

16/08/2012



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

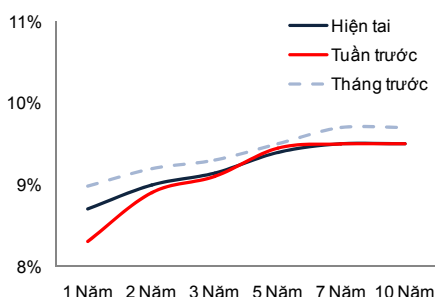
CÁC CHỈ SỐ VĨ MÔ CHÍNH

	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%

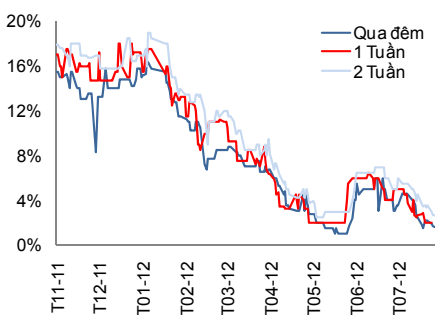
LÃI SUẤT ĐIỀU HÀNH

	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

	Tháng 6	Tháng 7
Tăng trưởng		
Huy động	6,5%	N/A
Tín dụng	0,8%	0,6%
M2	6,8%	N/A

Lãi suất có thể giảm, mua kỳ hạn ngắn

Tóm tắt tình hình vĩ mô

NHNN cho biết tăng trưởng tín dụng vẫn thấp (đạt 0,57% tính từ đầu năm đến ngày 25/07) bất chấp các nỗ lực của cơ quan này nhằm hạ lãi suất cho vay xuống dưới 15% nhằm kích cầu tín dụng. Sau ba đợt tăng giá xăng trong vòng 30 ngày qua, giá xăng A92 lên 23.000 đồng (tăng 11,7% kể từ ngày 20/07) gây lo ngại lạm phát tháng tám và tháng chín sẽ cao.

Tổng quan thị trường trái phiếu

Cầu trái phiếu chính phủ tăng trở lại trên cả thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp do kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục hạ trần lãi suất huy động nhằm tạo điều kiện cho các ngân hàng hạ lãi suất cho vay xuống dưới 15%. Lãi suất liên ngân hàng giảm cũng làm cho tín dụng kênh này kém hấp dẫn hơn so với đầu tư vào trái phiếu. Hiện có thể là thời điểm thích hợp để đầu tư vào trái phiếu chính phủ nhưng nhà đầu tư chỉ nên tập trung vào các kỳ hạn ngắn.

Thị trường sơ cấp (trang 2)

- Cầu trái phiếu tăng trở lại do kỳ vọng lãi suất giảm

Thị trường thứ cấp (trang 3)

- Lợi suất trái phiếu giảm từ 0,1%-0,5%, mạnh nhất là các kỳ hạn ngắn (0,5%)
- Thị trường thứ cấp trở nên sôi nổi, giao dịch tăng 53% trong vòng 30 ngày qua

Thị trường tiền tệ (trang 4)

- Các ngân hàng giảm lãi suất cho vay xuống 15% theo chỉ thị của NHNN
- Trong khi hoạt động tín dụng chững lại, lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng giảm xuống 2%
- Lưu ký tín phiếu tại VSD nhằm tạo thanh khoản

Thị trường ngoại hối và vàng (trang 5)

- Đồng nội tệ vẫn giữ vững tỷ giá 20.860 đồng/USD nhưng các nhà đầu tư vẫn chờ đợi tác động từ việc giảm lãi suất huy động
- Vàng tăng vọt lên 42,5 triệu đồng/lượng theo đà tăng của giá hàng hóa

CDS and NDFs (trang 6)

- Phí CDS tiếp tục giảm trong bối cảnh kinh tế thế giới tốt hơn
- NDFs: tin tưởng vào đồng nội tệ trong ngắn hạn nhưng lo ngại với các kỳ hạn 3-12 tháng

Trái phiếu doanh nghiệp (trang 7)

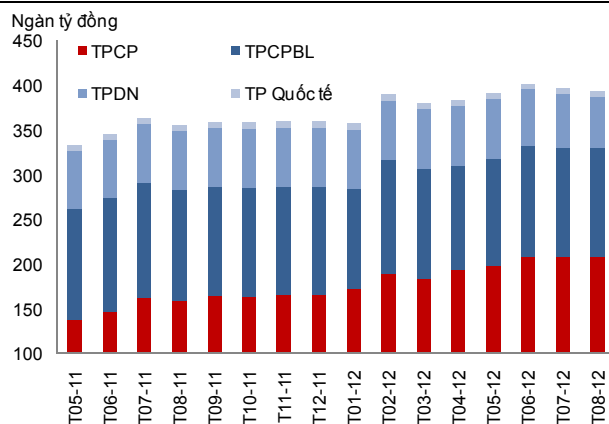
- BIDV phát hành thành công 2,03 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp
- Công ty Cổ phần Mía đường Lam Sơn có kế hoạch phát hành 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với lãi suất 12%

