



**Marc Djandji, CFA**  
Giám đốc nghiên cứu  
[marc.djandji@vcsc.com.vn](mailto:marc.djandji@vcsc.com.vn)  
+84 8 3914 3588, ext 116



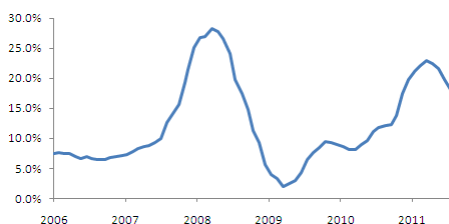
**Hoai Doan,**  
Chuyên gia kinh tế  
[hoai.doan@vcsc.com.vn](mailto:hoai.doan@vcsc.com.vn)  
+84 8 3914 3588, ext 139

| (cuối tháng)                                 | Tháng 11 | Tháng 12 |
|--|----------|----------|
| VNIndex                                      | 380.7    | 351.5    |
| HNX Index                                    | 60.4     | 58.7     |
|  | Tháng 11 | Tháng 12 |
| Tổng mức bán lẻ (% so với cùng kỳ năm trước) | 23.5     | 24.2     |
| CPI (% so với cùng kỳ năm trước)             | 19.8     | 18.1     |

|                               |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|
| Xuất khẩu (triệu USD)         | 8,617 | 8,900 |
| Nhập khẩu (triệu USD)         | 9,087 | 9,600 |
| Vốn FDI giải ngân (triệu USD) | 950   | 1,000 |

|  | 2011 | 2012F |
|--|------|-------|
| GDP tính theo giá thực tế (% so với năm trước) | 5.9  | 6.0   |
| CPI (% so với năm trước)                       | 18.2 | 11.5  |
| Xuất khẩu (% tăng/giảm so với năm trước)       | 33.3 | 20.0  |
| Nhập khẩu (%so với năm trước)                  | 24.7 | 17.0  |
| Cán cân thương mại/GDP (%)                     | -7.8 | 7.0   |
| Vốn FDI thực hiện (tỷ USD)                     | 11.0 | 11.5  |
| M2/GDP (%)                                     | 108  | 103   |
| Tổng giá trị tín dụng/GDP (%)                  | 98   | 108   |

**Vietnam CPI - YoY**



## Nỗi lo nợ xấu áp đảo điểm sáng vĩ mô: tâm lý thị trường chưa khởi sắc

Những chủ đề được nhắc đến nhiều nhất trong tháng Mười Hai là nợ xấu, vấn đề tái cấu trúc ngân hàng, đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của ngân hàng BIDV và các chỉ số kinh tế cuối năm. Chỉ số VNIndex giảm 7,64% trong tháng Mười Hai, tháng giao dịch âm đậm thứ tư trong năm. Sàn HNX khá hơn khi chỉ giảm 2,98% so với mức giảm 13,82% trong tháng Mười Một.

**Ngành ngân hàng: còn quá sớm để khẳng định sáp nhập (M&A) thành công. Thanh khoản và nợ xấu vẫn là mối lo ngại.**

**Nợ xấu vẫn là vấn đề đáng lo ngại.** Nợ xấu chính thức của hệ thống ngân hàng vào đầu tháng 12 là 3,4% tổng dư nợ, tăng nhẹ so với tỷ lệ 3,1% vào cuối tháng 6. Thống đốc NHNN dự báo nợ xấu vào cuối năm 2011 nằm trong khoảng 3,6% - 3,8%. Theo Phó thống đốc NHNN, ông Trần Minh Tuấn, nợ xấu thực tế có thể lớn hơn vì nhiều ngân hàng không áp dụng phân loại nợ theo tiêu chuẩn quốc tế.

Mặc dù chúng tôi không có nhiều thông tin chi tiết về tình hình nợ xấu nhưng số vụ phá sản gia tăng trong thời gian gần đây cùng với nền kinh tế đang đối diện với tình trạng giảm đòn cân nợ có thể khiến con số nợ xấu tiếp tục tăng trong tương lai. Theo chúng tôi, nợ xấu vẫn là mối lo ngại hàng đầu cho đến khi NHNN có kế hoạch cụ thể để giải quyết vấn đề này.

**Sáp nhập 3 ngân hàng- tiến tới tái cấu trúc hệ thống ngân hàng nhưng còn quá sớm để khẳng định thành công.** Câu chuyện sáp nhập hệ thống ngân hàng là chủ đề quan tâm hàng đầu trong tháng 12 sau khi NHNN công bố hợp nhất 3 ngân hàng Đệ Nhất, Tín Nghĩa và Thương mại cổ phần Sài Gòn (SCB) vào ngày 06/12/2012. Ngân hàng BIDV được giao nhiệm vụ thay mặt NHNN quản lý phần vốn nhà nước và hỗ trợ chi trả thanh khoản cho "ngân hàng hợp nhất" trước trong và sau quá trình hợp nhất.

