



**Tú Vũ**  
Quyền Giám đốc  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)  
+84 8 3914 3588, ext 105

## Tâm điểm chú ý trong tháng Năm chuyển từ chính sách sang lợi nhuận

### CHIẾN LƯỢC

Tâm lý tích cực nhờ các chính sách điều tiết áp dụng trong Tháng Tư và độ trễ của tác động thực tế của các chính sách vào các tháng tiếp theo, đặc biệt là các biện pháp nhằm giảm lãi suất cho vay sẽ góp phần hỗ trợ thị trường vào Tháng Năm. Tuy nhiên, trong khi các xu hướng lạc quan dài hạn vẫn giữ nguyên trên cả hai thị trường, các nỗ lực vào cuối tháng nhằm vượt qua mức kháng cự mạnh của thị trường – Chỉ số VNI tại ngưỡng 475 điểm và chỉ số HNI tại ngưỡng 80 điểm – đây là nỗ lực không thành công thứ hai trong vòng hai tuần và thứ tư trong vòng 12 tháng qua; các nhà đầu tư lưu ý thị trường có thể chỉ số VNI và HNI xuống 460-465 điểm và 74-75 điểm trong tháng Năm và thanh khoản có thể tiếp tục sụt giảm.

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo các nhà đầu tư nước ngoài sẽ tham gia tích cực hơn so với tỷ lệ khiêm tốn 9,2% giá trị giao dịch trên sàn HSX và 1,9% trên sàn HNI sau khi các giám đốc quản lý danh mục đầu tư đánh giá hết kết quả ĐHCĐ của các công ty và kết quả lợi nhuận quý 1 và đưa ra các động thái mang tính quyết định về danh mục đầu tư. Chúng tôi cũng dự báo dòng tiền sẽ đổ vào các công ty có lợi nhuận quý 1 tốt và có định hướng rõ ràng hơn cho năm 2012. Chiến lược của chúng tôi cho Tháng Năm:

- **Mua vào** tại mức hợp nhất vào khoảng 460-465 (VNI) và 74-76 (HNI) hoặc vượt ngưỡng break out 475 và 80 (trang 2).
- **Tăng tỷ trọng** bất động sản với Nghị định 693 và Văn bản số 2056 nhằm hỗ trợ thị trường (trang 3)
- **Mua vào** đối với các chủ đầu tư bất động sản có quỹ đất sạch hoặc bất động sản có thể bán ngay và có vị trí tốt. Chúng tôi khuyến nghị mua **DIG, SJS**; và cân nhắc **KDH** (trang 3).

### NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG

Vào tháng Tư, thị trường chịu tác động mạnh của các chính sách do NHNN đã có nhiều động thái nhằm kích thích nền kinh tế đang trì trệ. Các nhà đầu tư tỏ ra phấn khởi khi chỉ số VNIndex đóng cửa tại ngưỡng 473,77 điểm (tăng 7,4%) và chỉ số HNIndex tại ngưỡng 79,86 điểm (tăng 10,6%) so với tháng trước.

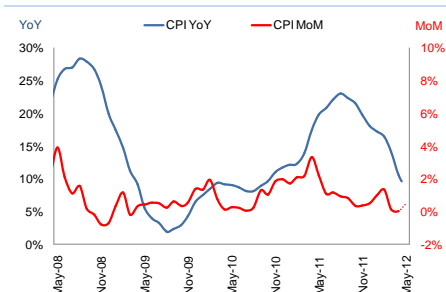
- **Các nhà đầu tư nước ngoài** sẽ tham gia tích cực hơn trong tháng Năm khi các quỹ đầu tư này sẽ đưa ra các động thái quyết định về danh mục sau khi ĐHCĐ được tổ chức và kết quả hoạt động quý 1 được công bố. (trang 4)
- **ĐHCĐ và kết quả hoạt động quý 1** sẽ giúp nhận diện các công ty có lợi nhuận quý 1 tốt hơn và định hướng rõ ràng hơn cho năm 2012. (trang 5)
- **Sự kiện nổi bật:** DPM đồng ý mua DCM. PV Gas sẽ được niêm yết trong tháng Năm với mã GAS, và giá trị vốn hóa vào khoảng 3 tỷ USD, một trong 5 mã lớn nhất trong rổ VNIndex. (trang 7)

(cuối tháng)	Ba	Tư
VNIndex	441,1	473,7
HNX Index	72,2	79,8
VN30 Index	500,1	541,2

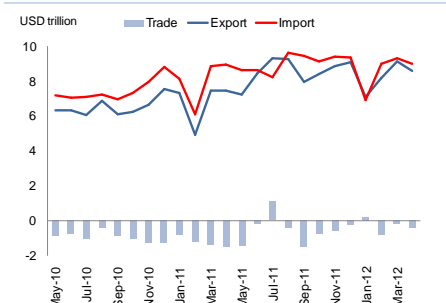
	Ba	Tư
Tổng mức bán lẻ (% so với cùng kỳ năm trước)	21,8	21,1
CPI (% so với cùng kỳ năm trước)	14,2	10,5
Xuất khẩu (triệu USD)	9.150	8.600
Nhập khẩu (triệu USD)	9.300	9.000
Vốn FDI giải ngân (triệu USD)	1.520	1.090

Dự báo	2011	2012F
GDP thực (% so với năm trước)	5,9	5,5
CPI (% so với năm trước)	18,2	9,0
Xuất khẩu (% so với năm trước)	33,3	19,9
Nhập khẩu (% so với năm trước)	24,7	14,0
Cán cân thương mại/GDP (%)	-7,8	-4,4
M2/GDP (%)	108,0	103,9
Tổng giá trị tín dụng/GDP (%)	98,0	107,5
FDI thực hiện (triệu USD)	11,0	11,0

### CPI



### Cán cân thương mại



See important disclosure at the end of this document

## Cập nhật tháng 04/2012

### CẬP NHẬT VĨ MÔ

Trong tháng Tư các thay đổi về chính sách được dư luận đặc biệt quan tâm, nhất là việc hạ lãi suất cho vay. Lạm phát giảm nhưng tăng trưởng GDP quý 1 yếu và tăng trưởng tín dụng âm trên hệ thống ngân hàng có thể khiến NHNN cân nhắc việc nới lỏng hơn nữa chính sách tiền tệ bằng cách giảm các lãi suất điều hành. Khả năng tăng giá điện 5% cùng với việc tăng giá xăng có thể gây áp lực lên CPI tháng Năm.

- **NHNN thi hành** một loạt các chính sách nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế (trang 10)
- **Dự báo CPI tháng Năm** ở mức 8,7%, tăng 0,5% so với tháng trước (trang 13)
- **Cán cân thương mại:** nhập khẩu giảm vào 6 tháng đầu năm nhưng tăng trở lại vào 6 tháng cuối năm nhờ nới lỏng chính sách tiền tệ (trang 14)

### CHIẾN LƯỢC

Tâm lý tích cực nhờ các chính sách điều tiết áp dụng trong Tháng Tư và độ trễ của tác động thực tế của các chính sách vào các tháng tiếp theo, đặc biệt là các biện pháp nhằm giảm lãi suất cho vay sẽ góp phần hỗ trợ thị trường vào Tháng Năm. Tuy nhiên, trong khi các xu hướng lạc quan dài hạn vẫn giữ nguyên trên cả hai thị trường, các nỗ lực vào cuối tháng nhằm vượt qua mức kháng cự mạnh của thị trường – Chỉ số VNI tại ngưỡng 475 điểm và chỉ số HNI tại ngưỡng 80 điểm – đây là nỗ lực không thành công thứ hai trong vòng hai tuần và thứ tư trong vòng 12 tháng qua; các nhà đầu tư lưu ý thị trường có thể chỉ số VNIndex và HNI xuống 460-465 điểm và 74-75 điểm trong tháng Năm và thanh khoản có thể tiếp tục sụt giảm.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các nhà đầu tư nước ngoài sẽ tham gia tích cực hơn so với tỷ lệ khiêm tốn 9,2% (trên tổng giá trị giao dịch sàn HSX) sau khi các nhà quản lý danh mục đầu tư định giá các ĐHCĐ của các công ty và kết quả hoạt động quý 1 và đưa ra các động thái mang tính quyết định về danh mục đầu tư. Chúng tôi cũng dự báo dòng tiền sẽ đổ vào các công ty có lợi nhuận quý 1 tốt và có định hướng rõ ràng hơn cho năm 2012. Chiến lược của chúng tôi cho Tháng Năm:

**Mua vào ở mức điều chỉnh vào khoảng 460-465 (VNI) và 74-76 (HNI) hoặc khi vượt ngưỡng 475 và 80.**

Tháng Tư kết thúc với cả hai chỉ số VNI (473,7) và HNI (79,87) gần như đã ở ngưỡng kháng cự mạnh. Chúng tôi chờ đợi chỉ số VNI bứt phá khỏi ngưỡng 475 và chỉ số HNI bứt phá khỏi ngưỡng 80. Ngưỡng mua vào khác trên sàn VNI sẽ ở mức điều chỉnh vào khoảng 460-465 (1,9%-3,1% dưới ngưỡng đóng cửa) nhưng xin lưu ý rằng sự hỗ trợ ở đây rất thấp với ngưỡng hỗ trợ tiếp theo vào khoảng 440 điểm (giảm 7,2% so với ngưỡng đóng cửa). Trên sàn HNI, ngưỡng mua vào có thể cân nhắc là ngưỡng hỗ trợ 75 điểm (6,2% dưới ngưỡng đóng cửa).

