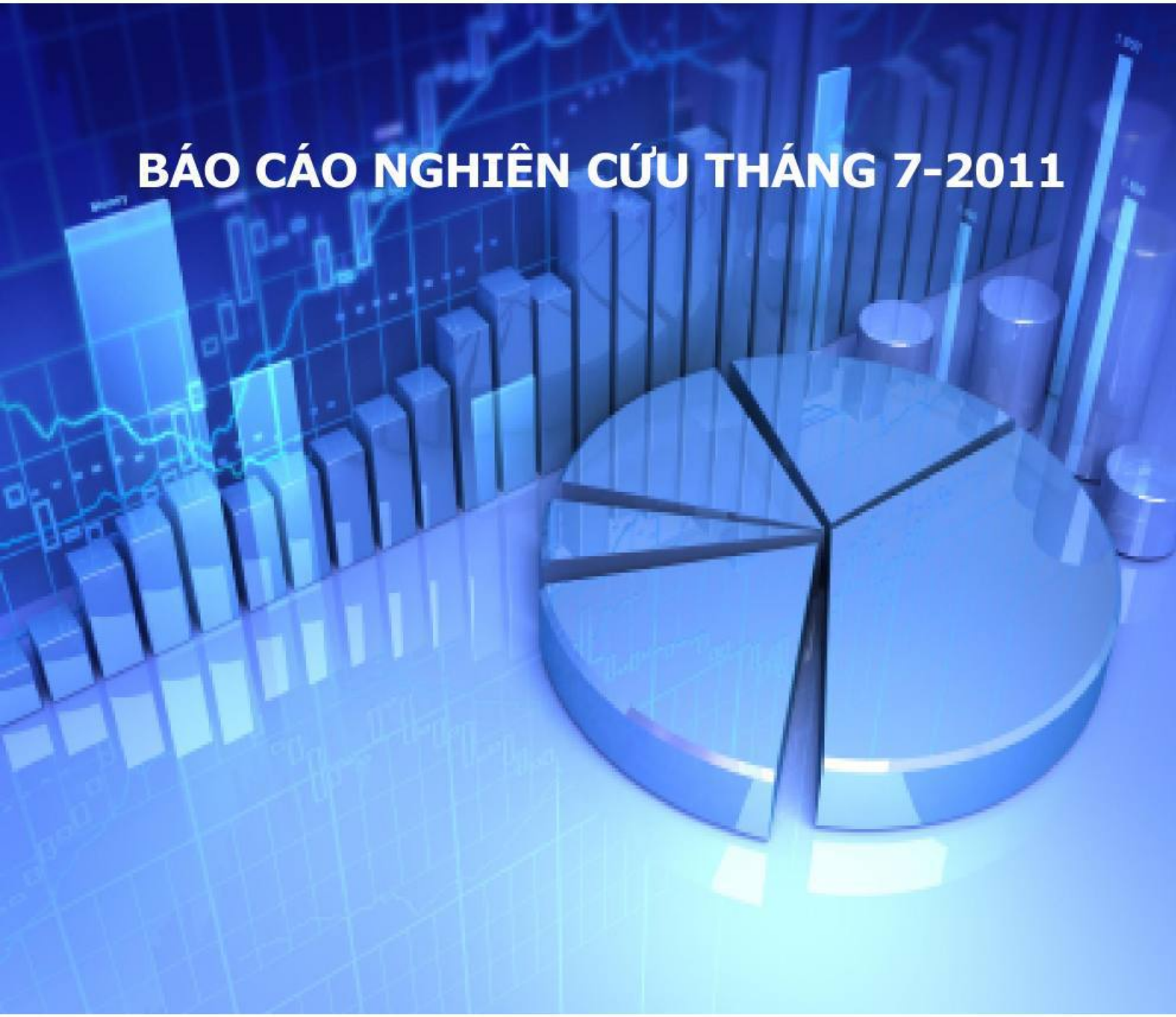
SBB SECURITIES

Đối tác tài chính toàn cầu của bạn



BÁO CÁO NGHIÊN CỨU THÁNG 7-2011

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tháng 7, 2011

TIỂU ĐIỂM

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Tập trung kiềm chế lạm phát và hy sinh tăng trưởng kinh tế.

Việt Nam và những ảnh hưởng của nền kinh tế thế giới

Sự gia tăng liên tục giá thực phẩm thế giới, thiếu hụt nguồn cung từ Nhật và sự leo thang giá dầu tạo áp lực cho lạm phát Việt Nam.

Khủng hoảng nợ công Châu Âu làm các nhà đầu tư cẩn trọng hơn với nợ quốc gia. Việt Nam gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động vốn sau khi liên tục bị hạ bậc tín dụng.

Thị trường chứng khoán Việt Nam

Trong nửa đầu 2011, VN-Index giảm nhiều nhất 11,2% so với mức giảm 3% của Hong Kong HIS và 2,6% của Singapore STI.

Triển vọng thị trường

Đi ngang vẫn là xu hướng chủ đạo của thị trường chứng khoán trong những tháng còn lại của năm 2011. Tuy nhiên, đây là cơ hội tích lũy cổ phiếu "chất lượng" tại mức giá "rẻ" cho những nhà đầu tư giá trị.

Doanh nghiệp của ngành

Vật liệu cơ bản/ Phân ngành hóa chất chuyên dụng	DPM	
Y tế/ Phân ngành dược	DHG	
Bất động sản và xây dựng	HAG	ITA
Sản xuất chế biến thực phẩm và đồ uống	VNM	MSN
Ngân hàng	VCB	EIB

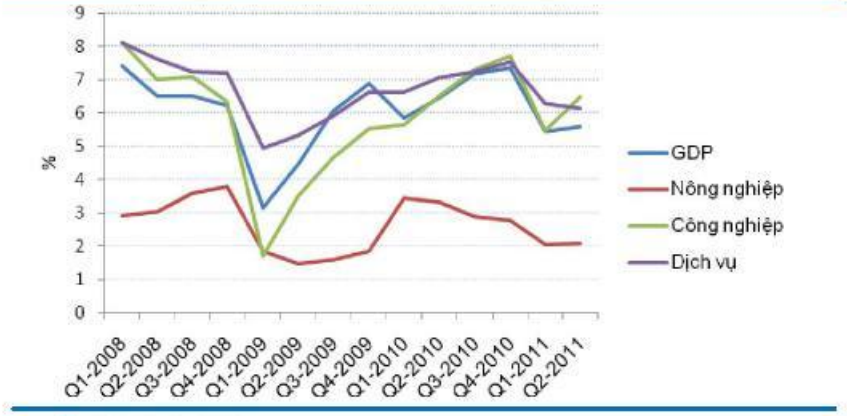
KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

GDP

Khác với những năm trước, ngay từ những tháng đầu năm, chính phủ đã không đặt tham vọng vào mục tiêu kép: tăng trưởng kinh tế và kiềm chế lạm phát. Thay vào đó, trọng tâm là khống chế mức lạm phát được dự đoán ở mức 2 con số. Chính vì vậy tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội 6 tháng đầu năm chỉ đạt 5,57%, thấp hơn cùng kỳ năm trước là 6,16%.

Nguồn tín dụng ngân hàng khó tiếp cận khiến nhiều doanh nghiệp phải giảm công suất. Những doanh nghiệp có thể tiếp cận nguồn vốn ngân hàng thì phải chịu mức lãi suất rất cao. Bên cạnh yếu tố mùa vụ (tăng trưởng kinh tế quý 1 và 2 thường thấp hơn 2 quý còn lại trong năm), đây chính là nguyên nhân làm giảm tốc độ tăng GDP trong nửa đầu năm. Trước thực tế này chính phủ đã phải hạ chỉ tiêu tăng trưởng GDP năm 2011 từ 7-7.5% xuống 6%.

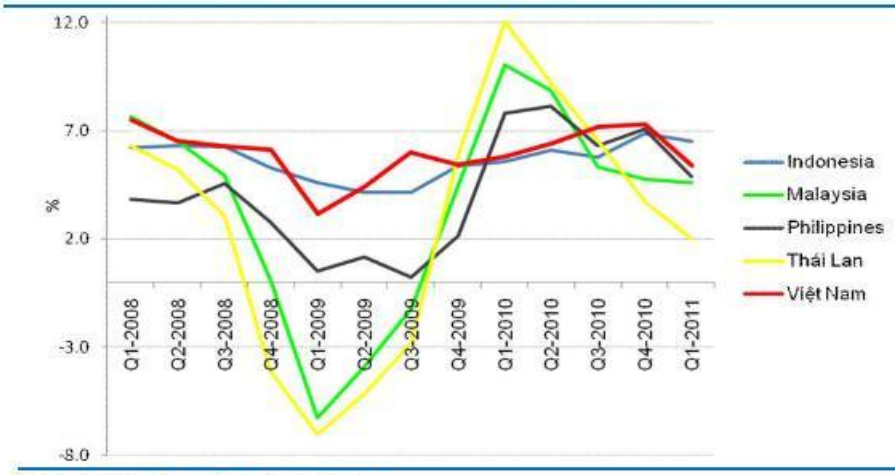
Hình 1: Tốc độ tăng trưởng GDP và một số ngành



Nguồn: TCTK và SBBS

Về chi tiết, khu vực nông-lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,08%, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 6,49%, khu vực dịch vụ tăng 6,12%. Chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 9,7% so với cùng kỳ 2010. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 6 tháng đạt 911.733 tỉ đồng, tăng 22,6% so với cùng kỳ 2010. Chỉ số tồn kho các ngành công nghiệp chế biến, một trong những con số có thể dùng để dự đoán GDP, tăng 15,9% so với cùng kỳ.

