

Nguyễn Duy Phong

Chuyên viên vĩ mô

phong.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 120

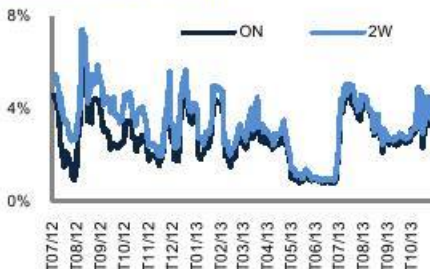
Các chỉ số vĩ mô chính

	YoY	YoY
	2Q2013	3Q2013
Tăng trưởng %		
GDP	4,9%	5,1%
CPI	6,7%	6,3%
Bán lẻ	11,9%	12,5%
Sản xuất	5,2%	5,4%

Lãi suất điều hành

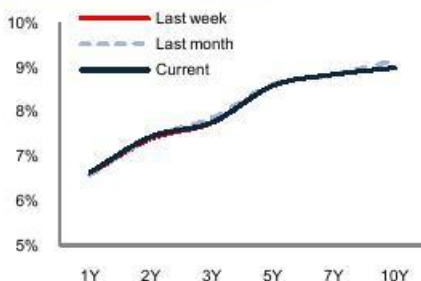
Lãi suất	Trước đây	Hiện nay
Cơ bản	9,0%	9,0%
Trần huy động	9,0%	7,0%
Lãi suất OMO	6,0%	5,5%
Chiết khấu	8,0%	5,0%
Tái cấp vốn	10,0%	7,0%
Giao dịch liên ngân hàng thanh toán điện tử	11,0%	8,0%

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg

Lợi suất trái phiếu Chính phủ



Nguồn: VBMA, Bloomberg

Số liệu ngân hàng

Tăng trưởng %	T9	T10
Huy động	10,5	14,1
Tín dụng	6,5	7,2
M2	9,2	NA

Cầu trái phiếu ở mức cao

Mặc dù mới giữa tháng 11 nhưng chính phủ đã hoàn tất kế hoạch phát hành trái phiếu Quý 4, cho thấy nhu cầu mua trái phiếu chính phủ vẫn không thay đổi. Chính phủ đã quyết định điều chỉnh kế hoạch tăng 42% và kế hoạch mới sẽ là 35.700 tỷ đồng. Lợi suất điều chỉnh rất ít, lợi suất trái phiếu ngắn hạn tăng trong khi lãi suất dài hạn lại giảm bị ảnh hưởng trái chiều bởi lãi suất liên ngân hàng tăng và lạm phát giảm. Trong khi đó, Quốc hội thông qua khoản tăng thâm hụt ngân sách cho cả năm 2013 và 2014 lên 5,3% GDP, khả năng tạo áp lực lên chi phí huy động của chính phủ (lợi suất).

Mua Dài hạn, Bán Ngắn hạn – Gần đến cuối năm, nhu cầu đồng nội tệ có khả năng tăng do các ngân hàng đẩy mạnh hoạt động tín dụng, tăng lãi suất ngắn hạn. Do đó, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư **bán trái phiếu ngắn hạn** như loại có kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm. Mặt khác, chỉ số CPI tỏ ra khả quan hơn mong đợi và có thể kết năm ở 6,3-6,5, điều này có thể tạo điều kiện cho việc giảm lãi suất chính sách. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư **mua trái phiếu dài hạn** như loại 5 năm, 7 năm và 10 năm.

Nền kinh tế có dấu hiệu lạc quan – Doanh thu bán lẻ tăng từ 5,3% trong tháng chín lên 5,5% trong tháng 10, PMI vẫn trên mốc 50 điểm, đạt 51,5 điểm; lạm phát vẫn ổn định nhờ CPI trong tháng 10 đạt 5,9% so với cùng kỳ, thấp hơn mức 6,3% trong tháng 9. Vốn FDI giải ngân đạt 9,6 tỷ USD, tương đương 87% kế hoạch 11 tỷ USD của năm 2013, nhưng chúng tôi tin rằng có khả năng giải ngân FDI sẽ vượt kế hoạch. Hiện tại Việt Nam thâm hụt thương mại nhẹ 187 triệu USD, nhưng điều này không đáng lo ngại.

