

## TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2010

Trái ngược lại với kết quả kinh doanh khả quan của cả năm 2009 và 6 tháng đầu năm 2010, chỉ số của nhóm cổ phiếu ngành Ngân hàng tụt dốc mạnh từ tháng 6 năm 2009 và đang đi ngang trong giai đoạn cuối tháng 5 đến nay. Với 5 ngân hàng dự kiến niêm yết trong năm 2010, và 21 ngân hàng cần phải tăng vốn lên 3,000 tỷ vào thời điểm cuối năm nay, dự kiến nguồn cung cổ phiếu của nhóm ngành này sẽ vượt xa nguồn cầu.

Trong báo cáo này, chúng tôi tập trung vào các nội dung sau:

- Đánh giá kết quả hoạt động kinh doanh của một số ngân hàng đang được niêm yết trên thị trường chứng khoán;
- Tổng quan tình hình kinh tế, chính sách tiền tệ và tăng trưởng tín dụng trong 6 tháng đầu năm;
- Nhận định kết quả hoạt động kinh doanh trong 6 tháng cuối năm dựa trên phân tích vĩ mô, chính sách tiền tệ, nguồn cung cổ phiếu ngân hàng và các điều chỉnh pháp lý;
- Nhận định về định giá nhóm cổ phiếu ngân hàng niêm yết;
- Phân tích kỹ thuật chỉ số nhóm cổ phiếu Ngân hàng 6 tháng đầu năm 2010;
- Thông tin về các ngân hàng dự kiến niêm yết trong năm 2010;
- Thông tin về các ngân hàng tăng vốn điều lệ trong năm 2010.

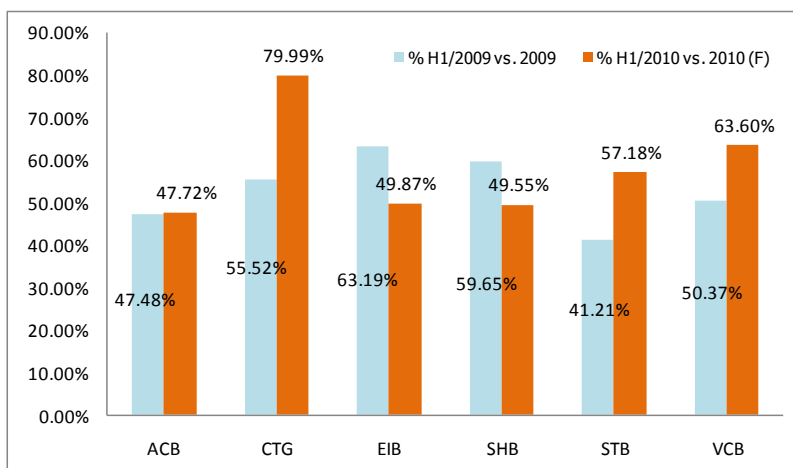
## NHÌN LẠI KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2010

So với cùng kỳ năm 2009, kết quả kinh doanh của các cổ phiếu ngân hàng niêm yết tăng trưởng khá ấn tượng. CTG và STB đạt mức tăng trưởng cao nhất - 50%.

	ACB	CTG	EIB	SHB	STB	VCB
LNST H1/2010 so với H1/2009	23.27%	50.98%	14.99%	27.31%	49.51%	8.67%
LSNT 2010 (F) so với 2009	22.66%	4.79%	45.70%	53.27%	7.75%	-13.93%
VĐL H1/2010 so với H1/2009	23.33%	45.57%	21.88%	0.00%	12.09%	0.00%
VĐL 2010 (F) so với 2009	20.00%	76.25%	46.26%	75.00%	37.00%	36.06%

*Bảng 1: tăng trưởng LNST và VĐL giữa các năm 2009 và 2010*

So với mục tiêu về doanh thu và lợi nhuận năm 2010, nhiều ngân hàng (VCB, STB và CTG) để đạt và vượt mức 50%, mặt bằng chung đều khả quan hơn năm 2009:

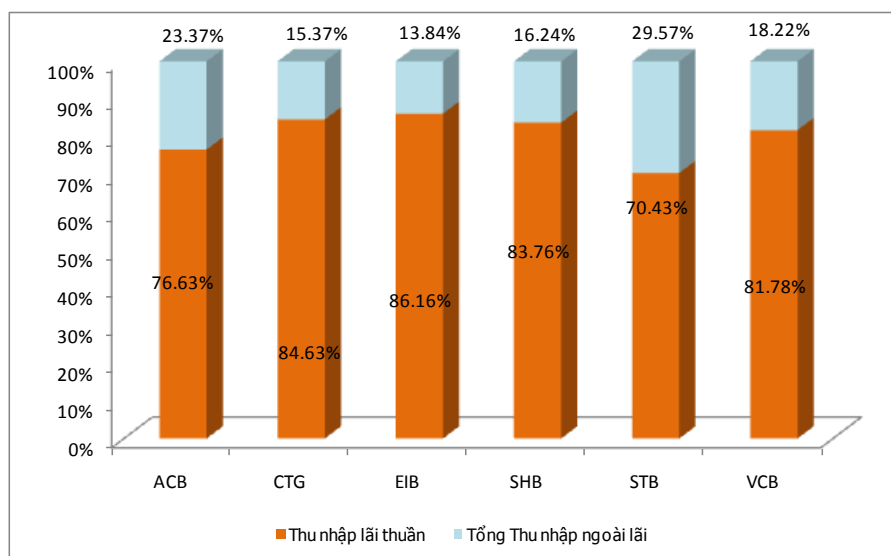


*Bảng 2: So sánh tỷ trọng LNST H1 với cả năm*

Tuy nhiên, có một số điểm đáng lo ngại đối với kết quả kinh doanh của các ngân hàng:

- (i) Các ngân hàng năm nay đều có dự kiến tăng (hoặc đã tăng) vốn điều lệ (VĐL) mạnh, có trường hợp trên 75% như SHB hoặc CTG. Với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn VĐL, thu nhập cơ bản trên cổ phiếu của nhóm ngành ngân hàng nhìn chung có xu hướng tăng trưởng âm năm 2010;
- (ii) Mặt bằng chỉ tiêu tăng trưởng của các ngân hàng năm nay nhìn chung khá khiêm tốn, thậm chí VCB còn đạt mục tiêu tăng trưởng âm; do đó việc vượt 50% mục tiêu doanh thu/lợi nhuận của nhóm các cổ phiếu ngân hàng cũng không bất ngờ đối với NĐT;
- (iii) Trong 6 tháng cuối năm, với sự kỳ vọng vào khả năng nới lỏng chính sách tiền tệ, NĐT kỳ vọng vào tốc độ tăng trưởng nhanh hơn của doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện nay, vẫn chưa thấy những thay đổi mang tính chất đột biến đối với nhóm ngành này.