Hình 2: Tốc độ tăng trưởng GDP thực của Việt Nam và một số nước

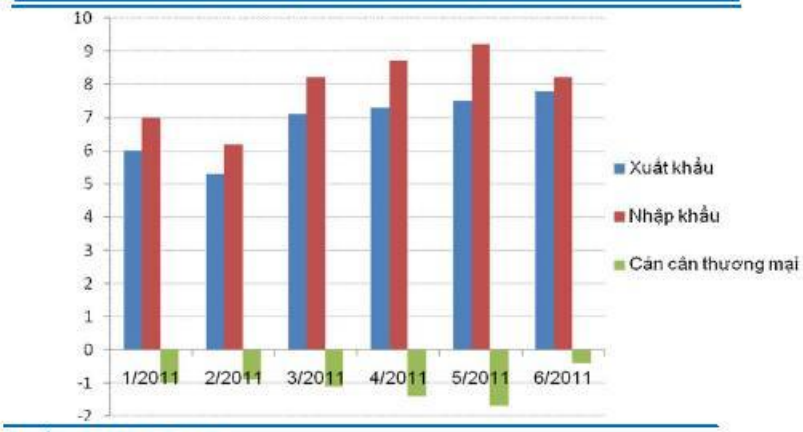


Nguồn: Ngân hàng Thế giới và SBBS

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong thời gian qua tuy có dấu hiệu chậm lại nhưng so sánh với các nước trong khu vực thì vẫn ở mức cao và ổn định hơn. Tuy nhiên con số GDP lại không phản ánh được chất lượng của một nền kinh tế. Việt Nam vẫn dựa chủ yếu vào việc tăng vốn đầu tư, khai thác tài nguyên thô và nhân công giá rẻ để phát triển kinh tế. Do đó thay vì chú trọng vào việc đặt ra và hoàn thành các mức GDP tăng cao hàng năm, Chính phủ nên nghĩ đến chất lượng và tính bền vững của những con số này.

XUẤT NHẬP KHẨU

Hình 3: Cán cân thương mại trong nửa đầu năm



Nguồn: TCTK và SBBS

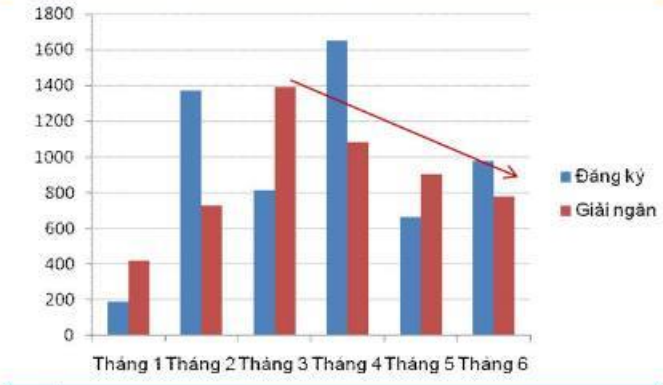
Trong 6 tháng đầu năm, tổng kim ngạch xuất khẩu tăng 30,3%, tổng kim ngạch nhập khẩu tăng 25,8% nhưng Việt Nam vẫn còn nhập siêu 6,65 tỷ USD, tương đương với con số cùng kỳ năm ngoái và vượt chỉ tiêu 16%. Đây là con số đáng thất

vọng vì ngay từ đầu năm Chính phủ đã có những biện pháp nhằm hạn chế nhập siêu như: dừng mua sắm ôtô công có nguồn gốc nhập khẩu, hạn chế nhập hàng xa xỉ (ôtô, điện thoại di động, rượu, bia, mỹ phẩm). Đáng ngại nhất là nhập siêu từ Trung Quốc lại chiếm đến hơn 80% tổng nhập siêu. Nguyên nhân này chủ yếu xuất phát từ cơ cấu xuất nhập khẩu.

Cơ cấu xuất nhập khẩu cho thấy một vấn đề nổi tồn tại trong suốt nhiều năm qua: xuất thô-nhập tinh. Nếu như Việt Nam chỉ xuất khẩu được 3,9 tỷ USD dầu thô thì lại phải nhập về 5,5 tỷ USD xăng dầu. Hay với thị trường Trung Quốc, Việt Nam xuất thô cao su, than đá, dầu thô và một số các mặt hàng nông sản, trong khi đó nhập về hàng sản xuất và máy móc (chiếm tổng cộng hơn 82% trong cơ cấu các mặt hàng nhập khẩu từ nước này). Đối với các mặt hàng mang tính chiến lược như khoáng sản và nguyên liệu thô, nếu không có một cơ chế khai thác phù hợp hơn thì trong tương lai gần Việt Nam sẽ phải làm động tác ngược lại là nhập khẩu nhưng với giá trị cao hơn.

FDI VÀ ODA

Hình 4: Vốn FDI trong 6 tháng đầu năm



Nguồn: TCTK và SBBS

Số vốn FDI đăng ký trong 6 tháng đầu năm giảm mạnh, chỉ đạt 5,67 tỉ USD, bằng 56,7% so với cùng kỳ năm trước, nhưng tỷ lệ thực hiện lại cao hơn, đạt 98,1% (5,3 tỉ USD). Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục là trọng điểm khi chiếm đến 58,8% số vốn đăng ký. Singapore là nước có vốn đầu tư lớn nhất, 1,3 tỷ USD (chiếm hơn 23%); trong khi đó Hàn Quốc là nước có số dự án đăng ký mới nhiều nhất, 124 dự án. Các nước Đông Á và Đông Nam Á vẫn là những nước đầu tư nhiều nhất vào Việt Nam đến thời điểm hiện tại.

Bảng 1: Năm nước đầu tư nhiều nhất vào Việt Nam trong nửa đầu năm 2011

TT	Đối tác	Số dự án cấp mới	Vốn đăng ký cấp mới (triệu USD)	Số dự án tăng vốn	Vốn đăng ký tăng thêm (triệu USD)	Vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm (triệu USD)
1	Singapore	43	1.236,24	6	89,3	1,325,57
2	Hàn Quốc	124	376,74	30	296,9	673,62
3	Hồng Kông	18	533,77	10	98,0	631,80
4	Nhật Bản	86	303,25	23	163,7	466,92
5	Malaysia	11	346,62	4	72,5	419,15

Nguồn: TCTK

Vốn FDI là một nguồn quan trọng bù đắp thâm hụt thương mại. Bên cạnh đó các doanh nghiệp FDI còn mang vào Việt Nam công nghệ và kỹ năng quản lý. Các doanh nghiệp này chiếm gần 55% kim ngạch xuất khẩu trong nửa đầu năm. Tuy nhiên con số FDI giải ngân giảm liên tục từ tháng 3 là một điều đáng lưu ý. Con số FDI thực hiện mang nhiều ý nghĩa hơn là vốn đăng ký vì doanh nghiệp chỉ thực sự giải ngân khi cảm thấy môi trường kinh doanh có triển vọng. Những điểm yếu cố hữu của nền kinh tế như tình hình kinh tế vĩ mô không ổn định, thiếu lao động có tay nghề, thiếu hụt năng lượng và thiếu các ngành công nghiệp phụ trợ nếu không được cải thiện sẽ khiến Việt Nam thiếu hấp dẫn trong con mắt các nhà đầu tư nước ngoài.

Trong 6 tháng đầu năm số vốn ODA giải ngân ước đạt 1,35 tỷ USD, bằng 56,25% kế hoạch cả năm. Con số ký kết thông qua các hiệp định cho đến hết tháng 5 là 1,66 tỷ USD, tăng 20% so với năm ngoái. Cũng như vốn FDI, ODA với lãi suất ưu đãi và thời hạn vay dài là một nguồn bù đắp ngoại tệ quan trọng và con số giải ngân mới đáng quan tâm.

