

# Cập nhật vĩ mô – Thị trường tiền tệ

13/1/2012

## Lãi suất có thể sẽ giảm sau tết nhưng chưa hết lo thanh khoản

**Lãi suất tăng ở kỳ hạn ngắn nhưng lãi suất kỳ hạn dài giảm.** Lãi suất giao dịch trên thị trường liên ngân hàng tăng với lãi suất cho vay qua đêm trong khoảng 15,5-17%/năm. Trên thị trường sơ cấp, các ngân hàng vẫn cạnh tranh huy động bằng cách tăng lãi suất. Chúng tôi ghi nhận một số ngân hàng nhỏ tăng lãi suất huy động lên 21%/năm đối với kỳ hạn 1 tháng.

Ngược với xu hướng tăng tiền gửi qua đêm, lãi suất liên ngân hàng giảm với kỳ hạn trên 1 tháng. Trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất cho vay phổ biến đổi với kỳ hạn 2-3 tháng trong khoảng 15-16,5%/năm so với tuần trước đó là 17-19%/năm.



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

Nhiều ngân hàng bậc trung không nhận lãi suất đàm phán với kỳ hạn dài hơn 1 tháng do ngân hàng này kỳ vọng lãi suất sẽ giảm khi lạm phát giảm. Trong tháng 1, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lạm phát trong khoảng 1-1,1% thấp hơn đáng kể so với tháng 1 năm ngoái là 1,74%. Theo đó, tỷ lệ lạm phát so với cùng kỳ có thể sẽ giảm xuống 17,3% vào tháng 1/2012 từ mức 18,3% vào tháng 12/2011.

**Lãi suất có thể sẽ giảm sau tết nhưng thanh khoản ở ngân hàng yếu kém vẫn còn là mối lo ngại.** Ở thời điểm hiện tại thanh khoản trong hệ thống ngân hàng khó khăn một phần giải thích do hiệu ứng cuối năm khi nhu cầu về tiền mặt thường tăng vào cuối năm. Chúng tôi cho rằng, xu hướng lãi suất sẽ giảm nhẹ từ sau tết khi nhu cầu về tiền mặt qua tết sẽ giảm và tăng trưởng tín dụng vào quý 1 thường thấp do yếu tố mùa vụ.

Tuy nhiên, chúng tôi chưa lạc quan về thanh khoản tiền đồng khi chưa nhìn thấy lối ra cho giải quyết thanh khoản ở các ngân hàng yếu kém. Theo chúng tôi, các ngân hàng yếu kém sẽ tiếp tục gặp khó khăn về thanh khoản đặc biệt là khi NHNN có thể mạnh tay hơn trong bắt buộc các ngân hàng tuân thủ trần lãi suất 14%/năm sau tết. Thêm vào đó, thông tin về sáp nhập đặc biệt là sáp nhập các ngân hàng nhỏ yếu kém với nhau có thể làm trầm trọng thêm tình hình thanh khoản ở các ngân hàng này khi sáp nhập có thể dẫn đến tâm lý không tốt của người gửi tiền đối với ngân hàng này mặc dầu NHNN đã khẳng định quyền lợi của người gửi tiền sẽ được đảm bảo.

Hiện tại, các ngân hàng lớn không sẵn sàng cho vay các ngân hàng nhỏ nếu không có tài sản thế chấp khi thông điệp của NHNN đưa ra là không đảm bảo cho các khoản cho vay này. Trong khi đó, các ngân hàng nhỏ khả năng tiếp cận vốn trên thị trường mở hạn chế khi các ngân hàng này không có nhiều trái phiếu chính phủ. Trong khi đó, các ngân hàng yếu kém không mặn mà với tiếp cận vốn trên kênh tái cấp vốn mặc dầu đang đối diện với mất thanh khoản do cho vay tái cấp vốn thường kèm với điều kiện từ phía NHNN.

**\* Thị trường ngoại hối: Tiền đồng tăng giá.** Trong thời gian gần đây, tiền đồng tăng giá đáng kể trong thời gian gần đây khi thanh khoản tiền đồng trở lên khó khăn hơn. Thêm vào đó, thông điệp từ phía NHNN không phá giá quá 3% trong năm 2012 đã không khuyến khích người dân giữ ngoại tệ. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi ghi nhận nhiều ngân hàng bán không ngoại tệ mua đồng trong giới hạn cho phép. Trong ngày hôm nay, tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng giao dịch ở mức giá giữa là 21.000 đồng/USD vào cuối ngày. Trên thị trường tự do, tiền đồng giao dịch ở mức 21.040 đồng/USD.

## Cập nhật thị trường tiền tệ

**\*Thị trường trái phiếu sôi động hơn:** Trong thời gian gần đây chúng tôi ghi nhận thị trường trái phiếu sôi động hơn một phần đến từ lạm phát giảm và kỳ vọng lãi suất sẽ giảm. Thêm vào đó, mối lo ngại về thanh khoản sẽ tiếp tục thắt chặt trong tương lai khuyến khích các ngân hàng mua trái phiếu chính phủ nhiều hơn. Trong thời gian gần đây, chúng tôi ghi nhận sự tham gia tích cực của một số ngân hàng quy mô vừa khi trước đây chủ yếu những ngân hàng lớn tham gia vào mua bán trái phiếu.

Chúng tôi dự báo suất sinh lợi trái phiếu với kỳ hạn 3-5 năm có thể giảm từ từ xuống mức 10,2-10,6% vào cuối năm khi lạm phát tiếp tục xu hướng giảm. Trên thị trường sơ cấp, phiên đấu thầu ngày 12/1, khối lượng dự thầu hợp lệ gấp 2,54 lần so với khối lượng gọi thầu. Khối lượng trúng thầu đạt 1000 tỷ đồng với lãi suất trúng thầu là 12,1%/năm với kỳ hạn 3 năm và lãi suất trúng thầu là 12,15% đối với kỳ hạn 5 năm với khối lượng trúng thầu là 880 tỷ đồng.

### 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%
NẮM 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.