đã khiến cho các chủ đầu tư rơi vào tình trạng thiếu hụt dòng tiền một cách nghiêm trọng, làm ảnh hưởng lên khả năng trả nợ và theo đó tác động tiêu cực lên chất lượng tài sản cũng như là rủi ro tín dụng của các ngân hàng trong năm nay.** Nhắc lại, dù ngân hàng đã hạn chế cho vay BĐS, đây vẫn là một trong những kênh dẫn vốn quan trọng cho ngành BĐS khi cho vay BĐS chiếm ~21% tín dụng hệ thống tính đến cuối 2022.

Hình 5: Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành dựa trên số liệu 25 ngân hàng niêm yết tăng mạnh kể từ Q4/2022 (NPL: nợ xấu nhóm 3-5; SML: nợ nhóm 2)



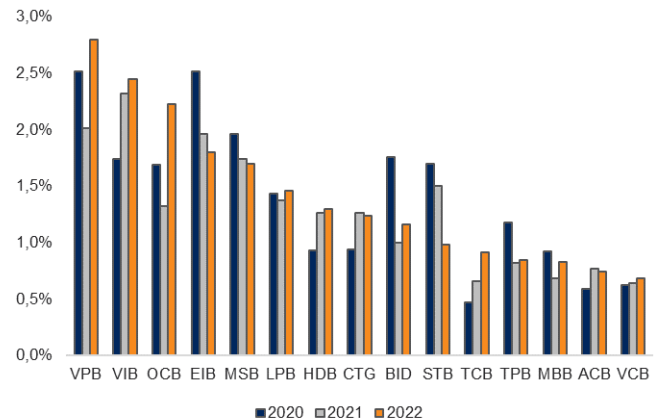
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) của các ngân hàng đã suy giảm...



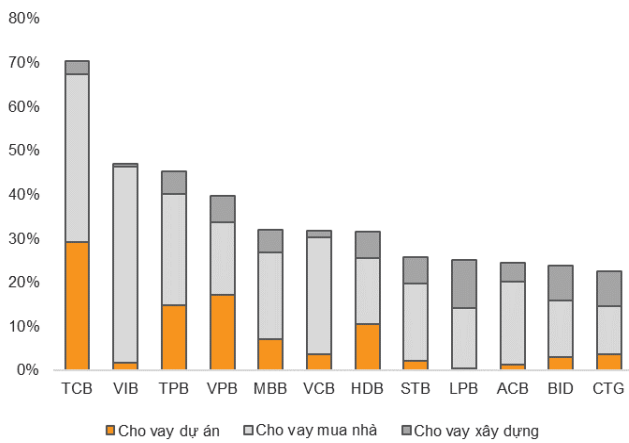
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: ...trong khi tỷ lệ nợ xấu tăng tại hầu hết các ngân hàng



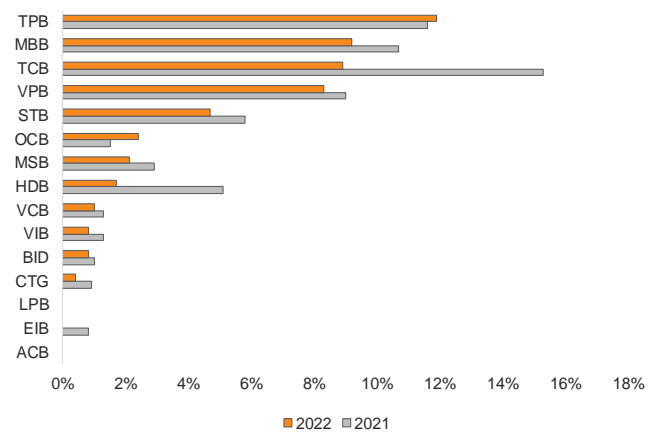
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Tỷ trọng cho vay BĐS của các ngân hàng**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Tỷ lệ nắm giữ TPDN của các ngân hàng**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh vấn đề của thị trường BĐS, chúng tôi cũng nhận thấy một vấn đề khác liên quan đến việc các doanh nghiệp (DN) Việt Nam đang gặp khó khăn về thanh khoản, đặc biệt là các DN vừa và nhỏ. Các DN Việt Nam đang phải đối mặt với chi phí lãi vay tăng cao và việc này sẽ gây ảnh hưởng lên khả năng trả nợ của các DN. Mặt khác, việc tiếp cận vốn của các DN đang gặp nhiều khó khăn, khi kênh tín dụng ngân hàng vẫn hạn chế trong khi thị trường TPDN gần như đã đóng băng. **Những khó khăn trong việc tiếp cận vốn của DN và khả năng trả nợ suy giảm sẽ lại là một yếu tố tác động xấu đến chất lượng tài sản của ngân hàng trong năm 2023.**

**Nghị định 8/2023 mới ban hành được kỳ vọng sẽ giảm bớt một phần những khó khăn nói trên**, khi điều luật cho phép các trái phiếu đã phát hành được đàm phán gia hạn thêm thời gian và nới lỏng một số điều kiện phát hành. Chúng tôi cho rằng những chính sách này nếu được triển khai sẽ giúp giảm áp lực thanh khoản cho các DN BĐS trong ngắn hạn.

### Thanh khoản hệ thống vẫn căng thẳng, tuy nhiên đã có sự cải thiện

NHNN đã cấp hạn mức tín dụng cho một số ngân hàng trong tuần vừa qua. Có thể thấy rằng, các ngân hàng có danh mục tín dụng đa dạng, tham gia hỗ trợ các tổ chức tín dụng yếu kém, chất lượng tài sản lành mạnh và thanh khoản dồi dào như VCB, ACB, HDB, MSB... MSB đạt được hạn mức tốt nhất trong số các ngân hàng, chủ yếu do hệ số LDR thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khác.