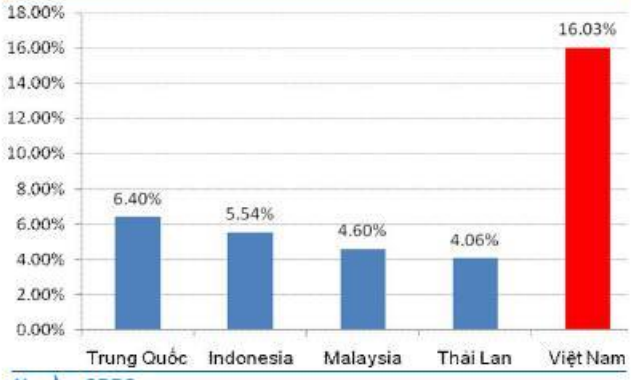
CPI

Hình 5: CPI theo tháng và CPI điều chỉnh yếu tố mùa vụ bằng chương trình X12

Nguồn: SBBS

Lạm phát là một trong những vấn đề nổi cộm trong năm 2011 khi Chính phủ phải liên tục điều chỉnh mức dự báo CPI từ 7% đầu năm lên 15% và mới đây là 15-17%. Chỉ số giá tiêu dùng theo tháng đã có mức giảm đáng kể từ tháng 5, chỉ còn 1,09% trong tháng 6. Mặc dù đây là tín hiệu đáng mừng tuy nhiên nếu nhìn vào con số bình quân 6 tháng là 16,03%, hoặc so với tháng 12-2010 là 13,29%, thì đây vẫn là điều đáng quan ngại. Trong tất cả các sản phẩm dịch vụ, chỉ có chỉ số nhóm bưu chính viễn thông là giảm 0,01%, các chỉ số khác đều tăng trong đó nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng cao nhất với 1,79%.

Hình 6: CPI tháng 6 (so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: SBBS

Lý giải cho mức lạm phát 2 con số nằm ở 2 nhóm yếu tố :

Yếu tố từ bên ngoài: Việc tăng giá của hàng hóa và nguyên liệu nhập khẩu. Sự ảnh hưởng của yếu tố này càng được khuếch đại hơn sau khi đồng Việt Nam giảm giá 9,3%. Mặc dù đây có thể được xem là yếu tố khách quan nhưng cũng không thể dùng để biện hộ khi mà các nước trong cùng khu vực có nền kinh tế mở hơn lại có mức lạm phát thấp hơn nhiều. Do đó vấn đề chủ yếu nằm trong bản thân nền kinh tế Việt Nam.

Yếu tố bên trong: Việc nới lỏng chính sách tiền tệ vào nửa cuối năm 2010 phục vụ cho tăng trưởng kinh tế cùng với việc phải tăng giá các mặt hàng vốn được kiểm soát giá như xăng dầu và điện từ sau Tết âm lịch. Các sản phẩm chăn nuôi và trồng trọt ngoài việc sản lượng bị giảm do yếu tố dịch bệnh, thời tiết còn phải chịu giá đầu vào (thức ăn chăn nuôi, phân bón, giống,…) và mức lãi suất cao. Bên cạnh các nguyên nhân đã nêu còn phụ thuộc các yếu tố mang tính đặc trưng sau:

(1) Đầu tư công ở mức cao. Trong 5 năm qua đầu tư công tăng hàng năm khoảng 12,7% và chiếm khoảng 15-19% GDP, trong khi đó mức đầu tư này

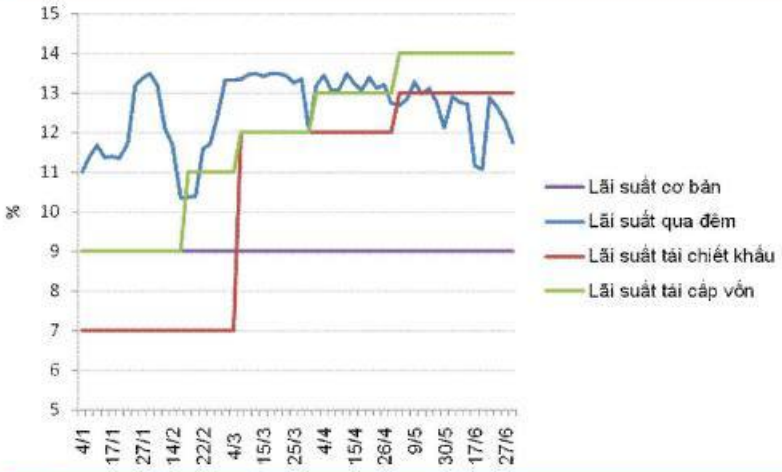
của các nước trong khu vực ở mức thấp, như Trung Quốc khoảng 3-4% GDP, Malaysia 3-4% GDP, Thái Lan 5-6% GDP.

(2) Hệ thống phân phối hàng hóa đặc biệt là sản phẩm nông nghiệp có quá nhiều tầng lớp trung gian khiến nhà sản xuất và cơ quan quản lý rất khó quản lý giá cả, tạo điều kiện cho nạn đầu cơ thao túng thị trường.

(3) Yếu tố tâm lý, đặc trưng của nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam. Yếu tố tâm lý này có thể nhìn thấy rõ nhất ở 2 biểu hiện: kỳ vọng (ví dụ: giá cả tăng đón đầu khi có thông tin tăng lương cơ bản) và "tát nước theo mưa" (việc tăng giá ở mặt hàng này có thể dẫn đến việc tăng giá ở mặt hàng khác).

LÃI SUẤT

Hình 7: Các lãi suất chính sách



Nguồn: NHNN và SBBS

Ngoại trừ lãi suất cơ bản vẫn được giữ nguyên là 9% từ cuối năm 2010, lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu và thị trường mở liên tục được điều chỉnh tăng. Lãi suất tiền gửi áp dụng mức trần được NHNN quy định từ cuối năm 2010 là 14%. Đã có nhiều ý kiến cho rằng nên bãi bỏ quy định này. Nhưng NHNN có lý do để lo ngại một khi rào cản bị dỡ bỏ thì cuộc đua lãi suất sẽ khiến lãi suất đầu ra tăng cao. Ở khía cạnh khác người gửi tiết kiệm hoàn toàn có lý khi yêu cầu mức lãi suất thực dương, đặc biệt là khi xảy ra lạm phát cao. Để làm được điều này các ngân hàng bằng nhiều cách đã đưa mức lãi suất thực trả cao hơn nhiều so với mức trần. Do đó có thể mô tả tình trạng hiện nay là cấm nhưng không quản được.

Lãi suất vay trước đây quy định là 1,5 lần lãi suất cơ bản. Nhưng từ 26/2 các ngân hàng được phép cho vay với lãi suất thỏa thuận. Đây là sự thừa nhận hiện thực khi trước đây lãi suất cho vay tuy vẫn áp dụng mức trần theo quy định nhưng các ngân hàng sẽ thu thêm các loại phí. Theo thống kê của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thì lãi suất cho vay VND bình quân thực tế khoảng 18,74%/năm (tăng 340 điểm phần trăm so với cuối năm 2010), trong đó lãi suất cho vay lĩnh vực phi sản xuất khoảng 22-25%/năm. Lãi suất ngân hàng cao đã khiến nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong sản xuất kinh doanh. Nhưng đây là biện pháp hợp lý để kiềm chế lạm phát.

Trong 6 tháng đầu năm, tăng trưởng tín dụng là 7,05%, tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán là 2,33%, so với mục tiêu cả năm lần lượt là 20% và 15-16%. Đáng chú ý là tín dụng VND chỉ tăng 2,27%, trong khi bằng ngoại tệ tăng tới 22,21%. Không có con số thống kê chi tiết tỷ trọng phần tín dụng ngoại tệ dành cho mục đích xuất khẩu và mục đích chênh lệch lãi suất. Sẽ thực sự đáng ngại nếu có nhiều doanh nghiệp quay sang tín dụng USD tận dụng mức chênh lệch cho vay giữa tiền đồng và USD. Như vậy 6 tháng còn lại của năm tín dụng sẽ có một con đường rộng để đi, nhưng dưới áp lực lạm phát còn cao thì những ngành sản xuất và xuất khẩu sẽ là đối tượng được ưu tiên.

Chính sách thắt chặt tiền tệ thông qua công cụ lãi suất đã được NHNN thực hiện một cách nghiêm túc trong nửa đầu năm. Tuy nhiên vẫn còn đó lo ngại nếu NHNN phải nới lỏng chính sách tiền tệ của mình vì mục tiêu tăng trưởng. Nếu lạm phát thật sự giảm trong những tháng cuối năm thì điều này có thể chấp nhận được. Nhưng bài học năm 2010 vẫn còn đó khi mà NHNN nới mức tăng trưởng tín dụng từ 10,5% vào tháng 6 lên mức 27.65% vào cuối năm, và hậu quả là chỉ số CPI tăng từ mức 4,78% ở tháng 6 lên 11,75% vào tháng 12 (so với mốc tháng 12/2009).