Nhìn vào kết quả hoạt động kinh doanh của các ngân hàng, phần lớn lợi nhuận vẫn đến từ hoạt động kinh doanh tín dụng, tuy nhiên đã có xu hướng đa dạng hóa hoạt động kinh doanh



*Bảng 3: So sánh tỷ trọng thu nhập từ lãi với thu nhập ngoài lãi*

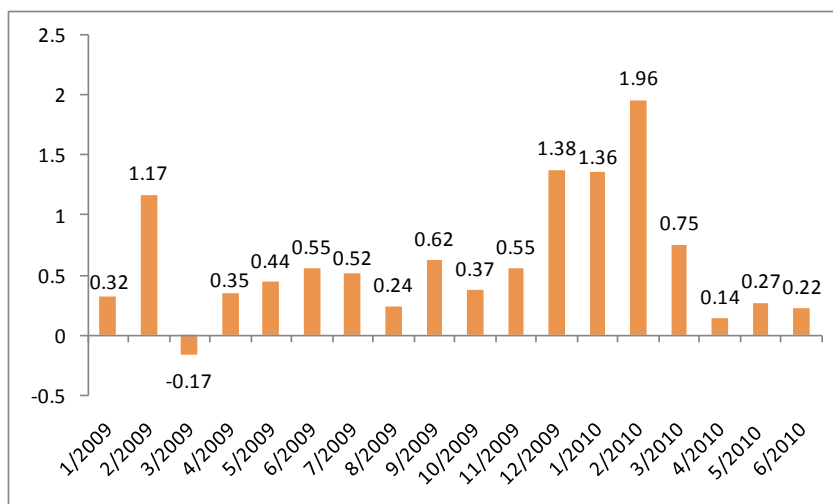
Phần lớn thu nhập của các ngân hàng niêm yết nói riêng, ngành ngân hàng nói chung đến từ hoạt động kinh doanh tín dụng. Thu nhập lãi thuần chiếm khoảng xấp xỉ 80% tổng thu nhập của các ngân hàng, cá biệt có ngân hàng EIB, thu nhập lãi thuần 6 tháng đầu năm 2010 chiếm tới 86% tổng thu nhập do nghiệp vụ kinh doanh chủ yếu của EIB cho đến hiện tại vẫn là cho vay hỗ trợ xuất nhập khẩu. Tuy nhiên, xu thế này đang dần giảm đi khi các ngân hàng đang nỗ lực tìm kiếm các cơ hội kinh doanh tiền tệ khác. Ngoài các hoạt động phi tín dụng truyền thống như chiết khấu tiền tệ, bảo quản vật có giá, các dịch vụ quản lý tài sản, quản lý danh mục đầu tư, ủy thác chi trả lương,... các ngân hàng hiện đang mở rộng sang các lĩnh vực mới như quản lý tài sản (asset management).

Ngân hàng có mức lợi nhuận sau thuế cao nhất 6 tháng đầu năm 2010, CTG có tỷ trọng doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh tín dụng tương đối lớn 85%, trong khi đó STB chỉ chiếm 70%, 30% đến từ hoạt động dịch vụ. Riêng ngân hàng ACB luôn được bầu chọn là ngân hàng tốt nhất Việt Nam thì có tới 12% lợi nhuận đến từ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối. Như vậy, mặc dù thể mạnh của các ngân hàng là khác nhau nhưng có một xu hướng chung là các ngân hàng đang giảm dần tỷ trọng doanh thu từ hoạt động kinh doanh tín dụng, điều này có thể tăng cường khả năng quản trị rủi ro và sức chống đỡ của các ngân hàng trước suy thoái kinh tế.

Kết quả hoạt động kinh doanh của nhóm ngành ngân hàng trong 6 tháng đầu năm 2010 diễn ra trong điều kiện kinh tế phức tạp với những đặc điểm nổi bật sau:

#### ***Áp lực lạm phát cao trong quý I và giảm đi đáng kể trong quý II***

CPI bình quân 6 tháng đầu năm tăng 8.75% so với bình quân 6 tháng đầu năm 2009. Trong 6 tháng đầu năm nay, tuy chỉ số giá tiêu dùng Quý I có biểu hiện tăng cao với mức tăng bình quân tháng là 1.35% nhưng sang Quý II, mức tăng bình quân tháng đã giảm xuống còn 0.21%. Điều này cho thấy các chính sách bình ổn giá đã bước đầu phát huy tác dụng, góp phần hỗ trợ chính sách nới lỏng tiền tệ trong Quý II.

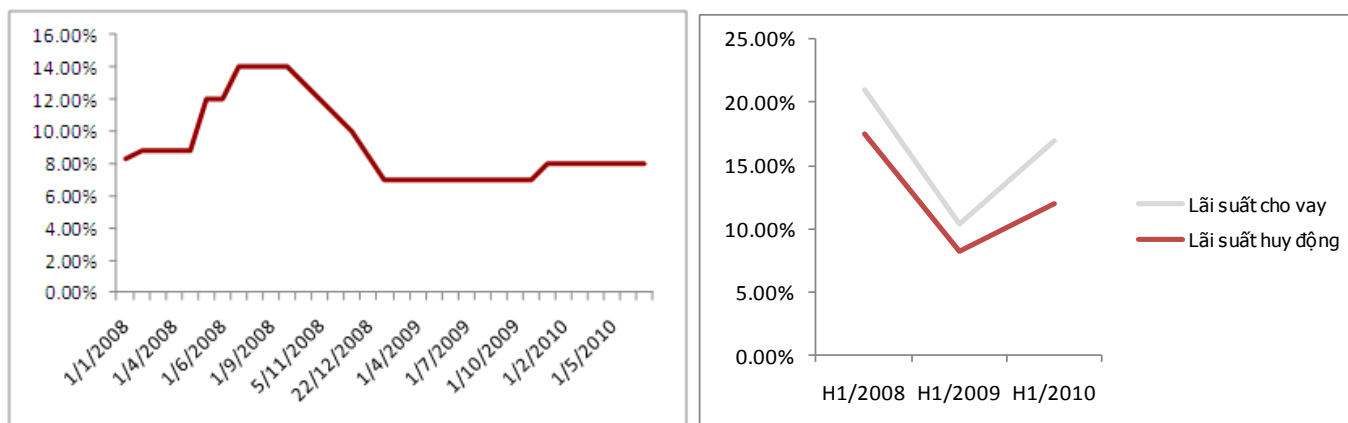


Bảng 4: Chỉ số CPI từ tháng 1/2009 – 6/2010

### Chính sách tiền tệ tiếp tục bị thắt chặt

Trong 6 tháng đầu năm, NHNN đã thực hiện các biện pháp chính sách tiền tệ tập trung vào việc thiết lập một mặt bằng lãi suất mới, ổn định theo xu hướng giảm dần để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Cụ thể:

