

Đánh giá tác động của lãi suất tới thị trường chứng khoán

Nền lãi suất có xu hướng tăng

Tăng lãi suất để bảo vệ tỷ giá

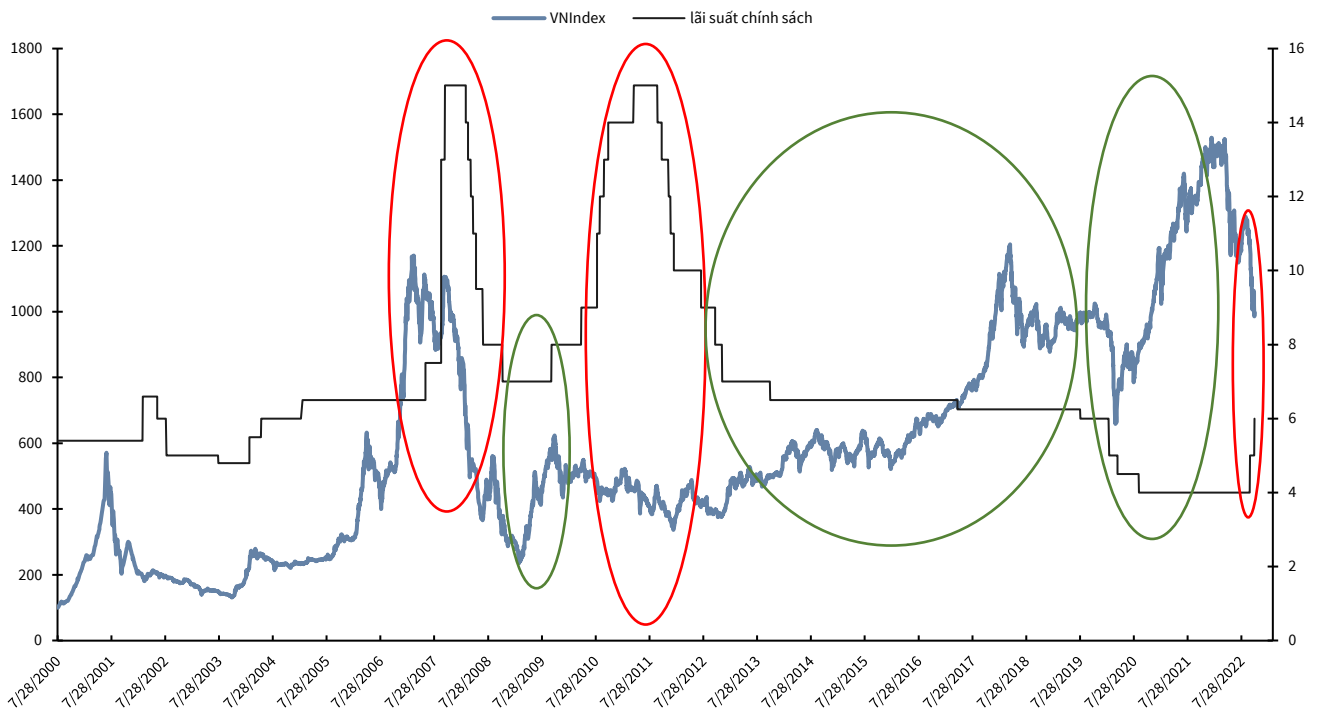
- SBV đã công bố 2 lần điều chỉnh nâng lãi suất điều hành trong tháng 9 và tháng 10. Cụ thể, các mức lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu, trần lãi suất huy động dưới 6 tháng tăng thêm 1% trong mỗi lần điều chỉnh.
- Fed đã 6 lần điều chỉnh tăng lãi suất mục tiêu lên 4.0% và dự báo tiếp tục tăng trong tháng cuối năm và sang cả 2023, đồng USD tăng giá mạnh, gây áp lực lên tỷ giá trong nước, để kìm chế mức độ mất giá của VND, thì SBV có thể dùng dự trữ ngoại hối tuy nhiên dự trữ ngoại hối đã chạm ngưỡng an toàn 3 tháng nhập khẩu theo khuyến nghị của IMF, nên SBV đã cân nhắc nâng lãi suất điều hành để bảo vệ tỷ giá.

