



Marc Djandji, CFA
Giám đốc nghiên cứu
marc.djandji@vcsc.com.vn
+84 3 3814 3588, ext 116



Hoai Doan,
Chuyên gia Kinh tế
hoai.doan@vcsc.com.vn
+84 3 3814 3588, ext 139

Cân bằng giữa tăng trưởng và ổn định

Kể từ giữa tháng Tám, NHNN đã có nhiều nỗ lực hướng tới nhằm cân bằng hơn giữa mục tiêu ổn định và tăng trưởng kinh tế. Trong thời gian gần đây, NHNN thực thi nhiều biện pháp hơn khi giảm lãi suất tiền đồng và tăng thanh khoản trong hệ thống. Lãi suất cho vay giảm 0,5-1%, so với tháng trước đó ở mức 19-20%, trong khi lãi suất huy động giảm mạnh về 14% theo quy định trần lãi suất huy động của NHNN. Nhằm nỗ lực cải thiện thanh khoản trong hệ thống, NHNN đã áp dụng hàng loạt biện pháp để giảm lãi suất tiền đồng, bao gồm:

(1) Bơm thêm tiền thông qua kênh tái cấp vốn nhằm hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng nhỏ và cho vay đảo nợ cho một số ngân hàng thương mại nhà nước trong tháng Chín, chủ yếu là Vietinbank. Trên thị trường mở (OMO), theo tính toán của chúng tôi, lượng tiền bơm rông qua thị trường mở là 28.000 tỷ đồng (~1,3 tỷ USD). Đồng thời, NHNN cũng tăng kỳ hạn cho vay trên thị trường mở từ 7 ngày lên 14 ngày với lãi suất repo không đổi là 14%.

(2) Ban hành thông tư 22 xóa bỏ tỷ lệ cấp tín dụng trên tổng huy động (LDR) 80%. Việc gỡ bỏ quy định tỷ lệ cấp tín dụng trên tổng huy động sẽ phần nào cải thiện tình hình lưu thông tiền tệ giữa thị trường liên ngân hàng và thị trường sơ cấp. Bỏ tỷ lệ cấp tín dụng trên tổng huy động một mặt giúp giảm lãi suất trên thị trường sơ cấp, mặt khác, các ngân hàng có thể sử dụng vốn trên thị trường liên ngân hàng để cho vay nhiều hơn trên thị trường sơ cấp, từ đó cải thiện thanh khoản.

(3) Buộc các ngân hàng tuân thủ trần lãi suất huy động là 14%/năm và định hướng lãi suất cho vay ở mức 17-19%/năm. Chúng tôi cho rằng, bản thân quy định trần lãi suất huy động sẽ giúp cải thiện thanh khoản. Tuy nhiên NHNN khẳng định sẽ hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng nhỏ theo sau áp dụng trần lãi suất huy động. Động thái này thúc đẩy nhanh hơn quá trình giảm lãi suất. Khi lãi suất giảm, các ngân hàng có thể cho vay nhiều hơn và thanh khoản trong nền kinh tế sẽ tăng.

(4) Ban hành thông tư số 30/2011/TT-NHNN yêu cầu các ngân hàng tuân thủ qui định lãi suất tối đa áp dụng với tiền gửi không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng là 6%. Theo chúng tôi, thông tư này được ban hành nhằm ngăn chặn rủi ro về khả năng thanh toán khi nhiều ngân hàng áp dụng tiền gửi với kỳ hạn 1 ngày theo sau qui định trần lãi suất huy động. Trong thời gian qua, khi NHNN quy định trần lãi suất 14%/năm, một số ngân hàng lách qui định này bằng cách đưa ra sản phẩm dịch vụ tiền gửi theo ngày nhằm nâng lãi suất thực tế tăng lên 15%/năm.

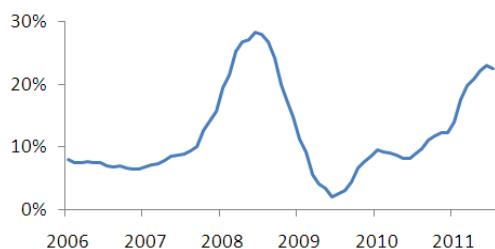
Song song với nỗ lực hạ lãi suất của NHNN, Thủ tướng Chính phủ cũng tái khẳng định mục tiêu ổn định nền kinh tế và kiểm soát lạm phát vào ngày 27/9. Đặc biệt, Chính phủ đã điều chỉnh giảm mục tiêu tăng trưởng tín dụng xuống còn 17% từ mức trước đó là 18-20% và tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán từ 15% giảm còn 12%.

