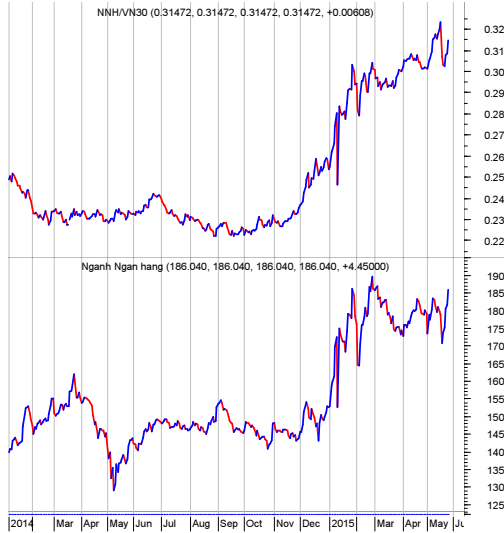


# NGÀNH NGÂN HÀNG

Báo cáo chi tiết 05/2015



Nguồn: MBS tổng hợp

Analyst: Phạm Cao Minh

Email: [minh.phamcao@mbs.com.vn](mailto:minh.phamcao@mbs.com.vn)

Tel: (+84) 126 564 1152

## CỔ PHIẾU NGÀNH NGÂN HÀNG: VẪN CÒN DƯ ĐỊA TĂNG GIÁ

### GIỚI THIỆU

Chỉ số giá cổ phiếu niêm yết ngành ngân hàng đã tăng 45%, trong đó nổi bật là việc cổ phiếu VCB hiện đã trở thành cổ phiếu có mức vốn hóa lớn nhất trên thị trường, việc giá cổ phiếu ngành tăng mạnh kể từ đầu năm tới nay có hàm ý cho việc thay đổi nhân tố cơ bản hay không, và quá trình tăng giá cổ phiếu ngành có thể tiếp tục diễn ra không là những câu hỏi mà chúng tôi hướng tới việc trả lời trong báo cáo Ngành ngân hàng này. Để đọc hiểu và có nhìn nhận chi tiết xin mời đọc tiếp phần dưới, và trong báo cáo của mình chúng tôi sử dụng số liệu của 08 cổ phiếu ngành ngân hàng để đại diện cho các biến số của toàn ngành.

Lưu ý nhà đầu tư, khi đọc báo cáo cần đọc kỹ phần rủi ro, trong bản phân tích.

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sau khi thực hiện phân tích đánh giá, chúng tôi rút ra rằng cổ phiếu ngành Ngân hàng sẽ là cổ phiếu dẫn dắt thị trường trong năm 2015, và chúng tôi vẫn khuyến nghị tăng tỷ trọng cổ phiếu của ngành, quan điểm này xuất phát từ luận điểm được trình bày ở dưới.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Tăng trưởng dài hạn của ngành Ngân hàng được chúng tôi đánh giá rất cao**, và thực sự tiềm năng khi tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình trong 30 năm tới được dự báo ở mức 19,45%. ROE của ngành khá cao ở mức 10,02% ngay cả trong điều kiện nền kinh tế suy thoái, và sau khi giai đoạn suy thoái chấm dứt ROE của ngành sẽ quay về mức trung bình là ở mức 15%, mức cao so với ngành ngân hàng trên thế giới, bao gồm tại Mỹ.

**Trong ngắn hạn giá cổ phiếu ngành đã tăng tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi là chưa đủ, cổ phiếu của ngành còn có thể tăng cao hơn**, hiện P/B toàn ngành ở mức 1,33 và chúng tôi kỳ vọng P/B của ngành sẽ ít nhất sẽ quay về mức của năm 2009 là 2,33 lần. Giá trị sổ sách của cổ phiếu Ngân hàng năm 2015 sẽ cao hơn so với mức 13.599 đồng/cổ phiếu.

### RỦI RO

**Rủi ro của nắm giữ cổ phiếu ngành được xác định xoay quanh vấn đề tái cấu trúc ngành trong ngắn hạn để xử lý nợ xấu**, và trong dài hạn thể hiện ở việc các Ngân hàng cần nhiều đổi mới để có thể lưu giữ được lợi nhuận vượt trội so với nền kinh tế, chi tiết xem ở dưới.

### CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

Mặc dù ngành tiềm năng và triển vọng, nhưng chúng tôi vẫn thấy cần phải chọn lọc cổ phiếu tiềm năng trong ngành, và chi tiết việc lựa chọn và cách thức đầu tư cổ phiếu được chúng tôi trình bày ở dưới.

Trong việc lựa chọn cổ phiếu chúng tôi lựa chọn 02 cổ phiếu EIB và ACB để tiếp tục tiến hành nghiên cứu sâu hơn, mặc dù đây là các cổ phiếu đã vào danh sách cổ phiếu lựa chọn đầu tư của chúng tôi.

---

**MỤC LỤC**

<b>TỔNG QUAN NGÀNH.....</b>	<b>3</b>
<b>BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH NGÂN HÀNG .....</b>	<b>8</b>
<b>TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG .....</b>	<b>10</b>
<b>TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ .....</b>	<b>11</b>

## TỔNG QUAN NGÀNH

### 1. Giai đoạn phát triển của ngành

Sau kể từ năm 1990 hệ thống ngân hàng Việt Nam được chia thành hệ thống ngân hàng theo 02 cấp trong đó gồm Ngân hàng Trung Ương Việt Nam (Ngân hàng TW), và hệ thống ngân hàng Thương mại, đây là thời điểm đánh dấu thị trường ngành ngân hàng thương mại bắt đầu hình thành tại Việt Nam. Bản thân các ngân hàng thương mại kể từ thời điểm này vừa là một thực thể kinh doanh vừa là một công cụ để Ngân hàng TW tiến hành các biện pháp điều tiết nền kinh tế.

