

17/07/2012



**Nguyễn Duy Phong**  
Chuyên viên vĩ mô  
[phong.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:phong.nguyen@vcsc.com.vn)  
+84 8 3914 3588, ext 120

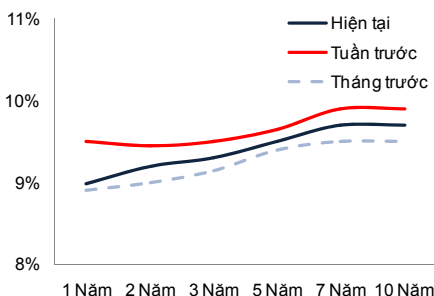
## CÁC CHỈ SỐ VĨ MÔ CHÍNH

	YoY 4Q2011	YoY 2Q2012
Tăng trưởng %		
GDP	5,9%	4,7%
CPI	18,1%	6,9%
Bán lẻ	27,6%	19,5%
Sản xuất	8,0%	4,4%

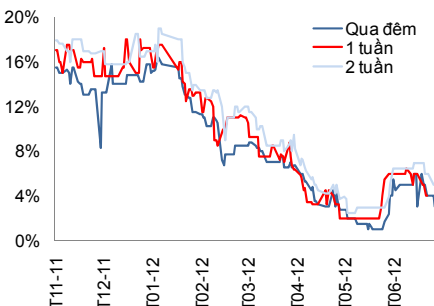
## LÃI SUẤT ĐIỀU HÀNH

	Trước đây	Hiện nay
Lãi suất		
Cơ bản	9,0%	9,0%
Trần huy động	11,0%	9,0%
Lãi suất OMO	11,0%	8,0%
Chiết khấu	10,0%	8,0%
Tái cấp vốn	12,0%	10,0%
Giao dịch liên ngân hàng thanh toán điện tử	13,0%	11,0%

## LỢI SUẤT TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ



## LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG



## SỐ LIỆU NGÂN HÀNG

Tăng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái	T, Năm	T, Sáu
Huy động	5,4%	6,5%
Tín dụng	-0,3%	0,8%
M2	4,5%	6,8%

# Cầu yếu nhưng hiện là thời điểm thích hợp để mua vào

## Tóm tắt tình hình vĩ mô

NHNN đã công bố số liệu chính thức về tình hình nợ xấu. Theo kết quả thanh tra giám sát của cơ quan này, tính đến cuối tháng 03/2012, nợ xấu chiếm 8,6% tổng dư nợ cấp tín dụng, tương đương 202.000 tỷ đồng, khẳng định con số ước tính 10% mà Thống đốc NHNN đã phát biểu tại kỳ họp quốc hội tháng trước. Con số này tuy gần gấp đôi con số 4,47% theo báo cáo của các ngân hàng nhưng vẫn thấp hơn ước tính trên 10% của các tổ chức quốc tế như Fitch. Tổng cục Hải quan cũng đã điều chỉnh giá trị nhập siêu từ đầu năm đến nay từ 685 triệu USD theo ước tính của Tổng cục Thống kê xuống 158 triệu USD. Theo đó, chúng tôi cũng điều chỉnh dự báo nhập siêu của cả năm xuống 5-6 tỷ USD so với dự báo trước đây là 7-8 tỷ USD và khẳng định chúng tôi kỳ vọng tiền đồng Việt Nam tiếp tục ổn định tại mức 21.000 đồng/USD với tỷ lệ mất giá vào khoảng 1% từ nay đến cuối năm.

## Tổng quan thị trường trái phiếu

Cầu trái phiếu chính phủ tiếp tục yếu đi trên thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp. Nhưng do tình hình lạm phát, tỷ giá hối đoái và cán cân thương mại cải thiện, NHNN có thể sẽ nới lỏng chính sách hơn nữa và hạ lãi suất và lợi suất. Lợi suất hiện ở mức hấp dẫn và bây giờ có thể là thời điểm thích hợp để mua trái phiếu trên thị trường sơ cấp. Cũng vì các lý do trên, chúng tôi khuyến nghị trái phiếu các kỳ hạn ngắn trên thị trường thứ cấp.

## Thị trường sơ cấp (trang 2)

- Cầu yếu nhưng hiện là thời điểm thích hợp để mua vào (trang 2)

## Thị trường thứ cấp (trang 3)

- Giao dịch giảm 42% trên thị trường thứ cấp (trang 3)
- Khuyến nghị mua trái phiếu các kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm (trang 3)

## Thị trường tiền tệ (trang 4)

- Tăng trưởng tín dụng dương trong 6 tháng đầu năm, lên 0,76% 6 tháng đầu năm (trang 4)
- Các dòng tiền tắc nghẽn, lãi suất liên ngân hàng giảm 2%-3% (trang 4)
- Thanh khoản tín phiếu có thể cải thiện nhờ Thông tư 160 (trang 5)

