

Báo cáo chiến lược

Lạc quan



Robert Zielinski

Giám đốc Nghiên cứu

robert.zielinski@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 145

Báo cáo chiến lược

Cơ sở chúng tôi định giá lại

1- Đồng nội tệ ổn định

2- Lãi suất ổn định

3- Cán cân thanh toán
thặng dư

4- Dự trữ ngoại hối đủ

Giá mục tiêu sửa đổi

Cổ phiếu	Giá MT (đồng)	Tỷ lệ tăng/giảm
CNG	29.362	7%
CSM	26.000	-4%
CTG	19.800	-15%
DBC	27.700	22%
DHG	90.200	20%
DIG	16.298	7%
DPM	41.600	-9%
DRC	24.300	-20%
EIB	15.900	-6%
FPT	48.232	18%
GAS	53.600	20%
HAG	32.900	13%
HPG	20.800	-6%
HVG	28.200	5%
KDC	45.200	-1%
KDH	21.182	114%
LSS	16.400	15%
MBB	17.500	25%
MSN	110.700	-9%
PET	28.000	107%
PGD	29.900	-13%
PNJ	46.300	42%
PVD	52.400	11%
REE	22.799	9%
SBT	25.100	59%
SJS	49.500	135%
TDH	14.818	5%
VCB	26.800	-22%
VNM	115.000	12%

Định giá lại cổ phiếu Việt Nam

Chúng tôi cho rằng tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam ổn định cho phép việc định giá lại các cổ phiếu Việt Nam. Những lo ngại làm cho cổ phiếu Việt Nam bị định giá rẻ nhất ở châu Á đã giảm bớt: lạm phát cao, lãi suất cao, thâm hụt thương mại và đồng nội tệ yếu. Do đó chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu 4% sử dụng trong định giá cổ phiếu. Việc này làm giá mục tiêu của các cổ phiếu trong phạm vi theo dõi của chúng tôi tăng thêm 15%.

Giá cổ phiếu được quyết định bởi lợi nhuận sau chiết khấu

Chúng tôi tin vào lý thuyết giá cổ phiếu được quyết định bởi chiết khấu lợi nhuận trong tương lai. Do đó, chúng tôi dành nhiều thời gian xây dựng các mô hình lợi nhuận và cố gắng hoàn thiện dự báo thông qua việc trao đổi với ban lãnh đạo công ty, phân tích xu hướng ngành, và nhận định về tương lai. Tuy nhiên, yếu tố phỏng đoán trong phân tích của chúng tôi đó là tỷ lệ chiết khấu lợi nhuận để xác định giá mục tiêu.

Tỷ lệ chiết khấu ở Việt Nam quá cao

Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi thường sử dụng lãi suất phi rủi ro là 11% và phần bù rủi ro trung bình là 10%. Nói cách khác, một công ty phải đạt mức ROE 21% mới đạt giao dịch tại giá trị sổ sách! Tỷ lệ chiết khấu cao như vậy hợp lý khi lạm phát tại Việt Nam cao và đồng nội tệ mất giá. Tuy nhiên hiện lạm phát tại Việt Nam và đồng nội tệ đã ổn định lại, cán cân thương mại thặng dư và dự trữ ngoại hối cân bằng hơn. Chúng tôi cho rằng triển vọng ổn định này sẽ tiếp tục trong tương lai.

Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu 4%

Do môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, chúng tôi cho rằng đây là lúc thích hợp để giảm tỷ lệ chiết khấu. Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm là 9,1%, do đó, chúng tôi đã giảm lãi suất phi rủi ro của chúng tôi 2% từ mức 11%. Chúng tôi cũng cho rằng tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam ổn định chứng minh việc giảm 2% phần bù rủi ro của chúng tôi là hợp lý. Mức giảm tỷ lệ chiết khấu làm tăng đáng kể giá mục tiêu của chúng tôi cho nhiều công ty.

