

29/12/2016

Mục lục

| | |
|-------------------------------------|----|
| DIỄN BIẾN NGÀNH NGÂN HÀNG 2016..... | 1 |
| TRIỂN VỌNG 2017..... | 8 |
| KHUYẾN NGHỊ | 12 |

Chuyên viên phân tích

Trần Thu Hằng

tthang@vcbs.com.vn

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

NHIỀU NỖ LỰC CẦN THỰC HIỆN ĐỂ HƯỚNG TỚI CÁC TIÊU CHUẨN CAO HƠN

DIỄN BIẾN NGÀNH 2016

Tín dụng có dấu hiệu chững lại trong khi huy động được đẩy mạnh, phản ánh diễn biến tăng trưởng kinh tế và các chính sách mới được ban hành.

Mặt bằng lãi suất huy động tăng nhẹ 0,2-0,4% do việc đẩy mạnh huy động tiền gửi. Trong khi đó, NHNN vẫn duy trì định hướng lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Độ vênh chính sách khiến lãi suất cho vay giảm ở mức cầm chừng và không tạo ra được sức loan tỏa toàn thị trường.

Sau quá trình đẩy mạnh hoạt động mua bán nợ cho VAMC năm 2015, nợ xấu báo cáo tại các ngân hàng đã đưa về dưới 3%. Tuy nhiên, nợ xấu ước tính lại theo sổ dư tại VAMC, nợ tiềm tàng chưa phân loại đúng,... vẫn ở mức cao. Một số chính sách được ban hành để đẩy nhanh quá trình xử lý nợ nhưng hiệu quả ở mức khiêm tốn.

Dự thảo về Hiệp ước vốn Basel II được ban hành với lộ trình áp dụng từ tháng 9/2017 tại 10 ngân hàng thí điểm. Các ngân hàng đang đẩy nhanh việc chuẩn bị nhưng vẫn đề tăng vốn gặp nhiều khó khăn. Phần lớn dựa vào nguồn cấp 2 để cải thiện tình hình trong ngắn hạn.

KQKD các ngân hàng phân hóa.

TRIỂN VỌNG 2017

Mặt bằng lãi suất chịu áp lực tăng trong năm 2017. Lãi suất huy động có thể chịu áp lực tăng do lạm phát và nhu cầu huy động để đảm bảo TT06. Trong khi đó, NIM đã về mức thấp đòi hỏi các ngân hàng nâng lãi suất cho vay để duy trì lợi nhuận.

Việc tuân thủ lộ trình áp dụng Hiệp ước vốn Basel II theo dự thảo của NHNN (9/2017) là thử thách cho các ngân hàng thí điểm (đặc biệt nhóm 3 NHTMNN) nếu không có các biện pháp hỗ trợ từ cơ quan quản lý. Áp lực từ việc tuân thủ Basel II có thể làm tăng chi phí vốn và hạn chế tăng trưởng tín dụng đối với các ngân hàng này trong năm 2017.

Dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2017 đạt 16%, thấp hơn mức tăng trưởng theo kế hoạch năm 2016 là 18%.

Xử lý nợ xấu đòi hỏi thời gian và nhiều nỗ lực liên ngành. Chúng tôi không kỳ vọng quá trình xử lý nợ xấu có cải thiện đáng kể trong năm 2017.

Làn sóng các ngân hàng niêm yết năm 2017 sẽ góp phần minh bạch hóa hệ thống ngân hàng và tăng lựa chọn đầu tư cho thị trường cổ phiếu.

Triển vọng kinh doanh các ngân hàng tiếp tục phân hóa trong năm 2017.

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi cho rằng triển vọng ngành Ngân hàng sẽ còn nhiều thách thức trong năm 2017. Mặc dù vậy, cơ hội vẫn có từ các ngân hàng riêng đã xử lý nợ xấu hiệu quả trong quá khứ và có triển vọng tăng trưởng cao. Chúng tôi khuyến nghị **MUA ĐỐI VỚI ACB** (giảm trích lập sau quá trình xử lý nợ quá khứ) và **KHẢ QUAN ĐỐI VỚI VCB** (chất lượng tài sản tốt, đẩy mạnh tăng trưởng).

DIỄN BIẾN NGÀNH NGÂN HÀNG 2016

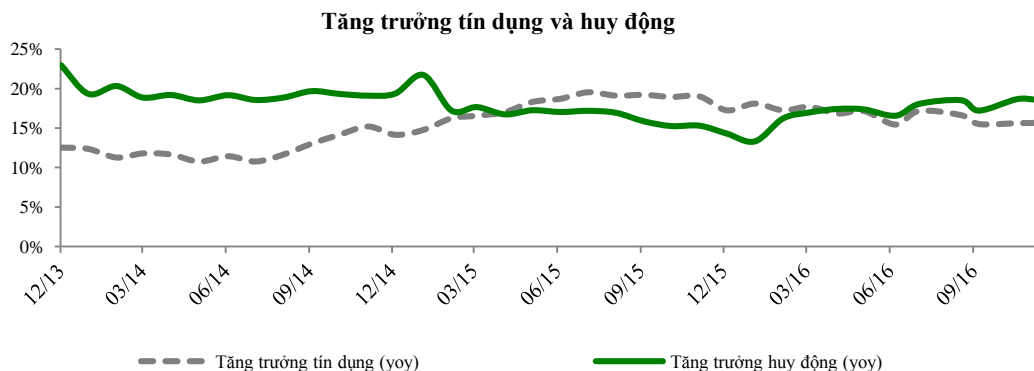
- ❖ Tín dụng có dấu hiệu chững lại trong khi huy động được đẩy mạnh, phản ánh diễn biến tăng trưởng kinh tế và các chính sách mới được ban hành.
- ❖ Mặt bằng lãi suất huy động tăng nhẹ 0,2-0,4% do việc đẩy mạnh huy động tiền gửi. Trong khi đó, NHNN vẫn duy trì định hướng lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Độ vênh chính sách khiến lãi suất cho vay giảm ở mức cầm chừng và không tạo ra được sức loan tỏa toàn thị trường.
- ❖ Sau quá trình đẩy mạnh hoạt động mua bán nợ cho VAMC năm 2015, nợ xấu báo cáo tại các ngân hàng đã đưa về dưới 3%. Tuy nhiên, nợ xấu ước tính lại theo sổ dư tại VAMC, nợ tiềm tàng chưa phân loại đúng,... vẫn ở mức cao. Một số chính sách được ban hành để đẩy nhanh quá trình xử lý nợ nhưng hiệu quả ở mức khiêm tốn.
- ❖ Dự thảo về Hiệp ước vốn Basel II được ban hành với lộ trình áp dụng từ tháng 9/2017 tại 10 ngân hàng thí điểm. Các ngân hàng đang đẩy nhanh việc chuẩn bị nhưng vấn đề tăng vốn gặp nhiều khó khăn. Phần lớn dựa vào nguồn cấp 2 để cải thiện tình hình trong ngắn hạn.
- ❖ KQKD các ngân hàng phân hóa.

Tín dụng có dấu hiệu chậm lại về cuối năm, đi cùng diễn biến tăng trưởng kinh tế và phản ánh ảnh hưởng của các chính sách mới ban hành.

Tính đến 21/11/2016, tín dụng toàn ngành tăng 13,94% ytd, thấp hơn mức 14,5% cùng kỳ 2015 và thấp hơn đáng kể so với kế hoạch cả năm 18%.

Diễn biến tăng trưởng tín dụng đi cùng diễn biến tăng trưởng kinh tế và phản ánh ảnh hưởng của các chính sách mới ban hành. Cụ thể, tín dụng duy trì đà tăng trưởng khá trong nửa đầu năm nhưng chững lại về cuối năm khi

- (1) Tăng trưởng kinh tế chậm lại với mức tăng 5,93% yoy trong 3 quý đầu năm (so với mức 6,5% cùng kỳ)
- (2) Thông tư 06/2016/TT-NHNN được ban hành vào cuối tháng 5 với các điều khoản thắt chặt các tỷ lệ cho vay và nâng hệ số rủi ro đối với khoản vay kinh doanh bất động sản.
- (3) Đồng thời, cuối tháng 9, NHNN ban hành công văn số 7076/NHNN-TD yêu cầu tăng cường kiểm soát tín dụng kinh doanh bất động sản
- (4) Dự thảo Thông tư Quy định về tỷ lệ an toàn vốn mới (tạm gọi là Basel II) được ban hành, chặt chẽ hóa cách tính hệ số CAR và đưa ra lộ trình áp dụng tại 10 ngân hàng thí điểm từ tháng 9/2017. Theo đó, áp lực tăng vốn và/hoặc hạn chế tăng trưởng tín dụng để duy trì CAR tăng lên trong toàn ngành.



Nguồn: NHNN

Xét về cơ cấu ngành, *tăng trưởng tín dụng cho thấy sự dẫn dắt của cho vay tiêu dùng (tăng 39% ytd) và vận tải viễn thông (20,73% ytd)*. Tín dụng cho xây dựng và bất động sản (2 nhóm dẫn dắt tăng trưởng tín dụng trong năm 2015) có dấu hiệu chậm lại với mức tăng lần lượt là 5,36% so với 16,51% cùng kỳ 2015 (với xây dựng) và 12,5% so với 19,91% cùng kỳ 2015 (đối với bất động sản).

Các số liệu trên cho thấy chính sách hạn chế dòng vốn vào kênh bất động sản có vẻ phát huy tác dụng. Tuy nhiên, số liệu này chỉ tính đến bất động sản kinh doanh. Nếu tính cả tín dụng cho người mua nhà (chiếm ~50% tín dụng tiêu dùng) tổng tín dụng bất động sản tăng trưởng 17,4% trong năm nay, chiếm 10,8% tín dụng cho nền kinh tế. Trong một môi trường lãi suất thấp, tín dụng cho người mua nhà là kênh cho vay hấp dẫn đối với các ngân hàng (do lợi suất cho vay cao, nợ xấu thấp). Tuy nhiên, rủi ro sẽ tăng dần khi lạm phát tăng trở lại, lãi suất tăng ảnh hưởng đến khả năng trả nợ tại nhóm khách hàng này.