## Thị trường vàng và ngoại hối (trang 5)

- Đồng Việt Nam tăng giá 20 đồng lên 20.850 đồng/USD nhờ dự trữ ngoại hối mạnh hơn (trang 5)
- Giá vàng giao động quanh ngưỡng 42 triệu đồng/lượng với dự báo giảm (trang 6)

## Thị trường CDS và NDF (trang 6)

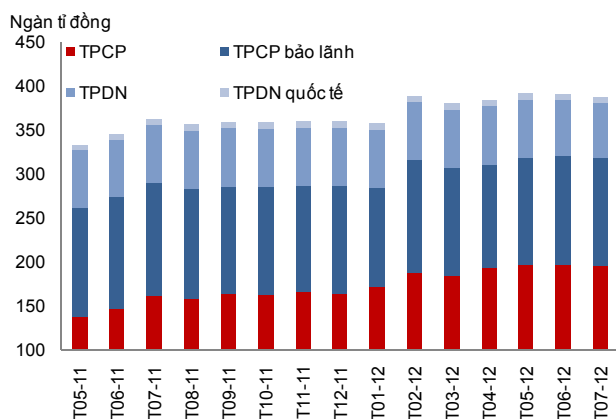
- CDS giảm 0,06%-0,12% nhờ triển vọng vĩ mô ổn định (trang 6)
- NDF giảm do đồng nội tệ tăng giá và lãi suất giảm (trang 7)

## Trái phiếu doanh nghiệp (trang 7)

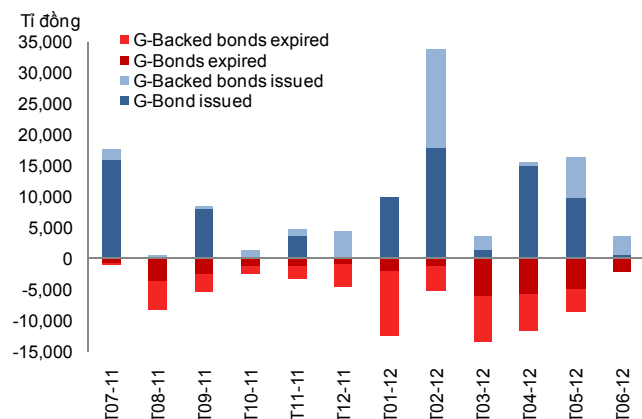
- Fitch xếp hạng tín nhiệm "B" dành cho ACB, STB và CTG (trang 7)

## Thị trường trái phiếu Thị trường sơ cấp

Hình 1a: Tổng giá trị trái phiếu lưu hành



Hình 1a: Tổng giá trị trái phiếu lưu hành



Nguồn: VCSC, HNX

**Cầu yếu nhưng hiện là thời điểm thích hợp để mua vào.** Cầu trái phiếu chính phủ trên thị trường sơ cấp ở mức thấp dù lợi suất trúng thầu đã tăng đáng kể trước lo ngại lãi suất có thể tăng trong ngắn hạn do hoạt động tín dụng được dự báo sẽ tăng. Vào phiên đấu thầu gần đây nhất, tổ chức ngày 12/07/2012, chính phủ chỉ phát hành được 1,15 nghìn tỷ đồng tín phiếu, hay 23% kế hoạch đề ra. Lợi suất trúng thầu của tín phiếu kỳ hạn 2 năm là 9,5% (tăng 0,61% so với tháng trước), của kỳ hạn 3 năm là 9,75% (+0,75%), và của kỳ hạn 5 năm là 9,9% (+0,45%).

Từ đầu tháng bảy đến nay, chỉ có 1,65 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ được phát hành, tương đương 16,5% kế hoạch đề ra. Bộ Tài chính đặt mục tiêu trong Quý 3 sẽ phát hành 25.000 tỷ đồng và trước tình hình hiện nay, mục tiêu này quả là một thách thức. Hơn nữa, do doanh thu từ thuế dự kiến sẽ giảm do việc cắt giảm thuế được thông qua gần đây, vào đúng thời điểm chính phủ nới lỏng chính sách, nhu cầu huy động vốn bằng cách phát hành tín phiếu có thể khiến mục tiêu này càng trở nên xa vời.

Chúng tôi cho rằng tình hình lạm phát, tỷ giá hối đoái và thâm hụt thương mại cải thiện có thể khiến NHNN nới lỏng chính sách hơn nữa, hạ lãi suất và lợi suất trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua trái phiếu trên thị trường sơ cấp với lợi suất hấp dẫn, nhất là khi người mua có lợi thế hơn khi thương lượng nếu nhà nước vẫn không hoàn thành được kế hoạch phát hành.