Hiện tại vẫn còn quá sớm để khẳng định thành công của vụ hợp nhất này vì hiện tại thị trường đang chờ kết quả kiểm toán ba ngân hàng nhằm xem xét chất lượng tài sản và tình hình nợ xấu của ngân hàng. Quan trọng hơn, nhà đầu tư đang hướng sự chú ý đến cách giải quyết các vấn đề ngân hàng và khôi phục lòng tin thị trường của NHNN.

Chúng tôi giữ quan điểm việc hợp nhất các ngân hàng yếu kém với nhau chưa chắc tạo nên một ngân hàng khỏe mạnh và các ngân hàng lớn không có động cơ mua các ngân hàng yếu kém nếu không có chính sách hỗ trợ từ phía nhà nước. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng NHNN sẽ cắt giảm số lượng ngân hàng nhằm củng cố hệ thống.

Chúng tôi dự báo năm 2012, M&A trong hệ thống sẽ sôi động hơn vì giá cổ phiếu đang ở mức hấp dẫn là tiền đề cho việc thu tóm. Ngoài một số vụ sáp nhập theo chỉ định của NHNN, thị trường có thể chứng kiến việc sáp nhập tự nguyện giữa các ngân hàng lớn với nhau để tăng sức cạnh tranh. Đồng thời M&A tự nguyện cũng có thể diễn ra giữa các ngân hàng lớn và ngân hàng nhỏ.

**Lãi suất liên ngân hàng ổn định nhưng rủi ro thanh khoản vẫn tiềm ẩn**

Mặc dù lãi suất liên ngân hàng trong tháng 12 ổn định với lãi suất qua đêm giao dịch trong khoảng 12-15,5%/năm và lãi suất kỳ hạn 1 tuần giao dịch trong khoảng 13-16,5%/năm, nhưng một số ngân hàng yếu kém vẫn phải đi vay có tài sản thế chấp trên thị trường liên ngân hàng với lãi suất kỳ hạn một tuần là 19-21%/năm.

Trong những tuần cuối cùng của tháng 12, tình hình lãi suất VND, USD và vàng đều có xu hướng tăng. Các phương tiện truyền thông cũng cho biết một số ngân hàng nhỏ đã đưa ra lãi suất huy động đàm phán áp dụng cho khách hàng VIP lên tới 19-20% cho các kỳ hạn ngắn. Hiện tượng vượt trần lãi suất không chỉ là trường hợp ngoại lệ ở các ngân hàng nhỏ. Chúng tôi ghi nhận một số ngân hàng lớn cũng tăng lãi suất huy động lên 17-18%/năm. Lãi suất huy động bằng ngoại tệ đàm phán tăng lên 5%/năm áp dụng với khách hàng VIP trong khi đó huy động vàng cũng tăng 4%/năm ở một số ngân hàng.

Trong tháng 12, NHNN đã bơm ròng 17.000 tỷ đồng (800 triệu USD) thông qua kênh thị trường mở so với tháng 11 là 12.600 tỷ đồng (740 triệu USD). Chúng tôi ghi nhận giá trị trúng thầu trên thị trường mở thấp hơn so với giá trị chào thầu do các ngân hàng không tiếp cận được nguồn vốn trên thị trường mở do thiếu trái phiếu chính phủ hơn là lý do dư thanh khoản. Trong thời gian qua, các ngân hàng đã sử dụng trái phiếu chính phủ để thế chấp cho những khoản vay trên thị trường liên ngân hàng.

**Lạm phát giảm nhưng vẫn còn cao**

CPI tháng 12 tăng 0,53%, cao hơn hai tháng trước chủ yếu do yếu tố mùa vụ khi giá cả hàng hóa có xu hướng tăng vào cuối năm. Đóng góp nhiều nhất vào đà tăng CPI tháng 12 là nhóm lương thực, thực phẩm, chiếm 52% tổng mức tăng CPI của tháng này. Tuy nhiên, điểm tích cực là tháng 12 vẫn là tháng thứ tư có mức tăng CPI dưới 1%.

CPI cả năm 2011 tăng 18,12%, cao nhất trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương bất kể những chính sách bình ổn của chính phủ. Lương thực - thực phẩm là yếu tố tác động lớn nhất đến CPI, tăng 24,8% so với cùng kỳ năm trước và chiếm ½ đà tăng giá cả. Tăng giá điện 15,3% vào tháng Hai cộng với việc tăng giá xăng dầu 30% đã góp phần đẩy giá cả hàng hóa tăng.