Lãi suất với VNindex có mối quan hệ ngược chiều

- 6T2007 - 2008: Lạm phát tăng mạnh 2 con số (đỉnh điểm CPI lên tới 23%), cùng với tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu khiến vấn đề lạm phát càng trở nên trầm trọng hơn, buộc SBV phải nâng lãi suất điều hành 4 lần từ 6.5 lên 15% để kìm hãm đà tăng của lạm phát. Trước động thái quyết liệt kiểm soát lạm phát về dưới ngưỡng 20%, và tình hình tài chính thế giới khó lường, thị trường chứng khoán đã giảm 70% giá trị từ 1100 xuống còn 315 điểm, mất khoảng 15 tỷ USD.
- 2009: Lạm phát hạ nhiệt, tháng 3/2009 Chính Phủ công bố gói kích cầu và gói hỗ trợ lãi suất 4% đối với các doanh nghiệp đi vay, đồng thời giãn và giảm thuế, kết hợp việc SBV giảm mạnh lãi suất chính sách xuống 7%, giúp VNindex phục hồi từ cuối tháng 3/2009 đến tháng 10/2009 từ 245 điểm lên 620 điểm tương ứng tăng 140%. Do gói kích cầu đã làm cho mức tăng trưởng tín dụng lên tới 38% YoY, tạo áp lực lên lạm phát giai đoạn sau, tháng 10/2009 SBV đã quyết định siết chặt tín dụng và thực hiện nâng lãi suất cơ bản từ 7% lên 8%, việc bất ngờ tăng lãi suất đã khiến thị trường đảo chiều giảm 20% từ 620 điểm xuống còn 495 điểm, kết thúc quá trình phục hồi của chỉ số.
- 2010 - 2011: Gói kích cầu chỉ mang lại kết quả ngắn hạn khi lạm phát tăng trở lại đạt 11.75% vượt chỉ tiêu kiểm soát lạm phát dưới 5% của Chính Phủ đề ra, từ tháng 10/2010 SBV liên tục nâng lãi suất điều hành tổng 6 lần từ 8% lên 15%. Xu hướng chính của thị trường là sụt giảm, đến cuối năm 2011 Vnindex giảm 32% từ 500 về 340 điểm.
- 2012 - 2019: SBV thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng khi lạm phát đã được kiềm chế, hỗ trợ tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp và người dân, giúp phục hồi nền kinh tế, SBV quyết định 11 lần điều chỉnh hạ lãi suất điều hành từ 15% xuống 6.25% và duy trì ở mức thấp. VNindex đã tăng 170% từ 350 điểm lên 960 điểm.

- 2020 – 2021: Bối cảnh quốc tế và Việt Nam bị xáo trộn trước những diễn biến khó lường của dịch bệnh Covid 19, VNIndex giảm mạnh 35% từ 960 xuống 650 điểm trong quý 1/2020. Để ứng phó với dịch bệnh và kích cầu tín dụng, SBV đã hạ lãi suất điều hành 3 lần liên tiếp trong tháng 3, tháng 5 và tháng 10/2020 từ 6.25% xuống còn 4% và duy trì nền lãi suất thấp, đồng thời giảm lãi suất cho vay, giãn nợ, cơ cấu lại nợ nhằm tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp, từ đó giúp VNIndex phục hồi 130% từ 650 điểm lên 1525 – mốc đỉnh lịch sử của VNIndex.
- 2022: Từ quý 2, mặt bằng lãi suất huy động tại các ngân hàng thương mại cũng đã bắt đầu có xu hướng tăng ở tất cả các kì hạn ngắn và dài khi các ngân hàng chịu nhiều áp lực từ thanh khoản (đã được trình bày trong báo cáo Ví Mô 2H/2022), mặc dù lãi suất điều hành phải tới tháng 9 mới bắt đầu tăng. Xu hướng chính của VNIndex là giảm điểm, xét từ thời điểm bắt đầu nâng lãi suất điều hành đến hiện tại VNIndex đã giảm 20% từ 1210 xuống còn 950 điểm.

