

Vũ Thanh Tú

Trưởng Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên

## 2014 kết thúc với tăng trưởng mạnh tạo tiền đề cho nhiều kỳ vọng trong năm 2015

- Kinh tế Việt Nam kết thúc năm 2014 với một loạt các chỉ báo vĩ mô tích cực, tạo nền tảng cho nhiều kỳ vọng trong năm 2015.
- Tăng trưởng GDP đạt 5,98%, mức cao nhất trong 4 năm qua, vượt mục tiêu 5,8% của Chính phủ và dự báo chung là từ 5,4% đến 5,6%.
- Lạm phát lần đầu tiên dưới mức 2% nhờ giá nhiên liệu giảm mạnh.
- Thặng dư thương mại cao kỷ lục, đạt 2 tỷ USD, phần lớn nhờ các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài, đặc biệt là trong lĩnh vực điện tử.

### GDP Quý 4 tăng 7%; tăng trưởng cả năm đạt mức cao nhất 4 năm qua là 5,98%

- GDP Quý 4 tăng mạnh nhờ công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 8,67%.
- Tăng trưởng GDP cả năm đạt 5,98%, đóng góp vào tăng trưởng chủ yếu đến từ khu vực công nghiệp và xây dựng (tăng 7,14%), cụ thể là công nghiệp chế biến – chế tạo (tăng 8,45%).
- Chúng tôi cho rằng công nghiệp và xây dựng tiếp tục là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng trong năm 2015, đồng thời kì vọng cầu trong nước sẽ cải thiện mạnh hơn, giúp lĩnh vực dịch vụ đóng góp trở lại vào tăng trưởng GDP.

### Lạm phát thấp kỷ lục nhờ áp lực chi phí đẩy giảm bớt

- CPI tháng mười hai giảm 0,24% so với tháng mười một, lạm phát cả năm chỉ còn 1,84%.
- Giá cả nhóm giao thông vận tải cả năm giảm 5,6% nhờ giá xăng bán lẻ giảm tổng cộng 26%.

### Tuy tổng mức bán lẻ danh nghĩa tăng trưởng dưới mức trung bình, tăng trưởng thực cho thấy cầu nội địa đang phục hồi

- Tăng trưởng danh nghĩa của tổng mức bán lẻ tăng 10,6% trong năm 2014, thấp hơn mức 12,6% năm 2013 nhưng tăng trưởng thực (loại trừ yếu tố giá) lên đến 6,5%, cao hơn so với mức 5,6% trong năm 2013.
- Tăng trưởng thực tế cho thấy cầu trong nước đang phục hồi và lạm phát năm 2014 thấp phần lớn do hiệu ứng chi phí giảm mạnh.

### Sản xuất công nghiệp đạt mức cao nhất từ năm 2010 nhờ sản xuất hàng điện tử

- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng mười hai tăng giảm xuống 9,6% so với cùng kỳ năm 2013, thấp hơn so với mức 11,1%, vì ngành khai khoáng giảm sau mức tăng đột biến trong tháng 11. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của ngành công nghiệp chế biến chế tạo trong tháng mười hai lên đến 11,3%, mức cao nhất trong năm.
- IIP cả năm tăng 7,6% so với năm 2013, trong đó sản xuất hàng điện tử tăng 37,5% (so với mức 7,7% năm 2013).

### Thặng dư thương mại 2014 đạt 2 tỷ USD, xuất khẩu tăng 14% và nhập khẩu tăng 12% so với năm 2013

- Kim ngạch xuất khẩu tháng mười hai giảm 1% so với tháng mười một xuống 13 tỷ USD trong khi nhập khẩu tăng 9,4% lên 14 tỷ USD.
- Tình hình xuất nhập khẩu năm 2014: Kim ngạch xuất khẩu là 150 tỷ USD và kim ngạch nhập khẩu là 148 tỷ USD. Các sản phẩm điện thoại di động của Samsung dẫn đầu về xuất khẩu, đóng góp 16% kim ngạch cả năm. Máy móc vẫn chiếm trên 25% kim ngạch nhập khẩu.