Trong tháng 12, Bộ Tài chính cho phép EVN tăng giá điện 5%, theo đó sẽ trực tiếp khiến CPI tháng 1 tăng thêm 0,12%. So với giá điện ở các nước khác trong khu vực Nam Á như Indonesia, Thái Lan, Singapore, Hồng Kông, ..., giá điện Việt Nam vẫn khá rẻ, vì vậy còn nhiều khả năng sẽ tăng thêm. Tuy nhiên, giá điện tăng sẽ giúp việc đầu tư vào các công ty thủy điện hấp dẫn hơn bởi các nhà máy thủy điện đòi hỏi vốn đầu tư ban đầu lớn nhưng lợi nhuận hiện tại thấp do giới hạn về trần giá điện. Hiện tại, giá bán điện hiện nay vẫn còn thấp hơn giá thành sản xuất.

Tuy nhiên, với mục tiêu lạm phát chỉ còn 1 con số, NHNN sẽ phải cân trọng với việc nói lỏng chính sách tiền tệ sớm. Ngoài ra, khả năng tăng giá của các ngành tiện ích công cộng có thể đẩy CPI cao hơn so với mục tiêu lạm phát dưới 10% trong năm tới.

**Tăng trưởng GDP chậm lại**

Tổng cầu trong nền kinh tế giảm do chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa cùng với tình hình kinh tế thế giới bất ổn đã khiến tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam chậm lại. Tăng trưởng GDP thực trong quý 4 ghi nhận ở mức 6,1% so với cùng kỳ năm trước, mức tăng trưởng quý 4 thấp nhất trong hơn một thập kỷ qua. Trong cả năm 2011, GDP tăng 5,9% so với mức tăng năm ngoái là 6,8% và chỉ cao hơn 0,56% so với năm 2009.

Nếu xét theo nhóm ngành, tăng trưởng GDP năm 2011 giảm chủ yếu do khu vực công nghiệp. Trong năm qua, ngành này chỉ tăng trưởng 5,5% trong khi tốc độ tăng năm 2010 là 7,7%. Ngược lại, nhóm ngành nông nghiệp tăng trưởng 4% trong năm 2011 so với mức 2,8% của năm 2010 do sự kết hợp của giá cả hàng hóa nông nghiệp tăng và chính sách ưu tiên cấp tín dụng cho nhóm này từ phía NHNN. Chúng tôi ghi nhận, xuất khẩu khu vực nông nghiệp tăng 29% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, nhóm GDP ngành dịch vụ tăng trưởng 7%, giảm nhẹ so với mức 7,5% của năm 2010.

Trong các tiểu ngành của khu vực công nghiệp, tình trạng căng thẳng tín dụng, giảm chi tiêu chính phủ cùng thị trường địa ốc trầm lắng đã khiến tăng trưởng của nhóm ngành xây dựng giảm 0,97% so với mức tăng 10,1% trong năm 2010. Trong khi đó, ngành công nghiệp chế biến vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng tốt với mức tăng trưởng 8,3%, giảm nhẹ so với mức tăng trưởng của năm ngoái là 8,4%. Nhóm ngành điện, nước, gas vẫn duy trì tăng trưởng 9,9% một phần do điều chỉnh giá điện, giá nước so với mức 11,3% của năm 2010. Khả năng phục hồi xuất khẩu đã hỗ trợ ngành công nghiệp chế biến và phần nào bù đắp tác động tiêu cực của việc tăng giá điện và giá dầu hồi đầu năm.

Mặc dù tăng trưởng GDP có phần chậm lại, chúng tôi vẫn tin tưởng vào triển vọng lâu dài của nền kinh tế nhờ nhu cầu tiêu dùng và cán cân thương mại cải thiện.

Chia theo chi tiêu, so với năm ngoái, cải thiện cán cân thương mại và nhu cầu tiêu dùng vẫn tiếp tăng là yếu tố dẫn dắt GDP trong năm 2011. So với năm 2010, cán cân thương mại thực tính theo VND cải thiện 26% so với năm ngoái. Tiêu dùng cuối cùng theo giá so sánh ghi nhận mức tăng 4,7% so với mức tăng 9,7% so với năm ngoái. Trong đó, khu vực nhà nước tăng 7,4% và tiêu dùng cá nhân tăng 4,4%. Mục tích lũy giảm đáng kể khi nhóm này ghi nhận mức giảm 9,2% so với năm ngoái.

