

Nguyễn Duy Phong

Chuyên viên vĩ mô

phong.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 120

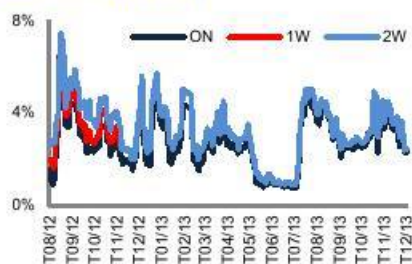
Các chỉ số vĩ mô chính

	YoY	YoY
	Q2/2013	Q3/2013
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

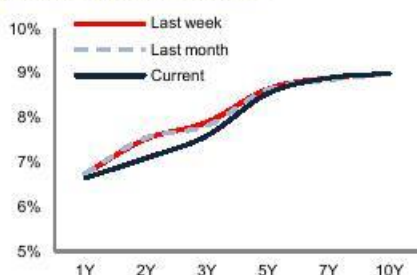
Lãi suất	Trước đây	Hiện nay
Cơ bản	9,0%	9,0%
Trần huy động	9,0%	7,0%
Lãi suất OMO	6,0%	5,5%
Chiết khấu	8,0%	5,0%
Tái cấp vốn	10,0%	7,0%
Giao dịch liên ngân hàng thanh toán điện tử	11,0%	8,0%

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg

Lợi suất trái phiếu Chính phủ



Nguồn: VBMA, Bloomberg

Số liệu ngân hàng

Tăng trưởng %	T10	T11
Huy động	14,1	NA
Tín dụng	7,2	7,5
M2	NA	NA

Nhu cầu cải thiện, mua vào trong kỳ lễ

Cầu trái phiếu Chính phủ tiếp tục cải thiện trên cả thị trường sơ cấp lẫn thứ cấp vì ngành ngân hàng gặp khó khăn trong việc cho vay vốn. Nhờ nhu cầu tăng, đường cong lợi suất giảm mạnh, từ 0,09% đến 0,5% đối với mọi kỳ hạn, trừ kỳ hạn 10 năm gần như không thay đổi. Đáng chú ý, mặc dù Chính phủ tăng kế hoạch phát hành trái phiếu kho bạc Quý 4 từ 25.200 tỷ đồng lên 35.700 tỷ đồng nhưng vẫn hoàn thành 94% kế hoạch đã điều chỉnh. Nhiều khả năng đến cuối năm Chính phủ sẽ đạt hoặc thậm chí vượt kế hoạch.

Mua vào nhờ CPI thấp hơn dự kiến và không điều chỉnh tỷ giá – Lạm phát trong tháng 12/2013 là 6,04% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn so với mục tiêu của Chính phủ là 6,7%. Có khả năng NHNN sẽ tiếp tục nới lỏng lãi suất điều hành, qua đó khiến lợi suất giảm. Ngoài ra, cũng không có dấu hiệu nào về việc sẽ điều chỉnh tỷ giá trong thời gian tới bất chấp nhiều tin đồn thị trường. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **mua với mọi kỳ hạn**.

Tình hình kinh tế tích cực hơn – Tăng trưởng GDP năm 2013 đạt 5,42%, thấp hơn so với mục tiêu được Quốc hội thông qua là 5,5%, nhưng cao hơn so với dự báo 5,3%. Tăng trưởng dần cải thiện trong suốt năm 2013: 4,76% trong Quý 1, 4,9% trong Quý 2, 5,54% trong Quý 3 và 6,04% trong Quý 4. Tính theo từng lĩnh vực, nông nghiệp chỉ tăng trưởng 2,67%, bằng năm ngoái và đóng góp 0,48% vào tổng tăng trưởng; lĩnh vực xây dựng và công nghiệp tăng trưởng 5,43%, thấp hơn so với mức 5,75% hồi năm 2012 và đóng góp 2,09% vào tổng tăng trưởng; lĩnh vực dịch vụ tăng 6,56%, cao hơn nhiều so với mức 5,9% năm 2012 và đóng góp 2,85% vào tổng tăng trưởng. Tính theo góc độ sử dụng GDP, nhóm tiêu dùng tăng 5,36%, chiếm phần lớn tăng trưởng (3,72%). Đầu tư tài sản tăng 5,45% và đóng góp 1,62% vào tổng tăng trưởng trong khi chênh lệch xuất nhập khẩu đóng góp 0,08% còn lại. Chính phủ đặt ra mục tiêu GDP 2014 là 5,8%. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả thi nhưng CPI có thể sẽ tăng một chút do chi tiêu của Chính phủ tăng.