TỶ GIÁ

Hình 8: Diễn biến tỷ giá VND/USD trong năm 2011

Nguồn: XE.com

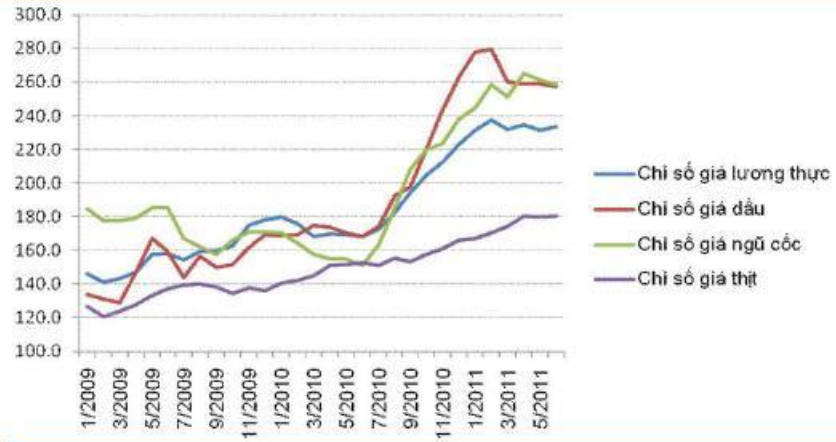
Áp lực lên tỷ giá tồn tại từ nửa cuối năm 2010 nhưng để tránh những tác động xấu khi thời điểm Tết âm lịch đến gần, đồng Việt Nam chỉ chính thức bị phá giá thêm 9,3% vào ngày 11/2, mức cao nhất trong vòng 18 năm qua. NHNN tiếp theo đó đã có những động thái nhằm bình ổn thị trường ngoại hối như quy định chỉ được giao dịch ngoại tệ tại những điểm được cấp phép, cấm niêm yết giá bằng ngoại tệ, yêu cầu các tập đoàn, tổng công ty nhà nước bán lại ngoại tệ cho các tổ chức tín dụng, hạn chế nhập ôtô và hàng xa xỉ, quy định mức lãi suất trần USD là 2%. Bên cạnh đó vàng, vốn là mặt hàng tạo từng nên cơn sốt USD trong năm 2010, cũng được đưa vào diện quản lý chặt. Cho đến lúc này các biện pháp quyết liệt trên đã tỏ ra có hiệu quả khi mức tỷ giá đi vào ổn định.

Theo con số thống kê từ IMF, đến tháng 5, Việt Nam đạt được mức dự trữ ngoại tệ khoảng 13,5 tỷ USD, tương đương 6 tuần nhập khẩu (con số khuyến cáo từ WB là 10 tuần). Một nguồn dự trữ ngoại tệ dồi dào sẽ giúp NHNN chủ động hơn trong việc bình ổn tỷ giá, tuy nhiên nếu tăng con số này lên trong thời gian ngắn thì lượng tiền đồng đưa ra thị trường sẽ gây áp lực lên lạm phát.

VIỆT NAM VÀ NHỮNG ẢNH HƯỞNG CỦA NỀN KINH TẾ THẾ GIỚI

Nền kinh tế thế giới nửa đầu năm 2011 hồi phục một cách chậm chạp khi phải đối diện với nhiều khó khăn như bất ổn ở khu vực Bắc Phi, Trung Đông, vấn đề nợ công Châu Âu và thảm họa thiên tai tại Nhật Bản. Ngân hàng thế giới trong tháng 6 đã phải hạ mức dự đoán tăng trưởng kinh tế thế giới 2011 xuống 3,2%, thấp hơn 10 điểm cơ bản so với con số dự đoán hồi tháng 1 và thấp hơn nhiều so với mức 3,8% của năm 2010.

Hình 9: Chỉ số giá một số mặt hàng thiết yếu



Nguồn: FAO và SBBS

Ở khía cạnh khác, kinh tế thế giới cũng đang phải đối mặt với nỗi lo lạm phát. Các nước như Ấn Độ, Hàn Quốc, Trung Quốc, Việt Nam, … chứng kiến mức lạm phát rất cao trong vài năm qua. Chỉ số chung của các loại lương thực, thực phẩm tính đến 6-2011 tăng từ 7-10% so với cuối năm 2010. Thêm vào đó sự thiếu hụt nguồn cung từ Nhật Bản cho các ngành công nghiệp điện tử và ôtô; nhu cầu nhập khẩu năng lượng, vật liệu xây dựng, nông hải sản của Nhật Bản tăng mạnh; và khủng hoảng chính trị tại Trung Đông và Bắc Phi đẩy giá dầu tăng lên càng tạo thêm áp lực rất lớn lên lạm phát. Nhiều nước đã phải điều chỉnh mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Trung Quốc điều chỉnh lại mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong vòng 5 năm từ 7,5% xuống mức 7%, hay Hàn Quốc phải hạ mục tiêu tăng trưởng trong năm 2011 còn 4,5% (so với mục tiêu 5% ban đầu). Thêm vào đó ngân hàng trung ương các nước cũng phải thực hiện các biện pháp thắt lưng buộc bụng và thắt chặt chính sách tiền tệ như nâng lãi suất cơ bản và nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc (Trung Quốc, Nga, Ấn Độ, liên minh Châu Âu,…). Chấp nhận đánh đổi tăng trưởng trong ngắn hạn để lấy ổn định kinh tế và kiềm chế lạm phát là lựa chọn của nhiều nước trong tình hình hiện tại.

Việt Nam cũng không nằm ngoài tầm ảnh hưởng của những bất ổn trên. Lạm phát được "nhập khẩu" vào Việt Nam khiến lạm phát tăng cao. Giá cả các mặt hàng nhập khẩu vừa tác động trực tiếp đến sinh hoạt người dân vừa khiến các doanh nghiệp sử dụng nguồn nguyên liệu nhập khẩu gặp khó khăn. Trong đó đáng lưu ý là Trung Quốc "xuất khẩu" một phần mức lạm phát cao nhất trong vòng 3 năm qua qua 2 con đường: thông qua hàng hóa nhập khẩu và việc thương lái Trung Quốc đổ sang thu gom các sản phẩm nông, thủy sản và gia cầm. Giá cả hàng hóa và nguyên liệu thế giới tính đến tháng 6 đã giảm tốc so với thời gian đầu năm nhưng vẫn chưa có gì đảm bảo sẽ theo xu hướng tốt hơn. Bất kì một cú sốc về kinh tế, chính trị hay thiên nhiên nào khác cũng có thể khiến mặt bằng giá khôi phục lại mức cao.

Ngoài ra việc cán cân thương mại bị thâm hụt trung bình 1,1 tỷ USD/tháng (do giá đầu vào nhập khẩu tăng cao trong khi xuất khẩu vẫn gặp khó khăn do nhu cầu thế giới phục hồi chậm) gây áp lực lên nguồn dự trữ ngoại tệ vốn không quá dư dả, dẫn đến nguy cơ tiền đồng chịu áp lực mất giá (và từ đó lại dẫn đến nguy cơ lạm phát). Việc xảy ra thiên tai ở Nhật không hẳn là một điều xấu đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam mà thay vào đó đây là một cơ hội gia tăng thị phần ở thị trường Nhật nhất là đối với các ngành nông hải sản, một thế mạnh của Việt Nam. Cụ thể trong 6 tháng đầu năm lượng hàng hóa Việt Nam xuất sang Nhật tăng 32,4%.

Dòng vốn FDI và viện trợ ODA trong 6 tháng đầu năm vẫn chưa cho thấy dấu hiệu bị ảnh hưởng xấu. Các khoản ODA lớn nhất đến từ Ngân hàng Thế giới và Ngân hàng Phát triển châu Á. Còn đối với Nhật, nước tài trợ ODA song phương lớn nhất cho Việt Nam (chiếm 30% tổng ODA) với con số giải ngân năm 2010 là 1,6 tỷ USD và con số cam kết cho năm 2011 là 1,76 tỷ USD, cũng chưa đưa ra ý định cắt giảm nguồn viện trợ này. Theo chúng tôi, Nhật sẽ vẫn giữ nguyên chính sách ODA đối với Việt Nam ít nhất là đến hết năm 2011. Còn việc vốn cam kết và thực hiện cho các năm sau ra sao thì lại phụ thuộc vào tiến độ và hiệu quả của từng dự án cụ thể.

Bảng 2: Thâm hụt ngân sách và nợ của Việt Nam (%GDP)

	Thâm hụt ngân sách	Dư nợ công	Dư nợ nước ngoài
2010	5,6%	56,7%	42,2%
2011 (mục tiêu)	<5%	58,7%	44,5%

Nguồn: BTC, TCTK

Vấn đề nợ công Châu Âu sẽ làm cho dịch chuyển một phần dòng vốn ra khỏi các quốc gia đang gặp khủng hoảng tại châu lục này. Tuy nhiên dòng vốn này sẽ tìm đến những quốc gia có điều kiện tương đồng mà Việt Nam chắc chắn không nằm

trong số đó. Nhưng quan trọng hơn, cuộc khủng hoảng này sẽ khiến các nhà đầu tư quốc tế có cái nhìn thận trọng hơn đối với những quốc gia ở vào tình trạng tương tự. Theo công bố của Chính phủ Việt Nam, mức thâm hụt ngân sách và dư nợ công là vẫn còn nằm trong giới hạn an toàn. Tuy nhiên với đặc điểm của nền kinh tế lấy thành phần quốc doanh làm chủ đạo, rất khó để có được con số chính xác của nợ công. Những vụ việc như Vinashin cho thấy chỉ khi có sự cố xảy ra và có sự kiểm tra một cách nghiêm túc thì mới đánh giá được tình hình và rủi ro ở các tập đoàn, tổng công ty nhà nước.