**Bảng 1: Tăng trưởng GDP do tăng trưởng tiêu dùng và thâm hụt thương mại cải thiện**

| Đơn vị: nghìn tỷ đồng                        | 2006     | 2007      | 2008      | 2009      | 2010      | 2011      |
|--|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>GDP danh nghĩa</b>                        | 974.265  | 1.143.715 | 1.485.038 | 1.658.389 | 1.980.914 | 2.535.008 |
| <b>Tiêu dùng cuối cùng</b>                   | 675.916  | 809.862   | 1.091.876 | 1.206.819 | 1.446.901 | 1.794.466 |
| <b>Chi tiêu cá nhân</b>                      | 617.182  | 740.615   | 1.000.972 | 1.102.279 | 1.317.588 | 1.630.143 |
| <b>Chi tiêu chính phủ</b>                    | 58.734   | 69.247    | 90.904    | 104.540   | 129.313   | 164.323   |
| <b>Tích lũy tài sản</b>                      | 324.949  | 437.702   | 513.987   | 572.526   | 770.211   | 827.032   |
| <b>Cán cân thương mại</b>                    | (44.438) | (181.302) | (225.828) | (171.662) | (198.985) | (106.852) |
| <b>Xuất khẩu hàng hóa &amp; dịch vụ</b>      | 717.109  | 879.461   | 1.157.178 | 1.132.688 | 1.524.840 | 2.205.858 |
| <b>Trừ: Nhập khẩu hàng hóa &amp; dịch vụ</b> | 761.547  | 1.060.763 | 1.383.006 | 1.304.350 | 1.723.825 | 2.312.711 |
| <b>Sai biệt thống kê</b>                     | (15.842) | 21.855    | 29.244    | (9.093)   | (12.562)  | (3.970)   |

Nguồn: ADB and GSO

## FDI đăng ký giảm mạnh nhưng cơ cấu FDI có xu hướng tích cực

Theo Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư, Việt Nam thu hút khoảng 11,6 tỷ USD vốn đăng ký mới cho các dự án FDI trong năm 2011, giảm 35% so với năm 2010. Tuy nhiên, sự sụt giảm này không hoàn toàn là tiêu cực vì chủ yếu do vốn vào các ngành phi sản xuất như bất động sản giảm. Nguồn vốn cho nhóm sản xuất cũng như vốn đăng ký bổ sung cho các dự án FDI vẫn cải thiện trong năm 2011.

Vốn đăng ký cho các dự án bất động sản trong năm 2011 chỉ chiếm 5,8% tổng vốn FDI đăng ký mới, trong khi năm ngoái là 34,3%. Thay vào đó, vốn đăng ký mới cho các ngành công nghiệp và xây dựng chiếm 76,4% vốn FDI đăng ký mới so với mức 54,1% của năm 2010.

Vốn FDI giải ngân trong năm 2011 đạt khoảng 11 tỷ USD, hầu như không đổi so với năm 2010, nhưng chiếm 25,9% tổng vốn đầu tư quốc gia. Mặc dù con số 500 triệu USD thấp hơn kỳ vọng của chính phủ, nhưng đây vẫn là con số ấn tượng trong bối cảnh những bất ổn kinh tế vĩ mô trong nước và thế giới ảnh hưởng đến nguồn vốn nước ngoài vào Việt Nam trong năm 2011.

Nhà đầu tư nước ngoài vẫn cho thấy sự quan tâm đối với thị trường tiêu dùng Việt Nam. Trong tháng Mười Hai, chúng tôi nhận thấy hãng thức ăn nhanh Burger King đã mở nhà hàng đầu tiên tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất. Ngoài Burger King, các thương hiệu nổi tiếng quốc tế khác như GAP và Coach cũng đã vào Việt Nam trong năm 2011. Hãng Starbucks cũng có dự định và đang chọn thời điểm thích hợp trong khoảng năm 2012 và 2013 để tham gia vào thị trường Việt Nam.

#### **Nhập siêu và cán cân thanh toán cải thiện**

Thâm hụt thương mại tháng Mười Hai đạt mức thấp nhất kể từ tháng 12/2006, ước đạt 700 triệu USD, cải thiện đáng kể so với 1.286 triệu USD trong cùng kỳ năm ngoái. Tính chung cả năm, nhập siêu ước tính ở mức 9,5 tỷ USD, giảm 25% so với 12,6 tỷ USD của năm 2010. Nếu không kể vàng trong cả hai năm, nhập siêu được cải thiện khoảng 30% từ 14,2 tỷ USD trong năm 2010 xuống còn 10 tỷ USD trong năm 2011. Theo đó, tỷ lệ nhập siêu trên GDP cũng có xu hướng giảm từ 19,6% trong năm 2008 và 12,1% trong năm 2010 xuống còn 8,7% trong năm 2011.

Theo công bố của thống đốc Nguyễn Văn Bình, Cán cân thanh toán năm nay thặng dư là 2 tỷ USD so với mức thâm hụt của năm ngoái là 3,1 tỷ USD. Kết quả này là nhờ thâm hụt thương mại được cải thiện, kiều hối tăng và dòng vốn vào tăng.

Chúng tôi dự báo giá trị xuất khẩu có thể sẽ thấp hơn so với năm 2011, chúng tôi tin rằng thâm hụt thương mại trong năm 2012 có thể giảm xuống còn 9 tỷ USD. Theo đó, cán cân thanh toán sẽ tiếp tục thặng dư theo sau cải thiện cán cân thương mại và lạm phát giảm.