Thị trường trái phiếu

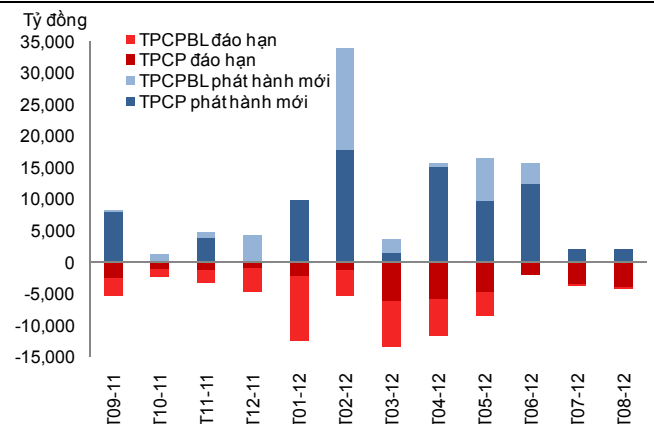
Thị trường sơ cấp

Moody's không mấy lạc quan về tình hình kinh tế Việt Nam. Hãng xếp hạng tín nhiệm của Mỹ giữ nguyên xếp hạng B1 dành cho Việt Nam với triển vọng tiêu cực do Việt Nam vẫn phải đối mặt với nhiều rủi ro dù đã vượt qua giai đoạn khó khăn. Đánh giá này dựa trên tăng trưởng kinh tế chậm, tổ chức hành chính yếu, và khả năng phản ứng rủi ro trung bình; và phản ánh tình hình tài chính của hệ thống ngân hàng do mở rộng tín dụng vẫn chậm. Chúng tôi cho rằng quan điểm của Moody's có thể khiến các nhà đầu tư nước ngoài lo ngại và quay lưng lại với trái phiếu của Việt Nam. Tuy nhiên, CDS tiếp tục giảm, cho thấy các nhà đầu tư có quan điểm khác với của Moody's.

Hình 1a: Tổng giá trị trái phiếu lưu hành



Hình 1b: Phát hành mới và đáo hạn



Nguồn: VCSC, HNX

Chính phủ thay đổi kế hoạch phát hành từ 100.000 lên 120.000 tỷ đồng TPCP. Bộ Tài chính vừa ban hành Quyết định số 1797 nhằm tăng mục tiêu phát hành trái phiếu năm 2012. Chúng tôi cho rằng mục đích của việc phát hành thêm trái phiếu là để bù lại thâm hụt ngân sách nhà nước do nguồn thu giảm sau khi cắt giảm thuế cho doanh nghiệp và cá nhân. Từ đầu năm đến nay, chính phủ đã phát hành tổng cộng 70.800 tỷ đồng trái phiếu, đạt 71% kế hoạch trước đây và gần 60% kế hoạch mới đề ra.

Việc nâng kế hoạch phát hành sẽ làm tăng nguồn cung trên thị trường, làm giảm giá trái phiếu. Kho bạc nhà nước có lẽ sẽ phải kích cầu trên thị trường sơ cấp bằng cách giữ lợi suất trúng thầu cao hơn một chút so với thị trường thứ cấp nhằm thu hút nhà đầu tư. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu ngày càng được quan tâm bởi nhà đầu tư do giá trái phiếu đã có một số diễn biến tích cực trong vài tháng qua nhờ kỳ vọng lãi suất giảm.

Phát hành 5.250 tỷ đồng trái phiếu kho bạc tại phiên đấu thầu gần đây nhất, đạt tỷ lệ thành công 95,5%. Đây là một mức tăng đáng kể khi phiên đấu thầu ngày 12/07 chỉ đạt tỷ lệ thành công 23%. Có 1.000 tỷ đồng kỳ hạn 2 năm được bán ra với lợi suất 9,04%, giảm nhẹ 0,06% so với phiên đấu thầu trước đó ngày 06/08. Kỳ hạn 3 năm và 5 năm được phát hành toàn bộ 2.000 tỷ đồng với lợi suất 9,2% và 9,53%. Lợi suất của kỳ hạn 3 năm vẫn không đổi nhưng của kỳ hạn 5 năm giảm 0,06%.