Bộ trưởng Bộ Tài chính bác bỏ yêu cầu của Bộ Công Thương và Chủ tịch Petrolimex về việc tăng giá nhiên liệu. Bộ trưởng mong muốn việc giảm giá nhiên liệu gần đây sẽ giúp chống lạm phát cũng như giảm lãi suất cho vay. Ông cũng khẳng định sẽ không tăng giá nhiên liệu cho đến cuối năm.

| (cuối tháng) | Tháng 8 | Tháng 9 |
|--|---------|---------|
| VNIndex | 413,3 | 428,1 |
| HNX Index | 71,3 | 72,1 |
| | Tháng 8 | Tháng 9 |
| Tổng mức bán lẻ (% so với cùng kỳ năm trước) | 22,2 | 24,5 |
| CPI (% so với cùng kỳ năm trước) | 17,6 | 22,4 |
| Xuất khẩu (triệu USD) | 8,3 | 8,3 |
| Nhập khẩu (triệu USD) | 9,1 | 9,3 |
| Vốn FDI giải ngân (tỷ USD) | 1,0 | 0,9 |

| | 2010 | 2011F |
|--|-------|-------|
| GDP tính theo giá thực tế (% so với năm trước) | 6,7 | 6,0 |
| CPI (% so với năm trước) | 11,7 | 19,5 |
| Xuất khẩu (% tăng/giảm so với năm trước) | 25,5 | 25,0 |
| Nhập khẩu (%so với năm trước) | 20,1 | 19,0 |
| Cán cân thương mại/GDP (%) | -11,9 | -9,5 |
| Vốn FDI thực hiện (tỷ USD) | 11,0 | 11,5 |
| M2/GDP (%) | 122,5 | 133,0 |
| Tổng giá trị tín dụng/GDP (%) | 130,0 | 129,0 |

Vietnam CPI-YoY



Theo chúng tôi, Thủ tướng Chính phủ, Bộ Tài chính và NHNN mong muốn đưa ra gói giải pháp với mục tiêu kiểm soát lạm phát đồng thời hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, người tham gia thị trường chưa được thuyết phục liệu Chính phủ có thể cùng lúc cân bằng nhiều mục tiêu như giảm lãi suất tiền đồng, kiểm soát lạm phát và ổn định tỷ giá.

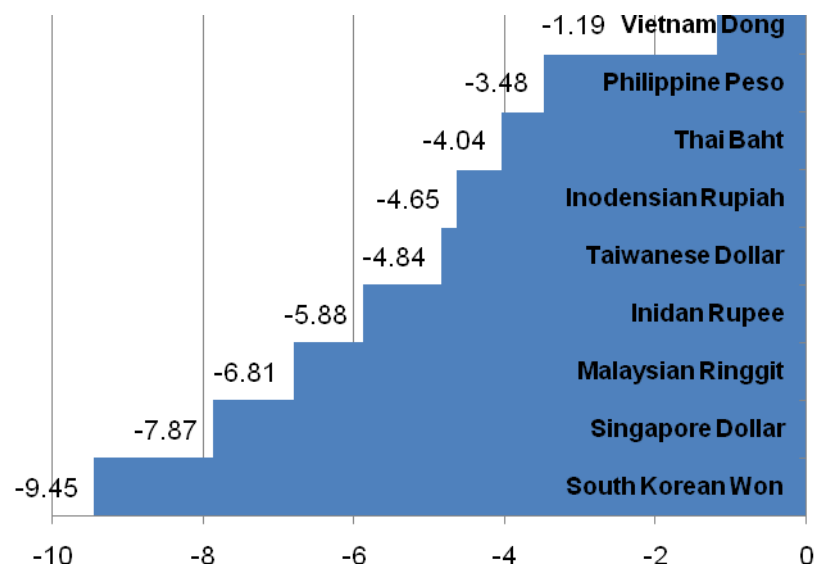
Ngoài tiền đồng, vàng và đô la Mỹ cũng chiếm vị trí quan trọng tại Việt Nam

Lãi suất tiền đồng giảm cùng với giá vàng thế giới biến động mạnh trong thời gian gần đây đã khiến cho nhu cầu về vàng gia tăng khi một số người dân dịch chuyển từ nắm giữ tiền đồng sang nắm giữ vàng và ngoại tệ. Nhu cầu về vàng gia tăng đã đẩy giá vàng trong nước cao hơn đáng kể so với giá vàng thế giới. Trong tháng 9, có những thời điểm giá vàng trong nước cao hơn giá vàng thế giới khoảng 4 triệu đồng/lượng và NHNN đã cho phép nhập khẩu thêm vàng để ổn định thị trường trong nước. Mặc dù giá vàng trong nước vẫn cao hơn giá thế giới trong suốt tháng Chín, chúng tôi tin rằng NHNN sẽ đưa ra những biện pháp cần thiết nhằm thu hẹp khoảng cách này.