**Hình 10: Hạn mức tín dụng lần 1 và dự phóng tăng trưởng tín dụng của VND**

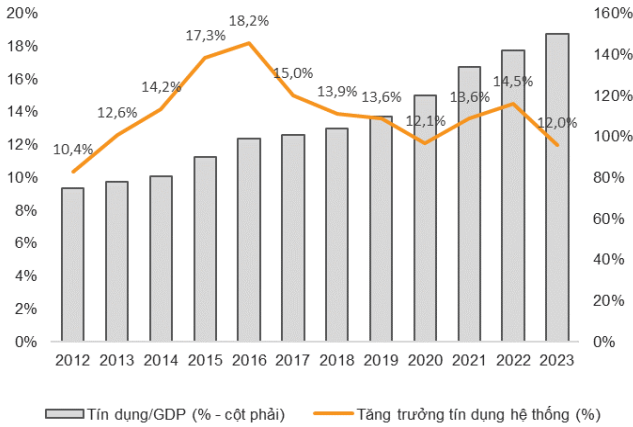
	Tăng trưởng tín dụng 2022	Hạn mức tín dụng lần 1 trong 2023	Dự phóng tăng trưởng tín dụng 2023
MSB	17,8%	13,5%	n.a
HDB	25,6%	11,0%	20,0%
ACB	14,3%	9,8%	13,0%
VCB	18,9%	9,6%	12,0%
VIB	14,5%	9,5%	11,0%
TCB	12,5%	9,5%	11,0%
TPB	14,3%	9,1%	10,0%
VPB	28,3%	9,0%	22,0%
MBB	25,4%	9,0%	18,0%
BID	12,2%	8,3%	n.a
LPB	12,7%	8,0%	13,0%

Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 12% trong 2023

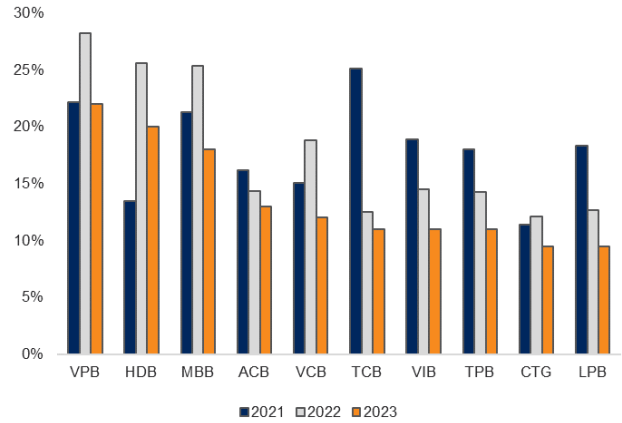
Tăng trưởng tín dụng sẽ chậm lại và đạt khoảng 12% năm 2023 do thị trường BĐS kém khả quan, tăng trưởng xuất khẩu giảm tốc và lãi suất cao. Ngoài ra, lạm phát dự kiến vẫn sẽ ở mức cao do (1) mức tăng tiền lương 20,8%, có hiệu lực từ tháng 7/2023 và (2) sự tăng giá ở các dịch vụ như y tế, vận tải công cộng... Cuối cùng, thanh khoản hạn hẹp (dù đã có phần cải thiện) cũng là một nguyên nhân làm chậm lại đà tăng trưởng tín dụng trong năm nay. Theo số liệu từ NHNN cho thấy, tính đến ngày 24/2, tín dụng toàn nền kinh tế chỉ tăng 0,77% và cung tiền tăng rất chậm 0,05% so với cuối năm 2022.

**Hình 11: Dự phóng tăng trưởng tín dụng hệ thống**



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: Dự phóng tăng trưởng tín dụng từng ngân hàng**

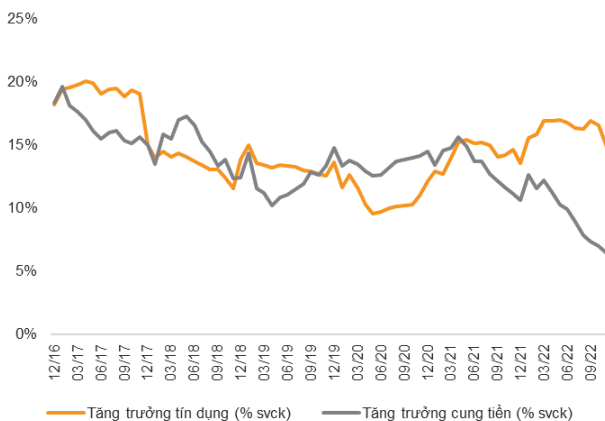


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Căng thẳng thanh khoản hệ thống đã diễn ra từ Q3/2022...

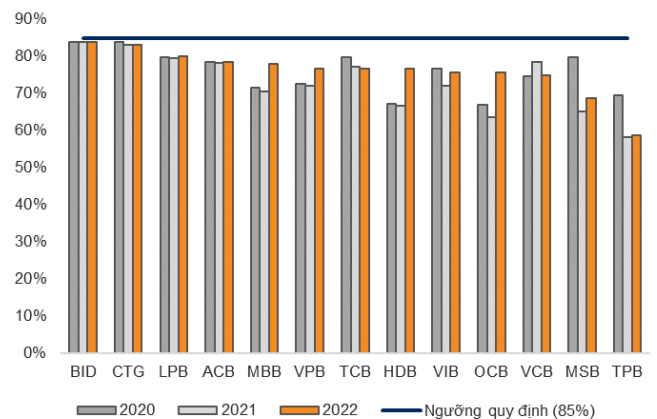
Quay lại bối cảnh năm 2022, cung tiền M2 chỉ tăng 3,6% so với đầu năm (tính đến cuối tháng 11/2022); thấp hơn rất nhiều so với tăng trưởng tín dụng 14,8%; cho thấy áp lực về thanh khoản hiện hữu và hệ số LDR của các ngân hàng đều tăng đáng kể so với 2021.