Đặc biệt, có 250 tỷ đồng kỳ hạn 10 năm được phát hành với lợi suất 9,5% - lần đấu thầu thành công đầu tiên của kỳ hạn này kể từ tháng sáu. Cầu trái phiếu do chính phủ bảo lãnh

của Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam (VBSP) và Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB) vẫn ở mức thấp do không mấy nhà đầu tư quan tâm. Trái phiếu của VBSP chỉ đạt tỷ lệ phát hành thành công 10% và không có trái phiếu nào của VDB được phát hành lần này.

Chúng tôi cho rằng thành công tương đối của phiên đấu thầu trái phiếu kho bạc phần nào là do lãi suất qua đêm liên ngân hàng giảm. Lãi suất qua đêm đã giảm từ 5% vào giữa tháng bảy xuống 2% do hoạt động tín dụng trong hệ thống vẫn chững lại. Hơn nữa, NHNN vẫn tiếp tục mua vào USD trên thị trường, qua đó bơm thanh khoản vào hệ thống khiến một số ngân hàng có thặng dư tiền mặt tạm thời. Cuối cùng, qua tiếp xúc với các nhà đầu tư tại các ngân hàng thương mại, chúng tôi được biết họ cũng cho rằng lợi suất sẽ giảm khi NHNN tiếp tục chỉ đạo hạ lãi suất cho vay. Chúng tôi đồng ý với quan điểm lãi suất có thể giảm và khuyến nghị trái phiếu các kỳ hạn 2 năm và 3 năm.

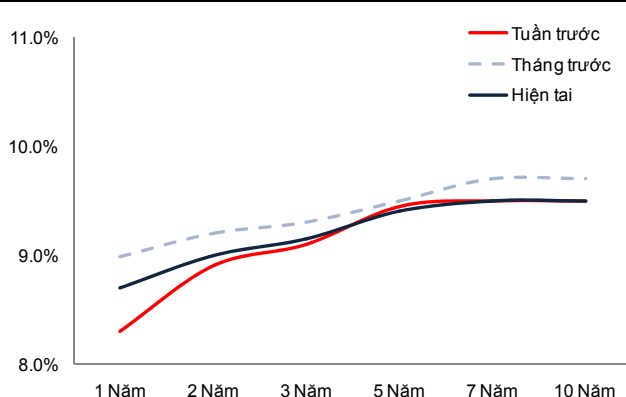
Hình 2: Kết quả các phiên đấu thầu gần đây

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	15	2	15/08	1.000	3.795	1.000	100	8,8	9,0	8,79	9,5
VST	10	3	15/08	2.000	3.250	2.000	100	9,0	9,2	9,0	11,3
VST	10	5	15/08	2.000	2.769	2.000	100	9,5	9,53	9,45	9,6
VST	1	10	15/08	1.000	250	250	25	9,5	9,5	9,5	9,5
VBSP	3	3	14/08	1.000	700	200	20	0	9,9	9,9	11,6
VBSP	1	5	14/08	1.000	200	0	0	NA	NA	11,5	11,7
VDB	2	2	10/08	1.000	200	0	0	NA	NA	10,1	10,1
VDB	4	3	10/08	1.000	800	0	0	NA	NA	10,8	11,6
VDB	3	5	10/08	1.000	500	0	0	NA	NA	10,1	10,8
VST	12	2	8/08	2.000	2.750	1.650	83	8,8	9,1	8,73	11
VST	11	3	8/08	2.000	7.460	2.000	100	9,0	9,2	9,1	9,9
VST	9	5	8/08	2.000	5580	2.000	100	9,5	9,6	9,5	10,1

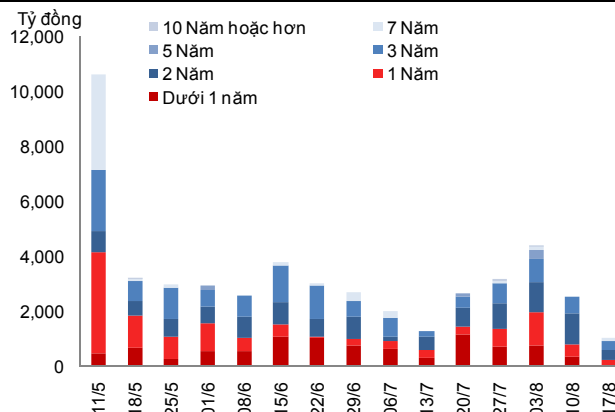
Nguồn: VCSC, HNX, Kho bạc NNVN, Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam

Thị trường thứ cấp

Hình 3a: Đường cong lợi suất



Hình 3b: Thanh khoản thị trường



Nguồn: VCSC, HNX

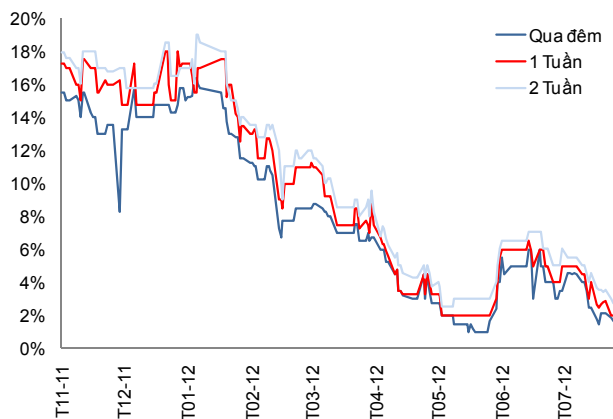
Lợi suất trái phiếu giảm từ 0,1%-0,5%, mạnh nhất là các kỳ hạn ngắn (0,5%). Lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp tháng này giảm, đặc biệt là kỳ hạn 1 năm, sau khi lãi suất liên ngân hàng giảm khiến lợi nhuận trên thị trường này kém hấp dẫn so với trái phiếu. Lợi suất của các kỳ hạn có mức giảm như sau: kỳ hạn 1 năm giảm 0,5% xuống 8,5%; kỳ hạn 2 năm giảm 0,2% xuống 9%, kỳ hạn 3 năm giảm 0,15% xuống 9,15% và kỳ hạn 5 năm giảm 0,1% xuống 9,4%. Tương tự, kỳ hạn 7 năm và 10 năm cùng giảm 0,2% xuống 9,5%.

Thị trường thứ cấp trở nên sôi nổi, giao dịch tăng 53% trong vòng 30 ngày qua. Giá trị giao dịch tăng mạnh 53%, đạt 13.700 tỷ đồng trong 30 ngày vừa qua do nhà đầu tư cho rằng NHNN sẽ sớm giảm lãi suất huy động 1%-2% nhằm đưa lãi suất cho vay xuống dưới 15% để hỗ trợ nền kinh tế. Đặc biệt, gần 94% giá trị giao dịch vẫn tập trung vào trái phiếu kỳ hạn dưới 3 năm. Việc giao dịch tăng mạnh là một dấu hiệu tích cực, cho thấy đây là thời điểm thích hợp để mua vào trái phiếu chính phủ.

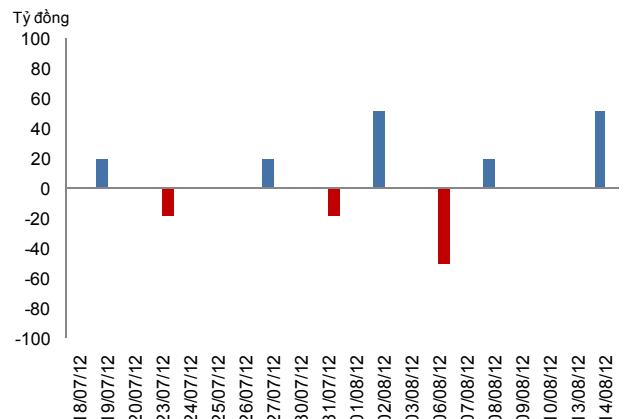
Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn cần thận trọng với trái phiếu các kỳ hạn dài như 5 năm, 7 năm và 10 năm. Dù nhu cầu của các công ty bảo hiểm đối với các kỳ hạn này khá cao nhằm cân bằng tài sản và nợ, lợi suất các kỳ hạn này giao dịch tại ngưỡng khá thấp 9,5%, không đủ để bù lại rủi ro. Nếu đường cong lợi suất trở lại bình thường, chúng tôi dự báo các kỳ hạn 7 năm và 10 năm sẽ giao dịch tại mức 9,8% và 10%.