Biểu đồ 1. Mối quan hệ giữa lãi suất & VNIndex

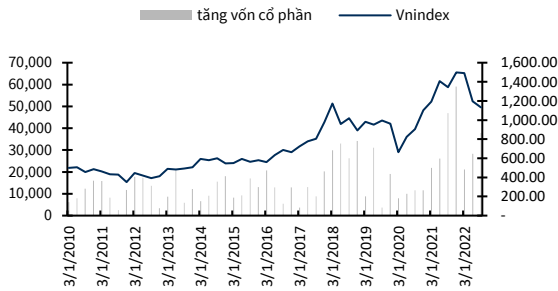


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đánh giá xu hướng và tác động của lãi suất lên TTCK

- Nền lãi suất tăng phản ánh chính sách tiền tệ đã bắt đầu chuyển sang xu hướng thắt chặt, giai đoạn “tiền rẻ” đã đi qua, các doanh nghiệp niêm yết thận trọng hơn và bắt đầu có xu hướng giảm huy động vốn mới để mở rộng mô hình kinh doanh, sản xuất (biểu đồ 2 & 3). Từ đó, tác động tiêu cực lên TTCK khi động lực tăng trưởng đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết khó có thể bứt phá trong thời gian tới.
- Mặt bằng lãi suất tăng khiến lãi suất chiết khấu trong các mô hình định giá tăng, khiến giá trị thực của cổ phiếu (theo các phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền, dòng cổ tức, lợi nhuận thặng dư...) bị kéo giảm và trở nên kém hấp dẫn.

Biểu đồ 2. Tăng vốn cổ phần mới của các doanh nghiệp niêm yết (tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng vay nợ dài hạn của các doanh nghiệp niêm yết (tỷ đồng)

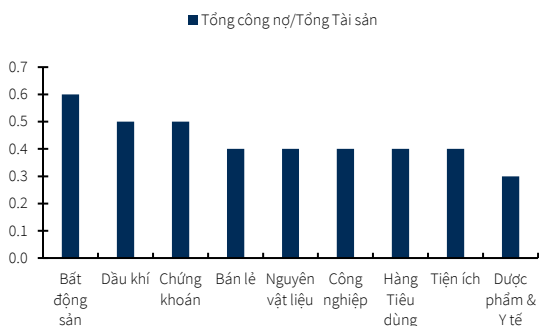


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Việc mặt bằng lãi suất tăng tác động tiêu cực lên gần như toàn bộ các doanh nghiệp trên sàn niêm yết, tuy nhiên có 4 nhóm ngành chúng tôi cho rằng chịu ảnh hưởng hơn cả:

- Ngành thâm dụng vốn, có tính đầu cơ cao, tỷ lệ đòn bẩy lớn chịu ảnh hưởng do chi phí lãi vay tăng như Bất động sản, nguyên vật liệu xây dựng, công nghiệp
- Nhóm bất động sản do nền lãi suất cho vay mua nhà tăng (bảng 1), đồng thời kiểm soát chặt tín dụng BĐS khiến cầu bất động sản suy giảm (biểu đồ 4 & 5) có thể ảnh hưởng tiêu cực tới thanh khoản các dự án, và lợi nhuận các doanh nghiệp
- Ngành chứng khoán do mặt bằng lãi suất tăng khiến dòng tiền hạn chế vào kênh chứng khoán, giá trị giao dịch giảm khiến thu từ phí môi giới giảm, trong khi danh mục tự doanh cũng thường chịu ảnh hưởng tiêu cực do thị trường điều chỉnh
- Ngành ngân hàng do các quan sát trong quá khứ cho thấy lãi suất huy động phản ứng nhanh hơn lãi suất cho vay dưới ảnh hưởng từ chính sách của SBV. Theo đó NIM của ngành ngân hàng có xu hướng giảm khi lãi suất điều hành tăng. Ngoài ra chất lượng tài sản ngành ngân hàng cũng bị ảnh hưởng do hoạt động khó khăn của ngành bất động sản.

