

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ CUỐI 2009

❖ TÓM TẮT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD không có đột biến so với kỳ vọng cộng với rủi ro từ việc giảm bớt nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ làm cho ngành ngân hàng không hấp dẫn bằng các ngành khác có tăng trưởng và KQKD ấn tượng vào cuối năm.

Khi những rủi ro “lơ lửng” hiện tại của ngành ngân hàng đã được làm rõ thì đó sẽ là thời điểm nên quan tâm trở lại vào cổ phiếu ngân hàng. Ở thời điểm hiện tại, nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu ngân hàng nên có quan điểm đầu tư dài hạn, nhà đầu tư ngắn hạn lướt sóng sẽ khó tìm được cơ hội ở cổ phiếu ngân hàng và rất có thể sẽ gặp rủi ro T+4.

❖ MỘT SỐ KHÓ KHĂN TRƯỚC MẮT CỦA NGÀNH NGÂN HÀNG

Trong bối cảnh kinh tế vĩ mô vẫn còn nhiều khó khăn, mặc dù các biện pháp kích thích kinh tế đang được thực hiện đã mang lại những kết quả ban đầu nhưng rủi ro về vĩ mô cũng như rủi ro từ chính sách tiền tệ là những trở ngại lớn cho đà tăng trưởng của ngành ngân hàng trong thời gian cuối năm. Chúng tôi nhận thấy một số nguồn thu chính của ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng, cụ thể:

- ❖ Về nguồn thu từ lãi, nguồn thu chủ đạo, chiếm khoảng 60% thu nhập của ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng do tăng trưởng tín dụng chậm lại và lợi nhuận lãi biên bị co hẹp.
 - Tăng trưởng tín dụng trong 9 tháng đầu năm đã đạt 28%, rất gần với mục tiêu 30% mà NHNN đã đặt ra để kiểm soát lạm phát vì vậy tăng trưởng tín dụng trong quý 4 sẽ ở mức thấp, chỉ ở khoảng 2%-4%.
 - Tăng trưởng huy động và M2 của 9 tháng đầu năm là 22,4% và 21,7% thấp hơn hẳn so với tăng trưởng tín dụng và vì vậy áp lực lên lãi suất huy động sẽ vẫn cao. Trong thời gian qua lãi suất các kỳ hạn ngắn từ 1 đến 6 tháng đã tăng rất nhiều lần, lãi suất kỳ hạn 1 tháng hiện tại là 8,69%/năm, 3 tháng là 9%/năm, 6 tháng là 9,3%/năm và 12 tháng 9,5-9,7%/năm. Riêng với các kỳ hạn 2-3 năm là trên 10%/năm.
 - Lãi suất huy động đã tăng liên tục kể từ cuối tháng 5. Đến đầu tháng 9, mặc dù Hiệp hội ngân hàng đã đạt được sự đồng thuận để dừng cuộc đua huy động lãi suất nhưng sau đó các NHTM vẫn phải tăng lãi suất để chuẩn bị nguồn vốn cho nhu cầu tín dụng cuối năm cũng như tạo sức hút tiền gửi trong bối cảnh TTCK và BĐS đang sôi động.
 - Trong 9 tháng đầu năm 2009 lãi suất cho vay bị khống chế ở mức 10,5% (150% của lãi suất cơ bản) và khả năng tăng lãi suất trong năm 2009 là rất nhỏ. Hoạt động cho vay tiêu dùng, vốn được áp dụng lãi suất thỏa thuận (vượt 10,5%) lại đang bị NHNN kiểm soát chặt do có dấu hiệu nhiều khoản cho vay tiêu dùng thời gian đầu năm đã sử dụng sai mục đích để đầu tư vào các lĩnh vực nhiều rủi ro như chứng khoán và bất động sản. Mặc dù các NHTM bằng nhiều cách vẫn có thể thu thêm các khoản phí để tận thu nhưng các khoản phí này không thể cao do quyết định cấm các khoản phí liên quan đến cho vay của NHNN vẫn còn hiệu lực.