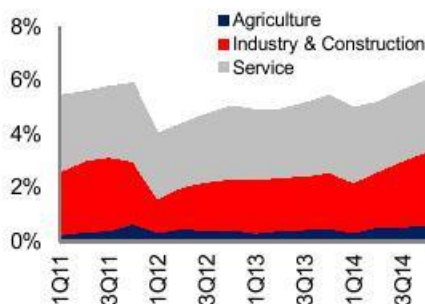
### FDI đăng ký đạt 20 tỷ USD, FDI giải ngân tăng 7%

- Giải ngân FDI tăng 7% so với năm ngoái lên 12,4 tỷ USD (so với mục tiêu là 12-12,5 tỷ USD)
- FDI đăng ký năm 2014 đạt 20 tỷ USD, tương đương 94% năm ngoái, nhờ các dự án lớn được thông qua vào cuối năm, trong đó có các dự án của Samsung trị giá tổng cộng 5,4 tỷ USD, và một dự án của Dewan Int'l, một chủ đầu tư BĐS của Hồng Kông, trị giá 1,2 tỷ USD.

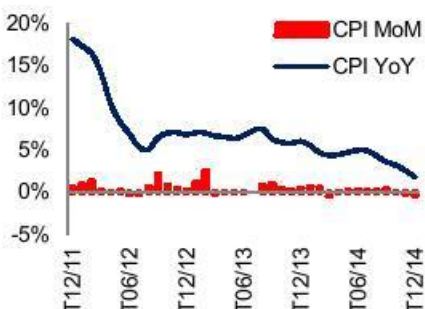
Số liệu trong tháng	T11	T12
CPI (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	2,60	1,84
Tổng mức bán lẻ (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	11,1	10,2
Chỉ số SXCN (% ΔYoY)	11,0	9,6
Giá trị xuất khẩu (tỷ USD)	13,2	13,1
Giá trị nhập khẩu (tỷ USD)	12,8	14,0
Giải ngân FDI (tỷ USD)	11,2	12,4

Dự báo cả năm	2013	2014
GDP danh nghĩa (tỷ USD)	170,6	185,7
GDP tính theo giá thực tế (% so với năm trước)	5,4	6,0
CPI (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	6,0	1,8
Giá trị xuất khẩu (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	15,4	13,6
Giá trị nhập khẩu (% Δ so với cùng kỳ năm trước)	15,4	12,1
Cân cán thương mại/GDP (%)	0,0	1,1
M2/GDP (%)	121,0	129,6
Tổng tín dụng/GDP (%)	99,0	109,9
FDI thực hiện (tỷ USD)	11,5	12,4

Cơ cấu GDP theo lĩnh vực



Lạm phát

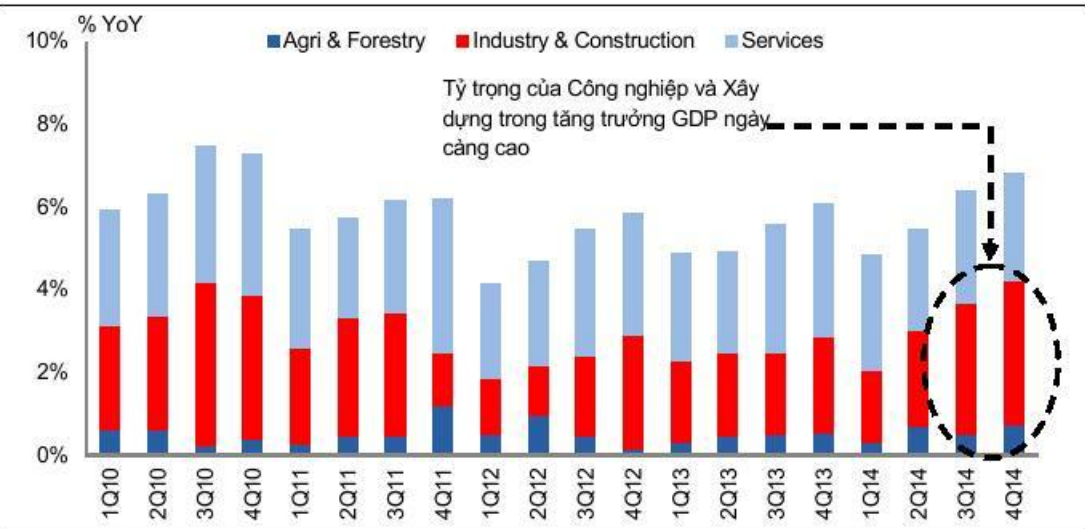


## Tình hình kinh tế vĩ mô

### Hoạt động kinh tế

**Tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt mức cao nhất 4 năm qua là 5,98%**, trong đó GDP danh nghĩa ước đạt gần 190 tỷ USD. Tăng trưởng GDP tiếp tục tăng gần 7% trong Quý 4 so với các mức 5,06%, 5,34% và 6,07% lần lượt trong các Quý 1, 2 và 3 nhờ ngành công nghiệp và xây dựng tiếp tục đóng góp mạnh nhất vào tăng trưởng GDP khi tăng trưởng 8,67% trong Quý 4 so với mức 8,33% trong Quý 3.