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	5	2	15/07	1.000	950	300	30	9,5	9,5	9,4	10,9
VST	5	3	15/07	2.000	1.750	350	18	9,8	9,8	9,8	10,3
VST	3	5	15/07	2.000	1.600	500	25	9,9	9,9	9,9	10,4
VBSP	2	3	10/07	1.000	500	0	0	NA	NA	10,9	11,7
VBSP	1	5	10/07	1.000	300	0	0	NA	NA	11,5	12,0
VST	4	3	09/07	2.000	1.650	300	15	9,5	9,5	9,5	10,0

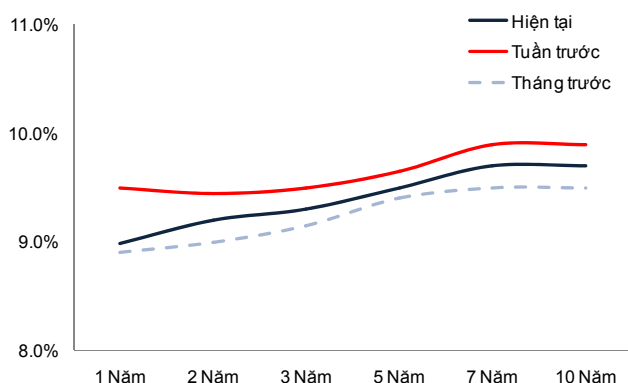
VST	5	5	09/07	2.000	1.800	200	10	9,5	9,6	9,4	10,1
VST	6	2	09/07	1.000	950	0	0	NA	NA	9,3	10,9
VST	4	2	01/07	2.000	900	0	0	NA	NA	9,6	10,9
VST	4	10	01/07	500	800	200	40	9,5	9,5	9,5	11,5
VBSP	2	3	31/06	1.000	500	0	0	NA	NA	10,9	11,4
VBSP	1	5	31/06	1.000	300	0	0	NA	NA	11,5	11,7
VDB	4	3	26/06	2.000	1.100	0	0	NA	NA	9,8	11,2
VDB	3	5	26/06	3.000	900	0	0	NA	NA	10,1	12,0

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

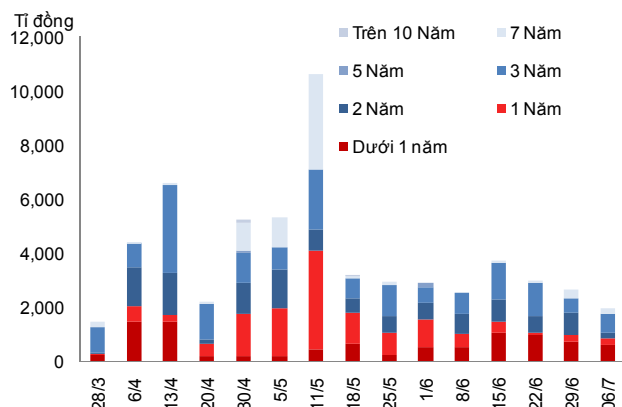
## Thị trường thứ cấp

**Giao dịch giảm 42% trên thị trường thứ cấp.** Do ảnh hưởng của thị trường sơ cấp, giao dịch trên thị trường thứ cấp khá thấp. Thanh khoản trong 4 tuần qua chỉ đạt 8.900 tỷ đồng, tương đương 58% giao dịch tháng trước; trong đó 39% là từ giao dịch trái phiếu kỳ hạn 1 năm.

Hình 3a: Đường cong lợi suất



Hình 3b: Thanh khoản thị trường



Nguồn: VCSC, HNX

**Khuyến nghị mua trái phiếu các kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm.** Đường cong lợi suất tiếp tục dốc với kỳ ngắn hạn giảm mạnh nhất do lãi suất ngân hàng giảm. Lợi suất trái phiếu kỳ hạn 1 năm giảm 0,51% xuống 8,99% trong khi lợi suất các trái phiếu các kỳ hạn 2 năm và 3 năm lần lượt giảm 0,25% và 0,2% xuống 9,2% và 9,3%. Trái phiếu các kỳ hạn 5 năm, 7 năm và 10 năm lần lượt giảm 0,15%, 0,2%, và 0,2%, xuống 9,5%, 9,7% và 9,7%.

