



Phong Nguyễn
Chuyên viên
phong.nguyen@vcsc.com.vn
+84 8 3914 3588, ext 120

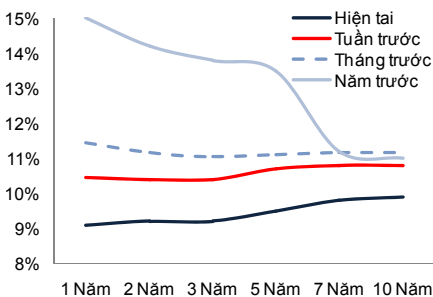
CÁC CHỈ SỐ VĨ MÔ CHÍNH

Tăng trưởng %	YoY 4Q2011	YoY 1Q2012
GDP	5,9%	4,0%
CPI	18,1%	14,1%
Bán lẻ	27,6%	21,8%
Sản xuất	8,0%	4,1%

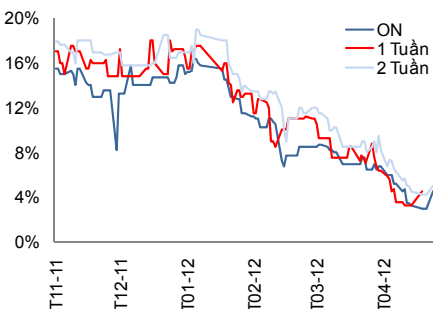
LÃI SUẤT ĐIỀU HÀNH

Lãi suất	Trước đây	Hiện nay
Cơ bản	10,0%	9,0%
Trần huy động	13,0%	12,0%
Lãi suất OMO	13,0%	12,0%
Chiết khấu	12,0%	11,0%
Tái cấp vốn	14,0%	13,0%
Giao dịch liên ngân hàng thanh toán điện tử	15,0%	14,0%

LỢI SUẤT TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ



LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG



NGOẠI TỆ VÀ VÀNG

	Tháng trước	Tuần trước	Hiện nay
Liên ngân hàng	20.830	20.875	20.851
Vàng	43,27	42,30	41,70

Ngoại tệ tính bằng VND, vàng tính bằng triệu VND
See important disclosure at the end of this document

Cầu TPCP tăng cao, lợi suất có xu hướng giảm

Tóm tắt tình hình vĩ mô

Tăng trưởng tín dụng yếu, âm 1,71% trong bốn tháng đầu năm do nhu cầu tín dụng đang ở mức thấp. Tuy nhiên, việc cải thiện thanh khoản của hệ thống ngân hàng có thể giúp lãi suất tiếp tục giảm. Nhập siêu chỉ ở mức 176 triệu USD trong vòng bốn tháng đầu năm giúp tiền đồng Việt Nam ổn định. Chúng tôi dự báo CPI tháng năm giảm xuống 8,37% so với cùng kỳ năm ngoái.

Tổng kết thị trường trái phiếu

Dự báo NHNN tiếp tục cắt giảm lãi suất điều hành có thể khiến nhu cầu trái phiếu tăng mạnh, nhất là đối với các ngân hàng nhỏ và vừa. Đường cong lợi suất ngày càng dốc khiến các nhà đầu tư nghiêng về các kỳ hạn ngắn. Chúng tôi khuyến nghị mua trái phiếu các kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm tại mức lợi suất 9-9,2%. Đồng Việt Nam vẫn ổn định và vàng sau khi giá giảm mạnh xuống 41 triệu đồng/lượng vẫn không mấy hấp dẫn do các ngân hàng sẽ phải ngưng huy động vàng.

Thị trường sơ cấp

- Lợi suất giảm trung bình 1,2% do nhu cầu trái phiếu kho bạc tăng. (trang 2)
- Nhu cầu TPCP ngắn hạn ở mức cao, mua vào kỳ hạn 2 và 3 năm. (trang 2)

Thị trường thứ cấp

- Lợi suất TPCP giảm xuống mức thấp nhất trong 2 năm. (trang 3)
- Đường cong lợi suất ngày càng dốc, TP trung và dài hạn rủi ro. (trang 4)

Thị trường tiền tệ

- NHNN giảm số phiên đấu thầu tín phiếu, khả năng nới lỏng chính sách. (trang 4)
- Lãi suất qua đêm xuống 2,2%, mức thấp nhất trong nhiều năm. (trang 4)
- NHNN áp dụng trần lãi suất cho vay đối với bốn lĩnh vực. (trang 4)

Thị trường ngoại hối và vàng

- Đồng Việt Nam mất giá nhẹ nhưng triển vọng vẫn tích cực. (trang 5)
- Vàng giảm giá mạnh, không hấp dẫn tại thời điểm này. (trang 6)

CDS và NDFs

- CDS tăng theo xu hướng chung của khu vực. (trang 6)
- NDF giảm nhẹ theo đồng VND. (trang 7)

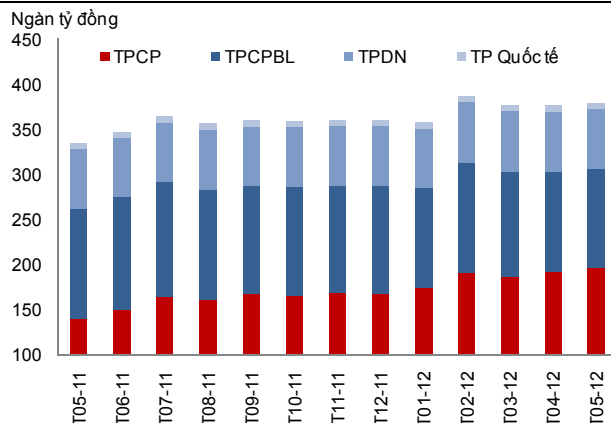
Trái phiếu doanh nghiệp

- Moody's xem xét hạ bậc tín nhiệm ACB. (trang 7)
- Ngân hàng Công thương phát hành 250 triệu USD TP quốc tế. (trang 7)