#### **Tiền đồng khá ổn định trong tháng Mười Hai**

Mặc dù bị phá giá chính thức mạnh trong tháng Hai nhưng cả năm 2011 tiền đồng chỉ mất giá 1,21% trên thị trường tự do và 2,02% trên thị trường liên ngân hàng.

Trong tháng Mười Hai, tiền đồng trên thị trường tự do giảm giá 0,09% so với USD trong khi tăng giá 0,38% trên thị trường liên ngân hàng, do sự kết hợp của các biện pháp hành chính, chính sách thắt chặt tiền tệ và các tin tức tốt về cán cân thương mại và cán cân thanh toán.

Khoảng cách giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá liên ngân hàng cuối tháng Mười Hai giảm xuống còn 0,87% so với 1,3% vào tháng Mười Một. Khoảng cách giữa tỷ giá thị trường tự do và trần tỷ giá chính thức vẫn chỉ ở mức khoảng 1%. Khoảng cách giữa các tỷ giá này giảm gợi ý cho thấy được kiểm soát, như vậy sẽ giúp giảm áp lực tiền tệ. Phá giá tiền đồng mạnh như tháng 2/2011 sẽ khó xảy ra trong năm 2012.

#### **Nhận định thị trường**

*Mặc dù thị trường chứng khoán kết thúc năm 2011 trong sắc xanh nhưng một phiên tăng nhỏ không thể bù đắp tình hình giao dịch âm ảm của của VNIndex và HNXIndex trong tháng Mười Hai. VNIndex giảm 7,64% trong tháng Mười Hai, đây cũng là tháng giao dịch kém thứ tư trong năm. HNX chỉ giảm 2,98% trong tháng này sau khi giảm 13,82% trong tháng Mười Một. So với năm 2010, VNIndex giảm 133,1 điểm hay 27,5% trong khi HNXIndex giảm 55,5 điểm tương đương 48,6%.*

*Nhờ các giao dịch của cổ phiếu STB, tháng Mười Hai là tháng có khối lượng giao dịch đứng thứ hai trong năm với 921,5 triệu cổ phiếu và đứng thứ ba về giá trị với 14.140 tỷ đồng. Thị trường xuất hiện*

*hàng loạt tin tức không chính thức về STB liên quan đến mua bán giữa cổ đông lớn, mã cổ phiếu hoạt động mạnh nhất trong tháng với 170 triệu cổ phiếu được giao dịch trị giá 2.556 tỷ đồng (122 triệu USD). Theo thông tin báo chí, ngân hàng Credit Suisse dự định mua cổ phần của STB, tuy nhiên, chủ tịch Đặng Văn Thành đã bác bỏ thông tin này.*

*Rủi ro vĩ mô và diễn biến âm ỉ của chứng khoán khiến nhà đầu tư xem vàng như một kênh đầu tư thay thế hấp dẫn. Số lượng người mua vàng tăng cao đã dẫn đến tình trạng giá vàng trong nước cao hơn giá vàng thế giới đến 1,5-2,3 triệu đồng/lượng.*

*Tháng Mười Hai là tháng thứ ba khối ngoại hoạt động mạnh trong năm nay với khoảng 246 triệu cổ phiếu được giao dịch trị giá 5.717 nghìn tỷ đồng (272 triệu USD). Đây cũng là tháng khối ngoại bán ròng lớn thứ hai với 834 tỷ đồng (39 triệu USD). Tính chung cả năm, nhà đầu tư nước ngoài đã bơm vào thị trường chứng khoán Việt Nam 95,4 triệu USD, giảm 84,6% so với năm 2010.*

*Tâm lý nhà đầu tư ngày càng bi quan khi VNIndex giao dịch gần mức thấp nhất trong ba năm trong khi HNX tiếp tục chạm những mức thấp mới. Tâm lý ngại rủi ro đã khiến nhà đầu tư chủ yếu vẫn chọn phương thức quan sát và chờ đợi mặc dù nhiều công ty đang giao dịch tại P/E và P/B thấp lịch sử.*

*Với hạn mức tăng trưởng tín dụng 15-17% cho năm 2012, chính phủ có thể vẫn ưu tiên vốn cho bốn lĩnh vực chính - nông nghiệp và nông thôn, sản xuất hàng hoá xuất khẩu, công nghiệp phụ trợ và các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Do đó, chúng tôi tin rằng các nhà xuất khẩu nông - thủy sản sẽ thuận lợi hơn trong việc tiếp cận các khoản vay chi phí thấp.*