Trong suốt tháng 9, tiền đồng được giao dịch cao hơn trần tỷ giá chính thức của Ngân hàng Nhà nước. Vào ngày cuối cùng của tháng Chín, tiền đồng giao dịch trên thị trường tự do là 21.225 đồng/USD, cao hơn 2% so với mức trần tỷ giá chính thức. So với cuối tháng 8, tiền đồng giảm giá 3,28% so với đồng USD. Trên thực tế, tiền đồng đã chịu áp lực giảm giá kể từ tháng Tám do được giải thích bởi những yếu tố sau. Thứ nhất, nhập khẩu vàng tăng đã đẩy nhu cầu USD lên cao. Thứ hai, nhu cầu ngoại tệ do khoản vay đô la đến hạn vào cuối năm. Ngoài ra, tình trạng đầu cơ ngoại tệ khi lãi suất tiền đồng giảm là nguyên nhân quan trọng khiến tiền đồng giảm giá.

Tuy nhiên, mặc dù áp lực giảm giá đồng nội tệ đã bắt đầu kể từ giữa tháng Tám, tuy nhiên, so sánh tương đối với các nước trong khu vực thì khi tỷ giá VND/USD vẫn tương đối ổn định. Trong tháng 8, hầu hết các đồng tiền châu Á đều có mức giảm giá mạnh nhất trong hơn một thập kỷ qua do những lo ngại về khủng hoảng nợ khu vực châu Âu và suy thoái toàn cầu. So với các nước khu vực, tiền đồng ít chịu rủi ro rút vốn từ nước ngoài so với các nước khác theo sau ảnh hưởng của suy thoái kinh tế khi hầu hết các quỹ đầu tư vào Việt nam đều đầu tư dài hạn. Hơn nữa, Việt nam không phải là điểm đến của dòng vốn hưởng hưởng lợi từ gói kích cầu của chính phủ Mỹ.

Hình 1: Tiền tệ châu Á so với USD trong tháng Chín (% tăng/giảm)



Nguồn: Bloomberg

Trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng các yếu tố như nhập siêu giảm, dự trữ ngoại hối tăng và chính sách tiền tệ - tài khóa thận trọng sẽ hỗ trợ tiền đồng không giảm giá mạnh trong quý 4. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng rủi ro trên thị trường ngoại hối vẫn tiếp diễn khi niềm tin vào tiền đồng chưa thực sự trở lại.

Lạm phát giảm tốc nhưng vẫn cao

Lạm phát theo xu hướng năm đạt đỉnh vào tháng 8 nhưng vẫn duy trì ở mức cao khi lạm phát so với cùng kỳ tăng 22,42% so với tháng 9 năm 2010. Tỷ lệ lạm phát tháng 9 là 0,82% giảm so với mức của tháng trước là 0,93%, tuy nhiên, vẫn cao hơn so với mức trung bình trong chín năm trở lại đây là 0,48%.

Về phía thông tin tích cực, mặc dầu CPI tháng 9 chủ yếu được dẫn dắt bởi nhóm dịch vụ giáo dục khi nhóm này chiếm tới gần 60% trong mức tăng của CPI trong tháng 9. Không kể nhóm giáo dục, CPI chỉ tăng khoảng 0,36% so với tháng trước đó.

Trong tháng 10, chúng tôi dự báo tốc độ tăng CPI là 0,6-0,7% so với tháng trước đó, giá gas giảm và giá lương thực thực phẩm ổn định sẽ hỗ trợ CPI trong tháng 10. Theo chúng tôi, lương cơ bản được điều chỉnh trong tháng 10 sẽ không tác động nhiều lên CPI tháng này khi chúng tôi không nhiều người lao động được hưởng lợi từ sự điều chỉnh này. Tuy nhiên, chi phí của doanh nghiệp có thể tăng nhẹ nếu doanh nghiệp nộp bảo hiểm dựa theo lương cơ bản. Chúng tôi dự báo, lạm phát cả năm ở mức 19,5% so với năm ngoái.

Trong năm tới, lạm phát vẫn là mối lo ngại khi lãi suất giảm mạnh, chi tiêu công vẫn ở mức cao và mối lo ngại về điều chỉnh giá điện tăng trong thời gian tới. Trong thời gian gần đây, chính phủ khẳng định sẽ không tăng giá điện trong năm nay nhưng nhiều khả năng điều chỉnh giá điện có thể thực hiện sau tết âm lịch khi giá bán điện hiện tại chỉ bằng 60% so với giá thành điện theo như tính toán của Bộ Tài chính.

GDP cả năm có thể đạt mục tiêu 6%

Do chính sách thắt chặt tài khóa và tiền tệ nhằm chống lạm phát, tốc độ tăng GDP trong 3 quý đầu năm nay đạt 5,7%, giảm mạnh so với mức tăng 9 tháng đầu năm 2010 là 6,54%. Với chính sách tiền tệ hỗ trợ hơn cho tăng trưởng kinh tế kể từ cuối tháng Tám, chúng tôi dự báo tăng trưởng kinh tế trong quý 4 có thể đạt 6,4% so với năm ngoái, theo đó Việt Nam có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP 6% trong năm nay.