Huy động vốn được đẩy mạnh.

Trong khi đó, huy động được đẩy mạnh ngay từ đầu năm và duy trì tốc độ cao hơn tín dụng trong cả 11 tháng. Tính đến ngày 21/11, huy động vốn trên thị trường 1 đạt 15,32% ytd, tăng gấp 1,5 lần so với cùng kỳ (11,14% ytd).

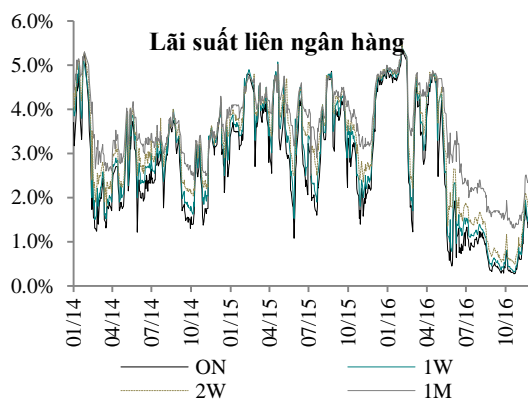
Đặc trưng của huy động trong năm 2016 là (1) Huy động tập trung ở các TCTD có tỷ lệ LDR cao. Lượng huy động tăng thêm tại riêng 2 ngân hàng CTG và BID đã chiếm 35% tổng lượng tăng toàn hệ thống; (2) Huy động tăng mạnh ở các kỳ hạn dài; (3) Nhu cầu huy động tăng cao tạo xu hướng cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng trong cả năm.

Các diễn biến này, một mặt đến từ phần lớn ngành nâng các hệ số an toàn để đảm bảo tuân thủ Thông tư 06/2016/TT-NHNN. Mặt khác, do áp lực từ 1 số TCTD gặp khó khăn về thanh khoản (kết quả từ cho vay rủi ro trong quá khứ) tăng huy động tiền gửi để duy trì hoạt động.

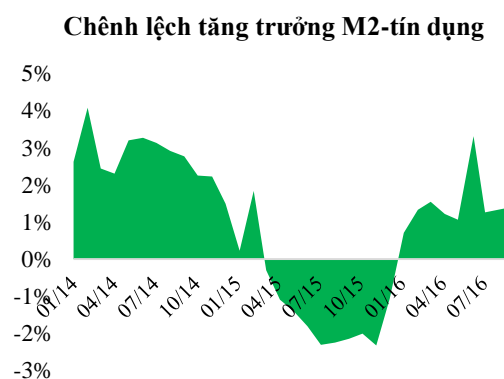
(Xem thêm dự báo lãi suất trong phần triển vọng và [Báo cáo đánh giá Thông tư 06](#)).

Kể từ sau Q1, thanh khoản hệ thống dồi dào, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng giảm sâu. Các ngân hàng đẩy mạnh đầu tư trái phiếu chính phủ.

Kể từ cuối Q1, thanh khoản hệ thống dồi dào, lãi suất liên ngân hàng giảm sâu về mức thấp kỷ lục trong vài năm trở lại đây. Lãi suất qua đêm tại 1 số thời điểm chỉ khoảng 0,2-0,3%. Điều này đến từ (1) Huy động được đẩy mạnh so với cho vay (huy động tăng 12,02% so với dư nợ 10,46%); (2) NHNN mua vào USD với giá trị lớn làm tăng lượng cung tiền đồng (10T.2016: ~11 tỷ USD); (3) Tăng trưởng tín dụng chậm đòi hỏi các ngân hàng luân chuyển dòng vốn sang các kênh đầu tư khác. Chênh lệch giữa cung tiền M2 và tăng trưởng tín dụng đã quay về trạng thái dương so với mức âm của năm 2015.

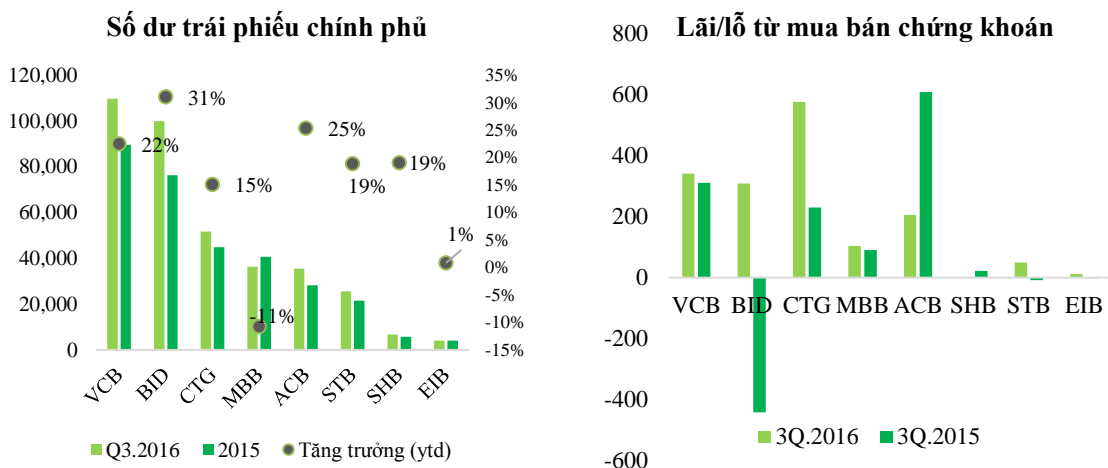


Nguồn: Bloomberg



Nguồn: NHNN

Lãi suất liên ngân hàng liên tục xuống thấp tạo điều kiện các ngân hàng gia tăng đầu tư trái phiếu chính phủ. Báo cáo tài chính các NHTM tại thời điểm cuối T9.2016 cho thấy danh mục trái phiếu được mở rộng với mức tăng trung bình ~15%. Cùng với đó các hoạt động đầu tư ngắn hạn hưởng chênh lệch giá sôi động trong năm, tạo nguồn thu khá đóng góp lợi nhuận cho toàn hệ thống.



Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp
ACB: lãi/lỗ mua bán chứng khoán đã loại trừ phần trích lập do xử lý nợ 6 công ty

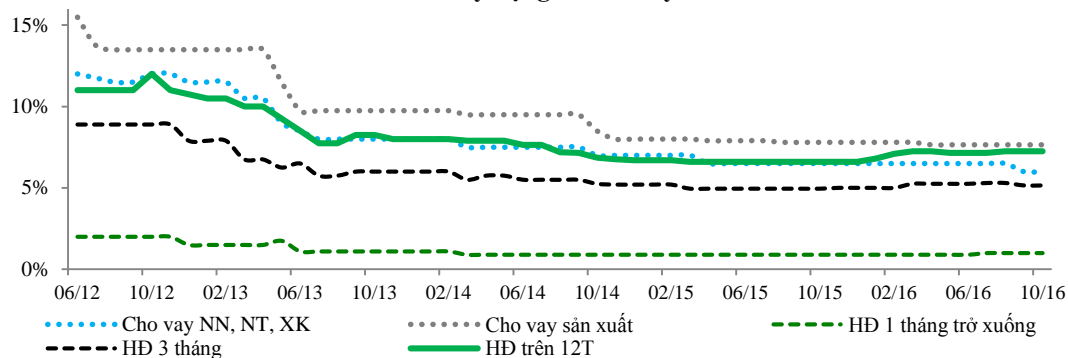
Mặc dù vậy, lãi suất trên thị trường 1 không phản ánh theo. Áp lực tăng lãi suất huy động hiện hữu. Lãi suất cho vay dù có dấu hiệu giảm nhưng ở mức cầm chừng và không tạo được sức lan tỏa toàn thị trường.

Trong bối cảnh các ngân hàng đẩy mạnh huy động tiền gửi (như đã trình bày ở trên), lãi suất huy động toàn hệ thống liên tục điều chỉnh tăng, đặc biệt trong 2 quý đầu năm. Tính đến cuối quý 2, mặt bằng lãi suất huy động trên toàn hệ thống tăng từ 0,2-0,4%.

Lãi suất huy động chỉ bắt đầu có tín hiệu giảm từ ngày 26/9 ở nhóm 4 ngân hàng lớn, sau đó lan sang 1 vài ngân hàng cỡ trung và tập trung ở các kỳ hạn ngắn. Mức độ giảm lãi suất lần gần nhất khá khiêm tốn, chỉ khoảng 0,15%, và không thay đổi xu hướng tăng của lãi suất huy động trong cả năm. Tính đến hết tháng 10, lãi suất huy động toàn hệ thống đã tăng từ 0,05-0,25%.

Trái với lãi suất huy động, lãi suất cho vay hầu như rất ít thay đổi trong cả năm, ngoại trừ 2 đợt điều chỉnh bao gồm (1) Đợt điều chỉnh tháng 4 sau lời kêu gọi giảm lãi suất của Thủ tướng chính phủ; (2) Đợt điều chỉnh tháng 10 ngày sau động thái giảm lãi suất huy động ngày 26/9. Đặc điểm chung của cả 2 lần điều chỉnh này là (i) Xuất phát từ nhóm 4 ngân hàng lớn nhất hệ thống; (ii) Quy mô khoản vay nhỏ, chủ yếu tập trung các lĩnh vực ưu tiên và các kỳ hạn ngắn; (iii) Xảy ra ngay sau 1 diễn biến dường như có sự chuẩn bị sẵn từ tác động bên ngoài thay vì xuất phát từ chính nhu cầu kinh doanh của các ngân hàng. Theo đó, xét trong cả năm, mặt bằng lãi suất cho vay dù giảm nhưng ở mức độ khá hạn chế, chủ yếu ở các kỳ hạn ngắn và thiếu tính lan tỏa trên cả thị trường.