*Hiện tại hầu hết nhà đầu tư đều đang hướng về kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, do đó, chúng tôi dự báo tình hình giao dịch từ khối trong nước sẽ không nhiều trong tháng Giêng do tâm lý nghỉ ngơi chuẩn bị lễ Tết. Tết đến sớm nghĩa là khoảng thời gian giao dịch thừa thớt sẽ ít hơn so với năm 2011, khi Tết rơi vào đầu tháng Hai và thị trường hầu như không được chú ý trong hai tháng đầu năm. Năm nay Tết rơi vào tuần thứ ba của tháng Một, vì vậy hy vọng nhà đầu tư sẽ trở lại giao dịch vào tháng Hai với tâm lý lạc quan hơn. Thanh khoản sau Tết thường được cải thiện khá nhờ tâm lý lạc quan này.*

**Hãy đón đọc ấn phẩm Báo cáo chiến lược đầu tư 2012 của chúng tôi sắp phát hành.**

## Những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất

### HSX

| Mã cổ phiếu | Ngành              | Vốn hóa (USD) | Tỷ lệ tác động vào VNIndex | Giá ngày 30/12/2011 (đồng) | Tỷ lệ tăng giá |
|-------------|--------------------|---------------|----------------------------|----------------------------|----------------|
| SJS         | Công nghiệp        | 105.173.095   | 0,58%                      | 22.300                     | 36,8%          |
| VIC         | Tài chính          | 1.843.992.381 | 10,09%                     | 99.000                     | 18,6%          |
| PNJ         | Dịch vụ tiêu dùng  | 115.711.286   | 0,63%                      | 40.500                     | 17,0%          |
| PHR         | Vật liệu cơ bản    | 103.419.714   | 0,58%                      | 27.500                     | 17,0%          |
| EIB         | Tài chính          | 841.335.714   | 4,60%                      | 14.300                     | 10,9%          |
| GMD         | Công nghiệp        | 88.571.429    | 0,48%                      | 18.600                     | 8,8%           |
| SBT         | Hàng tiêu dùng     | 74.376.333    | 0,44%                      | 11.900                     | 8,2%           |
| CII         | Công nghiệp        | 80.801.476    | 0,44%                      | 22.600                     | 6,1%           |
| PPC         | Tiện ích công cộng | 104.536.524   | 0,59%                      | 6.900                      | 4,5%           |
| STB         | Tài chính          | 767.120.000   | 4,20%                      | 15.000                     | 4,2%           |

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >50 triệu USD

### HNX

| Mã cổ phiếu | Ngành           | Vốn hóa (USD) | Tỷ lệ tác động vào HNXIndex | Giá ngày 30/12/2011 (đồng) | Tỷ lệ tăng giá |
|-------------|-----------------|---------------|-----------------------------|----------------------------|----------------|
| OCH         | Tài chính       | 47.142.857    | 1,19%                       | 9.900                      | 22%            |
| PVS         | Dầu khí         | 205.625.286   | 5,19%                       | 14.400                     | 14%            |
| NTP         | Công nghiệp     | 65.419.762    | 1,65%                       | 29.600                     | 13%            |
| ACB         | Tài chính       | 960.022.381   | 24,28%                      | 21.600                     | 10%            |
| VNR         | Tài chính       | 52.814.476    | 1,33%                       | 11.000                     | 8%             |
| PVI         | Tài chính       | 183.191.524   | 4,74%                       | 18.500                     | 6%             |
| NVB         | Tài chính       | 113.397.952   | 2,89%                       | 8.000                      | 4%             |
| DBC         | Hàng tiêu dùng  | 25.128.300    | 0,63%                       | 12.600                     | 2%             |
| SQC         | Vật liệu cơ bản | 439.476.190   | 10,10%                      | 83.900                     | 0%             |
| VCS         | Công nghiệp     | 25.237.914    | 0,37%                       | 10.700                     | -3%            |

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >25 triệu USD



## Những cổ phiếu giảm giá mạnh nhất

### HSX

| Mã cổ phiếu | Ngành           | Vốn hóa (USD) | Tỷ lệ tác động vào VNIndex | Giá ngày 30/12/2011 (đồng) | Tỷ lệ giảm giá |
|-------------|-----------------|---------------|----------------------------|----------------------------|----------------|
| BVH         | Tài chính       | 1.341.500.952 | 7,34%                      | 41.400                     | -29,2%         |
| MSN         | Tài chính       | 2.183.772.857 | 11,95%                     | 89.000                     | -25,2%         |
| PVF         | Tài chính       | 202.857.143   | 1,11%                      | 7.100                      | -20,2%         |
| DPM         | Vật liệu cơ bản | 426.198.476   | 2,35%                      | 23.700                     | -18,0%         |
| KDC         | Hàng tiêu dùng  | 146.126.952   | 0,81%                      | 26.000                     | -16,7%         |
| DIG         | Công nghiệp     | 62.826.429    | 0,35%                      | 10.200                     | -15,0%         |
| IJC         | Công nghiệp     | 105.760.762   | 0,58%                      | 8.100                      | -14,7%         |
| SSI         | Tài chính       | 228.759.143   | 1,26%                      | 13.800                     | -14,3%         |
| POM         | Vật liệu cơ bản | 85.173.571    | 0,47%                      | 9.600                      | -12,7%         |
| PVD         | Dầu khí         | 317.344.571   | 1,74%                      | 31.800                     | -12,2%         |