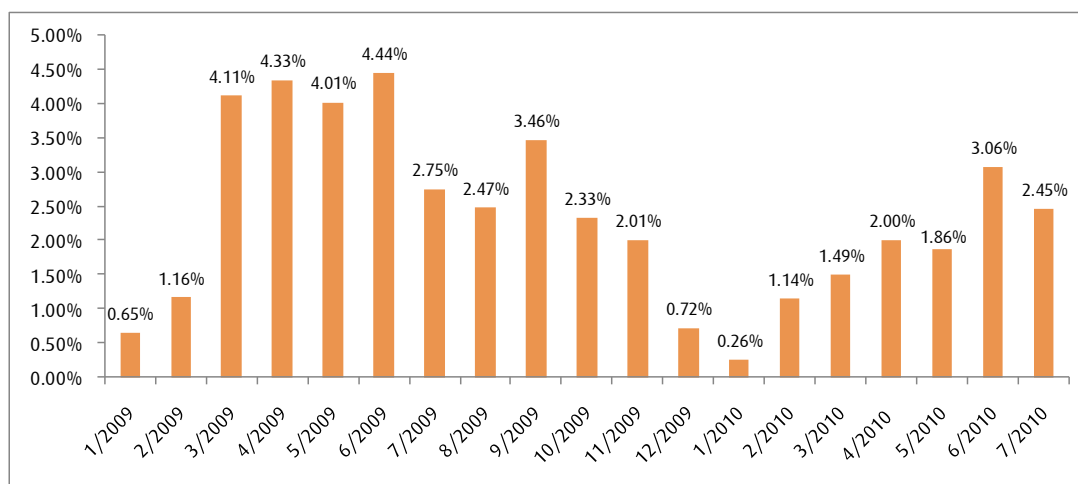
- Để ổn định thị trường ngoại hối, tăng cung ngoại tệ cho các NHTM và hạn chế việc găm giữ ngoại tệ của các doanh nghiệp, NHNN đã sử dụng công cụ tiền tệ gián tiếp, khuyến khích các doanh nghiệp bán ngoại tệ cho ngân hàng. Cụ thể, NHNN đã hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ từ 7% xuống còn 4%, hạ lãi suất tiền gửi bằng ngoại tệ của các doanh nghiệp và nâng tỷ giá danh nghĩa lên thêm 3.36%.



Bảng 5: Lãi suất cơ bản, lãi suất huy động & lãi suất cho vay

- Lãi suất cơ bản từ đầu năm đến nay vẫn duy trì ở mức 8% nhưng hầu như không còn vai trò trong việc điều tiết lãi suất. Do áp dụng cơ chế thỏa thuận đối với lãi suất cho vay ngắn, trung và dài hạn, trung bình 6 tháng đầu năm, lãi suất cho vay dao động trong khoảng 16-18%/năm, cá biệt có một số NHTM cổ phần quy mô nhỏ cho vay với lãi suất cao, lên tới 18-20%/năm. Lãi suất huy động trong khoảng thời gian này dao động xung quanh khoảng 12%. Tuy nhiên, tính đến cuối thời điểm Quý II/2010, mặt bằng lãi suất nhìn chung đang có xu hướng giảm dần với lãi suất cho vay còn 13-14%/năm và lãi suất huy động còn 11-11.2%/năm.

### *Tăng trưởng cho vay thấp hơn tăng trưởng huy động*



*Bảng 6: Tăng trưởng tín dụng từ tháng 1/2009 – tháng 7/2010*

- Tốc độ tăng trưởng vốn huy động cho đến cuối tháng 6/2010 tiếp tục tăng cao (10.82%) hơn tốc độ tăng trưởng cho vay (10.52%) do NHNN mạnh tay bơm vốn vào thị trường trong 2 quý đầu năm. Tuy nhiên, mức tăng trưởng tín dụng 10.52% thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2009 (17%) do chính sách tiền tệ thắt chặt của NHNN trong những tháng đầu năm nhằm kiểm chế lạm phát; lãi suất cơ bản tăng cao dẫn đến việc lãi suất huy động và lãi suất cho vay tăng cao. Trong khi đó tình hình sản xuất kinh doanh gặp nhiều biến động và rủi ro do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế Mỹ và khủng hoảng nợ châu Âu, vì vậy các doanh nghiệp rất dè dặt trong việc tiếp cận nguồn vốn vay để mở rộng sản xuất;
- Tăng trưởng tín dụng ngoại tệ tăng đột biến lên đến 27.5% trong khi huy động bằng vốn ngoại tệ chỉ tăng 3.09%. Chênh lệch này có nguy cơ tạo ra rủi ro tỷ giá đối với cả ngân hàng và doanh nghiệp đi vay trong thời gian tới. Đồng thời, chúng tôi cũng e ngại, chênh lệch này sẽ tạo áp lực lên tỷ giá cuối năm 2010 và đầu năm 2011 khi các doanh nghiệp phải tiến hành mua lại USD với số lượng lớn để trả nợ ngân hàng;
- Nhu cầu vay vốn bằng ngoại tệ lớn hơn VND do lãi suất cho vay VND (16 – 18%/năm) cao hơn quá nhiều so với lãi suất cho vay ngoại tệ (4 - 5%/năm), dẫn đến việc các doanh nghiệp sẵn sàng chấp nhận rủi ro tín dụng để đi vay bằng đồng ngoại tệ.
- Trước đây có 3 nhóm đối tượng được vay vốn bằng ngoại tệ:
  - Thanh toán cho nước ngoài tiền nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ phục vụ hoạt động, sản xuất, kinh doanh;
  - Để trả nợ cho nước ngoài trước hạn, nếu khoản vay đó đảm bảo các điều kiện: chấp hành đúng các quy định về vay, trả nợ nước ngoài theo quy định của pháp luật về ngoại hối; khách hàng vay có khả năng trả nợ gốc và lãi vốn vay bằng ngoại tệ, tiết kiệm được chi phí vốn vay so với việc vay vốn nước ngoài;
  - Để đầu tư trực tiếp ra nước ngoài theo quy định của pháp luật về đầu tư.

Tuy nhiên, tháng 12/2009, NHNN đã quyết định bổ sung thêm 2 đối tượng được vay vốn bằng ngoại tệ:

- Để thực hiện các dự án đầu tư, phương án sản xuất, kinh doanh hàng hóa và dịch vụ xuất khẩu;
- Trường hợp cho vay bằng ngoại tệ để sử dụng trong nước, tuy nhiên khách hàng phải bán ngay số ngoại tệ vay đó cho tổ chức tín dụng cho vay.