Lãi suất huy động và cho vay



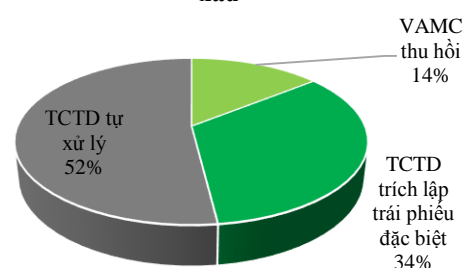
Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Nỗ lực giảm tỷ lệ nợ xấu chưa có nhiều đột phá. Biện pháp xử lý nợ chính vẫn là trích lập dự phòng.

Tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống đến hết Q2.2016 là 2,58%. Nếu tính thêm phần còn lại tại VAMC thì tỷ lệ này là 5,21%. Chúng tôi không loại trừ khả năng tỷ lệ nợ xấu thực tế có thể chưa dừng lại ở mức này khi (1) Tính thêm các khoản nợ xấu chưa được phân loại đúng; (2) Loại bỏ tăng trưởng tín dụng do đóng góp của cho vay đảo nợ.

| | |
|------------------------------------------------------|--------------|
| Tổng dư nợ | 5.104.873 |
| Nợ xấu báo cáo | 131.706 |
| Tổng nợ xấu bán cho VAMC | 262.054 |
| Nợ xấu VAMC đã thu hồi | 37.983 |
| TCTD trích lập 20% trái phiếu đặc biệt | 89.628 |
| Nợ xấu còn lại tại VAMC | 134.443 |
| Tỷ lệ nợ xấu báo cáo | 2,58% |
| Tỷ lệ nợ xấu nếu tính thêm số dư còn tại VAMC | 5,21% |

Đóng góp của các biện pháp xử lý nợ xấu



Nguồn: VAMC, VCBS tổng hợp

Trong 4 năm trở lại đây, các biện pháp chính được sử dụng để giảm nợ xấu bao gồm: VAMC thu hồi nợ, TCTD trích lập dự phòng trái phiếu đặc biệt VAMC, TCTD tự xử lý (bằng xóa nợ, thu hồi nợ...). Chúng tôi đo lường hiệu quả của từng phương pháp như đồ thị (Lưu ý: Nợ được bán cho VAMC nhưng chưa được thu hồi hoặc trích lập được coi là chưa giải quyết). Theo đó, các TCTD tự giải quyết nợ xấu vẫn là phương pháp chủ yếu góp phần giảm tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống.

Kể từ đầu năm, một số chính sách được ban hành để đẩy nhanh quá trình xử lý nợ nhưng hiệu quả còn ở mức khiêm tốn.

Thông tư 08/2016/TT-NHNN sửa đổi Thông tư 19/2013/TT-NHNN mở rộng quyền hạn của VAMC trong việc mua, bán và xử lý nợ xấu của các TCTD.

Các nội dung chính liên quan đến quyền hạn của VAMC bao gồm (1) Mở rộng quyền hạn của VAMC trong việc cơ cấu nợ, hỗ trợ khách hàng vay, xử lý tài sản đảm bảo theo hướng tăng tính chủ động và tự quyết cho VAMC; (2) Bổ sung các quy định rõ ràng hơn cho việc xử lý nợ xấu theo giá trị thị trường.

Chúng tôi cho rằng, mặc dù các quy định này có thể tạo ra ảnh hưởng tích cực nhất định, Thông tư 08 khó tạo ra tác động đáng kể lên quá trình xử lý nợ xấu, do các yếu tố quan trọng nhất vẫn chưa được xử lý triệt để như là (1) VAMC vẫn chưa có quyền định đoạt hoàn toàn đối với khoản nợ xấu và tài sản đảm bảo đi kèm; (2) Nguồn lực của VAMC quá nhỏ so với giá trị nợ xấu để mua nợ theo giá trị thị trường hoặc xử lý nợ xấu đã mua (Vốn điều lệ của VAMC hiện nay là 2.000 tỷ đồng, so với quy mô nợ xấu VAMC đã mua bằng trái phiếu đặc biệt là 262.000 tỷ đồng); (3) Các quy định liên ngành, đặc biệt liên quan đến vấn đề sở hữu tài sản đảm bảo là bất động sản, còn gây hạn chế với các nhà đầu tư tiềm năng;...

[*\(Xem thêm Báo cáo đánh giá Thông tư 08\)*](#)

Dự thảo Thông tư về điều kiện, thủ tục góp vốn, mua cổ phần, trong đó có nội dung về hoán đổi nợ xấu thành vốn góp.

Thực tế hoạt động hoán đổi nợ xấu thành vốn góp đã xuất hiện trong ngành qua 1 số thương vụ gần đây nhưng chưa có văn bản luật chính thức. Dự thảo Thông tư đã đưa ra 3 điều kiện chính mà các TCTD cần tuân thủ để thực hiện hoạt động này bao gồm:

- (1) Chỉ được thực hiện đối với nợ thuộc nhóm 5 hoặc nợ đã được xử lý bằng dự phòng rủi ro*
- (2) Tổng mức góp vốn, mua cổ phần dưới mọi hình thức không vượt quá 40% vốn điều lệ và quỹ dự trữ của ngân hàng thương mại, không vượt quá 60% vốn điều lệ và quỹ dự trữ của công ty tài chính*
- (3) Tuân thủ tỷ lệ bảo đảm an toàn trước và sau khi hoán đổi nợ thành vốn góp, mua cổ phần*

Nhận định của VCBS:

(1) Để hoàn thiện hóa chủ trương này, 3 điều kiện từ dự thảo thông tư sẽ là chưa đủ do thiếu các chuẩn mực kế toán quy định chi tiết

(2) Điều kiện thứ nhất về nhóm nợ cho thấy tính hạn chế về quy mô áp dụng. Với các khoản nợ này, các ngân hàng thực tế đã nỗ lực hết sức và dự phòng đầy đủ. Do đó, động lực để các ngân hàng đổi vai trò chủ nợ thành cổ đông là khả năng thu hồi vốn. Các thương vụ đã thực hiện (như Viettinbank đổi nợ lấy cổ phần tại các công ty con của Vinalines) cho thấy các ngân hàng sau khi hoán nợ đều nhanh chóng muốn thoái vốn. Tuy nhiên, nợ nhóm 5 là các công ty có vấn đề, đã không trả nợ được trong thời gian dài, thậm chí có khả năng phá sản. Khi thoái vốn các ngân hàng phải chấp nhận mức giá chiết khấu cao, trong khi nếu doanh nghiệp phá sản thì mất quyền lợi ưu tiên trả nợ (do đã không còn là chủ nợ).

(3) Trong trường hợp công ty được hoán đổi nợ hoạt động trong các ngành tài chính, chứng khoán, bảo hiểm... các ngân hàng phải loại phần vốn này trong tính toán hệ số CAR, làm giảm hệ số CAR ban đầu. Do đó, các ngân hàng có thể ngần ngại trong việc hoán đổi nợ.

Tốc độ mua nợ của VAMC giảm, tuy nhiên không đến từ cải thiện thực chất chất lượng tài sản của các ngân hàng.

Từ đầu năm đến hết quý 3, VAMC đã mua được 26.379 tỷ đồng nợ xấu, chỉ bằng ¼ số nợ xấu đã mua trong năm 2015. Dựa theo tỷ lệ nợ xấu đã tăng trong cả năm (2,58%-Q2.2016 so với 2,55%-Cuối năm 2015) có thể thấy tốc độ giảm mua nợ của VAMC không đến từ sự cải thiện thực chất chất lượng tài sản của các ngân hàng. Như đã giải thích trong các báo cáo ngành trước đó, việc bán nợ cho VAMC dường như là “lựa chọn cuối cùng” của các ngân hàng khi khả năng xử lý nợ tại tổ chức này còn ở mức hạn chế, trong khi các ngân hàng phải chịu áp lực dự phòng cao mà không chuyển giao hoàn toàn được trách nhiệm đối với nợ đã bán. Do đó, **khi nợ xấu nội bảng đã về dưới mức 3% (nghĩa là không còn sức ép phải bán nợ), các ngân hàng có rất ít động lực bán nợ cho VAMC.**

Tính đến hết Q3, VAMC đã thu hồi được ~14,5% tổng dư nợ đã mua. Mặc dù có cải thiện so với cuối năm ngoái (9,7%), con số này vẫn ở mức hạn chế. 34% lượng nợ xấu đã mua được đã được trích lập bằng trái phiếu

đặc biệt. 51,5% lượng nợ xấu còn lại tương đương hơn 135 nghìn tỷ vẫn nằm tại VAMC mà chưa có phương án giải quyết triệt để.