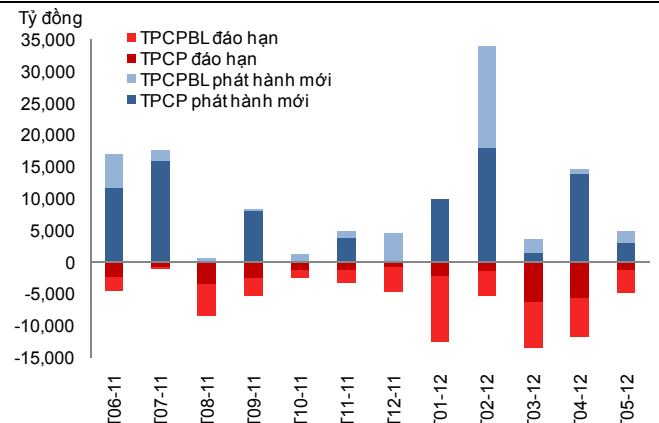
Thị trường trái phiếu

Thị trường sơ cấp

Hình 1a: Tổng giá trị trái phiếu lưu hành



Hình 1b: Phát hành mới và đáo hạn



Nguồn: VCSC, HNX

Lợi suất giảm trung bình 1,2% do nhu cầu trái phiếu kho bạc tăng. Vào phiên đấu thầu ngày 11/05/2012, chính phủ đã phát hành thành công thêm 7 nghìn tỷ đồng trái phiếu kho bạc. Lượng tham gia đấu thầu nhiều hơn lượng phát hành 15,37 nghìn tỷ đồng khiến lợi suất đấu thầu kỳ hạn 2 năm giảm 1,4% còn 8,95%, kỳ hạn 3 năm giảm 1,25% xuống 9,15%, kỳ hạn 5 năm giảm 1,03% xuống 9,45% so với phiên đấu thầu trước. Với các mức lợi suất trên, chúng tôi ước tính trái phiếu được bán cao hơn mệnh giá khoảng 3-5% (xem Hình 2: Kết quả các phiên đấu thầu gần đây).

Nhu cầu TPCP ngắn hạn ở mức cao, mua vào kỳ hạn 2 và 3 năm. Vào phiên đấu thầu sắp tới dự kiến diễn ra vào ngày 31/05/2012, chúng tôi cho rằng nhu cầu trái phiếu kỳ hạn 2 năm và 3 năm sẽ vẫn ở mức cao do các nhà đầu tư, nhất là các ngân hàng thương mại với lượng tiền mặt dồi dào sẽ vẫn ưu tiên mua nợ chính phủ ngắn hạn do nhu cầu tín dụng hiện ở mức thấp.

Ngoài ra, gói hỗ trợ 29 nghìn tỷ đồng tiền thuế doanh nghiệp đang đợi Quốc hội thông qua là một tín hiệu nữa cho thấy khả năng chính phủ sẽ nới lỏng chính sách tiền tệ khiến lợi suất có thể giảm hơn nữa. Chúng tôi cho rằng lợi suất ngắn hạn có thể giảm xuống 8% và lợi suất trúng thầu mục tiêu dành cho các kỳ hạn 2 năm và 3 năm sẽ vào khoảng 8,5-8,6% tại phiên đấu thầu sắp tới. Chúng tôi khuyến nghị mua trái phiếu kỳ hạn 2 năm và 3 năm tại các mức lợi suất này.

Tuy nhiên, nhu cầu trái phiếu kỳ hạn 5 năm có thể thấp hơn do đường cong lợi suất ngày càng dốc, khiến rủi ro lãi suất đối với trái phiếu ngắn hạn có thể tăng lên. Vì vậy, lợi suất mục tiêu của chúng tôi dành cho kỳ hạn 5 năm vào khoảng 9,3-9,4%. Tại các mức lợi suất này, trái phiếu kỳ hạn 5 năm không hấp dẫn với nhà đầu tư.