Bảng 3: Xếp hạng tín dụng của Việt Nam và một số nước trong khu vực

	Indonesia		Malaysia		Thái Lan		Việt Nam	
	Xếp hạng	Triển vọng	Xếp hạng	Triển vọng	Xếp hạng	Triển vọng	Xếp hạng	Triển vọng
Moody's	Ba1	Ổn định	A3	Ổn định	Baa1	Ổn định	B1	Tiêu cực
S&P	BB	Tích cực	A-	Ổn định	BBB+	Ổn định	BB-	Tiêu cực
Fitch	BB+	Tích cực	A-	Ổn định	BBB	Ổn định	B+	Ổn định

Nguồn: SBBS

Trong báo cáo gần đây của CMA, lần đầu tiên Việt Nam lọt vào top 10 nước có rủi ro cao nhất dựa vào hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS). Ngoài ra việc liên tiếp các tổ chức đánh giá tín nhiệm có cái nhìn không mấy lạc quan khiến Việt Nam càng khó khăn hơn trong việc huy động vốn.

Bảng 4: Mười nước có độ rủi ro cao nhất

Vị trí	Quốc gia	CPD 5 năm (%)	Xếp hạng CMA	CDS 5 năm (bps)	Xếp hạng trước đây
1	Hy Lạp	80,6	CMA_cc-	2100,3 (35,8% U.F)	1 (không đổi)
2	Venezuela	51,4	CMA_ccc	987,9 (18,5% U.F)	2 (không đổi)
3	Portugal	47,6	CMA_ccc	798,3	4 (xuống 1)
4	Ireland	47,2	CMA_ccc	791,6	3 (lên 1)
5	Pakistan	44,9	CMA_ccc+	811,6	Mới
6	Argentina	34,9	CMA_b-	588,1	5 (lên 1)
7	Ukraine	28,6	CMA_b+	462,7	6 (lên 1)
8	Lebanon	22,2	CMA_bb-	351	8 (không đổi)
9	Việt Nam	21,8	CMA_bb	319,3	Mới
10	Dubai	21,7	CMA_bb	335,6	Mới

Báo cáo quý 2 của CMA

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

Sáu tháng đầu năm 2011, tổng lượng trái phiếu chính phủ (TPCP) trên thị trường sơ cấp huy động đạt gần 48.400 tỷ đồng với tỷ lệ trúng thầu của toàn thị trường là 46,9%, có khuynh hướng tăng so với cùng kỳ năm 2010. Tổng khối lượng đăng ký của nhà đầu tư đạt gần 140.400 tỷ đồng, nhiều hơn 36% lượng gọi thầu, chứng tỏ sự quan tâm khá lớn của nhà đầu tư đối với kênh này.

Trên thị trường thứ cấp, giá trị giao dịch trên hệ thống giao dịch TPCP chuyên biệt trong kỳ đạt gần 31.100 tỷ đồng; giá trị giao dịch bình quân đạt 263 tỷ đồng/phiên, giảm nhẹ so với cùng kỳ năm 2010 là 294 tỷ đồng/phiên.

Trên thị trường thứ cấp TPCP, những kỳ hạn dài có lợi suất giao dịch tương đối ổn định trong khoảng 11,2 - 12,8%, những kỳ hạn ngắn dưới 5 năm có lợi suất dao động khá lớn từ 10 - 12% lên 12 - 14% trong những tháng của Q2/2011.

THỊ TRƯỜNG SƠ CẤP

Theo thống kê các đợt chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) diễn ra trong 7 tháng đầu năm 2011, trung bình 41% tổng số lượng cổ phần chào bán được mua.

Gần đây nhất là đợt IPO thành công của Tổng Công ty Xăng Dầu Việt Nam (Petrolimex) bán được tất cả 100% số cổ phần đem chào bán với giá trúng thầu trung bình 15.032 đồng, thu về 412 tỷ đồng. Ngoài ra, còn có 2 trường hợp bán thành công 100% cổ phần trong tháng 6 là CTCP Lọc hóa dầu Nam Việt (3 triệu cổ phần) và TCT Xây dựng Miền Trung Cosevco (23,9 triệu cổ phần). Đợt IPO của Tổng công ty Thép Việt Nam (VNSteel) vào cuối Q2/2011 cũng có thể được xem là có kết quả khả quan (tỷ lệ thành công 59%, huy động 395 tỷ đồng) trong tình hình hiện tại. Trái ngược với các kết quả khả quan trên, đợt IPO của Ngân hàng TMCP Phát triển Nhà TP.Hồ Chí Minh (HD Bank) hầu như thất bại khi chỉ bán được 200 cổ phiếu giá 10.200 đồng/cổ phiếu trong tổng số 3,68 triệu cổ phiếu đem chào bán.

Nhìn chung, mặc dù tình hình kinh tế gặp nhiều khó khăn, các nhà đầu tư vẫn quan tâm đến các doanh nghiệp có yếu tố cơ bản tốt; tuy nhiên các đợt IPO có mức giá trúng thầu chênh lệch không cao (~ 5%) so với giá khởi điểm.

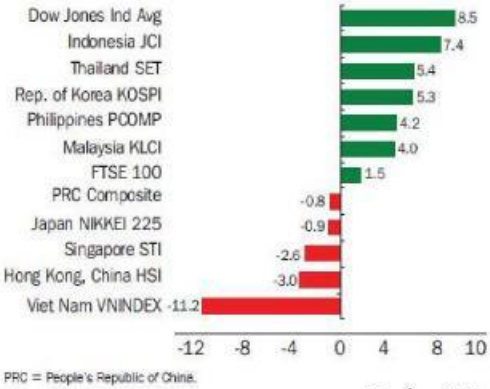
THỊ TRƯỜNG THỨ CẤP

Kết thúc Q2/2011, chỉ số VN-Index trụ tại mức 432,54 điểm, giảm 10,8% so với thời điểm cuối năm 2010 (484,66 điểm) và giảm 14,7% so với cuối Q2/2010. Toàn thị trường có khoảng 280 mã thì hơn 90% số mã giảm giá so với thời điểm cuối năm 2010 với mức giảm trung bình 30%. Như vậy VN-Index đến thời điểm này vẫn giữ được mức 400 điểm phần lớn nhờ vào tăng trưởng mạnh của các trụ cột như VIC (+47%), BVH, MSN, CTG và VNM (từ +24 đến +29%)... trong nửa đầu năm 2011.

Biến động các chỉ số trong H1/2011

Nguồn: SBBS

Growth of Stock Price Indexes
(3 Jan 2011 to 8 Jul 2011, %)



Nguồn: ADB

Biến động giá các mã vốn hóa lớn trong nửa đầu năm 2011

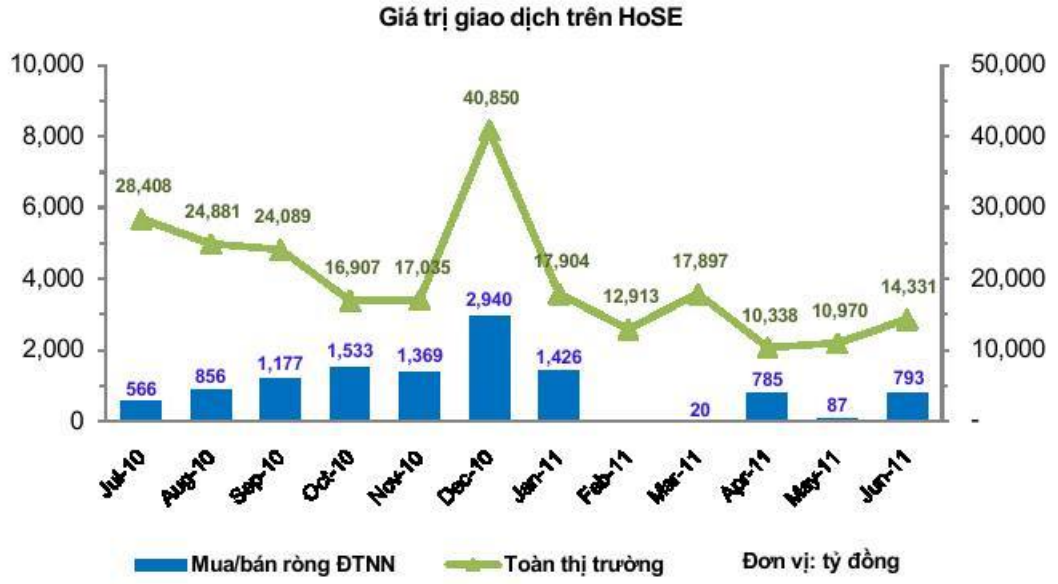
Mã	Giá đóng cửa 31/12/2010* (nghìn đồng)	Giá đóng cửa 30/6/2011* (nghìn đồng)	% thay đổi	Tỷ trọng vốn hóa tại 30/6/2011
VIC	93,1	137,0	47%	9,6%
BVH	63,6	78,5	24%	9,6%
MSN	75,0	97,0	29%	9,0%
CTG	21,7	27,2	26%	8,2%
VCB	29,0	24,7	-15%	7,8%
VNM	86,0	109,0	27%	7,3%
HAG	54,0	39,0	-28%	3,3%
EIB	15,3	14,6	-5%	2,8%
DPM	36,9	32,5	-12%	2,2%
VPL	42,2	59,0	40%	2,2%
PVF	19,6	19,1	-2%	2,1%
STB	16,2	12,0	-26%	2,0%
Giá trị vốn hóa toàn thị trường ngày 30/06/2011 là **556 nghìn tỷ đồng**				