Thị trường sơ cấp

- Cầu trên thị trường sơ cấp ở mức cao, phát hành trái phiếu Kho bạc có khả năng vượt kế hoạch Quý 4

Thị trường thứ cấp

- Thanh khoản tiếp tục tăng 54% nhờ nhu cầu của ngân hàng; đường cong lợi tức dốc đứng

Thị trường tiền tệ

- Lãi suất cho vay qua đêm giảm dưới 3% nhờ nguồn cung cải thiện
- Phát hành 26.200 tỷ đồng tín phiếu trong khi nhu cầu tiền mặt trên thị trường mờ yếu (OMO)
- Tín dụng tăng trưởng nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu 12%

Thị trường tiền tệ và vàng

- Không có dấu hiệu điều chỉnh tỷ giá nên tình trạng đầu cơ đồng nội tệ chấm dứt.
- Chênh lệch giá vàng tăng do cầu cao, phục vụ mùa cưới

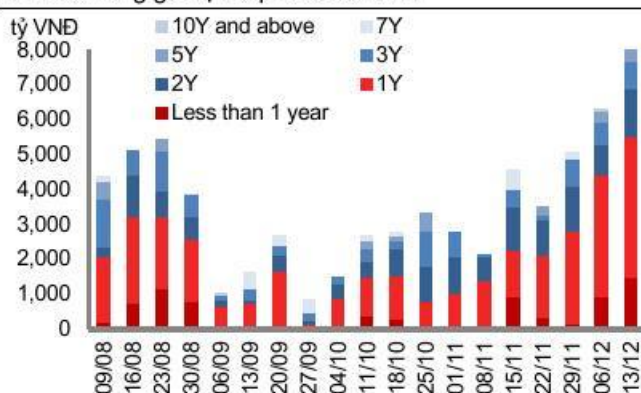
Thị trường CDS và NDF

- CDS tăng nhẹ 0,03-0,11% do có ít nhiều lo ngại về CPI tháng mười hai
- NDF 12 tháng giảm 3,2%

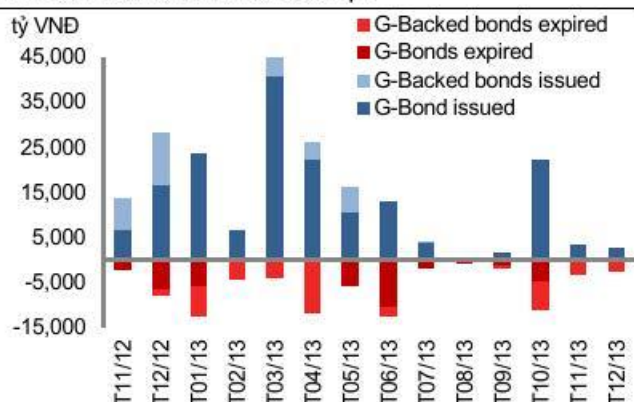
Thị trường trái phiếu

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 trên thị trường sơ cấp vẫn tăng mạnh; phát hành trái phiếu Kho bạc có khả năng vượt kế hoạch Quý 4

Thanh khoản tốt: Nhu cầu trên thị trường sơ cấp vẫn tăng mạnh. Trong 4 tuần qua, Chính phủ đã phát hành tổng cộng 18.900 tỷ đồng trái phiếu, tăng 15% so với tháng trước. Tỷ lệ trúng thầu là 53%, tăng từ 43% (giai đoạn giữa tháng mười đến giữa tháng mười một). Các ngân hàng có thể tiếp tục gặp khó khăn trong việc cho vay vốn và điều này sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu trái phiếu.