Thị trường tiền tệ

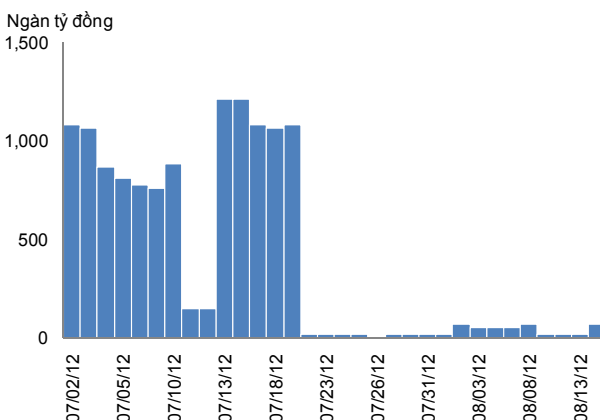
Hình 4a: Lãi suất liên ngân hàng



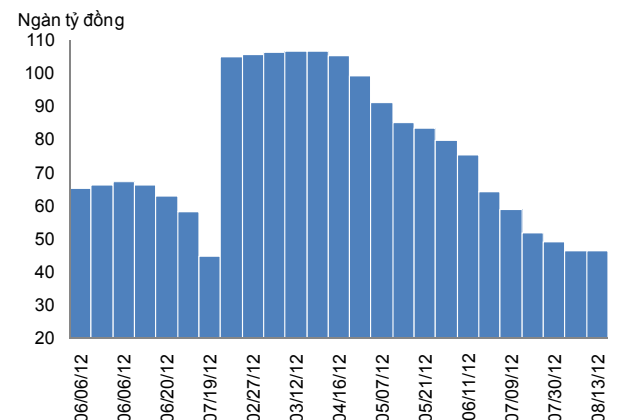
Hình 4b: Thanh khoản thị trường mở



Hình 4c: Cung tiền thị trường mở



Hình 4d: Tín phiếu



Nguồn: VCSC, Bloomberg

Các ngân hàng giảm lãi suất cho vay xuống 15% theo chỉ thị của NHNN. Theo NHNN, nguồn vốn chi phí thấp đã bắt đầu chảy vào các doanh nghiệp. Theo số liệu gần đây nhất của cơ quan này, chỉ có 29,1% tổng dư nợ chịu lãi suất cho vay trên 15%. Tính đến ngày 02/08, các khoản vay có lãi suất dưới 10%, 10%-13% và 13%-15% lần lượt chiếm 3,4%, 18,5% và 49,1%. Vào giữa tháng bảy, NHNN đã khuyến khích các ngân hàng thương mại hạ lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ nền kinh tế và khu vực tự doanh.

Trong khi hoạt động tín dụng chứng lại, lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng giảm xuống 2%. Lãi suất qua đêm liên ngân hàng giảm mạnh 3% từ 5% vào giữa tháng bảy xuống còn 2% vào giữa tháng tám do tăng trưởng tín dụng vẫn thấp. Việc chi phí cấp vốn giảm trên thị trường tiền tệ thứ cấp có thể khuyến khích các ngân hàng thương mại tiếp tục hạ lãi suất cho vay.

NHNN nâng trần tăng trưởng tín dụng lên 25% đối với Ngân hàng Quân đội, 27% đối với Ngân hàng Ocean Bank và ngân hàng Tiên Phong. NHNN vừa ra quyết định điều chỉnh trần tăng trưởng tín dụng đối với một số ngân hàng, bao gồm Ngân hàng Quân đội (từ 17% lên 25%), Ngân hàng Tiên Phong và Ngân hàng Ocean Bank (từ 17% lên 27%). Theo báo cáo tài chính, tính chung 7 tháng đầu năm, Ngân hàng Ocean bank đạt tăng trưởng tín dụng 16,7%, tổng cộng lên 30.000 tỷ đồng. Tương tự, Ngân hàng Quân đội tăng dư nợ tín dụng 11,5% trong 6 tháng đầu năm. Như vậy, nâng trần tăng trưởng tín dụng sẽ hỗ trợ các ngân hàng này nhưng không cải thiện được tình hình tín dụng của toàn hệ thống ngân hàng. Một lần nữa, vấn đề không phải là giới hạn tăng trưởng tín dụng mà làm sao để các ngân hàng lớn hơn bắt đầu cho vay. Với tốc độ tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống chỉ đạt 0,57% vào tháng bảy, nhiều khả năng NHNN sẽ áp trần tăng trưởng tín dụng cao hơn đối với các ngân hàng có dư nợ tín dụng thấp.

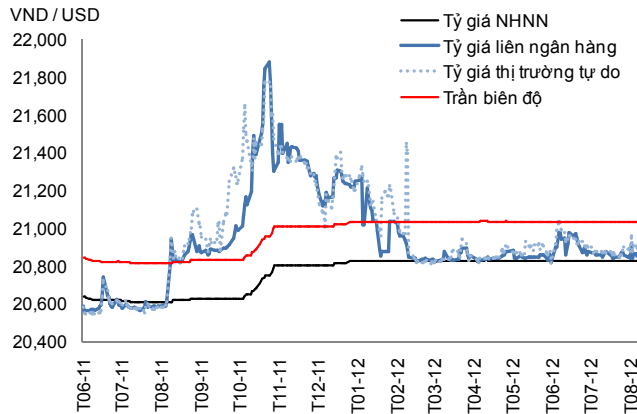
Lưu ký tín phiếu tại VSD nhằm tạo thanh khoản. NHNN đã phát hành thành công 1.000 tỷ đồng tín phiếu kỳ hạn 52 tuần (lãi suất 8,5%), dự kiến niêm yết ngày 24/08. Sau phiên đấu thầu, lượng tín phiếu này sẽ được lưu ký tại Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD) và bắt đầu giao dịch trên thị trường thứ cấp ngày 24/08. Đây là lần đầu tiên trái phiếu được lưu ký tại VSD và giao dịch trên thị trường thứ cấp theo Thông tư liên tịch 106. Động thái này dự kiến sẽ tạo thanh khoản cho tín phiếu và kích cầu tại phiên đấu thầu, giúp chính phủ đạt kế hoạch phát hành 13.000 tỷ đồng. Ngoài ra, điều này sẽ hỗ trợ sàn HNX xây dựng một đường cong lợi suất đạt chuẩn hơn.