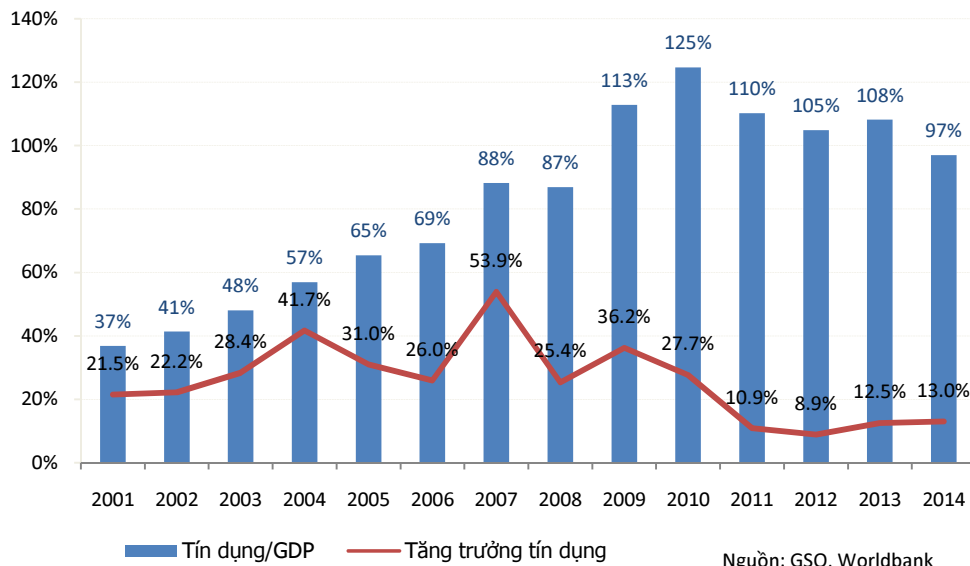
Sau khi hình thành năm 1990 ngành Ngân hàng có tốc độ phát triển rất mạnh mẽ, và kể từ năm 2007 tới nay tốc độ tăng trưởng doanh thu toàn ngành được xác định mức 19.47%, bảng 1 dưới, đây là mức tăng trưởng cao hơn 3 lần với tốc độ tăng trưởng GDP trung bình (2007 - 2014) 6,14% của toàn nền kinh tế Việt Nam kể từ năm 2007.

**Bảng 1: Doanh thu và tốc độ tăng trưởng doanh thu toàn ngành (đơn vị: tỷ đồng)**

Năm	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Doanh thu</b>	26,746.36	36,971.06	40,451.14	59,225.04	84,462.41	85,247.01	85,951.15	92,903.25
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	<b>19.47%</b>							

Qui mô và tầm quan trọng của ngành Ngân hàng so với nền kinh tế cũng tăng lên theo thời gian và kể từ năm 2007 qui mô tín dụng/GDP trong nền kinh tế luôn ở mức hơn 80%, đồ thị 1.

**Đồ thị 1: Tín dụng/GDP và tốc độ tăng trưởng Tín dụng**



Qui mô tín dụng được cung cấp bởi ngành ngân hàng so với GDP tăng hàng năm, kể từ năm 2001 tới nay, và đạt đỉnh cao nhất vào năm 2010, trước khi quay trở lại mức thấp hơn vào các năm 2011 - 2014, đây là thời kỳ mà nợ xấu là bước cản trở tín dụng của hệ thống ngân hàng ra bên ngoài nền kinh tế.

Qui mô ngành tăng lên, đi kèm với mức lợi suất ROE toàn ngành cũng được duy trì ở mức rất cao, trung bình ngành ở mức trên 10%, trong cả điều kiện xấu của nền kinh tế, và suy thoái của ngành theo nền kinh tế, và nếu xét theo trung bình một chu kỳ kể từ năm 2008 - 2014 thì ROE trung bình ngành Ngân hàng ở mức 15,42%, như số liệu ở bảng 2.

**Bảng 2: ROE Trung bình ngành, và của nhóm ngân hàng đại diện**

mã CP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CTG	15.70	10.23	22.33	26.74	19.81	13.21	10.47
BID	19.38	21.04	19.68	13.20	12.83	13.37	15.15
VCB	17.75	25.71	22.87	17.00	12.53	10.38	10.71
MBB	17.80	19.35	21.71	22.96	20.49	16.25	15.62
STB	12.64	18.25	15.24	14.47	7.10	14.49	12.56
ACB	31.53	24.63	21.74	27.49	6.38	6.58	7.64
SHB	8.76	13.60	14.98	15.02	22.00	8.56	7.59
EIB	7.43	8.65	13.51	20.39	13.32	4.32	0.39
<b>Ngành</b>	<b>16.37</b>	<b>17.68</b>	<b>19.01</b>	<b>19.66</b>	<b>14.31</b>	<b>10.90</b>	<b>10.02</b>

Nguồn: Bloomberg

*Kết luận: Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP, ROE ngành cao hơn các ngành còn lại trong nền kinh tế, cho thấy hàm ý ngành Ngân hàng đang ở giai đoạn tăng trưởng.*

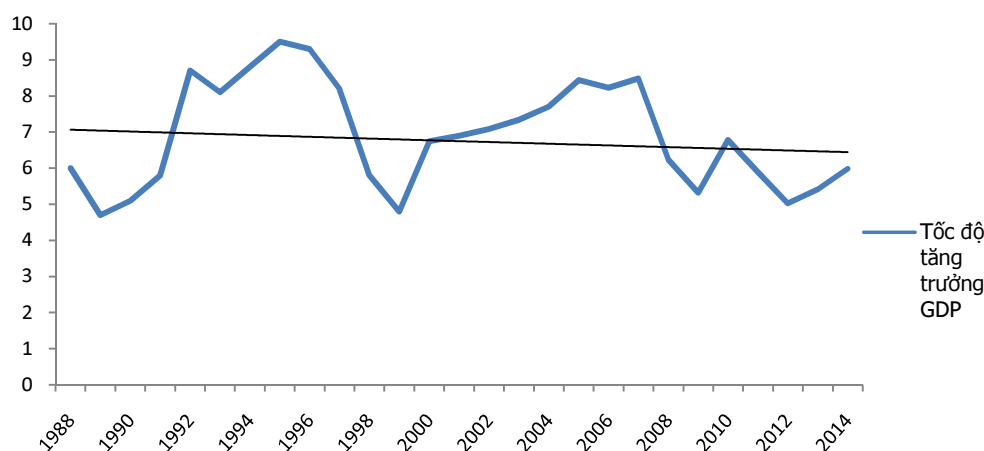
## 2. Tính chu kỳ của ngành ngân hàng

Hệ thống ngân hàng Thương mại Việt Nam, vừa là một thực thể kinh doanh, vừa là một công cụ để NHTW Việt Nam thực hiện chính sách tiền tệ điều tiết vĩ mô nền kinh tế.

Do là phần không thể thiếu trong việc triển khai chính sách tiền tệ của NHTW khi điều tiết nền kinh tế, Ngành ngân hàng luôn là lĩnh vực chịu tác động sớm của các chính sách điều tiết vĩ mô và chịu giám sát chặt chẽ của NHTW trong việc bảo vệ sự an toàn của hệ thống.