Trong phiên đấu thầu gần nhất, Chính phủ đã phát hành thành công 2.023 tỷ đồng trái phiếu kho bạc, trong đó các kỳ hạn 2 năm và kỳ hạn 3 năm có tỷ lệ trúng thầu cao nhất. Kết quả phiên đấu thầu gần đây nhất như sau:

Hình 1c: Kết quả phiên đấu thầu gần đây nhất (12/12/2013)

Kỳ hạn	Lợi suất trúng thầu	Tăng/giảm	Tỷ lệ trúng thầu	Giá trị trúng thầu
2 năm	7,1%	-0,09	100%	500 tỷ đồng
3 năm	7,6%	-0,11	100%	1.000 tỷ đồng
5 năm	8,6%	+0,02	52%	523 tỷ đồng

Nguồn: VCSC, HNX

Hoàn thành 94% kế hoạch phát hành trái phiếu kho bạc đã được điều chỉnh: Trong 4 tuần qua, Chính phủ đã bán được thêm 7.930 tỷ đồng trái phiếu Kho bạc ra thị trường, nâng tổng giá trị phát hành trong Quý 4 lên 33.630 tỷ đồng, tương đương 94% kế hoạch đã được điều chỉnh (35.700 tỷ đồng). Tuy nhiên, nhiều khả năng Chính phủ một lần nữa sẽ vượt kế hoạch Quý 4 trong hai tuần còn lại của năm 2013.

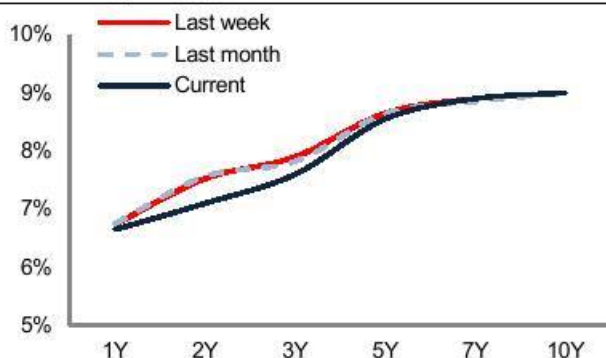
Hình 1d: Cập nhật tình hình phát hành trái phiếu Kho bạc Quý 3

Kỳ hạn	Dự kiến (tỷ đồng)	Đã hoàn tất (tỷ đồng)
1 năm	9,200	9,030
2 năm	13,000	13,890
3 năm	6,000	6,800
5 năm	3,000	2,583
10-15 năm	4,000	1,328
Tổng cộng	35,700	33,631

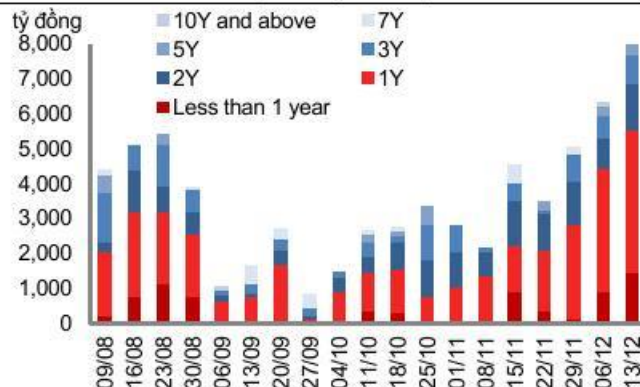
Nguồn: VCSC, HNX

Thị trường thứ cấp

Hình 2a: Đường cong lợi suất



Hình 2b: Thanh khoản thị trường thứ cấp



Nguồn: VCSC, HNX

Thanh khoản tiếp tục tăng 54% nhờ nhu cầu của ngân hàng; đường cong lợi tức dốc đứng

Thanh khoản tốt: Theo sau thị trường sơ cấp, tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng 54% và đạt hơn 23.000 tỷ đồng trong 30 ngày qua, mức cao nhất kể từ giữa tháng năm.