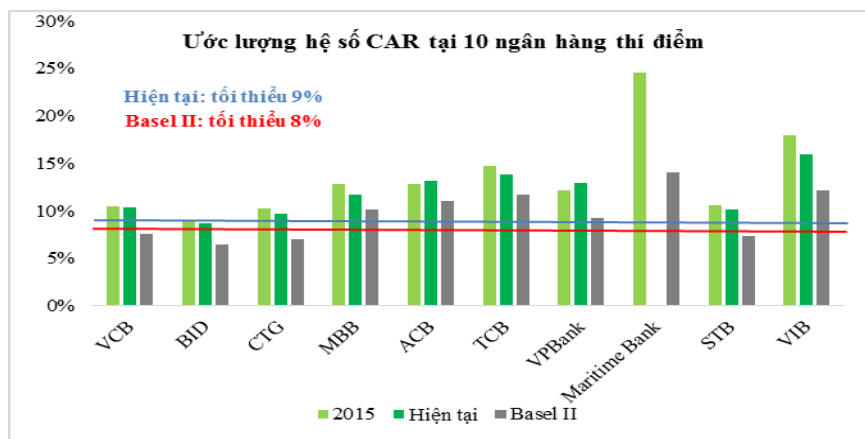
| | 2013 | 2014 | 2015 | 10T.2016 | Lũy kế |
|---------------------------------|--------|--------|---------|----------|---------|
| Nợ xấu bán cho VAMC | 36,257 | 92,418 | 107,000 | 26,379 | 262,054 |
| Giá trị trái phiếu đặc biệt | 30,947 | 77,705 | 99,180 | 20,016 | 227,848 |
| Nợ xấu đã thu hồi | 145 | 4,875 | 17,763 | 15,200 | 37,983 |
| Tỷ lệ nợ xấu thu hồi/tổng dư nợ | 0.40% | 3.90% | 9.67% | 14.49% | 14.49% |

Nguồn: VAMC, VCBS tổng hợp

Các ngân hàng đang đẩy nhanh quá trình chuẩn bị thí điểm Basel II nhưng vấn đề tăng vốn gặp nhiều khó khăn. Phần lớn ngân hàng tăng vốn dựa vào nguồn cấp 2 để cải thiện tình hình trong ngắn hạn.

Thời hạn áp dụng Basel II tại 10 ngân hàng thí điểm đang đến gần – ngày 1/9/2017 theo Dự thảo Thông tư gần nhất. Theo đó, nhu cầu tăng vốn để đảm bảo hệ số CAR là rất cấp bách.

Trong số 10 ngân hàng tham gia thí điểm, nhóm TMCP tư nhân có khả năng đáp ứng tốt hơn do đã có hệ số CAR cao đáng kể so với mức quy định, như ACB, VIB, TCB... Trong khi đó, nhóm TMCP nhà nước sẽ chịu áp lực tăng vốn lớn (VCB, BID, CTG). Thành công hay thất bại của việc áp dụng tiêu chuẩn mới cũng phụ thuộc chủ yếu vào 3 ngân hàng này. Trong đó, VCB có nhiều dư địa hơn do có khả năng huy động vốn từ nhiều nguồn (phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, đối tác nước ngoài, tăng vốn cấp 2). Mặc dù vậy, quá trình bán vốn nước ngoài đang kéo dài do không thỏa thuận được mức giá. Trong khi đó, 2 ngân hàng BID và CTG có hệ số CAR đã ở sát ngưỡng quy định (9%) và càng chịu áp lực giảm CAR khi phải trả cổ tức theo đề xuất của Bộ Tài chính. CTG đã chạm trần sở hữu để huy động vốn nước ngoài, trong khi BID không còn dư địa để tăng vốn cấp 2.



Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS ước tính

Tại thời điểm hiện tại, hầu hết các ngân hàng vẫn đang áp dụng biện pháp ngắn hạn là tăng vốn cấp 2 bằng phát hành trái phiếu. Biện pháp này, thứ nhất, chỉ giúp các ngân hàng giải quyết tình thế trong 1-2 năm. Thứ hai, chi phí vốn tại các ngân hàng phát hành chịu áp lực tăng, do lãi suất trái phiếu cao hơn 1-2% lãi suất huy động thông thường. (Xem thêm bảng trang sau)

| Ngân hàng | Giá trị trái phiếu phát hành 2016 | Tổng giá trị trái phiếu | Tỷ lệ trái phiếu thứ cấp/vốn cấp 1 | Quy định | Trạng thái |
|---------------|-----------------------------------|-------------------------|------------------------------------|----------|----------------------------------------------------|
| VCB | 4.000 | 6.000 | 13,7% | 50% | Hoàn thành trong năm 2016 |
| BID | 4.411 | 20.195 | 51,2% | 50% | Bao gồm 1.711 tỷ đồng mua lại trái phiếu trước hạn |
| CTG | 5.400 | 13.400 | 22,7% | 50% | Đã hoàn thành |
| ACB | 2.000 | 5.000 | 40,9% | 50% | Đã hoàn thành |
| MBB | | 2.000 | 8,5% | 50% | |
| Techcombank | | 6.893 | 40,2% | 50% | |
| VPB | | 3.997 | 15,9% | 50% | |
| Maritime Bank | | 2.500 | 20,9% | 50% | |
| STB | | 600 | 2,7% | 50% | |
| VIB | | - | 0,0% | 50% | |

Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS ước tính

Bức tranh phân hóa chi phối KQKD các ngân hàng niêm yết trong năm 2016.

Các đặc điểm chính trong KQKD của các ngân hàng có thể tóm tắt như sau:

- ✓ Huy động vốn được đẩy mạnh, đặc biệt tại các ngân hàng đã tăng trưởng mạnh trong quá khứ và chạm các tỷ lệ an toàn như BID, CTG. Trong khi đó, các ngân hàng đã thận trọng tín dụng trong quá khứ đẩy mạnh tín dụng hơn để tối ưu hóa tỷ lệ LDR (như ACB, MBB, VCB).
- ✓ Thu nhập lãi thuần (chiếm trên 70% tổng thu nhập hoạt động của các ngân hàng) tăng trưởng yếu. Mặt bằng NIM tiếp tục giảm, ngoại trừ VCB và ACB.
- ✓ Thu nhập ngoài lãi là động lực tăng trưởng chính, do đóng góp lợi nhuận từ hoạt động mua bán trái phiếu hưởng chênh lệch giá (trong bối cảnh lãi suất liên ngân hàng xuống thấp).
- ✓ Chi phí dự phòng tiếp tục tác động tiêu cực đến lợi nhuận toàn ngành. Tuy vậy, điểm sáng bắt đầu xuất hiện ở 1 số ngân hàng đã trích lập quyết liệt trong quá khứ như MBB, VCB.

Theo đó, có thể thấy, bức tranh toàn ngành cho thấy sự phân hóa. Mặt bằng chung tiêu cực khi phân lớn chịu tác động từ chi phí dự phòng cao, xu hướng lãi suất bất lợi (huy động tăng, cho vay giảm...). Tuy nhiên, đã xuất hiện một số ngân hàng quyết liệt trong giải quyết nợ quá khứ, bắt đầu đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng, giảm dự phòng và chứng kiến KQKD đi lên.

| Tăng trưởng | Tín dụng | Huy động | TN lãi thuần | TN ngoài lãi | LN trước dự phòng | CP dự phòng | LNTT | Tỷ lệ nợ xấu | NIM | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | | | | | | 3Q.2016 | 3Q.2015 |
| ACB | 19,23% | 16,33% | 17,0% | -63,9% | -5,4% | -31,3% | 14,1% | 1,1% | 3,30% | 3,26% |
| BID | 12,83% | 18,57% | 21,8% | 49,9% | 32,2% | 71,5% | 3,4% | 2,0% | 2,65% | 2,76% |
| CTG | 16,23% | 25,62% | 18,4% | 24,4% | 20,1% | 30,3% | 13,3% | 0,9% | 2,99% | 3,08% |
| EIB | -4,79% | 4,66% | -2,5% | 29,7% | -4,3% | 85,2% | -70,2% | 3,4% | 2,77% | 2,68% |
| MBB | 19,97% | 2,79% | 4,0% | -1,6% | -7,9% | -33,6% | 9,2% | 1,3% | 3,56% | 3,91% |
| SHB | 12,11% | 11,78% | 6,0% | 133,0% | 19,4% | 44,2% | 6,2% | 2,3% | 1,80% | 2,03% |
| STB | 4,94% | 9,35% | -35,0% | 62,7% | -61,0% | -32,6% | -74,3% | 2,4% | 2,16% | 4,21% |
| VCB | 15,69% | 14,43% | 23,9% | 9,1% | 15,7% | -4,3% | 36,1% | 1,7% | 2,76% | 2,63% |
| Trung bình | 12,0% | 12,9% | 6,7% | 30,4% | 1,1% | 16,2% | -7,8% | 1,9% | 2,75% | 3,07% |

Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG 2017

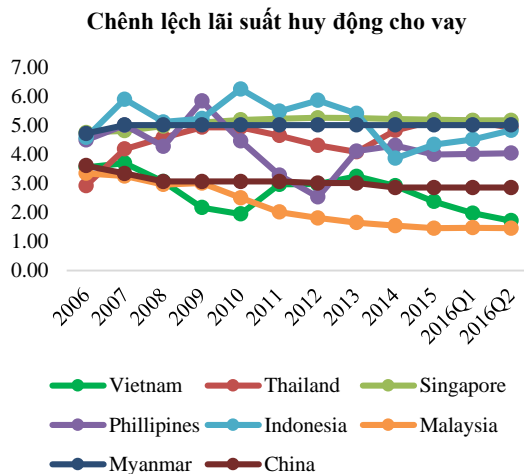
- ❖ **Mặt bằng lãi suất chịu áp lực tăng trong năm 2017.** Lãi suất huy động có thể chịu áp lực tăng do lạm phát và nhu cầu huy động để đảm bảo TT06. Trong khi đó, NIM đã về mức thấp đòi hỏi các ngân hàng nâng lãi suất cho vay để duy trì lợi nhuận.
- ❖ **Việc tuân thủ lộ trình áp dụng Hiệp ước vốn Basel II theo dự thảo của NHNN (9/2017) là thử thách cho các ngân hàng thí điểm (đặc biệt nhóm 3 NHTMNN) nếu không có các biện pháp hỗ trợ từ cơ quan quản lý.** Áp lực từ việc tuân thủ Basel II có thể làm tăng chi phí vốn và hạn chế tăng trưởng tín dụng đối với các ngân hàng này trong năm 2017.
- ❖ **Dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2017 đạt 16%, thấp hơn mức tăng trưởng theo kế hoạch năm 2016 là 18%.**
- ❖ **Xử lý nợ xấu đòi hỏi thời gian và nhiều nỗ lực liên ngành.** Chúng tôi không kỳ vọng quá trình xử lý nợ xấu có cải thiện đáng kể trong năm 2017.
- ❖ **Làn sóng các ngân hàng niêm yết năm 2017 sẽ góp phần minh bạch hóa hệ thống ngân hàng và tăng lựa chọn đầu tư cho thị trường cổ phiếu.**
- ❖ **Triển vọng kinh doanh các ngân hàng tiếp tục phân hóa trong năm 2017.**