Hình 2: Kết quả các phiên đấu thầu gần đây

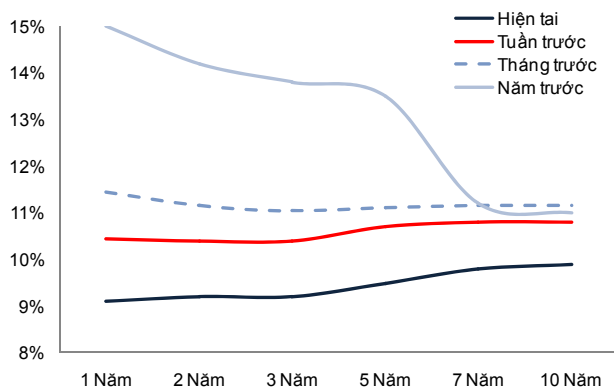
Đơn vị phát hành	Số tổ chức tham gia	Kỳ hạn	Phiên đấu thầu	Phát hành	Kế hoạch	Giá trị trúng thầu	Tỷ lệ thành công	Lãi suất coupon	Lợi suất %	Thấp nhất	Cao nhất
VST	14	2	11/05	15/05	1.000	1.000	100%	11%	9,0%	8,3%	11,0%
VST	17	3	11/05	15/05	3.000	3.000	100%	N/A	9,2%	8,5%	11,1%
VST	9	5	11/05	15/05	3.000	3.000	100%	N/A	9,5%	8,9%	11,0%
VBSP	6	3	10/05	14/05	300	100	33%	10,6%	10,6%	10,6%	11,8%
VBSP	2	5	10/05	14/05	700	150	21%	10,7%	10,7%	10,7%	11,0%
VBSP	7	3	27/04	01/05	1.000	1.000	100%	11,2%	11,2%	10,7%	12,4%
VBSP	4	5	27/04	01/05	1.000	700	70%	11,3%	11,3%	10,0%	11,8%
VST	16	2	26/04	30/04	1.000	1.000	100%	11,0%	10,4%	9,8%	11,4%
VST	17	3	26/04	30/04	3.000	3.000	100%	10,8%	10,4%	10,3%	11,2%
VST	12	5	26/04	30/04	3.000	3.000	100%	10,8%	10,5%	9,5%	11,2%
VBSP	6	3	17/04	21/04	1.000	50	5%	0,0%	11,5%	11,5%	13,0%
VBSP	3	5	17/04	21/04	1.000	50	5%	0,0%	11,5%	11,5%	13,2%
VST	13	2	16/04	20/04	2.000	1.979	99%	11,0%	11,1%	10,5%	11,3%
VST	16	3	16/04	20/04	2.000	2.000	100%	10,8%	10,8%	10,5%	11,4%
VST	13	5	16/04	20/04	2.000	2.000	100%	10,8%	10,8%	10,6%	11,4%

Nguồn: VCSC, HNX – VST (Kho bạc Nhà nước Việt Nam), VBSP (Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam)

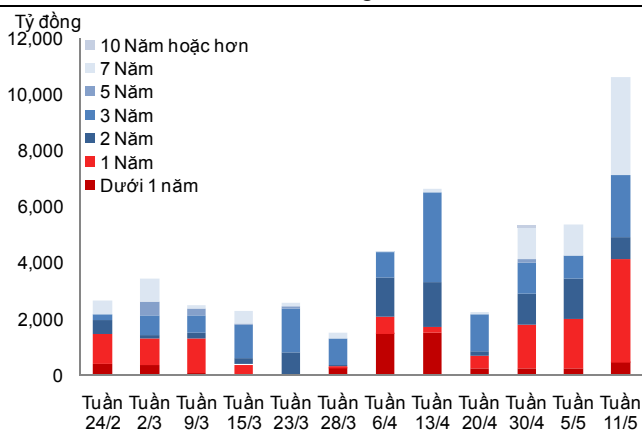
Thị trường thứ cấp

Lợi suất TPCP giảm xuống mức thấp nhất trong 2 năm. So với tháng trước, lợi suất trái phiếu chính phủ tháng này giảm mạnh đối với tất cả các kỳ hạn, tạo ra đường song song đi xuống do nhu cầu đầu tư tài sản phi rủi ro tăng, đặc biệt là nhu cầu của các ngân hàng. Cụ thể, lợi suất trái phiếu 1 năm giảm 2,35% xuống 9,1%, mức thấp nhất kể từ năm 2009. Tương tự, lợi suất giảm lần lượt 1,95% và 1,85% xuống 9,2% đối với các kỳ hạn 2 năm và 3 năm. Lợi suất kỳ hạn 5 năm giảm 1,60% xuống 9,5%. Tương tự, lợi suất kỳ hạn 7 năm và 10 năm cũng giảm mạnh, lần lượt 1,35% và 1,25% xuống 9,8% và 9,9%.

Hình 3a: Đường cong lợi suất



Hình 3b: Thanh khoản thị trường



Nguồn: VCSC, HNX

Đường cong lợi suất ngày càng dốc, trái phiếu trung và dài hạn nhiều rủi ro. Hiện tại, đường cong lợi suất ngày càng dốc. Rất có thể các kỳ hạn ngắn như 1 năm, 2 năm và 3 năm sẽ tiếp tục giảm trong khi các kỳ hạn trung và dài như 5 năm, 7 năm và 10 năm vẫn không đổi. Dựa trên khảo sát của chúng tôi, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 7 năm và 10 năm sẽ duy trì trên mức 10%, có nghĩa là lợi suất hiện tại của trái phiếu kỳ hạn 7 năm và 10 năm thấp hơn kỳ vọng của thị trường.

Rất có thể lợi suất ngắn hạn sẽ giảm mạnh. Theo khảo sát của chúng tôi, lợi suất mục tiêu sẽ vào khoảng 8%. Như vậy, chúng tôi khuyến nghị mua vào trái phiếu các kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm. Trái phiếu các kỳ hạn 5 năm, 7 năm và 10 năm không mấy hấp dẫn bởi đường cong lợi suất ngày càng dốc.

Các ngân hàng nhỏ và vừa tích cực mua vào. Chúng tôi dự báo trong nửa sau tháng này, thị trường thứ cấp sẽ tiếp tục sôi động do các ngân hàng nhỏ và vừa sẽ vẫn có thặng dư tiền mặt để đầu tư vào trái phiếu chính phủ với kỳ vọng lợi suất thấp hơn. Năm ngoái, các ngân hàng này bị bắt buộc bán hầu hết các trái phiếu của mình nhằm giải quyết vấn đề thanh khoản. Giờ đây khi thanh khoản cải thiện, đã đến lúc các ngân hàng này quay lại mua vào trái phiếu.

