

IPO Vietinbank vẫn còn là ẩn số

Phòng Phân tích đầu tư

CTCP Chứng khoán Tân Việt

Bài đăng trên báo VnEconomy – 19/12/2008

Ngân hàng Công thương Việt Nam (Vietinbank) đã bắt đầu chi nã để bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

Ban lãnh đạo ngân hàng này tin rằng cuộc đấu giá sẽ thành công vì Vietinbank có chất lượng tín dụng, quy mô tài sản và giàu tiềm năng bứt phá hơn nay. Liệu nhà đầu tư có quan tâm và có ký tham gia hay không, câu trả lời chỉ có thể biết được vào cuối ngày 19/12, khi thời hạn đăng ký kết thúc.

Những thông tin thú vị

Theo bản công bố thông tin và tài liệu về Chiến lược Hưởng Quên Vietinbank trong buổi roadshow ngày 16/12/2008, đây đang là một trong số ít ngân hàng tư nhân Việt Nam hiện tại, bởi:

- Thương hiệu Vietinbank có các tác động tích cực ngoài ánh giá cao.
 - Mạng lưới hoạt động rộng khắp mọi miền đất nước, 3 sở giao dịch, 138 chi nhánh, 188 phòng giao dịch... phân bố rộng khắp 56 tỉnh thành phố; có quan hệ đối lý với trên 800 ngân hàng và nhà tài trợ chính của 90 quốc gia. Các biệt thự Vietinbank đã có trụ sở ở các thành phố và phát triển nguồn nhân lực mà chưa ngân hàng nào có được.
 - Vietinbank đang sở hữu tài sản là bất động sản khổng lồ 563.284 m² đất, có vị trí rất đáng tiền, mà không có bất kỳ ngân hàng nào Việt Nam có được. Hiện tại vị trí tại Phố Hà Nội, TP.HCM, và Ngân hàng và đang xây dựng thành các văn phòng làm việc hoành tráng. Vietinbank đã chi ra 54 triệu USD để có giấy phép ngân hàng quy định và đã đưa vào chi phí năm 2008. Có thể xem như chi phí thuê đất/văn phòng bằng 0 trong những năm tới.
 - Vietinbank có tỷ lệ nợ xấu thấp: 1,02% năm 2007.
 - Vietinbank đã thay đổi tên, logo và có ký hiệu quy định quy tắc thị trường quy định tâm lý.
- Những thông tin trên có thể xem là những thông tin tích cực về giá trị của Vietinbank, mặc dù các cách tiếp cận truyền thống về giá trị không thể đo lường được.

Những thông tin làm yếu giá trị

- Trong bản công bố thông tin IPO, người ta chưa thể rõ về tầm nhìn, mục tiêu, chiến lược kinh doanh

các kế hoạch hành động thực hiện các mục tiêu.

- Nhân sự của ngân hàng khá đông, trên 14 ngàn nhân viên.

- Giới thiệu về ban lãnh đạo và nội dung ngân hàng quá vượt trội. Nhà đầu tư rất muốn biết thông tin về tài chính, trình độ chuyên môn và kinh nghiệm quản lý ngân hàng của Hội đồng Quản trị và Ban giám đốc.

- Các số liệu trong báo cáo tài chính 2007 và 9 tháng năm 2008 cho thấy hiệu suất kinh doanh minh bạch của Vietinbank hoạt động hiệu quả. Chỉ tiêu ROA thấp: 0,76% (2007); ROE 14,12% (2007), trong khi các ngân hàng khác các chỉ tiêu này cao hơn lần lượt trên 1,5% và trên 20% tương ứng.

- Kế hoạch kinh doanh cho năm nay tiếp tục theo kế hoạch phân bổ vốn ngân hàng nhà đầu tư. Các chỉ số tài chính năm 2009 dự kiến 323 VND; năm 2010 là 437 VND là quá thấp, chỉ bằng 1,6% và 2,2 % so với giá thị trường năm 20.000 VND.

- Sau quá trình phân tích, nhà đầu tư nhận thấy 80% các khoản chi phí và vì vậy nên nhà đầu tư rất ngại vì chi phí khó thay đổi và tác động làm vì chi phí là có cơ sở.

- Thời gian niêm yết cổ phiếu sau quá trình phân tích có lẽ trình độ cao, khi bắt đầu IPO của Vietcombank, B o Vi t, Sabeco, Habeco đã làm nên lòng nhiệt tình của nhà đầu tư.