**Hình 13: Khoảng cách ngày một nới rộng giữa cung tiền và tín dụng đã tạo áp lực lên thanh khoản hệ thống**



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

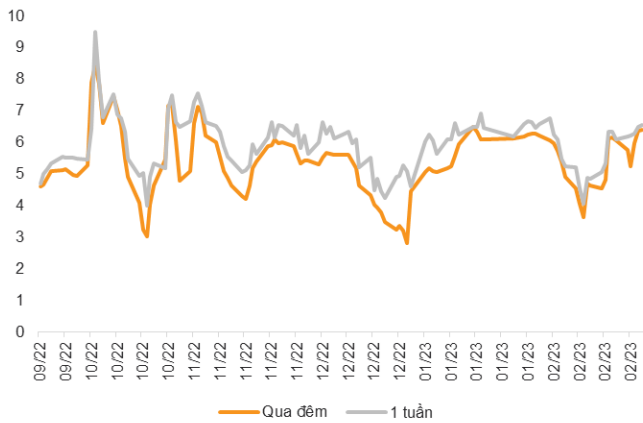
**Hình 14: LDR các ngân hàng đều tăng lên đáng kể so với 2021**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

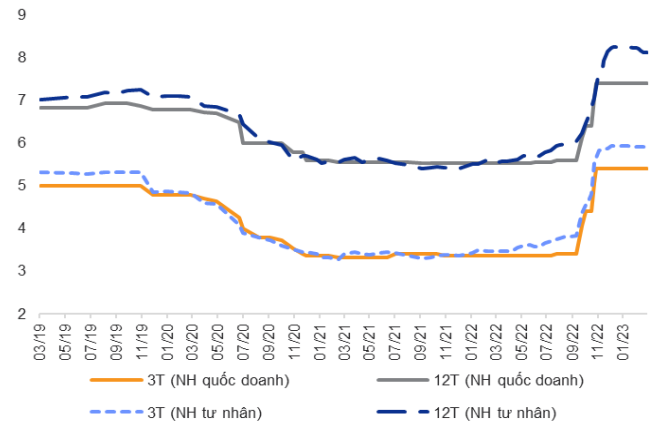
...tuy nhiên đã phần nào dịu bớt kể từ đầu năm 2023. Áp lực tỷ giá hạ nhiệt đã tạo dư địa cho NHNN hỗ trợ thanh khoản qua việc tích cực mua vào ngoại tệ (NHNN đã mua vào 3,6 tỷ USD từ đầu năm 2023 đến giữa tháng 2, theo ước tính của chúng tôi). Nhờ vậy, mặt bằng lãi suất đã giảm đáng kể so với mức đỉnh (hình 15 & 16).

Hình 15: Lãi suất liên ngân hàng neo ở vùng 4-6% (đơn vị %)



Nguồn: NHNN

Hình 16: Lãi tiền gửi cũng cho thấy dấu hiệu hạ nhiệt (đơn vị %)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Ngoài ra, Thông tư 26/2022 cũng là một yếu tố quan trọng giúp hỗ trợ thanh khoản hệ thống, khi có ~50% tiền gửi KBNN có kỳ hạn tại các NHTM (ước tính khoảng hơn 150 nghìn tỷ đồng, dựa trên số liệu BCTC Q4/22), sẽ được tính vào phần dư địa cho vay.

### So sánh tương quan khả năng đáp ứng rủi ro thanh khoản giữa các ngân hàng niêm yết

Để có cái nhìn tổng quan hơn về năng lực thanh khoản của từng ngân hàng tại thời điểm hiện tại, chúng tôi dựa trên một vài tiêu chí về thanh khoản “L - liquidity” trong mô hình CAMELS. Khi áp lực thanh toán ngắn hạn gia tăng đột biến, rủi ro thanh khoản sẽ được giảm thiểu nếu như ngân hàng đó có:

1. Tỷ lệ Tài sản thanh khoản/Huy động khách hàng (*Liquid asset/Customer deposits*): càng cao có nghĩa rằng ngân hàng đó sẽ có khả năng dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt, đủ đáp ứng nghĩa vụ thanh toán ngắn hạn.
2. Tỷ lệ Cho vay khách hàng/Huy động khách hàng (*Gross LDR*): Tỷ lệ đo lường mức độ dồi dào của thanh khoản. Tỷ lệ này càng cao thì ngân hàng đã tối ưu nguồn huy động của mình. Vì vậy, chỉ số này càng thấp càng tốt.
3. Tỷ lệ Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản (*Liquid asset/Total asset*): tương tự như tiêu chí số 1, tỷ lệ này càng cao cho phép ngân hàng đó nhanh chóng đáp ứng đủ nghĩa vụ thanh toán ngắn hạn.
4. Tỷ lệ Cho vay ngắn hạn/Dư nợ cho vay (*Short-term loans/Net loans*): tỷ lệ này càng cao càng tốt.
5. Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn/Tổng huy động khách hàng (*CASA - Demand deposit/Customer deposits*): tỷ lệ này càng cao thì ngân hàng đó ít chịu áp lực huy động vốn dài hạn để đáp ứng nhu cầu cho vay.
6. Tỷ lệ Huy động tiền gửi từ tổ chức/Tổng huy động khách hàng (*Non-individuals/Customer deposits*): từ góc độ thị trường, chúng tôi quan sát tỷ lệ tiền gửi của khách hàng tổ chức càng cao thì nguồn vốn huy động của ngân hàng càng ổn định. Vì vậy tỷ lệ này càng cao thì khả năng thanh toán của ngân hàng càng tốt.

