



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

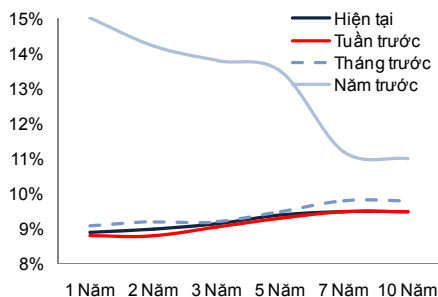
CÁC CHỈ SỐ VĨ MÔ CHÍNH

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

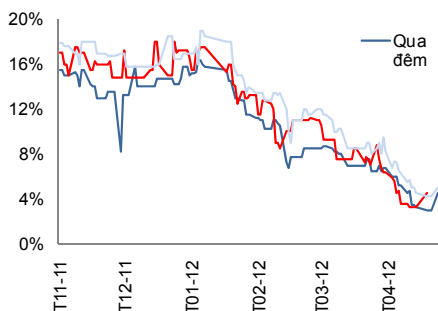
LÃI SUẤT ĐIỀU HÀNH

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

LỢI SUẤT TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ



LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG



NGOẠI TỆ VÀ VÀNG

	Tháng trước	Tuần trước	Hiện nay
Liên ngân hàng	20.848	20.940	20.970
Vàng	41,70	42,31	42,11

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

Cầu TPCP giảm, đường cong LS phẳng

Tóm tắt tình hình vĩ mô

NHNN giảm lãi suất huy động 2% và lãi suất điều hành 1% do tình hình lạm phát cải thiện; đây được xem như một tín hiệu nới lỏng chính sách hơn nữa. Tuy nhiên, triển vọng kinh tế vẫn ảm đạm sau khi chính phủ ước tính tăng trưởng GDP quý 2 chỉ đạt 4,5%, cho thấy lo ngại các công ty trong nước đang gặp khó khăn. Theo thông tin từ Quốc hội, chính phủ đã tuyên bố sẽ hành động mạnh mẽ nhằm ổn định tình hình, cam kết sẽ bơm 21.000 tỷ đồng/tháng (tương đương 1 tỷ USD) vào nền kinh tế.

Tổng quan tình hình trái phiếu

Nhu cầu trái phiếu chính phủ giảm trên cả thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp do lợi suất thấp sau khi NHNN giảm lãi suất, làm giảm khả năng kiếm lời trên các tài sản phi rủi ro. Lãi suất huy động dài hạn tăng trên thị trường sơ cấp sau khi lãi suất liên ngân hàng cải thiện, khiến việc nắm giữ trái phiếu dài hạn thêm rủi ro. Các nhà đầu tư vẫn nghiêng về trái phiếu ngắn hạn.

Thị trường sơ cấp

- Cầu giảm trên thị trường sơ cấp, lợi suất trúng thầu ổn định. (tr.2)
- Triển vọng trái phiếu ảm đạm nhưng HNX có thể can thiệp. (tr.2)

Thị trường thứ cấp

- Lãi suất TPCP giảm, tâm điểm chú ý vẫn là kỳ hạn ngắn. (tr.3)
- LS tất cả các kỳ hạn giảm, đường cong bình thường nhưng phẳng. (tr.3)

Thị trường tiền tệ

- NHNN giảm trần lãi suất huy động 2%, lãi suất điều hành 1%, áp trần lãi suất cho vay 13%. (tr.4)
- Lãi suất tăng vọt 3,5%-4,5% trên thị trường liên ngân hàng. (tr.4)
- Cung tiền thông qua nghiệp vụ OMO tăng từ 1,54 nghìn tỷ lên 1,8 nghìn tỷ, số tín phiếu hiện đang lưu hành giảm 7%. (tr.5)

Thị trường vàng và ngoại hối

- Đồng nội tệ giảm 0,6% do dự báo các doanh nghiệp xuất nhập khẩu sẽ tăng lực cầu USD. (tr.6)
- Giá vàng trong nước tại ngưỡng 41-42 triệu đồng, chênh lệch so với giá vàng thế giới về 1 triệu đồng/lượng. (tr.6)

CDS và NDFs

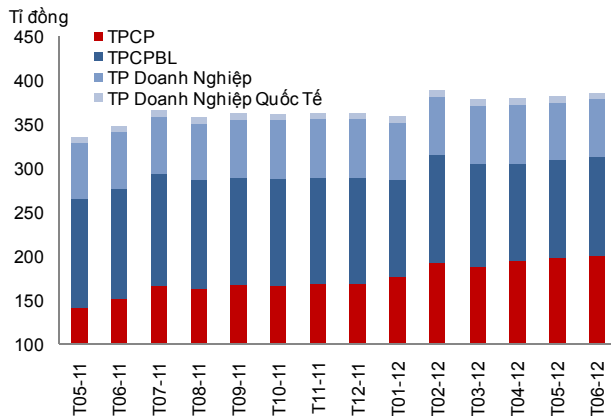
- CDS giảm vào giữa tháng sáu do lo ngại về khủng hoảng châu Âu hạ nhiệt. (tr.7)
- NDF tăng 0,16-0,18% do đồng Việt Nam suy yếu. (tr.7)