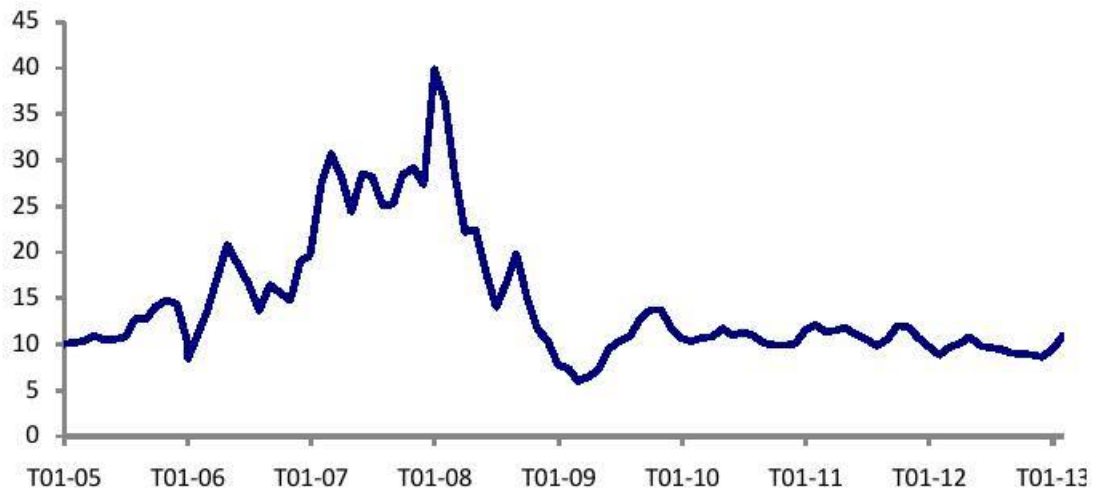
Cổ phiếu Việt Nam vẫn còn khả năng tăng

Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giá mục tiêu cho các cổ phiếu trong phạm vi nghiên cứu chỉ dựa trên tỷ lệ chiết khấu thấp hơn. Tính trung bình, giá mục tiêu của chúng tôi đã tăng 15%. Đồng thời, chúng tôi đã xem xét lại khuyến nghị đối với cổ phiếu những công ty mà trước đây chúng tôi đã hạ bậc khuyến nghị thuần túy trên cơ sở giá mục tiêu. Chúng tôi không thay đổi giá mục tiêu nhiều đối với các công ty có các chỉ số cơ bản mà chúng tôi không lạc quan.

Trường hợp giảm tỷ lệ chiết khấu

Chúng tôi đã quyết định giảm tỷ lệ chiết khấu mà chúng tôi sử dụng để xác định giá trị cổ phiếu chúng tôi theo dõi. Chúng tôi cho rằng việc này hợp lý do tình hình kinh tế vĩ mô gần đây của Việt Nam ổn định xét về lạm phát, lãi suất, và đặc biệt là đồng nội tệ. Chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán đã tính đến những tác nhân này vào giá cổ phiếu giúp giá cổ phiếu tăng đáng kể trong năm nay trong bối cảnh lợi nhuận doanh nghiệp hay tăng trưởng kinh tế chưa có bất kỳ thay đổi đáng chú ý nào.