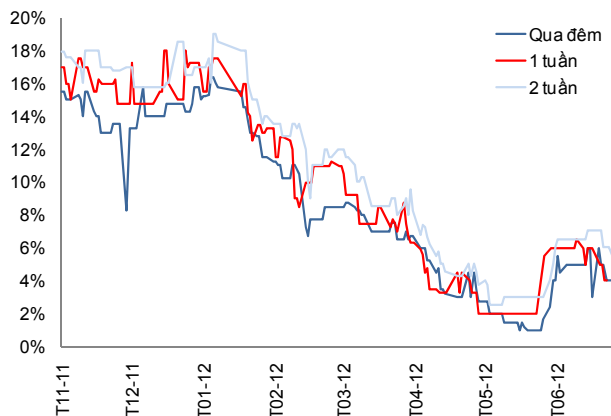
Trong nửa sau của tháng sáu, đường cong lợi suất đi lên rõ rệt do nhà đầu tư ồ ạt chốt lời trái phiếu nhằm đảm bảo mục tiêu cả năm trước lo ngại lãi suất tăng sau khi hoạt động tín dụng phục hồi. Tuy nhiên, do tình hình kinh tế vĩ mô đang có những cải thiện đáng kể và chính phủ tiếp tục nới lỏng chính sách, chúng tôi cho rằng lợi suất trái phiếu ngắn hạn sẽ giảm tiếp trong khi lợi suất trái phiếu trung và dài hạn vẫn ổn định. Chúng tôi khuyến nghị mua trái phiếu các kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm. Tuy nhiên, cần đề phòng trường hợp cung tăng gây áp lực lên giá trái phiếu do các ngân hàng tiếp tục thoái lui khỏi trái phiếu và chuyển sang các loại hình tài sản khác.

## Thị trường tiền tệ

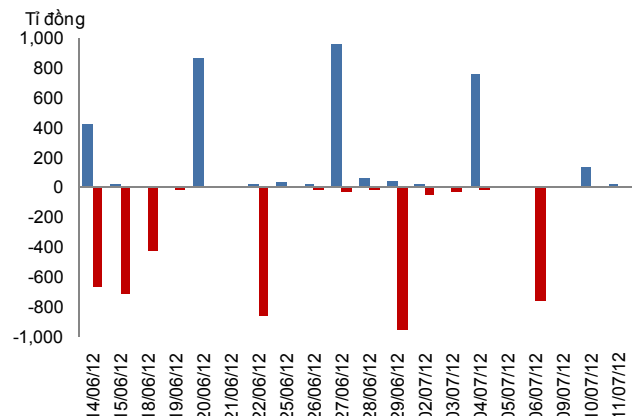
**Tăng trưởng tín dụng dương trong 6 tháng đầu năm, lên 0,76% 6 tháng đầu năm.** Thống đốc NHNN cho biết tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm đạt 0,76% (1,4% nếu tính cả trái phiếu doanh nghiệp), tiếp tục cải thiện từ mức thấp nhất trong 3 năm qua là âm 2,51% vào tháng hai. Các ngân hàng dường như đã lấy lại niềm tin và mở van tín dụng cho doanh nghiệp. Mục tiêu tăng trưởng do NHNN đặt ra là 8-10%, thấp hơn mục tiêu 12-13% chính phủ đưa ra trước đó vài ngày. Chúng tôi tin rằng với việc nới lỏng các chính sách tiền tệ cũng như tài chính thì đến cuối năm có thể đạt được mục tiêu 10%.

**NHNN yêu cầu các ngân hàng hạ lãi suất cho vay xuống 15% đối với các khoản vay cũ.** Theo báo cáo của NHNN, mức lãi suất hiện nay vẫn chưa phù hợp dù trần lãi suất huy động đã hạ từ 13% xuống 9% và lãi suất cho vay giảm mạnh 3-6%. Để hỗ trợ các doanh nghiệp cắt giảm chi phí và thúc đẩy nền kinh tế phục hồi, Thống đốc đã yêu cầu các ngân hàng hạ lãi suất cho vay xuống 15% đối với các khoản vay cũ.

Hình 4a: Lãi suất liên ngân hàng



Hình 4b: Thanh khoản thị trường mở



Hình 4c: Cung tiền thị trường mở

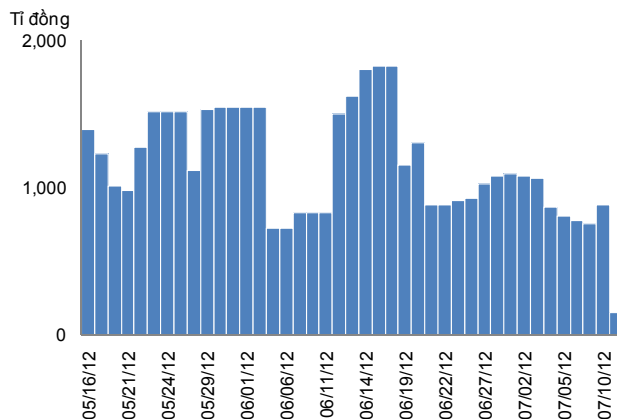
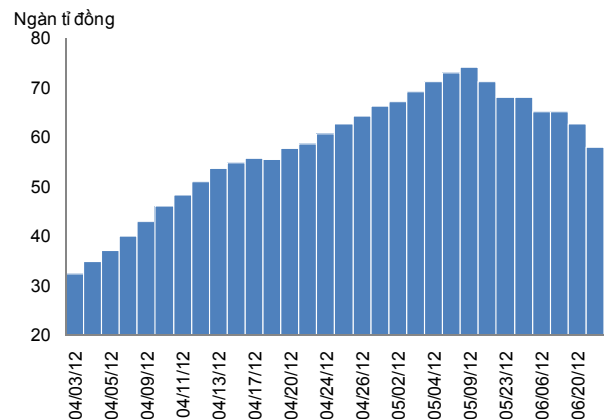