– Các sự kiện chính –

Thị trường sơ cấp

- Nhu cầu tăng mạnh, Bộ Tài chính hoàn thành kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ trong Quý 4 và điều chỉnh kế hoạch mới tăng 42%.
- Quốc hội thông qua dự toán ngân sách năm 2014 và tăng mức thâm hụt ngân sách năm 2013

Thị trường thứ cấp

- Thanh khoản tăng gấp đôi; lợi suất điều chỉnh nhẹ do lãi suất liên ngân hàng tăng

Thị trường tiền tệ

- Lãi suất qua đêm tăng hơn 4% do nguồn cung nội tệ bị hạn chế
- 10.000 tỷ đồng tín phiếu được phát hành, OMO vẫn yếu
- Tín dụng cải thiện nhưng người dân vẫn ưu tiên gửi tiết kiệm

Thị trường vàng và ngoại hối

- Tỷ giá ổn định xung quanh mốc 21.100VND/USD bất chấp khả năng điều chỉnh
- Chênh lệch giá vàng tăng dù giá vàng có xu hướng giảm

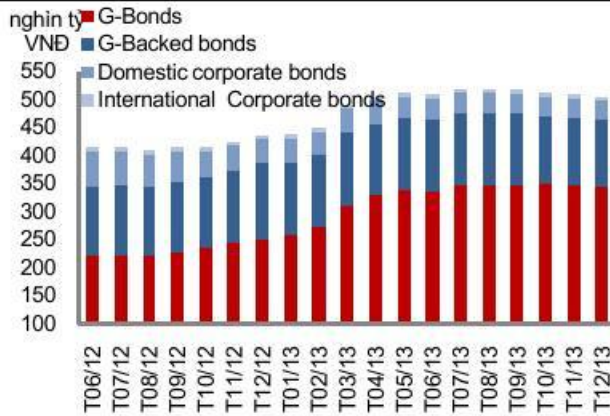
Thị trường CDS và NDF

- CDS giảm về phía kỳ hạn ngắn
- NDF ổn định

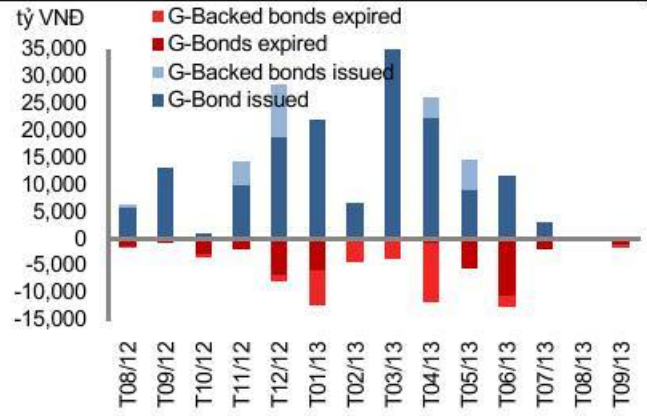
Thị trường trái phiếu

Thị trường sơ cấp

Hình 1a: Tổng giá trị trái phiếu lưu hành



Hình 1b: Phát hành mới và đáo hạn



Nguồn: VCSC, HNX

Nhu cầu tăng mạnh, Bộ Tài chính hoàn tất kế hoạch Quý 4 và nâng mục tiêu mới lên 42%

Trong nửa đầu Quý 4, Bộ Tài chính đã bán 25.698 tỷ đồng trái phiếu, vượt kế hoạch ban đầu 2%. Do đó, Chính phủ đã tăng kế hoạch phát hành trái phiếu trong Quý 4 thêm 10.500 tỷ đồng. Mục tiêu mới là 35.700 tỷ đồng.