Kể từ năm 1989 - 1990 tới nay, 2015, nền kinh tế Việt Nam đã trải qua 02 chu kỳ phát triển. Chu kỳ thứ 1 bắt đầu từ năm 1989 - 1999, và chu kỳ thứ 2 bắt đầu từ 1999 - 2012 (Đồ thị 1: Chu kỳ kinh tế Việt Nam). Chúng tôi đã chứng kiến ở tất cả các giai đoạn biến động chu kỳ kinh tế Việt Nam, đặc biệt là những giai đoạn đỉnh hoặc đáy chu kỳ, Ngân hàng TW Việt Nam luôn đưa ra chính sách tiền tệ theo hướng thắt chặt hoặc mở rộng và điều này đã tác động mạnh tới ngành ngân hàng.

### Đồ thị 2: Chu kỳ kinh tế Việt Nam



Khi ngân hàng TW thực hiện chính sách tiền tệ sẽ ảnh hưởng tới ngành ngân hàng theo 03 hướng cơ bản (1) Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên, (2) tốc độ tăng trưởng doanh thu, (3) tốc độ tăng trưởng GDP của toàn nền kinh tế, tốc độ tăng trưởng GDP sau đó sẽ ảnh hưởng tới khả năng chi trả các khoản nợ của toàn nền kinh tế, tức là sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của các ngân hàng ở khía cạnh tăng thêm nợ xấu hoặc/và mở rộng tín dụng.

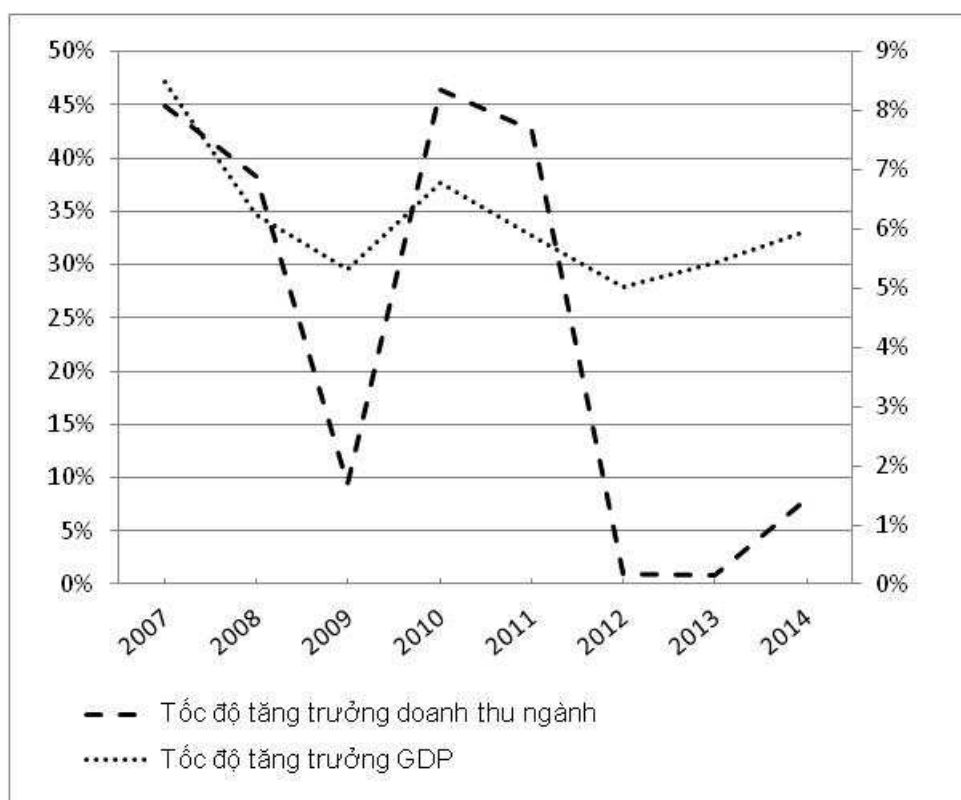
Cho tới thời điểm hiện tại, nguồn thu từ lãi vay của hệ thống các ngân hàng Việt Nam chiếm 75% - 80% (bảng 1), và điều này dẫn tới kết quả kinh doanh của các ngân hàng biến động theo chu kỳ của nền kinh tế và các chính sách thắt chặt hay nới lỏng tiền tệ của Ngân hàng TW (đồ thị 2).

**Bảng 3: Tỷ lệ Thu nhập thuần từ lãi/ Doanh thu thuần**

Mã CP	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CTG	77.7%	70.4%	82.7%	82.0%	80.7%	87.7%	82.5%	82.5%	80.8%
BID	N/a	79.0%	78.0%	69.9%	76.9%	79.4%	79.7%	72.6%	76.9%
VCB	72.1%	72.3%	78.9%	71.3%	72.2%	86.3%	71.6%	68.2%	64.1%
MBB	69.2%	62.2%	75.3%	69.0%	98.9%	93.1%	83.5%	78.5%	75.5%
STB	65.0%	45.4%	46.4%	56.2%	82.5%	75.7%	86.0%	84.1%	75.7%
ACB	65.4%	43.4%	64.4%	57.7%	77.3%	85.8%	116.0%	75.9%	75.9%
SHB	98.6%	34.1%	33.7%	74.8%	82.4%	84.1%	63.3%	86.0%	81.8%
EIB	61.5%	65.4%	69.8%	76.7%	77.7%	84.3%	88.0%	84.1%	84.8%
<b>Ngành</b>	<b>72.8%</b>	<b>59.0%</b>	<b>66.1%</b>	<b>69.7%</b>	<b>81.1%</b>	<b>84.5%</b>	<b>83.8%</b>	<b>79.0%</b>	<b>76.9%</b>

Nguồn: Bloomberg

**Đồ thị 3: Trưởng doanh thu ngành và tăng trưởng GDP**



Đồ thị 3, cho thông số là tốc độ tăng trưởng doanh thu của ngành hoàn toàn biến động theo tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam, khi nền kinh tế suy thoái ngay lập tức doanh thu hệ thống ngân hàng sụt giảm, và ngược lại khi tốc độ tăng trưởng nền kinh tế tăng lên thì doanh thu toàn ngành phục hồi. Khi tiến hành khảo sát tính tương quan của tốc độ tăng trưởng GDP và tốc độ tăng trưởng Doanh thu ngành chúng tôi có được thông số hệ số tương quan  $r = 0,8$  và hệ số R Square ở mức 0,6 đây là thông số cho thấy sự tương giữa tốc độ tăng trưởng nguồn thu của ngành và GDP. Chu kỳ biến động kinh tế tác động mạnh tới chu kỳ kinh doanh của ngành Ngân hàng.