Figure 4d: Tín phiếu



Nguồn: VCSC, Bloomberg

**Các dòng tiền tắc nghẽn, lãi suất liên ngân hàng giảm 2%-3%.** Theo khảo sát của chúng tôi, thị trường liên ngân hàng trong vài tháng qua tương đối trầm lắng, cũng như thị trường ngoại hối, trái phiếu và cổ phiếu. Các ngân hàng thương mại trong tình trạng thận trọng dư tiền mặt nhưng không muốn cho vay hoặc đầu tư, khiến các dòng tiền bị tắc nghẽn. Lãi suất liên ngân hàng giảm đáng kể do cầu tiền yếu. Lãi suất cho vay qua đêm giảm 3%

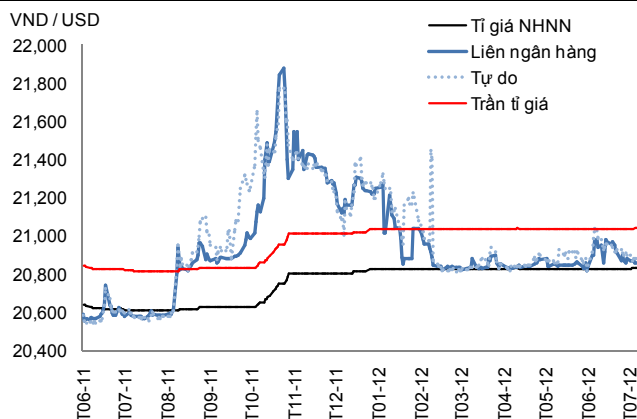
xuống 3% so với đầu tháng trong khi kỳ hạn 1 tuần và 2 tuần giảm 2%, lần lượt xuống 4% và 5%. Việc chính phủ bơm 20-30 nghìn tỷ đồng với chi phí vốn bằng 0% thông qua kênh tái cấp vốn nhằm hỗ trợ các khoản vay dành cho ngành nông nghiệp cũng có thể góp phần khiến lãi suất giảm.

**Thanh khoản tín phiếu có thể cải thiện.** Vào ngày 28/06/2012, Bộ Tài chính phối hợp với NHNN đã ban hành Thông tư liên tịch số 160, hướng dẫn việc phát hành và giao dịch tín phiếu. Thông tư này có một số thay đổi đáng kể. Chủ thể phát hành sẽ là NHNN và Bộ Tài chính. NHNN có thể phát hành tín phiếu kỳ hạn 13 tuần, 26 tuần, và 52 tuần thông qua hình thức đấu thầu, hoặc Bộ Tài chính có thể bán tín phiếu trực tiếp cho NHNN. Tất cả các tín phiếu sẽ được lưu ký tại Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam và giao dịch thông qua Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, tạo thanh khoản cho tất cả các tín phiếu. Như vậy, các ngân hàng có thể mua tín phiếu để giữ tiền mặt trong ngắn hạn và bán ra khi cần. Trước đây tín phiếu được lưu ký tại NHNN, do đó hạn chế khả năng giao dịch tín phiếu giữa các nhà đầu tư. Chúng tôi cho rằng quy trình mới sẽ giúp đảm bảo lượng cầu tín phiếu.

**Không có phiên đấu thầu tín phiếu nào thành công.** Dù NHNN đã thay đổi quy trình đấu thầu cho thị trường mở, từ đấu thầu khối lượng sang đấu thầu lãi suất, cầu trên thị trường này vẫn yếu do các ngân hàng đang trong tình trạng thặng dư tiền mặt nên không cần và cũng muốn vay thêm từ NHNN. Cung tiền thị trường mở tính đến ngày 11/07/2012 chỉ chiếm 148 tỷ đồng, mức thấp nhất từ trước đến nay. Cầu tín phiếu cũng không có do lãi suất chưa hấp dẫn. Ngoài ra, phần lớn các ngân hàng thương mại cũng muốn giữ tiền mặt để cho vay, qua đó giảm cầu dành cho tín phiếu ngắn hạn. Từ giữa tháng sáu đến giữa tháng bảy không có phiên đấu thầu nào thành công. Cũng trong thời gian này, có 8,2 nghìn tỷ đồng tín phiếu đáo hạn, qua đó giá trị tín phiếu đang lưu hành giảm xuống 57,9 nghìn tỷ đồng.