Hình 1a: Diễn biến VNI



Hình 1b: Diễn biến HNI



Nguồn: VCSC, HNX, HSX

## Tăng tỷ trọng bất động sản với Nghị định 693 và Văn bản số 2056 nhằm hỗ trợ thị trường.

Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm thận trọng với ngành bất động sản trong thời gian lãi suất cho vay ở mức cao nhằm đối phó với lạm phát. Tuy nhiên với việc ban hành Nghị định số 693, chúng tôi tin rằng các nỗ lực không ngừng của NHNN nhằm hạ lãi suất cho vay cùng với Văn bản số 2056 nhằm nới lỏng tín dụng cho khối bất động sản sẽ là yếu tố hỗ trợ mà chúng tôi trông đợi từ rất lâu nhằm vực dậy thị trường bất động sản hiện đang điều đứng (vui lòng xem [Báo cáo ngành](#) “Văn bản số 2056/NHNN-CSTTL: Thị trường bất động sản được hỗ trợ” của chúng tôi).

Mua đối với các công ty bất động sản có quỹ đất sạch hoặc có sẵn bất động sản để bán có vị trí tốt. Chúng tôi khuyến nghị mua **DIG, SJS**; và cân nhắc **KDH**.

Chúng tôi bổ sung vào danh sách khuyến nghị các công ty có tài sản chất lượng nhưng gặp khó khăn vì thiếu tiền mặt. Chúng tôi tin rằng khi thị trường tan băng, các công ty này sẽ nhanh chóng biến hàng tồn kho thành tiền mặt và lật ngược tình thế. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu DIG và SJS, và các nhà đầu tư cũng nên lưu ý cổ phiếu KDH.

**DIG là một công ty đầu tư phát triển nhà ở đô thị với quỹ đất** trải dài từ miền Bắc tới miền Nam của Việt Nam. Các thế mạnh chính của công ty là quỹ đất thương phẩm 122ha có chi phí thấp, lại nằm ngay cạnh cơ sở hạ tầng giao thông đang quy hoạch hoặc trong quá trình xây dựng. Phạm vi các sản phẩm chính của DIG bao gồm biệt thự và căn hộ cao cấp đòi hỏi ít đòn bẩy hơn và tỷ lệ nợ/CSH hiện nay của công ty là 46%, thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình ngành 63,5%, một yếu tố quyết định giúp công ty tránh được tình trạng ảm đạm chung. Chúng tôi đã đưa ra Báo cáo cập nhật **THÊM VÀO** dành cho DIG vào ngày 01/03/2012 với giá mục tiêu là 19.000 đồng. Tuy nhiên, với các biện pháp mới nhằm hỗ trợ thị trường bất động sản, chúng tôi tin rằng đây là lúc tỷ lệ chiết khấu có thể được hạ xuống và ảnh hưởng tích cực đến định giá trước đó.

## Cập nhật tháng 04/2012

**SJS là một chủ đầu tư dự án quy mô lớn nhắm vào phân khúc cao cấp** được biết đến sau khi phát triển dự án Mỹ Đình Mễ Trì – một dự án tiên phong trong giai đoạn đầu mở rộng Hà Nội. Công ty cho biết sở hữu nhiều quỹ đất trên khắp Việt Nam, trong đó Nam An Khánh ở phía Tây Hà Nội chiếm phần lớn giá trị hiện tại. Công ty đã trải qua năm 2011 đầy khó khăn do gặp một số vấn đề về thanh khoản khi không thể tiếp tục vay ngân hàng và dự án Nam An Khánh đầy triển vọng bỗng trở thành mục tiêu tranh chấp và sau đó là mâu thuẫn trong nội bộ ban lãnh đạo. Giờ đây với chính sách hỗ trợ vừa được ban hành và các vấn đề về pháp lý và lãnh đạo được giải quyết, chúng tôi cho rằng SJS đang chuẩn bị hồi sinh. Vui lòng xem [Báo cáo cập nhật MUA](#) của SJS ngày 20/04/2012 của chúng tôi để biết thêm chi tiết.

**Chúng tôi cũng lưu ý cổ phiếu của KDH.** Lợi thế của KDH là một quỹ đất gắn liền với đường vành đai nội thành ở Trung tâm Tài chính Tây Bắc Sài Gòn, đóng vai trò trung tâm trong hướng mở rộng thành phố. Nhóm sản phẩm biệt thự cỡ nhỏ với giá đất phải chăng khoảng 15 triệu đồng/m<sup>2</sup> có mức tiêu thụ cao nhất dù thị trường năm 2011 khá ảm đạm và chúng tôi dự báo mức tăng trưởng năm 2012 sẽ còn cao hơn nữa. KDH cũng tỏ ra rất nỗ lực trong cải thiện bằng cân đối tài chính với tỷ lệ nợ giảm mạnh xuống 30% so với mức 62% cách đây một năm. Công ty hiện đang đẩy mạnh việc hợp tác với các đối tác chiến lược có vốn lớn và bề dày kinh nghiệm như Vinacapital và Prudential nhằm đưa chiến lược bán hàng lên tầm cao mới.

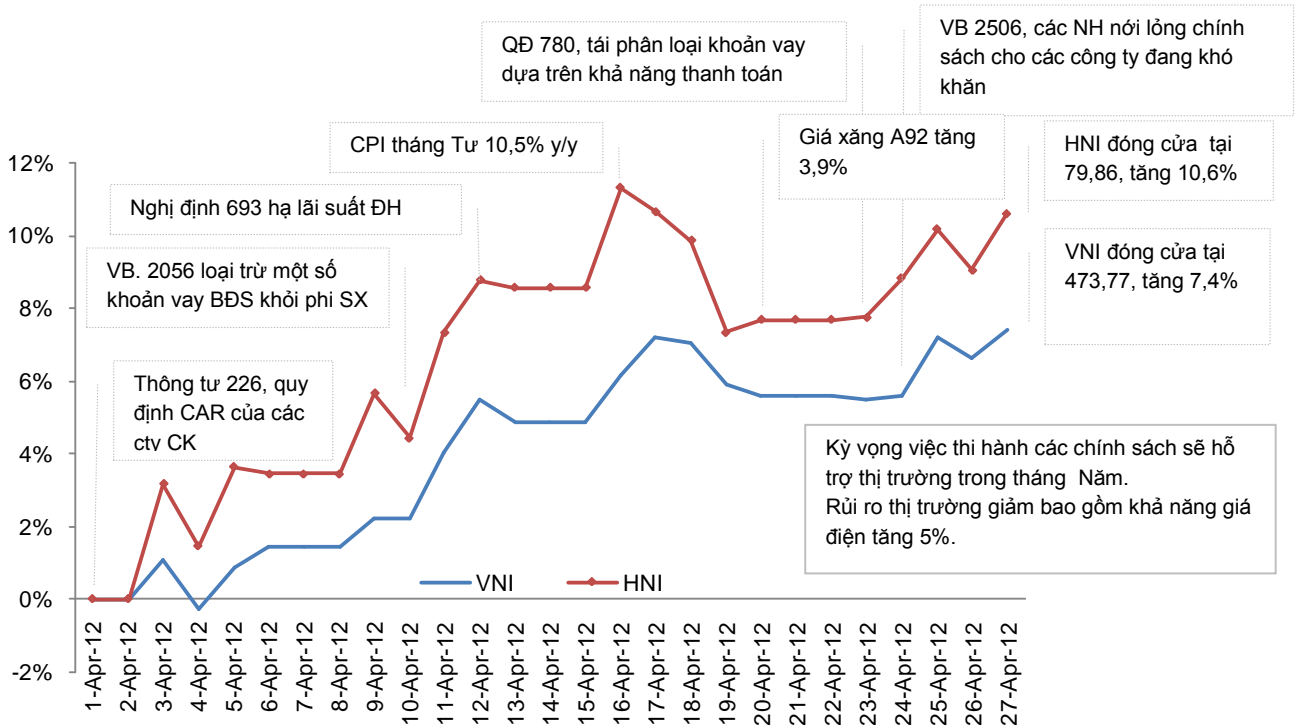
## NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG

Vào Tháng Tư, thị trường chịu nhiều tác động của các chính sách do NHNN đưa ra nhằm kích thích nền kinh tế đang đình trệ. Các nhà đầu tư tỏ ra phấn khởi khi chỉ số VNI đóng cửa tại ngưỡng 473,77 điểm (tăng 7,4%) và HNI tại ngưỡng 79,86 điểm (tăng 10,6%) so với tháng trước. Tuy nhiên, cả hai sàn đều hiện đang ở mức kháng cự mạnh.

Chúng tôi dự báo trong Tháng Năm, NHNN sẽ không ban hành nhiều chính sách mới nhưng thị trường chắc chắn sẽ phản ánh tính hiệu quả của các chính sách ban hành trong Tháng Tư. Các nhà đầu tư cũng sẽ theo dõi các ngân hàng và công ty phối hợp ra sao nhằm mở đường cho tín dụng và vốn tiếp tục lưu thông.