Hình 1c: Cập nhật tình hình phát hành trái phiếu Kho bạc Quý 3

Kỳ hạn	Dự kiến (tỷ đồng)	Đã hoàn tất (tỷ đồng)
1 năm	8.200	6.530
2 năm	7.000	11.890
3 năm	3.000	4.950
5 năm	3.000	1.050
10-15 năm	4.000	1.278
Tổng cộng	25.200	25.698

Nguồn: VCSC, HNX

Trong phiên đấu thầu gần đây nhất, Chính phủ đã bán thành công 3.150 tỷ đồng trái phiếu kho bạc. Số liệu được thể hiện trong bảng sau:

Hình 1d: Kết quả phiên đấu thầu gần đây nhất (19/09/2013)

Kỳ hạn	Lợi suất trúng thầu	Tăng/giảm	Tỷ lệ trúng thầu	Giá trị trúng thầu
2 năm	7,4%	0,1	87%	1.740 tỷ VND
3 năm	7,6%	0	20%	200 tỷ VND
10 năm	7,9	0,1	81%	1.212 tỷ VND

Nguồn: VCSC, HNX

Quốc hội thông qua dự toán ngân sách năm 2014 và nâng mức thâm hụt ngân sách năm 2013

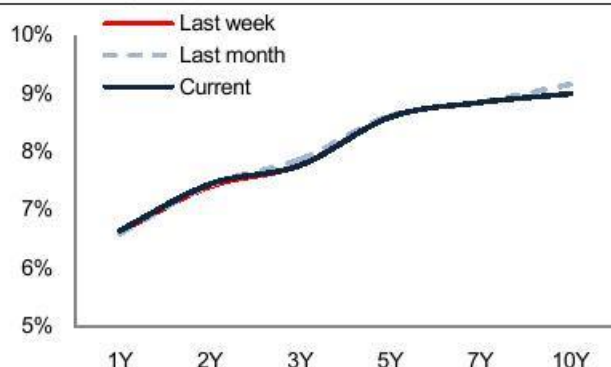
Trong tình hình kinh tế suy thoái và nguồn thu thuế không đạt chỉ tiêu, Quốc hội đã thông qua mức thâm hụt ngân sách năm 2014 là 224.000 tỷ đồng (10,6 tỉ USD), tương đương 5,3% GDP ước tính (200 tỷ USD). Thâm hụt ngân sách tăng để hỗ trợ phát triển xây dựng cơ bản.

Ngoài ra, Quốc hội cũng tăng mức dự phòng thâm hụt ngân sách lên 195.000 tỷ đồng (9 tỷ USD, 5,3% GDP năm 2013) từ 162.000 tỷ đồng (7,5 tỷ USD, 4,8% GDP) để bù cho việc dự trữ nhà nước giảm trong năm 2013.

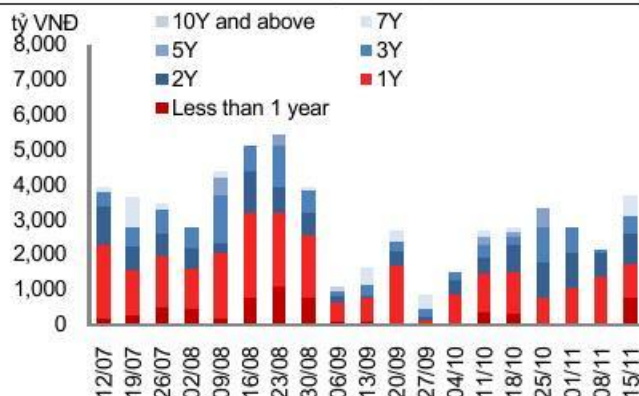
Thâm hụt ngân sách tăng trong năm 2013 và 2014 sẽ buộc Bộ Tài chính phải tăng huy động từ việc phát hành thêm trái phiếu, tạo áp lực lên chi phí huy động (lợi tức trái phiếu). Huy động vốn vay tăng sẽ nâng mức nợ công của Việt Nam, ước tính đạt xấp xỉ 56,5-57% vào cuối năm 2013.

Thị trường thứ cấp

Hình 2a: Đường cong lợi suất



Hình 2b: Thanh khoản thị trường thứ cấp



Nguồn: VCSC, HNX

Thanh khoản tăng gấp đôi; lợi suất điều chỉnh nhẹ do lãi suất liên ngân hàng tăng

Theo xu hướng của thị trường sơ cấp, thanh khoản trên thị trường thứ cấp cũng cải thiện trong 30 ngày qua, tăng 92% so với tháng 9 lên gần 15.000 tỷ đồng. Giao dịch tăng có thể là nhờ chỉ số CPI so với cùng kỳ giảm từ 6,3% trong tháng 9 xuống 5,9% trong tháng 10.