## Thị trường ngoại hối

Hình 5a: Tỷ giá VND/USD



Hình 5b: Giá vàng trong nước/quốc tế



Nguồn: VCSC, Bloomberg

**Đồng nội tệ tăng giá.** Đồng nội tệ tăng giá nhẹ so với USD do dự trữ ngoại hối tốt hơn. Trong cuộc họp tổng kết 6 tháng đầu năm, Thủ tướng chính phủ cho biết dự trữ ngoại hối đã cải thiện đáng kể từ 9 tỷ USD năm ngoái lên 19 tỷ USD vào cuối tháng sáu. Ngoài ra, sự kết hợp của biên độ rộng giữa lãi suất huy động tiền đồng và USD với tỷ giá hối đoái ổn

định khuyến khích các nhà đầu tư chuyển đổi USD sang đồng nội tệ để tận dụng sự khác biệt này. Đồng nội tệ tăng 20 đồng so với USD từ đầu tháng tháng lên 20.580 đồng/USD vào ngày 10/7/2012.

**Thâm hụt thương mại tháng sáu đã được điều chỉnh xuống 158 triệu USD.** Tổng cục Hải quan vừa công bố dữ liệu thương mại mới, theo đó trong tháng sáu xuất siêu là 360 triệu USD, thay vì nhập siêu 150 triệu USD như Tổng cục Thống kê trước đó ước tính, số liệu điều chỉnh giúp thu hẹp thâm hụt thương mại 6 tháng đầu năm xuống 158 triệu USD tương đương 0,3% tổng kim ngạch xuất khẩu. Kim ngạch xuất khẩu của tháng sáu đạt 9,89 tỷ đồng, tăng 2% trong khi kim ngạch nhập khẩu đạt 9,53 tỷ USD, giảm 6,8%. Kim ngạch xuất khẩu từ đầu năm đến nay đạt 53,33 tỷ USD tăng 22,7% trong khi kim ngạch nhập khẩu tăng chậm hơn 6,3%, chỉ đạt 53,49 tỷ USD.

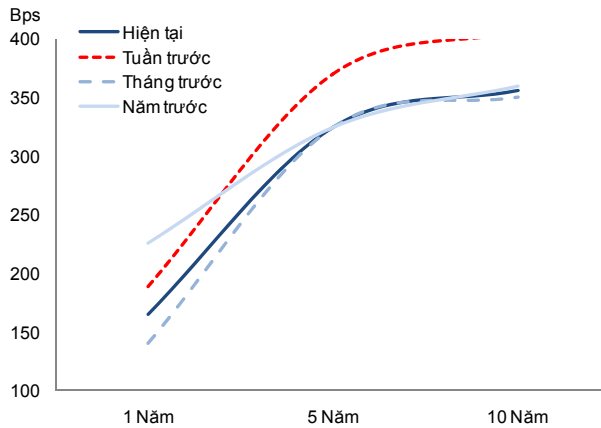
Thâm hụt thương mại thấp hơn giúp chúng tôi điều chỉnh dự báo thâm hụt cả năm xuống chỉ còn 5-6 tỷ USD, mức thấp nhất trong nhiều năm. Tỷ giá hối đoái ổn định sẽ giúp NHNN có cơ hội tiếp tục tăng dự trữ ngoại hối. Dự trữ ngoại hối hiện chỉ thấp hơn 2 tuần so với tiêu chuẩn quốc tế là 12 tuần nhập khẩu. Ngoài ra, phụ thuộc ít hơn vào đồng USD giúp Việt Nam nâng cao khả năng trả nợ nước ngoài và hỗ trợ tiền đồng trong dài hạn. Chúng tôi dự báo tiền đồng Việt Nam sẽ mất giá ít hơn 1% vào cuối năm. Đây là tín hiệu tích cực cho các nhà đầu tư nước ngoài đang lo ngại về rủi ro tỷ giá hối đoái.

**Vàng giữ ngưỡng 42 triệu đồng/lượng trong dự báo hạ giá.** Giá vàng trong nước dao động xung quanh ngưỡng 42 triệu đồng/lượng theo cùng chuyển động đi ngang của giá vàng quốc tế quanh ngưỡng 1.600 USD/ounce. Theo Credit Suisse, mối quan tâm ngày càng tăng về nợ, giảm phát và nền kinh tế toàn cầu cải thiện đáng kể đang làm cho vàng trở nên kém hấp dẫn so với các loại tài sản thay thế khác. Ngân hàng đầu tư có trụ sở tại Thụy Sĩ này hạ giá mục tiêu của vàng 5% xuống 1.680 USD/ounce. Dự báo này sẽ tác động tiêu cực đến nhu cầu vàng trong nước nhưng ngược lại đây là tín hiệu tích cực cho các kênh đầu tư khác. Giữa tháng bảy, vàng trong nước giao dịch tại ngưỡng 41,74 triệu đồng/lượng tuy nhiên giao dịch khá trầm lắng.