Mặt bằng lãi suất chịu áp lực tăng, dù NHNN vẫn duy trì định hướng lãi suất thấp

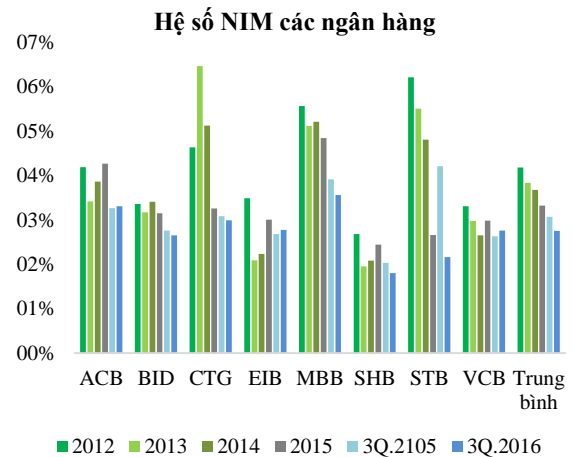
Mặc dù NHNN vẫn hướng tới mục tiêu lãi suất thấp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế cho năm 2017, chúng tôi cho rằng mục tiêu này có thể gặp nhiều thách thức như trình bày dưới đây:

Lãi suất huy động chịu áp lực tăng do: (1) Lạm phát được kỳ vọng tăng dần khi giá hàng hóa, nguyên liệu cơ bản đã tạo đáy và đi lên từ năm 2016; (2) Nhu cầu tăng lãi suất huy động để đảm bảo chỉ tiêu an toàn sau thông tư 06 của các ngân hàng. Tính đến hết Q3, tại nhiều ngân hàng tỷ lệ LDR vẫn vượt quá 80% theo quy định như là VIB (89%), TPB (83%), SHB (83%), CTG (96%), BID (90%), Việt Á (87%),...; tỷ lệ nợ trung dài hạn cao hơn 50% như là EIB (65%), MSB (70%), STB (62%), TCB (70%), VPB (74%)...

Trước áp lực tăng lãi suất huy động như trên, lãi suất cho vay khó có thể giảm theo mục tiêu NHNN. Lưu ý rằng chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động tại các ngân hàng đã giảm rất mạnh trong khoảng 3 năm trở lại đây và thấp hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực. Chênh lệch lãi suất huy động - cho vay càng nhỏ, các ngân hàng có biên lợi nhuận càng mỏng nên càng ít động lực để giảm lãi suất cho vay.



Nguồn: IMF



Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

Thí điểm Basel II là trọng tâm ngành trong năm 2017. Để đảm bảo hệ số CAR theo quy định, các ngân hàng có thể hạn chế tín dụng và đẩy mạnh tăng vốn, từ đó, gây áp lực lên chi phí vốn.

Như đã trình bày phía trên, với lộ trình áp dụng Basel II tại 10 ngân hàng lớn từ tháng 9/2017, trọng tâm ngành trong năm tới sẽ xoay quanh kế hoạch này. Trong đó, thành công của kế hoạch sẽ phụ thuộc chính vào khả năng tăng vốn của 3 ngân hàng quốc doanh. Theo đó, chúng tôi ước tính nhu cầu vốn của 3 ngân hàng này như sau:

| | 2015 | Hiện tại | Basel II | CAR target | Nhu cầu vốn | CAR target | Nhu cầu vốn |
|----------------------------------------|--------|----------|----------|------------|---------------|------------|---------------|
| VCB | 10,45% | 10,91% | 7,60% | 8,00% | 2.600 | 9% | 9.101 |
| BID | 9,00% | 8,76% | 6,50% | 8,00% | 13.224 | 9% | 22.040 |
| CTG | 10,30% | 9,74% | 7,00% | 8,00% | 9.569 | 9% | 19.138 |
| Tổng nhu cầu vốn của 3 NHTMCPNN | | | | | 25.393 | | 50.279 |

Nguồn: VCBS ước tính

Trong kịch bản “tối thiểu nhất”, cả 3 ngân hàng chỉ tăng vốn vừa đủ để tuân thủ mức tối thiểu khi áp dụng Basel II (8%) thì tổng số vốn của 3 ngân hàng này cần huy động là 25.393 tỷ (~70% vốn điều lệ của VCB hiện tại). Rõ ràng, áp lực tăng vốn là rất lớn.

Diễn biến ngành năm 2016 cho thấy tăng vốn cấp 1 là không dễ dàng do (i) nguồn lực trong nước hạn chế, (ii) huy động vốn nước ngoài gặp khó khăn do trần sở hữu nước ngoài (CTG) và kỳ vọng lớn từ giá bán của cơ quan quản lý (VCB). Trong khi đó, tăng vốn cấp 2 cũng sẽ gặp nhiều khó khăn như:

- ✓ *BID đã vượt mức trần cho phép và không có dư địa để tăng thêm;*
- ✓ *Theo Dự thảo thông tư về áp dụng thí điểm Basel II, vốn đầu tư vào trái phiếu cấp 2 của ngân hàng khác sẽ bị loại khi tính vốn tự có. Trong khi đó, thống kê sơ bộ của chúng tôi cho thấy gần 50% lượng trái phiếu cấp 2 phát hành được mua bởi các ngân hàng. Do đó, với quy định mới này, việc phát hành trái phiếu cho các định chế có thể gặp khó khăn hơn, có thể khiến cạnh tranh huy động vốn bằng trái phiếu ngày càng cao và từ đó gây áp lực lên chi phí vốn.*

Theo đó, đối với việc áp dụng Hiệp ước vốn Basel II vào năm 2017, chúng tôi đưa ra 2 quan điểm như sau:

- Thứ nhất, do việc tăng vốn gặp nhiều trở ngại, không loại trừ khả năng trường hợp các ngân hàng hạn chế tín dụng để duy trì hệ số CAR, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận toàn ngành.
- Thứ hai, việc tuân thủ được đúng thời hạn NHNN đề ra (9/2017) sẽ là rất thử thách các ngân hàng thí điểm, đặc biệt nhóm 3 NHTMNN, nếu không có các biện pháp hỗ trợ thêm từ cơ quan quản lý. Các biện pháp này có thể là (1) Giảm thời gian áp dụng; (2) Phê duyệt giá bán của VCB phù hợp với mức giá phía đối tác mua đưa ra; (3) Nâng trần sở hữu nước ngoài để thu hút nguồn vốn mới...

Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng giảm trong năm 2017, ước đạt 16%, so với kế hoạch 2018 là 18%.

Cần nhiều thời gian và biện pháp hiệu quả hơn để giải quyết nợ xấu.

Quá trình giải quyết nợ xấu đã kéo dài nhiều năm mà chưa có biện pháp triệt để. Như đã trình bày ở trên, VAMC không được kỳ vọng là một công cụ hiệu quả do hạn chế về nguồn vốn và quyền lực pháp lý. Nguồn lực xử lý nợ xấu chính hiện tại là trích lập lợi nhuận từ các ngân hàng. Nếu tiếp tục biện pháp này (mỗi năm

trích lập 80-90 nghìn tỷ), sẽ cần 6-7 năm nữa số dư nợ xấu hiện tại mới xử lý xong. Thực tế cho thấy để giải quyết nợ xấu cần các biện pháp mang tính tổng thể như là:

- Nguồn lực của VAMC (bao gồm vốn và quyền hạn xử lý tài sản đảm bảo)
- Nguồn lực từ phía ngân sách
- Sự tham gia từ khối tư nhân và nước ngoài đòi hỏi độ mở về mặt chính sách, đặc biệt là các quy định về sở hữu đất đai (do 70% giá trị tài sản đảm bảo là bất động sản) và sở hữu ngân hàng (để có vai trò đủ lớn mang tính định hướng hoạt động)
- Phát triển thị trường chứng khoán (để mở đường cho chứng khoán hóa nợ xấu)
- ...

Trước những tồn tại như trên, xử lý nợ xấu đòi hỏi cả thời gian và nỗ lực giải quyết từ phía cơ quan quản lý. Theo đó, chúng tôi không kỳ vọng sự cải thiện đáng kể về quá trình nợ xấu trong thời gian ngắn, cụ thể là năm 2017. Điểm tích cực (tuy hạn chế) ở thời điểm hiện tại là sau quá trình hợp nhất hoặc tự tái cơ cấu, số dư nợ xấu tập trung chính trong 1 nhóm ngân hàng (*theo chúng tôi theo dõi, nợ xấu tại 7 ngân hàng chiếm tới trên 50% tổng nợ xấu toàn hệ thống*). Đây là môi trường thích hợp để NHNN khoanh vùng xử lý để tránh các tác động mang tính hệ thống lên toàn ngành.

Trong khi các biện pháp mới về xử lý nợ xấu chưa được chính thức đưa ra, xử lý nợ xấu hiện tại có thể chịu tác động tiêu cực từ 1 điều khoản của Luật dân sự 2015 có hiệu lực vào đầu năm sau. Cụ thể,

Theo quy định hiện hành:

“Người xử lý tài sản căn cứ nội dung đã được thỏa thuận trong hợp đồng bảo đảm để tiến hành xử lý tài sản bảo đảm mà không cần phải có văn bản ủy quyền xử lý tài sản của bên bảo đảm” – Khoản 6, Điều 58, Nghị định 11/2012/NĐ-CP, sửa đổi bổ sung NĐ163/2006/NĐ-CP.