Chúng tôi đưa ra bảng so sánh đánh giá khả năng đáp ứng rủi ro thanh khoản của các ngân hàng niêm yết dựa theo những tiêu chí trên. Để giảm bớt ảnh hưởng của yếu tố thời điểm, chúng tôi lấy trung bình số liệu trên BCTC của các ngân hàng tại thời điểm cuối năm 2021 và cuối 2022. **Lưu ý rằng, các mức xếp hạng thấp không có nghĩa là ngân hàng đó có rủi ro về thanh khoản.**

**Hình 17: Bảng so sánh tương quan về các tiêu chí đánh giá khả năng đáp ứng thanh khoản của một số ngân hàng niêm yết**

		Liquid asset / Total deposits	Gross LDR	Liquid asset / Total asset	Short-term loans/ Net loans	Demand deposit/ Customer deposits	Non- Individuals/ Customer deposits
1	VCB						
2	TCB						
3	VPB						
4	BID						
5	CTG						
6	MBB						
7	ACB						
8	VIB						
9	TPB						
10	OCB						
11	HDB						
12	LPB						
13	STB						
14	MSB						
15	EIB						
16	SHB						
17	ABB						
18	SSB						
19	BAB						
20	BVB						
21	NAB						
22	NVB						
23	VBB						
24	VAB						

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Bancassurance: không còn là “con gà đẻ trứng vàng”

Đa phần các ngân hàng đã ghi nhận tăng trưởng mạnh phí dịch vụ từ hoạt động banca trong giai đoạn 2020-22 khi mà nhiều doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ đã liên tục đẩy mạnh hoạt động bán chéo sản phẩm qua ngân hàng. Đối với mảng nhân thọ (phần lớn phí banca của ngân hàng đến từ mảng này), doanh thu khai thác mới qua kênh ngân hàng đã tăng theo cấp số nhân trong vài năm qua, từ 20% tổng phí khai thác mới trong năm 2018 lên đến 40% vào năm 2021.

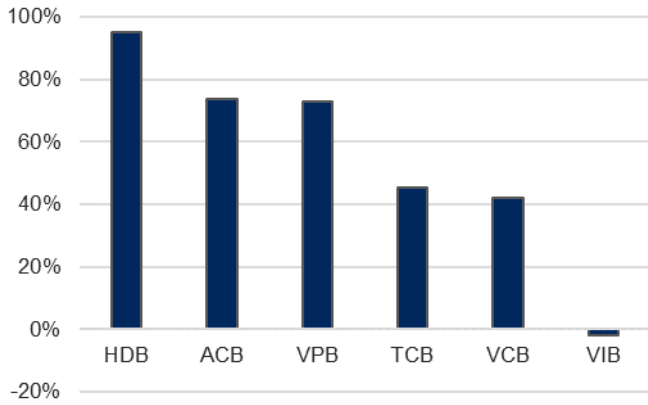
Trong 2023, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng phí dịch vụ từ hoạt động banca của ngành ngân hàng sẽ chậm lại đáng kể do (1) nền kinh tế gặp nhiều khó khăn gây ảnh hưởng xấu đến thu nhập của người tiêu dùng, và theo đó, là nhu cầu mua bảo hiểm, (2) các cơ quan quản lý đang đẩy mạnh việc thanh tra hoạt động banca giữa những thông tin về việc người vay vốn ngân hàng bị ép mua bảo hiểm hay khách hàng gửi tiền bị nhân viên ngân hàng tư vấn không rõ ràng, khiến khách hàng tương sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư là gửi tiết kiệm. Trong coverage của chúng tôi, HDB, ACB, và VIB có tổng thu nhập hoạt động từ banca lần lượt ở mức 9% (dữ liệu 6T22), 7%( 2022), và 6% (2022).

Liên quan đến những thương vụ hợp tác banca gần đây và có thể diễn ra trong thời gian tới, VPB và LPB đã ký hợp đồng đại lý bảo hiểm độc quyền lần lượt với AIA và Dai-ichi trong năm 2022. VPB đã ghi nhận 5,5 nghìn tỷ đồng phí trả trước từ thương vụ này trong Q1/22. Trong trường hợp LPB, chúng tôi cho rằng ngân hàng này có thể đã bắt đầu ghi nhận một phần phí trả trước trong Q4/22.



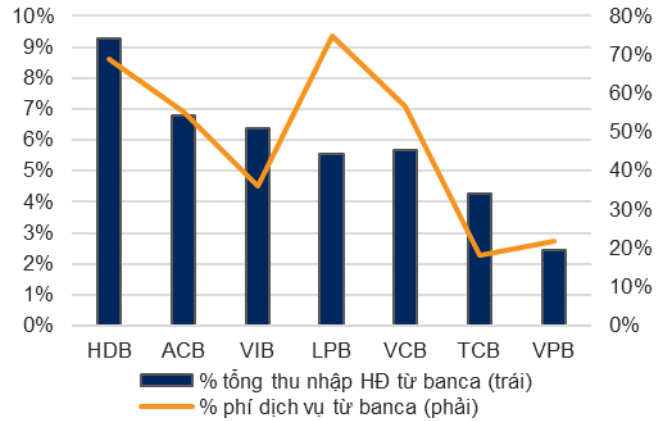
Tuy nhiên con số này chưa được LPB công bố chính thức. Đối với các ngân hàng khác trong coverage của chúng tôi, chỉ có HDB được kỳ vọng sẽ ký hợp đồng banca mới trong năm – nếu xảy ra có thể sẽ ảnh hưởng tốt đến lợi nhuận và cổ phiếu của ngân hàng này.