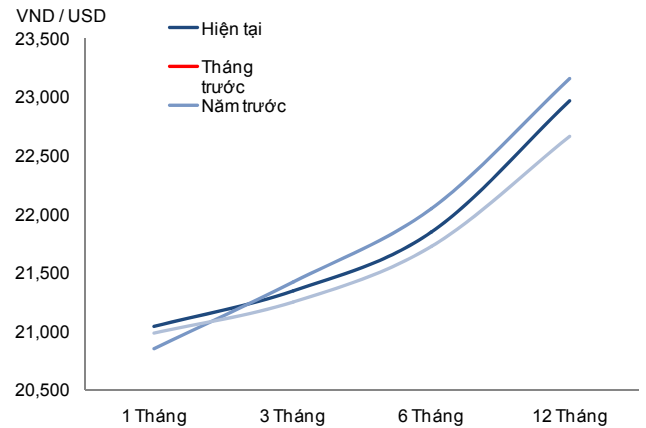
## Thị trường CDS và NDF

**CDS tiếp tục giảm 0,06-0,12%.** So với tháng trước, chi phí bảo hiểm rủi ro nợ chính phủ của Việt Nam tiếp tục giảm nhẹ 6 điểm cho kỳ hạn 1 năm, 14 điểm cho kỳ hạn 5 năm và 12 điểm cho kỳ hạn 10 năm. CDS giảm nhờ dự trữ ngoại hối mạnh hơn ước tính đạt 19 tỷ đồng, thâm hụt thương mại ít hơn xuống 158 triệu USD trong 6 tháng đầu năm, và mức CPI khá ổn định cuối tháng sáu tăng 6,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi tin rằng bức tranh kinh tế vĩ mô tiếp tục được cải thiện trong dài hạn, đặc biệt do chính phủ và NHNN đều nói lỏng các chính sách để thúc đẩy tăng trưởng, sẽ làm cho chi phí bảo hiểm giảm xuống nữa.

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



Hình 6b: Hợp đồng tương lai không tất toán



Nguồn: VCSC, Bloomberg

**NDF giảm do đồng nội tệ tăng giá và lãi suất giảm.** Tỷ giá hối đoái kỳ hạn VND/USD giảm ít so với tháng trước do đồng nội tệ tăng giá và lãi suất liên ngân hàng giảm. Tỷ giá kỳ hạn 1 tháng giảm 0,7% xuống 20.850 đồng/USD trong khi tỷ giá các kỳ hạn khác như 3 tháng, 6 tháng và 12 tháng giảm xuống 1,1%, 1,2% và 0,6%. Triển vọng tỷ giá hối đoái ổn định sẽ tiếp tục giúp tiền đồng giữ được giá trên thị trường kỳ hạn. Ngoài ra, về dài hạn, khi NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ và hạ lãi suất, chúng tôi dự kiến tỷ giá NDF các kỳ hạn 3 tháng, 6 tháng và 12 tháng sẽ tiếp tục giảm nữa.

## Trái phiếu doanh nghiệp

**Fitch xếp hạng tín nhiệm “B” dành cho ACB, STB và CTG.** Fitch Ratings đã công bố xếp hạng của ACB và STB, bao gồm đánh giá tín nhiệm nhà phát hành nợ dài hạn bằng ngoại tệ là “B” với triển vọng ổn định và đánh giá sức mạnh độc lập là “b”. Hãng xếp hạng tín nhiệm cũng đánh giá xếp hạng “B” đối với CTG với đánh giá sức mạnh độc lập ở mức “b-” và triển vọng ổn định. Triển vọng ổn định phản ánh khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng này dù tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên, đánh giá sức mạnh độc lập của CTG cho thấy ngân hàng rất dễ chịu tác động do chất lượng các khoản vay, thanh khoản yếu và tăng trưởng kinh tế thấp. Mặt khác, ACB và STB có chất lượng tài sản tốt hơn hẳn so với các ngân hàng quốc doanh khác do các ngân hàng này lựa chọn kỹ lưỡng trong việc cho vay và quản lý rủi ro. Ngoài ra, các ngân hàng này được quản lý hiệu quả hơn và có bảng cân đối kế toán tốt hơn.