Giá trị giao dịch tiếp tục cải thiện từ giữa tháng tư đến giữa tháng năm, tăng 56,57% lên 23,58 nghìn tỷ đồng so với giai đoạn trước nhờ nhu cầu đầu tư vào trái phiếu của các ngân hàng nhỏ và vừa rất lớn. Các nhà giao dịch trái phiếu tại các ngân hàng này ưu tiên các trái phiếu ngắn hạn; giao dịch trái phiếu kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm đạt 17,51 nghìn tỷ đồng về giá trị, tương đương 80% tổng giá trị các giao dịch.

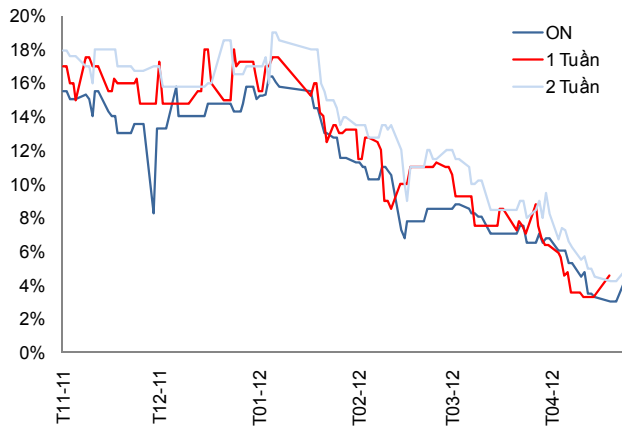
Thị trường tiền tệ

NHNN giảm số phiên đấu thầu tín phiếu, khả năng nới lỏng chính sách. Ngày 10/05, tổng lượng cung tiền thông qua OMO đã giảm 35,2% xuống 1,31 nghìn tỷ đồng so với giữa tháng tư. Trái lại, các tín phiếu đang lưu hành tăng 53,5% lên 74,07 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, NHNN đã giảm số phiên đấu thầu tín phiếu từ 5 lần/tuần xuống còn 1 tuần/lần vào các ngày Thứ Tư. Chúng tôi xem đây là một tín hiệu cho thấy tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ khi NHNN giảm lượng tiền rút khỏi hệ thống thông qua việc phát hành tín phiếu.

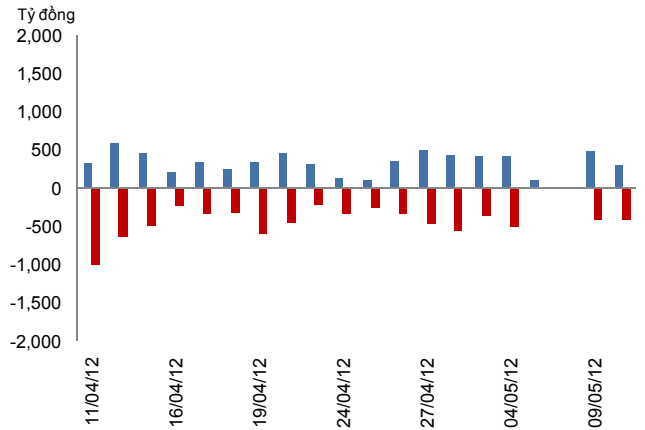
Lãi suất liên ngân hàng qua đêm giảm xuống 2,2%, mức thấp nhất trong nhiều năm qua. Ngày 10/05/2012, Lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng giảm còn 2,2%, mức thấp nhất trong nhiều năm qua. Theo các cuộc khảo sát của chúng tôi dành cho các ngân hàng, việc cho vay sẽ tiếp tục chậm trong vòng hai tháng tới do môi trường kinh doanh ảm đạm khiến nhiều doanh nghiệp giảm quy mô hoạt động nhằm dự trữ tiền mặt, qua đó nhu cầu tín dụng giảm. Như vậy, các ngân hàng thương mại sẽ tiếp tục duy trì lãi suất cho vay thấp trên thị trường liên ngân hàng cho đến khi nhu cầu tín dụng tăng trở lại.

NHNN áp dụng trần lãi suất cho vay đối với bốn lĩnh vực. Ngày 04/05/2012, NHNN đã ban hành Thông tư 14 nhằm áp dụng trần lãi suất cho vay đối với một số lĩnh vực nhất định bao gồm nông nghiệp, xuất khẩu, các ngành công nghiệp phụ trợ và các doanh nghiệp nhỏ và vừa, có hiệu lực từ ngày 08/05/2012. Trần lãi suất sẽ giúp giảm bớt chi phí vay nợ đối với một số doanh nghiệp sản xuất, góp phần phục hồi tăng trưởng kinh tế, dù chúng tôi cho rằng trên thực tế, lãi suất cho vay do thị trường điều tiết phải đợi một thời gian lâu hơn nhiều mới giảm.

