

CẬP NHẬT NGÀNH NGÂN HÀNG: Con đường chông gai

Luận điểm đầu tư

Thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp đã và đang có những dấu hiệu xấu đi trong thời gian gần đây với khối lượng và giá trị giao dịch đều ở mức thấp. Bên cạnh đó, trong bối cảnh hoạt động tín dụng bị thắt chặt và lãi suất cho vay tiếp tục tăng lên, một số chủ đầu tư bất động sản đang gặp những hạn chế về thanh khoản do rào cản trong việc huy động vốn/phát hành trái phiếu.

Những lo ngại về rủi ro tín dụng mà chúng tôi đề cập trong báo cáo trước đây ([link](#)) đã thành hiện thực sớm hơn dự kiến, do đó chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ngành ngân hàng từ TRUNG LẬP xuống GIẢM TỶ TRỌNG. Các nhà đầu tư dài hạn có thể bắt đầu cân nhắc mua vào cổ phiếu ngân hàng khi những rủi ro này được phản ánh phần lớn vào giá và đà tăng của lãi suất bắt đầu chậm lại, điều mà chúng tôi dự đoán rằng sẽ phải cần thêm thời gian.

Dự báo năm 2023 của chúng tôi cho thấy các ngân hàng có thể ghi nhận lợi nhuận trước thuế là 231 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ, thấp hơn mức dự báo tăng 17% so với cùng kỳ trong báo cáo trước của chúng tôi). Các ngân hàng được dự báo có tăng trưởng lợi nhuận cao nhất bao gồm ba ngân hàng quốc doanh, STB và ACB.

Các giả định có thể làm thay đổi khuyến nghị của chúng tôi theo hướng tiêu cực

- Các chủ đầu tư không đàm phán được việc gia hạn nợ với ngân hàng.
- Thanh khoản tiếp tục bị siết chặt tại các ngân hàng nhỏ, đẩy lãi suất lên cao hơn và có thể làm ảnh hưởng đến sự ổn định của hệ thống.
- Tâm lý tiêu cực kéo giá cổ phiếu của các ngân hàng đi xuống, từ đó có thể dẫn đến việc nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu sử dụng vốn vay buộc phải bán ra và khiến diễn biến giá cổ phiếu kém khả quan trong thời gian dài hơn
- Nhà đầu tư trái phiếu cá nhân tiếp tục yêu cầu các ngân hàng có bảo lãnh thanh toán trái phiếu mua lại trước hạn
- Giá bất động sản giảm sâu trên 20% trong hai tháng tới.

Các giả định có thể làm thay đổi khuyến nghị của chúng tôi theo hướng tích cực

- Hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến, mặc dù điều này phụ thuộc vào việc các ngân hàng có thể đáp ứng một số điều kiện tiên quyết của NHNN hay không.
- NHNN có thể xem xét nới lỏng một số tỷ lệ đảm bảo an toàn hoạt động đối với các ngân hàng.
- Đồng VND giảm giá so với USD thấp hơn dự kiến; và lãi suất tăng nhẹ hơn dự kiến.
- Phát hành cổ phiếu mới thành công tại một số ngân hàng.

KQKD quý 3/2022 – Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhưng bảng cân đối kế toán yếu đi

Tiếp tục một quý ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực với NIM được duy trì tốt hơn kỳ vọng

Lợi nhuận trước thuế (LNTT) quý 3 năm 2022 của nhóm ngân hàng nằm trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi duy trì mức tăng trưởng hai con số 54% so với cùng kỳ (so với mức nền so sánh thấp trong quý 3/2021), ngoại trừ OCB (với LNTT giảm 17,9% so với cùng kỳ) do không còn thu nhập từ giao dịch trái phiếu chính phủ và nợ quá hạn tăng mạnh 53,4% so với quý trước. Với các ngân hàng còn lại, kết quả kinh doanh theo quý nhìn chung ghi nhận NIM ổn định, thu nhập phí thuần giảm tốc so với quý trước và chi phí dự phòng vẫn trong tầm kiểm soát.

- NIM có sự phân hóa giữa các ngân hàng.*** Lãi suất tiếp tục tăng lên và tỷ lệ CASA giảm đi là những diễn biến quan sát được tại những ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu của chúng tôi (trừ MSB, OCB, CTG và VPB). Do đó, lãi suất tiền gửi bình quân tại các NHTMNN tăng trung bình 30 điểm cơ bản so với quý trước, và tại các NHTMCP tăng trung bình 43 điểm cơ bản so với quý trước trong quý 3/2022. Lãi suất cho vay trung bình tại các NHTMNN và NHTMCP cũng dần phản ánh mức tăng lên của lãi suất huy động (cụ thể lần lượt tăng 31 điểm cơ bản và 39 điểm cơ bản so với quý trước). Ngoài ra, chênh lệch LDR khiến NIM có xu hướng phân hóa giữa các ngân hàng. Trong khi các NHTMNN chứng kiến NIM giảm 5 điểm cơ bản so với quý trước (xuống 3,1%), thì diễn biến ngược lại được ghi nhận ở các NHTMCP, khi NIM tại các ngân hàng này tăng 33 điểm cơ bản so với quý trước lên 5,68%. STB là trường hợp đặc biệt với NIM tăng gần gấp đôi so với quý trước lên 4,59% sau khi đã xử lý xong các khoản lãi dự thu tổn động. Lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi trung bình vẫn chưa đạt đến mức trước Covid, nhưng cách biệt đang dần thu hẹp xuống 70 điểm cơ bản và 125 điểm cơ bản, và dự kiến sẽ quay trở lại mức trước Covid vào năm 2023.
- Thu nhập phí thuần tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ.*** Thu nhập phí thuần đã phục hồi trở lại với mức tăng trưởng 37% so với cùng kỳ trong quý 3 năm 2022 từ mức nền thấp của cùng kỳ 2021, nhưng đã chững lại so với quý trước. Ở nhóm NHTMNN, thu nhập từ phí thanh toán kém khả quan hơn do các chương trình miễn phí chuyển khoản và thu nhập từ bancassurance trở thành nguồn đóng góp chính vào của thu nhập thuần hoạt động dịch vụ. Mặt khác, hoạt động bancassurance tại các NHTMCP thường được triển khai nhiều dưới hình thức bán chéo qua kênh tín dụng, và do đó có giảm tốc trong quý 3/2022 khi hạn mức tín dụng bị thắt chặt. Mặc dù một số ngân hàng cũng đang mở rộng hoạt động bán bảo hiểm thông qua khách hàng gửi tiền, nhưng điều này cũng chưa hiệu quả trong thời gian vừa qua do tốc độ tăng tiền gửi còn chậm. Chúng tôi cho rằng tình hình này có thể kéo dài đến hết năm 2022. Doanh thu phí bảo hiểm có thể hồi phục rõ hơn vào đầu năm 2023 các ngân hàng có hạn mức tăng trưởng tín dụng mới.
- Giảm áp lực trích lập dự phòng.*** Do một số ngân hàng lớn đã trích lập đầy đủ dự phòng cho các khoản vay tái cơ cấu do Covid-19 vào năm 2021, nên chi phí dự phòng rủi ro tín dụng lũy kế đã giảm 1,5% trong nhóm các ngân hàng chúng tôi phân tích. Trong khi hầu hết các ngân hàng chứng kiến mức trích lập dự phòng giảm đáng kể trong 3 quý vừa qua thì CTG, STB, HDB, OCB và LPB vẫn tiếp tục đẩy mạnh dự phòng. Chi phí dự phòng tín dụng thấp hơn đã hỗ trợ lợi nhuận của các ngân hàng trong 9 tháng đầu năm 2022.