Rủi ro thị trường giảm bao gồm khả năng giá điện tăng 5% đã được đoán trước vào đầu năm nhưng ngày càng chắc chắn khi việc tăng giá than cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam được thông qua.

Hình 2: Phản ứng của thị trường đối với các chính sách



Nguồn: VCSC

## ĐHCĐ và kết quả sơ bộ Quý 1/2012

Theo ước tính sơ bộ của chúng tôi dựa trên số liệu của Bloomberg, có 163 công ty đã báo cáo lợi nhuận hợp nhất quý 1/2012 cao hơn 21,6% so với quý 1/2011. Tuy nhiên, nhiều công ty đã đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận năm 2012 rất thận trọng. Theo tính toán của chúng tôi, trừ MSN, VIC và một số công ty khác vẫn chưa có định hướng cho năm 2012, các công ty trong nhóm VN30 đều đặt chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế thấp hơn 11% so với năm 2011. Chúng tôi không tính MSN và VIC vì lợi nhuận năm 2011 của hai công ty này không thể so sánh với năm 2012 do việc hợp nhất lợi nhuận từ các giao dịch M&A, cụ thể là VCF trong trường hợp của MSN và VPL trong trường hợp của VIC. Trong khi một số công ty đã báo cáo kết quả hoạt động của công ty mẹ, chúng tôi chỉ đưa vào phân tích các kết quả hợp nhất. Công bố kết quả hoạt động quý 1/2012 và các ĐHCĐ sắp tới sẽ giúp nhận diện các công ty có lợi nhuận quý 1 tốt và định hướng năm 2012 rõ ràng hơn.

Hình 3: Dữ liệu sơ bộ quý 1/2012 của VN30 và mục tiêu 2012

Mã	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	Q1/12 vs. Q1/11 Tăng trưởng lợi nhuận thuần	Định hướng công ty năm 2012				
			Chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế	Chỉ tiêu lợi nhuận thuần	FY12 cổ tức tiền mặt/cổ phiếu	Tăng trưởng LNTT	Tăng trưởng LNST
VCB	3.657	N/A	6.550	4.913	1.200	15%	17%
CTG	2.754	N/A	9.000	6.750	1.600	7%	8%
MSN	2.718	3,6%	5.600	4.200	N/A	95%	113%
VIC	2.688	N/A	4.275	3.055	N/A	191%	272%
VNM	2.412	26,2%	6.253	4.690	3.000	26%	11%
BVH	2.268	N/A	1.769	1.327	1.200	16%	10%
STB	1.140	32,0%	3.800	2.850	N/A	37%	38%
EIB	1.084	N/A	4.600	3.450	1.150	13%	14%
HAG	737	N/A	1.200	N/A	N/A	-29%	N/A
DPM	672	N/A	2.000	1.787	2.500	-43%	-42%
FPT	642	15,0%	3.000	N/A	1.500	20%	N/A
PVF	460	N/A	660	519	600	65%	10%
HPG	422	-62,9%	1.208	906	2.000	-19%	-26%
PVD	419	N/A	1.314	1.150	N/A	6%	7%
SSI	382	N/A	480	N/A	1.000	279%	N/A
KDC	282	N/A	500	N/A	2.400	43%	N/A
OGC	243	N/A	800	N/A	1.200	230%	N/A
REE	200	N/A	730	594	1.600	16%	16%
ITA	196	N/A	133	100	N/A	48%	36%
SJS	185	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
IJC	184	54,0%	466	383	1.200	16%	21%
GMD	148	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CII	144	N/A	292	283	N/A	115%	82%
DIG	135	N/A	153	115	2.200	3%	-10%
SBT	129	-48,3%	400	N/A	2.000	-30%	N/A
PNJ	125	N/A	303	264	2.000	-5%	3%
VSH	121	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
HVG	112	14,6%	550	N/A	3.000	8%	N/A
QCG	72	N/A	126	N/A	N/A	187%	N/A
KDH	42	N/A	108	81	1.000	-8809%	686%

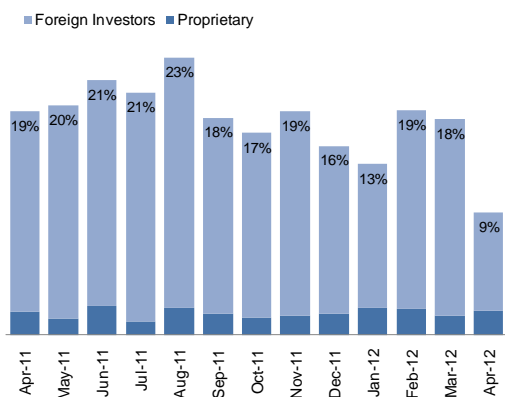
Nguồn: VCSC tổng hợp, Bloomberg, dữ liệu của công ty

## Hoạt động của các nhà đầu tư nước ngoài

**Tỷ lệ tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài trên tổng giao dịch trên hai sàn trong tháng Tư đều ở mức thấp.** Tỷ lệ tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài trên sàn HSX chỉ ở mức 9,2% cả tháng, so với 18,4% của tháng 3. Trên sàn HNX con số này chỉ là 1,9% so với 5% của tháng 3. Tuy nhiên, chúng tôi không quá ngạc nhiên vì đây là mùa ĐHCĐ và báo cáo lợi nhuận quý 1, và các nhà quản lý danh mục đầu tư đang phải đánh giá các danh mục của mình. Theo báo cáo của LCF Rothschild tháng Tư, tổng NAV của 17 quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam đã tăng 16,2% lên 2,4 tỷ USD trong quý 1/2012. Trừ hai quỹ đầu tư ETF là Market Vectors Vietnam và FTSE Vietnam Index tăng lần lượt 29% và 27,2%, tất cả các quỹ khác thực tế đều có kết quả thấp hơn chỉ số VNI.

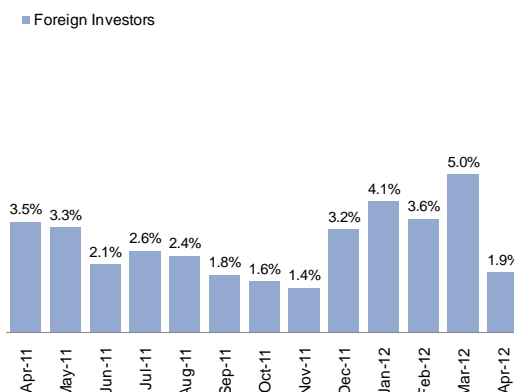
**Các nhà quản lý danh mục đầu tư sẽ phải nhanh chóng đưa ra các quyết định đối với các danh mục** và chúng tôi tin rằng các nhà đầu tư nước ngoài sẽ tham gia tích cực hơn trong Tháng 5. Nếu không tính 1.065 tỷ đồng cổ phiếu STB bị bán mạnh trong tháng 4, thì các nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng 332 tỷ đồng. Trên sàn HNX họ đã mua ròng 119 tỷ đồng, giảm mạnh so với con số 312 tỷ đồng của Tháng Ba.

Hình 4a: Giao dịch của khối ngoại và tự doanh trên sàn HSX



Nguồn: VCSC, HSX, HNX \*Prop data not available for HNX

Hình 4b: Giao dịch của khối ngoại trên sàn HNX

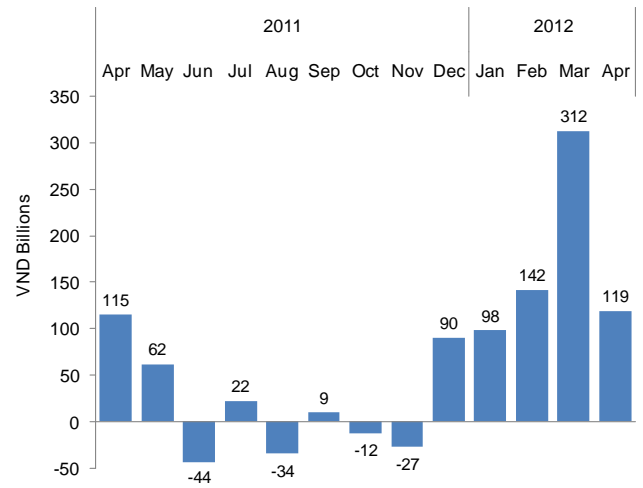
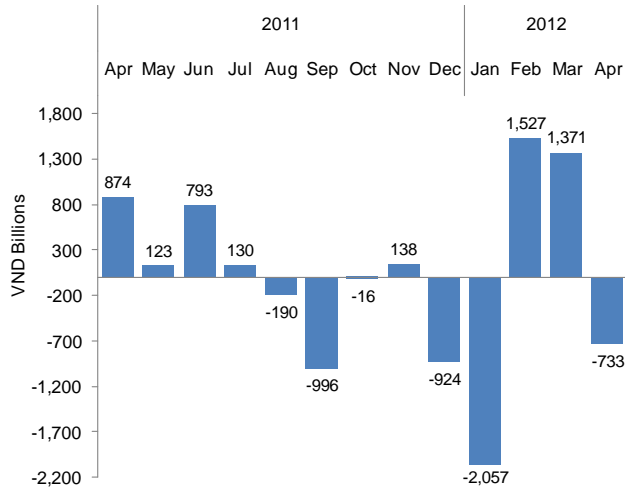