Trong ở thời điểm năm 2014, khi tốc độ tăng trưởng GDP cả năm phục hồi rõ nét, thì doanh thu của ngành bắt đầu phục hồi ở mức tăng trưởng 8% so với mức 0,8 % và 0,9% các năm 2012 và 2013.

Khi quá trình kinh doanh của ngành ngân hàng thay đổi theo chu kỳ kinh doanh của nền kinh tế, các hệ số sinh lời trung của ngành cũng thay đổi.

**Bảng 4: Hệ số NIM các ngân hàng lớn và trung bình ngành**

mã CP	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CTG	3.17	3.39	4.36	2.24	4.26	5.22	4.15	3.68	3.08
BID	2.64	2.68	2.85	2.57	2.74	3.38	3.03	2.80	2.80
VCB	2.87	2.64	3.98	3.38	3.39	4.22	3.12	2.77	2.45
MBB		3.34	4.35	3.61	4.38	4.77	4.76	3.83	3.80
STB	4.42	3.20	2.19	3.35	4.13	4.62	5.34	5.12	4.33
ACB	3.98	2.82	3.49	2.68	2.88	3.58	3.89	2.98	3.09
SHB				3.65	3.55	3.52	2.32	1.88	2.01
EIB		3.14	3.90	4.29	3.46	3.82	3.15	1.92	1.78
<b>Ngành</b>	<b>3.42</b>	<b>3.03</b>	<b>3.59</b>	<b>3.22</b>	<b>3.60</b>	<b>4.14</b>	<b>3.72</b>	<b>3.12</b>	<b>2.92</b>

Nguồn: Bloomberg

Hệ số NIM toàn ngành, từ bảng 2 cho thấy rằng bất kỳ khi nào nền kinh tế tăng trưởng mạnh, kèm với lạm phát cao đều dẫn tới hệ số NIM cao, giai đoạn năm 2008, 2010 và 2010, hệ số NIM cao hơn các năm liền trước và kế sau rất nhiều, và đây cũng là các năm mà Ngân hàng TW thực hiện việc thắt chặt chính sách tiền tệ.

Hệ Số NIM, biến động như trên cho hàm ý:

- Các ngân hàng không chủ động trong việc nâng hệ số NIM mà phụ thuộc vào biến động của nền kinh tế
- Trong điều kiện nền kinh tế tăng trưởng nóng, và ngân hàng TW thực hiện Chính sách tiền tệ thắt chặt hệ số NIM tăng, 2008, 2011, cho thấy sự tác động mạnh của Chính sách vĩ mô tới ngành Ngân hàng.

Trong suốt giai đoạn từ 2007 - 2014, trong những giai đoạn nền kinh tế suy thoái, cũng đi kèm theo việc nợ xấu/tổng tài sản ngân hàng gia tăng, năm 2008, 2011 và 2012 là những năm như vậy, bảng 5. Ngược lại khi nền kinh tế phục hồi thì nợ xấu/tổng tài sản giảm.

**Bảng 5: Tỷ lệ nợ xấu/ tổng tài sản (NPL/Total Assets)**

mã CP	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CTG	--	1.77	0.41	0.42	0.48	0.97	0.65	0.74
BID	2.36	1.73	1.91	2.23	2.00	1.89	1.61	1.39
VCB	1.62	2.34	1.37	1.67	1.16	1.40	1.59	1.29
MBB		0.65	0.68	0.56	0.68	0.78	1.19	1.37
STB	0.13	0.30	0.37	0.29	0.33	1.30	1.00	0.80
ACB	0.03	0.29	0.07	0.14	0.33	1.46	1.95	1.41
SHB	0.17	0.82	1.30	0.67	0.92	4.30	2.16	1.25
EIB	0.48	2.07	1.08	0.68	0.66	0.68	0.97	1.33
<b>Ngành</b>	<b>0.80</b>	<b>1.26</b>	<b>1.02</b>	<b>0.95</b>	<b>0.90</b>	<b>1.83</b>	<b>1.55</b>	<b>1.25</b>

Nguồn: Bloomberg

Trong giai đoạn thắt chặt chính sách tiền tệ năm 2011, nền kinh tế đã suy thoái và tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng đã tăng rất cao trong năm 2012 và 2013, cho tới thời điểm hiện tại 2015, vấn đề nợ xấu vẫn đang là vấn đề được Ngân hàng TW thúc đẩy giải quyết.

**Kết luận:**

Kết quả kinh doanh của ngành Ngân hàng phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế, và phụ thuộc vào chính sách tiền tệ. Khi nền kinh tế phục hồi, doanh thu, và tỷ lệ nợ xấu/tổng tài sản sẽ giảm và ngược lại.

Các ngân hàng không thể chủ động tăng hệ số NIM và phụ thuộc vào điều kiện nền kinh tế, hay cung cầu vốn trong nền kinh tế trong việc gia tăng hệ số NIM.

**3. Cấu trúc ngành**

Số lượng ngân hàng trong ngành: ngành ngân hàng hiện tại có 5 ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN), 31 ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP), 6 ngân hàng liên doanh (NHLĐ) và 6 ngân hàng 100% vốn nước ngoài.

**Bảng 6: Hệ số Concentration Ratio (CR) đo mức độ tập trung ngành**

	2007		2009		2012		2013		2014	
	Huy động	Cho vay	Huy động	Cho vay	Huy động	Cho vay	Huy động	Cho vay	Huy động	Cho vay
CR4	73.0%	71.7%	58.2%	62.8%	52.6%	59.9%	42.5%	41.4%	49.5%	42.8%
CR6	81.4%	83.0%	68.5%	71.5%	61.9%	68.3%	49.8%	47.2%	57.6%	48.1%

Nguồn: Tạp chí Ngân Hàng, MBS

Chỉ số tập trung CR4: Quan sát chỉ số tập trung của ngành chúng tôi nhận thấy rằng, mức độ tập trung của ngành từ năm 2007 tới nay đang có xu thế giảm xuống ở cả thị trường tín dụng và thị trường huy động tiền gửi, tới hết năm 2014 hệ số tập trung CR4 ở cả thị trường huy động và cho vay dừng lại ở mức 49,5% và 42,8%, và mức sụt giảm này dẫn tới hàm ý:

**Tính chất cạnh tranh giữa các Ngân hàng trong nhóm ngành đang mạnh lên**, và điều này đòi hỏi các ngân hàng cần phải có chiến lược kinh doanh phù hợp mới có thể giữ được thị phần, và tiếp tục tăng trưởng trong tương lai.