Đáng chú ý, lợi suất điều chỉnh nhẹ. Lợi suất các kỳ hạn ngắn như 1 năm và 2 năm tăng một vài điểm cơ bản, có khả năng là do lãi suất liên ngân hàng tăng. Trong khi đó, lợi suất trung và dài hạn như kỳ hạn 3 năm, 5 năm và 10 năm giảm một vài điểm cơ bản do lạm phát giảm.

Bán ngắn hạn mua dài hạn: Gần đến cuối năm 2013, nhu cầu đối với VND tăng do các ngân hàng muốn đẩy mạnh hoạt động tín dụng, tăng lãi suất ngắn hạn. Do đó, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư **bán trái phiếu ngắn hạn** như loại có kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm. Trong khi đó, chỉ số CPI có thể kết năm ở 6,3-6,5% thấp hơn dự báo trước đó của chúng tôi là 6,7% và CPI năm 2012 là 6,8%, tạo điều kiện để chính sách tiếp tục được nới lỏng. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **mua trái phiếu dài hạn** như loại có kỳ hạn 5 năm, 7 năm và 10 năm.

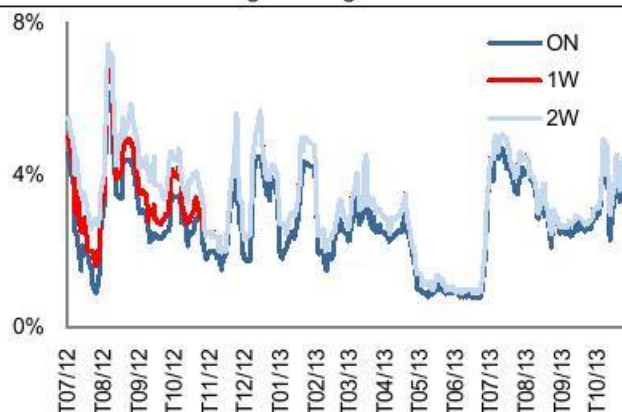
Hình 3: Lợi suất trái phiếu dịch chuyển

Đơn vị (tỷ đồng)	Lợi suất %	Tăng/giảm (%)	Mục tiêu %
1 năm	6,7	+5	6,8
2 năm	7,5	+2	7,6
3 năm	7,8	-10	7,9
5 năm	8,6	-2	8,4
7 năm	8,9	+0	8,7
10 năm	9,0	-17	8,9