Hình 5a: Giao dịch của khối ngoại và tự doanh trên sàn HSX

Hình 5b: Giao dịch của khối ngoại trên sàn HNX



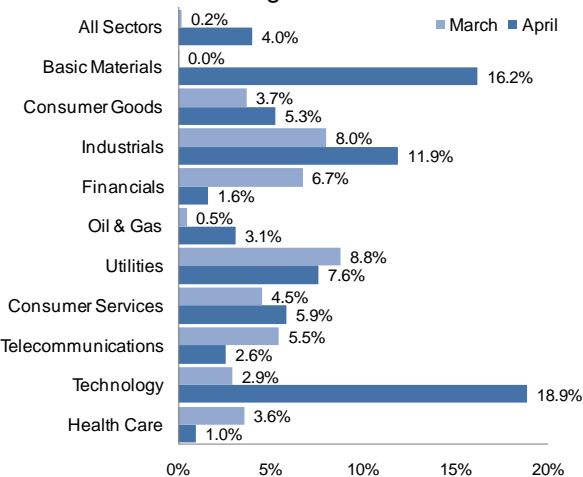
## Cập nhật tháng 04/2012



Nguồn: VCSC, HSX, HNX \*không có thông tin về tự doanh trên sàn HNX

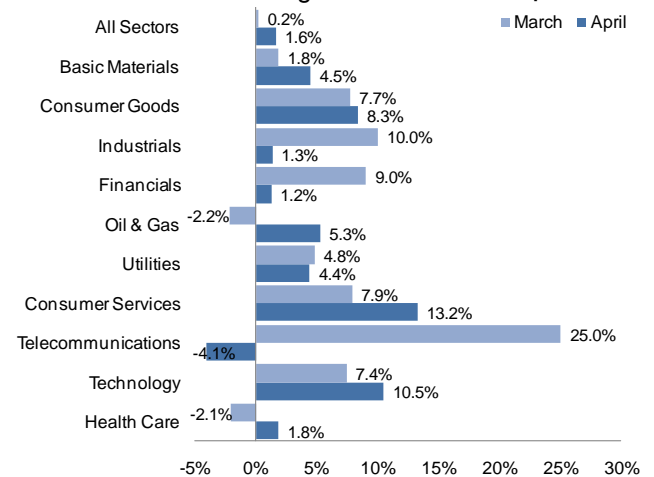
## Diễn biến các lĩnh vực

Hình 6a: Diễn biến các ngành trên HSX



Nguồn: Bloomberg

Hình 6b: Diễn biến các ngành trên sàn Hà Nội



## Sự kiện nổi bật

**Cổ đông của DPM thông qua kế hoạch mua lại 51% cổ phần Nhà máy đạm Cà Mau (“dự án Cà Mau”) với tỷ lệ phiếu thuận là 88,8%.** Tại ĐHCĐ tổ chức ngày 27/04/2012, các cổ đông đã đồng ý mua 51% cổ phần của DCM. DPM sẽ trở thành một trong những nhà sản xuất và kinh doanh urea hạt trong và hạt đục lớn nhất Việt Nam cũng như ASEAN.

Việc định giá Nhà máy đạm Cà Mau sẽ do bên thứ ba độc lập đảm nhiệm. HĐQT được quyền thực hiện kế hoạch đầu tư và các công việc khác liên quan nếu Nhà máy đạm Cà Mau được định giá thấp hơn 779 triệu USD (giá trị sổ sách ước tính hiện tại của dự án). Nếu không, công ty phải họp các cổ đông một lần nữa để thông qua dự án.



## Cập nhật tháng 04/2012

Theo đề xuất, DPM sẽ mua lại 51% vốn chủ sở hữu của dự án Cà Mau dưới hình thức hợp đồng Hợp tác kinh doanh (BCC), theo đó PVN sẽ ủy quyền toàn bộ cho DPM quản lý, vận hành Nhà máy đạm Cà Mau theo hình thức BCC mà không phải thiết lập một chủ thể mới. Giá trị giao dịch ước tính khoảng 2.500 tỷ đồng (tương đương 120 triệu USD).

**PV Gas sẽ trở thành một trong 5 công ty lớn nhất trên sàn HOSE khi niêm yết tất cả 1.895 tỷ cổ phiếu vào Tháng Năm.** Ngày 27/04, HOSE đã có quyết định chấp thuận đăng ký niêm yết cổ phiếu của PV Gas và mã giao dịch sẽ là GAS. Chúng tôi dự báo PV Gas sẽ có giá trị vốn hóa thị trường vào khoảng 3 tỷ USD và do cổ phiếu lưu hành của PV Gas khá thấp khoảng 3.2%, chúng tôi dự báo nguồn cung hạn chế sẽ ảnh hưởng làm giá tăng do các nhà đầu tư đang săn lùng cổ phiếu của công ty.

## Cập nhật tháng 04/2012

### Những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất

#### HSX

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tác động vào VNIndex	Giá hiện tại	Tỷ lệ tăng giá
HVG	Hàng tiêu dùng	112,5	0,4%	36.500	38,8%
OGC	Tài chính	245,7	0,9%	17.200	38,7%
SBT	Hàng tiêu dùng	126,7	0,5%	20.800	35,9%
PHR	NVL cơ bản	131,2	0,5%	34.900	34,2%
POM	NVL cơ bản	145,5	0,6%	16.400	33,3%
HCM	Tài chính	115,9	0,4%	24.200	33,0%
DIG	Công nghiệp	136,0	0,5%	22.600	29,1%
CII	Công nghiệp	141,6	0,5%	39.600	29,0%
SJS	Công nghiệp	184,9	0,7%	39.200	28,5%
PVF	Tài chính	448,6	1,7%	15.700	27,6%

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa > 50 triệu USD

#### HNX

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tác động vào HNXIndex	Giá hiện tại	Tỷ lệ tăng giá
SCR	Tài chính	77,1	1,4%	16.200	58,8%
OCH	Tài chính	92,9	1,7%	19.500	41,1%
HGM	Công nghiệp	34,2	0,6%	114.000	32,6%
VND	Tài chính	61,4	1,1%	12.900	19,4%
PLC	Dầu khí	47,8	0,9%	20.000	15,6%
DBC	Hàng tiêu dùng	47,6	0,9%	22.900	15,1%
VCG	Công nghiệp	288,2	5,3%	13.700	13,2%
PVS	Dầu khí	259,5	4,7%	18.300	13,0%
PVA	Công nghiệp	39,5	0,2%	12.500	12,6%
KLS	Tài chính	122,5	2,2%	12.700	11,4%

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa > 25 triệu USD

## Cập nhật tháng 04/2012

### Những cổ phiếu giảm giá mạnh nhất

#### HSX

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tác động vào VNIndex	Giá hiện tại	Tỷ lệ tăng giá
VHC	Hàng tiêu dùng	78,8	0,3%	36.000	-3,2%
BVH	Tài chính	2.252,0	8,5%	69.500	-2,8%
MSN	Tài chính	2.699,0	10,2%	110.000	-2,7%
DHG	Chăm sóc sức khỏe	193,9	0,7%	62.500	-2,3%
PDR	Tài chính	88,0	0,3%	14.200	-0,7%
VNM	Hàng tiêu dùng	2.395,2	9,1%	90.500	0,0%
FPT	Viễn thông	611,8	2,3%	59.500	2,6%
PVD	Dầu khí	407,3	1,5%	40.700	4,4%
EIB	Tài chính	1.076,7	4,1%	18.300	4,6%
DPR	NVL cơ bản	115,7	0,4%	56.500	4,6%

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa > 50 triệu USD

#### HNX

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tác động vào HNXIndex	Giá hiện tại	Tỷ lệ tăng giá
FLC	Tài chính	18,5	0,3%	22.800	-7,3%
SQC	Tài chính	434,8	7,9%	83.000	-1,2%
VCS	Công nghiệp	34,3	0,6%	13.600	0,7%
PVI	Tài chính	184,1	3,5%	18.800	1,6%
NVB	Dầu khí	113,4	2,1%	8.000	3,9%
BVS	Hàng tiêu dùng	51,9	0,9%	15.100	4,1%
ACB	Công nghiệp	1.147,6	20,8%	25.700	4,5%
CTS	Dầu khí	37,0	0,7%	10.000	5,3%
NTP	Công nghiệp	98,2	1,8%	47.600	5,8%
VNR	Tài chính	57,6	1,0%	12.000	6,2%

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa > 25 triệu USD

### CẬP NHẬT VĨ MÔ

#### Cập nhật chính sách

**NHNN tiếp tục nói lỏng chính sách tiền tệ nhằm kích thích tăng trưởng.** Trước tình trạng tăng trưởng tín dụng âm cùng với tăng trưởng GDP giảm. Trong Tháng 4, NHNN đã thi hành một loạt các chính sách nhằm giảm. Tính đến ngày 26/03/2012, tăng trưởng tín dụng giảm 1,96% so với đầu năm, mức thấp nhất trong vòng một thập kỷ và tăng trưởng GDP quý 1/2012 là 4% - mức thấp nhất kể từ năm 2009.