Trái phiếu doanh nghiệp

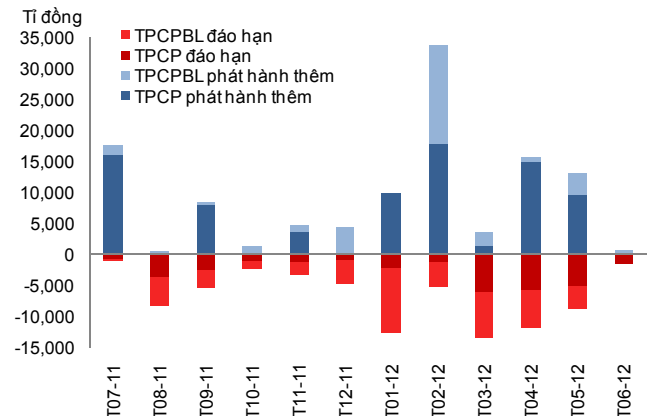
- S&P nâng bậc triển vọng BIDV và Vietinbank. (tr.7)

Thị trường trái phiếu Thị trường sơ cấp

Hình 1a: Tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành



Hình 1b: Phát hành mới và đáo hạn



Nguồn: VCSC, HNX

S&P nâng triển vọng tín nhiệm của Việt Nam từ mức 'Tiêu cực' lên 'Ổn định'. Hãng định mức tín nhiệm vừa tuyên bố nâng triển vọng tín nhiệm của Việt Nam từ mức 'Tiêu cực' lên 'Ổn định' nhờ tình hình thanh khoản và dự trữ ngoại hối cải thiện cũng như nợ ròng nước ngoài ở mức thấp. Triển vọng xếp hạng ngoại hối và nội tệ dài hạn cũng được nâng lên 'Ổn định'. Tuy nhiên, tổ chức này vẫn duy trì điểm tín nhiệm nợ dài hạn của Việt Nam ở mức 'BB-' và điểm tín nhiệm nợ ngắn hạn của Việt Nam ở mức 'B' do vị thế thanh khoản của Việt Nam vẫn yếu cũng như chính sách tài chính và tiền tệ vẫn chưa hoàn thiện. Tuy nhiên, việc nâng triển vọng tín nhiệm sẽ khuyến khích các dòng tiền nước ngoài trở lại Việt Nam, cả trực tiếp lẫn gián tiếp, giúp ổn định đồng nội tệ.

Cầu giảm trên thị trường sơ cấp, lợi suất trúng thầu ổn định. Ngày 13/06/2012, sàn HNX đã tổ chức đấu thầu 100 tỷ đồng trái phiếu kho bạc kỳ hạn 2 năm, 200 tỷ đồng kỳ hạn 3 năm và 950 tỷ đồng kỳ hạn 5 năm, tổng cộng 1.250 tỷ đồng trong số 6.850 tỷ đồng chính phủ dự kiến thu về. Lợi suất đấu thầu đều ở mức cao và các nhà giao dịch trái phiếu của ngân hàng đều không mặn mà lắm do lợi suất được dự báo sẽ không giảm thêm sau việc giảm lãi suất điều hành gần đây. Ngoài ra lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tăng trở lại khiến việc nắm giữ trái phiếu dài hạn trở nên rủi ro hơn.

So với phiên đấu thầu gần đây nhất vào ngày 06/06/2012, lợi suất trúng thầu trái phiếu các kỳ hạn 2 năm và 5 năm vẫn không đổi lần lượt tại mức 8,9% và 9,45% trong khi lợi suất trúng thầu trái phiếu kỳ hạn 3 năm giảm 0,1%. Trong ba tháng qua, Kho bạc Nhà nước đã phát hành tổng cộng 25.000 tỷ đồng trái phiếu chính phủ, đạt chỉ tiêu quý. Vì vậy, phiên đấu thầu cuối tổ chức vào cuối tháng sẽ không chịu áp lực phải phát hành toàn bộ chỉ tiêu.

Triển vọng trái phiếu không sáng sủa lắm nhưng HNX có thể can thiệp. Cầu trên thị trường sơ cấp có thể sẽ tiếp tục thấp do lãi suất giảm xuống 9%, gần với kỳ vọng 8% của các ngân hàng cho đến cuối năm, như vậy không còn room để đầu cơ tăng giá với các tài sản phi rủi ro. Ngoài ra, lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tăng kéo theo chi phí vốn tăng đã khiến nhiều nhà đầu tư không muốn mua thêm trái phiếu. Tuy nhiên, nếu có bất kỳ dấu hiệu chậm tiến độ trong việc thực hiện kế hoạch phát hành, sàn HNX có thể sẽ áp dụng Thông tư 17/2012/TT-BTC, yêu cầu tất cả các thành viên có đăng ký của thị trường sơ cấp

trên sàn HNX phải tham gia phiên đấu thầu và mua một số lượng tối thiểu tại mức giá phải chăng.