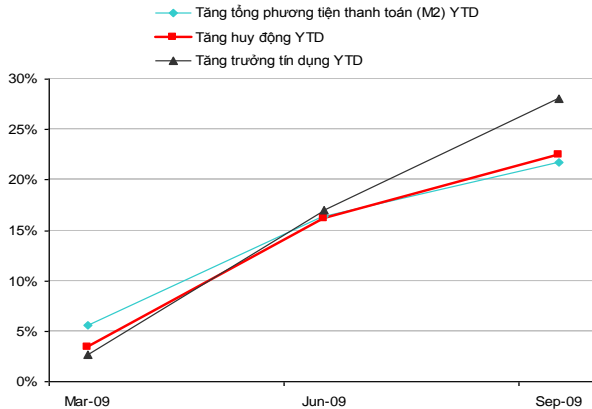
Nguyễn Đức Hùng Linh

Giám Đốc Bộ phận TVĐT

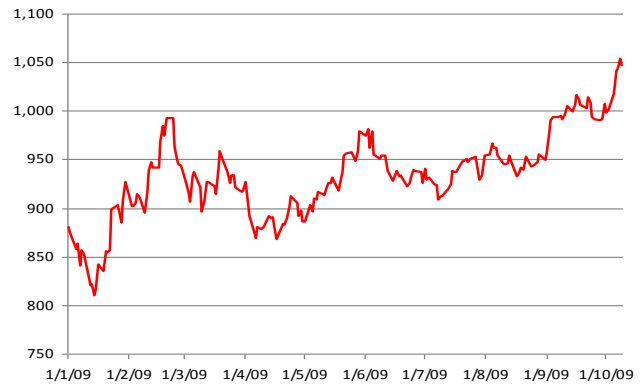
linhndh@ssi.com.vn

Lãi suất cho vay bị khống chế trong khi lãi suất huy động tăng cao là nguyên nhân làm cho lợi nhuận lãi biên của ngân hàng giảm sút. Cộng hưởng với đà tăng trưởng tín dụng chậm lại trong quý 4, nguồn thu từ lãi của các ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng.

Tăng trưởng tín dụng cao hơn tăng trưởng huy động gây áp lực lên lãi suất huy động



Giá vàng trong quý 3 ít có các “đợt sóng” so với các quý trước đó, cơ hội “lướt sóng vàng” ít đi



Nguồn: NHNN, Reuters

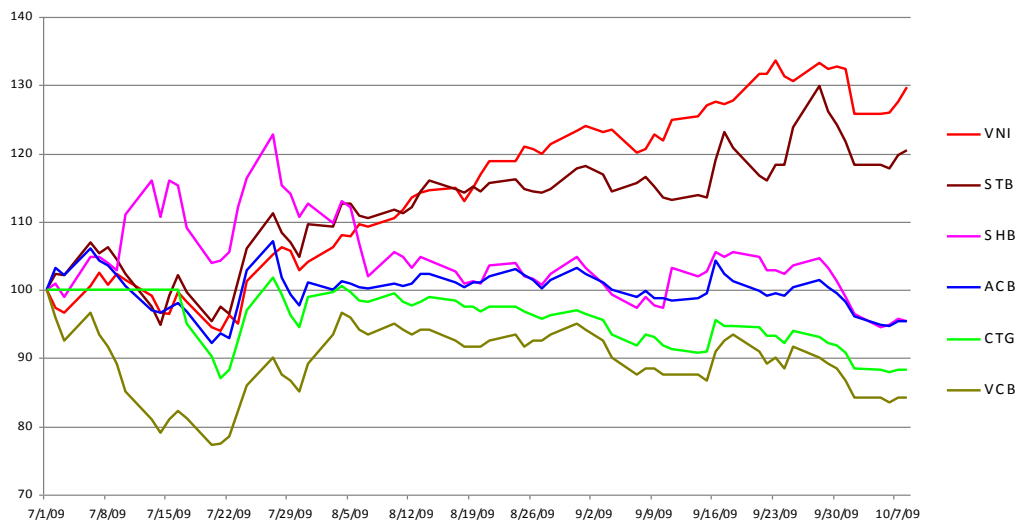
- ❖ Nguồn thu từ hoàn nhập dự phòng và kinh doanh vàng sẽ không còn cao như hồi đầu năm do đà tăng của TTCK đã chậm lại và giá vàng không còn biến động mạnh như trước:
 - TTCK trong quý 3 đã tăng 35%, thấp hơn quý 2 (48%), chưa kể mức tăng từ đáy lên đỉnh của quý 2 là 117% trong khi quý 3 này chỉ là 41%, nên các khoản hoàn nhập dự phòng trong quý 3 sẽ giảm đáng kể và sẽ còn thấp hơn trong quý 4.
 - Nguồn thu từ vàng dự báo sẽ giảm trong quý 3 do thị trường vàng trầm lắng trong hầu hết quý 3. Giá vàng chỉ có một đợt tăng trong đầu tháng 9 rồi sau đó giữ ổn định cho đến cuối tháng. Những ngày đầu tháng 10, giá vàng mới tăng mạnh lên hơn 1.050 USD/ounce. Với diễn biến giá vàng như vậy thì nguồn thu từ kinh doanh vàng trong quý 3 có thể sẽ không cao hơn quý 2.
- ❖ Chi phí vào cuối năm sẽ tăng cao do vào cuối năm các NH sẽ phải trích lập dự phòng rủi ro tín dụng đầy đủ hơn thời gian đầu năm. Trong bối cảnh kinh tế vẫn còn khó khăn, tỷ lệ nợ xấu chắc chắn sẽ tăng và làm tăng chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của các ngân hàng. Ngoài ra chi phí tiền lương, khoản chi phí hoạt động lớn nhất của các ngân hàng cũng sẽ tăng mạnh trong quý cuối năm.