**Nhóm ngân hàng thương mại cổ phần đang trở nên mạnh hơn về thị trường tín dụng và thị trường tiền gửi.** Về cơ bản thì chúng tôi nhìn nhận rằng việc sụt giảm mức độ tập trung của ngành bắt nguồn từ việc nền kinh tế Việt Nam có quá trình chuyển biến theo hướng các nền kinh tế bớt phụ thuộc vào nhóm các doanh nghiệp nhà nước, và nền kinh tế chuyển biến theo hướng tăng tỷ trọng nhóm ngành công nghiệp và dịch vụ so với nhóm ngành nông nghiệp, điều này có nghĩa là mức độ tập trung tương lai của ngành sẽ có thể tiếp tục suy giảm theo hướng phát triển của nền kinh tế.

Hàng rào gia nhập ngành được hình thành dựa trên 02 yếu tố: (1) Quy định pháp lý, điều kiện cần, để thành lập ngân hàng về vốn, chủ thể thành lập<sup>1</sup> và trong quá trình hoạt động các ngân hàng chịu sự điều tiết mạnh mẽ của Ngân hàng TW về tỷ lệ dự trữ bắt buộc tỷ lệ an toàn vốn, và cả tỷ lệ tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng mỗi năm ..., và (2) Quy mô - số lượng khách hàng tối thiểu cần có được để đạt được mức cân bằng chi phí cố định. Khi xem xét 02 yếu tố trên chúng tôi nhận thấy rằng **để gia nhập ngành ngân hàng tại Việt Nam hiện tại đối với những tổ chức, cá nhân là khó khăn.**

Số lượng ngân hàng hiện tại trong ngành, mức độ tập trung ngành, và hàng rào gia nhập ngành cao cho chúng tôi nhận định rằng: Ngành ngân hàng ở Việt Nam đang diễn ra theo cấu trúc thị trường độc quyền nhóm (Oligopoly).

**Cấu trúc độc quyền nhóm dẫn tới hàm ý:**

Không có một ngân hàng nào thực sự dẫn dắt thị trường và ra tín hiệu về giá, hệ thống ngân hàng sẽ nhận tín hiệu giá từ Ngân hàng TW. Tức là các ngân hàng thuần túy cung cấp dịch vụ tín dụng truyền thống sẽ không thể có được kết quả kinh doanh vượt trội so với ngân hàng còn lại trong ngành.

Các ngân hàng trong ngành sẽ tiến tới việc cạnh tranh theo cách: (1) dị biệt sản phẩm, (2) thực hiện việc marketing nhằm nhấn mạnh chất lượng dịch. Dị biệt sản phẩm theo hướng ở đó gồm cải thiện chất lượng dịch vụ và tạo ra nhiều sản phẩm có thêm đặc tính mới (cho vay tín dụng cá nhân không cần thế chấp là một hướng đi tạo thị trường mới khác với thị trường ngân hàng truyền thống, khi cho vay cần có tài sản đảm bảo).

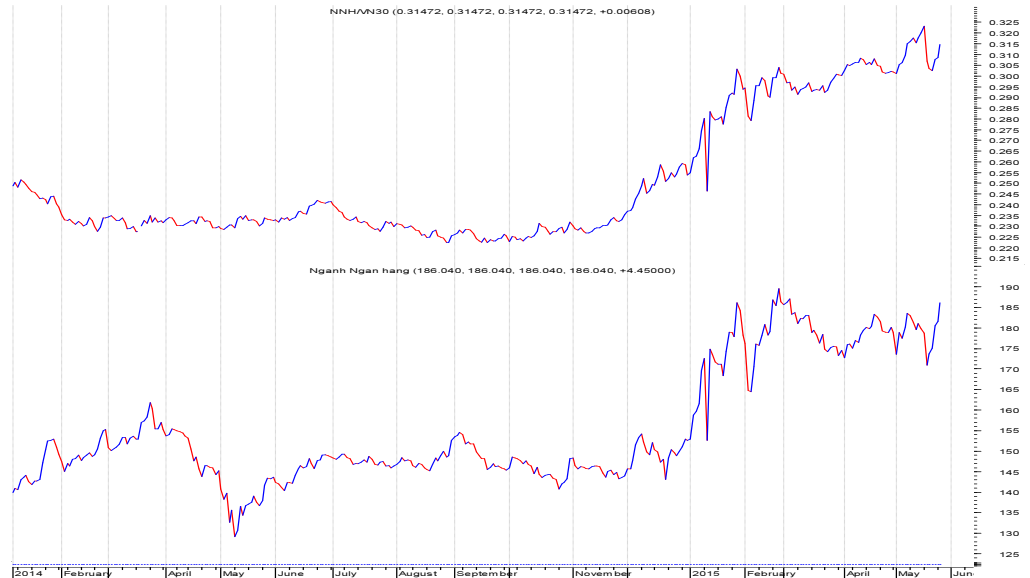
<sup>1</sup> Đọc thêm phụ lục để có thể thấy điều kiện để thành lập một ngân hàng tại Việt Nam với các chủ thể trong nước, và điều kiện đối với các Ngân hàng hoặc pháp nhân nước ngoài muốn thành lập ngân hàng, chi nhánh, và văn phòng đại diện tại Việt Nam

Trong dài hạn, để có thể có giữ được lợi ích kinh tế/lợi nhuận vượt trội (economic profit), các ngân hàng sẽ phải chủ động tìm kiếm cho mình những sản phẩm - dịch vụ cho những nhu cầu mới của thị trường. Tuy nhiên, mối tương quan giữa lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro sẽ chỉ phôi tới việc các ngân hàng tìm kiếm sản phẩm mới.