Hình 1: Mức PER dự phóng 12 tháng của chỉ số VN-Index

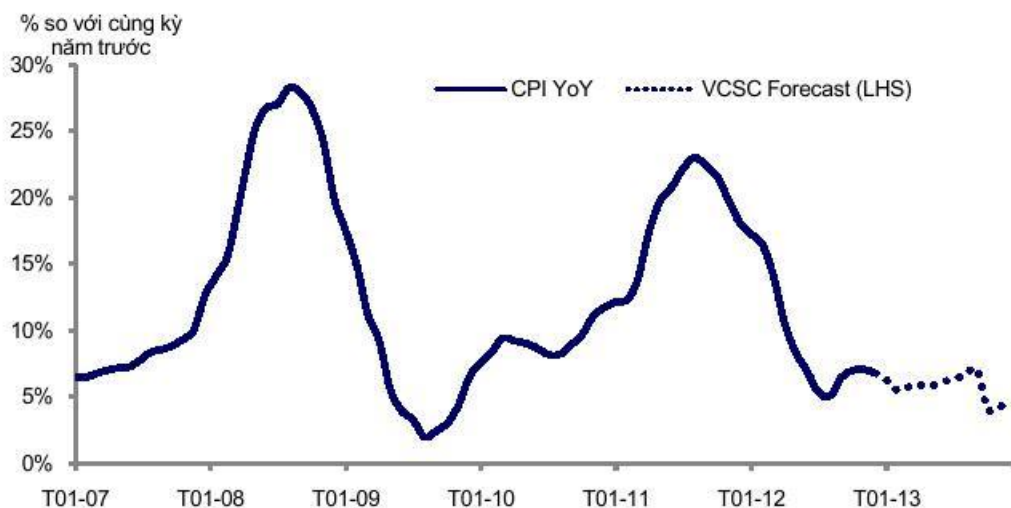


Nguồn: VCSC, Bloomberg

Lạm phát trong tầm kiểm soát

Lạm phát ở Việt Nam từng đạt mức cao nhất là 28% trong năm 2008 và 25% trong năm 2011, hiện chỉ còn ở mức 7%, và chúng tôi cho rằng sẽ ổn định ở ngưỡng này cả năm nay. Tỷ lệ lạm phát cao của Việt Nam là mối lo ngại lớn của các nhà đầu tư, nhưng lo ngại này hiện đang giảm bớt. Do đó, tỷ lệ chiết khấu trên lợi nhuận cũng cần được hạ bớt.

Hình 2: Lạm phát ở Việt Nam đã giảm đáng kể

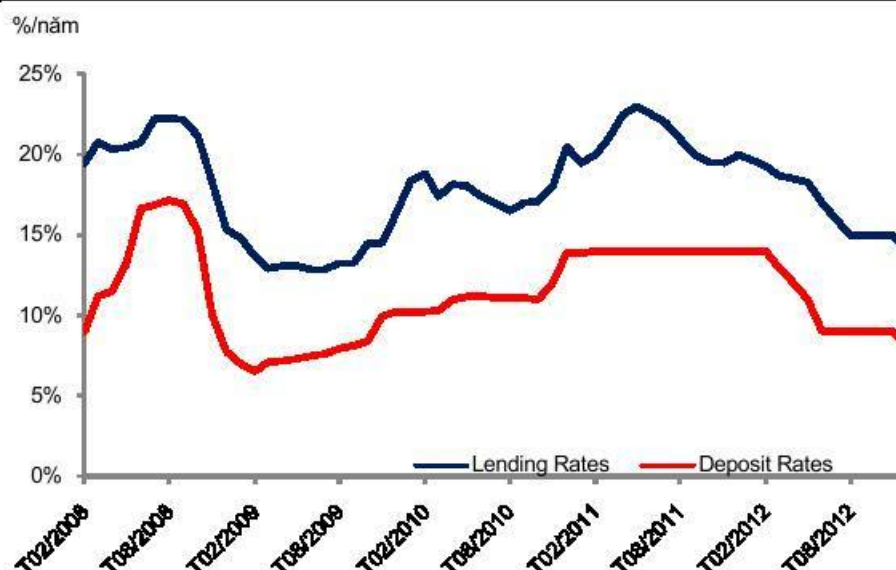


Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Lãi suất vẫn có thể giảm tiếp

Do lạm phát đã giảm, lãi suất tại Việt Nam cũng giảm theo. Trong tháng 12/2012, NHNN giảm lãi suất thêm 1% và có thể lãi suất sẽ giảm tiếp trong Quý 1/2013. Lãi suất giảm đồng nghĩa với việc tỷ lệ chiết khấu giảm theo. Hơn nữa, việc hạ lãi suất sẽ giúp giảm bớt áp lực đối với lợi nhuận doanh nghiệp, nhờ vậy tăng trưởng EPS sẽ cao hơn.

Hình 3: Lãi suất hiện đang giảm và còn có thể giảm tiếp



Nguồn: NHNN

Lãi suất tại Việt Nam chênh lệch rõ rệt với lãi suất tại các nước Châu Á khác, và lãi suất thực của Việt Nam rất cao. Ngay cả với tỷ lệ lạm phát hiện tại, lãi suất vẫn có thể giảm tiếp 1% mà không làm lãi suất thực giảm xuống mức quá thấp. Ấn Độ, tuy có tỷ lệ lạm phát cao hơn cả Việt Nam nhưng gần đây đã giảm lãi suất bất chấp lãi suất thực ở mức âm.