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
VBSP	3	3	14/06	18/06	1000	0	0%	0%	0%	10%	11%
VBSP	1	5	14/06	18/06	1000	0	0%	0%	0%	11%	12%
VST	4	2	13/06	17/06	2000	100	5%	9%	9%	9%	10%
VST	6	3	13/06	17/06	2000	200	10%	9%	9%	9%	11%
VST	4	5	13/06	17/06	2000	950	48%	9%	9%	9%	10%
VBSP	3	3	08/06	12/06	1000	0	0%	0%	0%	10%	11%
VBSP	1	5	08/06	12/06	1000	0	0%	0%	0%	11%	12%
VDB	10	3	07/06	11/06	2000	1.5	75%	10%	10%	9%	11%
VDB	6	5	07/06	11/06	3000	960	32%	10%	10%	9%	12%
VBSP	4	3	01/06	05/06	1000	300	30%	10%	10%	10%	12%
VBSP	2	5	01/06	05/06	1000	300	30%	10%	10%	10%	12%
VST	9	2	29/05	02/06	2000	1.1	55%	9%	9%	9%	11%
VST	10	3	29/05	02/06	3000	1,350	45%	9%	9%	9%	11%
VST	6	5	29/05	02/06	3000	800	27%	9%	9%	9%	10%
VST	9	10	29/05	02/06	2000	500	25%	10%	10%	10%	11%
VDB	8	3	25/05	29/05	2000	2	100%	10%	10%	9%	11%
VDB	6	5	25/05	29/05	3000	1.1	37%	10%	10%	10%	12%
VBSP	5	3	22/05	26/05	1000	200	20%	10%	10%	10%	12%
VBSP	2	5	22/05	26/05	1000	0	0%	0%	0%	10%	13%
VDB	7	3	16/05	20/05	2000	600	30%	10%	10%	9%	11%
VDB	5	5	16/05	20/05	3000	800	27%	10%	10%	10%	11%

Nguồn: VCSC, HNX, Kho bạc NNVN, Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam

Thị trường thứ cấp

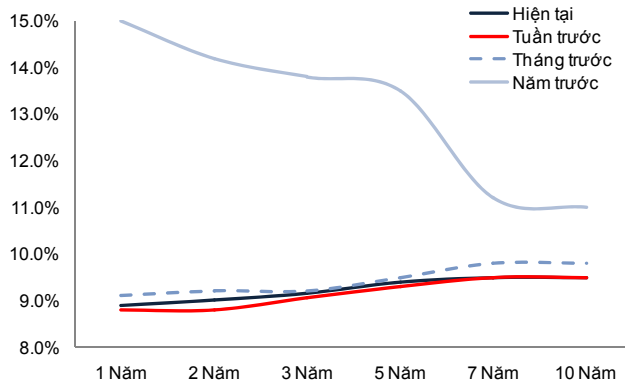
Lãi suất trái phiếu chính phủ giảm, tâm điểm chú ý vẫn là các trái phiếu ngắn hạn. Dù NHNN đã giảm lãi suất huy động 2% vào ngày 08/06/2012, nhu cầu trái phiếu kho bạc tháng này vẫn giảm đáng kể. Trong vòng 5 tuần qua, chỉ có 13.695 tỷ đồng trái phiếu được giao dịch, giảm 42% so với giai đoạn từ giữa tháng tư đến giữa tháng năm. Các nhà đầu tư vẫn tập trung vào các trái phiếu ngắn hạn. Có 13.320 tỷ đồng, hay 97,3% giao dịch thuộc về các trái phiếu có kỳ hạn dưới 5 năm.

Lợi suất giảm đối với tất cả các kỳ hạn, đường cong vẫn bình thường nhưng phẳng hơn. So với tháng trước, lợi suất trái phiếu chính phủ tiếp tục giảm nhẹ đối với tất cả các kỳ hạn nhờ trần lãi suất huy động giảm 2%. Lãi suất trái phiếu kỳ hạn 1 năm và 2 năm giảm 0,2% xuống lần lượt 8,9% và 9,0% trong khi lợi suất trái phiếu kỳ hạn 3 năm và 5 năm giảm lần lượt 0,05% và 0,1% xuống 9,15% và 9,45%.