- Thời gian dự kiến sau IPO hiện nay bị trễ nhà đầu tư cho phép Vietinbank có lợi nhuận hay phân phối.

Thị trường giá

Chúng tôi có sự đồng ý về cách tiếp cận phân tích đánh giá Vietinbank các góc khác nhau về hình ảnh giá trị khác nhau dựa trên cách nhìn nhận và đánh giá Vietinbank của các nhà đầu tư.

Trên cơ sở đó, chúng tôi đưa ra 4 phương pháp định giá để giúp quý nhà đầu tư có cái nhìn đa dạng hơn về giá trị của Vietinbank.

Các phương pháp sử dụng bao gồm: phương pháp so sánh P/E (th giá/thu nhập cổ phiếu), phương pháp so sánh P/B (th giá/giá trị sổ sách cổ phiếu), phương pháp chiết khấu dòng tiền hiện tại (FCFE - mô hình chiết khấu 4 giai đoạn có điều chỉnh), phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM).

Ngoài ra, các nhà đầu tư còn có thể tham khảo thêm phương pháp so sánh PE với hai ngân hàng có cùng quy mô với Vietinbank tại Trung Quốc là Bank of Ningbo và Bank of Nanjing.

Đây là hai trong tổng số 114 ngân hàng cấp thành phố (city commercial banks) thuộc hệ thống ngân hàng nhà nước tiến hành quá trình phân tích thông qua IPO tại thị trường năm 2007. Các ngân hàng này có quy mô tương đương với Vietinbank, có tổng tài sản 10,4 tỷ USD và 10,3 tỷ USD, với ROE khoảng 14,5%-16% và ROA khoảng 1,4%.

STT	Phương pháp định giá	Giá cổ phiếu dao động	Giá cổ phiếu trung bình tính (VND)
1	P/E - Tỷ giá/thu nhập cổ phiếu	8.500-11.300	10.500
2	P/B - Tỷ giá/giá trị sổ sách cổ phiếu	10.200-19.000	17.000
3	FCFE - Chỉ tiêu lưu lượng tiền công	12.500-26.000	21.500
4	DDM - Chỉ tiêu dòng tiền	13.800-21.500	16.600
5	So sánh với ngân hàng cùng quy mô ở Trung Quốc		16.600

Lựa chọn giá nào?

Mình nhà đầu tư có quan tâm riêng của mình về mức giá cổ phiếu Vietinbank. Chúng tôi dự đoán:

- Nhà đầu tư nên dựa vào mức giá Vietinbank dựa trên việc so sánh các chỉ tiêu tài chính của Vietinbank với các ngân hàng đã niêm yết như ACB, STB và các ngân hàng chưa niêm yết như VCB, MB, HBB, Eximbank... để quyết định có nên hay không tham gia IPO.

- Nhà đầu tư có thể chờ đợi quan tâm từ các nhà đầu tư nước ngoài. Các nhà đầu tư nước ngoài chia hàng năm cho nhà đầu tư bù đắp chi phí về n. Phương pháp định giá dựa trên chỉ tiêu lưu lượng tiền có thể phù hợp hơn với nhà đầu tư này khi xác định giá trị Vietinbank và mức giá dao động trong khoảng 15-18 nghìn đồng với giá trị cho từ 10-12%/năm;

- Nhà đầu tư chỉ nên cân nhắc ngoài: nếu có lợi nhuận, hãy trở thành công dân mới 5% về mặt lợi nhuận. Khi các công dân chỉ nên cân nhắc ngoài có khách hàng nhà đầu tư trong nước. Hãy tham gia vào quá trình ra quyết định và khi cần thì thay đổi nên và phương pháp quản lý của Vietinbank. Mô hình tăng trưởng 4 giai đoạn có thể phù hợp với nhà đầu tư này. Và vì thế nếu tham gia, hãy có thể trả giá cao hơn giá hiện tại.

Tuy nhiên, chúng tôi cần lưu ý là các cách tiếp cận trên đây chỉ dựa trên những thông tin tài chính hiện tại, do đó không bao hàm những giá trị nội tại của Vietinbank như thế nào, kinh nghiệm quản lý, môi trường hoạt động, những quan hệ tiềm năng, giá trị của những tài sản vô hình, giá trị của tài sản là bất động sản... Vì vậy, nhà đầu tư cần tìm hiểu thêm về các thông tin này để ra quyết định hợp lý.