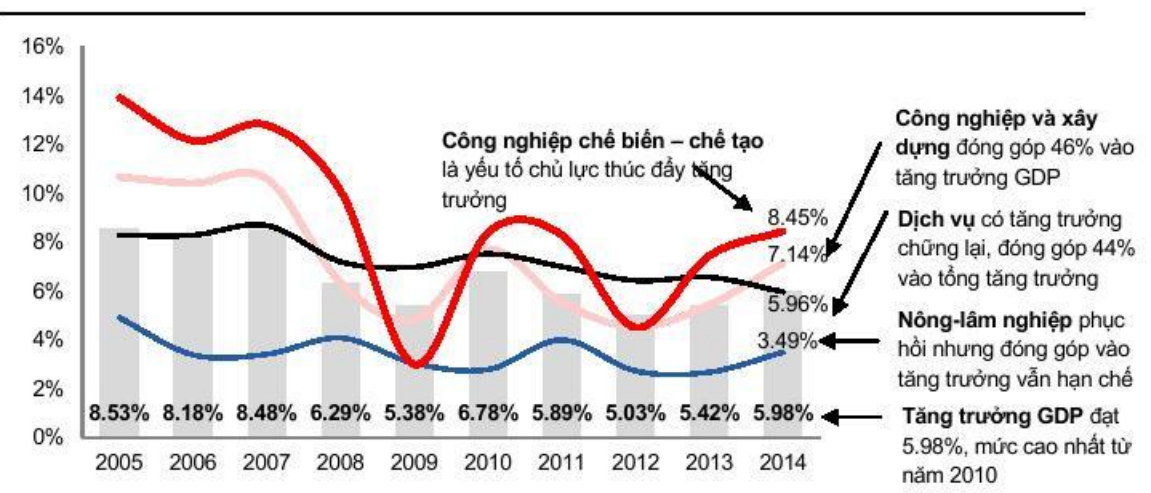
**Hình 1: Cơ cấu tăng trưởng GDP theo lĩnh vực**



Nguồn: TCTK, VCSC

**Công nghiệp và xây dựng tăng 7,14% trong năm 2014 (so với mức tăng 5,43% năm 2013) và đóng góp 46% vào tăng trưởng GDP**, nhờ xuất khẩu tăng trưởng trên 10% và FDI đạt mức cao (đặc biệt là vào sản xuất hàng điện tử, điện thoại thông minh, và dệt may). Trong khi đó, tăng trưởng lĩnh vực dịch vụ giảm xuống 5,96% (từ 6,57% năm 2013), đóng góp 44% vào tăng trưởng GDP.