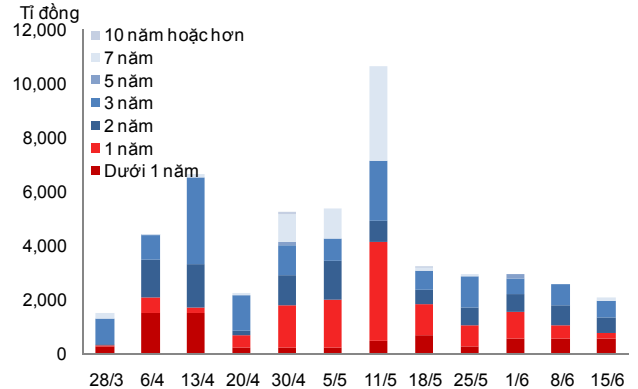
Đáng chú ý, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm tiếp tục xuống 9,5%, giảm 0,3% so với tháng trước do các ngân hàng thương mại vẫn thắt chặt tiền mặt, cầu dành cho đầu tư dài hạn tăng do tín dụng vẫn ở mức thấp. Việc lợi suất các trái phiếu dài hạn giảm mạnh và

lợi suất các trái phiếu ngắn hạn tăng nhẹ trở lại vào tuần trước đã khiến đường cong lợi suất phẳng hơn, cho thấy bức tranh vĩ mô vẫn còn chưa chắc chắn và khả năng lãi suất sẽ tăng.

Hình 3a: Đường cong lợi suất



Hình 3b: Thanh khoản thị trường



Nguồn: VCSC, HNX

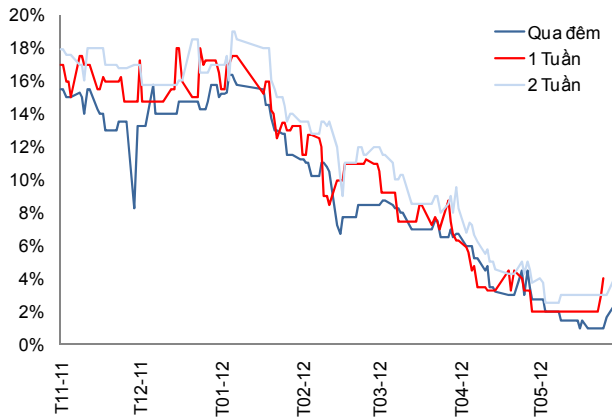
Đường cong lợi suất có thể trở về mức bình thường nếu các chỉ báo tích cực hơn. Trong quý ba, nếu tình hình vĩ mô cải thiện, chẳng hạn như tăng trưởng GDP tăng hay chính sách được nới lỏng thêm nữa, đường cong lợi suất rất có thể sẽ trở về mức bình thường với lợi suất giảm đối với trái phiếu ngắn hạn và tăng đối với trái phiếu dài hạn, khiến việc nắm giữ trái phiếu dài hạn thêm rủi ro. Chúng tôi tin rằng lợi suất tín phiếu dài hạn hiện ở mức thấp và không khuyến nghị mua trái phiếu dài hạn.

Thị trường tiền tệ

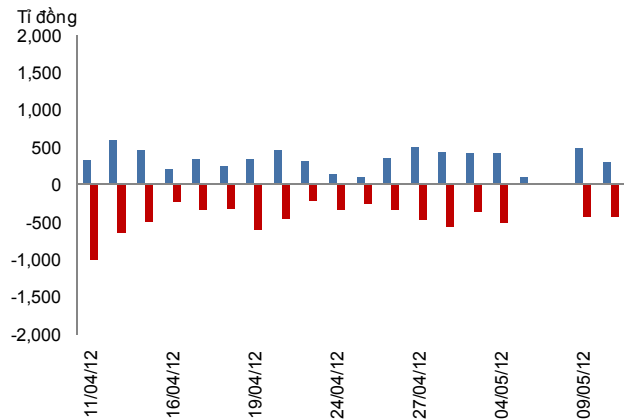
NHNN giảm trần lãi suất huy động 2%, lãi suất điều hành 1%, áp trần lãi suất cho vay 13%. Vào ngày 08/06/2012, NHNN đã ban hành Thông tư 19/2012/TT-NHNN, ấn định trần lãi suất huy động mới dành cho các kỳ hạn từ 1 tháng đến 12 tháng là 9%, có hiệu lực kể từ thứ Hai ngày 11/06/2012. Bên cạnh Thông tư 19, NHNN cũng ban hành Thông tư 20 sửa đổi Thông tư 14. Thay vì quy định chênh lệch giữa trần lãi suất cho vay và trần lãi suất huy động là +3%, Thông tư 20 ấn định trần lãi suất cho vay tại mức cố định 13% áp dụng đối với 4 lĩnh vực ưu tiên. Cuối cùng, NHNN đã ban hành Quyết định 1196/QĐ-NHNN nhằm giảm lãi suất chính sách 1%. Lãi suất tái cấp vốn giảm xuống còn 11%, lãi suất tái chiết khấu còn 9% và lãi suất OMO còn 10%.