## 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)
02/07/2012	TD1214011	1,64	11,59	9,5	103.040	107.231	500.000	54
02/07/2012	TB1013040	0,86	11,25	10	100.998	102.539	200.000	21
02/07/2012	TD1214029	1,79	11	9,5	102.443	104.794	500.000	52
02/07/2012	TD1113038	0,97	12,42	9,4	102.660	103.068	1.000.000	103
02/07/2012	TB1015036	2,82	11,5	9,5	104.626	106.737	500.000	53
02/07/2012	TD1215015	2,66	11,3	9,6	103.829	107.698	500.000	54
02/07/2012	TD1217036	4,79	10,8	9,5	104.632	106.911	500.000	53
02/07/2012	VDB112072	2,91	9,5	9,5	100.000	100.885	50.000	5
03/07/2012	CPD1013025	0,79	11,4	9,5	101.398	103.741	1.000.000	104
03/07/2012	CPD071233	0,29	7,9	9,6	99.535	105.163	517.500	54
03/07/2012	QHB1013022	0,78	11,9	9,6	101.663	104.239	1.000.000	104
03/07/2012	VDB111058	4,26	12,25	9,8	108.209	117.305	1.490.000	175
04/07/2012	TD1113038	0,96	12,42	9,5	102.598	103.074	400.000	41
04/07/2012	TD1013062	1,27	9,68	9,4	100.322	107.376	500.000	54
04/07/2012	VDB112072	2,9	9,5	9	101.224	102.161	50.000	5
05/07/2012	TD1217016	4,65	11,35	9,8	105.578	109.528	1.500.000	164
05/07/2012	TD1217038	4,95	9,5	9,5	99.923	100.418	2.000.000	201
05/07/2012	TD1114039	1,96	12,3	9,4	104.978	105.484	500.000	53
05/07/2012	TD1214011	1,63	11,59	9,3	103.249	107.535	500.000	54
05/07/2012	TB1013040	0,85	11,25	9,4	101.444	103.078	400.000	41
06/07/2012	TD1217002	4,53	12,15	9,5	109.410	115.069	500.000	58
06/07/2012	VDB110016	7,82	11,5	9,7	109.559	111.639	2.000.000	223
06/07/2012	TD1217036	4,78	10,8	9,6	104.434	106.830	500.000	53
06/07/2012	TD1114059	2,34	12,1	9,5	105.236	113.225	500.000	57
06/07/2012	TD1113038	0,96	12,42	9,3	102.690	103.234	400.000	41
06/07/2012	CPB071237	0,34	8	9,6	99.488	104.770	500.000	52
06/07/2012	TD1113004	0,56	11	9,4	100.832	105.624	500.000	53
09/07/2012	TD1214011	1,62	11,59	9,3	103.302	107.716	500.000	54
09/07/2012	TD1116026	3,84	13,2	8,5	114.966	117.136	100.000	12
09/07/2012	TD1217016	4,64	11,35	9,5	106.694	110.768	500.000	55
09/07/2012	TD1214029	1,77	11	9,3	102.579	105.140	1.000.000	105
09/07/2012	TD1013062	1,26	9,68	9,4	100.375	107.562	500.000	54
09/07/2012	TB1013040	0,84	11,25	9,3	101.516	103.273	400.000	41
09/07/2012	TD1215015	2,64	11,3	9,4	104.381	108.468	1.000.000	108
09/07/2012	TD1217036	4,77	10,8	12,7	93.658	96.143	40.000	4
09/07/2012	TB1015036	2,8	11,5	9,5	104.720	107.052	500.000	54
09/07/2012	CPD1013025	0,78	11,4	9,1	101.663	104.193	500.000	52
10/07/2012	TD1217036	4,77	10,8	9,7	104.046	106.562	500.000	53
10/07/2012	TD1215032	2,76	10,8	9,4	103.275	105.820	500.000	53



10/07/2012	TD1217016	4,64	11,35	9,5	106.690	110.795	500.000	55
10/07/2012	TD1215034	2,93	9	9,3	99.137	99.754	1.000.000	100
10/07/2012	TD1214029	1,76	11	9,4	102.495	105.086	500.000	53
10/07/2012	TD1113004	0,55	11	8,9	101.103	106.015	500.000	53
10/07/2012	CPB071237	0,33	8	9	99.703	105.072	500.000	53
11/07/2012	TD1116026	3,83	13,2	12,7	101.592	103.835	100.000	10
11/07/2012	TD1215032	2,76	10,8	9,4	103.153	105.728	500.000	53
11/07/2012	TB1015036	2,79	11,5	9,4	104.955	107.350	1.000.000	107
11/07/2012	TD1217036	4,76	10,8	10,8	100.000	102.544	40.000	4
11/07/2012	TD1114049	2,04	12,34	9,5	105.141	117.008	100.000	12
11/07/2012	CPD1013025	0,77	11,4	9,2	101.577	104.169	46.405	5
11/07/2012	CPB0813005	0,52	8,5	9,2	99.661	103.736	900.000	93

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
06/06/2012	12/05/2012	182	1.000	100%	7,45
06/06/2012	09/05/2012	91	1.000	100%	5,7
06/06/2012	04/07/2012	28	1.000	100%	3,8
13/06/2012	11/07/2012	28	59	5,9%	4,5
20/06/2012	18/07/2012	28	0	0,0%	NA
27/06/12	25/07/2012	28	0	0,0%	NA

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	VST	TD1217040	5	2.000	15/07/2012	15/07/2017	19/07/2012
22/06/2012	VST	TD1214031	2	1.000	15/07/2012	15/07/2014	19/07/2012

Nguồn: HNX

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Duy Phong, 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 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)

**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

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

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

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

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

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

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

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

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

## 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)

## 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.