Hình 4a: Lãi suất liên ngân hàng



Hình 4b: Thanh khoản thị trường mở



Hình 4c: Cung tiền thị trường mở

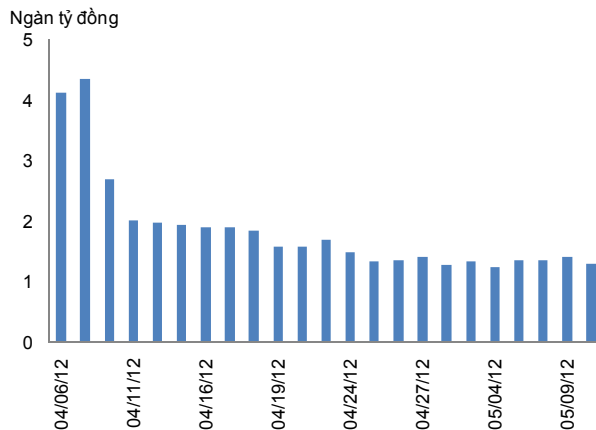
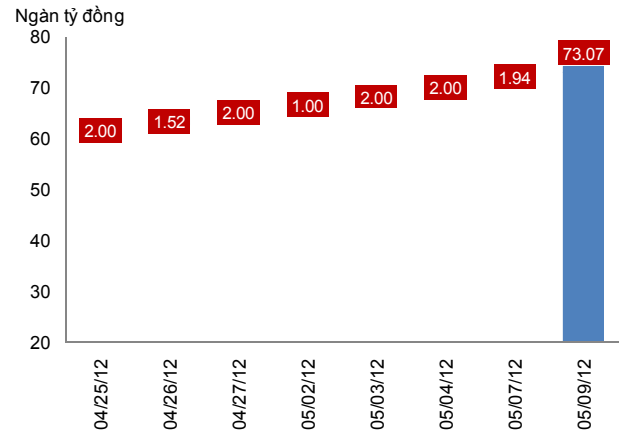


Figure 4d: Tín phiếu

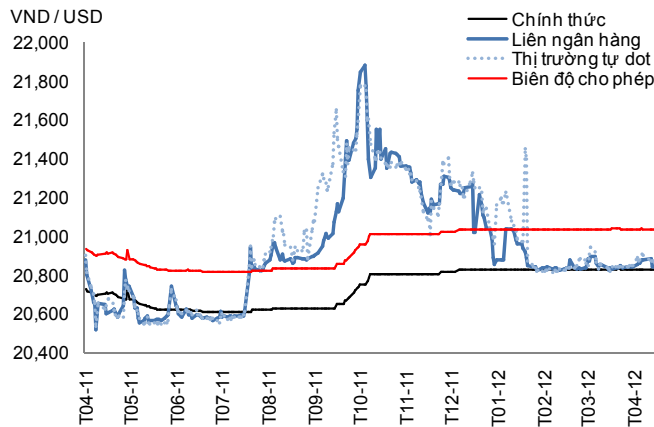


Nguồn: VCSC, Bloomberg

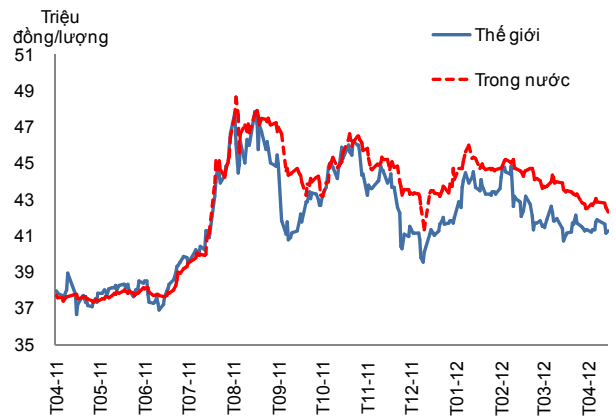
Thị trường ngoại hối

Đồng Việt Nam mất giá nhẹ nhưng triển vọng vẫn tích cực. So với hồi đầu tháng tư, tỷ giá VND/USD trong tháng năm tăng nhẹ 0,1% lên 20.851VND/USD nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình 3 tháng là 20.854VND/USD. Hiện tại, chúng tôi vẫn tin vào triển vọng lạc quan của tiền đồng Việt Nam, nhất là khi nhập siêu trong bốn tháng đầu năm 2012 ước tính chỉ ở mức 176 triệu USD, qua đó cải thiện cán cân thanh toán và giảm áp lực lên dự trữ ngoại hối quốc gia. Ngoài ra, Thông tư 03 có hiệu lực từ ngày 02/05/2012 yêu cầu các ngân hàng thương mại hạn chế cho vay bằng USD sẽ giúp nền kinh tế ít phụ thuộc vào đồng USD hơn.