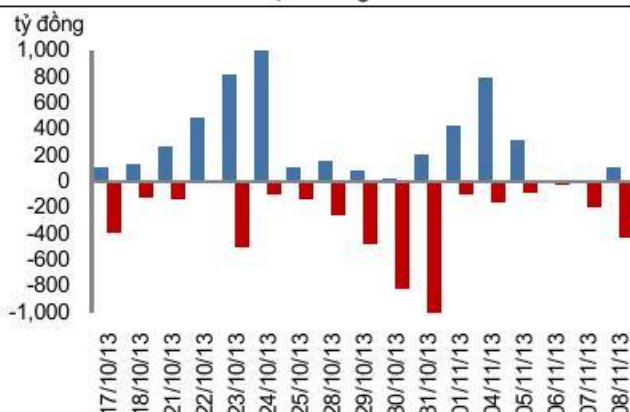
Nguồn: VCSC

Thị trường tiền tệ

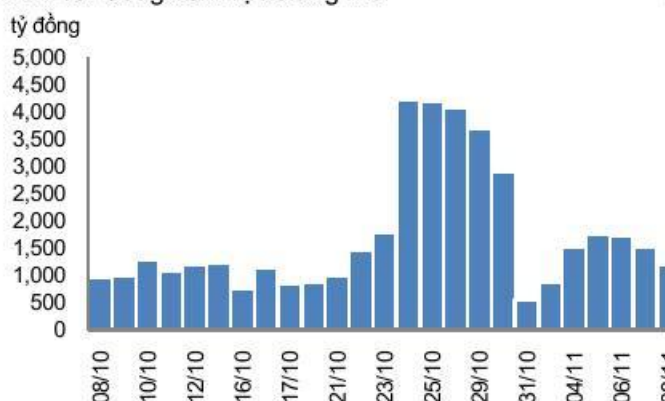
Hình 4a: Lãi suất liên ngân hàng



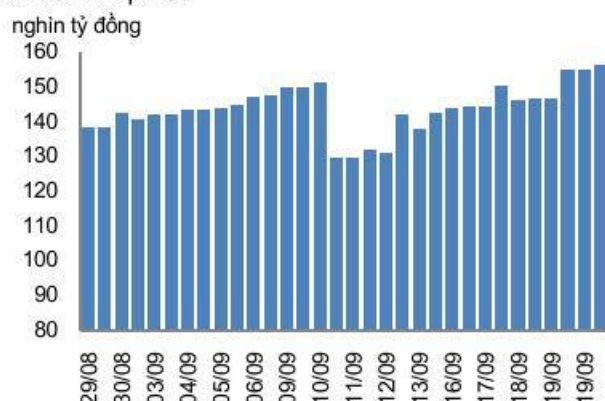
Hình 4b: Thanh khoản thị trường mở



Hình 4c: Cung tiền thị trường mở



Hình 4d: Tín phiếu



Nguồn: VCSC, Bloomberg

Lãi suất cho vay qua đêm vượt mốc 4% do cung hạn chế

Ngày 13/11, lãi suất cho vay qua đêm đạt 4,2% - ngưỡng cao nhất trong vòng 3 tháng qua – do các ngân hàng thương mại lớn giảm cung trên thị trường liên ngân hàng. Phần lớn các ngân hàng hiện nay đều giữ lại nguồn vốn để phục vụ các hoạt động tín dụng vào cuối năm nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng đúng mục tiêu.

10.000 tỷ đồng tín phiếu được phát hành, OMO vẫn yếu

Đã có 10 tỷ đồng tín phiếu được bán ra thông qua kênh OMO và trên sàn HNX trong 30 ngày qua, nâng tổng giá trị lưu hành 7% lên 149.000 tỷ đồng. Nhu cầu các kỳ hạn 13 tuần và 52 tuần trên thị trường tiếp tục ở mức cao. Lợi suất trúng thầu các kỳ hạn 13 tuần và 8 tuần vẫn ổn định, đạt 4,5% và 4%. Tại phiên đầu tuần gần đây nhất (ngày 11/11), lợi suất kỳ hạn 52 tuần tăng 0,05% so với tuần trước đó lên 6,45%.

Dù năm 2013 sắp kết thúc, cầu vay nóng qua kênh OMO vẫn yếu. Tổng giá trị lưu hành qua kênh OMO trong tháng mười một biến động xung quanh mốc 1.000 tỷ đồng, không thay đổi đáng kể so với cách đây một tháng.

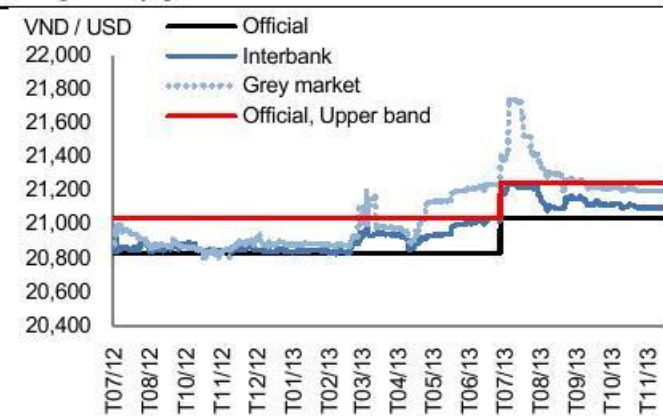
Tín dụng cải thiện nhưng người dân vẫn ưu tiên gửi tiết kiệm

NHNN cho biết tăng trưởng tín dụng trong 10 tháng đầu năm đạt 7,2%, cao hơn so với mức 6,1% hồi tháng chín và 2,8% cùng kỳ năm 2012. Tuy nhiên, con số này vẫn thấp hơn gần 5% so với mục tiêu 12% mà NHNN đã đặt ra. Vì vậy, các ngân hàng thương mại có thể sẽ tích cực đẩy mạnh các hoạt động tín dụng trong hai tháng cuối năm nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng. Đáng chú ý, người dân vẫn ưu tiên gửi tiết kiệm với tăng trưởng huy động đạt 14,1%,