Hình 4: Lãi suất thực của Việt Nam khá cao so với các nước khác

	Lãi suất trái phiếu 10 năm (%)	Lạm phát (%)	Lãi suất Thực (%)
Hàn Quốc	3,0	1,4	1,6
Malaysia	3,5	1,3	2,2
Trung Quốc	3,6	2,5	1,1
Thái Lan	3,7	3,6	0,1
Philippines	4,5	2,9	1,6
Indonesia	5,2	4,3	0,9
Ấn Độ	7,9	10,6	(2,7)
Việt Nam	9,1	6,8	2,3

Nguồn: Bloomberg

Đồng nội tệ ổn định và có thể tăng giá

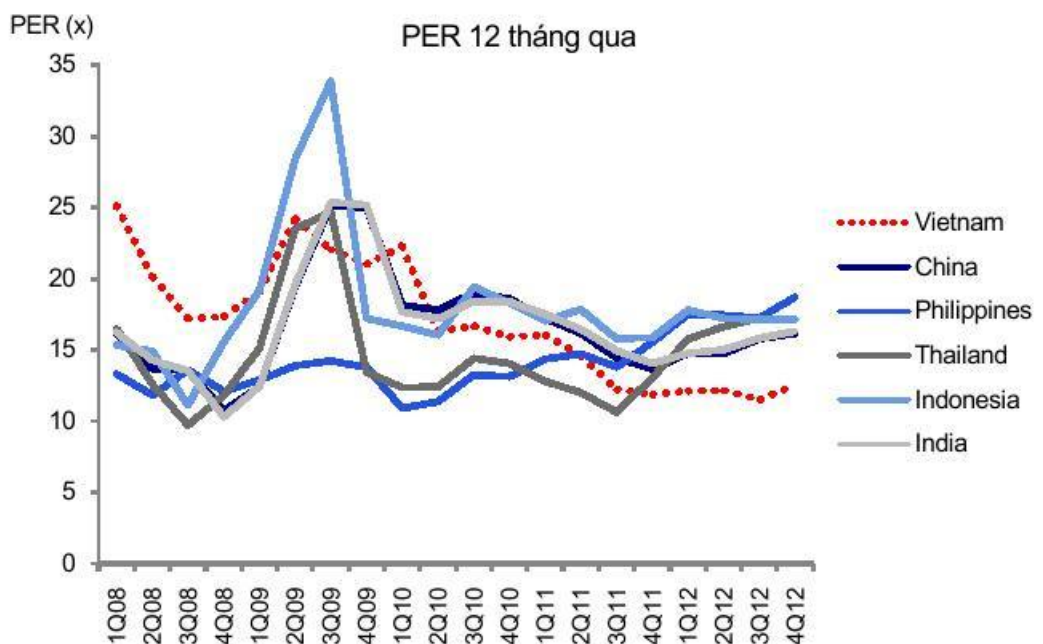
Lý do thứ ba khiến giá cổ phiếu Việt Nam khá thấp là từ trước đến nay là đồng nội tệ yếu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khó có khả năng đồng nội tệ sẽ suy yếu tiếp so với mức hiện tại. Việt Nam là nước có lợi thế cạnh tranh về mặt chi phí, vì vậy cố tình phá giá đồng nội tệ chắc chắn sẽ có hại nhiều hơn có lợi, vì điều này sẽ khiến lạm phát tăng từ việc nhập khẩu hàng. Hơn nữa, tiền đồng suy yếu sẽ triệt tiêu những thành tựu Chính phủ đạt được trong việc khuyến khích người dân chuyển sang giữ đồng nội tệ thay vì giữ vàng và đô la. Việt Nam hiện có đủ dự trữ ngoại hối và cán cân thương mại thặng dư một chút.

Hình 5: Lạm phát của Việt Nam đã giảm mạnh



Nguồn: Bloomberg

Hình 6 Cổ phiếu Việt Nam quá rẻ



Nguồn: Bloomberg

Điều chỉnh giá mục tiêu

Tuy có sự chênh lệch giữa các lĩnh vực khác nhau nhưng nhìn chung đội ngũ chuyên viên phân tích của chúng tôi áp dụng tỷ lệ lãi suất phi rủi ro 11% và phần bù rủi ro 10% để chiết khấu dòng tiền của các công ty Việt Nam khi tính giá mục tiêu.

Trong tháng một, chúng tôi hạ các khuyến nghị sau khi giá các mã chứng khoán đạt mức giá mục tiêu. Tuy nhiên, giá cổ phiếu vẫn tiếp tục tăng.

Vì vậy, chúng tôi đã điều chỉnh giá mục tiêu của nhiều mã với giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro giảm 2%. Về mặt lý thuyết, điều này sẽ khiến giá mục tiêu tăng 20%-30%, với những yếu tố khác không đổi.

Tuy nhiên, đối với các công ty mà chúng tôi không đánh giá cao về mặt cơ bản, thay vì thuần túy dựa trên cơ sở định giá, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu và khuyến nghị của nhiều trong số các công ty này.