Hình 5a: Tỷ giá VND/USD



Hình 5b: Giá vàng trong nước và quốc tế

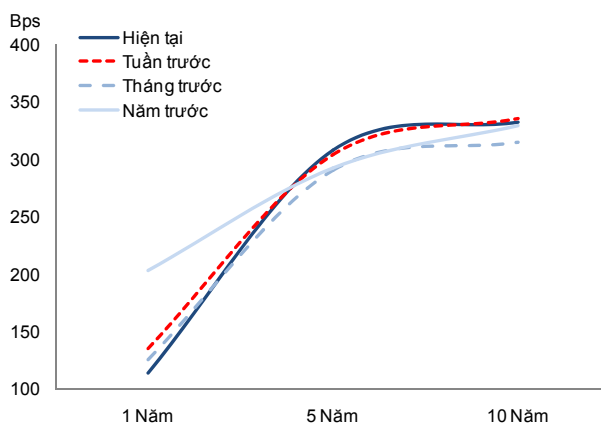


Nguồn: VCSC, Bloomberg

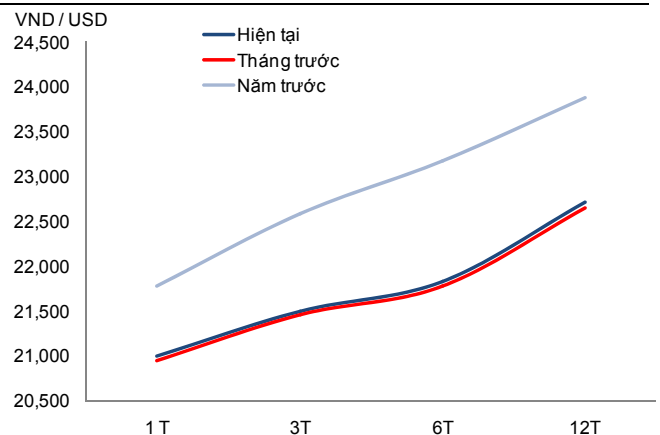
Vàng giảm giá mạnh, không hấp dẫn tại thời điểm này. Ngày 07/05/2012 giá vàng trong nước giảm xuống 41,3 triệu đồng/lượng, mức thấp nhất trong 10 tháng qua, theo đà giảm của giá vàng thế giới. Khoảng cách giữa giá vàng trong nước và thế giới vẫn vào khoảng 1,3 triệu đồng/lượng, không thay đổi so với tháng trước. Tuy nhiên, tác động của Thông tư 12 và việc thị trường chứng khoán phục hồi có thể không hỗ trợ giá vàng tại thời điểm này. Chúng tôi dự báo các nhà đầu tư sẽ tiếp tục bán ra vàng và đầu tư vào các tài khoản có rủi ro cao hơn. Ngoài ra, các ngân hàng có thể ngưng huy động vàng vào tháng mười một và thay vào đó chỉ đóng vai trò giữ hộ vàng. Từ cuối tháng hai đến nay, vàng đã mất 8,4% giá trị. Hiện tại vàng không còn nhiều hấp dẫn để đầu cơ.

Thị trường CDS và NDF

Hình 6a: Hợp đồng hoán đổi tín dụng (CDS)



Hình 6b: Hợp đồng tương lai không tất toán



Nguồn: VCSC, Bloomberg

CDS tăng theo xu hướng chung của khu vực. Bảo hiểm dành cho trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 5 năm và 10 năm phục hồi nhẹ theo xu hướng của của CDS khác trong khu vực như Trung Quốc, Indonesia, Philippine và Singapore. Cụ thể, CDS kỳ hạn 5 năm và 10 năm cùng tăng 0,18%, lần lượt lên 3,08% và 3,32%. Trái lại, CDS dành cho trái phiếu kỳ hạn 1 năm giảm nhẹ 0,12%, cho thấy các nhà đầu tư tin tưởng hơn vào nợ quốc gia của

Việt Nam. Trong 30 ngày tiếp theo, CDS dành cho nợ quốc gia của Việt Nam có thể tiếp tục tăng nhẹ theo đà tăng của các CDS khác trong khu vực.

NDF giảm nhẹ theo đồng VND. Tỷ giá trao đổi của các hợp đồng tương lai không tất toán tăng nhẹ đối với tất cả các kỳ hạn, tăng 0,24%, 0,16%, 0,23%, và 0,26% lần lượt cho các kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng, và 12 tháng. Việc đảo chiều của NDF là do với việc đồng nội tệ giảm nhẹ. Tuy nhiên, do vẫn giữ quan điểm lạc quan về đồng Việt Nam, chúng tôi cho rằng tỷ giá hối đoái khó có thể biến động nhiều trong năm nay.

Trái phiếu doanh nghiệp

Moody's xem xét hạ bậc tín nhiệm ACB. Ngày 18/04/2012, Moody's thông báo xem xét hạ bậc tín nhiệm ACB do xếp hạng tín nhiệm độc lập của ngân hàng hiện cao hơn xếp hạng tín nhiệm của Việt Nam. Quá trình xem xét sẽ hoàn tất trong vòng 3 tháng và sau đó quyết định cuối cùng sẽ được đưa ra. Theo Moody's, xếp hạng phát hành và tiền gửi dài hạn bằng nội tệ (hiện ở mức Ba3) và xếp hạng sức mạnh tài chính ngân hàng - BFSR (hiện ở mức D) của ACB sẽ được đưa vào diện xem xét hạ bậc. Lần gần đây nhất Moody's hạ bậc hai xếp hạng này là vào tháng 12/2010, cùng với năm ngân hàng Việt Nam khác: BIDV, MB, SHB, TCB và VIB. Các xếp hạng tín dụng khác của ACB như tín nhiệm nhà phát hành nợ ngoại tệ dài hạn (hiện ở mức B1), tín nhiệm tiền gửi ngoại tệ dài hạn (hiện ở mức B2) và các đánh giá "Đầu tư không tốt" ngắn hạn sẽ không bị ảnh hưởng.

Hiện tại, ACB có hai trái phiếu doanh nghiệp đang lưu hành bao gồm 2,25 nghìn tỷ đồng trái phiếu lãi suất 8,6% đáo hạn vào ngày 25/09/2012 và 3 nghìn tỷ đồng trái phiếu lãi suất tăng dần đáo hạn ngày 26/11/2020. Các trái phiếu này có tính thanh khoản tương đối thấp, do đó chúng tôi cho rằng sẽ không có nhiều tác động trong lĩnh vực này. Tuy nhiên, khả năng bị hạ bậc có thể khiến kế hoạch phát hành 100 triệu USD trái phiếu quốc tế thêm khó khăn và tốn kém.

Ngoài việc dự kiến phát hành trái phiếu quốc tế, ngân hàng cũng dự định huy động thêm 3.000 tỷ đồng nhằm tăng vốn điều lệ từ 9.376 tỷ đồng lên 12.377 tỷ đồng trong năm nay.