**Hình 2: Tăng trưởng GDP của các lĩnh vực**



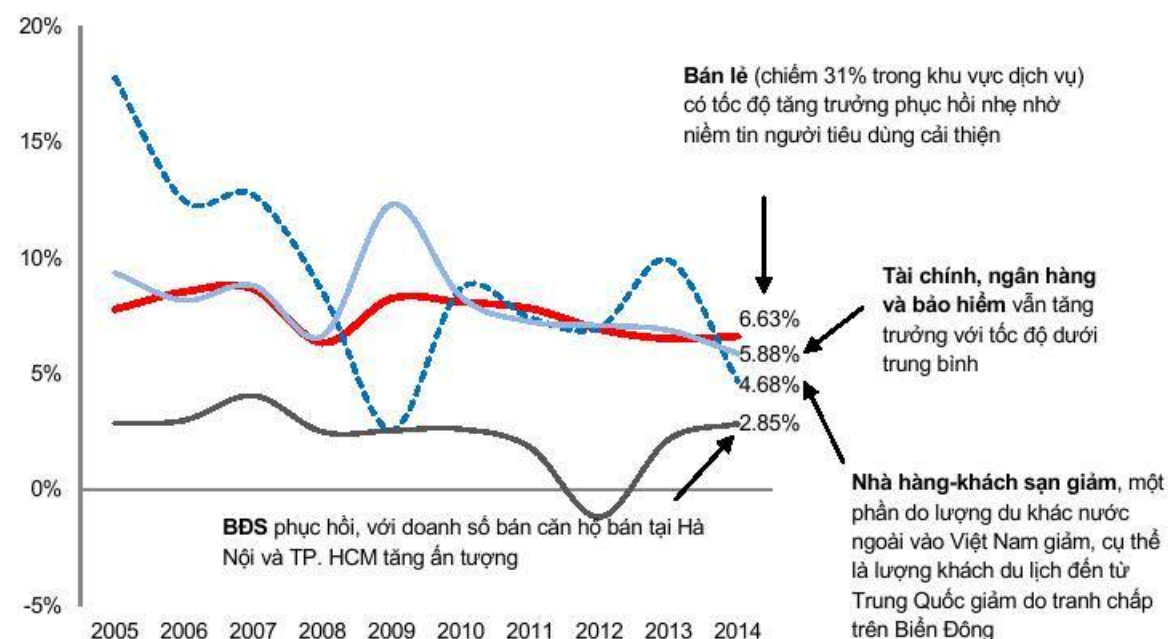
Nguồn: TCTK, VCSC

**Hình 3: Đóng góp vào tăng trưởng của khu vực công nghiệp và xây dựng theo ngành (qua từng quý)**

	Q1/2014	Q2/2014	Q3/2014	Q4/2014	Q2014	
<b>Công nghiệp và xây dựng</b>	<b>4,38%</b>	<b>6,13%</b>	<b>8,33%</b>	<b>8,67%</b>	<b>7,15%</b>	Tăng trưởng liên tục qua từng quý
Công nghiệp	3,96%	6,46%	5,51%	6,05%	3,96%	
Khai khoáng	-0,52%	-0,52%	0,58%	2,00%	0,54%	Phục hồi trong Quý 4 nhờ sản lượng khai thác dầu khí
<b>Chế biến – Chế tạo</b>	<b>3,56%</b>	<b>4,87%</b>	<b>5,17%</b>	<b>3,57%</b>	<b>4,26%</b>	Là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng, nhờ cầu xuất khẩu mạnh và FDI tăng
Sản xuất điện	1,07%	6,01%	-1,33%	1,65%	1,33%	
Xây dựng	0,42%	0,77%	1,43%	1,48%	1,09%	

Nguồn: TCTK, VCSC

**Hình 4: Tăng trưởng khu vực dịch vụ theo các ngành**



Nguồn: TCTK, VCSC

## Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)

**Giá tiêu dùng khá ổn định nhờ giá nhiên liệu giảm**

**CPI tháng 12 giảm 0,24% so với tháng 11** (so với mức giảm 0,27% của tháng 11):

- Giá cả nhóm giao thông-vận tải giảm mạnh 3,09% nhờ giá xăng bán lẻ giảm mạnh (tổng cộng 6,8% từ ngày 22/11 đến ngày 06/12) và sau đó chi phí vận chuyển cũng giảm theo.
- Trong khi đó, giá cả nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng giảm 0,99% so với tháng mười một vì giá gas bán cho các hộ gia đình giảm khoảng 5% (từ ngày 01/12).
- Vì vậy, tuy giá cả các mặt hàng khác trong rổ CPI có tăng nhưng vì tác động của giá nhiên liệu nên CPI tháng 12 vẫn giảm.

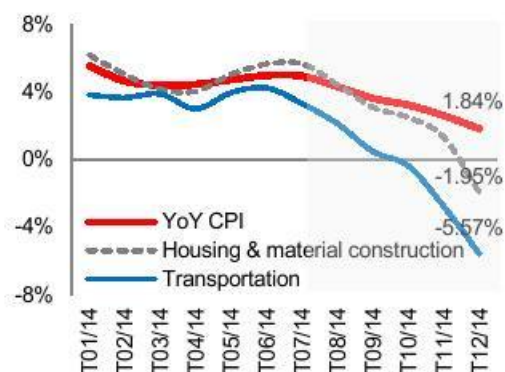
**Lạm phát cả năm là 1,84%, mức thấp nhất trong hơn 10 năm qua.** Chúng tôi cho rằng lạm phát cả năm thấp kỷ lục phần lớn nhờ áp lực chi phí giảm bớt: giá cả nhóm giao thông-vận tải lần đầu tiên kết thúc năm trong xu hướng giảm (-5,6%) với giá xăng bán lẻ tổng cộng giảm 26%.