Lãi suất tăng vọt 3,5%-4,5% trên thị trường liên ngân hàng. Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh ở tất cả các kỳ hạn do cung giảm. Cụ thể, lãi suất qua đêm tăng đáng kể từ 1% vào cuối tuần trước lên 5,5% trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tuần và 2 tuần lần lượt tăng 4% và 3,5% lên 6% và 6,5%. Việc lãi suất liên ngân hàng tăng được giải thích là do thanh khoản giảm khi một số ngân hàng cho vay bắt đầu trả nợ thông qua các kênh tái cấp vốn.

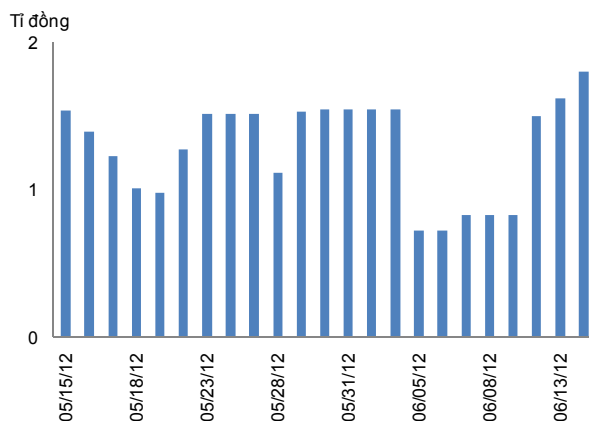
Hình 4a: Lãi suất liên ngân hàng



Hình 4b: Thanh khoản thị trường mở



Hình 4c: Cung tiền thị trường mở



Hình 4d: Tín phiếu



Nguồn: VCSC, Bloomberg

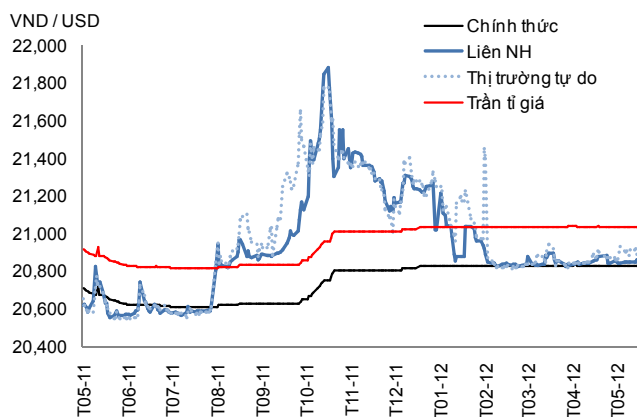
Lãi suất dài hạn cũng tăng mạnh trên thị trường sơ cấp do rào chắn bị gỡ bỏ. Đáng chú ý, lãi suất dài hạn trên thị trường sơ cấp cũng tăng tại nhiều ngân hàng thương mại sau khi NHNN nâng trần lãi suất huy động đối với các kỳ hạn trên 12 tháng. Nhìn chung các ngân hàng đều đưa ra lãi suất 11% đối với kỳ hạn 13 tháng; một số ngân hàng thậm chí đẩy lãi suất lên tới 14%. Sở dĩ lãi suất huy động dài hạn tăng là do các ngân hàng thương mại sợ mất khách hàng, ảnh hưởng đến nguồn tiền gửi, vì vậy đã quyết định đưa ra các lãi suất dài hạn hấp dẫn. Đối với tiền gửi kỳ hạn 12 tháng và ngắn hơn, các ngân hàng vẫn dự kiến áp dụng lãi suất 8% từ nay đến cuối năm.

Cung tiền thông qua nghiệp vụ OMO tăng từ 1,54 nghìn tỷ lên 1,8 nghìn tỷ đồng, số lượng tín phiếu hiện đang lưu hành giảm 7%. Tổng cung tiền thông qua kênh OMO tăng nhẹ từ 1,54 nghìn tỷ đồng tháng trước lên 1,8 nghìn tỷ đồng sau khi chạm ngưỡng thấp nhất 725 tỷ đồng vào đầu tháng sáu. Trái lại, giá trị tín phiếu hiện đang lưu hành giảm 7% xuống 66,1 nghìn tỷ đồng do một số ngân hàng thương mại trả nợ thông qua các kênh tái cấp vốn, làm tăng nhu cầu dự trữ tiền mặt và vay từ kênh OMO.