Theo chúng tôi, NHNN hiện đang dần nói lỏng các chính sách tiền tệ là một động thái tích cực trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế chậm lại. Do lạm phát giảm và thâm hụt mậu dịch giảm, một phần nhờ thắt chặt chính sách tiền tệ, NHNN sẽ phải linh động hơn để có thể cân bằng giữa tăng trưởng và ổn định với các công cụ tài chính và tiền tệ.

#### 03/04/2012 – Thông tư 226

Thông tư 226 nhằm quy định chỉ tiêu an toàn tài chính cho các công ty chứng khoán có hiệu lực vào ngày 01/04. Theo đó, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước sẽ áp dụng một tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu làm thước đo cho hoạt động của các công ty chứng khoán. Các công ty có tỷ lệ vốn khả dụng không đáp ứng yêu cầu sẽ bị đặt vào tình trạng kiểm soát (nếu tỷ lệ vốn khả dụng của tất cả các kỳ báo cáo trong 3 tháng liên tục nằm trong khoảng 120%-150%) hoặc kiểm soát đặc biệt (nếu tỷ lệ dưới 120%). UBCKNN cho biết hầu hết các công ty môi giới đều đáp ứng yêu cầu nhưng các nhà đầu tư vẫn lo ngại việc quản lý hàng tháng của UBCKNN sẽ làm giảm cho vay ký quỹ.

#### 04/04/2012 – Dự thảo sửa đổi Thông tư 13 và Thông tư 19

**NHNN đề xuất sửa đổi Thông tư 13 và 19.** Vào tuần đầu Tháng Tư, NHNN đã gửi dự thảo sửa đổi Thông tư 13 và 19. Hai đề xuất chính là 1) thay đổi định nghĩa về tổng tiền gửi và dư nợ khi tính tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi và 2) giảm hệ số rủi ro của các khoản cho vay chứng khoán và bất động sản xuống 150% thay vì 250%.

1) Thay đổi định nghĩa khi tính tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi.

a. Tiền gửi không kỳ hạn của tổ chức được tính vào tổng tiền gửi theo cách tính mới. Trong khi đó, tiền gửi không kỳ hạn không bao gồm trong tổng tiền gửi theo cách tính cũ.

b. Trong khi đó, trái phiếu và ủy thác cho vay được đưa vào tổng dư nợ.

c. Dư nợ và tiền gửi trên thị trường liên ngân hàng sẽ được loại trừ khỏi dư nợ và tiền gửi.

**Thay đổi định nghĩa có thể khiến cho tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi (LDR) giảm nhẹ trong toàn hệ thống.** Tiền gửi không kỳ hạn của các tổ chức chiếm 15-20% tổng tiền gửi trong khi trái phiếu doanh nghiệp và ủy thác cho vay có thể ở có mức thấp hơn. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý không phải tất cả các ngân hàng đều có tỷ số này giảm theo sau định nghĩa mới. Các ngân hàng cho vay ròng trên thị trường liên ngân hàng sẽ có LDR giảm khi loại trừ dư nợ và tiền gửi trên thị trường liên ngân hàng. Trái lại, các ngân hàng phụ thuộc vào việc đi vay trên thị trường liên ngân hàng sẽ LDR tăng.

Dự thảo sửa đổi thông tư 13 và 19 có thể nói lỏng hơn đối với chỉ tiêu dư nợ/huy động (LDR), theo đó sẽ khuyến khích ngân hàng cho vay nhiều hơn. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý vào ngày 01/12/2011 NHNN ban hành thông tư 22 đã bãi bỏ yêu cầu về tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi phải đạt 80%. Do đó, về mặt thực hiện việc nói lỏng yêu cầu khi tính tỷ

## Cập nhật tháng 04/2012

lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi sẽ không tác động đến thanh khoản ở thời điểm hiện tại.

2) giảm hệ số rủi ro đối với các khoản cho vay chứng khoán và bất động sản xuống 150% thay vì 250%.

Giảm hệ số rủi ro đối với các khoản cho vay chứng khoán và bất động sản xuống 150% thay vì 250% sẽ giúp tăng tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu. Theo ước tính của chúng tôi, một ngân hàng điển hình với tín dụng cho bất động sản chiếm 9,25% tổng số tín dụng sẽ có tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu cải thiện 0,5% do hệ số rủi ro thấp đi. Tuy nhiên, nhiều ngân hàng hiện đã có hệ số an toàn vốn tối thiểu trên mức yêu cầu 9% và tác động mang tính chất tâm lý nhiều hơn trong việc kích thích thị trường bất động sản vì tín dụng cho bất động sản hiện ở mức tương đối thấp.

### 10/04/2012 – Văn bản số 2056 hỗ trợ cho vay bất động sản

**NHNN nói lòng định nghĩa cho vay bất động sản.** NHNN sẽ nói lòng một số hạn chế cho vay bất động sản và chứng khoán thông qua việc loại trừ một số lĩnh vực khỏi nhóm phi sản xuất nhằm tiếp tục hỗ trợ thị trường bất động sản với Văn bản số 2056. Văn bản này được ban hành ngay sau khi có dự thảo đề xuất giảm hệ số rủi ro đối với cho vay bất động sản và chứng khoán xuống 150% thay vì 250%.

Thông tin này rõ ràng hỗ trợ thị trường bất động sản về mặt tâm lý và chúng tôi dự báo khối bất động sản sẽ được cho vay nhiều hơn, bao gồm các cá nhân có nhu cầu lẫn các chủ đầu tư với tư cách nhà cung cấp. Vẫn còn phải đợi xem biện pháp này có tác động nhanh chóng đến đâu. Nhưng ít nhất thì một số ngân hàng bao gồm Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Ngân hàng TMCP Quân đội, Ngân hàng TMCP Phát triển TP HCM và Ngân hàng TMCP Đông Nam Á đã tuyên bố sẽ cho bất động sản vay nhiều hơn nữa theo Văn bản số 2056 được tóm tắt dưới đây:

1. Dù các khoản vay phi sản xuất, bao gồm các khoản vay bất động sản, tiếp tục bị hạn chế ở mức 16% tổng dư nợ, các khoản vay sau được loại trừ khỏi nhóm phi sản xuất:

a) Xây dựng, mua nhà để ở, hoặc để ở kết hợp với cho thuê mà các khoản vay này khách hàng trả nợ bằng các nguồn thu nhập không phải là tiền lương, tiền công của khách hàng vay,

b) xây dựng và mua nhà để bán, cho thuê

c) xây dựng các dự án trong khu đô thị hoàn tất trong năm 2012 và sau năm 2012 (trước đây việc loại trừ này chỉ áp dụng đối với các dự án hoàn tất trong năm 2012 theo Văn bản số 674/NHNN-CSTT ban hành cuối năm 2011).

2. Việc tái cơ cấu các khoản vay quá hạn sẽ được thực hiện theo Quyết định 793/2005/QĐ-NHNN (nhằm hướng dẫn phân loại khoản vay) đối với các khoản vay quá hạn do môi trường trong nước và thế giới khó khăn, kéo theo sức mua và xuất khẩu thấp cũng như hàng tồn kho tăng cao. (chúng tôi sẽ phân tích tác động của tái cơ cấu khoản vay này vào phần cùng với quyết định 780 ở dưới đây).

### 11/04/2012 – Quyết định 693 nhằm cắt giảm các lãi suất điều hành chính

## Cập nhật tháng 04/2012

**NHNN hạ các lãi suất điều hành và trần lãi suất huy động nhằm kích thích tăng trưởng.** Với nỗ lực giảm lãi suất cho vay và kích thích tăng trưởng, ngày 11/04, NHNN đã hạ các lãi suất điều hành và trần lãi suất huy động 1%. Đây là lần thứ hai trong vòng một tháng NHNN hạ lãi suất nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, lãi suất tái cấp vốn được hạ xuống 13%, lãi suất chiết khấu giảm còn 12%, lãi suất thị trường mở giảm còn 12% và trần lãi suất huy động về mức 12%.

Chúng tôi cho rằng đây là một tín hiệu rõ ràng cho thấy việc giảm lãi suất vẫn là một ưu tiên hàng đầu. Tuy nhiên, chúng tôi ghi nhận chúng tôi cho rằng cần nhiều tháng nữa mới có thể nhận thấy những tác động lên lãi suất cho vay từ việc hạ các lãi suất điều hành khi cơ chế dẫn truyền chính sách ở Việt nam chậm.

### **23/04/2012 – Quyết định 780 và Văn bản số 2056 nhằm giúp các doanh nghiệp quản lý dịch vụ nợ**

**Các quyết định mới nhằm giúp các doanh nghiệp quản lý dịch vụ nợ.** Ngày 23/04/2012, Thống đốc NHNN đã ban hành Quyết định số 780/QĐ-NHNN về việc phân loại khoản vay dành cho các khoản vay được gia hạn hoặc được điều chỉnh kỳ hạn trả nợ. Cụ thể là đối với các khoản vay được gia hạn hoặc điều chỉnh kỳ hạn trả nợ, nếu các ngân hàng có thể kiểm chứng được doanh nghiệp đạt kết quả kinh doanh tốt và có khả năng trả nợ trong tương lai, các khoản vay được gia hạn hoặc điều chỉnh kỳ hạn trả nợ có thể được phân loại trong cùng một nhóm như trước khi được gia hạn hoặc điều chỉnh kỳ hạn trả nợ.