**Hình 18: Nhiều ngân hàng trong coverage của chúng tôi ghi nhận tăng trưởng phí banca hết sức mạnh mẽ trong 2 năm vừa qua (tăng trưởng kép phí banca trong 2020-22, 6T20-6T22 cho HDB)**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 19: Banca chiếm tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu thu nhập hoạt động và thu nhập phí dịch vụ của HDB, ACB, và VIB**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

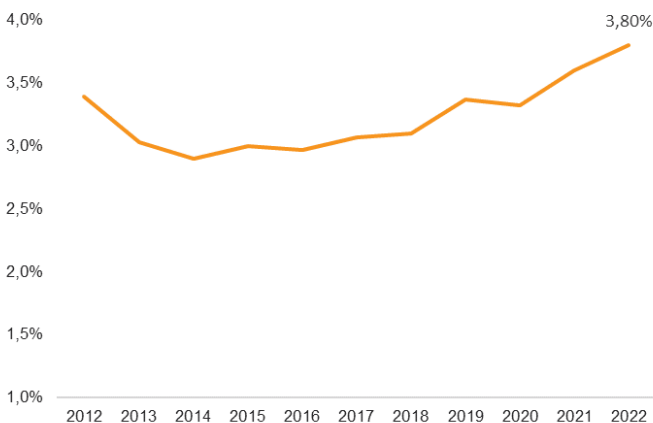
### NIM và tỷ lệ chi phí tín dụng (credit-cost rate)

#### NIM dự kiến sẽ thu hẹp do áp lực chi phí vốn tăng cao

Sang 2023, khi chi phí vốn của ngành ngân hàng sẽ tăng mạnh, NIM của các ngân hàng cũng sẽ thu hẹp. Chúng tôi cho rằng lợi suất tài sản (asset yield) khó có thể tăng đủ mạnh để bù đắp do lãi suất cho vay khó tăng mạnh khi chính phủ đang kêu gọi giảm lãi suất để chia sẻ gánh nặng cùng khách hàng.

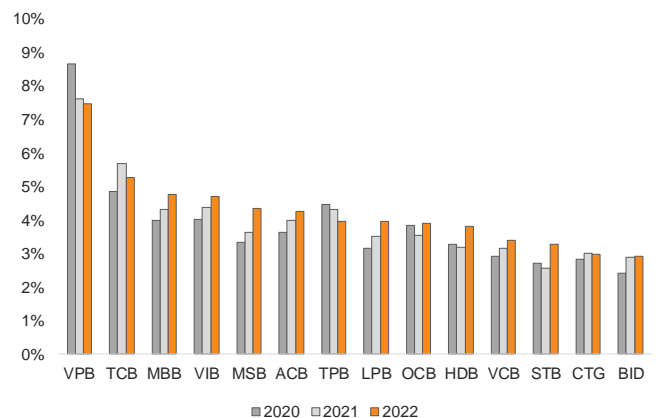
Chúng tôi cho rằng những ngân hàng có tỷ trọng cho vay bán lẻ và tỷ lệ CASA cao sẽ có khả năng chống chọi với việc NIM bị thu hẹp. Hiện VIB và ACB là hai ngân hàng có tỷ trọng bán lẻ cao nhất. CTG, VPB, TPB, và MBB cũng là những cái tên đáng chú ý khi đã thành công trong việc tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ trong năm nay. Trên phương diện CASA, TCB, MBB và VCB là những ngân hàng có tỷ lệ CASA tốt nhất hệ thống. VCB đặc biệt gây ấn tượng khi đã là một trong số ít ngân hàng cải thiện được tỷ lệ CASA từ đầu năm, với động lực chính đến từ chính sách “zero-fee” ngân hàng đã triển khai từ đầu năm nay.

**Hình 20: NIM toàn ngành tiếp tục mở rộng trong 2022**



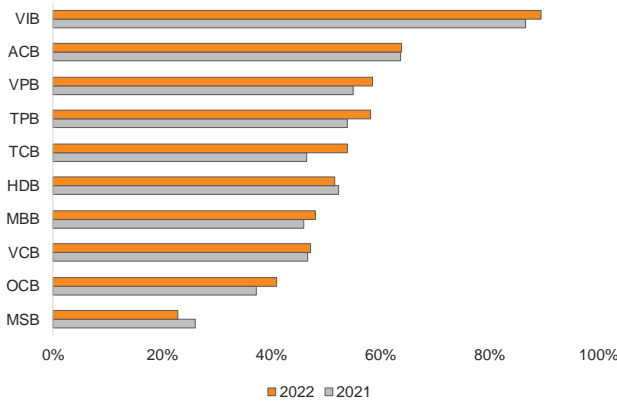
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 21: Diễn biến NIM từng ngân hàng**