Đường cong lợi tức dốc đứng: Đường cong lợi tức giảm đối với tất cả các kỳ hạn, trừ kỳ hạn 10 năm, nhờ nhu cầu mua trái phiếu Chính phủ tăng. Các thay đổi về lợi suất như sau:

Hình 3: Lợi suất trái phiếu dịch chuyển

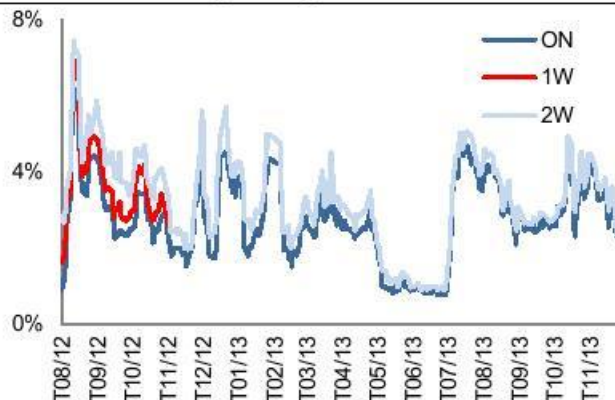
Đơn vị (tỷ đồng)	Lợi suất %	Tăng/giảm (%)	Mục tiêu %
1 năm	6,7	-10	6,3
2 năm	7,1	-50	7,0
3 năm	7,6	-22	7,4
5 năm	8,6	-20	8,3
7 năm	8,9	-9	8,7
10 năm	9,0	+0	9,0

Nguồn: VCSC

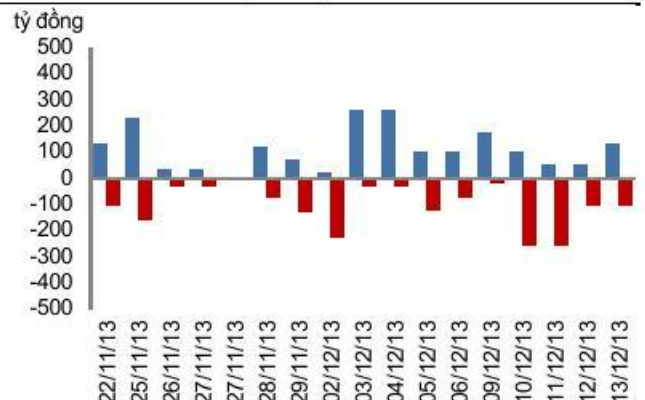
Mua vào vì CPI thấp hơn dự kiến và không điều chỉnh tỷ giá: Lạm phát cả năm 2013 có thể là 6,2%-6,3%, thấp hơn so với mục tiêu của Chính phủ là 6,7%. Vì vậy, NHNN có thể sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách, qua đó hỗ trợ lợi suất trái phiếu giảm. Ngoài ra, không có dấu hiệu nào về việc sẽ điều chỉnh tỷ giá trong thời gian tới dù chỉ còn hai tuần nữa là kết thúc năm 2013, nên thị trường tiền tệ và trái phiếu khó có thể bị tác động. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **mua đối với mọi kỳ hạn**.