**Dự báo lạm phát tiếp tục thấp vào đầu năm 2015 nhưng đến cuối năm giá cả sẽ tăng mạnh**

- Nhiều ý kiến cùng cho rằng giá dầu thô sẽ tăng trở lại trong 6 tháng cuối năm 2015, khiến giá xăng bán lẻ tăng theo.
- Bên cạnh đó, giá dịch vụ khám chữa bệnh cũng sẽ được điều chỉnh trong năm 2015 (tăng 75%-100% trong tháng sáu) theo Thông tư 04/2012 về việc tăng giá dịch vụ khám chữa bệnh hàng năm từ 2012-2015 và nhiều khả năng học phí sẽ được điều chỉnh theo đề xuất của Bộ GDĐT hồi tháng 10/2014 (hiện vẫn đang được xem xét).
- Đáng chú ý, theo Quyết định 2165 ban hành tháng 11/2013, Tập đoàn Điện lực Việt Nam có thể tăng giá điện 22% từ mức giá hiện tại trong giai đoạn 2013-2015. Vì không có đợt điều chỉnh giá điện nào trong năm 2014, nhiều khả năng giá điện sẽ tăng trong năm 2015. Cụ thể, trong tháng mười hai, các phương tiện truyền thông đã đưa tin Tập đoàn Điện lực Việt Nam đã xin phép Bộ Công Thương tăng giá điện 9,5%. Đề xuất này vẫn đang được xem xét.

**Lạm phát tháng một: sẽ không có đột biến.** Giá xăng giảm hơn 10% ngày 22/12 xuống mức thấp nhất từ năm 2009. Theo ước tính của chúng tôi, đợt giảm mạnh này có thể giúp CPI tháng một giảm 0,8%, giúp hạn chế mức tăng giá cả các mặt hàng nói chung vào dịp giáp Tết.

**Hình 5a: Giá nhiên liệu giảm giúp hạn chế lạm phát**



**Hình 5b: Giá xăng dầu giảm mạnh năm 2014**

	2010	2011	2012	2013	2014
RON 92	3%	27%	11%	5%	-26%
Dầu nhiên liệu	-1%	34%	7%	4%	-15%
Dầu hỏa	-2%	32%	5%	5%	-20%
Dầu diesel	1%	38%	6%	7%	-20%

Nguồn: TCTK, Petrolimex, Bộ Tài chính, VCSC

## Cầu trong nước

Giá xăng bán lẻ giảm liên tiếp, hỗ trợ cầu trong nước

Hình 6: Tổng mức bán lẻ loại trừ yếu tố giá đang phục hồi



Nguồn: TCTK, AC Nielsen, VCSC

### Doanh số ô-tô cả năm đạt kết quả tích cực

**Doanh số bán ô-tô vượt mục tiêu của VAMA:** Theo báo cáo của Hiệp hội các nhà sản xuất ô-tô Việt Nam (VAMA), trong tháng 11 có gần 16.000 ô-tô được bán ra, tăng 7% so với tháng 10 và 57% so với tháng 11/2014. Trong khi đó, tổng sản lượng bán ra 11 tháng đầu năm 2014 tăng hơn 40% so với cùng kỳ năm ngoái lên 137.575 chiếc, vượt mục tiêu cả năm là 130.000 chiếc. Ngoài ra, tháng mười hai thường là tháng VAMA đạt doanh số cao nhất.

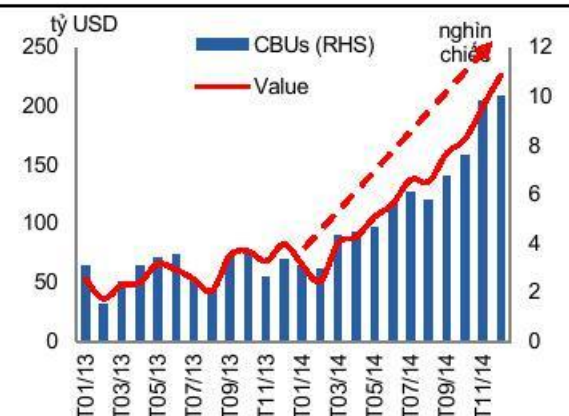
**Ô-tô nhập khẩu tăng gấp đôi cả về giá trị và số lượng:** Tổng giá trị ô-tô nhập khẩu nguyên chiếc vào Việt Nam năm 2014 đạt hơn 1,5 tỷ USD, tương đương 71.000 chiếc, tăng 117% về giá trị và 104% về số lượng so với năm 2013.