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH NGÂN HÀNG

### 1. Tương quan biến động giá cổ phiếu ngành Ngân hàng

**Đồ thị 4: Biến động giá cổ phiếu ngành Ngân hàng và tương quan biến động giá cổ phiếu ngành với VN30**



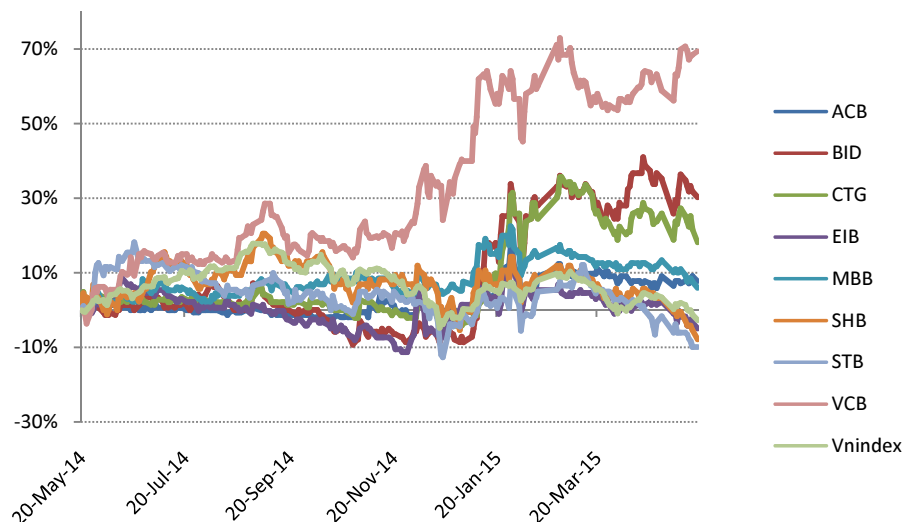
Nguồn: MBS tổng hợp

Tính tới cuối tháng 5/2015, cổ phiếu ngân hàng đã trải qua hai giai đoạn biến động: Trong suốt giai đoạn 2011 - 2014 giá cổ phiếu nhóm ngành ngân hàng đã sụt giảm, phần dưới đồ thị 4, và khi so sánh với chỉ số VN30 chỉ số ngành ngân hàng có bước sụt giảm mạnh hơn trong giai đoạn thị trường giảm và ngược lại tăng chậm hơn khi thị trường tăng điểm.

Kể từ đầu năm 2015, cổ phiếu ngành ngân hàng đã có bước tăng giá mạnh mẽ (phần dưới đồ thị 4), chỉ số tăng từ mức 130 điểm lên 189 điểm, tăng 45%. Cổ phiếu nhóm ngành Ngân hàng cũng tăng mạnh hơn so với chỉ số VN30 (phần trên của đồ thị 4).

Trong nhóm cổ phiếu ngành Ngân hàng hiện tại thì VCB đang là cổ phiếu có mức giá và mức tăng giá cao nhất.

**Đồ thị 5: Đồ thị giá cổ phiếu ngành Ngân hàng**



Nguồn: MBS tổng hợp



Việc thị giá cổ phiếu Ngành Ngân hàng tăng nhanh và mạnh hơn so với chỉ số VN30 cho thấy tín hiệu rằng: Các nhà đầu tư đã quan tâm mạnh tới nhóm cổ phiếu ngành Ngân hàng và đây cũng là tín hiệu cho thấy trong năm 2015, nhóm cổ phiếu ngành Ngân hàng có thể trở thành nhóm cổ phiếu được nhiều sự chú ý của thị trường hơn so với các nhóm ngành khác.

## 2. Mức định giá tương đối cổ phiếu ngành Ngân hàng

Quá trình tăng giá cổ phiếu ngành ngân hàng dẫn tới hệ số định giá của các cổ phiếu trong ngành ở mức 1,33 ở thời điểm cuối tháng 5/2015, đây là mức thấp nếu so sánh với mức định giá cổ phiếu ngân hàng vào năm 2009, thời điểm thị trường và nền kinh tế đều phục hồi.

**Bảng 7: Mức định giá P/B với cổ phiếu ngành NH tháng 5/2015**

mã CP	2009	2010	2011	2012	2013	2014	5/2015
CTG	2.64	1.92	1.26	1.61	1.12	0.93	1.25
BID	-	-	-	-	-	-	1.66
VCB	3.40	2.07	1.50	1.52	1.47	1.96	2.67
MBB			0.82	1.02	0.94	0.92	0.97
STB	1.53	1.06	1.01	1.41	1.15	1.24	1.20
ACB	2.88	2.15	1.70	1.23	1.15	1.11	1.39
SHB	1.81	0.87	0.49	0.54	0.59	0.69	0.66
EIB	1.58	1.21	1.08	1.23	1.05	1.12	1.14
<b>Ngành</b>	<b>2.31</b>	<b>1.55</b>	<b>1.12</b>	<b>1.22</b>	<b>1.07</b>	<b>1.14</b>	<b>1.33</b>

Nguồn: Bloomberg

## TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

### 1. Triển vọng ngành trong dài hạn

- Tốc độ tăng trưởng ngành
- ✓ Trong phần I, chúng tôi đã nhìn nhận giai đoạn phát triển của ngành ngân hàng và chúng tôi cũng cho rằng ngành ngân hàng tại Việt Nam đang ở trong giai đoạn tăng trưởng. Thực tế thì Ngân hàng là một trung gian phân phối nguồn vốn xã hội, và nếu nền kinh tế phát triển thì ngành ngân hàng là một trong những thực thể sẽ phát triển nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng trung bình của xã hội. Xét trong dài hạn để một nền kinh tế có thể tăng trưởng được thì cần phải thúc đẩy việc tăng năng suất lao động. Trong 03 yếu tố cơ bản để tăng năng suất lao động gồm Nguồn vốn (Physical Capital), Lao động (Labour), công nghệ (technology), thì ngành Ngân hàng sẽ là kênh thúc đẩy và tạo nguồn Vốn đầu tư trong nền kinh tế. Theo như nguyên tắc 1/3 (one third rule) thì nếu tăng 1% nguồn vốn, trong điều kiện nhân tố về lao động và công nghệ không thay đổi, thì năng suất lao động sẽ tăng lên 1/3%. Tức là nếu cần tăng 1 lần năng suất lao động thì nguồn vốn cần tăng khoảng 3 lần.
- ✓ Hiện tại khi xem xét tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong dài hạn, chúng tôi cho rằng tốc độ trung bình sẽ ở mức xoay quanh 6%<sup>2</sup>, tức là bằng mức trung bình của giai đoạn 2007 - 2014. Áp dụng một cách giản đơn, để GDP tiếp tục tăng 6% trong dài hạn thì năng suất lao động trong dài hạn cũng cần phải tăng 6%, và điều này có nghĩa là nguồn vốn tiếp tục cần phải tăng ở mức ít nhất 18%. Đây là cơ sở để chúng tôi tin rằng trong dài hạn ngành ngân hàng sẽ có được tốc độ tăng trưởng như trong giai đoạn trong quá khứ 2007 - 2014: tốc độ tăng trưởng ở vùng 19,47%, (đây là tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình ngành từ năm 2007 - 2014).