Khi áp dụng điều khoản mới từ Luật dân sự 2015:

“Người đang giữ tài sản bảo đảm có nghĩa vụ giao tài sản bảo đảm cho bên nhận bảo đảm để xử lý khi thuộc một trong các trường hợp quy định tại Điều 299 của Bộ luật này.

Trường hợp người đang giữ tài sản không giao tài sản thì bên nhận bảo đảm có quyền yêu cầu Tòa án giải quyết, trừ trường hợp luật liên quan có quy định khác” – Điều 301 Bộ Luật dân sự 2015

Do hiệu lực Luật lớn hơn hiệu lực Nghị định, các TCTD sẽ cần dẫn chiếu điều khoản mới này thay vì áp dụng Điều 58/NĐ 163 như hiện tại. Theo đó, **quyền hạn xử lý tài sản đảm bảo của TCTD sẽ bị giới hạn khi phải khởi kiện để giải quyết tài sản đảm bảo trong trường hợp người vay không hợp tác thay vì có quyền xử lý theo thỏa thuận hợp đồng.**

Làn sóng các ngân hàng niêm yết năm 2017

Theo quy định của Thông tư 180/2015/TT-BTC, trong vòng 1 năm kể từ ngày thông tư này có hiệu lực thi hành, các công ty đại chúng phải hoàn tất thủ tục đăng ký trên hệ thống Upcom. Theo đó, dự kiến số lượng các ngân hàng niêm yết sẽ được gia tăng đáng kể. Diễn biến thời gian gần đây cho thấy nhiều ngân hàng đã có động thái chuẩn bị lên sàn như:

| Ngân hàng | Trạng thái |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------|
| Techcombank | VSD chấp thuận cấp mã chứng khoán và lưu ký chứng khoán |
| TPBank | VSD chấp thuận cấp mã chứng khoán và lưu ký chứng khoán |
| VIB | VSD chấp thuận cấp mã chứng khoán và lưu ký chứng khoán |
| KienlongBank | Chốt danh sách cổ đông làm thủ tục đăng ký tại VSD và giao dịch Upcom |
| OCB | Thông qua HĐQT về đăng ký chứng khoán tại VSD và giao dịch Upcom |

VPBank Đang xin ý kiến cổ đông về đăng ký lưu ký tại VSD và giao dịch Upcom

Nguồn: VCBS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá, việc nhiều ngân hàng niêm yết trong năm tới, một mặt, giúp minh bạch hóa hệ thống ngân hàng Việt Nam nói chung. Mặt khác, giúp cho các nhà đầu tư có thêm nhiều lựa chọn về cổ phiếu ngân hàng. Trong số các ngân hàng chuẩn bị niêm yết, một số ngân hàng là TMCP tư nhân quy mô lớn, hiệu quả hoạt động cao và cơ cấu thu nhập năng động như Techcombank, VPBank, VIB. Chúng tôi tổng hợp các chỉ tiêu kinh doanh của 3 ngân hàng này theo bảng dưới đây.

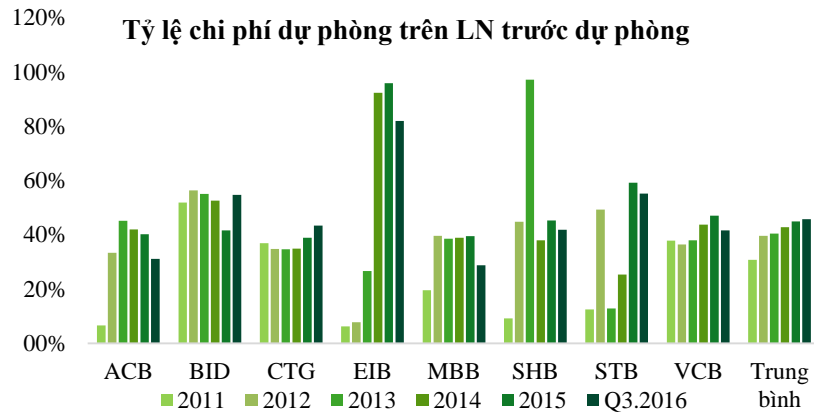
| | Techcombank | VPBank | VIB |
|------------------------------------------|-------------|---------|--------|
| TTS | 222.770 | 205.740 | 88.610 |
| Dư nợ | 135.602 | 129.946 | 53.374 |
| Huy động | 173.357 | 165.770 | 59.779 |
| Tăng trưởng LN TB 3 năm | 25,9% | 49,6% | 0,1% |
| ROE | 17,3% | 24,0% | 5,1% |
| Thu nhập ngoài lãi /Tổng thu nhập | 25,1% | 10,6% | 24,9% |
| LDR | 78,2% | 78,4% | 89,3% |
| NIM | 4,4% | 7,4% | 2,9% |
| CIR | 35,2% | 43,3% | 61,6% |
| CAR | 14,7% | 12,2% | 18,0% |
| Tỷ lệ nợ xấu | 1,8% | 3,1% | 1,5% |
| Tỷ lệ nợ đã bán cho VAMC | 2,5% | 2,9% | 6,1% |
| BVPS | 21.111 | 17.190 | 17.595 |
| P/B | 0,46 | 0,58 | 0,91 |

Nguồn: BCTC các ngân hàng Q3.2016, VCBS tổng hợp

Bức tranh toàn ngành tiếp tục chứng kiến sự phân hóa

Như đã trình bày trước đó, biện pháp chính để xử lý nợ xấu hiện nay là các ngân hàng tự xử lý, đặc biệt thông qua trích lập dự phòng. Năm 2017 là năm thứ 3 các ngân hàng thực hiện trích lập 20% giá trị trái phiếu đặc biệt sau khi bán nợ cho VAMC. Theo đó, các ngân hàng có số dư trái phiếu đặc biệt lớn tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực từ chi phí dự phòng. Ngược lại, 1 số ít có chế độ quản trị rủi ro tốt và đã quyết liệt xử lý nợ quá khứ sẽ giảm trích lập và đi lên.

Kể từ năm 2011 đến nay, tỷ lệ chi phí dự phòng so với lợi nhuận trước trích lập toàn ngành có xu hướng tăng, nhưng bắt đầu tăng chậm lại từ năm 2016 do 1 số ngân hàng đã cơ bản xử lý xong nợ quá khứ, giảm trích lập và tạo sự phân hóa so với các ngân hàng còn lại. Chúng tôi kỳ vọng diễn biến này sẽ tiếp tục trong năm 2017, bức tranh toàn ngành chi phối bởi sự phân hóa.



Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

Đánh giá: Từ các phân tích phía trên, chúng tôi cho rằng triển vọng ngành Ngân hàng sẽ còn nhiều thách thức trong năm 2017. Mặc dù vậy, cơ hội vẫn có từ các ngân hàng riêng đã xử lý nợ xấu tốt quá khứ và có triển vọng tăng trưởng cao. Trong số đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị khả quan đối với 2 cổ phiếu VCB và ACB như sau:

KHUYẾN NGHỊ

Bảng khuyến nghị các ngân hàng

| NH | ROE | Xu hướng NIM | Tỷ lệ nợ xấu | Tỷ lệ nợ tại VAMC (Đã trừ trích lập và thu hồi) | Nợ xấu điều chỉnh bao gồm VAMC | Tỷ lệ lãi phí phải thu / Tổng dư nợ | Xu hướng trích lập | Hệ số CAR | Áp lực tăng vốn | Triển vọng tăng trưởng | P/B | Đánh giá |
|-----|-------|--------------|--------------|-------------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|--------------------|-----------|-----------------|------------------------|------|----------|
| ACB | 10,1% | Tăng nhẹ | 1,1% | 0,7% | 1,8% | 1,7% | Giảm | 13,9% | Thấp | Cao | 1,28 | MUA |
| BID | 14,6% | Giảm | 2,0% | 1,8% | 3,8% | 1,5% | Tăng | 8,8% | Cao | Thấp | 1,13 | THEO DÕI |
| CTG | 11,8% | Giảm | 0,9% | 1,4% | 2,2% | 2,4% | Tăng / Đi ngang | 9,7% | Cao | Ổn định | 0,93 | NẮM GIỮ |
| EIB | 1,5% | Tăng | 3,4% | 5,4% | 8,7% | 1,4% | Tăng | 16,5% | Thấp | Thấp | 0,87 | THEO DÕI |
| MBB | 12,9% | Ổn định | 1,3% | 1,7% | 3,0% | 2,2% | Giảm | 12,9% | Trung bình | Ổn định | 0,92 | NẮM GIỮ |
| SHB | 7,1% | Giảm | 2,3% | 2,7% | 4,9% | 6,9% | Tăng | 11,4% | Trung bình | Thấp | 0,39 | THEO DÕI |
| STB | 2,9% | Giảm | 2,4% | 4,6% | 7,0% | 13,4% | Tăng | 9,7% | Cao | Thấp | 0,65 | THEO DÕI |
| VCB | 14,8% | Tăng | 1,7% | 0,0% | 1,7% | 1,3% | Giảm | 10,9% | Cao | Cao | 2,66 | KHẢ QUAN |

Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp.

Hệ số CAR các ngân hàng: ước tính đến thời điểm hiện tại (ngoại trừ EIB và SHB: BCTC 2015)

Chúng tôi phân loại các ngân hàng dựa vào tiêu chí sau đây:

- ✓ Tỷ lệ ROE (Cho thấy lợi suất đầu tư trên vốn có đủ hấp dẫn)
- ✓ Xu hướng NIM (NIM tăng cho thấy khả năng biên lợi nhuận từ thu nhập lãi được mở rộng)
- ✓ Tỷ lệ nợ xấu có bao gồm VAMC (Tỷ lệ cao hàm ý chi phí trích lập chưa thể giảm trong ngắn hạn)
- ✓ Tỷ lệ lãi và phí phải thu trên tổng dư nợ (Tỷ lệ cao hàm ý tiềm ẩn nợ xấu có thể chưa phân loại đúng)
- ✓ Hệ số CAR (Tỷ lệ cao cho thấy áp lực tăng vốn thấp)

- ✓ Triển vọng tăng trưởng (Là tổng hợp các tiêu chí trên, và cân nhắc thêm các kế hoạch tăng trưởng, tái cơ cấu.. của từng ngân hàng)
- ✓ P/B (Đánh giá mức giá thị trường so với giá trị sổ sách từng ngân hàng. Tuy nhiên tỷ lệ P/B thấp không đảm bảo 1 cơ hội đầu tư khả quan nếu ngân hàng còn gặp thách thức về chất lượng tài sản, khả năng tăng trưởng trong ngắn hạn).