Điều này có thể giải thích tại sao dư nợ cho vay ngoại tệ có xu hướng lớn hơn dư nợ cho vay VND, ngoài lý do lãi suất nêu trên.

### ***Tiếp tục thắt chặt chính sách cho vay đối với chứng khoán và BĐS***

#### ***Dư nợ cho vay***

Tính đến hết tháng 5/2010, dư nợ cho vay của các tổ chức tín dụng đạt khoảng 14,000 tỷ đồng, tăng 13.6% so với năm cuối năm 2009, tổng dư nợ cho vay bất động sản là 192,000 tỷ đồng, tăng hơn 4%, chiếm 10% tổng dư nợ tín dụng. Trong khi đó, dư nợ cho vay chứng khoán 6 tháng đầu năm 2009 tăng 28.31%, và dư nợ cho vay đầu tư bất động sản tăng 10.48% so với cuối năm 2008. Có thể thấy tình hình cho vay đối với chứng khoán và bất động sản của năm nay giảm nhiều so với năm ngoái. Lý do chính là Chính phủ và NHNN đã đề ra những chính sách thắt chặt việc cho vay đối với hai mảng kinh doanh này. Ngoài ra, các ngân hàng cũng chủ động điều chỉnh lĩnh vực cho bất động sản. Cụ thể, các ngân hàng hạn chế cho vay đầu tư đối với doanh nghiệp, dự án mà chuyển sang cho cá nhân mua nhà dưới dạng trả góp, dưới dạng cho vay tiêu dùng có tài sản bảo đảm.

#### ***Chính sách cho vay***

- Tổng dư nợ cho vay và chiết khấu giấy tờ có giá đối với tất cả các khách hàng nhằm đầu tư, kinh doanh chứng khoán không vượt quá 20% vốn điều lệ của tổ chức tín dụng;
- Tổ chức tín dụng không được cấp tín dụng cho công ty trực thuộc là doanh nghiệp hoạt động kinh doanh chứng khoán;
- Tổ chức tín dụng không được cho vay không có bảo đảm để đầu tư, kinh doanh chứng khoán;
- Hiện nay chưa có một mức khống chế cho vay bất động sản nào được công bố nhưng theo các ngân hàng mức phổ biến cho những năm khó khăn gần đây nhất là 12% và mức các ngân hàng “tự hiểu” với nhau tỷ lệ cho năm nay khoảng 10% (“Vốn dành cho bất động sản nhiều nhưng vay không dễ” (<http://vietnamnet.vn/kinhte/201006/Von-danh-cho-bat-dong-san-nhieu-nhung-vay-khong-de-917171/>)).

## TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG 6 THÁNG CUỐI NĂM 2010

Chúng tôi không kỳ vọng vào đột biến trong kết quả hoạt động kinh doanh của nhóm ngành ngân hàng trong điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định, NHNN có xu hướng ưu tiên việc kiểm chế lạm phát hơn tăng trưởng tín dụng. Áp lực nguồn cung cổ phiếu tạo sức ép lớn lên giá cổ phiếu ngân hàng trong ngắn hạn; tuy nhiên về dài hạn, với vị trí và vai trò của mình trong nền kinh tế quốc dân, cổ phiếu ngân hàng vẫn có sức hấp dẫn riêng.

Trong 6 tháng cuối năm, ngành ngân hàng hoạt động trong điều kiện kinh tế vĩ mô và vi mô có đặc điểm chủ đạo sau:

### *Kinh tế vĩ mô*

- GDP 6 tháng cuối năm sẽ tăng trưởng mạnh hơn 6 tháng đầu năm, tạo đà tăng nhẹ đối với nhu cầu tín dụng:

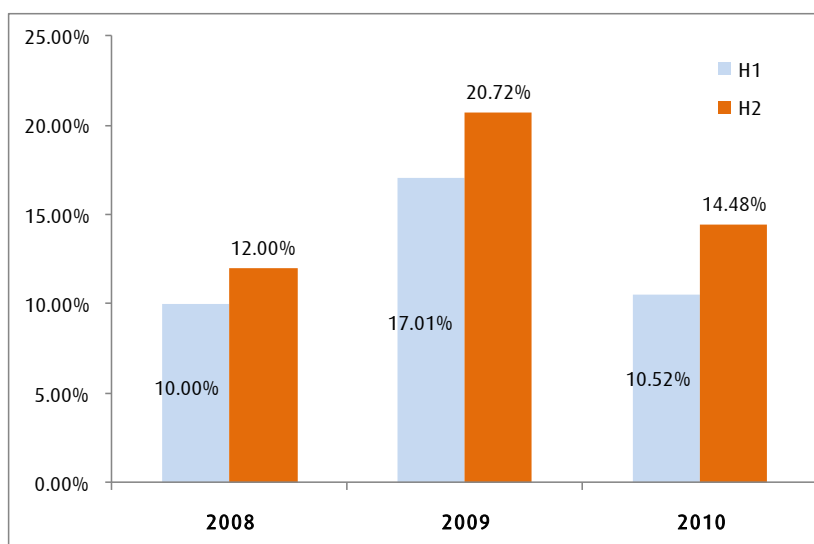
Tăng trưởng GDP Quý I/2010 là 5.83%, Quý II dự kiến là 6.2% - 6.4%. Để đạt mục tiêu 6.5% cả năm, GDP quý III và quý IV cần tăng trưởng ở mức 7%. Để đạt được mục tiêu tăng trưởng đề ra, Nhà nước sẽ có các chính sách hỗ trợ và thúc đẩy hoạt động kinh doanh sản xuất trong 6 tháng cuối năm. Dự kiến, nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp sẽ gia tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm.

- Lạm phát thấp sẽ tạo thuận lợi cho chính sách nới lỏng tiền tệ

Trong 6 tháng đầu năm 2010, chỉ số lạm phát rất khả quan, dừng lại ở mức 4.78%. Với mức lạm phát thấp như hiện nay, nhiều chuyên gia nhận định NHNN có thể sẽ mạnh dạn hơn trong việc thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ.

- Room tín dụng cho 6 tháng cuối năm là khá lớn

Năm 2010, mục tiêu tăng trưởng tín dụng được đặt ra là 25%. Tuy nhiên 6 tháng đầu năm 2010, tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 10.52% so với thời điểm cuối năm 2009. Vì vậy room tín dụng cho 6 tháng cuối năm sẽ vào khoảng 14.5%.