Thị trường tiền tệ

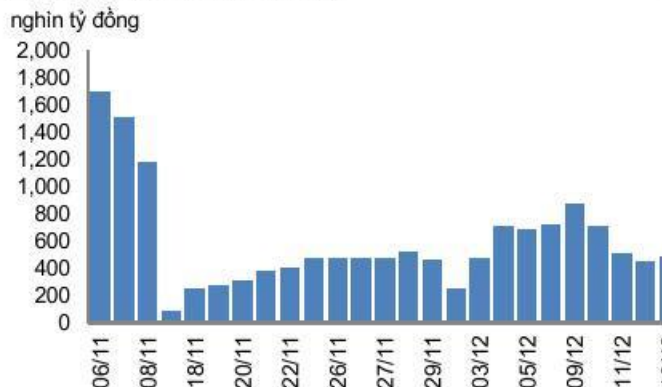
Hình 4a: Lãi suất liên ngân hàng



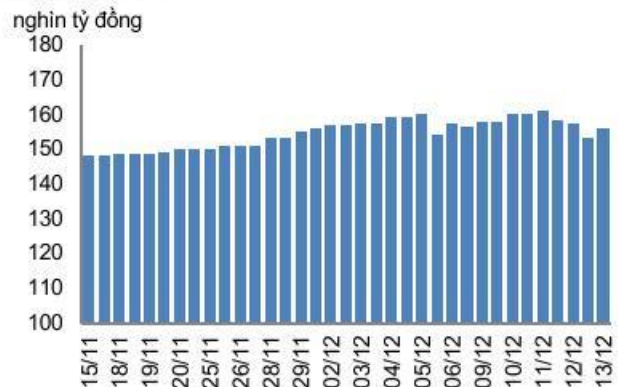
Hình 4b: Thanh khoản thị trường mở



Hình 4c: Cung tiền thị trường mở



Hình 4d: Tín phiếu



Nguồn: VCSC, Bloomberg

Lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống dưới 3% nhờ nguồn cung cải thiện

Lãi suất cho vay qua đêm giảm từ mức 4% hồi giữa tháng mười một xuống còn 2,3% vào giữa tháng mười hai. Việc lãi suất liên ngân hàng giảm cho thấy thị trường liên ngân hàng có cung tiền lớn hơn. Do đó, hệ thống ngân hàng vẫn dư thanh khoản mặc dù các hoạt động tín dụng sôi nổi hơn vào thời điểm cuối năm.

Phát hành 26.200 tỷ đồng tín phiếu trong khi nhu cầu tiền mặt trên thị trường mở yếu (OMO)

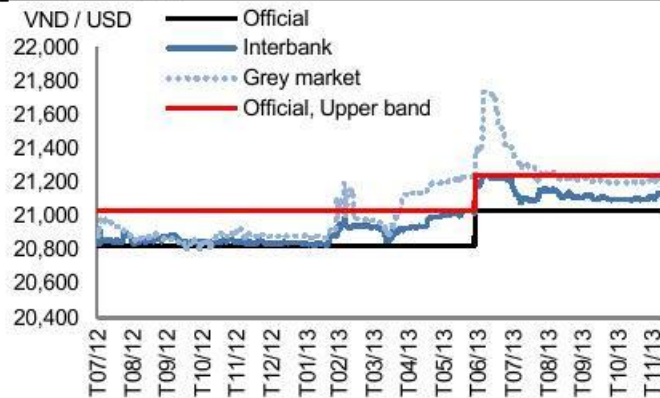
Các ngân hàng vẫn ưa chuộng tín phiếu khi có 26.200 tỷ đồng tín phiếu được bán ra trong 30 ngày qua dù các ngân hàng đang đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng vào cuối năm. Lợi suất trúng thầu kỳ hạn 1 năm giảm từ 6,45% hồi giữa tháng mười một xuống 6,35% vào đầu tháng mười hai. Lợi suất trúng thầu các kỳ hạn khác như 4 tuần và 13 tuần vẫn giữ nguyên, lần lượt tại mức 4,2% và 4,5%. Trong khi đó, nhu cầu huy động vốn nhanh trên thị trường OMO vẫn ở mức thấp, cầu OMO giảm từ 1.000 tỷ đồng hồi giữa tháng mười một xuống chỉ còn 500 tỷ đồng vào giữa tháng mười hai.

Tín dụng tăng trưởng nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu

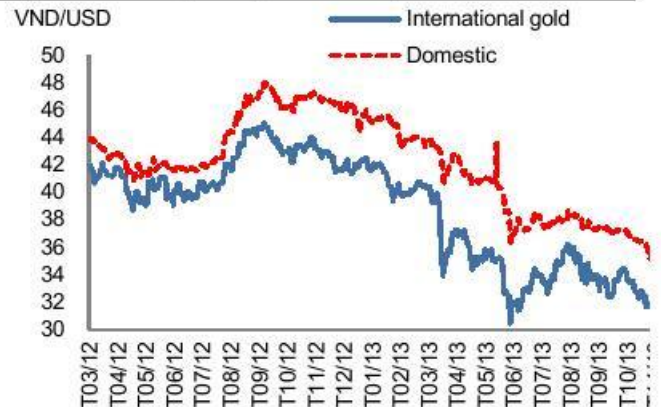
Tại cuộc họp báo của Chính phủ, Phó Thống đốc NHNN cho biết tăng trưởng tín dụng trong 11 tháng đầu năm đạt 7,54%, tăng từ 7,2% trong tháng mười và cao hơn mức 4,15% hồi tháng 11/2012. Tuy nhiên, so với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 2013 của NHNN là 12% thì kết quả hiện tại vẫn thấp hơn nhiều, trong khi năm 2013 sắp sửa kết thúc.