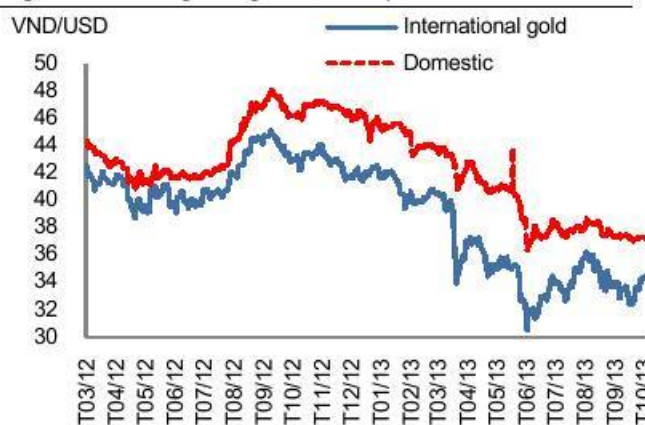
cao hơn so với mức 11% hồi tháng trước. Nhà đầu tư có thể vẫn chưa muốn rút vốn nhằm dự trữ tiền mặt và chờ đợi tình hình kinh tế cải thiện.

Thị trường ngoại hối

Bảng 5a: Tỷ giá VND/USD



Bảng 5b: Giá vàng trong nước và quốc tế



Nguồn: VCSC, Bloomberg

Tỷ giá ổn định xung quanh mốc 21.100VND/USD bất chấp khả năng điều chỉnh

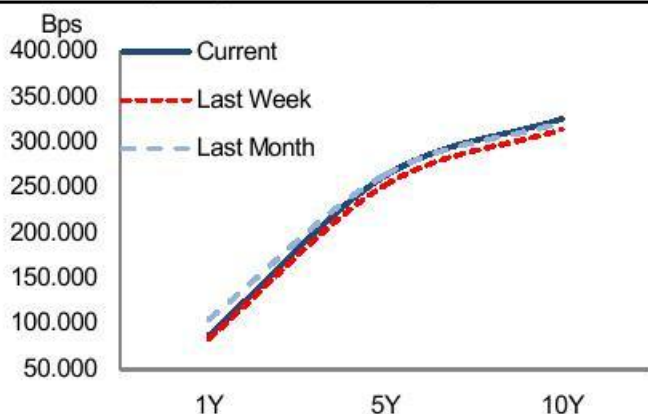
Dù Thủ tướng đã đề cập đến khả năng điều chỉnh tỷ giá thêm 2%, tỷ giá VND/USD vẫn tiếp tục ổn định trong tháng qua xung quanh ngưỡng 21.100VND/USD trên thị trường liên ngân hàng nhờ nguồn cung cải thiện. Hiện đang là thời điểm cuối năm nên nhiều ngân hàng bán ra USD để huy động đồng nội tệ nhằm giải ngân tín dụng, do đó tăng nguồn cung USD. Trong khi đó, tính từ đầu năm đến nay, giải ngân FDI liên tục tăng đều đặn, đạt 9.600 tỷ USD còn cán cân thương mại thâm hụt nhẹ 187 triệu USD. Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh, nếu được thực hiện, sẽ không có tác động đáng kể lên thị trường. Đáng chú ý, do các ngân hàng thương mại bán ra USD nên NHNN tiếp tục gom vào, nhờ vậy đảm bảo giá trị tiền đồng. Chúng tôi ước tính dự trữ ngoại hối hiện nay vào khoảng 32-33 tỷ USD và đến cuối năm sẽ đạt mục tiêu 35 tỷ USD.