*Bảng 7: Tăng trưởng tín dụng 6 tháng qua các năm*

Có thể nhận thấy trong các năm gần đây, tăng trưởng tín dụng 6 tháng cuối năm luôn cao hơn 6 tháng đầu năm nên khả năng đạt được mục tiêu 14.5% cho 6 tháng cuối năm 2010 là hoàn toàn có thể thực hiện được. Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện nay, việc NHNN chưa có những động thái cụ thể trong khi một nửa quý III sắp trôi qua dường như đang thách

thức mục tiêu 25% năm 2010. Nếu tăng trưởng tín dụng không có đột phá và kịch bản 6 tháng đầu năm được lặp lại trong thời gian còn lại của năm 2010, kết quả kinh doanh của nhóm cổ phiếu ngân hàng sẽ không hứa hẹn tăng trưởng trong quý III và IV. Cách hiệu quả nhất được nhắc đến gần đây là nói lỏng các quy định sử dụng vốn trên thị trường mở để cho vay. Tuy nhiên, do thời hạn cho vay thường ngắn nên chúng tôi không kỳ vọng vào đột biến từ tăng trưởng tín dụng khi NHNN chỉ sử dụng công cụ thị trường mở. Trong tuần đầu tháng 8, NHNN có xu hướng tập trung nguồn tín dụng vào các nhóm ngành ưu tiên; đây cũng là một cách thực hiện chiến lược tương tự như năm 2009 mặc dù quy mô nhỏ hơn nhiều.

#### ***Áp lực từ các chính sách đối với ngành ngân hàng***

- Điều chỉnh hệ số an toàn (CAR) ảnh hưởng tới hoạt động của một số ngân hàng

Quyết định điều chỉnh hệ số CAR xét về dài hạn có tác động tích cực tới vấn đề quản trị rủi ro của hệ thống ngân hàng nhằm đáp ứng các yêu cầu của các tổ chức tín dụng quốc tế. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, quy định này có thể tác động tiêu cực tới tăng trưởng tín dụng của một số ngân hàng, đặc biệt là nhóm các ngân hàng trước đây là ngân hàng nhà nước cổ phần hóa với tỷ lệ CAR dưới 9%.

ACB	9.97%
CTG	8.06%
EIB	30.56%
SHB	15-20%
STB	11.41%
VCB	8.11%

*Bảng 8: Chỉ số CAR năm 2009 của các ngân hàng niêm yết*

Tính đến thời điểm cuối năm 2009, hầu hết các ngân hàng đang niêm yết đã đạt được hệ số an toàn vốn (CAR) trên 9%. Thậm chí, EIB còn có chỉ số trên 30% và SHB có chỉ số nằm trong khoảng 15-20%. Duy chỉ có CTG và VCB đạt dưới 9%. Tuy nhiên, theo kế hoạch tăng vốn cho năm 2010 thì chỉ số an toàn vốn của VCB sẽ đạt 10% và CTG cũng đã đặt mục tiêu đạt chỉ số CAR trên 10% trong Nghị quyết HĐQT năm 2010.

Ngoài ra, việc thắt chặt đối với cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán và bất động sản nhằm nâng cao hệ số an toàn tín dụng cho ngân hàng có thể làm chậm tốc độ tăng trưởng tín dụng. Điều này hoàn toàn nằm trong dự liệu vì room tín dụng cho đầu tư bất động sản là 10% trong khi hiện tại rất nhiều ngân hàng đã cho vay vượt quá hạn mức cho phép này.

- Nguồn cung cổ phiếu

Để hoàn thành kế hoạch tăng vốn điều lệ theo lộ trình quy định tại nghị định 141/2006/NĐ-CP, các ngân hàng có mức vốn dưới 3,000 tỷ đang chạy đua để tăng quy mô vốn trước khi năm tài chính 2010 kết thúc. Phương án chung là tập trung vào sức mạnh của cổ đông hiện hữu, phát hành thêm ra bên ngoài, hay tiến hành niêm yết để có thể thuận lợi hơn khi gọi vốn. Theo đó, dự kiến trong nửa cuối năm nay thị trường chứng khoán sẽ đón nhận một nguồn cung rất lớn cổ phiếu ngân hàng từ các đợt phát hành thêm. Điều này chắc chắn sẽ tạo ra áp lực cung rất lớn đối với thị trường chứng khoán. Với 21 ngân hàng có mức vốn dưới 3,000 tỷ đồng đang chạy đua tăng vốn, dự kiến cần phải huy động đến 30,262 tỷ đồng để đạt được mức này. Ngoài ra, với một số ngân hàng lớn đang có dự định niêm yết trong năm nay, ước tính tổng số vốn phải thu hút của khối ngân hàng năm nay là trên 51,000 tỷ đồng.



Với việc sức hút của cổ phiếu ngân hàng đối với NĐT trong 2 năm trở lại đây giảm dần và với việc diễn biến TTCK hiện nay dự báo chưa thể tăng trưởng ổn định, giá cổ phiếu ngân hàng khó được cải thiện, đây sẽ là rào cản trong việc thực hiện kế hoạch tăng vốn của ngân hàng. Với xu thế này, trong quý III và quý IV năm nay sẽ có một loạt ngân hàng lên sàn, khả năng thị trường 'rót' vốn vào cổ phiếu ngành ngân hàng là không cao.

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH NGÂN HÀNG – ‘ĐẮT’ HAY ‘RẺ’?

### Cổ phiếu ngân hàng ‘đắt’ hay ‘rẻ’?

Do đặc điểm của nhóm ngành ngân hàng, chỉ số P/B thường được sử dụng rộng rãi nhất để định giá:

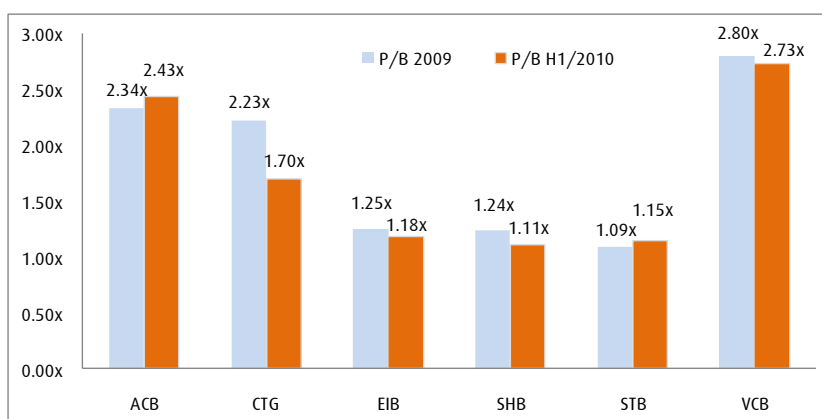
Ngành	P/B	Nước	P/B
CNTT	3.5	<b>China</b>	
Công nghiệp	2.7	Bank of China Limited	1.68
Dầu khí	2.1	Bank of Beijing Co.,Ltd.	2.18
DV Tiêu dùng	3.6	Hua Xia Bank Co., Limited	1.94
Dược phẩm	2.5	<b>Hongkong</b>	
Hàng Tiêu dùng	3.5	Chong Hing Bank Limited	1.23
<b>Ngân hàng</b>	<b>2.2</b>	The Bank of East Asia, Limited	1.60
Nguyên vật liệu	4.0	Dah Sing Banking Group Limited	1.17
Tài chính	3.1	<b>Singapore</b>	
Tiện ích cộng đồng	1.4	United Overseas Bank Limited	1.68
Viễn thông	N/A	DBS Group Holdings Limited	1.29
<b>Trung bình</b>	<b>2.86</b>	<b>Japan</b>	
		Kirayaka Bank,Ltd.	0.32
		THE TAIKO BANK,LTD.	0.29