Dựa trên lập luận trên chúng tôi đưa ra kết luận rằng:

- Ngành ngân hàng đang trong giai đoạn tăng trưởng, với mức tăng trưởng tương đương tăng mức tăng trưởng giai đoạn 2007 - 2014, tốc độ tăng trưởng 19,47%. Trong điều kiện Tốc độ tăng trưởng trung bình của nền kinh tế là 6,14%.
- Thời gian duy trì tốc độ tăng trưởng 19,47%.
- Thời gian Quá trình tăng trưởng diễn ra.
- ✓ Để khoản thời gian duy trì tốc độ tăng trưởng Ngành ngân hàng chúng tôi dựa trên nguyên lý là: Ngành sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định và thoái trào khi tốc độ tăng trưởng doanh thu của ngành bằng với tốc độ tăng trưởng GDP. Áp dụng nguyên lý trên và dựa trên nhận định về tốc độ tăng trưởng ngành là 19,47% và tốc độ tăng trưởng GDP ở mức 6,14% chúng tôi tính được rằng: **Ngành Ngân hàng sẽ có tốc độ tăng trưởng trung bình 19,47% trong 30 năm tới.**

Kết luận: **Trong dài hạn chúng tôi nhận định, ngành Ngân hàng sẽ có tốc độ tăng trưởng 19,47% trong thời gian 30 năm.**

### 2. Triển vọng trong ngắn hạn - năm 2015

- Triển vọng ngắn hạn của ngành được hình thành dựa trên các luận điểm:
- Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2015 được dự báo lớn hơn 6%.
- Vấn đề xử lý khoản nợ xấu sẽ thuận lợi khi nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng, và các ngân nỗ lực trong việc xây dựng hệ thống kiểm soát rủi ro, và ngân hàng TW tiếp tục thúc đẩy mạnh việc xử lý nợ xấu thông qua VAMC.
- Trích lập dự phòng có tốc độ tăng thấp hơn so với năm 2014.
- ✓ Mặc dù việc trích lập dự phòng cho khoản nợ xấu hình thành trong giai đoạn suy thoái của nền kinh tế (cuối 2010 - 2012), nhưng khoản vay mới trong năm 2015 sẽ cần phải trích lập dự phòng thấp hơn so với năm 2014 điều này bắt nguồn từ việc tốc độ tăng trưởng GDP năm 2015 cao hơn so với năm 2014, các khoản vay mới sẽ được đảm bảo chắc chắn hơn trong việc thanh toán gốc và lãi khi tới hạn.

<sup>2</sup> Tốc độ 6% được chúng tôi sử dụng được hiểu đó là con số mang tính căn trọng, tức là ở thời điểm hiện tại và tương lai, chính phủ Việt Nam không có thêm cải cách nào về Thị trường (Markets), Quyền sở hữu (Property Rights), và Phương tiện trao đổi (Money Exchange)

- Hệ số ROE sẽ tăng:
- ✓ Trong năm 2015, tốc độ tăng trưởng tín dụng trong toàn hệ thống được Ngân hàng TW hướng tới là 15% cao hơn mức 13% năm 2014, và hệ thống Ngân hàng Thương mại đã bắt đầu cởi mở trong việc cho vay tín dụng bắt đầu từ năm 2014. Đây là nhân tố sẽ thúc đẩy việc tăng trưởng doanh thu của toàn ngành, cao hơn so với năm 2014, trong nhóm 08 ngân hàng trong mẫu khảo sát chúng tôi cho là tốc độ tăng trưởng tín dụng ở mức 15% - 20%.
- ✓ Hệ số NIM theo chúng tôi đánh giá ít có khả năng tăng so với năm 2014 và có thể giảm nhẹ, điều này bắt nguồn từ:
  - Cầu nguồn vốn cho từ nền kinh tế chưa đạt tới mức nóng, điều này có nghĩa là Ngân hàng không thể tăng lãi suất cho vay, chúng tôi đã khảo nghiệm lại quá khứ và nhận ra rằng NIM của hệ thống ngân hàng chỉ có thể tăng khi Ngân hàng TW thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt (bảng 4 ở trên).
  - Lãi suất thực (Real interest) trong nền kinh tế tăng nhanh, nguyên nhân chính dẫn tới việc lãi suất thực tăng nhanh do việc thâm hụt ngân sách của Chính phủ Việt Nam đang tăng nhanh, và trong năm 2015 Chính phủ có nhiều khoản nợ tới hạn cần phải thanh toán, trong tình trạng này có thể dẫn tới việc Chính phủ Việt Nam sẽ phải nâng lãi suất huy động vốn.
  - Khi lãi suất thực trong nền kinh tế tăng sẽ dẫn tới việc Ngân hàng Thương mại cần phải tăng lãi suất huy động tiền gửi, và trong điều kiện chưa thể tăng lãi suất cho vay ngay lập tức dẫn tới việc hệ số NIM sẽ giảm nhẹ so với năm 2014.

Quay trở lại về hệ số ROE, do tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh hơn so với giảm nhẹ của NIM chúng tôi đánh giá rằng ROE trong hệ thống ngân hàng 2015 sẽ cải thiện rõ nét so với năm 2014. ROE hệ thống ngân hàng năm 2014 đạt mức trung bình 10,02%, trong điều kiện vĩ mô ổn định hệ số ROE sẽ quay về mức trung bình 15,42% (đây là mức trung bình từ 2007 - 2014)

*Kết Luận: Từ những nhìn nhận trên chúng tôi đưa ra quan điểm rằng, trong năm 2015, ngành Ngân hàng có nhiều sự thay đổi theo hướng rất tích cực khi so với năm 2014 và các năm liền trước đó, sự thay đổi này bắt nguồn từ nhiều khía cạnh gồm: Doanh thu tăng trưởng, trích lập dự phòng thấp, và xử lý nợ xấu được cải thiện.*

### 3. Kết Luận

Chúng tôi đưa ra dự báo như sau về triển vọng ngành ngân hàng:

Trong dài hạn ngành có tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức 19,47%, và tốc độ tăng trưởng này kéo dài trong vòng 30 năm.

Trong ngắn hạn, năm 2015, kết quả kinh doanh của Ngành cải thiện mạnh, rõ nét theo các thông số: Tốc độ tăng trưởng tín dụng 15 - 20%, hệ số ROE lớn hơn 10,02%.

## TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

### 1. Triển vọng đầu tư

Chúng tôi nhấn mạnh rằng thời điểm hiện tại triển vọng đầu tư vào cổ phiếu ngành ngân hàng vẫn rất tiếp tục khả quan, sự khả quan này bắt nguồn từ:

- Nền kinh tế đã đi vào giai đoạn tăng trưởng không kèm theo tăng mạnh của lạm phát, đây là tín hiệu cho thấy nền kinh tế có thể tăng trưởng bền vững hơn giai đoạn 2009 - 2010, triển vọng nền kinh tế thuận lợi, và đây là tín hiệu hỗ trợ mạnh cho ngành ngân hàng.
- Triển vọng tăng trưởng dài hạn và ngắn hạn đều thuận lợi, dài hạn doanh thu ngành được dự báo tăng 19,47% trong 30 năm, và trong năm 2015 kết quả kinh doanh của ngành hoàn toàn thay đổi khác so với năm 2014, xem thêm phần triển vọng kinh doanh ngành.
- Giá cổ phiếu ngân hàng đã bắt đầu tăng từ năm 2015, chỉ số ngành tăng 45%, tuy nhiên theo chúng tôi, đây chỉ là giai đoạn đầu của một quá trình tăng giá, một quá trình tăng giá kéo dài theo chúng tôi sẽ diễn ra, đây là quá trình tăng giá cổ phiếu bắt nguồn từ sự thay đổi nhân tố cơ bản của ngành.