Biểu đồ 3. Tỷ lệ đòn bẩy của nhóm ngành niêm yết



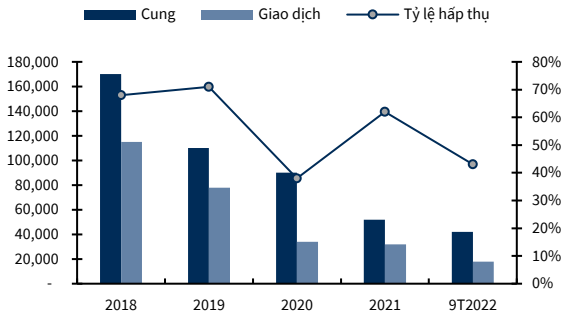
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 1. Lãi suất cho vay ưu đãi mua nhà trong năm đầu tại các ngân hàng

Ngân hàng	11/1/2022	12/31/2021	+/-%
Vietcombank	11.50%	7.50%	4.00%
Techcombank	11.50%	6.50%	5.00%
VIB	11.00%	9.50%	1.50%
BIDV	9.50%	7.20%	2.30%
VietinBank	9.00%	7.50%	1.50%
TP Bank	8.60%	6.20%	2.40%
Shinhan Bank	8.20%	5.50%	2.70%

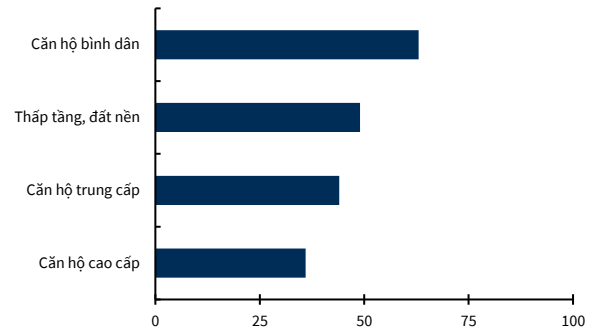
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 4. Cung/giao dịch bất động sản nhà ở 2018 – 9T2022 (tỷ đồng)



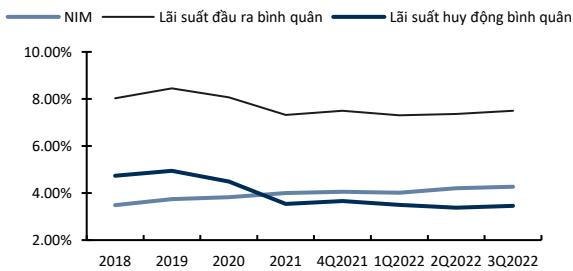
Nguồn: Hội môi giới Bất động sản, KBSV

Biểu đồ 5. Lượng hấp thụ bất động sản theo phân khúc 9T2022 (%)