(*): Giá điều chỉnh *Nguồn: SBBS*

Không bị méo mó như chỉ số VN-Index, chỉ số HNX-Index phản ánh trung thực hơn tình trạng thị trường chứng khoán Việt Nam. HNX-Index đóng cửa ngày 30/6/2011 ở mức 74,35 điểm, giảm mạnh 34,9% so với thời điểm cuối năm 2010 (114,24 điểm) và giảm 53,2% trong vòng 12 tháng qua. Trong nửa đầu năm 2011, chỉ có 22 trong tổng số 366 mã tăng giá, các mã còn lại đều giảm giá với mức giảm trung bình 36%.

Trong mối tương quan với các chỉ số khác trên thế giới trong cùng giai đoạn, VN-Index có mức giảm nhiều nhất so với mức giảm 3% của Hong Kong HIS và 2,6% của Singapore STI. Trong khi đó, chỉ số Công nghiệp Dow Jones tăng đến 8,5% và chỉ số của các nước trong khu vực Asian như Indonesia JCI, Thái Lan SET, Phillippines PCOMP và Malaysia KLCI đều tăng từ 4%.

Trong năm 2010, nhà đầu tư nước ngoài mua ròng đạt mức kỷ lục 15.400 tỷ đồng và đóng vai trò hỗ trợ thị trường với kỳ vọng vào sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2011. Thế nhưng, diễn biến thị trường trong nửa đầu năm 2011 đã không như mong đợi, nhà đầu tư nước ngoài dần thu hẹp quy mô thu mua, tuy vẫn duy trì mua ròng xấp xỉ 3.000 tỷ đồng (~ 146 triệu USD) nhưng ở mức thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2010 (6.900 tỷ đồng). Điều này thể hiện sự thận trọng hơn của khối này đối với những bất cập trong chính sách điều hành và sự bất ổn của nền kinh tế vĩ mô Việt Nam.



Nguồn: SBBS

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Thâm hụt cán cân thương mại, dự trữ ngoại hối mỏng, biến động tỷ giá mạnh, lạm phát và lãi suất cao là những nguyên nhân chính gây nhiều khó khăn cho thị trường chứng khoán Việt Nam nói riêng và kinh tế Việt Nam nói chung trong thời gian qua. Ngoài các yếu tố nội tại, phải kể đến những nguyên nhân khách quan từ tình hình khó khăn của kinh tế toàn cầu: (1) vấn đề nợ công châu Âu vẫn chưa tìm được giải pháp triệt để, (2) những bất đồng trong Chính phủ Mỹ về vấn đề nợ quốc gia, (3) thiên tai, dịch bệnh gây mất mùa và tạo áp lực lên giá nông sản cũng như lạm phát trên toàn thế giới. Tuy nhiên, như đã phân tích ở trên, những nguyên nhân khách quan này không thể dùng biện hộ cho những bất ổn của nền kinh tế vĩ mô Việt Nam thời gian qua mà chính là những yếu tố nội tại. Và thị trường chứng khoán sẽ không thể phát triển bền vững trong điều kiện nền kinh tế chung còn nhiều bất ổn.

Thị trường giao dịch ảm đảm, thanh khoản liên tục tụt giảm đã làm không những nhà đầu tư cá nhân mà ngay cả các nhà đầu tư tổ chức với chiến lược đầu tư dài hạn và phương thức đầu tư bài bản cũng bắt đầu tỏ vẻ mất kiên nhẫn với thị trường, đặc biệt khi giá chứng chỉ quỹ chiết khấu với NAV đang ở mức khá cao. Điều này cũng tạo lên áp lực thanh lý quỹ đặc biệt là các quỹ đã hoạt động ở Việt Nam từ lúc thị trường chứng khoán thành lập khi thời thanh lý quỹ đang cận kề. Vì vậy, nếu không có những chất xúc tác mạnh tạo cú hích cho thị trường thì rủi ro thoái vốn của các quỹ đầu tư các nhà đầu tư nước ngoài sẽ tăng lên.

Với những nỗ lực hiện tại của Chính phủ, chúng tôi tin tưởng rằng nếu không có thêm những bất lợi về thời tiết và các biến động khác từ bên ngoài, mức lạm phát sẽ giảm dần bắt đầu từ nửa cuối quý 3 trước khi tăng lại vào cuối năm. Lạm phát cả năm theo mô hình dự đoán của chúng tôi sẽ vào khoảng 17,8%. Theo đó, mặt bằng lãi suất sẽ khó có cơ hội giảm mạnh trong nửa cuối năm. Do không còn là trọng tâm trong chính sách năm 2011, GDP theo ước tính sẽ chỉ tăng khoảng 6,2%. Với những kết quả đạt được trong thời gian qua đối với thị trường ngoại hối, cùng với những chính sách đang được thực thi, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá VND/USD sẽ tương đối ổn định trong năm nay và VND chỉ giảm đến mức 21.000 vào cuối năm. Những dự đoán này của chúng tôi dựa trên giả định Chính phủ kiên trì chính sách thắt chặt tiền tệ trong suốt năm 2011 do đã có bài học kinh nghiệm từ năm 2010 thắt chặt đầu năm, thả lỏng cuối năm và gây hậu quả nặng nề cho lạm phát năm sau.

Kinh tế vĩ mô ổn định sẽ giúp nhà đầu tư lấy lại lòng tin và cũng là chất xúc tác cho sự phát triển bền vững của thị trường. Một "chất xúc tác" khác mà chúng tôi kỳ vọng là từ những chính sách quản lý thị trường của UBCK sẽ dần được cởi mở hơn, giúp nhà đầu tư có thêm nhiều sản phẩm và công cụ để lựa chọn hơn khi tham gia vào thị trường. Mới đây nhất là thông tư 74 với các quy định cho phép giao dịch ký quỹ, nhà đầu tư mở nhiều tài khoản, mua bán chứng khoán cùng phiên có hiệu lực từ 1/8/2011. Tuy nhiên, thông tư này chỉ hợp thức hóa những hoạt động đã tồn tại trên thị trường, chứ chưa tạo nên được sản phẩm mới cho thị trường và do đó không tạo được những cải thiện đáng kể cho thị trường.

Những lo ngại về rủi ro kinh tế vĩ mô cùng với việc hạn chế nguồn tiền vào thị trường do hệ quả của Chính sách tiền tệ thắt chặt đã làm giá cổ phiếu xuống tới mức hấp dẫn so với tiềm năng của doanh nghiệp. Hiện nay PE thị trường chỉ còn 11.87x và thị trường hiện có khoảng 50% các mã đang giao dịch dưới mệnh giá. Mặc dù giá cổ phiếu hiện tại đang ở mức hấp dẫn nhưng cũng không thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư vì tiềm năng tăng trưởng của thị trường cho những tháng cuối năm vẫn còn mờ mịt. Tuy nhiên, như đã dự đoán về tình hình tương đối ổn định của nền kinh tế vĩ mô, thì chiến lược mua tích lũy những cổ phiếu của những doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt với mức giá đang hấp dẫn cũng không phải là chiến lược "tồi" trong thời điểm hiện nay.