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >50 triệu USD

### HNX

| Mã cổ phiếu | Ngành       | Vốn hóa (USD) | Tỷ lệ tác động vào HNXIndex | Giá ngày 30/12/2011 (đồng) | Tỷ lệ giảm giá |
|-------------|-------------|---------------|-----------------------------|----------------------------|----------------|
| BVS         | Tài chính   | 29.575.290    | 0,74%                       | 8.600                      | -32,8%         |
| VND         | Tài chính   | 31.414.452    | 0,79%                       | 6.600                      | -32,7%         |
| SCR         | Tài chính   | 27.142.857    | 0,69%                       | 5.700                      | -26,9%         |
| KLS         | Tài chính   | 74.250.000    | 1,90%                       | 7.800                      | -21,2%         |
| HBB         | Tài chính   | 82.470.000    | 2,04%                       | 4.200                      | -20,8%         |
| PVX         | Công nghiệp | 121.785.714   | 1,92%                       | 6.400                      | -20,0%         |
| PLC         | Dầu khí     | 31.075.629    | 0,85%                       | 14.100                     | -13,0%         |
| PGS         | Dầu khí     | 33.476.190    | 0,84%                       | 18.500                     | -12,9%         |
| VCG         | Công nghiệp | 207.142.857   | 3,14%                       | 8.700                      | -12,1%         |
| SHB         | Tài chính   | 132.870.667   | 3,36%                       | 5.800                      | -9,4%          |

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >25 triệu USD

## Tăng/giảm giá theo ngành

### HSX

|                        |         |
|------------------------|---------|
| Hàng tiêu dùng         | 10,10%  |
| Tiện ích công cộng     | 2,71%   |
| Dịch vụ tiêu dùng      | 2,12%   |
| Viễn thông             | -0,20%  |
| Hàng tiêu dùng         | -5,00%  |
| Chăm sóc sức khỏe      | -5,08%  |
| Công nghiệp            | -5,32%  |
| Dầu khí                | -10,00% |
| Nguyên vật liệu cơ bản | -10,16% |
| Tài chính              | -13,93% |

Nguồn: Bloomberg

### HNX

|                        |         |
|------------------------|---------|
| Tài chính              | -0,49%  |
| Dịch vụ tiêu dùng      | -1,25%  |
| Tiện ích công cộng     | -1,47%  |
| Dầu khí                | -1,53%  |
| Nguyên vật liệu cơ bản | -1,72%  |
| Chăm sóc sức khỏe      | -3,18%  |
| Hàng tiêu dùng         | -7,83%  |
| Hàng tiêu dùng         | -8,49%  |
| Công nghiệp            | -9,32%  |
| Viễn thông             | -19,00% |