Bảng: Các chỉ số chính của ngân hàng trong quý 3/2022

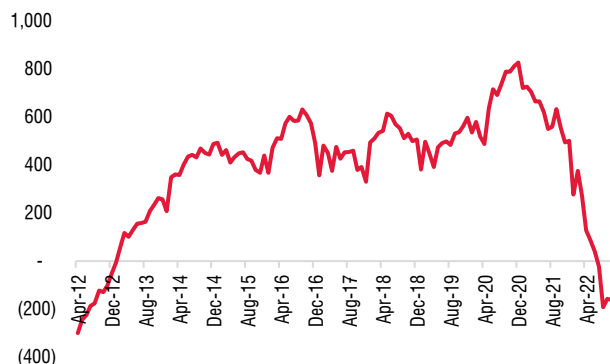
	Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm	Tăng trưởng tiền gửi cho với đầu năm	NPL	Tăng NPL so với quý trước	Nợ nhóm 2	Tăng nợ nhóm 2 so với quý trước	Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	NIM	NIM so với cùng kỳ	NIM so với quý trước	ROE	Tăng trưởng so với cùng kỳ					
												Thu nhập lãi thuần	Thu nhập thuần hoạt động dịch vụ	Tổng thu nhập hoạt động	Chi phí hoạt động	Chi phí dự phòng	LNTT
ACB	11,1%	5,3%	1,01%	0,25%	0,44%	0,06%	137,8%	4,54%	0,57%	0,21%	26,6%	33,4%	36,4%	24,6%	12,0%	-89,0%	71,1%
OCB	13,1%	4,1%	2,47%	0,51%	4,39%	1,71%	53,0%	4,07%	0,55%	0,08%	12,4%	29,1%	126,0%	3,7%	29,0%	33,9%	-17,9%
BID	10,1%	3,6%	1,35%	0,33%	1,25%	0,08%	213,8%	2,82%	-0,15%	-0,26%	22,5%	15,5%	-9,6%	15,1%	7,5%	-27,6%	149,6%
CTG	10,2%	3,6%	1,42%	0,07%	1,80%	0,55%	222,4%	3,12%	0,32%	0,16%	12,8%	30,9%	26,9%	41,4%	32,9%	50,0%	35,8%
HDB	18,1%	10,8%	1,54%	0,21%	2,13%	-0,14%	81,0%	5,01%	0,84%	-0,15%	23,6%	35,6%	110,8%	45,6%	41,7%	68,8%	43,4%
LPB	9,1%	6,1%	1,40%	0,00%	1,55%	0,28%	143,1%	4,47%	1,08%	-0,02%	18,3%	58,0%	66,4%	54,2%	8,4%	238,3%	61,1%
MBB	17,1%	6,1%	1,04%	-0,16%	1,63%	0,27%	207,7%	5,84%	0,67%	0,04%	27,8%	38,7%	-15,3%	24,2%	23,3%	-45,9%	55,8%
MSB	10,1%	1,4%	1,50%	-0,01%	1,86%	1,03%	95,7%	4,86%	0,97%	0,34%	19,1%	35,2%	9,9%	22,9%	39,5%	-39,8%	47,5%
TCB	10,7%	3,8%	0,65%	0,05%	0,71%	0,18%	165,0%	5,22%	-0,36%	-0,26%	20,0%	12,2%	41,8%	17,8%	14,7%	3,5%	20,7%
TPB	11,3%	10,0%	0,91%	0,06%	1,99%	0,45%	142,2%	3,89%	-0,27%	-0,49%	23,0%	16,8%	91,1%	2,5%	38,0%	-75,6%	54,1%
SHB	7,3%	2,1%	2,33%	-0,22%	1,02%	0,13%	74,2%	4,09%	0,26%	0,54%	25,3%	21,6%	73,6%	14,1%	29,4%	-53,2%	74,3%
STB	8,5%	8,0%	0,90%	-0,37%	0,38%	-0,01%	153,7%	4,59%	1,49%	2,36%	14,3%	73,9%	74,9%	68,0%	27,8%	155,3%	85,8%
VCB	17,3%	5,1%	0,80%	0,19%	0,36%	-0,18%	401,8%	3,40%	0,25%	-0,04%	19,3%	31,0%	-2,2%	26,1%	27,3%	10,6%	31,9%
VIB	11,8%	3,9%	2,35%	-0,10%	3,26%	0,45%	54,0%	4,80%	0,69%	0,11%	30,4%	43,2%	92,1%	50,2%	16,9%	-37,9%	101,6%
VPB	15,1%	8,4%	5,02%	-0,24%	4,68%	0,81%	62,0%	7,45%	0,53%	-0,20%	16,1%	38,9%	123,8%	33,0%	44,0%	8,9%	67,3%
Trung bình	12,1%	4,9%	1,47%	0,08%	1,45%	0,23%	164%	4,06%	0,35%	0,09%	20,3%	30,8%	36,9%	27,9%	24,0%	0,1%	54,1%
<i>NHTMNN</i>	<i>12,2%</i>	<i>4,1%</i>	<i>1,2%</i>	<i>0,20%</i>	<i>1,13%</i>	<i>0,20%</i>	<i>345%</i>	<i>3,10%</i>	<i>0,12%</i>	<i>-0,05%</i>	<i>18,4%</i>	<i>25,2%</i>	<i>3,4%</i>	<i>26,6%</i>	<i>21,5%</i>	<i>6,2%</i>	<i>60,4%</i>
<i>NHTMCP</i>	<i>11,9%</i>	<i>6,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-0,06%</i>	<i>1,77%</i>	<i>0,31%</i>	<i>96%</i>	<i>5,68%</i>	<i>0,67%</i>	<i>0,33%</i>	<i>21,3%</i>	<i>34,8%</i>	<i>57,8%</i>	<i>28,8%</i>	<i>25,7%</i>	<i>-6,7%</i>	<i>51,3%</i>

Nguồn: SSI Research

Tuy nhiên, bảng cân đối kế toán đang có dấu hiệu yếu đi

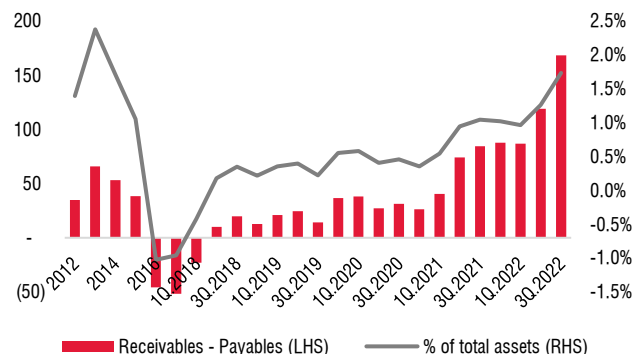
Các chỉ tiêu thanh khoản là tâm điểm chú ý. Trên thị trường 1, chênh lệch giữa số dư huy động vốn và dư nợ đã chuyển sang trạng thái âm kể từ tháng 7 khi tăng trưởng tín dụng (11,4% so với đầu năm) vượt xa đáng kể so với tăng trưởng tiền gửi (4,8% so với đầu năm). Điều này diễn ra ngay cả trong bối cảnh các ngân hàng tăng mạnh lãi suất tiền gửi ở mức 300-400 bps so với đầu năm. Hiện tại, mức lãi suất huy động phổ biến của kỳ hạn 6 tháng và 12 tháng lần lượt dao động trong khoảng 8~9% và 10~10,5% tại các ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP). Tình trạng này có thể được giải thích một phần do vòng quay tiền mặt tại 3han3hách hàng doanh nghiệp giảm đi đáng kể cùng với những thách thức trong việc huy động vốn/vay vốn. Đồng thời VND mất giá (giảm 8,6% so với đầu năm so với USD) cũng khiến việc nắm giữ USD và các tài sản khác trở nên hấp dẫn hơn. Trong khi 3hantình trạng trì trệ của thị trường bất động sản đã khiến khoảng 7~8% tổng dungdụng bị mắc kẹt, đặc biệt trong khi bối cảnh hạn mức tăng trưởng tín dụng tương đối hạn chế, đã dẫn đến dư địa để các ngân hàng giải ngân cho các lĩnh vực phi bất động sản không còn dư dả. Một phần lượng tiền mặt bị đóng băng/quay vòng chậm đã ảnh hưởng đến tình trạng thanh khoản chung của các ngân hàng.