Chênh lệch giá vàng tăng dù giá vàng có xu hướng giảm

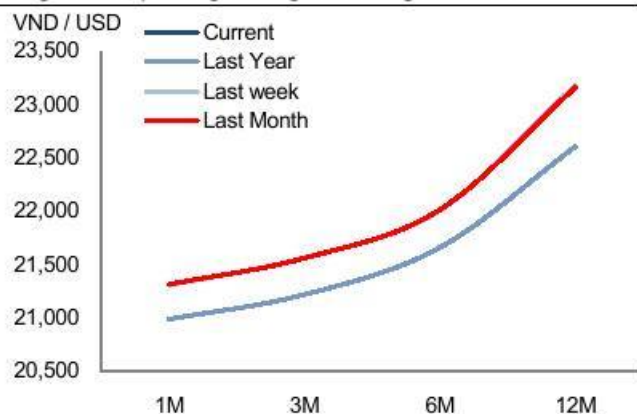
Sau khi giá vàng thế giới giảm 3% so với tháng trước, giá vàng trong nước chỉ giảm 2%. Vì vậy, chênh lệch giá vàng giữa trong nước và thế giới tăng từ 3,5 triệu đồng/lượng hồi trung tuần tháng mười lên 4,2 triệu đồng/lượng vào ngày 13/11. Tuy nhiên, mức chênh lệch giá vàng có thể chỉ tăng tạm thời vì NHNN sẽ tiếp tục cung cấp vàng thông qua hình thức đấu thầu, góp phần tăng nguồn cung và thu hẹp chênh lệch. Tính đến trung tuần tháng mười một, NHNN đã tổ chức 69 phiên đấu thầu vàng, bán ra thị trường tổng cộng 1,7 triệu lượng (tương đương 64,2 tấn). Đáng chú ý, giá vàng giảm cũng có thể kích thích nhà đầu tư tiếp tục bán ra để chuyển sang các kênh đầu tư khác như chứng khoán hay BĐS, qua đó tăng mạnh nguồn cung vàng trong nước và giảm chênh lệch giá vàng.

Thị trường CDS và NDF

Bảng 6a: Hợp đồng hoán đổi tín dụng



Bảng 6b: Hợp đồng tương lai không tắt toán



Nguồn: VCSC, Bloomberg

CDS giảm về phía kỳ hạn ngắn

Phí bảo hiểm trái phiếu chính phủ Việt Nam giảm 0,18% đối với kỳ hạn một năm trong khi không đổi đối với các kỳ hạn khác. Việc phí bảo hiểm cho một kỳ hạn ngắn giảm là nhờ các chỉ báo kinh tế cải thiện như CPI và FDI, qua đó triển vọng ngắn hạn trở nên tích cực hơn.

Bảng 7: Phí CDS

	%	Tăng/giảm (bps)
Thay đổi CDS 1 năm	0,87	-0,18
Thay đổi CDS 5 năm	2,63	-0,01
Thay đổi CDS 10 năm	3,26	+0,04

Nguồn: Bloomberg

NDF ổn định

Tỷ giá tương lai giữ nguyên, theo xu hướng của thị trường ngoại hối trong nước. Tuy từ nay đến cuối năm, tỷ giá VND/USD có thể sẽ điều chỉnh 2%, nhưng vẫn chưa có biến động đáng kể nào trên thị trường trong nước, hỗ trợ lòng tin của nhà đầu tư đối với đồng nội tệ.

Bảng 8: Tỷ giá NDF bằng đồng nội tệ

	VND/USD	Tăng/giảm %
Kỳ hạn 1 tháng	21.308	0,0%
Kỳ hạn 3 tháng	21.561	0,0%
Kỳ hạn 6 tháng	22.010	0,0%
Kỳ hạn 12 tháng	23.176	0,0%