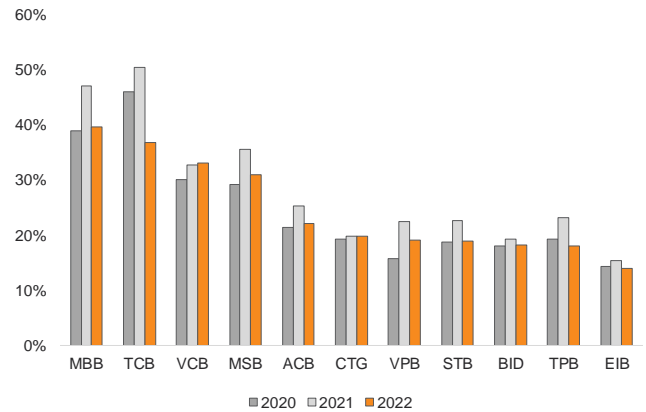
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 22: VIB và ACB có tỷ trọng cho vay cá nhân cao nhất**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 23: TCB, MBB, VCB vẫn đứng đầu về phương diện CASA**



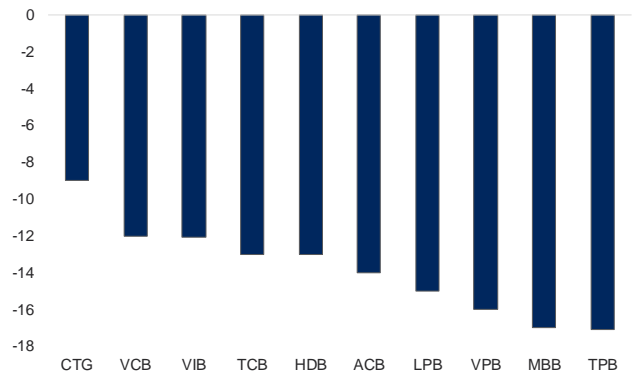
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 24: Diễn biến lợi suất tài sản (IAE), chi phí vốn (COF) và NIM trong 2022 của từng ngân hàng**

Ngân hàng	IAE	COF	NIM
VCB	7,7	(2,9)	10,6
TCB	7,9	2,3	7,2
VPB	8,8	2,8	7,1
BID	11,6	4,6	7,0
CTG	8,6	2,6	6,4
MBB	2,1	(1,2)	4,3
ACB	9,1	6,5	3,4
VIB	6,1	3,2	3,4
TPB	2,3	0,4	2,5
OCB	3,6	1,5	2,4
HDB	0,6	0,4	0,2
LPB	4,2	4,5	(0,3)
STB	0,7	3,1	(1,4)
MSB	0,7	4,3	(3,4)

Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 25: Dự phóng tăng/giảm NIM trong 2023 từng ngân hàng**

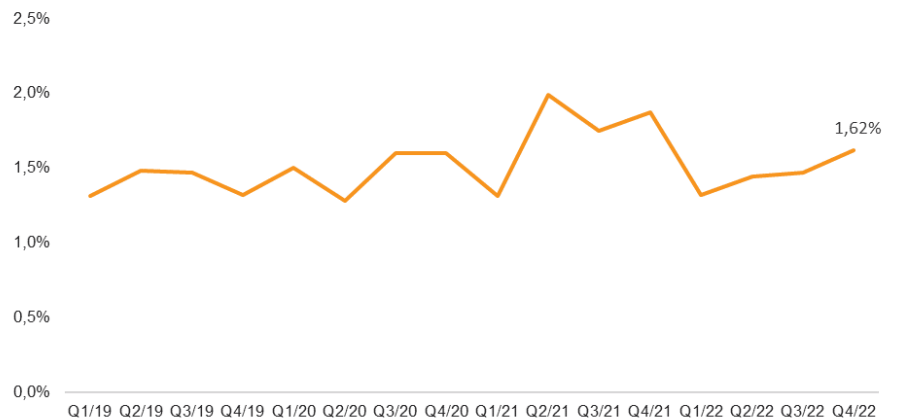


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Áp lực gia tăng trích lập dự phòng đang hiện hữu**

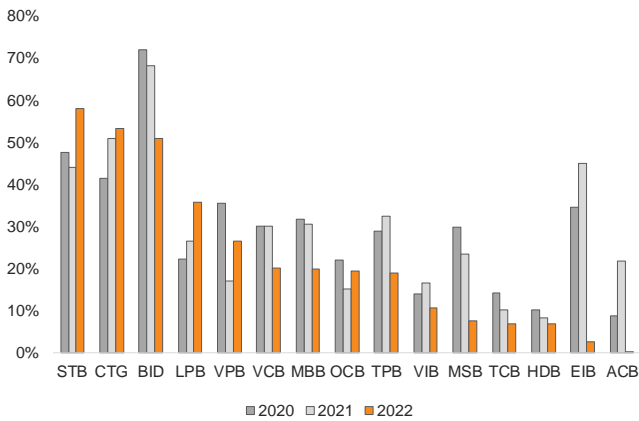
Tỷ lệ chi phí tín dụng trung bình của 25 ngân hàng niêm yết đã giảm về mức trước đại dịch. Tuy nhiên, tỷ lệ này đã tăng trở lại từ Q4/2022 và chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong 2023-24 trước bối cảnh rủi ro nợ xấu gia tăng (như đã đề cập trước đó).