**Mục đích của quyết định này là hạn chế các khoản nợ xấu đang gia tăng cũng như giúp các doanh nghiệp trong cơn khủng hoảng quản lý dịch vụ nợ tốt hơn.** Do các khoản nợ cần chú ý (Nhóm 2) của các ngân hàng tăng mạnh trong năm 2011 và các doanh nghiệp vẫn gặp khó khăn trong quý 1/2011, việc các khoản nợ này sẽ chuyển sang nhóm 3 và sau đó trở thành nợ xấu là hoàn toàn có thể. Như vậy, quyết định này giúp giảm bớt áp lực lên các khoản nợ xấu trên sổ sách. Tuy nhiên, quan trọng hơn, nhằm giải quyết vấn đề nợ xấu, NHNN đã ban hành Văn bản 2506/NHNN-CSTT nhằm giúp các doanh nghiệp vượt qua khó khăn trong việc tìm vốn và dần quay lại hoạt động bình thường, với các biện pháp sau:

- Các tổ chức tín dụng cần hợp tác với khách hàng để chứng minh khả năng thanh toán theo chu kỳ sản xuất và kế hoạch tài chính. Các tổ chức tín dụng có thể xem xét điều chỉnh kỳ hạn trả nợ hoặc gia hạn theo Quyết định 783/2005/QĐ-NHNN.
- Tuân thủ việc tái phân loại các khoản vay theo Quyết định số 780/QĐ-NHNN.
- Dựa trên nhu cầu tài chính của khách hàng, các tổ chức tín dụng có thể điều chỉnh lãi suất cho vay xuống mức hiện tại, đặc biệt đối với nông nghiệp, xuất-nhập khẩu, các ngành công nghiệp phụ trợ, các doanh nghiệp vừa và nhỏ và các ngành đòi hỏi nhiều lao động.
- Ngoài ra, các tổ chức tín dụng có thể xem xét việc giảm hoặc miễn lãi suất cho các doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính do thất thoát tài sản theo Quyết định 1627/2001-QĐ-NHNN.

Việc kết hợp các biện pháp trên cho thấy nỗ lực của NHNN nhằm giúp các doanh nghiệp quản lý dịch vụ nợ và giảm gánh nặng nợ xấu lên các ngân hàng. Nếu các biện pháp trên được thi hành, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ nhận thức được rằng thà giảm lợi nhuận một chút còn hơn đẩy các doanh nghiệp đến chỗ không thể tạo được doanh thu.

## Chỉ số CPI

**Chỉ số CPI Tháng Tư thấp một cách đáng kinh ngạc, chỉ tăng 0,05% so với tháng trước, và 10,54% so với cùng kỳ năm ngoái.** Con số này đánh dấu lần giảm thứ 8 liên tiếp so với cùng kỳ năm trước từ khi tỷ lệ lạm phát ở mức đỉnh 23% vào tháng 08/2011. Giá hàng hóa cơ bản trên thị trường thế giới ổn định, cùng với với tổng cầu thấp do chính sách tiền tệ và tài khóa bị thắt chặt là các yếu tố chủ đạo khiến tốc độ tăng CPI giảm. Chúng tôi nhận thấy các nhà sản xuất hiện đang gặp khó khăn trong việc chuyển phần chi phí tăng thêm sang người tiêu dùng cuối cùng trong một nền kinh tế bị đình trệ. Tổng doanh thu bán lẻ (không tính yếu tố giá) chỉ tăng 5% trong quý 1.

Hình 7a: Tăng trưởng CPI

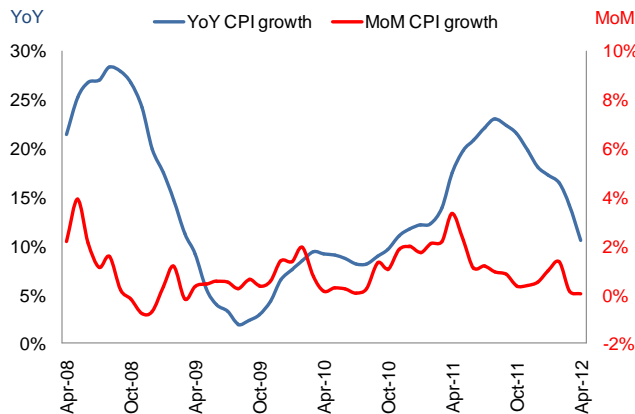
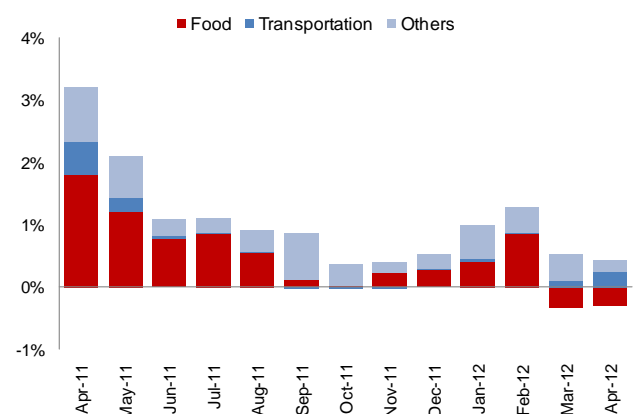


Figure 7b: Đóng góp hàng tháng vào CPI



Nguồn: VCSC, Tổng cục thống kê

**Các mặt hàng ngành giao thông vận tải (chiếm khoảng 9% của rổ CPI) có mức tăng cao nhất 2,67% so với tháng trước, chủ yếu từ ảnh hưởng của việc tăng giá xăng vào đầu tháng Ba (nhiên liệu chiếm 41% rổ giao thông vận tải).**

**Các mặt hàng lương thực-thực phẩm có CPI giảm mạnh nhất (chiếm 40% rổ CPI), với mức giảm 0,8% so với tháng trước, chủ yếu do giá gạo và giá thịt lợn giảm.**

Đồng bằng sông Cửu Long được mùa trong khi xuất khẩu vấp phải cạnh tranh gay gắt khiến giá gạo xuống thấp. Trong khi đó, thông tin về việc sử dụng các chất kích thích tăng trưởng thuộc nhóm beta-agonist như clenbuterol trong chăn nuôi heo gây tác hại đối với sức khỏe khiến nhu cầu thịt lợn giảm đẩy giá thịt lợn giảm. Theo ghi nhận của chúng tôi, giá thịt lợn đã giảm 3%-5% so với tháng trước trong khi giá các sản phẩm thịt khác như thịt gà và cá vẫn ổn định.

**CPI nhóm hàng tiêu dùng (chiếm khoảng 9% rổ CPI) chỉ tăng 0,54% so với tháng trước nhờ giá gas giảm mạnh vào đầu tháng Tư. Giá gas đã giảm khoảng 13-14% so với tháng trước.**

**Dự báo CPI của tháng Năm tăng 8,7% so với cùng kỳ năm ngoái và 0,5% so với tháng trước:** chúng tôi dự báo CPI tháng 5 giảm xuống về mức một chữ số là 8,7% so với cùng kỳ năm ngoái và tăng 0,5% so với tháng trước. Dù biết rằng việc tăng lương tối thiểu cộng



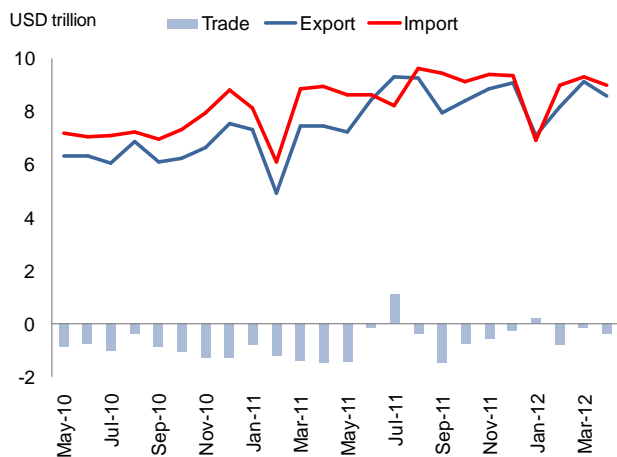
## Cập nhật tháng 04/2012

với giá xăng tăng vào ngày 20/04/2012 có thể tạo áp lực lên CPI tháng 5, chúng tôi tin rằng việc lực cầu giảm sẽ khiến các nhà bán lẻ cân nhắc kỹ trước khi tăng giá do người tiêu dùng đã quá mệt mỏi vì lạm phát, đặc biệt là trong lĩnh vực lương thực-thực phẩm.