Thị trường ngoại hối

Đồng nội tệ vẫn giữ vững tỷ giá 20.860 đồng/USD nhưng các nhà đầu tư vẫn chờ đợi tác động từ khả năng sẽ giảm lãi suất huy động. Tỷ giá hối đoái 30 ngày vừa qua ổn định dao động trong khoảng 20.860 đồng do nhu cầu USD yếu đi khi thâm hụt thương mại từ đầu năm đến nay thấp đạt 58 triệu USD. Dù vậy, các nhà đầu tư vẫn lo ngại tỷ giá hối đoái có thể tăng trong vài tháng tới nếu NHNN quyết định giảm lãi suất huy động xuống 7%. Động thái đó của NHNN sẽ làm giảm sức hấp dẫn của đồng nội tệ so với USD do chênh lệch giữa lãi suất huy động của đồng nội tệ (hiện là 9%) và USD (2%).

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với đồng nội tệ từ nay đến cuối năm với dự báo tỷ giá hối đoái sẽ dao động trong biên độ 1% so với tỷ giá hối đoái chính thức.

Hình 5a: Tỷ giá VND/USD



Hình 5b: Giá vàng trong nước/quốc tế



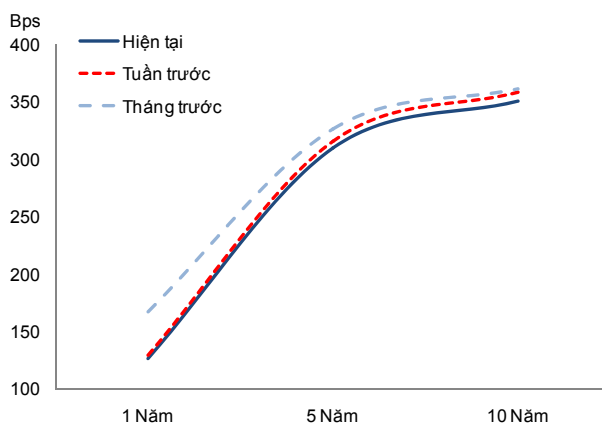
Nguồn: VCSC, Bloomberg

Vàng tăng vọt lên 42,5 triệu đồng/lượng theo đà tăng của hàng hóa. Giá vàng trong nước nhanh chóng tăng từ mức 41,7 triệu đồng/lượng ngày 16/7 lên mức 42,5 triệu đồng/lượng theo xu hướng tăng của giá cả hàng hóa giúp đẩy giá vàng quốc tế lên 1.625 USD/ounce ngày 13/8. Tuy nhiên, khoảng cách giữa giá trong nước và giá quốc tế mở rộng đến 1,6 triệu đồng/lượng tạo ra chênh lệch có thể dẫn tới việc nhập khẩu vàng trái phép. Dù vậy, chúng tôi cho rằng sự ổn định của đồng nội tệ là do các cơ quan có thẩm quyền đã hoạt động hiệu quả trong việc ngăn chặn nhập khẩu vàng bất hợp pháp.

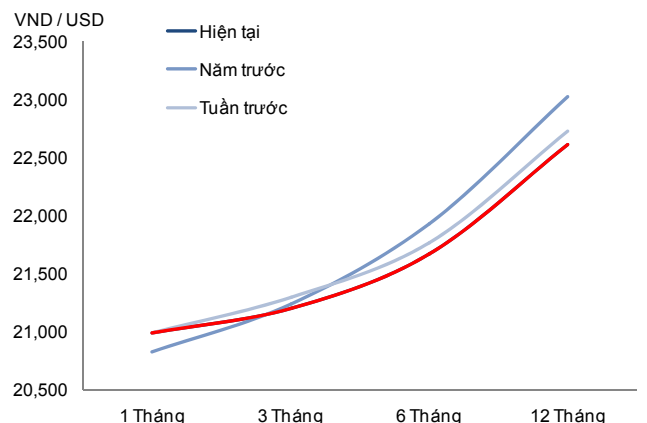
Trên quan điểm kỹ thuật, vàng đang giao dịch trong vùng kháng cự 1.630 USD và đang đi ngang trong ngưỡng 1.550-1.628 USD/ounce và xu hướng này có thể tiếp tục trong ngắn hạn làm giảm đầu cơ vàng tại thời điểm này.