**Hình 26: Tỷ lệ chi phí tín dụng đã tăng trở lại từ Q4/2022**



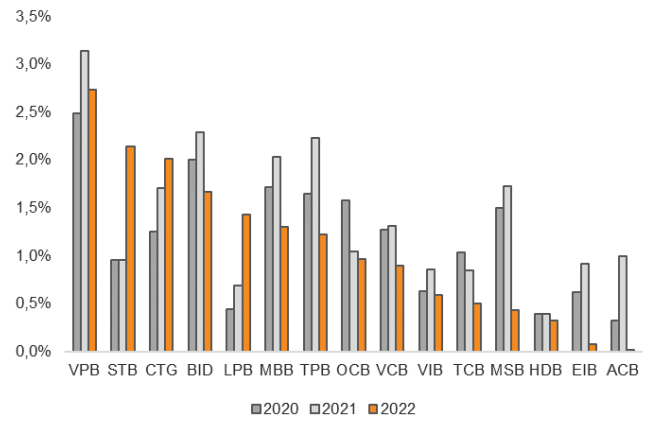
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 27: Tỷ lệ chi phí dự phòng/thu nhập trước dự phòng (PPOP) của từng ngân hàng**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 28: Tỷ lệ chi phí tín dụng của từng ngân hàng**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

### CAR: các ngân hàng quốc doanh tiếp tục gặp trở ngại

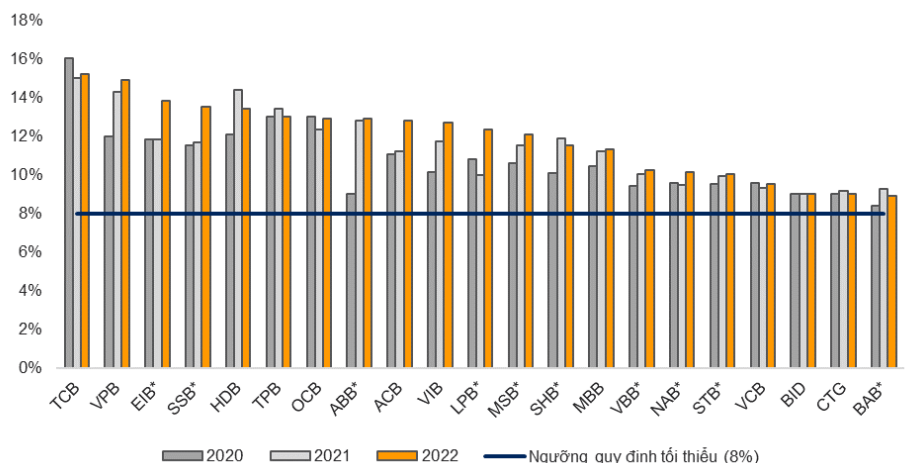
Khối NHTM tư nhân sẽ tiếp tục đặt mục tiêu tỷ lệ CAR cao hơn kỳ trước nhờ sự chủ động trong quản lý vốn và tiếp cận gần hơn với các tiêu chuẩn Basel III để xây dựng cơ sở vốn vững chắc và thúc đẩy tăng trưởng cho vay. Trong số hơn 20 ngân hàng đã thực hiện Basel II, 6 trong số đó đã hoàn thành Basel III (VPB, TPB, SSB, NAB, OCB & ACB) – tất cả đều từ khối ngân hàng tư nhân. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ CAR của các ngân hàng này sẽ tiếp tục duy trì cao hơn mức trung bình của hệ thống và cải thiện nhẹ trong năm 2023.

Trong bối cảnh ngược lại, khối NHTM quốc doanh sẽ gặp nhiều khó khăn hơn trong việc tăng vốn do ngân sách hạn hẹp và quá trình phê duyệt diễn ra chậm chạp. Cụ thể, VCB, BID hoặc CTG đều có kế hoạch trả cổ tức cổ phiếu trong 2022, nhưng không nhà băng nào có thể hoàn thành trong thời gian dự kiến.

Điểm sáng cho nhóm ngân hàng quốc doanh trong năm 2023 là VCB, với kế hoạch phát hành 6,5% vốn để cải thiện tỷ lệ CAR từ 2-2,5%. Với ngân hàng quốc doanh còn lại, chúng tôi kỳ vọng có thể hoàn thành kế hoạch phát hành cổ tức bằng cổ phiếu năm 2022 trong năm nay, nếu không bộ đệm vốn của các ngân hàng này cũng như thị phần sẽ tiếp tục bị bào mòn trước sự cạnh tranh gay gắt của các NHTM tư nhân.

**Hình 29: CAR tại các ngân hàng hầu như đã cải thiện, trừ nhóm ngân hàng quốc doanh**

(\* đại diện cho số liệu cuối Q2/2022)

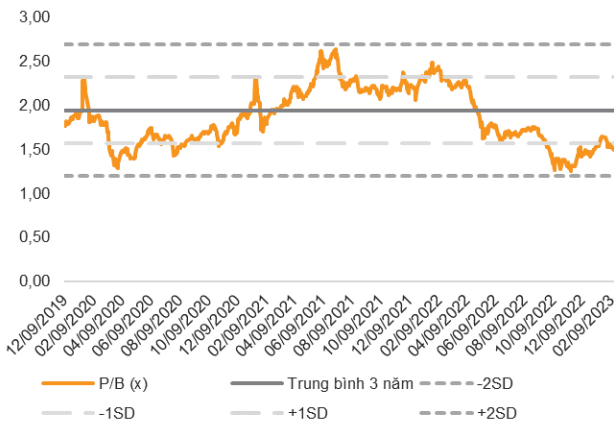


Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

### Cổ phiếu ưa thích: CTG và ACB

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của ngành sẽ chậm lại và đạt 11% svck trong năm 2023-24 (từ mức 34% svck năm 2022) dựa trên tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp, và tỷ lệ chi phí tín dụng tăng. Tuy nhiên, sức khỏe nội tại các ngân hàng đã được cải thiện hơn nhiều so với trước đây, và ngành ngân hàng vẫn được hưởng lợi nhiều nhất từ câu chuyện tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong dài hạn. Do đó, định giá của ngành ở mức thấp lịch sử là 1,2 lần P/B năm 2023 (chỉ cao hơn mức -2 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm) đang tạo ra một cơ hội đầu tư dài hạn hết sức hấp dẫn.