Theo đó, VCB (chất lượng tài sản tốt, đẩy mạnh tăng trưởng) và ACB (giảm trích lập sau quá trình xử lý nợ quá khứ) là 2 ngân hàng đáp ứng tốt các tiêu chí chúng tôi đưa ra. Trong đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với ACB và KHẢ QUAN đối với VCB. Chi tiết dự phòng KQKD và đánh giá 2 ngân hàng này sẽ được trình bày phía dưới đây.

Dự phóng chi tiết KQKD 2 ngân hàng VCB và ACB

VCB – KHẢ QUAN Năm 2016: Bứt phá sau thời gian tập trung xử lý nợ xấu

9T.2016 VCB ghi nhận KQKD cao với 6.326 tỷ đồng LNTT (+36% yoy, hoàn thành 84% KH). Lợi nhuận tăng trưởng đột biến đến từ cải thiện trong hoạt động kinh doanh cốt lõi và giảm chi phí dự phòng sau giai đoạn tập trung xử lý nợ xấu. Cụ thể:

Thu nhập lãi thuần tăng trưởng 23,9% yoy do tăng tài sản sinh lãi (20%) và cải thiện NIM (từ 2,54% lên 2,76%). NIM cải thiện đến từ nhiều yếu tố như là (1) VCB đẩy mạnh cho vay phân khúc lợi suất cao (tỷ trọng cho vay bán lẻ tăng từ 27,6% lên 31,78%, tỷ trọng cho vay trung dài hạn tăng từ 40,54% lên 41,94%); (2) Đóng góp của trái phiếu USD có lợi suất cao mà VCB đã mua trong năm 2015; (3) Tối ưu hóa tỷ lệ LDR từ 77% lên 77,8% bằng cách đẩy nhanh cho vay (15,5%) so với huy động (14,3%).

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 9,1% đến từ tăng trưởng khả quan từ hầu hết các hạng mục ngoại trừ kinh doanh ngoại hối tăng nhẹ (2,4%) và góp vốn mua cổ phần sụt giảm (9%). Doanh thu từ thu dịch vụ và thu hồi nợ là 2 hạng mục có số dư và tăng trưởng lớn nhất, lần lượt đạt 1.581 tỷ đồng (+13% yoy) và 1.155 tỷ đồng (+14%). Doanh thu từ chênh lệch chứng khoán kinh doanh tăng mạnh (gấp đôi cùng kỳ) nhưng không đủ bù đắp lỗ do mua bán chứng khoán đầu tư, khiến lãi thuần từ chứng khoán nói chung chỉ tăng trưởng nhẹ 9%.

Tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập tăng từ 39,2% (2015) lên 40,9% (Q3.2016) song song với quá trình mở rộng mạng lưới và đẩy mạnh bán lẻ. Trong năm 2015, VCB đã mở mới 7 chi nhánh và 17 phòng giao dịch, chi phí cho tài sản và công cụ hoạt động của các đơn vị này đã phản ánh phần nào lên chi phí. Mặc dù vậy, mức độ dao động của CIR tương đối nhỏ, VCB vẫn đang kiểm soát tốt chi phí hoạt động.

Chi phí dự phòng giảm là nguyên nhân quan trọng đóng góp cho sự tăng trưởng bứt phá của lợi nhuận. Trong khi lợi nhuận trước dự phòng tăng 15,7%, lợi nhuận sau dự phòng tăng gấp đôi (36,1%). Chi phí trích lập dự phòng trong 9 tháng đầu năm là ~4.500 tỷ đồng (cùng kỳ 4.700 tỷ đồng), bao gồm 552 tỷ đồng trích lập cho trái phiếu đặc biệt và ~4.000 tỷ đồng trích mới. Dựa theo mệnh giá trái phiếu 3.500 tỷ vào cuối năm 2015, lượng trích lập cho trái phiếu theo yêu cầu của NHNN là 700 tỷ cho cả năm, nghĩa là VCB chỉ còn khoảng 148 tỷ đồng trích lập trong quý 4. Tuy nhiên, qua trao đổi với đại diện ngân hàng, chúng tôi được biết VCB dự tính tất toán hết nợ bán cho VAMC trong năm nay bằng trích lập dự phòng (tương đương ~1000 tỷ đồng trong quý 4) và tổng chi phí trích lập cho cả năm 2016 ước tính ~6.000 tỷ đồng (bằng mức trích lập năm 2015). Dù vậy, tăng trưởng lợi nhuận cả năm vẫn ở mức cao (Xem thêm dự báo KQKD cả năm 2016 phía dưới đây).

Dự báo KQKD cả năm 2016

KQKD cao trong 9 tháng cùng cổ quan điểm tăng trưởng cao của VCB trong năm nay. **Ước tính LNTT cả năm đạt 8.829 tỷ đồng (+29,31%, vượt kế hoạch 17,7%) (điều chỉnh giảm 5% so với dự báo trước đây).** Dự phóng này dựa trên các giả định sau:

- (1) **Tăng trưởng tín dụng 18%**, điều chỉnh giảm so với ước tính trước đó là tín dụng tăng 20% do chúng tôi nhận thấy ngân hàng đang kiểm soát tín dụng ở mức vừa phải để kiểm soát nợ xấu.
- (2) **Tăng trưởng huy động giữ nguyên dự báo ở mức 15,5%**
- (3) **Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng điều chỉnh tăng từ ước tính trước đó là 5.500 tỷ đồng lên 6.000 tỷ đồng** do VCB tập trung trích lập hết lượng trái phiếu đặc biệt cho năm nay.

Theo đó, BV tính đến cuối năm 2016 là 13.528 đồng/cp. Với giá đóng cửa 35.450 đồng/cp, VCB đang được giao dịch với PB forward 2016 là 2,62 lần.

Triển vọng kinh doanh 2017: Tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao do giảm chi phí dự phòng và đẩy mạnh hoạt động kinh doanh cốt lõi

Chúng tôi dự báo **VCB có thể ghi nhận 12.077 tỷ đồng LNTT năm 2017 (+36,79% so với năm 2016).** Dự báo này dựa trên những giả định sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng 17%, giảm so với mức 18% trong năm nay do ngân hàng có xu hướng thận trọng hơn trong hoạt động cho vay.
- (2) Tỷ lệ LDR ổn định ở mức 79% (tương đương năm 2016), nhỏ hơn mức quy định 80% theo Thông tư 06.
- (3) Lợi suất cho vay khách hàng tăng 20 bps lên 7,08% do VCB tiếp tục đẩy mạnh cho vay bán lẻ. Chi phí huy động tiền gửi khác hàng tăng 10 bps do dự báo mặt bằng lãi suất huy động toàn hệ thống chịu áp lực tăng khi các ngân hàng đẩy mạnh huy động để đảm bảo tuân thủ Thông tư 06. Theo thống kê tính đến hết Q3.2016, nhiều ngân hàng vẫn có tỷ lệ LDR vượt quy định 80% của NHNN như là VIB (89%), TPB (83%), SHB (83%), CTG (96%), BID (90%), Việt Á (87%),...; tỷ lệ nợ trung dài hạn cao hơn 50% như là EIB (65%), MSB (70%), STB (62%), TCB (70%), VPB (74%)... Chi phí huy động từ giấy tờ có giá tăng ~450 tỷ đồng do trả lãi 4.000 tỷ đồng trái phiếu cấp 2 đã phát hành năm 2016 và giả định VCB sẽ phát hành thêm 4.000 tỷ còn lại vào giữa năm 2016. Theo đó NIM tăng nhẹ 8bps lên 2.82%.
- (4) Thu nhập ngoài lãi giả định tăng trưởng 10,23%, trong đó thu từ dịch vụ vẫn giữ mức tăng trưởng cao (15%), thu nhập các hoạt động khác (chênh lệch mua bán chứng khoán, đầu tư ngoại hối,...) tăng nhẹ 5% do dự báo biến động lãi suất trên các thị trường này không sôi động như năm 2016.
- (5) Chi phí trích lập dự phòng 4.800 tỷ đồng (so với 6.000 tỷ đồng năm 2016) do không còn dự phòng cho trái phiếu đặc biệt VAMC. Giả định tỷ lệ nợ xấu 1,7% và VCB vẫn duy trì mức dự phòng rủi ro trên nợ xấu ở mức cao 120%
- (6) Dự báo không tính đến thu nhập bất thường có thể phát sinh trong trường hợp VCB hoàn thành thoái vốn tại 1 số khoản đầu tư vào các TCTD khác theo TT36 (OCB, Công ty tài chính cổ phần Xi măng, EIB, Ngân hàng Quân đội,... - 2 khoản đầu tư đầu tiên nhiều khả năng thoái vốn trong năm 2017).

Như vậy LNTT 2017 ước đạt 12.077 tỷ đồng (+36,79% so với năm 2016). Trong đó, tăng trưởng từ hoạt động kinh doanh cốt lõi là 13,92%, phần còn lại đến từ giảm trích lập dự phòng. Theo đó, BV tính đến cuối năm 2017 là 15.000 đồng/cp. **Với giá đóng cửa 35.450 đồng/cp, VCB đang được giao dịch với PB forward**

2017 là 2,36 lần, thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh giữa năm 2016 là 2,78 lần (dựa trên BV forward 2017).