Thị trường ngoại hối

Bảng 5a: Tỷ giá VND/USD



Bảng 5b: Giá vàng trong nước và quốc tế



Nguồn: VCSC, Bloomberg

Không có dấu hiệu điều chỉnh tỷ giá khiến đợt tăng trên thị trường tự do chấm dứt

Tỷ giá tăng mạnh: Tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do tăng mạnh trong tuần đầu tháng mười hai, từ 21.160VND/USD cuối tháng mười một lên 21.280VND/USD do lo ngại điều chỉnh tỷ giá vào tháng cuối năm. Tỷ giá tại các ngân hàng thương mại cũng tăng 40-60VND lên trung bình 21.160-21.180VND/USD trong tuần đầu tháng mười hai.

Không có dấu hiệu điều chỉnh tỷ giá: Dù Thủ tướng và NHNN cho biết đến cuối năm có thể sẽ điều chỉnh tỷ giá VND/USD 1%-2%, NHNN chỉ còn hai tuần để hành động. Tuy nhiên, hiện đồng nội tệ không chịu áp lực nhờ nguồn cung USD vẫn lành mạnh. FDI đạt 10,6 tỷ USD trong 11 tháng đầu năm trong khi cán cân thương mại tính từ đầu năm đến nay thặng dư 1 tỷ USD.

Thị trường ngoại hối ổn định tại thời điểm giữa tháng mười hai: Dù tỷ giá VND/USD tăng mạnh vào tuần đầu, thị trường ngoại hối vẫn ổn định trong tuần thứ hai. Tỷ giá của các ngân hàng giảm từ 21.160-21.180VND/USD về mức 21.120-21.130VND/USD trong khi tỷ giá trên thị trường tự do giảm xuống 21.170VND/USD.

Chênh lệch giá vàng tăng do cầu cao, phục vụ mùa cưới

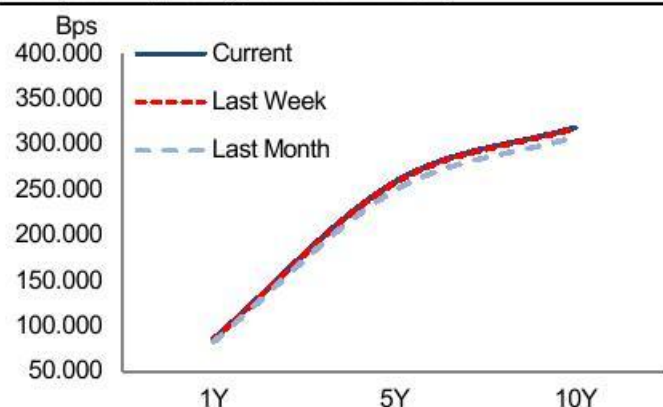
Giá vàng trong nước giảm chậm hơn so với giá thế giới: Dù giá vàng thế giới đã giảm 5% kể từ giữa tháng mười một, giá vàng trong nước đến nay chỉ giảm 2% do cầu trong nước ở mức cao phục vụ mùa cưới. Vì vậy, chênh lệch giá vàng tăng từ 3,6 triệu đồng/lượng lên 3,9 triệu đồng/lượng (11% giá bán hiện tại).