Ngân hàng Công thương Việt Nam phát hành 250 triệu USD TP quốc tế. Ngân hàng lớn thứ 3 Việt Nam về tài sản vừa phát hành thành công 250 triệu USD trái phiếu quốc tế với coupon 8%/6 tháng và kỳ hạn 5 năm. Hiện tại, ngân hàng được Moody's xếp hạng B1 với triển vọng bền vững và S&P xếp hạng B+ với triển vọng tiêu cực. Lượng vốn mới được huy động sẽ giúp ngân hàng cân bằng giữa dự trữ USD và tín dụng USD. Hiện tại, các khoản cho vay bằng USD của ngân hàng trị giá 2,5 tỷ USD trong khi tổng lượng tiền gửi bằng USD chỉ có 1,3 tỷ USD. Vì vậy, ngân hàng phải vay thêm 1,2 tỷ USD từ thị trường liên ngân hàng. Lượng vốn mới sẽ giúp ngân hàng ít phụ thuộc hơn vào thị trường liên ngân hàng.

Phụ lục

Hình 7: Các giao dịch gần đây trên thị trường thứ cấp

Ngày	Mã	Kỳ hạn còn lại	Coupon	Lợi suất	Giá sạch	Giá thực hiện	Khối lượng	Giá trị (tỷ đồng)
02/05/2012	CP4A2404	7,11	9,20	11,6	89.008	97.199	1.200.000	117
02/05/2012	TP4A3205	8,66	9,25	11,5	87.865	91.033	1.600.000	146
02/05/2012	QHB0919013	7,22	9,30	11,6	89.366	96.602	800.000	77
02/05/2012	TB1015059	3,36	10,40	12,0	95.782	102.478	500.000	51
02/05/2012	TD1020065	8,47	10,80	11,2	97.882	103.622	1.300.000	135
02/05/2012	TD1217036	4,96	10,80	12,7	93.345	93.818	600.000	56
02/05/2012	QHB0813072	1,55	11,00	14,7	95.220	100.133	400.000	40
02/05/2012	TD1215001	2,71	12,10	10,6	103.381	106.895	1.000.000	107
02/05/2012	VDB111061	2,59	12,20	10,9	102.800	107.847	2.000.000	216
02/05/2012	VDB111064	4,64	12,25	10,9	104.721	109.151	4.000.000	437
02/05/2012	TD1114039	2,13	12,30	10,3	103.666	114.315	5.000.000	572
02/05/2012	TD1114045	2,17	12,30	10,5	103.438	113.615	400.000	45
02/05/2012	TD1113038	1,13	12,42	10,4	102.062	112.815	1.000.000	113
03/05/2012	QHD0813075	1,58	9,80	10,9	98.475	102.556	560.000	57
03/05/2012	QHD0813077	1,56	10,89	10,9	99.986	104.730	400.000	42
03/05/2012	TB1013047	1,10	10,90	12,5	98.410	108.175	10.000.000	1082
03/05/2012	VDB111016	1,78	11,30	10,3	101.553	104.061	2.000.000	208
03/05/2012	VDB111018	8,78	11,50	10,8	103.848	106.337	600.000	64
03/05/2012	VDB111060	9,53	11,50	10,8	104.043	109.431	5.300.000	580
03/05/2012	TD1215001	2,71	12,10	10,0	104.775	108.322	1.000.000	108
03/05/2012	TD1217002	4,71	12,15	10,1	107.396	110.924	2.000.000	222
03/05/2012	TD1114053	2,35	12,28	12,2	100.155	108.196	1.000.000	108
03/05/2012	TD1114045	2,17	12,30	10,5	103.434	113.645	1.600.000	182
03/05/2012	TD1113038	1,13	12,42	10,9	101.541	112.327	2.000.000	225
04/05/2012	CPB0813005	0,71	8,50	10,5	98.728	101.219	2.000.000	202
04/05/2012	TD1217036	4,95	10,80	12,7	93.283	93.816	600.000	56
04/05/2012	TD1114045	2,17	12,30	10,3	103.812	114.056	1.000.000	114
07/05/2012	CP071220	0,10	7,15	7,6	99.961	106.386	2.000.000	213
07/05/2012	TD1217036	4,94	10,80	10,5	101.113	101.734	172.222	18
07/05/2012	TB1013040	1,02	11,25	10,4	100.782	111.847	1.000.000	112
07/05/2012	VDB111018	8,77	11,50	10,8	103.845	106.461	50.000	5
07/05/2012	VDB111003	3,72	11,50	11,8	99.136	102.318	4.000.000	409
07/05/2012	TD1215001	2,70	12,10	10,0	104.758	108.438	2.000.000	217
07/05/2012	TD1116040	4,12	12,30	10,5	105.785	116.569	560.000	65
08/05/2012	TB1015055	3,17	10,30	10,6	99.150	107.729	1.000.000	108
08/05/2012	TD1215032	2,94	10,80	9,7	102.825	103.506	200.000	21
08/05/2012	TD1217036	4,94	10,80	9,7	104.162	104.813	800.000	84
08/05/2012	TB1013042	1,05	11,02	8,0	102.966	113.412	4.000.000	454
08/05/2012	TB1013040	1,01	11,25	10,2	100.965	112.061	2.000.000	224