Hình 7a: Sản lượng ô-tô bán ra của VAMA



Nguồn: VAMA

Hình 7b: Ô tô nhập khẩu nguyên chiếc



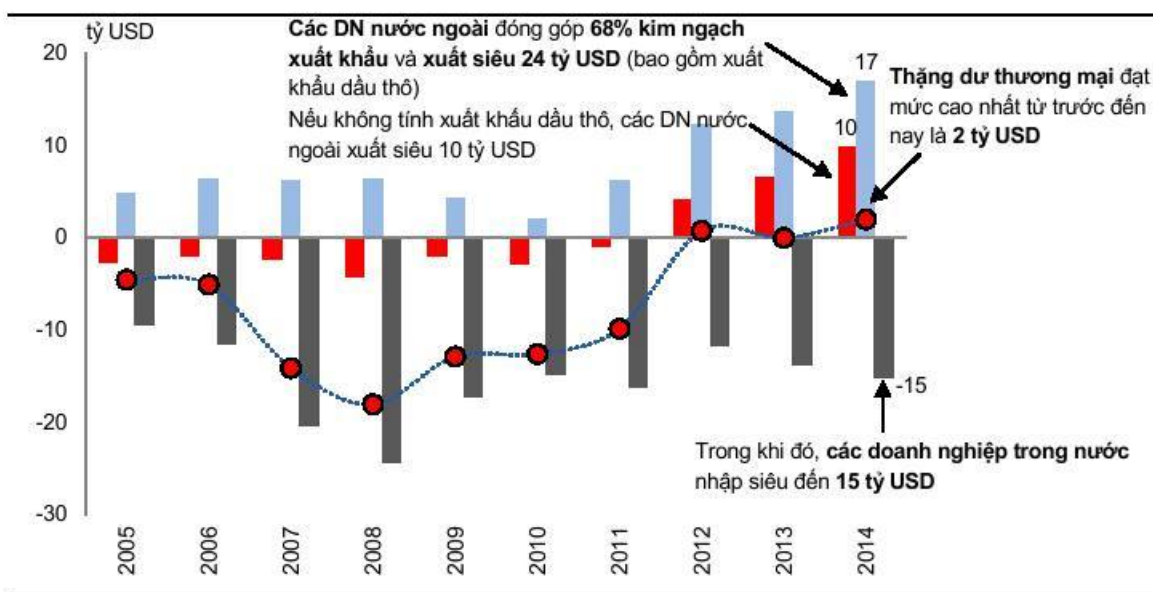
Nguồn: TCTK, Tổng cục Hải quan

## Hoạt động xuất nhập khẩu

### Thặng dư thương mại đạt mức cao kỷ lục 2 tỷ USD

- Kim ngạch xuất khẩu tăng 13,6% so với năm 2013 lên 150 tỷ USD. Điện thoại di động và linh kiện (khoảng 16% giá trị xuất khẩu), dệt may (14%) và giày dép (7%) là các mặt hàng xuất khẩu chủ lực.
- Kim ngạch nhập khẩu tăng 12,1% so với năm 2013 lên 148 tỷ USD. Máy móc-thiết bị vẫn là các mặt hàng được nhập khẩu nhiều nhất, tăng 20% và chiếm 15% tổng kim ngạch nhập khẩu.
- Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài vẫn dẫn đầu về xuất khẩu với 68% tổng kim ngạch và xuất siêu 17 tỷ USD.

Hình 8: Các doanh nghiệp có vốn nước ngoài (FIE) dẫn đầu về xuất khẩu



Nguồn: TCTK, Tổng cục Hải quan, VCSC

## Sản xuất công nghiệp

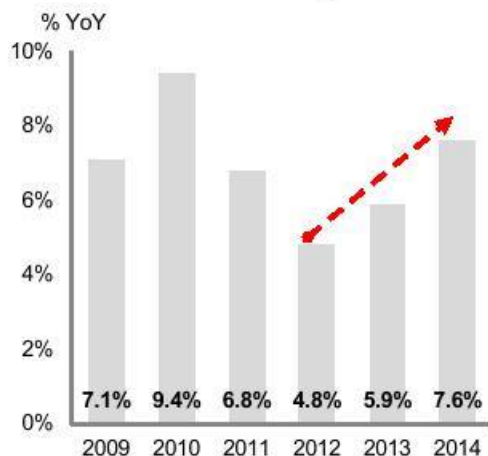
### Sản xuất công nghiệp

**Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng mười hai chỉ tăng 9,6% so với cùng kỳ năm ngoái, sau khi tăng 11,1% hồi tháng mười một** vì tăng trưởng của ngành khai thác khoáng sản giảm sau khi đạt mức cao hồi tháng mười một. Tuy nhiên, ngành công nghiệp chế biến – chế tạo vẫn đạt mức tăng trưởng cao nhất trong năm là 11,3%.