❖ MỘT SỐ YẾU TỐ TÍCH CỰC

Tuy nhiên, nếu nhìn vào một số yếu tố tích cực thì có thể thấy các ngân hàng vẫn có những nguồn thu ổn định, chưa kể vẫn có khả năng có nguồn thu đột biến trong thời gian cuối năm.

- ❖ Lợi nhuận từ tự doanh chứng khoán của các ngân hàng trong quý 3 và quý 4 có thể được duy trì do xu hướng thị trường rõ ràng hơn trong nửa cuối quý 2 đã thúc đẩy việc giải ngân vào đầu tư cổ phiếu. Nguồn thu phí từ dịch vụ thanh toán, phí liên quan đến xuất nhập khẩu sẽ cải thiện trong thời gian cuối năm do các hoạt động kinh tế và xuất nhập khẩu sôi động hơn nhờ đà hồi phục kinh tế trong nước và thế giới. Ngoài ra phí môi giới chứng khoán và giao dịch vàng cũng sẽ được duy trì ở mức tốt.
- ❖ Những khoản đầu tư góp vốn hay bán dự án/tài sản cố định có thể đem lại lợi nhuận đột biến cho ngân hàng. Hiện tại các ngân hàng đều đang sở hữu một lượng lớn đầu tư tài chính vào cổ phiếu và bất động sản. Vietcombank và ACB đang nắm cổ phần của nhiều ngân hàng và công ty cổ phần ở mức giá thấp. Vietinbank đang nắm giữ nhiều bất động sản có giá trị thực cao hơn nhiều so với giá trị sổ sách. Nếu như các ngân hàng này bán ra các tài sản trên hoặc định giá lại để góp vốn thì lợi nhuận thu được là không nhỏ. Tuy nhiên nếu điều này xảy ra chỉ là một hành động đơn lẻ và sẽ không nhằm mục đích là tạo lợi nhuận đột biến. Nguyên nhân chính là các ngân hàng hiện tại đang phải cạnh tranh rất quyết liệt để giữ thị phần nên năng lực cạnh tranh và thị phần mới là trọng tâm phát triển của ngân hàng chứ không phải những khoản lợi nhuận nhất thời. Các khoản đầu tư tài chính và bất động sản của các ngân hàng ngoài giá trị tài chính còn có giá trị trong việc duy trì mạng lưới đối tác và chi nhánh, một yếu tố quan trọng để duy trì năng lực cạnh tranh. Trong thời gian qua, chúng tôi chỉ ghi nhận một vài trường hợp đơn lẻ về việc bán các khoản đầu tư này và hầu hết đều không nhằm tạo ra lợi nhuận đột biến.

Giá cổ phiếu ngân hàng đều có diễn biến kém hơn VNIndex trong vòng 3 tháng qua, chỉ có STB có tăng giá, 4 cổ phiếu ngân hàng còn lại đều giảm giá trong khi VNIndex đã tăng xấp xỉ 30%



Nguồn: Reuters

❖ KẾT LUẬN

Những khó khăn từ chính sách tiền tệ làm cho KQKD của các ngân hàng trong thời gian cuối năm đứng ở mức trung bình, khả năng có nguồn thu đặc biệt tạo đột biến là nhỏ. Xét riêng về yếu tố tăng trưởng và hoàn thành kế hoạch thì chắc chắn rằng các ngân hàng đều có thể hoàn thành kế hoạch và có tăng trưởng so với năm 2008. Nhưng KQKD không có đột biến so với kỳ vọng cộng với rủi ro từ việc giảm bớt nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ làm cho ngành ngân hàng không hấp dẫn bằng các ngành khác có tăng trưởng và KQKD ấn tượng vào cuối năm.

Giá cổ phiếu của ngân hàng đã không tăng trong một thời gian khá dài, 4/5 cổ phiếu ngân hàng có mặt bằng giá tháng 9 thấp hơn so với tháng 8 trong khi VNIndex đã tăng hơn 20%. Có thể thấy những rủi ro vĩ mô đã phần nào đó đã được phản ánh vào giá.

Cuối 2009 đầu 2010 dự báo chính sách tiền tệ sẽ theo hướng giảm bớt nới lỏng, gói kích thích kinh tế và hỗ trợ lãi suất (nếu có) sẽ giảm bớt về quy mô. Lãi suất cơ bản sẽ được cân nhắc tăng và chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng 2010 sẽ giữ ở khoảng 30% để kiểm soát lạm phát. Khi đó những rủi ro về chính sách vĩ mô đối với ngành ngân hàng sẽ trở nên rõ ràng hơn.