## Cán cân thương mại

**Số liệu thương mại sơ bộ cho thấy nhập siêu không kể vàng ở mức thấp nhất kể từ năm 2009.** Theo Tổng cục Thống kê, nhập siêu tháng 4 ước tính 400 triệu USD. Theo đó nhập siêu từ đầu năm đến nay chỉ vào khoảng 176 triệu USD, là mức thấp nhất kể từ năm 2009. Không kể vàng, thâm hụt thương mại là 230 triệu đô la, ghi nhận mức thấp nhất trong vòng một thập kỷ. So với năm ngoái, nhập siêu từ đầu năm đến nay đã giảm 4,87 tỷ USD.

Hình 8a: Cán cân thương mại



Nguồn: VCSC, GSO

Hình 8b: Tăng trưởng xuất nhập khẩu so với năm ngoái



**Tăng trưởng xuất khẩu tiếp tục cao hơn tăng trưởng nhập khẩu.** Xuất khẩu tháng Tư tăng 14,3% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi nhập khẩu chỉ tăng 0,08%. Trong suốt bốn tháng đầu năm, xuất khẩu tăng 22,1%, trong khi nhập khẩu tăng 4,4% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá trị nhập khẩu trong các tháng này tổng cộng đạt 33,4 tỷ USD và giá trị xuất khẩu đạt 33,58 tỷ USD. (Hình 8b)

**Nhu cầu trong nước giảm do thắt chặt chính sách tiền tệ đã khiến nhập khẩu giảm, đặc biệt là nhập khẩu của khu vực trong nước.** Giá trị nhập khẩu trong suốt bốn tháng đầu năm chỉ tăng 4,4% so với cùng kỳ năm ngoái, thấp hơn so với mức tăng 28,6% trong 4 tháng đầu năm ngoái. Nhập khẩu phục vụ nhu cầu trong nước giảm 12% so với cùng kỳ năm ngoái.

**Tăng trưởng nhập khẩu giảm đối với cả hai nhóm hàng tiêu dùng và nguyên vật liệu sản xuất.** Nhập khẩu dệt may trong bốn tháng đầu năm giảm 13% so với cùng kỳ năm ngoái. Nhập khẩu nguyên vật liệu thô cho sản xuất tăng 4,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Nhập khẩu hàng hóa thành phẩm và xa xỉ phẩm giảm 13,1% so với cùng kỳ năm ngoái.

**Hàng hóa công nghiệp là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu,** do mặt hàng này tăng 40,5% trong bốn tháng đầu năm 2012. Giá các mặt hàng nông nghiệp không thuận lợi cộng với cạnh tranh gay gắt đã ảnh hưởng tiêu cực đến xuất khẩu nông lâm nghiệp dẫn đến mức giảm 6% so với cùng kỳ năm ngoái. Xuất khẩu gạo, cà phê, và cao su giảm lần lượt 27,8%, 7,8% và 8,3%. Trong khi đó, giá trị xuất khẩu năng lượng giảm 1,15% - chủ yếu do giảm về khối lượng.

## Cập nhật tháng 04/2012

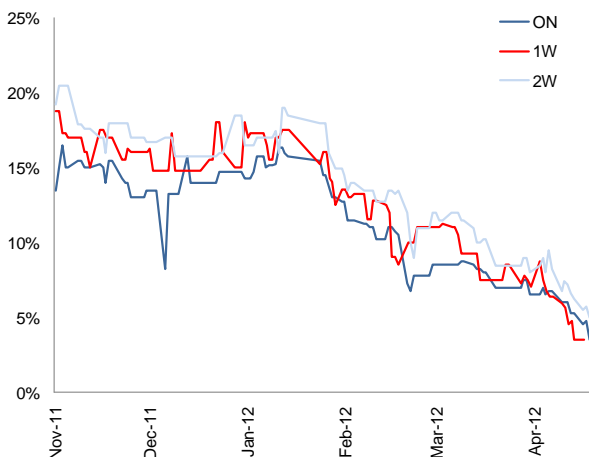
**Các mặt hàng công nghiệp xuất khẩu – máy tính, sản phẩm điện tử, thiết bị di động và linh kiện chiếm 52% tổng tăng trưởng.** Trong bốn tháng đầu tiên, nhóm máy tính, sản phẩm điện tử, linh kiện tăng 98,6%; nhóm thiết bị di động và phụ kiện tăng 154% so với cùng kỳ năm ngoái.

**Các sản phẩm xuất khẩu truyền thống như dệt may và giày dép có dấu hiệu giảm.** Xuất khẩu dệt may từ tháng Một đến tháng Ba tăng trưởng 18,5% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi tăng trưởng xuất khẩu dệt may từ tháng Một đến tháng Tư giảm xuống còn 14,7%. Xuất khẩu giày dép từ tháng Một đến tháng Ba tăng 25,7% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi tăng trưởng từ tháng Một đến tháng Tư chỉ đạt 9,5%.

**Triển vọng mậu dịch:** Chúng tôi dự báo tăng trưởng nhập khẩu tiếp tục giảm trong nửa đầu năm nay, do tổng lượng cầu vẫn ở mức thấp bất chấp các nỗ lực gần đây của NHNN nhằm hạ các lãi suất. Tăng trưởng xuất khẩu cũng được dự báo sẽ giảm ít nhiều. Nhìn chung các ý kiến đều cho rằng tình hình kinh tế thế giới sẽ tiếp tục đình trệ. Chúng tôi dự báo nhập siêu năm nay sẽ vào khoảng 6-7 tỷ USD. Việc nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN có thể sẽ kích thích nhập khẩu trong nửa sau của năm.

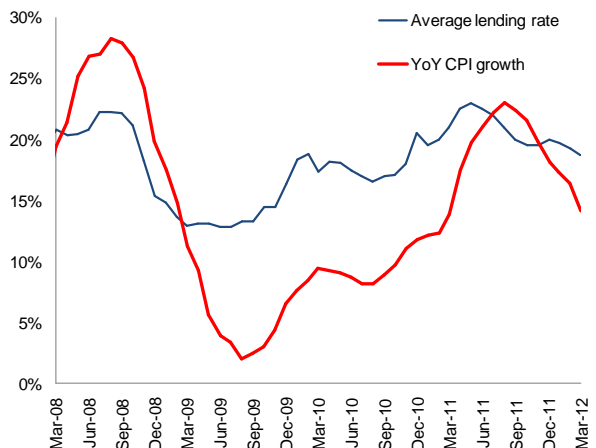
## Thị trường tiền tệ

Hình 9a: Lãi suất



Nguồn: VCSC

Hình 9b: lãi suất cho vay trung bình & tăng trưởng CPI



**Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh, nhưng lãi suất cho vay vẫn ở mức cao.** Thanh khoản bằng tiền đồng duy trì tốt trong phạm vi các ngân hàng lớn, và trong tháng Tư lãi suất liên ngân hàng ở mức thấp trong năm. Cuối tháng, các lãi suất qua đêm vào khoảng 3-3,5%/năm, và các lãi suất kỳ hạn một tuần giảm xuống 4-4,5%/năm. Lưu ý: các lãi suất thấp có thể phần nào do thị trường thiếu hiệu quả, do một số ngân hàng nhỏ vẫn không thể vay trên hệ thống liên ngân hàng.

**Nhờ thanh khoản trên hệ thống ngân hàng mạnh, lợi suất tín phiếu đấu thầu trên thị trường mở giảm đáng kể cho cả ba kỳ hạn được mang ra đấu thầu.** Vào phiên đấu thầu ngày 26/04, lợi suất trúng thầu dành cho tín phiếu kỳ hạn 1 tháng giảm 5,3% so với lợi

## Cập nhật tháng 04/2012

suất vào cuối tháng Ba xuống mức 6,2%. Lợi suất trúng thầu tín phiếu kỳ hạn 3 tháng là 9,4%, giảm 2,5% với 1.000 tỷ đồng phát hành thành công. Nhu cầu tín phiếu kỳ hạn một tháng vẫn ở mức cao, phát hành hết 1.000 tỷ đồng. Tín phiếu kỳ hạn 6 tháng giảm 2,6% xuống 10,4%.

**Cho vay có xu hướng giảm, trong khi tiền gửi tăng lên.** Đây là lý do chính khiến thanh khoản trên hệ thống ngân hàng ở mức cao. Theo NHNN, vào ngày 26/03, ước tính cho vay giảm 1,96% so với đầu năm, trong khi tổng tiền gửi ước tính đã tăng 1,39%. Vẫn chưa có số liệu ngân hàng tháng Tư, nhưng chúng tôi dự báo tổng tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức thấp, do các ngân hàng đều rất thận trọng khi cho vay do lo ngại nợ xấu. Nhu cầu vốn của các doanh nghiệp đang giảm do tổng cầu trên thị trường giảm. Lãi suất cho vay hiện vào khoảng 17-19%/năm, thấp hơn khoảng 1% so với tháng trước.