Tổng mức bán lẻ loại trừ yếu tố giá chỉ tăng 3,9% so với mức 15,4% cùng kỳ năm ngoái. Ngành xây dựng chịu ảnh hưởng của lãi suất cao nên tốc độ tăng trưởng chỉ đạt 4,9% so với mức 10,5% cùng kỳ năm ngoái. Chỉ có khu vực dịch vụ và nông nghiệp vẫn tăng trưởng khá so với năm 2010 với tốc độ tương ứng là 6,2% và 2,4%.

Nhập siêu tiếp tục cải thiện

Thâm hụt thương mại trong tháng 9 ước tính là 1 tỷ USD cao hơn đáng kể so với 395 triệu USD trong tháng 8 nhưng được chủ yếu do nhập khẩu vàng. Trong tháng 9, nhập khẩu vàng ước đạt 600 triệu USD. Theo đó, nếu không kể vàng, số liệu thâm hụt thương mại

tháng 9 là 400 triệu đô la. Tính từ đầu năm đến nay, nhập siêu không kể vàng là 7,8 tỷ USD, cải thiện đáng kể so với 11,2 tỷ USD trong cùng kỳ năm 2010.

Xuất khẩu tăng mạnh 35% so với cùng kỳ bởi cả hai yếu tố giá và lượng. Giá hàng hóa cơ bản và khối lượng xuất khẩu đều tăng đã giúp giá trị xuất khẩu của nhóm hàng nông nghiệp và năng lượng tăng tương ứng 40% và 45%. Giá trị xuất khẩu của hàng dệt may và giấy da cũng tiếp tục tăng trưởng tốt, tăng 31% trong 9 tháng đầu năm.

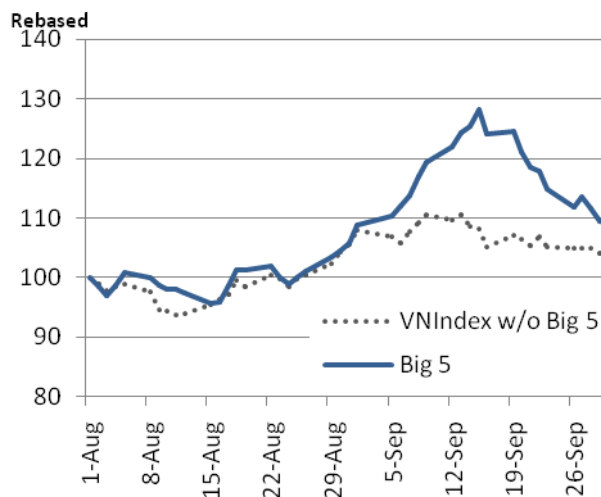
Nhập khẩu tăng chậm hơn so với xuất khẩu và dẫn đầu là nhóm hàng nguyên liệu đầu vào cho sản xuất hơn là hàng tiêu dùng. Giá trị nhập khẩu tăng 27% so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu do nhập khẩu nhóm hàng nguyên vật liệu dệt may tăng 30%, phân bón tăng 63% và nhiên liệu tăng 60%. Nhập khẩu ô tô và xe máy tăng chậm hơn với tỷ lệ 18%.

Với những thông tin lạc quan hơn về thâm hụt thương mại, chúng tôi điều chỉnh dự báo thâm hụt thương mại năm nay giảm xuống còn 10-11 tỷ USD từ mức dự báo ban đầu là 12 tỷ USD, cải thiện đáng kể so với mức nhập siêu năm ngoái là 12,6 tỷ USD.

Nhận định thị trường

Thị trường bắt đầu xuất hiện đà tăng từ cuối tháng Tám và kéo dài đến nửa đầu tháng Chín. Tuy nhiên, những bất ổn quanh kế hoạch "Operation Twist" của Mỹ và các gói cứu trợ của khu vực châu Âu cùng những lo ngại về bức tranh vĩ mô Việt Nam đã khiến thị trường trong nước để mất số điểm đạt được trong tháng Chín. Đáng chú ý, trong khi hầu hết các cổ phiếu thay đổi khá đồng đều trong tháng Tám khi thị trường hồi phục từ mức thấp nhất trong năm hai qua thì đa số những phiên điều chỉnh của VNIndex trong tháng Chín là do 5 cổ phiếu lớn chiếm khoảng 44% vốn hóa thị trường chi phối, gồm có MSN, VNM, BVH, VIC và EIB. Hình dưới cho thấy diễn biến của hầu hết các cổ phiếu vẫn tương đối tích cực hơn mức điều chỉnh của 5 cổ phiếu lớn.