Bảng dưới đây cho thấy giá mục tiêu và khuyến nghị sau khi điều chỉnh.

Hình 7: Tổng kết khuyến nghị của VCSC

Mã	Công ty	Giá 31/01	FY13 EPS	FY14 EPS	FY13 PER	FY14 PER	Giá MT cũ	Giá MT mới	KN mới
CNG	CNG Vietnam (Khí)	27.500	6.667	8.575	4,1	3,2	29.100	29.362	GIỮ
CSM	Casumina (Cao su)	27.200	4.332	3.109	6,3	8,7	26.000	26.000	GIỮ
CTG	Vietinbank (Ngân hàng)	23.400	1.867	1.975	12,5	11,9	18.000	19.800	GIẢM
DBC	Dabaco (Thức ăn chăn nuôi)	22.700	2.335	3.403	9,7	6,7	23.500	27.700	MUA
DHG	DHG (Dược phẩm)	75.000	9.577	8.459	7,8	8,9	71.000	90.200	MUA
DIG	DIC Corp.(BDS)	15.200	704	829	21,6	18,3	15.000	16.298	GIỮ
DPM	Đạm Phú Mỹ (U rê)	45.800	6.450	5.968	7,1	7,7	35.800	41.600	GIỮ
DRC	Cao su Đà Nẵng	30.500	4.054	3.731	7,5	8,2	24.300	24.300	BÁN
EIB	Eximbank (Ngân hàng)	17.000	1.853	1.973	9,2	8,6	14.100	15.900	GIỮ
FPT	FPT (Công nghệ)	40.800	6.540	7.805	6,2	5,2	40.400	48.232	THÊM
GAS	PVGas (Dầu khí)	44.700	5.677	6.643	7,9	6,7	50.300	53.600	MUA
HAG	HAGL (BDS)	29.000	1.125	3.869	25,8	7,5	26.400	32.900	THÊM
HPG	Hòa Phát (Thép)	22.200	2.065	5.175	10,8	4,3	20.800	20.800	GIỮ
HVG	Hung Vuong (Thủy sản)	26.900	4.284	4.912	6,3	5,5	28.200	28.200	GIỮ
KDC	Kinh Đô (SP ăn uống)	45.500	2.792	3.540	16,3	12,9	40.700	45.200	GIỮ
KDH	Khang Điền (BDS)	9.900	5.242	5.918	1,9	1,7	21.182	21.182	MUA
LSS	Đường Lam Sơn	14.300	1.761	1.696	8,1	8,4	12.000	16.400	THÊM
MBB	Ngân hàng Quân đội	14.000	3.127	3.587	4,5	3,9	16.300	17.500	MUA
MSN	Tập đoàn Masan	122.000	4.649	8.125	26,2	15,0	100.000	110.700	GIỮ
PET	Petrosetco (Thương mại)	13.500	4.053	5.748	3,3	2,3	28.000	28.000	MUA
PGD	PGD (Dầu khí)	34.400	3.977	3.770	8,6	9,1	25.800	29.900	GIẢM
PNJ	Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	32.700	3.228	3.597	10,1	9,1	41.800	46.300	MUA
PVD	PVN Drilling	47.000	6.760	6.854	7,0	6,9	52.400	52.400	THÊM
REE	Reetech (Điện lạnh)	20.900	2.480	2.632	8,4	7,9	19.300	22.799	GIỮ
SBT	Đường Tây Ninh	15.800	3.581	3.674	4,4	4,3	20.000	25.100	MUA
SJS	Sudico (BDS)	21.100	2.243	4.000	9,4	5,3	49.500	49.500	MUA
TDH	Nhà Thủ Đức (BDS)	14.100	713	871	19,8	16,2	14.200	14.818	GIỮ
VCB	Vietcombank (Ngân hàng)	34.300	2.123	2.387	16,2	14,4	25.500	26.800	BÁN
VNM	Vinamilk (Sữa)	103.000	7.249	8.882	14,2	11,6	106.000	115.000	THÊM

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Robert Zielinski, 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

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Tòa nhà Vinatex-Tài Nguyên, Lầu 3
10 Nguyễn Huệ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám Đốc

Robert Zielinski, ext 145
robert.zielinski@vcsc.com.vn

Phó Giám Đốc, Vũ Thanh Tú, ext 105

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 cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

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

+84 8 3914 3588

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

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

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

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.