Nguồn: Bloomberg

## Các sự kiện chính

1. PVI Holdings (HNX: PVI) dự kiến mua lại 5.000.000 cổ phiếu quỹ trong tháng này. Theo đó, PVI dự báo sẽ nâng số lượng cổ phiếu quỹ lên 10.000.000 cổ phiếu. Trong chín tháng đầu năm nay, PVI đạt lợi nhuận ròng hợp nhất 288,52 tỷ đồng (13,74 triệu USD) trên tổng doanh thu 3,82 nghìn tỷ đồng, tương ứng tăng 32,7% và 29% so với cùng kỳ năm 2010. Tổng tài sản tăng 15,7% lên 7,46 nghìn tỷ đồng so với cuối năm 2010, đã bao gồm phần vốn 3,73 nghìn tỷ đồng cuối tháng Chín.
2. CTCP Bất động sản Sacombank, tức Sacomreal (HNX: SCR) dự kiến bán 5.000.000 cổ phiếu Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB) trong khoảng thời gian từ 08/12/2011 đến 08/2/2012. Theo đó, SCR dự kiến sẽ cắt giảm phần sở hữu tại ngân hàng mẹ xuống 13,41 triệu cổ phiếu từ 18,41 triệu cổ phiếu hiện tại.
3. CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị Sài Đồng (SDI) có kế hoạch mua 19,8 triệu cổ phiếu của CTCP Phát triển Đô thị Hà Nội Miền Nam (NHN) từ ngày 8/12/2011 đến 7/2/2012. Theo đó, SDI dự kiến sẽ trở thành cổ đông trong NHN.
4. CTCP Sucrierie De Bourbon Tây Ninh (HSX: SBT) đã thông qua kế hoạch mua lại 3,33 triệu cổ phiếu quỹ. Trong chín tháng đầu năm nay, SBT đạt lợi nhuận ròng 396,64 tỷ đồng (19 triệu USD) trên doanh thu 1,44 nghìn tỷ đồng, tương ứng tăng 51,2% và 81,7% so với cùng kỳ 2010.
5. CTCP Vận chuyển sản phẩm khí quốc tế (GSP) đã xin phép niêm yết tất cả 30 triệu cổ phiếu trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE). GSP có vốn điều lệ 300 tỷ đồng (14,3 triệu USD), chuyên cho thuê và kinh doanh tàu. Trong chín tháng đầu năm, công ty ghi nhận lợi nhuận ròng hợp nhất 37,18 tỷ đồng với doanh thu 433,19 tỷ đồng, tương ứng tăng 61,3% và 82,7% so với cùng kỳ 2010. Tổng tài sản đạt 533,16 tỷ đồng, đã bao gồm phần vốn 336,93 tỷ đồng cuối tháng Chín.
6. CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí Việt Nam (DPM) dự định mua lại 500.000 cổ phiếu quỹ từ ngày 21/12/2011 đến 21/3/2012. Trong mười tháng đầu năm nay, DPM đạt lợi nhuận trước thuế 2,82 nghìn tỷ đồng (134,3 triệu USD) trên doanh thu của 7,34 nghìn tỷ đồng. Tính đến ngày 20/12, giá trị thị trường của DPM là 9,29 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ sở hữu nước ngoài là 24,25%.
7. CTCP Bảo hiểm Petrolimex (HSX: PGI) đã mua lại 1.500.000 cổ phiếu từ ngày 15/9/2011 đến 14/12/2011. Việc mua lại là nhằm hỗ trợ giá cổ phiếu đã giảm thấp trong bối cảnh suy thoái thị trường. Trong chín tháng đầu năm, PGI đạt lợi nhuận ròng 77,34 tỷ đồng (3,68 triệu USD) trên doanh thu 1,07 nghìn tỷ đồng, tương ứng tăng 80,7% và 18,9% so với cùng kỳ 2010. Tổng tài sản tăng 14,7% từ cuối năm 2010 lên 1,95 nghìn tỷ đồng, đã bao gồm phần vốn 830,44 tỷ đồng cuối tháng Chín.
8. BIDV đã phát hành thành công 84,75 triệu cổ phiếu. Đây là đợt IPO lớn nhất năm nay, đem lại 75 triệu USD cho ngân hàng. Cổ phiếu của BIDV được bán với giá trung bình cao hơn khoảng 0,45% so với giá khởi điểm, tương ứng P/B là 1,6x - cao hơn khoảng 30-40% so với các ngân hàng khác trong nước.



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

Trong tháng 12, Bộ phận Nghiên cứu của chúng tôi đã công bố các báo cáo nghiên cứu sau:

| Ngày  | Tên báo cáo   | Mã ck | khuyến nghị | Giá mục tiêu |
|-------|---|-------|-------------|--------------|
| 1/12  | Hoàng Anh Gia Lai và dự án trồng cao su                                     | HAG   | Cập nhật    | N/A          |
| 3/12  | Cập nhật tháng 11   | N/A   | N/A         | N/A          |
| 9/12  | BC Chiến lược thị trường: Ngọc trong đá                                     | N/A   | N/A         | N/A          |
| 14/12 | Cập nhật vĩ mô: Tỷ giá hối đoái   | N/A   | N/A         | N/A          |
| 19/12 | CTCP thép Pomina: Khó khăn còn phía trước                                   | POM   | Cập nhật    | N/A          |
| 21/12 | Traphaco: Nhà sản xuất số 1 về thảo dược                                    | TRA   | Cập nhật    | N/A          |
| 22/12 | CTCP Mía Đường Lam Sơn  | LSS   | MUA         | 28.200 đ     |
| 22/12 | Cập nhật vĩ mô:<br>Nợ xấu trong các công ty cho thuê tài chính              | N/A   | N/A         | N/A          |
| 26/12 | BC Chiến lược thị trường: Chứng khoán Việt Nam tìm kiếm nhà đầu tư mạo hiểm | N/A   | N/A         | N/A          |
| 30/12 | Cập nhật vĩ mô: Nhập siêu   | N/A   | N/A         | 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](mailto: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   |
|-----------------------------|--|
| <b>MUA</b>                  | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%  |
| <b>THÊM VÀO</b>             | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%  |
| <b>NĂM GIỮ</b>              | Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%  |
| <b>GIẢM</b>                 | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%   |
| <b>BÁN</b>                  | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%   |
| <b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>    | 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. |
| <b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b> | 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 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.