Hình 2: Tác động của 5 cổ phiếu lớn đến VNIndex



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 3: Tăng/giảm của 5 cổ phiếu lớn (giá tính theo đơn vị nghìn đồng)

| | 31/08/2011 | % | Đỉnh | % | 30/09/2011 |
|------------|------------|-----|------|------|------------|
| MSN | 107 | 48% | 158 | -24% | 120 |
| VNM | 124 | 6% | 131 | -5% | 125 |
| BVH | 58 | 48% | 86 | -22% | 67 |
| VIC | 118 | 4% | 123 | -19% | 100 |
| EIB | 15,2 | 7% | 16,3 | -2% | 16.0 |

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Kế hoạch tái cơ cấu chỉ số ETF công bố vào đầu tháng Chín vừa qua đã khiến nhà đầu tư nước ngoài bán ra một số cổ phiếu, nhưng những lo ngại rủi ro về bất ổn kinh tế toàn cầu mới là lý do chủ yếu khiến nhà đầu tư nước ngoài đẩy mạnh bán ròng trong nửa cuối tháng Chín. Đây là tháng bán ròng lớn nhất của khối ngoại kể từ năm 2009 với giá trị khoảng 998,2 tỷ đồng (47,5 triệu USD). Tuy nhiên, trong đó 5 cổ phiếu lớn chiếm 2/3 giá trị, VIC là cổ phiếu dẫn đầu với giá trị bán ròng 451,3 tỷ đồng (21,5 triệu USD).

Mặc dù xoay chuyển liên tục nhưng tháng Chín là tháng thứ 2 giao dịch diễn ra sôi động nhất kể từ đầu năm đến nay. Trong khi nhà đầu tư nước ngoài bán ra, nhà đầu tư trong nước lại mua vào để đón lấy cơ hội. Chính hoạt động tái phân bổ tài sản của nhà đầu tư trong nước là yếu tố hỗ trợ thị trường chứng khoán Việt Nam trong những tháng qua. Thanh khoản trong tháng Chín cao hơn khoảng 36% so với mức trung bình từ đầu năm đến nay và giá trị mua ròng 1.189 tỷ đồng của nhà đầu tư trong nước cho thấy việc lãi suất tiền đồng và giá vàng giảm đã khuyến khích nhà đầu tư chuyển hướng sang chứng khoán. Với động thái cho phép nhập khẩu vàng nhiều hơn trong tháng Chín của Ngân hàng Nhà nước, chúng tôi kỳ vọng khoảng cách giữa giá vàng thế giới và giá vàng trong nước sẽ thu hẹp dần, kích thích dòng tiền chảy vào chứng khoán mạnh hơn.

Thị trường Việt Nam đang trong giai đoạn điều chỉnh sau khi đạt đỉnh trong tháng Chín, do đó chúng tôi tin rằng các số liệu định giá hiện nay đem lại cho nhà đầu tư tỷ suất đầu tư an toàn, đặc biệt là khi tình hình vĩ mô đã chút ít cải thiện về tốc độ tăng lạm phát, thâm hụt thương mại, dự trữ ngoại hối, chính sách tài khóa và tiền tệ. Hơn nữa, ở mức giá hiện tại, cổ phiếu Việt Nam đang rẻ hơn so với khi thị trường chạm đáy trong tháng 2/2009 và đang được giao dịch ở mức P/E khoảng 10,5x, với P/E 4 quý gần nhất thấp thứ 3 so với các quốc gia trong khối BRIC và CIVETS.

Áp lực lạm phát tác động mạnh lên thị trường chứng khoán từ đầu năm đến nay đang từng bước được xoa dịu. Chúng tôi tin rằng đến cuối năm 2012, CPI chỉ ở khoảng 12% và lạm phát giảm sẽ hỗ trợ tích cực cho thị trường chứng khoán trong nước. Mặc dù CPI tháng Chín năm nay so với cùng kỳ năm trước vẫn còn rất cao nhưng lạm phát giảm dần sẽ mở ra những cơ hội tăng trưởng mới cho thị trường chứng khoán.

Tỷ giá VND/USD trong tháng Chín tăng thấp hơn so với tỷ giá của các đồng tiền khác trong khu vực nhưng vẫn tiềm ẩn nguy cơ tiền đồng giảm giá cho đến cuối năm do nhu cầu USD để đáo hạn các khoản vay tăng. Do đó, chúng tôi vẫn khuyến nghị nhà đầu tư chú ý các công ty có doanh thu bằng USD. Trong tháng Tám, chúng tôi đã công bố báo cáo chi tiết cho Tổng công ty Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí Việt Nam (HSX: PVD) với khuyến nghị **THÊM VÀO** trên cơ sở đánh giá tổng giá trị các đơn hàng còn lại của công ty là khoảng 479 triệu USD. Đây cũng là yếu tố thúc đẩy khả năng tăng giá trong mô hình định giá vì phần lớn doanh thu của PVD được tính bằng USD trong khi nhu cầu vốn đầu tư được tài trợ với lãi suất LIBOR, SIBOR + khoản chênh lệch với lãi suất áp dụng trên tổng các khoản vay hiện tại là dưới 4%. Giá mục tiêu của chúng tôi cho PVD là 44.000đ/cp, tương ứng P/E 2011 là 8,9x và P/E 2012 là 8,8x, tăng 17% so với giá hiện tại 37.500đ.