NHNN đã bơm 67 tấn vàng vào thị trường: Đáng chú ý, NHNN tiếp tục tổ chức các phiên đấu thầu vàng để cung cấp cho thị trường trong nước. Đến nay, NHNN đã tổ chức được 74 phiên đấu thầu vàng, bán ra 1,79 triệu lượng hay 67 tấn vàng (tương đương 2 tỷ USD). Vì Tết Nguyên Đán đang đến gần nên nhu cầu vàng có thể sẽ tiếp tục tăng, duy trì chênh lệch trong khoảng 4-4,5 triệu đồng/lượng.

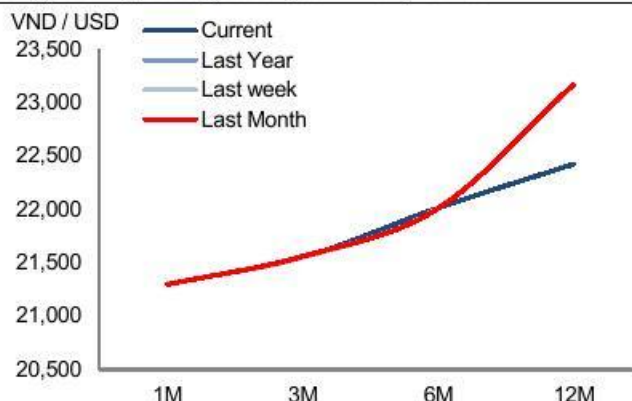
Thâm hụt thương mại cao hơn nếu tính cả nhập khẩu vàng: Tính từ đầu năm đến nay, NHNN đã nhập khẩu khoảng 2 tỷ USD vàng. Nếu tính cả nhập khẩu vàng thì cán cân thương mại của Việt Nam thay vì thặng dư 1 tỷ USD sẽ thâm hụt 1 tỷ USD.

Thị trường CDS và NDF

Bảng 6a: Hợp đồng hoán đổi tín dụng



Bảng 6b: Hợp đồng tương lai không tất toán



Nguồn: VCSC, Bloomberg

CDS tăng nhẹ 0,03-0,11% do có ít nhiều lo ngại về CPI tháng mười hai

Phí bảo hiểm trái phiếu Chính phủ Việt Nam tăng nhẹ đối với tất cả các kỳ hạn do CPI có thể tăng mạnh hơn trong tháng mười hai với nhu cầu mùa lễ Tết tăng. Ngoài ra, Chính phủ cho biết bội chi ngân sách năm nay có thể lên đến 5,3%, gây ra ít nhiều lo ngại về nợ công của Việt Nam.

Bảng 7: Phí CDS

	%	Tăng/giảm (%)
Thay đổi CDS 1 năm	0,86	+0,03
Thay đổi CDS 5 năm	2,58	+0,09
Thay đổi CDS 10 năm	3,19	+0,11

Nguồn: Bloomberg

NDF 12 tháng giảm 3,2% vì đã gần kết thúc năm 2013 nhưng vẫn chưa điều chỉnh tỷ giá
 Vì NHNN không đưa ra tín hiệu nào về việc điều chỉnh tỷ giá dù tháng mười hai sắp kết thúc, tỷ giá tương lai 12 tháng giảm 3,2% nhờ nhà đầu tư tin tưởng hơn vào đồng nội tệ. Cán cân thương mại thặng dư 1 tỷ USD từ đầu năm đến nay có thể tạo điều kiện cho tỷ giá tương lai kỳ hạn dài giảm. Trong khi đó, tỷ giá các kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng vẫn không đổi.

Bảng 8: Tỷ giá NDF bằng đồng nội tệ

	VND/USD	Tăng/giảm %
Kỳ hạn 1 tháng	21.303	0,0%
Kỳ hạn 3 tháng	21.552	0,0%
Kỳ hạn 6 tháng	22.015	0,0%
Kỳ hạn 12 tháng	22.425	-3,2%