Chênh lệch giữa huy động vốn và dư nợ tín dụng (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, SSI Research

Các khoản phải thu thuần, sau khi trừ đi các khoản phải trả

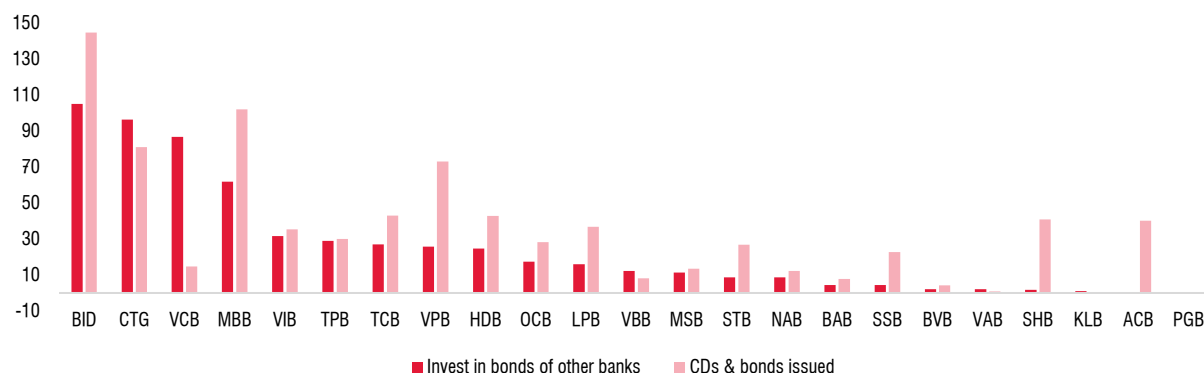


Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Các ngân hàng thuộc phạm vi phân tích của chúng tôi, trừ STB

Thị trường liên ngân hàng là kênh hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn cho các ngân hàng. Agribank và VCB là những ngân hàng cho vay ròng lớn nhất trên thị trường này. Chúng tôi cũng nhận thấy sự gia tăng đầu tư vào trái phiếu ngân hàng tại một số ngân hàng (BID, CTG, MBB, STB, OCB và TCB) trong quý 3 năm 2022. Điều này cũng là một nguồn hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng khác. Sau trường hợp Vạn Thịnh Phát (từ đầu tháng 10), các ngân hàng lớn cũng đã giảm khẩu vị rủi ro. Theo đó, thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng cũng bị suy giảm và điều này đã ảnh hưởng đến thanh khoản tại các ngân hàng nhỏ, vốn phụ thuộc nhiều vào thị trường này.

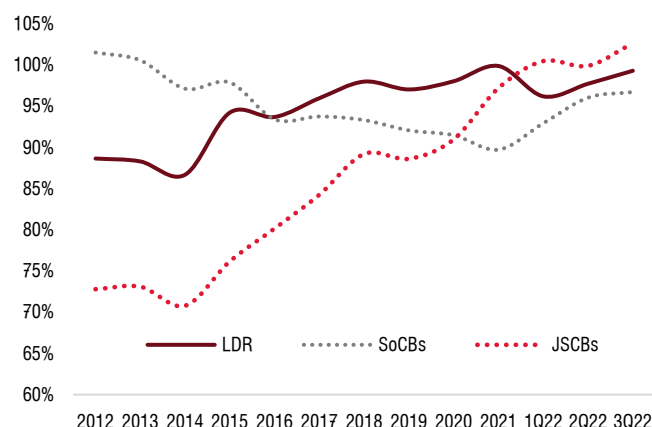
Đồ thị: Dư nợ trái phiếu tại các tổ chức tín dụng



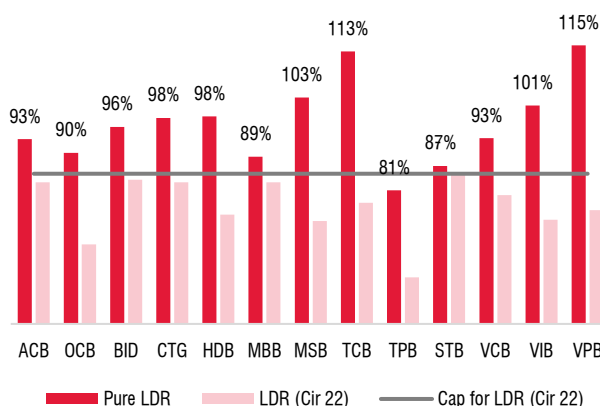
Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Khi đánh giá tính thanh khoản của ngân hàng, với những thông tin trên BCTC, chúng tôi chỉ có thể đánh giá qua tỷ lệ LDR thuần và tỷ lệ tài sản có tính thanh khoản cao trên tổng tài sản. Trong khi tỷ lệ LDR thuần đã vượt quá 99%, tỷ lệ LDR theo Thông tư 22 (bao gồm cả tiền gửi liên ngân hàng) vẫn được giữ ở mức thấp hơn 85%. Bên cạnh đó một số ngân hàng tư nhân (TCB, VPB, TPB, HDB, SHB) cũng cho vay qua UPAS LC và khoản mục này không được tính vào hệ số LDR. UPAS LC trong nước ngày càng được sử dụng nhiều hơn trong 3 năm qua. Số dư UPAS LC tại các ngân hàng TMCP mà chúng tôi phân tích đã tăng từ 2,8% tổng tín dụng vào năm 2019 lên 6,1% tổng tín dụng vào tháng 6 năm 2022.

LDR thuần của các ngân hàng chúng tôi phân tích



Tỷ lệ LDR theo từng ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Bảng: Số dư UPAS LC tại các ngân hàng (nghìn tỷ đồng)

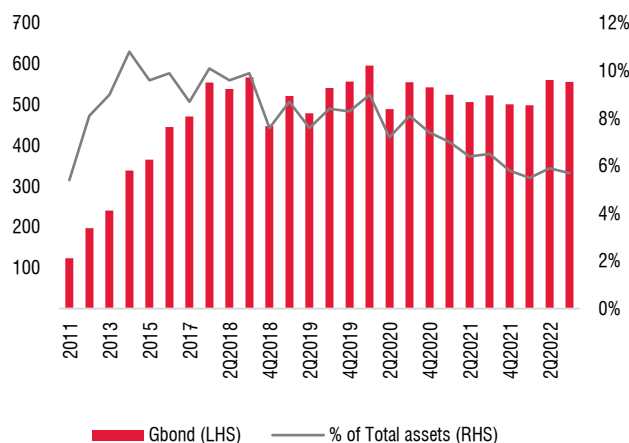
	Quý 2/2022	Tỷ trọng trong tổng dư nợ
HDB	19	7,8%
LPB	0	0,2%
MBB	16	3,5%
MSB	3	2,6%
TCB	35	7,9%
TPB	18	10,4%
SHB	18	4,7%
STB	4	0,9%
VIB	9	4,1%
VPB	36	8,5%

Đối với các tài sản có tính thanh khoản cao, chúng tôi nhận thấy rằng tỷ lệ số dư trái phiếu chính phủ trên tổng tài sản và tỷ lệ số dư tiền gửi tại NHNN trên tổng tài sản đã giảm so với đầu năm. Hiện các tỷ lệ này gần bằng mức của năm 2011~2012. Với dự đoán lãi suất tăng trong nửa cuối 2022, nhiều ngân hàng đã bán một phần danh mục đầu tư trái phiếu chính phủ của họ vào năm 2021 và đầu năm 2022 để hiện thực hóa lợi nhuận. Tuy nhiên, các ngân hàng vẫn phải duy trì danh mục đầu tư trái phiếu chính phủ để tuân thủ các quy định về tỷ lệ thanh khoản.

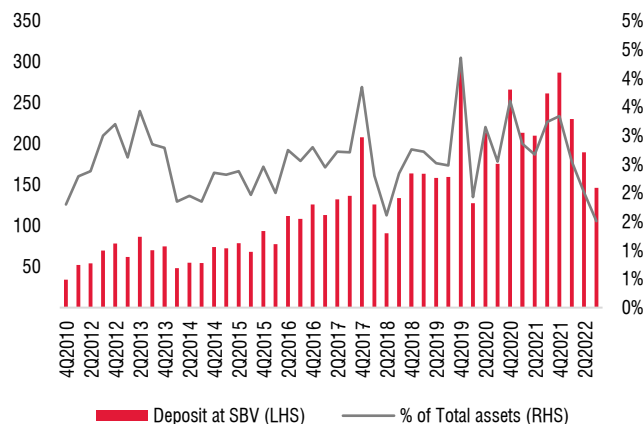
Chúng tôi cho rằng các tỷ lệ thanh khoản sẽ được củng cố trong ngắn hạn, với việc tăng cường huy động vốn và tăng cường phân bổ cho các tài sản có tính thanh khoản cao,... Trở ngại lớn nhất đối với quá trình này đến từ thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp. Hiện thanh khoản đang bị mắc kẹt ở cả các khoản cho vay nhóm ngành này, các khoản đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và các khoản phải thu. Để thu hút thêm nguồn vốn từ tiền gửi của khách hàng, việc tiếp tục tăng thêm lãi suất đường như là khó tránh khỏi.