Một cổ phiếu khác mà chúng tôi vừa khuyến nghị trong tháng Chín là Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (HSX: VHC). VHC là công ty xuất khẩu cá tra hàng đầu Việt Nam với hệ thống sản xuất ổn định, có vị trí quan trọng trên thị trường và thương hiệu uy tín. Ban quản trị công ty đang thực hiện chiến lược nâng cao chuỗi giá trị và mở rộng diện tích canh tác nhằm tự đáp ứng 100% nhu cầu sản xuất. Với nhu cầu cá tra ngày càng tăng cộng với những lợi thế như khả năng trở thành công ty xuất khẩu thủy sản đầu tiên được miễn thuế chống bán phá giá của Mỹ, khả năng kiểm soát chi phí nguyên liệu và nâng cao biên lợi nhuận gộp nhờ hệ thống sản xuất hiệu quả, chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu hiện tại (34.000 đ/cp) chưa phản ánh hết giá trị công ty. Chúng tôi khuyến nghị MUA cho VHC với giá mục tiêu là 46.600 đ/cp, tương ứng mức P/E 2011 hấp dẫn là 6,0x và P/E 2012 là 5,3x.

Cập nhật hoạt động Mua bán & Sáp nhập (M&A)

MSN: mua cổ phần công ty Vinacafe Biên Hòa (VCF), công ty dẫn đầu thị trường cà phê hòa tan

Tập đoàn Masan (HSX: MSN) vừa thực hiện chào mua công khai 51% cổ phần của Vinacafe (HSX: VCF), nhà sản xuất cà phê hàng đầu tại Việt Nam. Với giá chào mua 80.000 đ/cp, MSN phải trả khoảng 1.000 tỷ đồng, tương đương 50 triệu USD để mua cổ phần kiểm soát tại VCF. Chúng tôi cho rằng việc chào mua Vinacafe của MSN giúp tập đoàn này nhanh chóng mở rộng quy mô và tạo bệ đỡ để tiến mạnh vào thị trường nước giải khát trị giá 20 tỷ USD. Hơn nữa, sự phối hợp này sẽ hỗ trợ đáng kể để nâng cao tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận hoạt động cho hai công ty.

Thị trường cà phê hòa tan Việt Nam là thị trường độc quyền nhóm với Vinacafe, Nestlé và Trung Nguyên nắm trên 88% thị phần. Vinacafe dẫn đầu thị trường với 40% thị phần, như vậy việc mua cổ phần của Vinacafe giúp Masan Consumer nhanh chóng dẫn đầu trên thị trường cà phê hòa tan, được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trung bình 9,4%/năm trong giai đoạn 2010-2015 theo Hiệp hội Cà phê Việt Nam.

Vinacafe có lợi ích là có thể tận dụng ngay hệ thống phân phối rộng lớn mà Masan Consumer đã được xây dựng trong nhiều năm qua. Hiện nay Vinacafe cung cấp sản phẩm thông qua 120 nhà phân phối mà trọng tâm là thị trường miền Nam với hơn 100 nhà phân phối tại phía nam. Trong khi đó, Masan Consumer có hệ thống phân phối cân bằng với 60 nhà phân phối và hơn 60.000 điểm bán hàng tại miền Bắc, có thể sử dụng để giới thiệu sản phẩm của Vinacafe.

Mặc dù với những thông tin ban đầu còn giới hạn, chúng tôi vẫn tin rằng đây sẽ là thương vụ mua lại hấp dẫn mà MSN mang đến cho các cổ đông. Chúng tôi sẽ cập nhật cụ thể về thương vụ này trong thời gian tới.

Những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất

HSX

| Mã | Ngành | Vốn hóa (USD) | Tỷ lệ tác động vào VNIndex | Giá ngày 29/9/2011 (đồng) | Tỷ lệ tăng giá |
|-----|-------------------|---------------|----------------------------|---------------------------|----------------|
| IJC | Công nghiệp | 184.102.048 | 0,8% | 14.100 | 93,2% |
| TDC | Tài chính | 56.190.476 | 0,2% | 11.800 | 53,2% |
| PNJ | Dịch vụ tiêu dùng | 105.997.238 | 0,5% | 37.100 | 21,6% |
| MSN | Tài chính | 3.018.023.333 | 13,2% | 123.000 | 20,6% |
| KBC | Tài chính | 227.669.000 | 1,0% | 16.500 | 17,0% |
| CII | Công nghiệp | 91.884.857 | 0,4% | 25.700 | 16,8% |
| BVH | Tài chính | 2.235.834.762 | 9,8% | 69.000 | 16,0% |
| ASM | Tài chính | 50.521.762 | 0,2% | 26.700 | 14,6% |
| PVT | Công nghiệp | 54.273.333 | 0,2% | 4.900 | 14,0% |
| HVG | Hàng tiêu dùng | 61.655.000 | 0,3% | 20.000 | 13,6% |