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

Phí CDS tiếp tục giảm trong bối cảnh kinh tế thế giới tốt hơn. Phí bảo hiểm rủi ro nợ chính phủ Việt Nam tiếp tục giảm theo xu hướng chung của các nền kinh tế mới nổi khác như Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan và Indonesia. Đặc biệt, phí bảo hiểm giảm 0,4% cho trái phiếu kỳ hạn 1 năm trong khi các kỳ hạn 5 năm và 10 năm giảm lần lượt 0,17% và 0,1%. Phí bảo hiểm thấp hơn cho thấy các nhà đầu tư tin tưởng hơn vào các nước đang

phát triển như Việt Nam. Phí bảo hiểm hiện nay đang giao dịch tại các mức thấp nhất trong vòng 4 tháng qua.

NDFs: tin tưởng vào đồng nội tệ trong ngắn hạn nhưng lo ngại với các kỳ hạn 3-12 tháng. Tỷ giá hối đoái các kỳ hạn 3 tháng và 6 tháng đều tăng 0,4% lên lần lượt là 21.296 đồng/USD và 21.760 đồng/USD trong khi kỳ hạn 12 tháng tăng 0,5% lên 22.722 đồng/USD. Chỉ có kỳ hạn 1 tháng vẫn giữ nguyên tại mức 20.987 đồng/USD. Các nhà đầu tư có thể vội mua các kỳ hạn dài hơn là kỳ hạn 1 tháng do lo ngại tỷ giá hối đoái có khả năng tăng trong 6 tháng cuối năm do thâm hụt thương mại hiện nay đạt 58 triệu USD và theo ước tính của chúng tôi sẽ tăng thêm 5-6 triệu USD.

Trái phiếu doanh nghiệp

BIDV phát hành thành công 2,03 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp. Ngân hàng quốc doanh này thông báo vừa phát hành thành công 2,03 nghìn tỷ đồng trái phiếu các kỳ hạn 2 năm, 3 năm với lãi suất coupon thay đổi. Lãi suất coupon là 12,5% cho năm đầu tiên và thả nổi các năm sau đó. Lãi suất thả nổi sẽ được tính theo lãi suất trung bình 12 tháng vào cuối kỳ của các ngân hàng BIDV, Vietinbank, Agribank và Vietcombank cộng thêm 1,8%. Đây là đợt phát hành thành công đầu tiên của BIDV kể từ năm 2011 và là đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp lớn nhất năm 2012. Hiện tại ngân hàng đang được S&P xếp hạng tín nhiệm ngắn hạn nội địa là 'B'. Ngân hàng dự kiến sẽ sử dụng số tiền thu được để bổ sung vào nguồn vốn trung và dài hạn.

Công ty Cổ phần Mía đường Lam Sơn có kế hoạch phát hành 200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với lãi suất 12%. Công ty sản xuất đường này có kế hoạch phát hành 200 tỷ đồng (khoảng 40% vốn điều lệ) trái phiếu chuyển đổi trong 2 năm lãi suất 12% vào tháng mười với giá thực hiện 10.000 đồng/cổ phiếu tương đương 54% giá cổ phiếu hiện tại. Việc chuyển đổi là bắt buộc chứ không được lựa chọn. Trái phiếu sẽ được chào bán cho các cổ đông hiện hữu (150 tỷ đồng), người trồng mía (30 tỷ đồng) và cán bộ công nhân viên (20 tỷ đồng) và số vốn mới sẽ được dùng mở rộng quy mô sản xuất (150 tỷ đồng) và trồng cây mía (50 tỷ đồng). So với vay ngân hàng, trái phiếu hấp dẫn do lãi suất coupon cao hơn lãi suất huy động ngân hàng 9% cộng với giá chuyển đổi chỉ bằng 54% giá cổ phiếu.