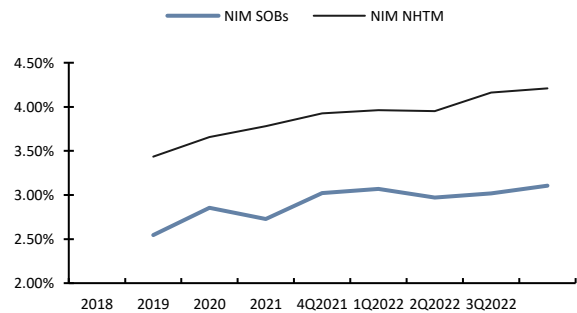
Nguồn: Hội môi giới Bất động sản, KBSV

Biểu đồ 6. NIM, lãi suất đầu ra & đầu vào bình quân 15 ngân hàng niêm yết



Nguồn: KBSV

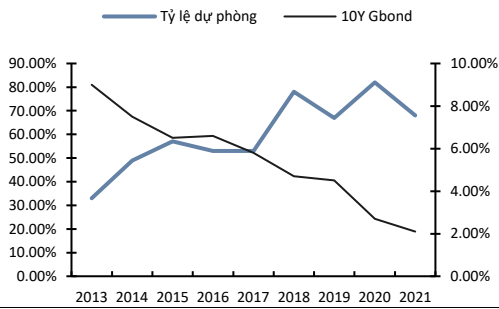
Biểu đồ 7. NIM theo nhóm ngân hàng



Nguồn: KBSV

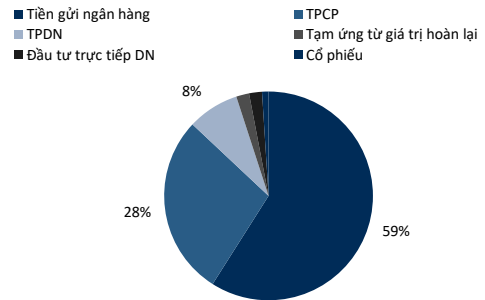
— Dù mặt bằng lãi suất tăng tác động tiêu cực lên cả nền kinh tế cũng như hầu hết tất cả các nhóm ngành, chúng tôi vẫn nhận thấy cơ hội đầu tư xuất hiện ở một số nhóm cổ phiếu đã điều chỉnh sâu theo thị trường, trong khi hoạt động kinh doanh ít chịu tác động từ yếu này, tập trung các cổ phiếu có dòng tiền tốt và hoạt động kinh doanh ổn định, vay nợ dài hạn thấp và sở hữu lượng tiền mặt lớn chủ yếu tập trung các ngành như: thực phẩm, bán lẻ, công nghệ thông tin, thiết bị và dịch vụ dầu khí (bảng 2)... hoặc ngành bảo hiểm khi ít nhiều được hưởng lợi từ giảm giá trị trích lập dự phòng toán học (biểu đồ 8), và hưởng lợi từ hiệu quả đầu tư tài chính khi 60% danh mục đầu tư là tiền gửi (biểu đồ 9 & 10).

Biểu đồ 8. BVH - Tương quan giữa tỷ lệ dự phòng bảo hiểm hỗn hợp và 10Y Gbond



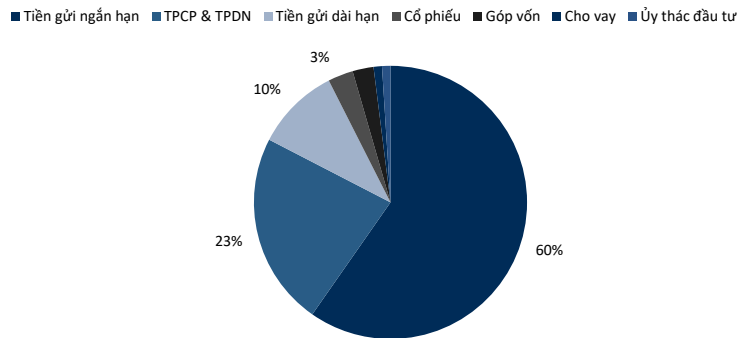
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 9. BVH - Cơ cấu danh mục đầu tư (3Q2022)



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 10. Cơ cấu danh mục đầu tư của nhóm bảo hiểm phi nhân thọ 2021



Nguồn: KBSV

Bảng 2. Danh sách cổ phiếu có lượng tiền mặt lớn và hoạt động kinh doanh ổn định (tỷ đồng)

STT	Mã CK	Tên	Tiền mặt	Đầu tư ngắn hạn (tiền gửi)	Vay ngắn hạn	Tiền ròng	Tiền ròng/ Tổng tài sản	ROE trung bình 2017-2021
1	VNM	VINAMILK	2,868	19,534	9,406	12,996	25%	37.68%
2	MSH	Máy Sông Hồng	460	783	692	551	15%	32.23%
3	VEA	Máy động lực và Máy NN	2,761	14,928	216	17,472	58%	27.38%
4	PHR	Cao su Phước Hòa	97	1,805	180	1,722	29%	21.39%
5	FPT	FPT Corp	3,737	20,389	16,248	7,878	14%	20.80%
6	DHA	Hóa An	25	222		247	53%	19.35%
7	STK	Sợi Thế Kỳ	628		448	180	8%	18.66%
8	ACV	Cảng Hàng không VN	1,461	31,880	303	33,038	57%	13.58%
9	DCM	Đạm Cà Mau	772	6,912	36	7,648	57%	13.03%
10	DPM	Đạm Phú Mỹ	3,268	5,830	295	8,803	53%	12.61%
11	MIG	Bảo hiểm Quân đội	46	2,105		2,151	26%	10.92%
12	PVI	Bảo hiểm PVI	801	8,556	390	8,968	35%	9.36%
13	BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	247	3,043		3,290	46%	8.74%
14	BVH	Tập đoàn Bảo Việt	2,256	100,318	1,060	101,514	53%	8.40%
15	PVS	DVKT Dầu khí PTSC	5,287	4,711	770	9,228	37%	6.76%

Nguồn: Fiiipro, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích
quangtpt@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