DOANH NGHIỆP CỦA NGÀNH

NGÀNH VẬT LIỆU CƠ BẢN – PHÂN NGÀNH HÓA CHẤT CHUYÊN DỤNG

DPM - Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (Đạm Phú Mỹ) là doanh nghiệp dẫn đầu ngành phân bón Việt Nam, chiếm khoảng 50% thị trường phân urê trong nước. Công ty có tình hình tài chính rất lành mạnh với số dư tiền mặt rất lớn (khoảng 3.700 tỷ) đang sẵn sàng giải ngân vào các dự án mở rộng sản xuất. Ngoài lợi thế sử dụng rất ít nợ vay, DPM còn vượt trội hơn các công ty niêm yết cùng ngành ở khả năng sinh lời (ROA, ROE). Do đã hoạt động hết công suất nên hiện tại lợi nhuận công ty phụ thuộc chủ yếu vào biến động giá phân bón thế giới. Trong năm 2011 giá phân bón đã tăng rất mạnh so với năm 2010, do đó công ty có nhiều khả năng sẽ vượt ít nhất 30% kế hoạch lợi nhuận đặt ra đầu năm.

NGÀNH Y TẾ - PHÂN NGÀNH DƯỢC

DHG - Dược Hậu Giang là công ty dược Việt Nam lớn nhất và nằm trong nhóm 5 công ty dược hàng đầu đang hoạt động tại Việt Nam (tính cả doanh nghiệp nước ngoài). Trong giai đoạn 2008-2010, công ty duy trì mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trên 15%/năm. Mặc dù trong năm nay công ty đặt kế hoạch rất thận trọng với doanh thu chỉ tăng 10% và lợi nhuận giảm 12% do tình hình kinh tế khó khăn, nhưng chúng tôi vẫn có một cái nhìn lạc quan về triển vọng sắp tới của DHG dựa vào nhà máy mới. Các chỉ số P/E, P/B hiện tại của công ty cao hơn nhiều so với trung bình ngành. Điều này cho thấy giá trị được kỳ vọng của DHG nằm ở sự tăng trưởng. Việc Việt Nam không phải cam kết mở cửa thị trường phân phối dược phẩm trực tiếp theo cam kết WTO có thể xem là một thuận lợi cho DHG khi công ty có mạng lưới phân phối trải dài khắp nước.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN VÀ XÂY DỰNG

HAG - Hoàng Anh Gia Lai là một tập đoàn đa ngành hoạt động trong 5 lĩnh vực chính: bất động sản, gỗ đá, khoáng sản, cao su và thủy điện, tổng tài sản là 20.286 tỷ đồng. Hiện tại, doanh thu từ Bất động sản vẫn chiếm tỷ trong cao nhất trong cơ cấu doanh thu của HAG nhưng từ 2012 trở đi doanh thu ngành cao su, khoáng sản, thủy điện bắt đầu gia tăng đáng kể nên tỷ trọng doanh thu bất động sản của tập đoàn sẽ giảm dần. Lợi thế trong ngành bất động sản là HAG có quỹ đất lớn với chi phí thấp, tổng diện tích lên tới 2,5 triệu m^2, và dự kiến, từ 2010-2012 mỗi năm đưa ra thị trường khoảng 2.000 căn hộ. HAG có công ty xây dựng riêng và khả năng tự cung cấp một số nguyên vật liệu trong xây dựng như gỗ, đá granite nên chi phí xây dựng thấp so với trung bình ngành. HAG hiện đang giao dịch với PE2011 5x, PB 1.8x, tương đối cao hơn mức trung bình, tuy nhiên với nội lực tài chính mạnh và tiềm năng tăng trưởng dài hạn, thì mức giá HAG hiện nay cũng khá hấp dẫn cho những nhà đầu tư giá trị.

ITA – CTCP Đầu tư Công nghiệp Tân Tạo là tập đoàn hàng đầu trong lĩnh vực phát triển khu công nghiệp và hạ tầng kỹ thuật ở Việt Nam, với tổng tài sản hiện nay là 9.266 tỷ và mức vốn hóa thị trường là 3.412 tỷ, đứng thứ 4 về giá trị thị trường trong các công ty bất động sản đang niêm yết. Sở hữu quỹ đất lớn là một trong những lợi thế cho sự phát triển dài hạn của tập đoàn. Hiện tại, ITA đang phát triển 11 dự án lớn và hầu hết các dự án đều đầu tư cơ sở hạ tầng để phát triển khu công nghiệp, chính hình thức cho thuê khu công nghiệp sẽ tạo nguồn thu ổn định và bền vững hơn so với các công ty bất động sản khác.

Rủi ro tài chính thấp với tỷ lệ nợ/vốn của ITA là 40% là mức tương đối thấp so với mức trên 100% ở hầu hết công ty bất động sản khác. Đặc biệt trong thời kỳ chính sách tiền tệ thắt chặt, với cơ cấu vốn ít phụ thuộc vào nợ sẽ giúp công ty đỡ gánh nặng trả lãi, giảm rủi ro mất thanh khoản và phá sản.

Cổ phiếu ITA đang được giao dịch với P/B 0,6x mức khá thấp so với các công ty bất động sản đang niêm yết. Với tiềm năng tăng trưởng cao nhờ sở hữu quỹ đất lớn cùng với mức giá cổ phiếu đang giao dịch dưới giá trị sổ sách, ITA xứng đáng là cổ phiếu Bất động sản nhà đầu tư nên xem xét để tích lũy.

NGÀNH SẢN XUẤT CHẾ BIẾN THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG

VNM - CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk)

VNM là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sữa Việt Nam chiếm đến 44% thị phần trong nước với hơn 140.000 điểm bán lẻ toàn quốc; tiêu thụ hàng năm lên đến 3,6 tỷ sản phẩm.

Mặc dù thu mua đến hơn 1/2 sản lượng sữa bò tươi cả nước nhưng công ty vẫn phải nhập khẩu hơn 70% sữa tươi nguyên liệu; nên công ty vẫn chịu rủi ro từ biến động giá cả trên thế giới.

Doanh thu tăng trưởng nhanh với tốc độ trung bình 24%/năm giai đoạn 2006-2010 bất chấp cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008. Tiềm năng tăng trưởng ngành sữa còn lớn khi tỷ lệ tiêu thụ sữa bình quân ở Việt Nam còn thấp chỉ xấp xỉ 15 lít/người/năm so với Thái Lan là 23 lít/người/năm.

Vinamilk đang xây dựng nhà máy chế biến sữa ở Bình Dương với tổng công suất 400 triệu lít/năm dự kiến đưa vào hoạt động năm 2012 và nâng công suất lên gấp đôi năm 2017. Công ty cũng có kế hoạch nâng đàn bò sữa lên 80,000 con để có thể cung cấp 1,3 triệu lít/ngày.

Tình hình tài chính Vinamilk vững vàng với D/E 8% (không có nợ dài hạn); tỷ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh ở mức an toàn 2,95x và 1,68x. Tính đến cuối Q2/2011, tổng tài sản công ty đạt gần 15.700 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 11.323 tỷ đồng.

ROA và ROE luôn duy trì ở mức cao so với trung bình ngành; năm 2010 đạt lần lượt 38% và 50%. EPS trailing là 11.000 đồng/cổ phiếu và P/E 10,36x ở mức trung bình trên thị trường. Cổ phiếu này là lựa chọn hàng đầu cho nhà đầu tư giá trị kỳ vọng vào tăng trưởng ổn định và ít chịu ảnh hưởng từ rủi ro thị trường.

MSN – Tập đoàn Masan

Tập đoàn Masan hoạt động trong 3 lĩnh vực chính là: thực phẩm, ngân hàng và khai thác khoáng sản với tỷ lệ cổ phần nắm giữ trong Masan Consumer là 76,5%, Techcombank là 20% và Masan Resources là 65%.

Masan Consumer (đổi tên từ Masan Food) đóng góp cao nhất doanh thu tập đoàn, là công ty dẫn đầu trong chế biến mì ăn liền và các loại nước chấm, chiếm đến 74% thị phần mước mắm, 80% thị phần nước tương và 40% thị phần mì ăn liền cao cấp trong nước. Trong 6 tháng đầu năm 2011, Masan Consumer đạt 2.839 tỷ đồng doanh thu và 846 tỷ đồng LNST, tăng trưởng tương ứng 36,5% và 111% so với cùng kỳ năm 2010.

Masan Resources nắm quyền kiểm soát toàn bộ dự án mỏ Núi Pháo (tổng vốn đầu tư 440 triệu USD). Mỏ này dự kiến hoạt động từ tháng 1/2013 và sẽ mang về 300 triệu USD mỗi năm (hoạt động hết công suất) trong vòng ít nhất 10-16 năm.

ROA và ROE 2010 ở mức cao so với thị trường, lần lượt đạt 16% và 30%. EPS trailing đạt 5.350 đồng, tương đương P/E 18,4x, ở mức cao so với thị trường thể hiện kỳ vọng của nhà đầu tư vào tiềm năng tăng trưởng của tập đoàn trong thời gian sắp tới.