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)
06/08/12	TD1217016	4,56	11,35	9,45	106.791	111.735	100.000	11,17
06/08/12	TD1215034	2,86	9,00	9,27	99.349	100.631	500.000	50,32
06/08/12	TD1015044	2,82	11,33	9,50	104.348	106.397	650.000	69,16
06/08/12	TD1015050	2,87	10,95	9,25	104.126	105.506	1.000.000	105,51
06/08/12	TD1217036	4,69	10,80	9,62	104.296	107.610	500.000	53,80
06/08/12	TD1217016	4,56	11,35	9,45	106.791	111.735	100.000	11,17
06/08/12	TD1215034	2,86	9,00	9,27	99.349	100.631	500.000	50,32
06/08/12	TD1015044	2,82	11,33	9,50	104.348	106.397	650.000	69,16
06/08/12	TD1015050	2,87	10,95	9,25	104.126	105.506	1.000.000	105,51
06/08/12	TD1217036	4,69	10,80	9,62	104.296	107.610	500.000	53,80
07/08/12	TD1013063	1,20	9,65	8,80	100.928	108.674	2.000.000	217,35
07/08/12	TD1217038	4,86	9,50	9,45	100.188	101.542	480.000	48,74
07/08/12	QHB0813072	1,29	11,00	16,59	93.955	101.791	200.000	20,36
07/08/12	TD1217036	4,69	10,80	11,91	96.178	99.522	5.000	0,50
07/08/12	QHB1013022	0,69	11,90	9,00	101.854	105.571	2.000.000	211,14
07/08/12	TD1215032	2,69	10,80	9,25	103.546	106.919	500.000	53,46
07/08/12	CPB071234	0,20	7,85	7,00	100.163	106.443	1.000.000	106,44
08/08/12	TD1015044	2,81	11,33	9,15	105.202	107.313	500.000	53,66
08/08/12	TD1215034	2,85	9,00	9,15	99.637	100.969	500.000	50,48
08/08/12	TB1015059	3,09	10,40	9,12	103.315	112.803	500.000	56,40
08/08/12	TD1217036	4,69	10,80	9,55	104.554	107.927	500.000	53,96
08/08/12	TD1217038	4,85	9,50	9,50	100.000	101.380	500.000	50,69
09/08/12	TD1013063	1,19	9,65	8,50	101.253	109.053	1.000.000	109,05
09/08/12	TD1217038	4,85	9,50	9,50	100.000	101.405	500.000	50,70
09/08/12	TD1217002	4,44	12,15	9,50	109.253	116.044	2.000.000	232,09
09/08/12	TD1217036	4,68	10,80	10,80	100.000	103.403	5.000	0,52
09/08/12	TD1215032	2,68	10,80	9,10	103.891	107.324	500.000	53,66
09/08/12	TD1114053	2,08	12,28	9,00	105.972	117.310	500.000	58,66
10/08/12	TD1114045	1,90	12,30	8,70	106.061	107.308	800.000	85,85
10/08/12	TD1015050	2,86	10,95	9,17	104.312	105.812	2.000.000	211,62
10/08/12	TD1215032	2,68	10,80	9,12	103.841	107.303	1.000.000	107,30
10/08/12	TD1215033	2,76	9,10	9,12	99.953	102.122	1.000.000	102,12
13/08/12	TD1215034	2,84	9,00	9,10	99.760	101.214	500.000	50,61
13/08/12	TB1015059	3,07	10,40	9,12	103.303	112.934	500.000	56,47
13/08/12	TD1114045	1,89	12,30	8,95	105.600	106.948	500.000	53,47
13/08/12	TD1217038	4,84	9,50	9,50	100.000	101.510	1.000.000	101,51
13/08/12	VDB110024	7,79	11,50	9,90	108.418	110.781	800.000	88,62
13/08/12	TD1217036	4,67	10,80	9,50	104.730	108.251	1.000.000	108,25
13/08/12	TD1217002	4,43	12,15	9,50	109.235	116.158	270.000	31,36
13/08/12	TB1015055	2,90	10,30	9,17	102.770	103.786	1.000.000	103,79

14/08/12	TD1015044	2,80	11,33	9,15	105.176	107.473	600.000	64,48
14/08/12	TD1217038	4,84	9,50	9,60	99.627	101.163	500.000	50,58
14/08/12	TD1114020	1,54	11,00	8,80	103.050	108.083	700.000	75,66
14/08/12	TD1114045	1,89	12,30	8,95	105.592	106.974	500.000	53,49
14/08/12	TB1015055	2,90	10,30	9,20	102.693	103.737	1.000.000	103,74
14/08/12	TD1215032	2,67	10,80	9,65	102.598	106.178	500.000	53,09

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
14/08/2012	14/08/2013	364	1.000	100%	8,5%

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
17/08/2012	VBSP	VBS112245	2	1.000	21/08/2012	21/08/2014	21/08/2012
17/08/2012	VBSP	VBS112086	3	1.000	21/08/2012	21/08/2015	21/08/2012
17/08/2012	VBSP	VBS112109	5	500	21/08/2012	21/08/2017	21/08/2012
21/08/2012	VST	TD1214031	2	2.000	23/08/2012	15/07/2014	23/08/2012
21/08/2012	VST	TD1215035	3	2.000	23/08/2012	30/6/2015	23/08/2012
21/08/2012	VST	TD1217039	5	2.000	23/08/2012	30/6/2017	23/08/2012

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

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

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

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.