Chúng tôi cho rằng mặc dù ghi nhận kết quả tích cực trong quý 3 năm 2022, nhưng NIM đã đạt đỉnh và dự kiến sẽ sớm chịu áp lực. Chúng tôi lo ngại nhiều hơn về những ngân hàng vay nhiều trên thị trường liên ngân hàng (TCB, VIB, OCB và TPB).

Số dư trái phiếu chính phủ do ngân hàng nắm giữ
(nghìn tỷ đồng)



Tiền gửi tại NHNN (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

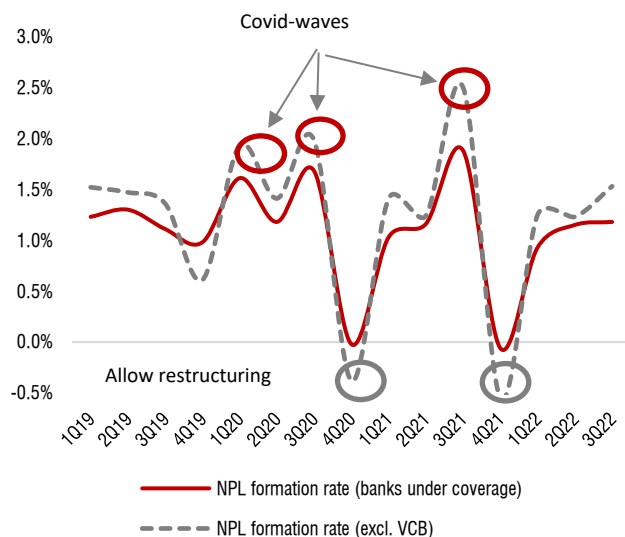
Chất lượng tài sản xấu đi khi giai đoạn tái cấu trúc nợ do Covid kết thúc. Chất lượng tín dụng trong quý 3 năm 2022 cho thấy kết quả không khả quan, khi tỷ lệ nợ xấu tăng lên (1,47%, tăng 20 điểm cơ bản so với đầu năm và 8 điểm cơ bản theo quý), trong khi tỷ lệ dự phòng giảm (164% so với 165% vào cuối quý 2 năm 2022). Các khoản vay nhóm 2 cũng tăng 23 điểm cơ bản lên 1,45%. STB là ngân hàng duy nhất đi ngược xu hướng, với tất cả các tỷ lệ liên quan đến chất lượng tài sản đều được cải thiện nhờ tiến trình xử lý tài sản tồn đọng. MSB và OCB có nợ quá hạn tăng nhiều nhất, lần lượt là 46% và 53% so với quý trước.

Nợ xấu nói chung gia tăng một phần là do các khoản nợ tái cơ cấu do Covid đã hết hạn cơ cấu. Tổng dư nợ tái cơ cấu do Covid tại các ngân hàng mà chúng tôi phân tích đã giảm 33% theo quý (giảm 58% so với đầu năm). Với việc một phần dư nợ tái cơ cấu chuyển thành nợ xấu, tỷ lệ hình thành nợ xấu tăng nhanh trong Q3/2022. Tuy nhiên, tỷ lệ này hiện vẫn thấp hơn so với những giai đoạn bùng phát Covid.

Điểm đáng lưu ý là chúng tôi cho rằng **tác động từ việc tăng lãi suất cho vay và sự suy yếu gần đây của thị trường bất động sản chưa được phản ánh trong KQKD quý 3/2022**. Do việc ghi nhận nợ xấu ở Việt Nam chưa phản ánh đầy đủ các tác động có thể xảy ra trong tương lai, nên các chỉ tiêu phản ánh chất lượng tín dụng có thể chưa bị ảnh hưởng mạnh cho đến năm 2023.

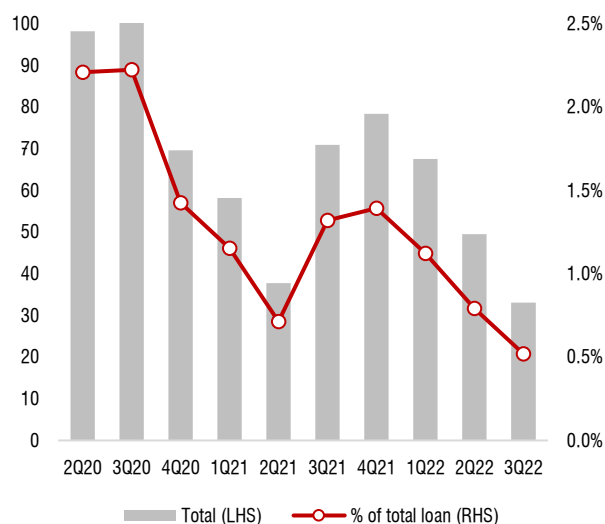
Chúng tôi cũng đã xem xét tình hình tài chính của các công ty niêm yết (không bao gồm các chủ đầu tư bất động sản và các hãng hàng không), và nhận thấy tình hình của các công ty này đang xấu đi sau quý 1 năm 2022. Chúng tôi cho rằng thực trạng này sẽ dẫn được phản ánh vào chất lượng tín dụng, đặc biệt với diễn biến của lãi suất cho vay.

Tỷ lệ hình thành nợ xấu tại các ngân hàng



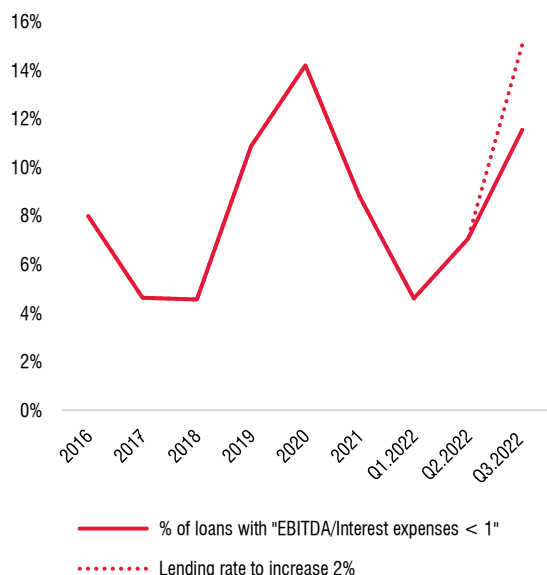
Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Dư nợ tái cơ cấu tại các ngân hàng chúng tôi phân tích



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

Tỷ trọng dư nợ cho vay các công ty niêm yết có tỷ lệ EBITDA/chi phí lãi vay < 1



Nguồn: Dữ liệu các công ty, SSI Research

Bảng: Tỷ trọng dư nợ theo các lĩnh vực chính

	Xây dựng	Chủ đầu tư bất động sản	Trái phiếu doanh nghiệp	Cho vay mua nhà
ACB	2,0%	1,5%	0,0%	21,0%
OCB	8,8%	9,7%	3,6%	18,0%
BID	7,7%	2,1%	1,0%	14,7%
CTG	7,4%	3,0%	1,1%	11,0%
HDB	6,1%	8,5%	3,0%	13,6%
LPB	10,9%	0,4%	0,0%	13,9%
MBB	5,0%	4,1%	10,7%	23,0%
MSB	11,6%	9,4%	2,7%	13,6%
TCB	2,9%	21,4%	11,2%	39,6%
TPB	5,0%	5,6%	13,5%	18,3%
STB	6,0%	2,1%	0,1%	14,0%
VCB	8,9%	4,0%	1,2%	25,0%
VIB	0,7%	1,0%	1,1%	46,2%
VPB	6,0%	11,1%	8,7%	18,0%
Total	6,9%	4,8%	3,2%	19,5%

Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

*Dữ liệu tại ngày 31/12/2021

Triển vọng ngắn và trung hạn: Ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường BĐS và trái phiếu doanh nghiệp có thể vẫn còn tiếp diễn

Như đã đề cập trong báo cáo ngành trước đây ([link](#)), thị trường trái phiếu doanh nghiệp, vốn là nguồn tài trợ quan trọng cho các chủ đầu tư bất động sản trong giai đoạn 2018-2021, đang gặp nhiều khó khăn. Đây dự kiến sẽ là trở ngại lớn nhất trong hai năm tới đối với cả thị trường bất động sản và lĩnh vực ngân hàng. Trong thời gian gần đây, chúng tôi đã bắt đầu chứng kiến các công ty gặp khó khăn trong việc huy động vốn (và tái cơ cấu nợ) cho hoạt động kinh doanh của mình, điều này có thể sẽ làm gia tăng rủi ro liên quan đến khả năng trả nợ của những công ty này. Một số doanh nghiệp đã yêu cầu hoãn thanh toán gốc (và thanh toán lãi).