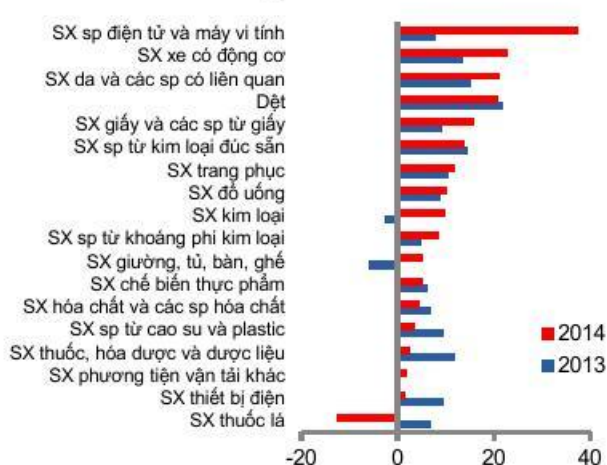
- Công nghiệp chế biến – chế tạo tăng nhờ sản xuất sản phẩm điện tử và máy tính tăng gần 60% trong tháng mười hai so với cùng kỳ năm ngoái.
- Tăng trưởng ngành khai khoáng giảm xuống mức 4,3% sau khi đạt tới 11% tháng mười một vì hoạt động khai thác dầu khí giảm: tăng trưởng khai thác dầu thô giảm xuống 7,4% trong tháng mười hai, từ 11,2 % trong tháng mười một và khai thác khí tự nhiên giảm xuống 2,2% từ 24%. Tăng trưởng cả năm của sản lượng dầu thô và khí tự nhiên lần lượt là 1,8% và 4,8%.

Tính chung cả năm 2014, tăng trưởng IIP đạt 7,6%, so với mức 5,9% năm 2013. Chỉ số sản xuất công nghiệp tăng mạnh phần nào giải thích đóng góp của khu vực công nghiệp và xây dựng vào tăng trưởng GDP cao nhất 4 năm qua. Đáng chú ý, sản xuất điện tử và máy vi tính có tốc độ tăng trưởng lên đến 37,5% năm 2014, cao hơn nhiều so với mức 7,7% năm 2013 với việc nhà máy trị giá tỷ USD của Samsung tại tỉnh Thái Nguyên đi vào hoạt động trong tháng ba, cùng với việc Microsoft (Nokia) chuyển dây chuyền sản xuất sang Việt Nam. Sản xuất xe có động cơ tăng mạnh 22,8% trong năm 2014 so với 13,5% trong năm 2013 nhờ nhu cầu ô-tô ở mức cao.

Hình 9a: IIP cao nhất trong 4 năm



Hình 9b: IIP theo ngành



Nguồn: TCTK

## Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Lượng vốn FDI đăng ký trong tháng mười hai tổng cộng đạt 2,9 tỷ USD, giảm 20% so với tháng trước vì trong tháng mười một dự án đầu tư 3 tỷ USD của Samsung được cấp phép, mở rộng hoạt động sản xuất điện thoại thông minh và hàng điện tử tại KCN Yên Bình, tỉnh Thái Nguyên. Dự án nổi bật nhất được thông qua trong tháng mười hai là khoản đầu tư vào BĐS trị giá 1,2 tỷ USD của Dewan International Ltd. (Hong Kong). Tổng cộng, FDI đăng ký cả năm đạt 20 tỷ USD, tương đương 94% năm ngoái.

Giải ngân FDI tăng 7,4% lên 12,4 tỷ USD trong năm 2014, phù hợp với dự báo của chúng tôi là 12-12,5 tỷ USD. Sản xuất và chế biến chiếm gần 75% vốn FDI đăng ký với các dự án lớn của Samsung, trị giá tổng cộng 5,4 tỷ USD. Như vậy, Hàn Quốc đóng góp 36% tổng vốn FDI vào Việt Nam, sau đó là Hong Kong (15%) và Singapore (14%).

## Ngân sách nhà nước

**Bộ Tài chính cho biết thâm hụt ngân sách ước tính bằng 4,06% GDP 2014**, hay 7,5 tỷ USD, thấp hơn nhiều so với thâm hụt năm 2013 (9,3 tỷ USD) và con số dự kiến 10,5 tỷ USD.

- **Tổng thu ngân sách Chính phủ cao hơn 8% so với kế hoạch** vì doanh thu từ dầu thô vượt kế hoạch hơn 25%, trong đó sản lượng dầu thô khai thác và giá bán trên thực tế cao hơn so với dự kiến khoảng 11%.
- So với năm 2013, **thu ngân sách tăng 3% vì nhờ nguồn thu xuất nhập khẩu tăng 24%** (thu ngân sách từ xuất nhập khẩu chiếm khoảng 20% ngân sách Chính phủ) nhờ các hoạt động thương mại sôi động hơn (kim ngạch xuất khẩu tăng 14% trong khi nhập khẩu tăng 12%). Trong khi đó, **thu ngân sách từ dầu (thông qua hình thức thuế TNDN và thuế tài nguyên thiên nhiên) giảm hơn 10%**. Vì vậy, khai thác dầu thô chỉ đóng góp 13% tổng thu ngân sách so với mức 15% năm 2013. Việc ngân sách chính phủ giảm phụ thuộc vào dầu, theo chúng tôi, là một tín hiệu tích cực do giá dầu thế giới đang giảm mạnh.