NGÀNH NGÂN HÀNG

VCB – Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank)

Chi phí huy động vốn tương đối thấp nhờ vào tiềm lực nội tại mạnh: với 90,72% cổ phần thuộc sở hữu nhà nước và hệ thống mạng lưới cả nước (357 chi nhánh và PGD), VCB có lợi thế cạnh tranh cao do tiếp cận được nhiều đối tượng khách hàng lớn với nguồn vốn dồi dào (huy động với mức lãi suất thấp hơn so với những NHTMCP khác) cũng như khách hàng cá nhân tăng nhanh (CARG khoảng 31%). Ngoài ra, chi phí huy động thấp một phần nhờ vào nguồn vốn không kỳ hạn cao và chiếm tới 24% tổng vốn huy động từ khách hàng.

NIM được cải thiện tốt làm tăng mức thu nhập lãi thuần (NII): mặc dù NPLs của VCB cao hơn so với trung bình ngành nhưng nó cũng được kiểm soát tốt và cải thiện trong thời gian gần đây (2,8% trong 2010) và được trích lập mức dự phòng ổn định (114%). NIM của VCB cũng được cải thiện góp phần làm cho NII có mức tăng trưởng tốt: trong 2010, NIM đạt 3,1% (so với 2,9% của 2009) và NII tăng hơn 71%. Hơn nữa, VCB cũng có sự thay đổi trong cơ cấu kỳ hạn cho vay và cơ cấu tài sản – nợ để tăng mức lợi nhuận biên.

Lợi nhuận sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định: do chính sách thắt chặt tiền tệ của Chính Phủ, VCB cũng gặp nhiều khó khăn, tuy nhiên chi phí huy động trung bình có thể tăng nhưng lãi suất chênh lệch trung bình giữa huy động và cho vay có thể tăng nhẹ và giúp cho NII tăng trong 2011. Ngoài ra, thu nhập từ các hoạt động dịch vụ khác và ngoại tệ cũng sẽ hỗ trợ cho mức tăng trưởng thu nhập và lợi nhuận chung của VCB.

Rủi ro tiềm ẩn: (1) với mặt bằng lãi suất thực tế cao có thể làm cho NPLs và mức dự phòng của ngân hàng tăng trở lại tác động không tốt lợi nhuận sau thuế của ngân hàng – rủi ro cao hơn với khả năng nợ xấu cao hơn đặc biệt với một số SOEs (2) chính sách tiền tệ thắt chặt gây nhiều khó khăn cho hoạt động của hệ thống ngân hàng nói chung và VCB nói riêng.

EIB - Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (Eximbank)

Tốc độ tăng trưởng ấn tượng: EIB đã có được tăng trưởng khá ấn tượng về thu nhập và lợi nhuận do tận dụng nguồn vốn CSH dồi dào, giảm chi phí huy động vốn bình quân so với trung bình ngành (là một trong những ngân hàng có chỉ số NIM cao nhất) và đẩy mạnh hoạt động dịch vụ. Chi phí huy động trung bình (VND và USD) của EIB trong 2010 đạt 5,6% so với mức trung bình ngành khoảng 6,45%. Kết thúc Q1/2011, thu nhập lãi thuần tăng 90%, lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng 321% và lợi nhuận sau thuế tăng 100% so với cùng kỳ năm ngoái. Như vậy khả năng đạt và vượt chỉ tiêu kế hoạch trong năm nay là hoàn toàn có thể.

Chất lượng tài sản tốt (tỷ lệ nợ xấu được cải thiện và mức độ sử dụng đòn bẩy thấp): là 2 yếu tố chính góp phần giúp cải thiện chất lượng tài sản của EIB. Do tập trung nhiều vào đối tượng khách hàng là các doanh nghiệp vừa và nhỏ và doanh nghiệp xuất nhập khẩu nên tỷ lệ nợ xấu cao hơn so với trung bình ngành nhưng đã được cải thiện đáng nhiều. Tỷ lệ NPLs/TTS trong 2010 giảm xuống còn 1,42% so với mức 1,83% trong 2009. Do có nguồn VCSH cao, EIB được xem là ngân hàng có mức sử dụng đòn bẩy thấp nhất và hệ số CAR khá cao – cao hơn khoảng 30% so với CAR của các ngân hàng khác.

Hiệu quả hoạt động cao: EIB đã đẩy mạnh việc kiểm soát để tăng hiểu quả hoạt động kinh doanh, duy trì được tỷ suất chi phí/thu nhập - thấp nhất trong hệ thống ngân hàng (27,89% so với mức trung bình là 40,51%). Lợi nhuận biên ròng cũng tương đối cao, trong 2010 tỷ số này đạt 22,44% cao hơn so với mức trung bình ngành là 16,28%. So sánh với ngân hàng niêm yết khác thì EIB có mức ROA cao nhất 1,39% so với mức trung bình là 1,23%. Như vậy, có thể thấy hiệu quả hoạt động tốt đã làm tăng mức sinh lời cho EIB.

Rủi ro tiềm ẩn: để đẩy mạnh phát triển, EIB đã tăng mức cho vay/huy động lên cao. Cuối 2010, chỉ số này là 107% và đến cuối Q1/2011 tăng lên 112%, điều này sẽ làm tăng tỷ lệ nợ xấu (càng trở nên quan trọng khi mặt bằng lãi suất thực tế hiện khá cao). Tác động không tích cực của chính sách tiền tệ thắt chặt do hạn chế tăng trưởng tín dụng dưới 20% trong khi năm ngoái mức tăng trưởng tín dụng của ngân hàng khá cao, do đó sẽ có tác động phần nào đến tốc độ phát triển của ngân hàng.

KHUYẾN CÁO:

Báo cáo này không được chỉ dẫn hoặc chỉ định cho việc phân phối hoặc sử dụng bởi bất cứ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc người cư trú thuộc bất cứ nơi nào hoặc các nơi thực thi quyền lực khác mà tại các nơi này sự phân phối, công bố và việc sử dụng có thể trái với luật pháp hoặc những quy định hoặc những điều sẽ buộc SBBS phải đăng ký hoặc yêu cầu giấy phép trong việc thực hiện các luật lệ này.

Các thông tin, dữ liệu trong báo cáo này chỉ với mục đích cung cấp thông tin và không nhằm mục đích chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán hay công cụ phái sinh nào. Ngoài ra, SBBS có thể mua bán chứng khoán cho tài khoản tự doanh của mình dựa vào những khuyến nghị đầu tư ngắn hạn của các chuyên gia phân tích và có thể những giao dịch này trái ngược với quan điểm hoặc các khuyến nghị về mua bán chứng khoán trong báo cáo này.

Trước khi quyết định đầu tư theo những khuyến nghị trong báo cáo này, nhà đầu tư nên xem xét rằng những khuyến nghị này có phù hợp với điều kiện cụ thể của bản thân hay không bao gồm thuế phải chịu, môi trường luật pháp và năng lực tài chính.

Các thông tin trong báo cáo này được xem là đáng tin cậy bởi SBBS, tuy nhiên SBBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. SBBS không chịu trách nhiệm về những khoản lỗ của nhà đầu tư khi đầu tư dựa trên khuyến nghị của báo cáo này. Trong tương lai, SBBS có thể phát hành thêm các báo cáo mới với những thông tin và kết luận không tương thích với báo cáo này.

Thông tin, ý kiến và những dự báo trong báo cáo này phản ánh vào thời điểm thực hiện báo cáo và SBBS có thể thay đổi chúng mà không cần thông báo.

Một số danh mục đầu tư thảo luận trong báo cáo này có thể thay đổi giá trị nhanh chóng và thậm chí có thể giảm giá trị rất mau và gây nên thiệt hại cho nhà đầu tư. Những khoản mục đầu tư với những đồng tiền khác đồng tiền của nhà đầu tư, nhà đầu tư phải chịu thêm rủi ro về sự biến động tỷ giá ảnh hưởng đến lợi nhuận và thu nhập của nhà đầu tư.

Những người đọc báo cáo này nếu không phải là những chuyên gia tài chính hay khách hàng của SBBS thì nên tư vấn thêm các luật sư và chuyên gia độc lập khác để được giải thích rõ hơn nội dung trong báo cáo trước khi quyết định đầu tư.

Tất cả những nội dung trong báo cáo này thuộc bản quyền của SBBS, trừ những phần có ghi rõ nguồn gốc xuất xứ. Không ai có quyền sao chép mà không được sự đồng ý bằng văn bản của SBBS.

Copyright © 2008 **SaigonBank Berjaya Securities Joint Stock Company**. All rights Reserved.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SAIGONBANK BERJAYA

Tầng 5&6, 2C Phó Đức Chính, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84 8) 3914 3399 Fax: (84 8) 3914 3388 Web: www.sbbsjsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận	Nguyễn Thụy Hoàng Phương	ext. 116	phuong.nguyen@sbbs.com.vn
CV Phân tích cao cấp	Nguyễn Hải Đăng	ext. 117	dang.nguyen@sbbs.com.vn
CV Phân tích	Nguyễn Hoàng Yến Trâm	ext. 117	tram.nguyen@sbbs.com.vn
CV Phân tích	Nguyễn Đức Tiến	ext. 117	tien.nguyen@sbbs.com.vn