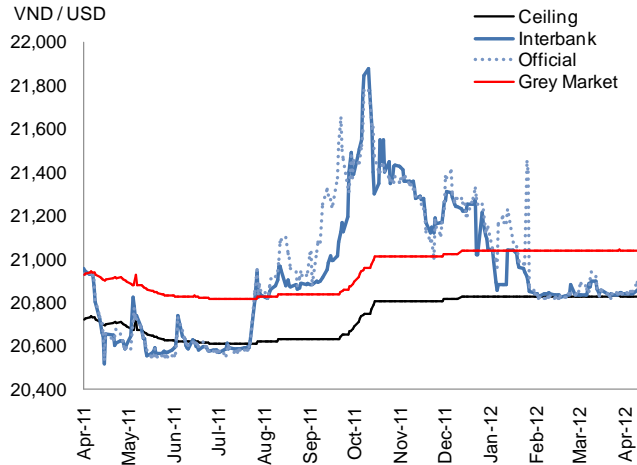
**NHNN nỗ lực hỗ trợ thanh khoản nhằm giảm lãi suất cho vay.** NHNN đã tỏ rõ mục đích này khi giảm các lãi suất điều hành và trần lãi suất huy động 2% chỉ trong vòng một tháng. Trong tháng Tư, NHNN đã rút một lượng tiền vào khoảng 38.924 nghìn tỷ đồng thông qua việc phát hành tín phiếu, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lượng tiền đồng được bơm bằng cách mua vào USD hoặc thông qua các kênh khác gần đây có thể vô hiệu hóa con số này.

**Lãi suất liên ngân hàng thấp không giúp hạ lãi suất huy động cho các ngân hàng nhỏ.** Các ngân hàng nhỏ thiếu thanh khoản phải tăng lãi suất huy động do không thể tiếp cận nguồn vốn từ thị trường liên ngân hàng. Nhằm duy trì thị phần, các ngân hàng lớn hơn đã tăng lãi suất huy động nhằm cạnh tranh với các đối thủ nhỏ hơn. Gần đây, các ngân hàng lớn đã áp dụng lãi suất huy động thỏa thuận (dành cho các khách hàng VIP) ở mức 13-14%/năm. Trong khi đó, các ngân hàng nhỏ đưa ra lãi suất huy động ở mức 14-17%/năm. Lãi suất cho vay đã giảm 1% so với tháng trước. Các lãi suất vẫn ở mức cao, trung bình một ngân hàng cỡ vừa có lãi suất cho vay ở mức 17-19%/năm.

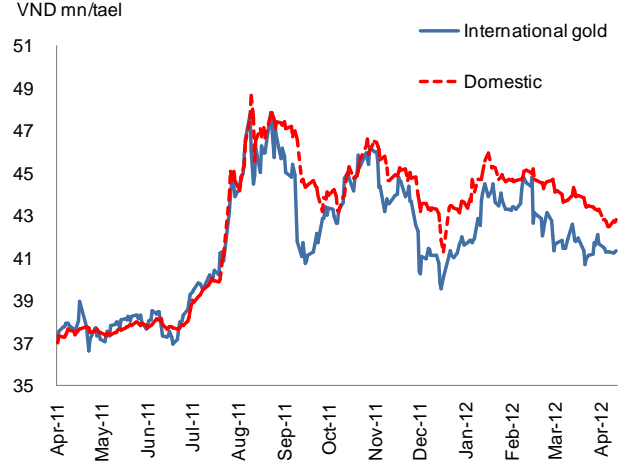
**Triển vọng: các lãi suất liên ngân hàng có thể tăng vào tháng sau** do nhu cầu cho vay bằng tiền đồng có thể tăng cùng với việc thực hiện Thông tư 07 có hiệu lực từ ngày 02/05 sẽ hạn chế cho vay bằng USD. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động thỏa thuận và lãi suất cho vay sẽ không giảm đáng kể do các ngân hàng nhỏ sẽ vẫn gặp khó khăn về thanh khoản. Dù NHNN rất nỗ lực giảm lãi suất cho vay, chúng tôi dự báo trong năm nay lãi suất cho vay phổ biến vẫn ở mức 16-17%/năm.

## Thị trường ngoại hối

Hình 10a: Tỷ giá hối đoái



Hình 10b: Giá vàng



Nguồn: VCSC, NHNN, Bloomberg

**Hạn chế cho vay bằng USD có thể làm tiền đồng Việt Nam giảm giá** và nhu cầu USD có thể tăng cao vào đầu tháng 5 khi Thông tư 03/2012/TT-NHNN nhằm hạn chế cho vay bằng USD có hiệu lực. Vào ngày 26/04, tỷ giá hối đoái của tiền đồng Việt Nam và USD trên thị trường liên ngân hàng là 20.880 đồng/USD, giảm 0,19% so với tuần trước (~VND40/USD) và 0,22% so với tháng trước.

**Dù gần đây tiền đồng Việt Nam bị giảm giá nhẹ, chúng tôi tin rằng đồng nội tệ vẫn tiếp tục được hỗ trợ nhờ nhập siêu giảm và nguồn vốn vào ổn định.** Trong bốn tháng đầu năm, nhập siêu ước tính là 176 triệu USD so với 4,89 tỷ USD trong bốn tháng đầu năm 2011. Trong khi đó, FDI tháng Tư là 1,09 tỷ USD. FDI trong bốn tháng đầu năm là 3,61 tỷ USD, chỉ giảm 0,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Kiều hối, ODA, và FII tháng Tư vẫn chưa được công bố nhưng chúng tôi dự báo các dòng tiền vào này vẫn ở mức ổn định. Trong ba tháng đầu năm, lượng kiều hối ước đạt 2-2,5 tỷ USD, ODA ước đạt 390 triệu USD và FII ước đạt 400-500 triệu USD.

**Triển vọng:** chúng tôi tin rằng tiền đồng Việt Nam có thể tiếp tục giảm giá nhẹ vào đầu tháng Năm khi các ngân hàng có thể mua vào ngoại tệ lãi suất bằng tiền đồng Việt Nam dự báo vẫn ở mức thấp. Tuy nhiên, chúng tôi tiếp tục dự báo thị trường ngoại hối ổn định trong những tháng tới. Cho tới cuối năm, rất có thể NHNN sẽ giữ cam kết không phá giá tiền đồng trên 3% nhờ BOP cải thiện và dự trữ ngoại hối mạnh hơn. Dự trữ ngoại hối vào cuối quý 1 là 17 tỷ USD, theo ước tính của ADB. Chúng tôi dự báo kết thúc tháng 4 dự trữ ngoại hối sẽ còn tăng nữa do chúng tôi tin rằng NHNN có thể mua vào nhiều USD hơn trong suốt tháng 4 với tỷ giá hối đoái dưới mức 20.850 đồng/USD gần như suốt tháng.

## Cập nhật tháng 04/2012

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

Trong tháng 4, Phòng 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
03/04	Hoa Phát Group AGM Note	HPG	THÊM VÀO	20.700
06/04	REE - CTCP Cơ Điện Lạnh - Cập nhật ĐHCĐ	REE	N/A	N/A
06/04	Cập nhật vĩ mô: NHNN đề xuất sửa đổi thông tư 13	N/A	N/A	N/A
09/04	VCB - NH TMCP Ngoại thương - Cập nhật ĐHCĐ và đi thăm Ngân hàng VCB	VCB	NẮM GIỮ	30.000
09/04	MBB - Ngân hàng Quân Đội - Cập nhật đi thăm Ngân hàng MBB	MBB	N/A	N/A
10/04	VIC - CTCP Vincom - Cập nhật kế hoạch phát hành trái phiếu	VIC	N/A	N/A
12/04	Báo cáo cập nhật Bất động sản - Thị trường bất động sản được hỗ trợ	N/A	N/A	N/A
12/04	Cập nhật vĩ mô - NHNN hạ lãi suất điều hành và nới lỏng cho vay bất động sản	N/A	N/A	N/A
13/04	MSN - Tập đoàn MASAN - Báo Cáo Cập Nhật - NẮM GIỮ	MSN	NẮM GIỮ	123.000
16/04	SBT - CTCP Bourbon Tây Ninh - Cập nhật ĐHCĐ	SBT	NẮM GIỮ	17.500
16/04	FPT Corp AGM Note	FPT	THÊM VÀO	71.600
19/04	PNJ - CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận - Cập nhật ĐHCĐ	PNJ	N/A	N/A
24/04	SJS - Công ty ĐTPTĐT và KCN Sông Đà - Báo cáo Cập nhật - MUA	SJS	MUA	49.500
25/04	HAG - CTCP Hoàng Anh Gia Lai - Báo Cáo Chi Tiết	HAG	NẮM GIỮ	30.500
25/04	KDC - Tập đoàn Kinh Đô - Cập nhật ĐHCĐ	KDC	N/A	N/A
25/04	DPM đề xuất mua 51% DCM	DPM	N/A	N/A
27/04	MBB - NH TMCP Quân đội - Cập nhật ĐHCĐ	MBB	N/A	N/A

Mọi câu hỏi, thắc mắc và yêu cầu liên quan tới các báo cáo này, vui lòng liên hệ với Quyền Giám Đốc bộ phận Nghiên cứu của chúng tôi: Ông Vũ Thanh Tú, email [tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn) hoặc điện thoại +(84 8) 3914 3588 - ext: 1105.

## Cập nhật tháng 04/2012

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tú Vũ, 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>NẮM 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. Đề 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 và Phân Tích

#### Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105

[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**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

**CV cap cấp**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Lương Thị Kim Chi, ext 145

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

### 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)

#### 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.