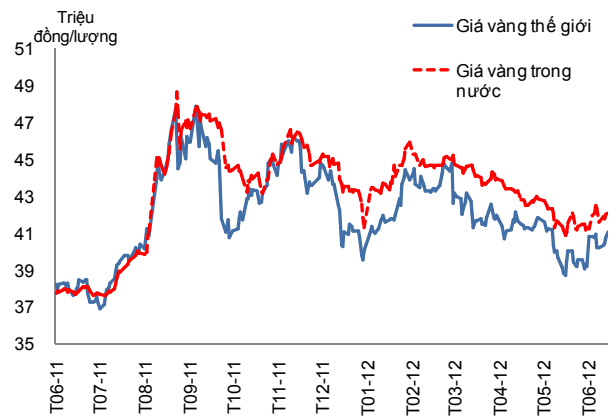
Thị trường ngoại hối

Tiền đồng Việt Nam mất giá

Hình 5a: Tỷ giá VND/USD



Hình 5b: Giá vàng trong nước/quốc tế



Nguồn: VCSC, Bloomberg

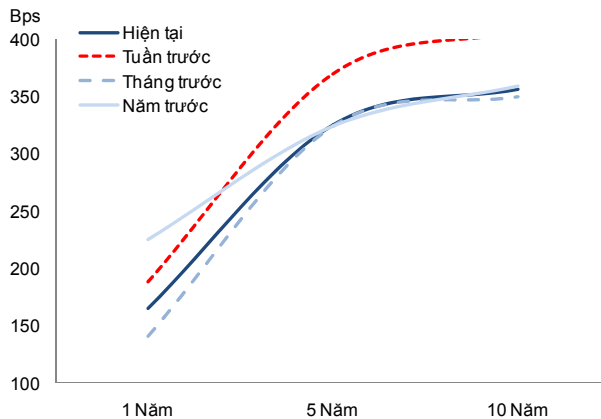
Đồng nội tệ giảm 0,6% do dự báo các doanh nghiệp xuất nhập khẩu sẽ cần nhiều USD. Đồng nội tệ tháng này mất giá nhẹ, giảm 0,6% xuống 20.970VND/USD trước khả năng nhu cầu giao dịch ngoại thương tăng cao. Hiện tại, nhiều ngân hàng thương mại đã tăng hạn mức tín dụng cho các công ty xuất nhập khẩu để có thể duy trì các hoạt động giao dịch trong 6 tháng cuối năm 2012. Các ngân hàng lo ngại tỷ giá hối đoái cuối năm sẽ dao động mạnh nhất là khi NHNN đã thu mua đáng kể gần 9 tỷ USD cho quỹ dự trữ ngoại hối. Hơn nữa, lãi suất huy động giảm có thể kích thích nhu cầu gửi tiết kiệm bằng USD do khoảng cách lãi suất giữa hai loại tiền tệ đã giảm đáng kể, từ 9% còn 7%.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan đối với tiền đồng Việt Nam và dự báo tiền đồng sẽ ổn định xung quanh mức 21.000VND/USD trong vòng hai tháng tới do NHNN có thể can thiệp nhằm hạn chế đầu cơ với quỹ dự trữ ngoại hối mạnh hơn. Ngoài ra, NHNN cũng có thể thực hiện các biện pháp nghiêm ngặt hơn như giảm vị thế USD tại các ngân hàng từ mức hiện tại 20%. Bên cạnh đó, các số liệu được điều chỉnh đối với nhập siêu 535 triệu USD trong 5 tháng đầu năm do Cục Hải quan Việt Nam công bố so với ước tính ban đầu của Tổng cục Thống kê là 783 triệu USD có thể làm dịu bớt lo ngại nhập siêu tăng mạnh.

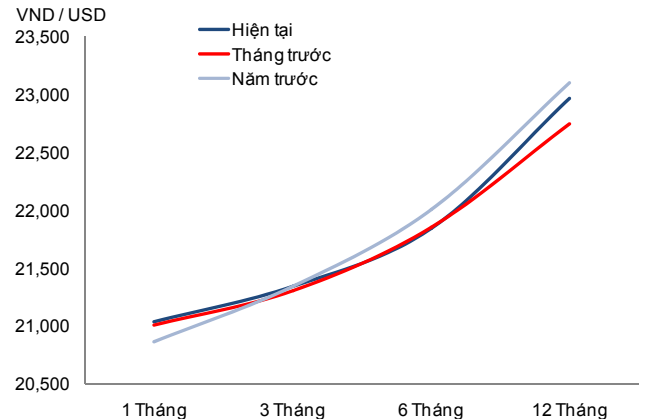
Giá vàng trong nước tại ngưỡng 41-42 triệu đồng, chênh lệch so với giá vàng thế giới 1 triệu đồng/lượng. Giá vàng thế giới đã trải qua một tháng đầy biến động do tình hình khu vực sử dụng đồng Euro không chắc chắn và khả năng Cục dự trữ liên bang Mỹ hỗ trợ tăng trưởng của nước này. Giá vàng trong nước giao dịch trong khoảng 41-42 triệu đồng. Ngày 14/06/2012, giá vàng trong nước là 42,11 triệu đồng/lượng trong khi giá vàng thế giới vào khoảng 1.623USD/ounce do thị trường vẫn chờ đợi tin tức từ cuộc họp của cục dự trữ liên bang Mỹ vào ngày 19-20/06/2012. Nếu không có tin tức bất ngờ nào từ Cục dự trữ liên bang, giá vàng rất có thể sẽ đi ngang do các nhà đầu tư chuyển sang các tài sản có tính rủi ro cao hơn với kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ phục hồi khi những lo ngại về khối EU đã lắng dịu.

