

# Cập nhật tình hình vĩ mô – Chính sách tiền tệ

13/1/2012

## Bình luận về trả lời chất vấn của thống đốc

**NHNN chưa thay đổi chính sách lãi suất:** Trong bối cảnh lãi suất đàm phán tăng mạnh áp dụng với khách hàng VIP, cao hơn so với trần lãi suất cho phép, thống đốc khẳng định bắt buộc các ngân hàng tuân thủ trần lãi suất trần. Thống đốc cũng khẳng định sẽ không áp dụng trần lãi suất cho vay. Theo thống đốc, áp dụng trần lãi suất cho vay có thể khiến doanh nghiệp gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận vốn từ ngân hàng.

Trong bài phỏng vấn gần đây, thống đốc NHNN chia sẻ còn quá sớm để giảm lãi suất do thanh khoản tiền đồng trong hệ thống ngân hàng còn khó khăn mặc dù lạm phát đã giảm. Tuy nhiên, thống đốc khẳng định sẽ cân nhắc giảm lãi suất vào cuối quý 1 năm 2012 khi điều kiện kinh tế vĩ mô cải thiện hơn. Nếu thanh khoản cải thiện hơn sau tết, NHNN có thể giảm trần lãi suất huy động dưới áp lực giảm lãi suất. Theo chúng tôi, giảm lãi suất trong tình hình thanh khoản kém có thể làm tồi tệ thêm thanh khoản.



**Đoàn Thị Thu Hoài**

*Chuyên gia kinh tế*

[hoai.doan@vcsc.com.vn](mailto:hoai.doan@vcsc.com.vn)

T: +84 8 3914 3588, ext139

Trong thời gian gần đây, chúng tôi ghi nhận lãi suất liên ngân giao dịch ở mức cao hơn 1% so với lãi suất cho vay qua đêm là 13,5-16%/năm và lãi suất kỳ hạn 1 tuần là 16-18%/năm. Trên thị trường sơ cấp, lãi suất huy động có thể đàm phán áp dụng với khách hàng VIP tăng lên tới 20% ở một số ngân hàng nhỏ thiếu thanh khoản. Trong vài tháng trước đó, hầu hết các ngân hàng tuân thủ trần lãi suất huy động là 14%/năm

**Tiền đồng sẽ không phá giá vượt quá 3% trong năm 2012.** Thống đốc lên kế hoạch không phá giá tiền đồng quá 3% trong năm 2012. Khẳng định này đập tan những kỳ vọng phá giá giá tiền đồng quy mô lớn như năm ngoái trong quý 1. Theo chúng tôi, tiền đồng tăng giá trong thời gian gần đây đã khẳng định NHNN đi đúng hướng trong ổn định tiền đồng.

Xuất khẩu sẽ vẫn trên đà tăng trưởng, cán cân thanh toán tổng thể thặng dư là yếu tố hỗ trợ cho tiền đồng trong năm tới. Cùng lúc đó, biến động của tỷ giá trong thời gian gần đây theo chiều hướng tích cực. Chúng tôi lạc quan hơn về triển vọng của tiền đồng trong thời gian tới khi thống đốc khẳng định sẽ giữ lãi suất ngoại tệ và tiền đồng theo hướng giữ tiền đồng có lợi hơn.

Tuy nhiên, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về tỷ giá khi một phần lớn thặng dư của cán cân thanh toán đến từ dòng vốn ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng những khoản sai số lớn trong cán cân thanh toán vẫn tiếp tục là vấn đề đáng lo ngại khi người dân vẫn tiếp tục thích nắm giữ vàng và ngoại tệ khi chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới vẫn ở mức cao, đặc biệt là vào đầu tháng 12, chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới lên tới 4 triệu đồng, (tương đương với 9%). Thêm vào đó, mặc dầu dự trữ ngoại hối tăng trong thời gian qua nhưng vẫn ở mức thấp chỉ ở mức 7 tuần nhập khẩu thấp hơn so với an toàn là 12 tuần nhập khẩu. Với những rủi ro như vậy, NHNN có thể phá giá khoảng 5% trong năm 2012.

Trong thời gian tới, NHNN đưa ra đề án quản lý thị trường vàng nhằm mục tiêu ổn định thị trường ngoại hối đồng thời sử dụng số vàng nhân rồi trong dân. Theo chúng tôi, giữ ổn định lạm phát là tiền đề cho bình ổn tỷ giá hơn bất cứ biện pháp hành chính nào.

**Thống đốc không công bố chi tiết về tái cấu trúc ngân hàng:** Chúng tôi không ghi nhận thông tin gì mới từ vấn đề tái cấu trúc hệ thống ngân hàng ngoài khẳng định của thống đốc về 5-8 ngân hàng sẽ sáp nhập trong quý 1 năm 2011. Do vậy, trong quý 1, thị trường sẽ chứng kiến ít nhất thêm một trường hợp sáp nhập. Hiện tại, chúng tôi ghi nhận một số ngân hàng yếu nỗ lực thu hút vốn nhằm

tăng thanh khoản để không phải cho vay tái cấp vốn từ phía NHNN nhằm tránh sáp nhập trong tương lai.

**Nợ xấu chính thức tăng nhưng trong tầm kiểm soát nhưng số liệu thực tế có thể cao hơn.** Theo công bố của thanh tra ngân hàng nhà nước vào đầu tháng 12, nợ xấu khoảng 3,4% trên tổng dư nợ, thấp hơn nhiều so với mức an toàn là 5%. Theo thống đốc nợ xấu tăng do kết hợp của thắt chặt tín dụng cùng với tình hình trong nước và tình hình kinh tế thế giới trở nên khó khăn. Tuy nhiên, theo chúng tôi, số liệu thực tế về nợ xấu có thể cao hơn so với số thực tế do hệ thống ngân hàng còn thiếu tính minh bạch. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm quan ngại về nợ xấu tại thời điểm này khi thị trường địa ốc vẫn ảm đạm và NHNN vẫn tiếp tục chính sách thắt chặt tiền tệ.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đoàn Thị Thu Hoài, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về điều này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên Cứu

### Giám đốc Nghiên Cứu

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116  
[marc.djandji@vcsc.com.vn](mailto:marc.djandji@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng**, Vũ Thanh Tú, ext 105

**CV Kinh tế**, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Tôn Minh Phương, ext 146

**Chuyên viên**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Doãn Chí Thiên, ext 459

**Chuyên viên**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Nguyễn Trung Hòa, ext 145

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT  
+84 8 3914 3588, ext 134  
[raphael.wilhelm@vcsc.com.vn](mailto:raphael.wilhelm@vcsc.com.vn)

### Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ  
+84 8 3914 3588, ext 122  
[hue.tran@vcsc.com.vn](mailto:hue.tran@vcsc.com.vn)

## Phòng môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.