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >50 triệu USD

HNX

| Mã | Ngành | Vốn hóa (USD) | Tỷ lệ tác động vào HNXIndex | Giá ngày 29/9/2011 (đồng) | Tỷ lệ tăng giá |
|-----|-------------|---------------|-----------------------------|---------------------------|----------------|
| PVI | Tài chính | 124.524.714 | 2,7% | 16.600 | 12,7% |
| VNR | Tài chính | 58.095.952 | 0,8% | 12.100 | 11,6% |
| BVS | Tài chính | 56.055.476 | 1,2% | 16.400 | 7,3% |
| CTS | Tài chính | 26.331.133 | 0,6% | 7.000 | 7,1% |
| SCR | Tài chính | 51.428.571 | 1,1% | 10.800 | 6,5% |
| VND | Tài chính | 56.636.000 | 1,2% | 11.800 | 5,9% |
| VCG | Công nghiệp | 194.285.714 | 4,1% | 13.600 | 5,1% |
| KLS | Tài chính | 115.714.286 | 2,5% | 12.000 | 5,0% |
| PVX | Công nghiệp | 141.666.667 | 3,0% | 11.900 | 4,2% |
| PVC | Dầu khí | 28.000.000 | 0,6% | 16.800 | 3,6% |

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >25 triệu USD

Những cổ phiếu giảm giá mạnh nhất

HSX

| Mã | Ngành | Vốn hóa (USD) | Tỷ lệ tác động vào VNIndex | Giá ngày 29/9/2011 (đồng) | Tỷ lệ giảm giá |
|-----|-------------------|---------------|----------------------------|---------------------------|----------------|
| KDH | Tài chính | 66.686.190 | 0,3% | 31.900 | -15,6% |
| VIC | Tài chính | 1.843.992.381 | 8,1% | 99.000 | -12,4% |
| REE | Công nghiệp | 133.514.857 | 0,6% | 11.700 | -10,0% |
| VPL | Dịch vụ tiêu dùng | 787.744.286 | 3,4% | 80.500 | -9,6% |
| HAG | Hàng tiêu dùng | 732.072.857 | 3,2% | 32.900 | -8,4% |
| KDC | Hàng tiêu dùng | 201.424.000 | 0,9% | 35.700 | -7,3% |
| FPT | Viễn thông | 474.519.857 | 2,1% | 51.500 | -6,2% |
| NTL | Tài chính | 63.653.333 | 0,3% | 21.700 | -5,2% |
| HPG | Công nghiệp | 413.678.190 | 1,8% | 27.700 | -4,5% |
| DPR | Vật liệu cơ bản | 103.404.762 | 0,5% | 50.500 | -3,8% |

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >50 triệu USD

HNX

| Mã | Ngành | Vốn hóa (USD) | Tỷ lệ tác động vào HNXIndex | Giá ngày 29/9/2011 (đồng) | Tỷ lệ giảm giá |
|-----|-----------------|---------------|-----------------------------|---------------------------|----------------|
| PVA | Công nghiệp | 34.516.667 | 0,1% | 13.400 | -23,7% |
| VNR | Tài chính | 25.488.610 | 0,5% | 11.900 | -15,1% |
| HGM | Công nghiệp | 46.354.505 | 1,0% | 22.300 | -14,3% |
| PVS | Dầu khí | 28.051.690 | 0,6% | 5.900 | -11,9% |
| SQC | Vật liệu cơ bản | 42.342.857 | 0,9% | 23.500 | -9,4% |
| ACB | Tài chính | 26.485.076 | 0,6% | 5.100 | -6,7% |
| NVB | Tài chính | 101.428.571 | 2,2% | 7.100 | -4,0% |
| BTS | Công nghiệp | 178.688.095 | 3,8% | 7.800 | -2,6% |
| SHB | Tài chính | 79.047.619 | 1,7% | 16.600 | -2,4% |
| HBB | Tài chính | 25.542.857 | 0,5% | 89.400 | -1,7% |

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >25 triệu USD

Tăng/giảm giá theo ngành

HSX

| | |
|------------------------|--------|
| Nguyên vật liệu cơ bản | 5,81% |
| Hàng tiêu dùng | 5,04% |
| Dịch vụ tiêu dùng | -2,28% |
| Tài chính | 9,56% |
| Chăm sóc sức khỏe | 7,61% |
| Công nghiệp | 6,19% |
| Dầu khí | 0,22% |
| Công nghệ | -0,85% |
| Viễn thông | -4,53% |
| Tiện ích công cộng | 10,40% |