- Hệ số định giá P/B toàn ngành, hết tháng 5/2015, được chúng tôi khảo sát đang dừng ở mức 1,33, hệ số ROE được dự báo sẽ quay về vùng 15%, hệ số P/B của ngành năm 2009 ở mức 2,33 và ROE trong cùng năm ở mức 17,68%. Chúng tôi kỳ vọng hệ số giá P/B của ngành sẽ quay về vùng 2,33 mức giá của năm 2009. và đặc biệt là chúng tôi cho là giá trị sổ sách của cổ phiếu ngành ngân hàng tăng so với giá trị sổ sách ngành năm 2014, giá trị sổ sách trung bình của ngành năm 2014 ở mức 13,59 ngàn đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi tiến hành khảo sát về hệ số định giá các ngân hàng Thái Lan, và nhận thấy rằng trong giai đoạn phục hồi từ suy thoái nền kinh tế và ảnh hưởng trực tiếp tới ngành ngân hàng, hệ số P/B trung bình của ngân hàng Thái Lan thời điểm năm 1999 là 2,45. Đây có thể là một chỉ dẫn tốt cho việc nhìn nhận triển vọng cổ phiếu ngành Ngân hàng tại Việt Nam.

## 2. **Rủi ro**

- Trong dài hạn và ngắn hạn, ngành ngân hàng luôn phụ thuộc và triển vọng nền tảng của nền kinh tế, và đặc biệt là sự tác động của Chính phủ mà cụ thể là Ngân hàng TW, sự tác động này có thể làm thay đổi cấu trúc ngành, và thay đổi hệ số sinh lời ROE, và cũng làm thay đổi NIM.
- Tốc độ tăng trưởng GDP sẽ tác động mạnh tới sự lành mạnh của hệ thống, Ngân hàng TW Việt Nam trong quá khứ thường có những giai đoạn điều tiết chính sách Tiền tệ chặt chẽ và khi điều chỉnh thường sử dụng các công cụ chính sách Tiền tệ mạnh, nếu điều này tiếp tục diễn ra thì sẽ dẫn tới những điều chỉnh mạnh của ngành ngân hàng trong tương lai.
- Việc thực hiện tái cấu trúc ngành ngân hàng đang diễn ra, và vấn đề xử lý nợ xấu sẽ không thể thành công, nếu triển vọng nền kinh tế không thuận lợi.
- Ngành ngân hàng Việt Nam, hiện tại vẫn trong giai đoạn tăng trưởng, điều này cũng có nghĩa là ngành sẽ còn nhiều biến động và dịch chuyển theo hướng tăng mức độ tập trung, việc tập trung sẽ làm cho các ngân hàng có thể đạt được lợi thế về mặt qui mô nhằm tăng hệ số lợi suất ROA và ROE và rủi ro sẽ xuất hiện với việc lựa chọn không chính xác ngân hàng trong khoản đầu tư dài hạn, khi các ngân hàng này không đủ sức để tạo ra sản phẩm mới và lưu giữ được mức lợi suất vượt trội

## 3. **Chiến lược đầu tư**

- Từ thuận lợi và rủi ro trên chúng tôi đưa ra chiến lược đầu tư trong việc lựa chọn cơ hội đầu tư trong ngành ngân hàng như sau:
- Cổ phiếu ngân hàng là một trong những ưu tiên trong việc đầu tư dài hạn, với tốc độ tăng trưởng doanh thu được dự báo sẽ là 19,47%/năm trong vòng 30 năm tới
- Trong lựa chọn cơ hội đầu tư cần phải tận dụng được ngân hàng có tiềm năng trong dài hạn, điều này có nghĩa là đây là các ngân hàng có khả năng tạo ra sản phẩm mới để lưu giữ lợi suất vượt trội so với ngân hàng khác. Chúng tôi sử dụng thông số Thu nhập thuần từ lãi (net interest income)/Doanh thu trong quá khứ của ngân hàng để lựa chọn ngân hàng có khả năng triển khai nhiều sản phẩm hơn so với chỉ có mảng tín dụng truyền thống. Các ngân hàng có hệ số Thu nhập thuần từ lãi/Doanh thu thấp có nghĩa là ngân hàng triển khai dịch vụ khác và có nguồn thu ngoài hoạt động tín dụng cao.
- Ngành Ngân hàng được đánh giá là ngành về dài hạn phụ thuộc vào vĩ mô nền kinh tế, và Ngân hàng TW là người dẫn dắt về giá do vậy các ngân hàng không có khả năng tạo ra lợi suất vượt trội từ đặt giá sản phẩm - dịch vụ, điều này dẫn tới việc các ngân hàng phải sử dụng được chiến lược cạnh tranh dị biệt sản phẩm và quản trị chặt chẽ chi phí mạnh (differentiated product and Lowest cost). Việc khảo sát hệ số ROE cao trong quá khứ giúp chúng tôi nhìn nhận khả năng quản trị của ngân hàng.
- Cổ phiếu ngân hàng có mức giá thấp, và được đánh giá có triển vọng dài hạn và ngắn hạn trong việc cải thiện tình hình kinh doanh, cổ phiếu bị thị trường lãng quên.

Từ những chiến lược đầu tư trên, chúng tôi đưa ra các cơ hội đầu tư vào các cổ phiếu niêm yết như sau (Chiến lược này có thể áp dụng với nhóm ngân hàng chưa niêm yết): ACB, EIB, và MBB. Sau báo cáo ngành, chúng tôi sẽ thực hiện việc đánh giá chi tiết cổ phiếu ACB và EIB.

**Liên hệ**

<b>Research: Phạm Cao Minh</b> Email: <a href="mailto:minh.phamcao@mbs.com.vn">minh.phamcao@mbs.com.vn</a> Tel: (+84) 126 564 1152	<b>Institutional Sales: Gordon Edward Alexander</b> Email: <a href="mailto:Gordon.Edward@mbs.com.vn">Gordon.Edward@mbs.com.vn</a> Tel: +84 904 017 141
--	--

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
 ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
 Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.