

# Việt Nam – Triệt để hơn với DNNN và cải cách

## Michel Tosto

Giám đốc Dịch vụ Cổ phiếu & Trái phiếu -  
Khách hàng tổ chức  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)  
+84908057002

## Triển vọng tích cực từ phiên họp của VBF

*Ghi nhận từ phiên họp của Diễn đàn Doanh nghiệp Việt Nam (VBF) tại Hà Nội ngày 03/12/2013. VBF là tổ chức đối thoại giữa thành phần kinh tế tư nhân với Chính phủ Việt Nam để giúp đẩy mạnh các đề xuất cải cách. VBF được thành lập bởi Ngân hàng Thế giới, Công ty Tài chính Quốc tế và Bộ Kế hoạch và Đầu tư. [www.vbf.org.vn](http://www.vbf.org.vn)*

### Điểm khác biệt của phiên họp lần này

Tóm tắt của chúng tôi

- **Phó Thủ tướng** Hoàng Trung Hải đã có mặt trong suốt phiên họp, tín hiệu cho thấy Chính phủ đang đẩy mạnh đối thoại giữa thành phần kinh tế tư nhân và Chính phủ nhằm cải thiện tăng trưởng và vị thế cạnh tranh của Việt Nam (đây là mục tiêu của VBF).
- **Cuộc thảo luận tập trung vào vấn đề cải cách** nhằm cải thiện vị thế cạnh tranh hơn là sự ổn định kinh tế vĩ mô do vấn đề này đã được giải quyết. Không khí của phiên họp lần này cũng cởi mở và thẳng thắn hơn nhiều so với hầu hết 16 phiên mà chúng tôi tham dự (trong 8 năm qua).
- **Nhóm Quản trị và Minh bạch** đã có buổi trình bày lần đầu tiên, đây chắc chắn là một nhiệm vụ nhiều thử thách, nhưng trên thực tế thì phần trình bày này được thực hiện và thông qua bởi các thành viên sáng lập của VBF (Ngân hàng Thế giới, Công ty Tài chính Quốc tế và Bộ Kế hoạch và Đầu tư) là một bằng chứng cho sự đổi mới.
- **Thiện chí hơn:** Phiên họp Quốc hội gần đây tiếp tục khẳng định vai trò chủ đạo của các DNNN trong việc phát triển kinh tế tại Việt Nam, được quy định trong Hiến pháp, nhưng phiên họp của VBF lần này cho thấy có nhiều thiện chí hơn trong việc đối thoại, xúc tiến và cải cách được hỗ trợ bởi các đề xuất của thành phần kinh tế tư nhân.
- **Tiến độ tích cực:** Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng Việt Nam vẫn chủ trương cải cách từng bước một hơn là thực hiện những thay đổi lớn đột ngột.
- **Thái độ lạc quan:** Tuy vậy, đây là lần đầu tiên sau một thời gian dài chúng tôi có thể nói rằng chúng tôi lạc quan về mong muốn cải cách, đặc biệt là khi tăng trưởng GDP của Việt Nam dưới mức mong đợi, điều này chỉ có thể được cải thiện thông qua việc cải cách triệt để hơn.

### Cắt giảm số doanh nghiệp nhà nước (DNNN)

Về vấn đề này, Phó Thủ tướng Hoàng Trung Hải đã phát biểu như sau:

- **Giảm vai trò của DNNN:** Phó Thủ tướng Hoàng Trung Hải cho biết chương trình cổ phần hóa đã chững lại sau khủng hoảng kinh tế toàn cầu, với số doanh nghiệp bán ra cổ phần hoặc giải thể năm 2012 chỉ là 32 và năm 2013 là 100. Theo Phó Thủ tướng, dự kiến số DNNN sẽ giảm từ 1.200 như hiện nay xuống còn 300 vào năm 2020.
- **Các lĩnh vực chính** sẽ có số DNNN giảm xuống bao gồm dầu khí, sản xuất điện và khai khoáng. Vấn đề là liệu có DNNN nào hấp dẫn được chào bán cho nhà đầu tư hay không. Không có thông tin nào về danh tính doanh nghiệp cũng như lịch trình cụ thể được cung cấp và không có số liệu nào được công bố rộng rãi về vấn đề này, nhưng các doanh nghiệp làm ăn thua lỗ sẽ nhiều khả năng bị giải thể, và các doanh nghiệp hoạt động tốt sẽ được bán lại thông qua hình thức đấu thầu, và sẽ có thông tin về nhóm thứ 2 nhiều tháng trước khi đấu thầu xảy ra.