Bảng 9: P/B của nhóm ngành ngân hàng – ngày 02/8/2010

So sánh với các nhóm ngành khác trên sàn niêm yết, chỉ số P/B của ngành ngân hàng khá thấp (2.2x); tuy nhiên, so với các ngân hàng lớn khác trong khu vực, cổ phiếu ngân hàng của Việt Nam lại không ‘rẻ’, chỉ số P/B cao hơn trung bình khoảng 30% - 40% bất chấp việc đã liên tục giảm giá trong thời gian gần đây. Có một số nguyên nhân có thể giải thích cho chỉ số P/B của các ngân hàng Việt Nam cao hơn mặt bằng chung khu vực:

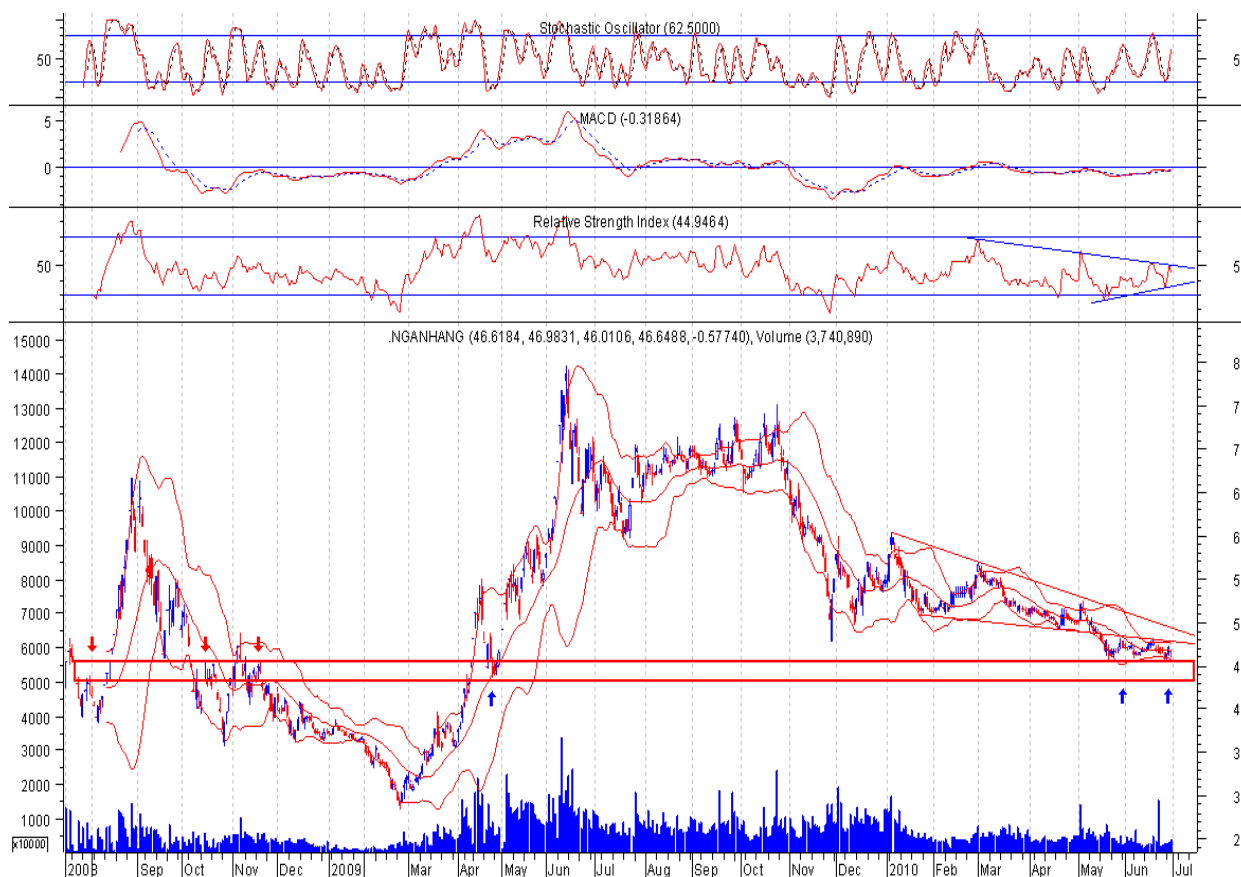
- (i) Kỳ vọng của NĐT vào tiềm năng phát triển của ngành ngân hàng Việt Nam. Thực tế cho thấy trong những năm gần đây, ngân hàng luôn là nhóm ngành có tốc độ phát triển nhanh nhất;
- (ii) Các ngân hàng Việt Nam có tốc độ tăng trưởng vốn điều lệ khá nhanh, nhanh hơn khả năng nguồn tiền này được sử dụng hiệu quả phục vụ sản xuất kinh doanh, do đó đẩy tỷ số P/B lên cao.

Trong nhóm ngành ngân hàng, các ngân hàng thương mại cổ phần có chỉ số P/B thấp hơn các ngân hàng được cổ phần hóa từ ngân hàng nhà nước:



## Phân tích kỹ thuật chỉ số nhóm cổ phiếu ngân hàng

Chỉ số Ngân hàng tụt dốc mạnh từ đầu tháng 6 năm 2009 đến nay khi giảm gần 50% từ ngưỡng 80 điểm xuống mức 46.65 điểm (ngày 30/6). Trong 6 tháng đầu năm 2010, chỉ số ngành Ngân hàng đã điều chỉnh giảm 22.25% và đang đi ngang trong giai đoạn cuối tháng 5 tới nay, trong khi đó thanh khoản trong 6 tháng đầu năm giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước, điều này phản ánh thực trạng các mã chứng khoán ngành Ngân hàng không thu hút được nhiều sự quan tâm của NĐT. Hiện chỉ số ngành Ngân hàng đã hình thành xu hướng tích lũy trong hơn một tháng trở lại đây xung quanh ngưỡng 45 – 48 điểm. Chỉ số ngành Ngân hàng đang được hỗ trợ bởi vùng kháng cự mạnh 43 – 45 điểm, đây là vùng kháng cự mạnh dài hạn, do đó nhiều khả năng sau giai đoạn tích lũy hiện nay chỉ số này sẽ bật mạnh trở lại. Hiện tại, chỉ số ngành đang nằm dưới hai đường kháng cự trong trung hạn, đây là giai đoạn quan trọng quyết định xu hướng tiếp theo của chỉ số này.