Tổng số trái phiếu sau khi loại trừ nhóm trái phiếu do ngân hàng phát hành hiện đang lưu hành là khoảng 945 nghìn tỷ đồng, trong đó 27% sẽ đáo hạn vào năm 2023 và 2024, và 12% sẽ đáo hạn vào năm 2025. Gần một phần ba số trái phiếu này nằm trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Tuy nhiên, con số này vẫn không bao gồm những trái phiếu đã được phân phối cho các nhà đầu tư cá nhân nhưng có bảo lãnh thanh toán, cũng như những trái phiếu hiện không có trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Tuy nhiên, ngân hàng vẫn sẽ chịu rủi ro tín dụng liên quan (đối với những trái phiếu theo hợp đồng repo).

Nhiều chủ đầu tư bất động sản đang phải đối mặt với nhiều khó khăn với lượng hàng tồn kho tăng lên, doanh số bán hàng giảm và chịu áp lực đáng kể về dòng tiền ngắn hạn khi một số trái phiếu sắp đến ngày đáo hạn, đặc biệt là trong giai đoạn từ tháng 12 năm 2022 đến tháng 3 năm 2023. Lãi suất cho vay mua nhà đã tăng lên (phổ biến ở mức 13~15% p.a.) cũng đã gây ra sự do dự của những người mua nhà tiềm năng mặc dù một số chủ đầu tư bất động sản đã giảm giá 30~40% cho những người mua nhà có sẵn tiền mặt (với tỷ lệ thanh toán trước là 90%). Chẳng hạn tại TP.HCM, số lượng căn hộ được giao dịch trong quý 3/2022 chỉ đạt 900 căn, giảm 89% so với quý 2/2022. Tỷ lệ hấp thụ đạt 15~35% đối với các dự án mới, mức thấp nhất kể từ năm 2019. Tình hình khá quan hơn tại thị trường Hà Nội, nơi có tỷ lệ hấp thụ đạt 50% nhưng lượng hàng tồn kho căn hộ trên 4 tỷ đồng vẫn chưa có dấu hiệu giảm.

Về bên mua, từ dữ liệu giao dịch trong hai năm qua, chúng tôi quan sát thấy một phần các giao dịch mua nhà là với mục đích đầu cơ hơn là mục đích sở hữu để ở. Hầu hết các nhà đầu tư này đều vay vốn ngân hàng vì lịch trả nợ hấp dẫn. Nhiều ưu đãi được đưa ra bao gồm hỗ trợ lãi suất, miễn lãi và gốc trong 1~2 năm đầu, bảo đảm thu nhập đầu tư đối với một số sản phẩm, LTV khoản vay 80~90%, thời hạn vay lên tới 35 năm,...

Đối với những khoản vay có tỷ lệ nợ trên thu nhập (DTI) là 70% khi giải ngân, khi hết thời gian ân hạn và lãi suất cho vay quay trở lại mức thông thường, tỷ lệ này sẽ tăng lên 81% và 96% nếu lãi suất cho vay tăng tương ứng 2% và 4%. Trong trường hợp đó, khả năng người sở hữu bất động sản sẽ bán lại bất động sản đó để trả nợ vay là tương đối cao. Do đó, chúng tôi dự báo làn sóng giảm giá BĐS sẽ có thể còn tiếp tục đến cuối năm, với mức giảm có thể từ 10~20% hoặc thậm chí cao hơn. Đối với những người mua đầu cơ chưa thể bán lại bất động sản để trả toán khoản vay, tỷ lệ nợ quá hạn đối với các khoản vay mua nhà có thể tăng trong thời gian tới. Tổng dư nợ toàn bộ các khoản cho vay mua nhà tại các ngân hàng chúng tôi phân tích ở mức khoảng 1,3 triệu tỷ đồng.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng các ngân hàng sẽ phải đối mặt với vấn đề chất lượng tài sản trong thời gian tới. Trừ khi có các quy định đặc biệt về phân loại nợ/trích lập dự phòng cho các khoản vay/trái phiếu đáo hạn vào năm 2023 được thực hiện, nợ xấu và trích lập dự phòng sẽ là những áp lực tương đối lớn.

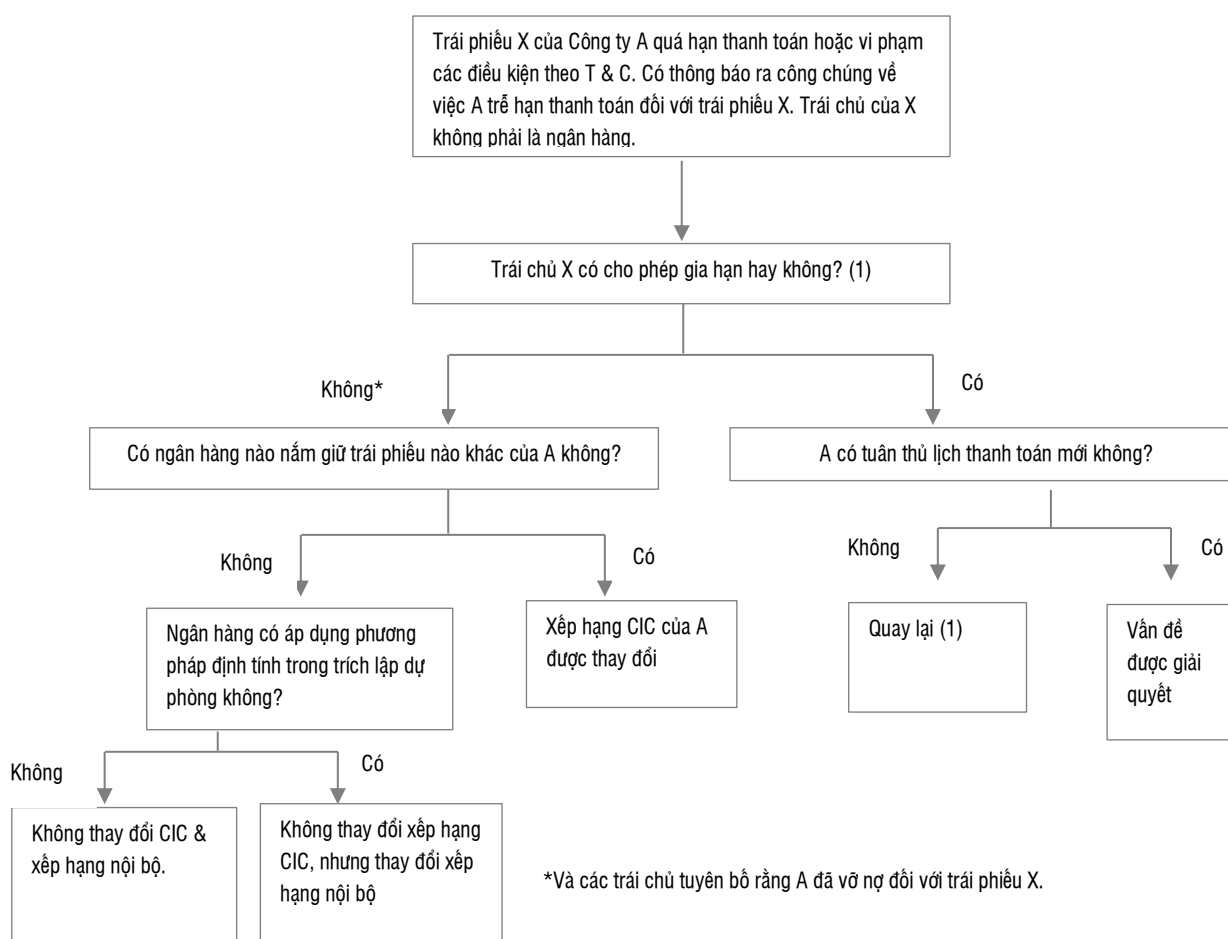
Đối với trái phiếu mà trái chủ không phải là ngân hàng, tác động đến việc phân loại nợ ngân hàng phụ thuộc vào: (1) Điều khoản & Điều kiện (T&C) của từng đợt phát hành trái phiếu; và (2) mức độ thận trọng của từng ngân hàng.