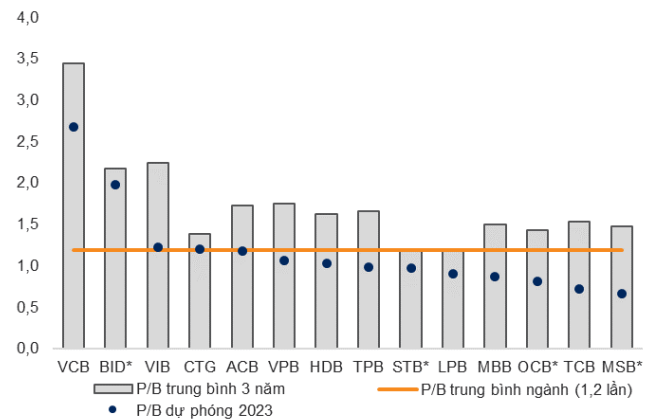
Hình 30: P/B hiện tại đã cải thiện nhưng vẫn dưới vùng -1 độ lệch chuẩn; và P/B năm 2023 chỉ ở mức 1,2 lần



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Nhiều cổ phiếu ngân hàng đang giao dịch ở mức dưới P/B trung bình 3 năm.

(\*) đại diện cho dự phóng chung của các CTCK



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhắc lại, những lo ngại về chất lượng tài sản xấu đi là lý do chính khiến nhà đầu tư có tâm lý “dè chừng” với nhóm cổ phiếu ngành ngân hàng trong thời gian vừa qua. Vì vậy, một khi rủi ro về nợ xấu có dấu hiệu được giải quyết, giá cổ phiếu ngân hàng sẽ lấy lại đà tăng trưởng mạnh mẽ, theo quan điểm của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng bức tranh toàn ngành sẽ tích cực hơn vào nửa cuối 2023, khi áp lực tỷ giá và lãi suất hạ nhiệt, thanh khoản cải thiện cùng với hiệu lực của Nghị định 8/2023. Về ngắn hạn, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng và ưu tiên các ngân hàng có khả năng phòng thủ trước những biến động (quản trị rủi ro tốt và đa dạng hóa danh mục cho vay), như **CTG và ACB**.

Hình 32: Bảng so sánh các ngân hàng trong coverage (số liệu cuối ngày 7/3/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE %		ROA %	
						Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023		2022	2023	2022	2023
		Nội tệ	Nội tệ		Tỷ USD									
Vietcombank	VCB VN	91.900	84.600	Khả quan	18,4	3,2	2,7	14,5	13,5	11,7%	24,0%	22,0%	1,9%	1,8%
Vietinbank	CTG VN	29.000	34.400	Khả quan	5,9	1,3	1,2	8,2	6,9	14,1%	20,7%	16,3%	2,9%	2,5%
VPBank	VPB VN	17.400	26.300	Khả quan	5,0	1,2	1,1	6,4	4,0	15,2%	21,8%	20,0%	3,6%	3,5%
Techcombank	TCB VN	27.100	44.000	Khả quan	4,0	0,8	0,7	4,7	10,2	15,5%	16,5%	16,8%	1,0%	1,1%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	24.500	30.000	Khả quan	3,5	1,4	1,2	6,0	4,5	16,7%	25,6%	22,7%	2,6%	2,5%
NH TMCP Quân Đội	MBB VN	17.400	30.600	Khả quan	3,3	1,0	0,9	4,5	5,9	11,4%	26,0%	23,0%	2,4%	2,4%
HDBank	HDB VN	18.500	25.000	Khả quan	2,0	1,3	1,0	6,0	4,8	17,6%	32,0%	30,0%	2,5%	2,6%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	20.600	27.000	Khả quan	1,8	1,3	1,2	5,1	7,0	20,0%	24,5%	23,2%	2,1%	2,2%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	23.500	31.000	Khả quan	1,6	1,2	1,0	5,9	5,4	16,4%	21,5%	20,2%	2,0%	2,0%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	14.350	15.800	Khả quan	1,1	1,0	0,9	4,9	6,1	10,0%	22,1%	17,5%	1,5%	1,3%
Trung bình						1,4	1,2	6,6	6,8	14,9%	23,5%	21,2%	2,2%	2,2%
Trung vị						1,3	1,1	6,0	6,1	15,2%	23,5%	21,2%	2,2%	2,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 33: Bảng so sánh ngân hàng Việt Nam và ngân hàng các nước trong khu vực (dựa trên số liệu trung bình của các ngân hàng tại mỗi nước)**

Đơn vị: %

	NIM	CASA	CAR	LDR thuần (cho vay/tiền gửi KH)	NPL	LLR
Hong Kong	2,0	-	16,0	86,3	1,4	216,5
Trung Quốc	2,1	-	15,7	86,9	1,3	226,4
Malaysia	1,9	37,2	18,2	93,1	1,4	155,5
Thái Lan	3,4	69,5	19,1	100,1	3,4	148,6
Singapore	1,9	53,2	17,1	83,6	1,3	99,1
Phillippines	4,2	70,0	16,1	73,2	3,8	130,1
Indonesia	5,0	64,0	22,7	90,3	2,1	53,8
Việt Nam	4,5	22,8	11,9	102,6	1,5	153,6

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@vndirect.com.vn)

### Vũ Thế Quân – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [quan.vuthe@vndirect.com.vn](mailto:quan.vuthe@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn](mailto:thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>