Nguồn: Bloomberg

Phụ lục

Bảng 9: Các giao dịch gần đây trên thị trường thứ cấp

Ngày	Mã	Kỳ hạn còn lại	Lãi suất coupon %	Lợi suất %	Giá sạch	Giá thực hiện	Khối lượng	Giá trị (tỷ đồng)
07/11/13	TD1315007	1,8	7,3	7,2	100.165	101.489	500.000	51
07/11/13	TD1215001	1,2	12,1	6,6	106.187	115.926	500.000	58
07/11/13	TD1215176	2,1	9,2	7,3	103.568	112.137	1.000.000	112
07/11/13	BVDB13115	1,5	8,8	8,0	101.092	105.468	2.000.000	211
08/11/13	TD1318025	4,6	7,7	8,4	97.429	100.708	70.000	7
08/11/13	TD1215001	1,2	12,1	6,6	106.114	115.887	200.000	23
08/11/13	TD1315001	1,2	8,4	6,5	102.053	108.861	500.000	54
08/11/13	BVDB13053	4,4	9,8	11,1	95.731	101.708	700.000	71
11/11/13	BVDB13115	1,5	8,8	8,0	101.085	105.557	1.000.000	106
11/11/13	TD1215033	1,5	9,1	6,9	103.057	107.507	1.000.000	108
11/11/13	TD1015050	1,6	10,95	6,9	105.911	110.152	1.000.000	110
11/11/13	TD1315007	1,8	7,3	7,2	100.164	101.568	1.500.000	152
11/11/13	TD1116046	2,7	12,3	9,4	106.474	110.732	1.500.000	166
11/11/13	TD1215132	2,1	9,1	7,3	103.455	111.255	2.500.000	278
12/11/13	TD1316013	2,3	8,5	7,4	102.253	108.184	200.000	22
12/11/13	TD1114005	0,2	11,1	6,0	101.041	109.793	300.000	33
12/11/13	BVDB13053	4,4	9,8	11,0	95.982	102.067	700.000	71
12/11/13	TD1214030	0,6	8,8	5,8	101.694	105.296	1.000.000	105
12/11/13	TD1315005	1,5	7,3	6,9	100.541	104.432	1.500.000	157
12/11/13	TD1114039	0,6	12,3	5,7	103.785	108.651	2.000.000	217
13/11/13	TD1114039	0,6	12,3	5,7	103.780	108.680	250.000	27
13/11/13	TD1217036	3,4	10,8	7,6	109.203	115.344	300.000	35
13/11/13	CP4A3603	4,9	9,7	7,0	110.855	111.974	310.000	35
13/11/13	TD1215015	1,3	11,3	6,6	105.590	113.568	500.000	57
13/11/13	QH071714	3,3	8,5	7,0	104.244	110.525	700.000	77
13/11/13	TD1316018	2,7	7	7,6	98.478	100.728	1.000.000	101
13/11/13	TD1214029	0,4	11	5,7	102.162	108.538	1.000.000	109
13/11/13	TB1015041	1,5	11,33	6,9	106.114	111.779	1.000.000	112
13/11/13	TD1116046	2,6	12,3	7,6	110.805	115.130	1.500.000	173
14/11/13	TD1316014	2,3	8,4	7,5	101.827	107.365	200.000	21
14/11/13	TD1315005	1,5	7,3	7,0	100.403	104.334	500.000	52
14/11/13	TD1214130	0,7	9,4	5,8	102.293	105.418	500.000	53
14/11/13	TD1015044	1,5	11,33	7,0	106.157	111.261	500.000	56
14/11/13	BVDB12206	1,1	10,4	7,2	103.338	112.652	500.000	56
14/11/13	BVDB13053	4,4	9,8	10,0	99.449	105.587	700.000	74
14/11/13	TD1316017	2,6	6,7	7,5	98.202	101.202	1.000.000	101
14/11/13	TD1114045	0,6	12,3	5,7	103.988	108.448	1.000.000	108
14/11/13	TD1114039	0,6	12,3	5,8	103.721	108.655	1.500.000	163
14/11/13	TP4A0206	7,2	9,25	9,6	98.305	105.624	1.900.000	201
14/11/13	QH071717	3,4	7,2	7,0	100.602	105.033	2.000.000	210
14/11/13	VDB111033	7,6	12,2	9,6	113.682	118.642	2.800.000	332

Nguồn: HNX

Bảng 10: 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
11/11/2013	11/11/2014	364	900	90%	6,45%

Nguồn: HNX

Bảng 11: 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
22/11/2013	VDB	BVDB13267	2	1.000	26/11/2013	26/11/2013	22/11/2013
22/11/2013	VDB	BVDB13279	3	1.000	26/11/2013	26/11/2013	22/11/2013
22/11/2013	VDB	BVDB13291	5	500	26/11/2013	26/11/2013	22/11/2013
22/11/2013	VDB	BVDB13303	10	500	26/11/2013	26/11/2013	22/11/2013

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
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 HOẢN	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

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trưởng phòng cao cấp
Tôn Minh Phương, ext 146
phuong.ton@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

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, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Tri Định, ext 149

Chuyên viên, Doãn Hải Phượng, ext 171

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ, ext 120

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh, ext 173

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.