- Mặc dù có sự khác biệt về T&C của các đợt phát hành trái phiếu, nhưng thông lệ phổ biến là sẽ có một danh sách các vi phạm, mà khi đó trái phiếu được coi là đến hạn thanh toán và tài sản thế chấp được bán để trang trải các nghĩa vụ của nhà phát hành. Những

vi phạm như vậy bao gồm, nhưng không giới hạn, việc không bổ sung tài sản thế chấp trong vòng năm ngày và việc thanh toán quá hạn các lô trái phiếu/khoản vay khác của tổ chức phát hành đó với các chủ nợ khác (ngân hàng, doanh nghiệp, nhà đầu tư bán lẻ, ...). Tuy nhiên, việc xác định một trái phiếu là vỡ nợ sẽ nằm trong quyền quyết định của trái chủ. Cho đến nay, chúng tôi đã chứng kiến vài trường hợp với số dư phát hành trái phiếu nhỏ, người nắm giữ trái phiếu chỉ cần thu hồi được vốn và họ không tuyên bố những người phát hành vỡ nợ. Chúng tôi nhận thấy những trường hợp phát hành trái phiếu với quy mô nhỏ gần đây hầu hết được giải quyết theo hướng gia hạn ngày thanh toán.

- Hầu hết các ngân hàng tại Việt Nam áp dụng phân loại nợ theo phương pháp định lượng, nghĩa là khoản vay sẽ bị coi là nợ xấu nếu quá hạn trên 90 ngày. Các trường hợp ngoại lệ là VCB, BID, CTG, ACB và MBB áp dụng cả phương pháp định tính và định lượng để phân loại nợ. Khi một ngân hàng thay đổi nhóm nợ của khách hàng, các ngân hàng khác cũng phải thay đổi theo vì xếp hạng tín dụng CIC cho những khách hàng đó sẽ thay đổi.

Sơ đồ: Phân loại trái phiếu theo từng trường hợp



Nguồn: SSI tổng hợp lại thông tin từ phỏng vấn các ngân hàng

Ước tính thu nhập và quan điểm đầu tư

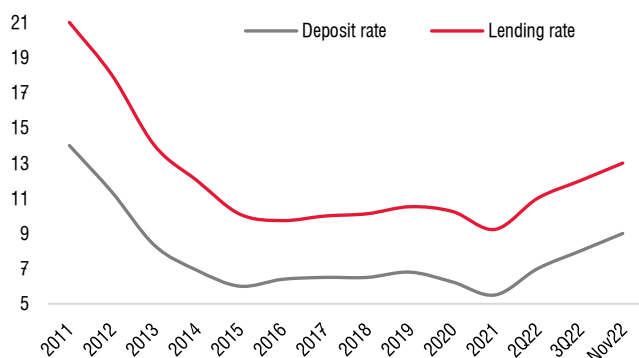
Chúng tôi cho rằng rủi ro liên quan đến bất động sản, trái phiếu doanh nghiệp và xu hướng lãi suất tăng cùng với sự tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế chưa được phản ánh hoàn toàn vào định giá cổ phiếu ngân hàng. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ngành ngân hàng từ TRUNG LẬP xuống GIẢM TỶ TRỌNG.

Dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho năm 2023 đã được điều chỉnh thành 231 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ, giảm từ mức tăng 17% so với cùng kỳ trong báo cáo trước đây của chúng tôi). Các ngân hàng có tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhất bao gồm ba NHTMNN, STB và ACB. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định rằng các ngân hàng sẽ gia hạn/cho phép cơ cấu lại các khoản vay/trái phiếu được phát hành bởi các chủ đầu tư bất động sản lớn và duy trì phân loại khoản vay hiện tại của những chủ đầu tư này cho đến năm 2023. Các khoản vay bị chuyển sang nhóm nợ cao hơn sẽ bao gồm các khoản vay của các chủ đầu tư bất động sản quy mô nhỏ hơn và chưa niêm yết trên thị trường. Tuy nhiên, do khả năng hồi phục sau thời gian được cơ cấu/gia hạn nợ cũng chưa rõ ràng, chúng tôi vẫn tiến hành chiết khấu những rủi ro liên quan đến bất động sản đối với giá trị sổ sách của các ngân hàng và do đó, giá mục tiêu được điều chỉnh giảm đối với các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi.

Dưới đây là một số thông tin chi tiết về các giả định & ước tính lợi nhuận của chúng tôi:

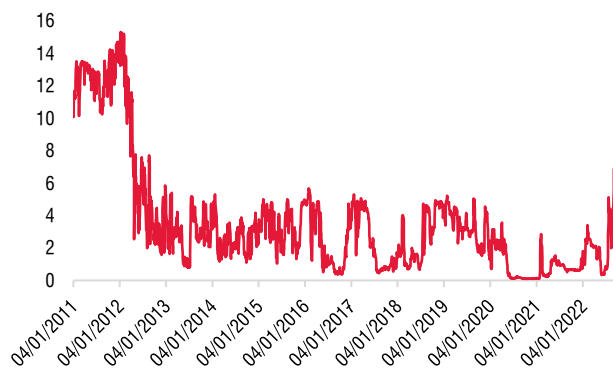
- Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính tăng trưởng tín dụng xuống 13,3% (từ 14,3%) đối với các ngân hàng mà chúng tôi phân tích. Áp lực lạm phát vẫn hiện hữu, ít nhất là trong nửa đầu năm 2023. Do đó, chúng tôi cho rằng NHNN có thể tiếp tục thắt chặt tiền tệ trong thời gian tới. Tín dụng cấp cho lĩnh vực bất động sản có thể vẫn sẽ chịu sự giám sát chặt chẽ. Hoạt động cho vay mua nhà cũng sẽ giảm tốc do nguồn cung nhà ở mới hạn chế và lãi suất cho vay mua nhà không còn ở mức hấp dẫn. Trong khi đó, xuất khẩu được dự đoán sẽ giảm tốc từ quý 4 năm 2022. Những ngân hàng có tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn so với các ngân hàng khác bao gồm: VCB, MBB, HDB và VPB.

Lãi suất huy động và lãi suất cho vay bình quân



Nguồn: TCTK, SSI tổng hợp

Lãi suất liên ngân hàng qua đêm



Source: NHNN, SSI Research

- Chúng tôi dự báo NIM giảm 21 điểm cơ bản đối với các NHTMCP và 10 điểm cơ bản đối với các NHTMNN (so với mức giảm lần lượt 18 điểm cơ bản và 5 điểm cơ bản trong ước tính trước đó), dựa trên những yếu tố sau:
 - Áp lực đối với tỷ giá USDEVND vẫn còn, mặc dù NHNN đã thực hiện 2 lần tăng lãi suất điều hành với biên độ lớn trong thời gian qua. Chúng tôi không loại trừ khả năng NHNN sẽ phải có thêm một đợt tăng lãi suất nữa nhằm duy trì môi trường tỷ giá ổn định.

Với quan điểm đó, mặt bằng lãi suất huy động sẽ tăng lên, và lãi suất cho vay sẽ điều chỉnh theo trong khoảng 3~6 tháng sau đó.

- Tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn ở mức 1,39% so với 1,00% vào năm 2022 và 1,10% vào năm 2021. Đây là mức cao nhất kể từ năm 2015. Chúng tôi không cho rằng tỷ lệ xóa nợ và tỷ lệ hình thành nợ xấu sẽ ở mức tương tự như giai đoạn 2011-2012. Thay vào đó, chúng tôi giả định rằng các ngân hàng và các chủ đầu tư bất động sản lớn sẽ đưa ra lịch trả nợ mới., Chúng tôi ước tính tỷ lệ bao phủ nợ xấu sẽ giảm từ 156% vào năm 2022 xuống còn 126% vào cuối 2023 và tỷ lệ nợ xấu sẽ tăng lên 1,76% (so với 1,46% năm 2022 và 1,26% năm 2021).
- Tăng trưởng huy động nhanh hơn (13,8%) sẽ cho phép các tỷ lệ thanh khoản trở nên lành mạnh hơn. Trong khi đó, mức trần quy định của tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn nhiều khả năng sẽ giảm xuống 30% kể từ ngày 1/10/2023.
- Chúng tôi cũng dự báo lợi suất trái phiếu chính phủ sẽ tăng lên trong năm 2023 và vượt qua mức 5% và các ngân hàng có thể sẽ tích lũy dần trái phiếu này.

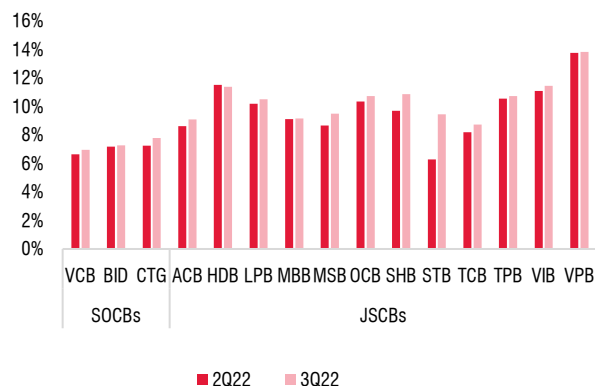
Bảng: Tóm tắt ước tính lợi nhuận và định giá

Bank	Rating	1Y Target price	Upside	2021		2022F		2023F		2022F			2023F	
				PBT	% YoY	PBT	% YoY	PBT	% YoY	PE	PB	ROE	PE	ROE
ACB	BUY	26,300	28.9%	11,998	25.0%	17,026	41.9%	19,645	15.4%	5.06	1.18	26.4%	4.38	23.7%
BID	MARKET PERFORM	40,300	12.9%	13,602	50.7%	21,306	56.6%	24,779	16.3%	14.24	1.73	17.3%	12.77	16.3%
CTG	MARKET PERFORM	28,100	13.3%	17,589	3.0%	20,677	17.6%	23,902	15.6%	8.91	1.11	16.6%	7.71	16.7%
HDB	MARKET PERFORM	15,000	0.7%	8,070	38.7%	9,566	18.5%	10,658	11.4%	4.70	1.03	21.8%	4.41	19.5%
MBB	OUTPERFORM	18,700	23.8%	16,527	54.6%	22,442	35.8%	24,933	11.1%	3.63	0.90	26.2%	3.69	23.5%
MSB	MARKET PERFORM	13,700	17.6%	5,088	101.7%	6,093	19.7%	6,668	9.4%	3.70	0.66	19.9%	3.30	18.0%
OCB	UNDERPERFORM	13,100	-5.1%	5,519	24.8%	3,517	-36.3%	3,921	11.5%	6.84	0.77	12.1%	6.10	12.0%
TCB	MARKET PERFORM	25,000	13.1%	23,238	47.1%	27,198	17.0%	28,926	6.4%	3.61	0.68	20.9%	3.40	18.3%
TPB	MARKET PERFORM	21,200	1.7%	6,038	37.6%	7,740	28.2%	8,567	10.7%	5.50	1.03	21.3%	5.05	19.2%
STB	OUTPERFORM	20,100	24.5%	4,400	31.8%	5,515	25.3%	6,930	25.6%	8.63	0.81	12.3%	6.86	13.9%
VCB	OUTPERFORM	89,600	19.3%	27,376	18.8%	33,187	21.2%	38,706	16.6%	12.13	2.40	20.8%	10.41	18.3%
VIB	MARKET PERFORM	20,700	15.0%	8,011	38.1%	10,402	29.9%	11,433	9.9%	4.67	1.17	29.3%	4.11	24.8%
VPB	MARKET PERFORM	17,700	14.2%	14,580	12.0%	25,298	73.5%	21,849	-13.6%	5.23	1.02	24.8%	5.99	17.4%
Average				162,036	28%	209,968	30%	230,919	10%	6.23	1.06	21.1%	5.62	19%

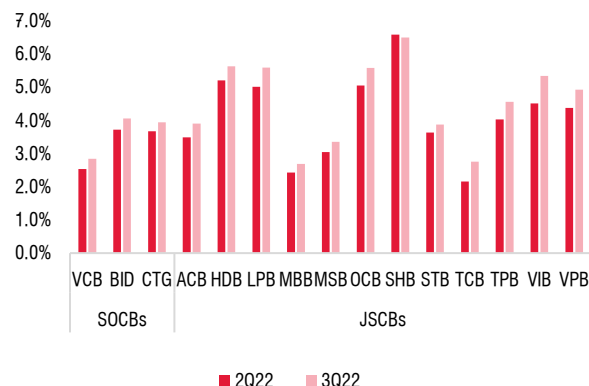
Nguồn: SSI Research

Phụ lục

Lãi suất cho vay bình quân



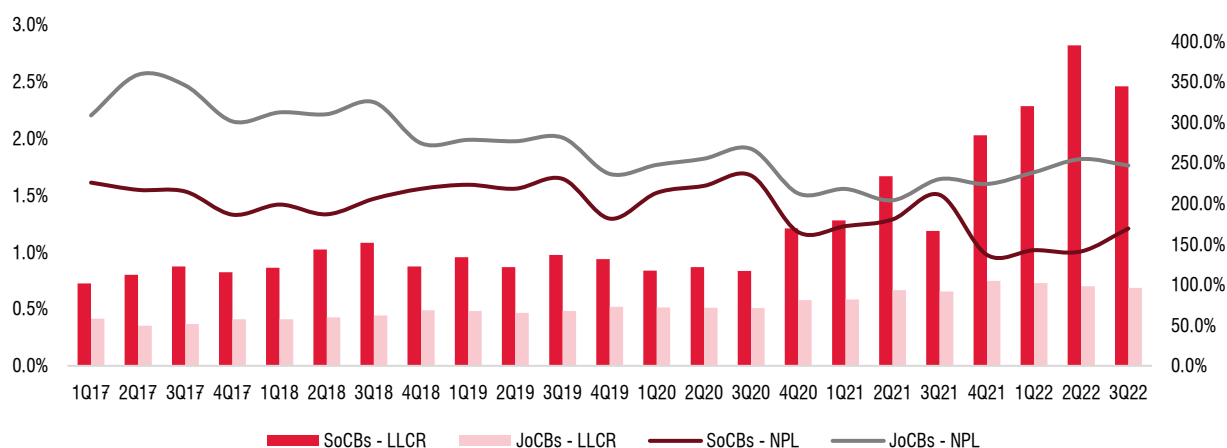
Lãi suất huy động bình quân



Nguồn: SSI Research

Nguồn: SSI Research

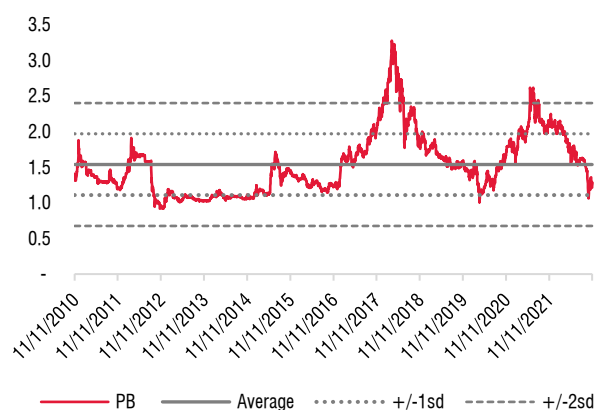
Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