Với mức vốn hóa cao, ảnh hưởng mạnh tới thị trường và nền tảng cơ bản tốt nhất trong ngành ngân hàng, VCB thường được giao dịch với mức giá cao so với trung bình ngành. Từ cuối năm 2014 đến nay, VCB thường được giao dịch trong khoảng PB từ 2 đến 3 lần với ngưỡng an toàn là từ 2 đến 2,5 lần. Theo đó, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá này là khoảng dao động hợp lý cho cổ phiếu, tương đương mức giá từ 30.000 đồng đến 37.500 đồng (dựa trên BV forward 2017).

Giá cổ phiếu đã giảm ~20% từ mức đỉnh năm 2016 khi thông tin VCB bán vốn cho quỹ đầu tư GIC với giá 29.000 đồng và sau đó là đồn đoán về việc thương vụ này có thể không thành công. Hiện tại ngân hàng đã gia hạn thời gian quyết định của NHNN cho đến cuối năm 2016, tức là chỉ còn gần 1 tháng nữa. Dựa trên mức giá khá thấp so với giá thị trường và động thái trì hoãn của NHNN, chúng tôi cho rằng thương vụ có thể chưa hoàn thành trong thời gian ngắn. Và điều này có thể tiếp tục gây tác động tiêu cực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây lại là cơ hội để có mức giá tốt đầu tư cổ phiếu VCB. **Với định giá trong khoảng 30.000 đồng đến 37.500 đồng, chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho VCB ở thời điểm hiện tại và có thể nâng lên MUA ở các vùng giá thấp hơn.**

ACB - MUA

9T.2016 ACB ghi nhận 1.244 tỷ đồng LNTT (+14%yoy, hoàn thành 83% kế hoạch cả năm). Hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn tăng trưởng tích cực, tăng trưởng lợi nhuận vừa phải chủ yếu do trích lập cho nợ tồn đọng quá khứ. Cụ thể:

Thu nhập lãi thuần tăng trưởng 17% đến từ (1) tăng tín dụng cao 18% ytd trong 9 tháng, đặc biệt tại các kỳ hạn dài (24,8%) và (2) tối ưu hóa hệ số LDR từ 76% (3Q.2015) lên 77,2% (3Q.2016).

Thu ngoài lãi (không bao gồm chứng khoán đầu tư) tăng trưởng 59,1%, đóng góp chính đến từ thu dịch vụ (23,2%) và kinh doanh ngoại hối (gấp 3 lần). Nếu loại trừ phần chứng khoán đầu tư (chịu ảnh hưởng của trích lập 6 công ty), tổng thu nhập hoạt động là 5.898 tỷ đồng, tăng trưởng 18,7%.

Tổng chi phí trích lập dự phòng trong 3 quý đầu năm là 1.371 tỷ đồng (cùng kỳ 1.186 tỷ đồng). Trong đó, 809 tỷ đồng trích lập riêng cho nợ tại 6 công ty, ~200 tỷ đồng cho VAMC và số còn lại cho nợ mới.

Các chỉ tiêu hoạt động đều cho dấu hiệu khả quan như: Lợi suất cho vay khách hàng tăng từ 8,4% lên 8,9%, NIM tăng nhẹ từ 3,26% lên 3,3%, tỷ lệ CIR (chi phí hoạt động trên tổng thu nhập đã điều chỉnh phần trích lập) giảm từ 59% xuống 57%...

Trong 9 tháng, ACB đã giải quyết được tổng cộng 1.540 tỷ đồng nợ tại 6 công ty, trong đó thu hồi 731 tỷ đồng, trích lập 809 tỷ đồng. Tổng kế hoạch đặt ra trong năm nay là giải quyết 2.200 tỷ đồng nợ tại 6 công ty, tức là ACB đã hoàn thành 70% kế hoạch.

Nợ tại GPBank (772 tỷ) đã hoán đổi 520 tỷ đồng nợ bằng trái phiếu của 1 công ty lãi suất 9,2%, phần 252 tỷ còn lại dự kiến sẽ được hoán đổi lấy tài sản của GPBank. Nợ tại Ngân hàng xây dựng (400 tỷ đồng) đã được NHNN chấp thuận thu hồi theo lộ trình đến 30/9/2020 và ACB dự kiến có thể hoàn nhập 166 tỷ đồng đã trích lập nếu việc thu hồi này khả quan.

Theo đó, ACB vẫn đang cho thấy nỗ lực giải quyết nợ quá khứ. Phần nợ này sẽ được tập trung giải quyết trong 2 năm 2016 và 2017. Trong khi đó, KQKD vẫn cho thấy tăng trưởng dù chịu ảnh hưởng bởi trích lập. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng ACB có thể ghi nhận KQKD đột biến từ cuối năm 2017 và 2018 sau khi nợ xấu đã được giải quyết hoàn toàn, chi phí trích lập dự phòng giảm nhanh

Dựa trên KQKD 9 tháng, **chúng tôi ước tính LNTT cả năm 2016 của ACB là 1.570 tỷ đồng (+19,49% so với năm 2015, vượt 4,4% kế hoạch).** Ước tính dựa trên các giả định sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng 21% (cao hơn kế hoạch ban đầu 18%) do ACB đã xin được thêm room tăng trưởng từ ngân hàng nhà nước
- (2) Tăng trưởng huy động 18,87% do ACB muốn tối ưu hóa hệ số LDR (LDR dự kiến tăng từ 76,6% năm 2015 lên 78% cuối năm 2016).
- (3) Chi phí trích lập dự phòng cả năm là 1.983 tỷ đồng (bao gồm cả phần trích lập cho nợ xấu tại nhóm 6 công ty được ghi nhận trong lỗ chứng khoán đầu tư). Trong đó, riêng quý 4 trích lập 612 tỷ đồng. Nợ tại 6 công ty còn cần giải quyết trong quý 4 là 660 tỷ đồng. Chúng tôi giả định ngân hàng có thể thu hồi 50% trong số này, và trích lập $\frac{1}{2}$ lượng còn lại. Tức là trích lập cho 6 công ty là 330 tỷ đồng, phần còn lại cho trái phiếu VAMC và nợ mới.

Theo đó, **BV tính đến cuối năm 2016 là 14.284 tỷ đồng. Với giá đóng cửa 17.600 đồng/cp, ACB đang được giao dịch với PB forward 2016 là 1,23 lần**

Triển vọng 2017: Duy trì tăng trưởng trong bối cảnh tiếp tục giải quyết nợ xấu quá khứ

Chúng tôi dự báo **ACB có thể ghi nhận 1.945 tỷ đồng LNTT năm 2017 (+21,56% so với năm 2016)**. Dự báo này dựa trên những giả định sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng 20% do ACB có thể đẩy mạnh tăng trưởng sau 1 thời gian tập trung kiểm soát nợ để xử lý nợ xấu.
- (2) Tăng trưởng huy động 20%, do dự kiến ACB sẽ duy trì tỷ lệ LDR vừa phải để đảm bảo quy định theo TT06 (80%).
- (3) Lợi suất cho vay khách hàng tăng nhẹ 10 bps khi ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh cho vay tại các kỳ hạn dài (chủ yếu là cho vay khách hàng cá nhân mua nhà). Lợi suất từ trái phiếu chính phủ ổn định như năm 2016 do dự kiến lãi suất trên thị trường này biến động trong biên độ hẹp.
- (4) Chi phí lãi tiền gửi tăng 20 bps từ 4,6% lên 4,7% do dự báo mặt bằng lãi suất huy động được đẩy mạnh (xem thêm phần dự báo KQKD 2017 của VCB). Chi phí huy động từ giấy tờ có giá tăng 149 tỷ đồng, đến từ 2000 tỷ phát hành năm 2016 và 1500 tỷ phát hành mới (giả định phát hành vào giữa năm 2017).
- (5) Thu nhập ngoài lãi giả định tăng trưởng 14,66%, trong đó thu dịch vụ là yếu tố dẫn dắt (20%)
- (6) Tổng chi phí trích lập dự phòng 2.197 tỷ đồng. Ngân hàng đặt kế hoạch giải quyết 1.800 tỷ đồng nợ tại 6 công ty trong năm 2017. Trong đó, chúng tôi giả định có thể thu hồi được 50% trong số này, trích lập 900 tỷ đồng. Trích lập cho trái phiếu VAMC là 418 tỷ đồng, phần còn lại 879 tỷ đồng là trích mới.

Như vậy LNTT 2017 ước đạt 1.990 tỷ đồng (+21,56% so với năm 2016). Theo đó, **BV tính đến cuối năm 2017 là 15.878 đồng/cp. Với giá đóng cửa 17.600 đồng/cp, ACB đang được giao dịch với PB forward 2017 là 1,1 lần, tương đương trung bình ngành.** Với tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ sau khi giải quyết hoàn toàn nợ xấu quá khứ, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng được mức định giá cao hơn 20% so với trung bình ngành hiện nay, tương đương mức giá 21.340 đồng/cổ phiếu, cao hơn 21,3% so với giá hiện tại. **VCBS khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACB.**

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trần Minh Hoàng

Kinh tế trưởng

Phó phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Trần Thu Hằng

Chuyên viên Phân tích

tthang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Trụ sở chính Hà Nội

Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng

ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802

Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng

Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8)-54136573

Phòng Giao dịch Giảng Võ

Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội.

ĐT: (+84-4) 3726 5551

Văn phòng Đại diện Cần Thơ

Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ

ĐT: (84-710) -3750888

Văn phòng Đại diện An Giang

Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang

ĐT: (84-76) -3949843

Văn phòng Đại diện Đồng Nai

F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai

ĐT: (84-61)-3918815

Văn phòng đại diện Vũng Tàu

Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu

ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78

Văn phòng đại diện Hải Phòng

Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

ĐT: (+84-31) 382 1630

Văn phòng đại diện Bình Dương

314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương

ĐT: (+84-650) 385 5771