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)
11/12/13	TD1015050	1,5	10,95	6,9	105.609	110.799	1.000.000	111
11/12/13	TD1315009	1,9	7,2	9,0	96.978	97.787	2.000.000	196
11/12/13	TD1015044	1,5	11,33	6,9	106.003	111.994	2.000.000	224
11/12/13	TD1215176	2,0	9,2	8,9	100.439	100.716	2.500.000	252
12/12/13	TD1315007	1,7	7,3	7,0	100.423	102.483	500.000	51
12/12/13	TD1215176	2,0	9,2	6,8	104.286	104.589	500.000	52
12/12/13	TD1015064	1,8	10,29	7,3	105.039	106.589	500.000	53
12/12/13	TD1215035	1,5	9,4	7,0	103.482	107.731	500.000	54
12/12/13	BVDB13037	1,3	9,1	8,0	101.282	107.814	500.000	54
12/12/13	TD1215034	1,5	9	6,5	103.487	107.925	500.000	54
12/12/13	TD1217040	3,6	9,8	8,0	105.434	109.435	500.000	55
12/12/13	TD1316011	2,1	8,6	7,3	102.538	110.336	500.000	55
12/12/13	TD1217036	3,3	10,8	8,0	107.998	115.099	500.000	58
12/12/13	TD1217002	3,1	12,15	7,7	111.868	122.820	500.000	61
12/12/13	BVDB13046	2,3	8,8	8,8	99.984	106.180	900.000	96
12/12/13	TD1315008	1,8	7,2	7,4	99.667	100.811	1.000.000	101
12/12/13	TD1316018	2,6	7	7,5	98.860	101.718	1.000.000	102
12/12/13	TD1214171	0,9	9,3	6,3	102.619	103.307	1.000.000	103
12/12/13	TD1315003	1,3	8,2	6,7	101.809	107.919	1.000.000	108
12/12/13	TD1215033	1,4	9,1	6,8	102.953	108.214	1.000.000	108
12/12/13	TD1316012	2,2	8,6	7,6	101.932	109.001	1.000.000	109
12/12/13	TD1215032	1,3	10,8	6,6	105.157	112.288	1.000.000	112
12/12/13	TB1015036	1,4	11,5	6,8	106.023	113.269	1.000.000	113
12/12/13	TD1318023	4,3	8,4	8,3	100.350	106.218	1.300.000	138
12/12/13	TD1316014	2,3	8,4	7,3	102.154	108.391	1.500.000	163
12/12/13	TD1315009	1,9	7,2	7,4	99.660	100.488	2.000.000	201
12/12/13	TD1114045	0,6	12,3	5,9	103.420	108.846	3.000.000	327
12/12/13	TB1015041	1,4	11,33	6,9	105.858	112.470	2.980.800	335
12/12/13	TD1215001	1,1	12,1	6,5	105.799	116.739	3.000.000	350
13/12/13	TD1316013	2,2	8,5	7,1	102.694	109.401	170.000	19
13/12/13	TD1318025	4,5	7,7	8,5	97.126	101.240	220.000	22
13/12/13	TD1215133	1,8	9,8	6,8	104.920	106.907	500.000	53
13/12/13	TB1015041	1,4	11,33	6,5	106.329	112.972	500.000	56
13/12/13	TD1217002	3,1	12,15	7,7	111.859	122.844	500.000	61
13/12/13	TD1215035	1,5	9,4	6,5	104.137	108.412	700.000	76
13/12/13	TB1015059	1,7	10,4	7,0	105.393	108.100	1.000.000	108
13/12/13	TD1315001	1,1	8,4	6,5	101.992	109.632	1.000.000	110
13/12/13	TD1318021	4,1	9,3	8,6	102.299	110.733	1.000.000	111
13/12/13	TD1114045	0,6	12,3	6,0	103.359	108.819	1.500.000	163
13/12/13	TD1316012	2,2	8,6	7,3	102.630	109.722	2.500.000	274
13/12/13	TD1214172	1,0	9,1	6,3	102.600	111.650	2.500.000	279

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
2/12/2013	2/12/2014	364	1,000	100%	6.35%

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
16/12/2013	VBSP	BVDB13226	2	500	18/12/2013	18/12/2015	18/12/2013
16/12/2013	VBSP	BVDB13236	3	400	18/12/2013	18/12/2016	18/12/2013
16/12/2013	VBSP	BVDB13245	5	300	18/12/2013	18/12/2018	18/12/2013

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 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, 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.