08/05/2012	VDB111016	1,76	11,30	10,1	101.855	104.518	8.000.000	836
08/05/2012	QHB1020028	7,96	11,50	10,7	104.148	104.589	12.000.000	1255
08/05/2012	TD1214011	1,79	11,59	9,6	103.135	105.580	200.000	21
09/05/2012	TD1215032	2,93	10,80	10,4	100.969	101.679	2.000.000	203
09/05/2012	TD1217036	4,94	10,80	10,8	100.000	100.681	2.002.172	202
09/05/2012	TD1214029	1,93	11,00	11,1	99.900	100.624	2.000.000	201
09/05/2012	TB1013042	1,05	11,02	10,2	100.827	111.303	2.000.000	223
09/05/2012	TD1114005	1,72	11,10	9,1	103.047	106.119	2.000.000	212
09/05/2012	VDB111016	1,76	11,30	10,0	102.009	104.703	2.000.000	209
09/05/2012	VDB111018	8,77	11,50	8,6	117.294	119.973	50.000	6
09/05/2012	VDB111003	3,72	11,50	10,5	103.104	106.349	4.000.000	425
09/05/2012	VDB110024	8,06	11,50	16,3	79.384	90.223	10.000.000	902
09/05/2012	QHB1013022	0,93	11,90	19,0	94.387	95.170	2.400.000	228
09/05/2012	TD1114053	2,33	12,28	10,4	103.822	112.065	2.000.000	224
09/05/2012	TD1116026	4,00	13,20	12,8	101.135	114.299	633.320	72
10/05/2012	TB1015055	3,16	10,30	10,6	99.254	107.889	1.000.000	108
10/05/2012	TD1217036	4,93	10,80	10,8	100.110	100.821	600.000	60
10/05/2012	VDB111016	1,76	11,30	10,0	102.006	104.731	4.000.000	419
10/05/2012	TD1121021	8,79	11,50	10,0	108.513	110.876	1.000.000	111
10/05/2012	QHB1020028	7,96	11,50	11,0	102.564	103.068	12.000.000	1237
10/05/2012	TD1215001	2,69	12,10	9,3	106.520	110.299	1.000.000	110
10/05/2012	TD1113038	1,11	12,42	9,5	102.951	113.976	1.000.000	114
11/05/2012	TD1217036	4,93	10,80	10,1	102.733	103.472	2.000.000	207
11/05/2012	TD1114005	1,72	11,10	9,1	103.101	106.233	6.000.000	637
11/05/2012	TD1217016	4,80	11,35	9,2	108.056	110.295	200.000	22
11/05/2012	VDB110025	3,03	11,40	10,0	103.509	114.597	2.000.000	229
11/05/2012	VDB111003	3,71	11,50	10,4	103.251	106.560	2.000.000	213
11/05/2012	TD1113038	1,11	12,42	8,9	103.570	114.629	200.000	23

Nguồn: HNX

Hình 8: Kết quả đấu thầu tín phiếu gần đây

Ngày phát hành	Ngày đáo hạn	Kỳ hạn (ngày)	Lượng tiền (tỷ đồng)	Tỷ lệ thành công	Lợi suất
23/04/2012	22/10/2012	182	1000	100%	11,2
23/04/2012	23/07/2012	91	1000	100%	10
23/04/2012	21/05/2012	28	1000	100%	7
24/04/2012	23/10/2012	182	1000	100%	11
24/04/2012	24/07/2012	91	1000	100%	9,9
24/04/2012	22/05/2012	28	1000	100%	6,9
25/04/2012	24/10/2012	182	1000	100%	10,79
25/04/2012	25/07/2012	91	1000	100%	9,8
25/04/2012	23/05/2012	28	1000	100%	6,8
26/04/2012	25/10/2012	182	523	52%	10,44
26/04/2012	26/07/2012	91	1000	100%	9,55
26/04/2012	24/05/2012	28	1000	100%	6,6

27/04/2012	26/10/2012	182	1000	100%	10,34
27/04/2012	27/07/2012	91	1000	100%	9,4
27/04/2012	25/05/2012	28	1000	100%	6,2
02/05/2012	31/10/2012	182	1000	100%	10,3
02/05/2012	01/8/2012	91	1000	100%	9,2
02/05/2012	30/05/2012	28	1000	100%	6
03/05/2012	01/11/2012	182	1000	100%	10,3
03/05/2012	02/08/2012	91	1000	100%	9
03/05/2012	31/05/2012	28	1000	100%	5,9
04/05/2012	02/11/2012	182	1000	100%	10,24
04/05/2012	03/08/2012	91	1000	100%	8,8
04/05/2012	01/06/2012	28	1000	100%	5,8
07/05/2012	05/11/2012	182	942	94%	10,23
07/05/2012	06/08/2012	91	1000	100%	8,8
07/05/2012	04/06/2012	28	1000	100%	5,8
09/05/2012	07/11/2012	182	1000	100%	9,5
09/05/2012	08/08/2012	91	1000	100%	8,5
09/05/2012	06/06/2012	28	1000	100%	5,6

Nguồn: HNX

Hình 9: Lịch đấu thầu

Ngày đấu thầu	Đơn vị phát hành	Mã	Kỳ hạn	Kế hoạch (tỷ đồng)	Ngày phát hành	Ngày đáo hạn	Ngày thanh toán
16/05/2012	VDB	VDB112070	3	2.000	18/05/2012	18/05/2015	18/05/2012
16/05/2012	VDB	VDB112071	5	3.000	18/05/2012	18/05/2017	18/05/2012

Nguồn: HNX

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phong Nguyễn, 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%
NẮM 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 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

Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

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 cao 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

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

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

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

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.