Trong khi đó lợi nhuận của các ngân hàng có khả năng được cải thiện nếu lãi suất cơ bản tăng tạo điều kiện cho ngân hàng nâng lãi suất cho vay. Khi những rủi ro “lơ lửng” hiện tại đã được làm rõ thì đó sẽ là thời điểm nên quan tâm trở lại vào cổ phiếu ngân hàng. Ở thời điểm hiện tại, nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu ngân hàng nên có quan điểm đầu tư dài hạn, nhà đầu tư ngắn hạn lướt sóng sẽ khó tìm được cơ hội ở cổ phiếu ngân hàng và rất có thể sẽ gặp rủi ro T+4.

❖ ĐIỂM QUA MỘT SỐ NGÂN HÀNG

• Vietcombank:

VCB có những lợi thế rất riêng biệt và là cơ sở rất tốt cho sự phát triển bền vững trong tương lai. Đó là quy mô, thương hiệu, nguồn khách hàng, hệ thống hạ tầng công nghệ, đội ngũ nhân sự, vốn góp tại nhiều tổ chức kinh tế lớn và đặc biệt là vị trí số 1 về thanh toán quốc tế và thẻ tại Việt nam. Tuy nhiên với nguồn gốc là một NHTM Nhà nước, VCB cũng có một số vấn đề liên quan đến quản trị doanh nghiệp (corporate governance) và quản trị rủi ro.

• Vietinbank:

Vietinbank là một ngân hàng lớn về quy mô. Xuất thân từ một ngân hàng chuyên về Công, Thương nghiệp của Việt nam nên Vietinbank có những khách hàng truyền thống thuộc những ngành kinh tế mũi nhọn như Dầu khí, Năng lượng, Xây dựng. 2 tài sản đáng giá và tạo nên sự khác biệt của VietinBank là mạng lưới chi nhánh và bất động sản. Vietinbank đang sở hữu nhiều bất động sản với chi phí rất thấp và mạng lưới của Vietinbank có tới 750 chi nhánh, phòng giao dịch, chỉ đứng thứ 2 sau Agribank. Điểm cần lưu tâm với VietinBank là NH có hiệu quả hoạt động không cao, mức độ đa dạng hóa nguồn thu thấp và vẫn phải phụ thuộc nhiều vào nguồn thu từ lãi.

- **ACB**

Mặc dù nhỏ hơn Vietcombank và Vietinbank nhưng ACB là một ngân hàng có mức tỷ suất lợi nhuận trên vốn (ROE) cao nhất trong hệ thống ngân hàng. Có được điều này là vì ACB đã đa dạng hóa hoạt động kinh doanh và có chính sách quản trị rủi ro rất tốt. ACB với chính sách cho vay cẩn trọng nên có tỷ lệ nợ xấu rất thấp (dưới 1%). Ngoài nguồn thu từ lãi, ACB còn có nguồn thu ổn định từ phí giao dịch vàng, chứng khoán và lợi nhuận từ kinh doanh vàng, chứng khoán. Đội ngũ nhân sự của ACB cũng là những người nhiều kinh nghiệm và thành thạo trên thương trường.

- **Sacombank:**

Nếu so sánh với VCB và ACB thì STB không bằng về quy mô, mức sinh lời và chất lượng quản trị. Tuy nhiên nếu so sánh với các NHTM cổ phần khác, STB có những lợi thế nhất định. Sacombank có mạng lưới chi nhánh đứng thứ 4 tại Việt nam, chỉ sau 3 NHTM Nhà nước là Agribank, BIDV và Vietinbank. STB có thị phần khá tốt ở mảng khách hàng người Hoa và khách hàng SMEs. STB cũng là một thương hiệu được nhiều người biết đến và cũng đa dạng hóa hoạt động sang kinh doanh vàng và chứng khoán.

- **SHB:**

SHB là một ngân hàng nhỏ, mới được chuyển đổi từ ngân hàng nông thôn lên ngân hàng đô thị và là một ngân hàng rất nhỏ nếu so với 4 ngân hàng đang niêm yết còn lại. SHB là một ngân hàng có chất lượng trung bình, hệ số sinh lời thấp và hiệu quả hoạt động chưa cao. 3 cổ đông lớn của SHB là Tập đoàn Than Khoáng Sản, Cao su và T&T là chỗ dựa về tài chính và nguồn khách hàng, dẫu vậy điều này cũng có thể ảnh hưởng đến quản trị doanh nghiệp (corporate governance) của ngân hàng.

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

KHỎI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

ssiresearch@ssi.com.vn

Lê Lệ Hằng

Giám đốc khối

hangltl@ssi.com.vn

Nguyễn Đức Hùng Linh

GĐ bộ phận TVĐT

linhndh@ssi.com.vn