- **Giảm không có nghĩa là bán:** Chúng tôi xin lưu ý là cuối những năm 1990, Việt Nam có đến khoảng 20.000 DNNN. Hiện nay, Phó Thủ tướng cho biết con số này chỉ còn 1.200. Chỉ một số ít được bán cho nhà đầu tư và phần lớn bị giải thể.
- **Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng** Chính phủ thực sự muốn bán lại DNNN, vấn đề là bán doanh nghiệp nào và khi nào.

#### Nhóm công tác ngân hàng

Nhóm này đã chỉ ra:

- **Phải đánh giá đúng mức tầm quan trọng của Thông tư số 2 (TT2).** Đây chính là quy định sẽ thúc đẩy các ngân hàng Việt Nam tiếp cận tiêu chuẩn thế giới trong việc ghi nhận nợ xấu, một bước tiến đáng kể trong việc giải quyết vấn đề này. NHNN cho biết thông tư này sẽ có hiệu lực từ ngày 01/07/2014 thay vì 01/07/2013 nhằm giúp các ngân hàng có thêm thời gian chuẩn bị, đồng thời đảm bảo hệ thống vẫn có tăng trưởng tín dụng.
- **Hiệp ước Basel II:** Nhóm công tác ngân hàng cũng nhấn mạnh sự cần thiết của việc thi hành Hiệp ước Basel II, mà NHNN cho biết đang trong quá trình lên lộ trình (nghĩa là sẽ cần có thời gian).
- **VAMC:** Đã góp phần cải thiện thanh khoản, nhưng các vấn đề lớn như thiếu thông tin cung cấp cho thị trường (mà NHNN trả lời là đã vừa đủ), quy định chặt chẽ hơn về việc quản lý nợ xấu, và cho phép các ngân hàng định giá lại nợ xấu theo giá thị trường (dưới mệnh giá) mà không vi phạm luật hình sự (các DNNN dễ gây ra thất thoát sẽ bị xem là vi phạm luật hình sự, bao gồm cả các ngân hàng nhà nước).
- **Định nghĩa rõ ràng hơn về giới hạn sở hữu của khối ngoại** tại các ngân hàng sẽ có tác động tích cực (đã thảo luận nhiều nhưng vẫn chưa có kết quả cụ thể).

#### Nhóm Công tác thị trường vốn

Nhóm này đã chỉ ra:

- **Việc tư nhân hóa các DNNN** nhằm giúp TTCK hấp dẫn hơn và cải thiện thanh khoản, và Bộ Tài chính đã phản hồi là bộ đang soạn thảo các quy định mới về việc doanh nghiệp nào sẽ được bán cổ phần và bằng cách nào. Tuy nhiên, công việc này sẽ cần có thời gian.
- **Bán lại các ngành nghề không phải cốt lõi:** Dù DNNN không còn được phép tham gia vào các lĩnh vực không phải là cốt lõi (một cách tương đối), vẫn còn phải giải quyết vấn đề bán lại các doanh nghiệp ngoài cốt lõi do đầu tư ngoài ngành trong quá khứ. Bộ Tài chính hiện đang xem xét cho phép bán các doanh nghiệp này với giá thấp hơn chi phí (chấp nhận chịu lỗ). Đây là một bước tiến lớn vì hiện nay việc làm này được xem là vi phạm bộ luật hình sự. Đây là một tín hiệu đầy khích lệ.
- **Giới hạn sở hữu của khối ngoại:** Đề xuất nới lỏng room đã được trình lên Chính phủ và đang chờ đợi thi hành trong thời gian tới.

Trên đây là các vấn đề mà các nhà đầu tư tài chính quan tâm. Phần thảo luận còn lại là về các vấn đề cụ thể của nhiều lĩnh vực khác nhau. Nếu muốn tìm hiểu thêm, nhà đầu tư có thể đọc biên bản hoàn chỉnh từ website của VBF. Tôi khuyến nghị nhà đầu tư đọc các đề xuất về chống tham nhũng và quản lý doanh nghiệp để có thêm nhiều thông tin.

[www.vbf.org.vn](http://www.vbf.org.vn)

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Michel Tosto, 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>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIÁM</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. Ví dụ, 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 giá 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

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

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, 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

### Trường phòng cao cấp

Tôn Minh Phương, ext 146  
[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto: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 Thế Anh, ext 194

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

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

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto: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 Phương, 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](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.