Thị trường CDS và NDF

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



Hình 6b: Hợp đồng tương lai không tất toán



Source: VCSC, Bloomberg

CDS giảm vào giữa tháng sáu do lo ngại về khủng hoảng châu Âu đã dịu bớt. CDS kỳ hạn 5 năm và 10 năm của trái phiếu chính phủ Việt Nam tăng mạnh vào cuối tháng năm và đầu tháng sáu theo đà tăng của CDS tại các thị trường mới nổi như Trung Quốc, Indonesia, Malaysia và Thái Lan do cuộc khủng hoảng của khu vực đồng Euro. Tuy nhiên, chi phí bảo hiểm nợ quốc gia đã giảm nhanh chóng về giữa tháng sáu nhờ kỳ vọng Cục dự trữ liên bang Mỹ và các nhà lãnh đạo châu Âu sẽ có những động thái mạnh mẽ. Việc S&P nâng bậc triển vọng của Việt Nam có thể sẽ tác động tích cực lên phí CDS của Việt Nam. Vào ngày 14/06, CDS các kỳ hạn 1 năm, 5 năm và 10 năm đóng cửa lần lượt tại ngưỡng 1,65%, 3,25%, và 3,56%, giảm 0,29%, 0,55%, và 0,62% so với ngưỡng cao nhất trong 30 ngày trước đó. Trong vòng 30 ngày tiếp theo, CDS dành cho nợ quốc gia của Việt Nam có thể tiếp tục giảm hoặc đi ngang do kỳ vọng thị trường thế giới đồng loạt hồi phục. Tuy nhiên, có thể sẽ có tác dụng phụ nếu Cục dự trữ liên bang làm cho nhà đầu tư thất vọng.

NDF tăng 0,16-0,18% do đồng Việt Nam suy yếu. Tỷ giá hối đoái có kỳ hạn tăng nhẹ đối với tất cả các kỳ hạn trừ kỳ hạn 6 tháng. Cụ thể, tỷ giá kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng tăng 0,16% và 0,18% trong khi tỷ giá kỳ hạn 12 tháng tăng 1%. Trái lại, tỷ giá kỳ hạn 6 tháng chỉ giảm 0,02%. Tuy nhiên, tỷ giá hối đoái của các hợp đồng định trước không tăng đến mức 0,6% như đồng VND trên thị trường liên ngân hàng do lãi suất giảm và tình hình lạm phát cải thiện. Vì vậy, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với tỷ giá hối đoái của hợp đồng tương lai.

Trái phiếu doanh nghiệp

S&P nâng bậc triển vọng BIDV và Vietinbank. Cùng với việc nâng bậc triển vọng tín nhiệm của Việt Nam, S&P cũng nâng bậc đánh giá dành cho hai ngân hàng nhà nước hàng đầu của Việt Nam là BIDV và Vietinbank từ “tiêu cực” lên “ổn định”. Việc nâng bậc này là do tình hình nợ của Việt Nam đã cải thiện và dựa trên tầm quan trọng của hai ngân hàng này trong hệ thống tài chính quốc gia với nguồn hỗ trợ mạnh từ NHNN.