Bảng 10: Biểu đồ chỉ số ngành Ngân hàng

Hiện chỉ số RSI đang dao động giữa hai đường xu hướng và đang ở dưới ngưỡng trung bình 50, nhiều khả năng chỉ số này sẽ bật trở lại sau khi chạm ngưỡng hỗ trợ lần thứ ba và phá vỡ đường kháng cự tạo thành chu kỳ tăng điểm mới cho chỉ số ngành Ngân hàng. Đường MACD nhanh sau khi chạm nhẹ đường chậm đã tăng trở lại tạo đáy mới cao hơn hai đáy trước, đây sẽ là yếu tố hỗ trợ cho chỉ số này tăng điểm cũng như hỗ trợ xu hướng tăng điểm của chỉ số ngành Ngân hàng.

## Khuyến nghị

Với những phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị:

- Giảm tỷ trọng đầu tư vào nhóm ngành ngân hàng trong 6 tháng còn lại năm 2010. Trong 2 quý đầu năm, ngân hàng luôn là ngành có tỷ lệ giảm điểm mạnh nhất so với mặt bằng chung của thị trường. Khi áp lực cung chưa có dấu hiệu giảm cuối năm và xét về mặt định giá, CP ngân hàng vẫn chưa trở về mức 'hấp dẫn', chúng tôi không kỳ vọng vào sức bật của CP nhóm ngành ngân hàng;
- Đối với NĐT kỳ vọng vào sự hồi phục của CP nhóm ngành ngân hàng, chúng tôi khuyến nghị NĐT ưu tiên các ngân hàng thương mại cổ phần như ACB, STB, EXM do những lợi thế về tốc độ tăng trưởng, định giá, tính minh bạch của các chỉ số tài chính, khả năng phát triển nhanh trong các lĩnh vực mới ngoài lĩnh vực cho vay;
- Đối với NĐT ngắn hạn, chúng tôi khuyến nghị không phân bổ danh mục đầu tư vào cổ phiếu ngân hàng do nguồn cung lớn, yếu tố đột biến không nhiều và rủi ro 'xả hàng' của nhóm NĐT sở hữu CP ngân hàng với mức giá thấp trong quá trình tăng vốn điều lệ.

## PHỤ LỤC

### Phụ Lục 1: Các ngân hàng dự kiến niêm yết trong năm 2010

#### ***Ngân Hàng Miền Tây (Western Bank):***

- Vốn điều lệ hiện tại 1,000 tỷ đồng
- Lộ trình tăng vốn điều lệ:
  - Giai đoạn 1: tăng lên 2,000 tỷ sẽ được thực hiện trong khoảng thời gian từ 20/6 đến 20/7/2010
  - Giai đoạn 2: tăng lên 3,000 tỷ thực hiện từ tháng 11 đến tháng 12/2010
- Tuy nhiên, đến thời điểm này, kế hoạch tăng vốn đợt 1 vẫn chưa được triển khai
- Mặc dù ngày 8/2/2010, Ngân hàng đã được HOSE chấp thuận về mặt nguyên tắc cho việc niêm yết, nhưng đến tháng 3/2010, Ngân hàng đã xin rút hồ sơ với lý do để hoàn tất việc chuyển nhượng cổ phiếu của cổ đông lớn
- Mặc dù HOSE đã cấp giấy phép niêm yết vào ngày 15/4/2010 nhưng cũng chưa xác định được ngày chính thức niêm yết sau một thời gian trì hoãn
- Ngày 13/7/2010, HOSE đã có quyết định hủy niêm yết cổ phiếu của Western Bank. Nguyên nhân là do NH không hoàn tất thủ tục đăng ký giao dịch trong thời hạn 90 ngày kể từ ngày ký Quyết định chấp thuận niêm yết vào ngày 14/4/2010.
- Hiện nay ngân hàng đã có thông báo niêm yết sau khi tăng vốn lên 3,000 tỷ, do đó nhiều khả năng quá trình niêm yết sẽ bị lùi sang năm 2011.

#### ***ABBank:***

- Đang có chủ trương niêm yết cổ phiếu trên HOSE vào Quý IV/2010 hoặc giữa năm 2011;
- Thuận lợi nhờ có sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược MayBank (sở hữu 20% vốn điều lệ), EVN và CSCP Xuất nhập khẩu Tổng hợp Hà Nội (Geleximco)
- Trong năm 2010, dự kiến tăng vốn điều lệ từ 3,482.5 tỷ đồng lên 3,830.7 tỷ đồng từ nguồn thặng dư vốn cổ phần

#### ***NHTMCP Quân đội (MB)***

- Vốn điều lệ hiện tại 5,300 tỷ đồng;
- Số cổ phiếu đăng ký niêm yết là 530 triệu cổ phiếu tương đương với vốn điều lệ 5,300 tỷ đồng;
- 12/4/2010, NHNN đã có văn bản chấp thuận cho NH được niêm yết trên sàn HOSE

#### ***Navibank***

- Vốn điều lệ thực góp tại thời điểm này là 1,000 tỷ đồng
- Kế hoạch đến tháng 11 tăng vốn lên 2,000 tỷ đồng
- Sau đó, phát hành thêm cổ phiếu để nâng vốn điều lệ lên 3,000 - 3,500 tỷ đồng
- Hiện nay NH đã trình hồ sơ tăng vốn lên NHNN chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
- Lý do để NH thực hiện tăng vốn theo từng giai đoạn là do cổ đông lớn của NH là Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex), hiện nắm giữ 11% cổ phần đã quyết định không góp thêm vốn đầu tư vào Navibank

- Ngày 3/6/2010, Navibank đã nộp hồ sơ niêm yết cổ phiếu của NH lên HNX

#### ***Ngân hàng Phương Đông (OCB)***

- Vốn điều lệ hiện tại 2,000 tỷ
- Dự kiến tăng thêm 1,100 tỷ đồng vào cuối năm 2010
- Hiện nay NH đang thực hiện các thủ tục để niêm yết cổ phiếu trên HOSE vào cuối năm 2010
- Phương án phát hành dự kiến của OCB