Nguồn: Bloomberg

HNX

| | |
|------------------------|--------|
| Nguyên vật liệu cơ bản | 4,31% |
| Hàng tiêu dùng | 10,98% |
| Dịch vụ tiêu dùng | 6,03% |
| Tài chính | 5,68% |
| Chăm sóc sức khỏe | 0,98% |
| Công nghiệp | 9,04% |
| Dầu khí | 12,01% |
| Công nghệ | 28,34% |
| Viễn thông | 4,52% |
| Tiện ích công cộng | 3,61% |

Nguồn: Bloomberg

Các sự kiện chính

1. BI Private Equity New Markets II K/S (Đan Mạch) đăng ký bán 4.000.000 cổ phiếu Tập đoàn Masan (MSN) trong khoảng thời gian từ 14/9 đến 19/10. Theo đó, cổ phần sở hữu của cổ đông này tại MSN sẽ giảm từ 54 triệu cổ phiếu xuống còn 50 triệu cổ phiếu.
2. CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HSX: PPC) đang mua lại 5 triệu cổ phiếu của công ty. Trong nửa đầu năm 2011, PPC đạt lợi nhuận ròng 365 tỷ đồng (17,7 triệu USD) với doanh thu 2,24 nghìn tỷ đồng, tương ứng giảm 16% và 1,3% so với cùng kỳ năm trước. Công ty đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế là 254 tỷ đồng và doanh thu là 4,08 nghìn tỷ đồng trong năm nay.
3. CTCP Đầu tư và xây dựng cầu đường Bình Triệu đang tiến hành mua thêm 3,25 triệu cổ phiếu của CTCP Đầu tư hạ tầng kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh (CII) trong thời gian từ ngày 12/9 đến 12/11. Theo đó, tỷ lệ sở hữu của công ty tại CII sẽ tăng lên 9,9% từ mức hiện tại là 5,7%.
4. CTCP Kinh Đô (KDC), nhà sản xuất bánh kẹo hàng đầu Việt Nam, công bố lợi nhuận trước thuế hợp nhất từ việc bán bánh trung thu trong mùa trung thu năm nay là 182 tỷ đồng (8,83 triệu USD). Tổng doanh thu tăng 31% lên 651 tỷ đồng so với cùng kỳ năm trước. Trong năm 2011, KDC đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế là 506 tỷ đồng trên tổng doanh thu 4,27 nghìn tỷ đồng, tương ứng tăng 45% và 33% so với năm 2010.
5. Công ty Cổ phần Bất động sản Sacombank, viết tắt là Sacomreal (HNX: SCR) đăng ký bán 8.500.000 cổ phiếu của Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB) hay Sacombank, trong khoảng thời gian từ 5/9 đến 5/11. Theo đó, cổ phần của SCR tại STB sẽ giảm từ mức hiện tại là 25,74 triệu cổ phiếu xuống 17,24 triệu cổ phiếu. Lợi nhuận ròng hợp nhất của STB trong 6 tháng đầu năm giảm 7% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 1,09 ngàn tỷ đồng.
6. Công ty Cổ phần Du lịch Vinpearlland (VPL), một trong những công ty phát triển du lịch hàng đầu Việt Nam, công bố lợi nhuận ròng hợp nhất trong nửa đầu năm 2011 tăng gấp năm lần lên 211,54 tỷ đồng (10,27 triệu USD) so với cùng kỳ năm trước. Doanh thu tăng 41% lên 477,86 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm. Tổng tài sản tăng 23,1% lên 9,48 ngàn tỷ đồng so với cuối năm 2010, bao gồm vốn CSH 4 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng Sáu.

Các báo cáo đã công bố trong tháng của Bộ phận Nghiên cứu Công ty chứng khoán Bản Việt

Trong tháng 9, Bộ phận Nghiên cứu của chúng tôi đã công bố các báo cáo nghiên cứu sau:

| Ngày | Tên | Mã ck | khuyến nghị | Giá mục tiêu |
|------|-----------------------|-------|-------------|--------------|
| 5-9 | Cập nhật tháng 8 | N/A | N/A | N/A |
| 5-9 | CTCP Dược Hậu Giang | DHG | BUY | 71.000 |
| 19-9 | CTCP Vĩnh Hoàn | VHC | BUY | 46.600 |
| 20-9 | Ngân hàng Công thương | CTG | Cập nhật | N/A |

Mọi câu hỏi, thắc mắc và yêu cầu liên quan tới các báo cáo này, vui lòng liên hệ với Giám đốc bộ phận Nghiên cứu của chúng tôi: Ông Marc Djandji, email marc.djandji@vcsc.com.vn hoặc điện thoại +(84 8) 3914 3588 - ext: 116.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Marc Djandji và 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 chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng 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, và doanh thu của công ty, 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 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 cần cử 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

Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588
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, Phạm Cẩm Tú, ext 120
CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142
Chuyên viên, Trần Tuấn Anh, ext 145
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Doãn Chí Thiên, ext 459

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

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT
+84 8 3914 3588, ext 134
raphael.wilhelm@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ
+84 8 3914 3588, ext 122
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

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@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.