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)
06/01/2012	CP4A0802	5,5	9,17	10	96.237	101.186	200000	20
06/04/2012	TB1013042	1,0	11,02	9	102.266	102.508	500000	51
06/04/2012	TD1217036	4,9	10,8	9	105.665	107.115	400000	43
06/04/2012	QHB0813072	1,5	11	15	95.326	101.233	200000	20
06/04/2012	VDB111002	1,6	11,3	10	102.577	106.570	1500000	160
06/04/2012	TD1214029	1,9	11	9	103.635	105.142	500000	53
06/04/2012	VBS112048	2,9	11,2	12	99.036	100.018	2500000	250
06/04/2012	VBS111023	3,7	11,5	13	96.897	100.079	2500000	250
06/05/2012	CP061318	1,3	8,55	9	99.939	105.655	500000	53
06/05/2012	TD1114039	2,0	12,3	9	106.102	117.896	500000	59
06/05/2012	TB1015055	3,1	10,3	9	102.979	112.348	200000	22
06/05/2012	TD1217036	4,9	10,8	9	105.662	107.142	47000	5
06/05/2012	VDB111017	3,7	11,5	10	105.988	109.580	1000000	110
06/06/2012	TD1114039	2,0	12,3	9	106.282	118.110	1000000	118
06/06/2012	CPB071234	0,4	7,85	8	100.060	105.007	500000	53
06/06/2012	TD1215033	2,9	9,1	9	100.075	100.623	500000	50
06/06/2012	QHB0813072	1,5	11	16	94.175	100.142	200000	20
06/06/2012	TD1113038	1,0	12,42	8	103.945	115.888	100000	12
06/06/2012	TB1013051	1,0	10,08	9	101.525	111.108	870000	97
06/06/2012	CPB0813005	0,6	8,5	8	100.518	103.778	500000	52
06/06/2012	CPB071247	0,6	8,68	8	100.527	104.379	800000	84
06/06/2012	CPB071245	0,5	8,65	8	100.491	104.496	300000	31
06/06/2012	VDB111017	3,7	11,5	10	105.984	109.607	1000000	110
06/07/2012	TB1013051	1,0	10,08	9	101.521	111.132	500000	56
06/07/2012	TD1114049	2,1	12,34	9	106.619	117.336	400000	47
06/07/2012	TD1114039	2,0	12,3	9	106.181	118.043	500000	59
06/07/2012	TB1013042	1,0	11,02	8	102.428	102.760	500000	51
06/07/2012	TD1114045	2,1	12,3	9	106.383	117.773	1000000	118
06/07/2012	CPD071238	0,4	8,3	8	100.245	104.906	2100000	220
06/07/2012	VDB111064	4,5	12,25	10	108.647	114.285	1000000	114
06/08/2012	TD1113038	1,0	12,42	8	103.925	115.936	100000	12
06/08/2012	VDB111063	2,5	12,19	9	106.044	111.721	500000	56
06/08/2012	VDB111017	3,7	11,5	9	105.977	109.663	1000000	110
06/11/2012	TD1116050	4,1	12,5	9	110.138	121.097	500000	61
06/11/2012	TD1114045	2,1	12,3	9	105.972	117.497	1500000	176
06/11/2012	TB1013051	1,0	10,08	8	101.555	111.276	500000	56
06/11/2012	TD1116040	4,0	12,3	10	108.791	120.754	40000	5
06/11/2012	TD1217002	4,6	12,15	9	110.681	115.507	500000	58
06/11/2012	VDB111063	2,5	12,19	9	105.913	111.691	2000000	223

06/11/2012	TD1121021	8,7	11,5	9	111.624	114.995	1000000	115
06/12/2012	VDB112008	4,7	12,2	10	108.690	112.501	2000000	225
06/12/2012	CPB0813005	0,6	8,5	8	100.501	103.901	350000	36
06/12/2012	TB1013040	0,9	11,25	8	102.659	103.584	500000	52
06/12/2012	TD1113004	0,6	11	9	101.384	105.452	500000	53
06/12/2012	CPB071237	0,4	8	9	99.696	104.452	1000000	104
06/12/2012	QHB1013022	0,8	11,9	8	102.791	104.682	1200000	126
06/12/2012	QHB1013027	0,9	11,7	8	102.677	104.376	1000000	104
06/13/2012	TD1114020	1,7	11	9	103.519	106.684	500000	53
06/13/2012	TB1013040	0,9	11,25	8	102.675	103.631	500000	52
06/13/2012	TD1217002	4,6	12,15	9	110.864	115.758	500000	58
06/13/2012	TD1114049	2,1	12,34	9	106.281	117.201	100000	12
06/13/2012	TD1215032	2,8	10,8	9	103.968	105.714	500000	53
06/13/2012	VDB111002	1,6	11,3	9	102.918	107.190	1000000	107
06/13/2012	TD1114053	2,2	12,28	9	106.665	116.086	1000000	116
06/13/2012	TB1015052	3,0	10,55	9	103.958	114.190	500000	57
06/13/2012	TD1217036	4,8	10,8	9	105.252	106.969	1000000	107
06/13/2012	TD1116050	4,1	12,5	9	110.198	121.225	500000	61

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
05/16/2012	14/11/12	182	1000	100%	5,6
05/16/2012	15/8/12	91	1000	100%	5,6
05/16/2012	13/6/12	28	1000	100%	5,6
05/23/2012	22/8/12	91	1000	100%	6
05/23/2012	20/6/12	28	1000	100%	4
05/30/2012	28/11/12	182	1000	100%	7
05/30/2012	29/8/12	91	1000	100%	6
05/30/2012	27/6/12	28	1000	100%	3
06/06/2012	5/12/12	182	1000	100%	7,45
06/06/2012	5/9/12	91	1000	100%	5,7
06/06/2012	4/7/12	28	1000	100%	3,8
06/13/2012	11/7/12	28	59	5.9%	4,5

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
22/06/2012	VDB	VDB112074	3	2,000	22/06/2012	22/06/2015	22/06/2012
22/06/2012	VDB	VDB112077	5	3,000	22/06/2012	22/06/2017	22/06/2012

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%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn 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 và Phân Tích

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 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, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

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.