Thưởng cổ phiếu từ thặng dư vốn và Quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ để phân phối theo tỷ lệ 5% cho cổ đông hiện hữu	100 tỷ
Bán theo mệnh giá cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 5% trên số cổ phần mà cổ đông sở hữu	100 tỷ
Bán tiếp cho BNP Paribas theo giá thỏa thuận để nâng tỷ lệ nắm giữ lên 20% vốn điều lệ 3,100 tỷ đồng	290 tỷ
Bán cho đối tác nước ngoài theo giá thỏa thuận với mức dự kiến 5% vốn điều lệ 3,100 tỷ đồng	155 tỷ
Bán cho cổ đông hiện hữu và đối tác chọn lọc trong nước theo giá thỏa thuận với mức dự kiến 14,667% vốn điều lệ 3,100 tỷ đồng	455 tỷ
<b>Tổng cộng</b>	<b>1,100 tỷ</b>

**Phụ lục 2: Các ngân hàng cần tăng quy mô vốn lên 3,000 tỷ bao gồm:**

Ngân hàng	Vốn hiện tại	Vốn cần tăng
Ngân hàng Phương Nam (Southern Bank)	2568	432
Ngân hàng Bắc Á (Nasbank)	2121	879
Ngân hàng Ngoại quốc doanh (VPBank)	2117	883
Ngân hàng Đại Dương (OceanBank)	2000	1,000
Ngân hàng Phương Đông (OCB)	2000	1,000
Ngân hàng Kiên Long (KienLongBank)	2000	1,000
Ngân hàng Dầu khí Toàn cầu (GP.Bank)	2000	1,000
Ngân hàng Đại Tín (TrustBank)	2000	1,000
Ngân hàng Tiên Phong (TienPhongBank)	1750	1,250
Ngân hàng Việt Á (VietABank)	1632	1,368
Ngân hàng Phát triển nhà Tp.HCM (HDBank)	1550	1,450
Ngân hàng Sài Gòn Công thương (Saigon Bank)	1500	1,500
Ngân hàng Bảo Việt (BaoVietBank)	1500	1,500
Ngân hàng Đại Á (DaiABank)	1000	2,000
Ngân hàng Nam Việt (Navibank)	1000	2,000
Ngân hàng Phát triển Mê Kông (MDB)	1000	2,000
Ngân hàng Phương Tây (Western Bank)	1000	2,000
Ngân hàng Việt Nam Thương Tín (VietBank)	1000	2,000
Ngân hàng Xăng dầu Petrolimex (PG Bank)	1000	2,000
Ngân hàng Đệ Nhất (Ficombank)	1000	2,000
Ngân hàng Gia Định (GiaDinhBank)	1000	2,000
<b>Tổng cộng</b>		<b>30,262</b>

*Bảng 11: Các ngân hàng cần tăng vốn lên 3,000 tỷ*

**Phụ lục 3: Quy định niêm yết đối với nhóm CP ngân hàng:**

**Quy định hiện hành**

Điều kiện để Ngân hàng thương mại cổ phần được đăng ký xin niêm yết cổ phiếu:

- Vốn điều lệ thực có (gồm vốn điều lệ thực góp trừ số lỗ lũy kế và các khoản rủi ro chưa được trích lập dự phòng) tối thiểu bằng mức vốn pháp định được quy định theo từng thời kỳ;
- Có thời gian hoạt động tối thiểu là 05 năm và hoạt động kinh doanh có lãi liên tục trong 2 năm gần nhất kể từ thời điểm xin niêm yết cổ phiếu;
- Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm: các khoản nợ quá hạn, nợ chờ xử lý, nợ cho vay được khoanh thể hiện trên Bảng cân đối kế toán hàng tháng, nợ chuyển cho Công ty quản lý nợ và khai thác tài sản để xử lý thu hồi vốn cho tổ chức tín dụng cổ phần) so với tổng dư nợ cho vay liên tục trong 02 năm gần nhất dưới 3%;

- Không vi phạm các quy định về an toàn trong hoạt động ngân hàng và các quy định khác của pháp luật, không bị xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực tiền tệ và hoạt động ngân hàng với mức xử phạt trên 1.000.000 đồng (một triệu đồng) trong thời gian ít nhất 01 năm tính đến thời điểm xin đăng ký niêm yết cổ phiếu;
- Tuân thủ giới hạn sở hữu cổ phần theo quy định của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước;
- Được Ngân hàng Nhà nước xếp loại A theo quy định của Thống đốc ngân hàng Nhà nước về xếp loại đối với Ngân hàng thương mại cổ phần, liên tục trong hai năm gần nhất kể từ thời điểm xin đăng ký niêm yết cổ phiếu;
- Có đủ hồ sơ theo quy định.

### ***Quy định đang dự thảo***

Hiện tại, NHNN đang lấy ý kiến để hoàn thiện dự thảo Thông tư hướng dẫn việc tổ chức tín dụng cổ phần đăng ký niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán:

- Đáp ứng đủ điều kiện về vốn;
- Hoạt động kinh doanh có lãi liên tục trong 2 năm liền kề và không có lỗ lũy kế tính đến thời điểm đề nghị;
- Đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu theo quy định của NHNN tại thời điểm cuối năm đề nghị;
- Đảm bảo đầy đủ các tỷ lệ an toàn trong hoạt động ngân hàng theo quy định của NHNN liên tục 3 tháng trước thời điểm đề nghị và liên tục các tháng tính đến thời điểm xem xét đề nghị;
- Tỷ lệ nợ xấu so với tổng dư nợ cho vay của năm liền kề và liên tục các quý tính đến thời điểm xem xét đề nghị không lớn hơn 3%.



## KHOÍ PHÂN TÍCH - ĐẦU TƯ

Nguyễn Việt Hùng – Giám Đốc Khối

Trương Thành Trung – Chuyên viên cao cấp

Nguyễn Thùy Anh – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Đạt – Chuyên viên phân tích

Hoàng Thùy Linh – Chuyên viên phân tích

### TRỤ SỞ CHÍNH:

39 Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-4) 22205678 (ext: 408)

Fax: (84-4) 22205668

Email: [research@sme.vn](mailto:research@sme.vn)

Website: <http://www.smes.vn>

### CHI NHÁNH TP. HCM:

11 Trần Quốc Thảo, Quận 3, HCM

Tel: (84-8) 39147388

Fax: (84-8) 39308707

Email: [research@sme.vn](mailto:research@sme.vn)

Website: <http://www.smes.vn>

*\* Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản tin cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo*

*SMES có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng SMES có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này*

*Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của SMES đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán SME, 2010*