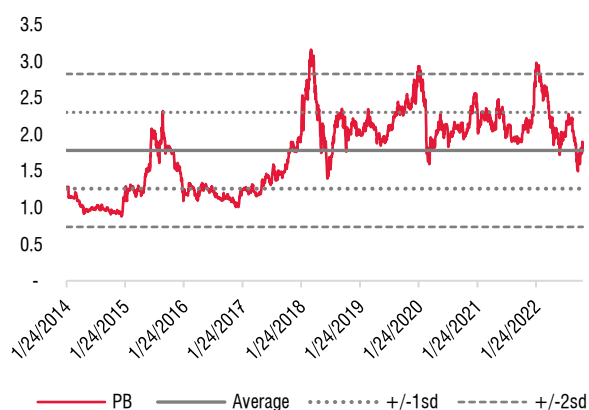
Nguồn: SSI Research

Định giá của các ngân hàng trong quá khứ

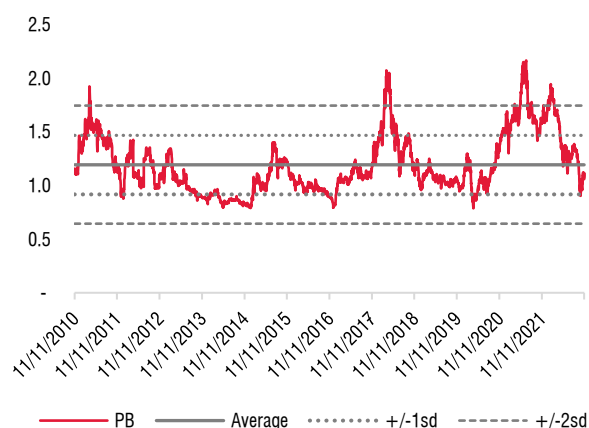
ACB



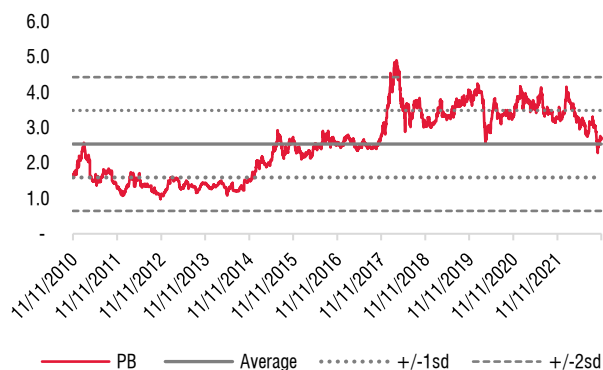
BID



CTG



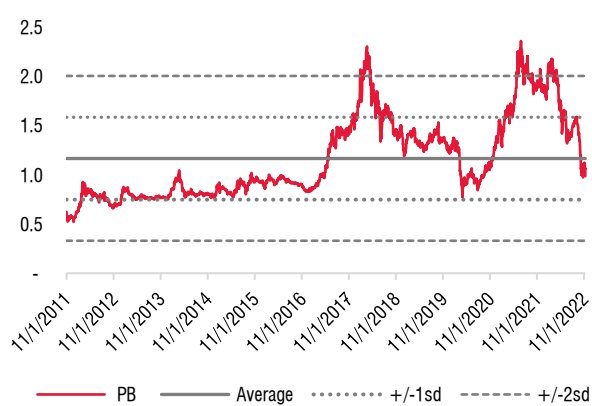
VCB



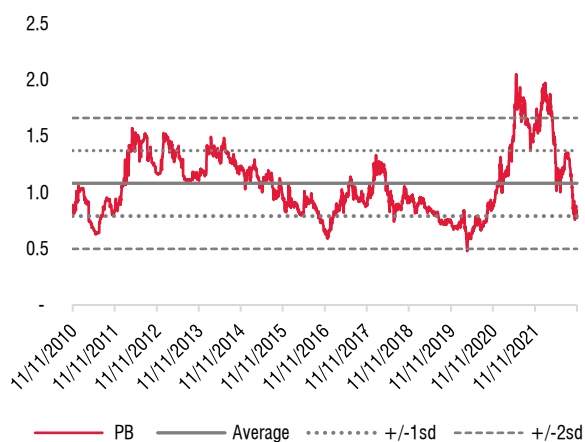
HDB



MBB



STB



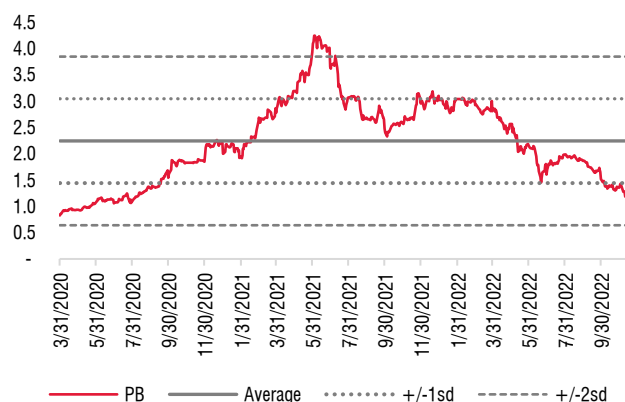
TCB



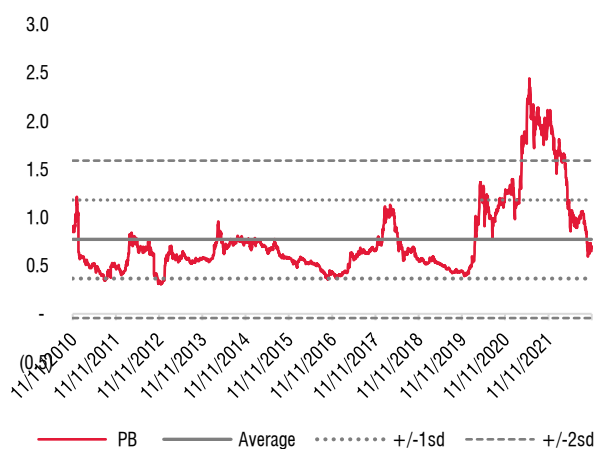
VPB



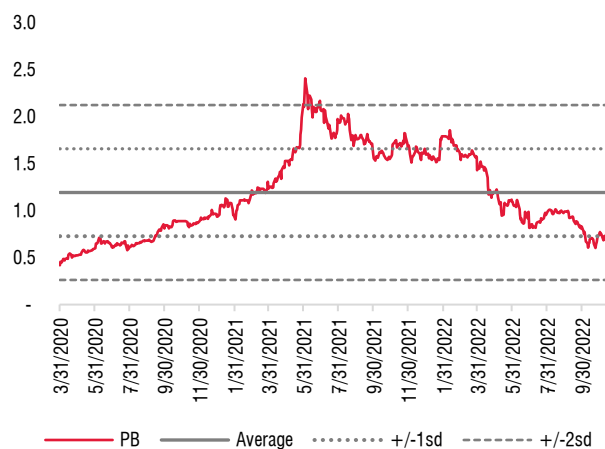
VIB



SHB



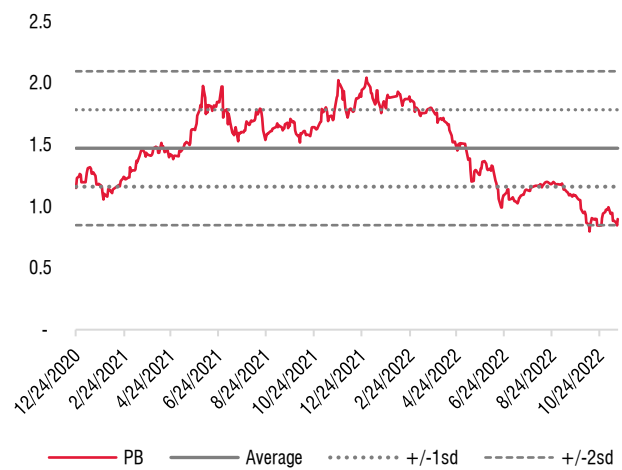
LPB



OCB



MSB



CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

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
trinhttv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
tungdn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

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 Trọng Đình Tâm

Phó Giám đốc Chiến lược Đầu tư
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715