Như đã đề cập trong báo cáo trước, **thâm hụt ngân sách năm 2015 dự kiến là 5% GDP**, hay 10,7 tỷ USD, trong đó thu ngân sách chính phủ tăng 16% so với năm 2014 lên 43 tỷ USD đồng thời chi ngân sách tăng 14% lên 54 tỷ USD. Một lo ngại liên quan đến thu ngân sách chính phủ là giá dầu thô: **thu ngân sách từ dầu thô dựa trên mức giá 100USD/thùng**, trong khi giá dầu thô Brent hiện vào khoảng 60USD/thùng. Tuy nhiên, khá khó để đánh giá đầy đủ tác động của việc giảm giá dầu thô lên thu ngân sách nhà nước vì:

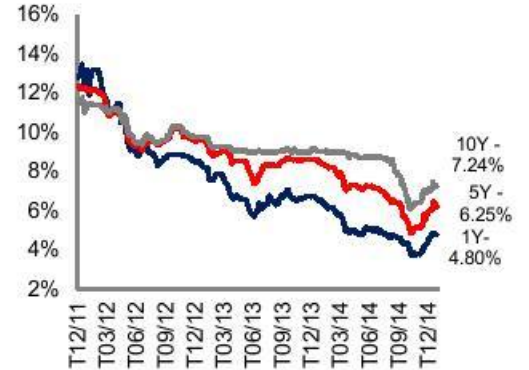
- **Sản lượng khai thác dầu thô được đặt kế hoạch khá thận trọng:** Sản lượng khai thác dầu năm 2014 đạt gần 16 triệu tấn trong khi doanh thu theo dự kiến được tính toán dựa trên giả định sản lượng là 14,74 triệu tấn.
- **Giá dầu thô giảm đóng vai trò như gót kích thích kinh tế** Giá xăng bán lẻ giảm mạnh sẽ giúp các doanh nghiệp có biên lợi nhuận cao hơn và kích thích sản xuất trong nước, qua đó hỗ trợ thu ngân sách từ thuế.
- **Chính phủ có thể tăng các loại thuế khác để giảm hụt thu ngân sách từ dầu thô do giá dầu giảm.** Ngày 06/12, Bộ Tài chính đã thông qua khung thuế mới dành cho các sản phẩm xăng dầu nhập khẩu và ngay sau đó, thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm này tăng thêm 10%. Đây là một biện pháp để giảm thất thu ngân sách từ dầu thô do giá dầu giảm nhưng cũng sẽ làm giảm tác động tích cực của việc giá nhiên liệu giảm đối với nền kinh tế.

## Các chỉ báo chính

Hình 1: Tỷ giá USD/VND



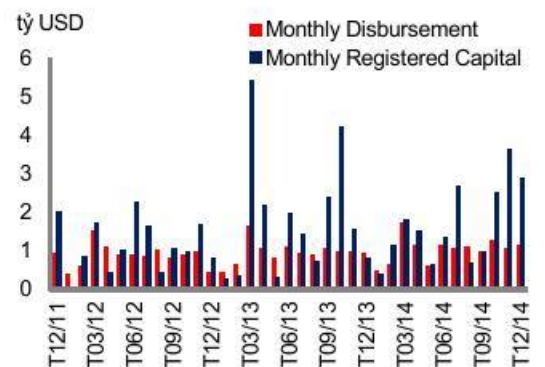
Hình 2: Lợi suất trái phiếu Chính phủ



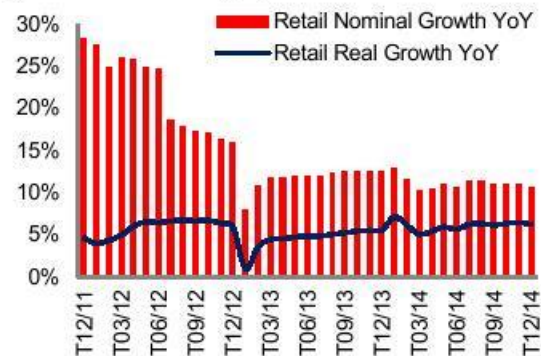
Hình 3: Cán cân thương mại



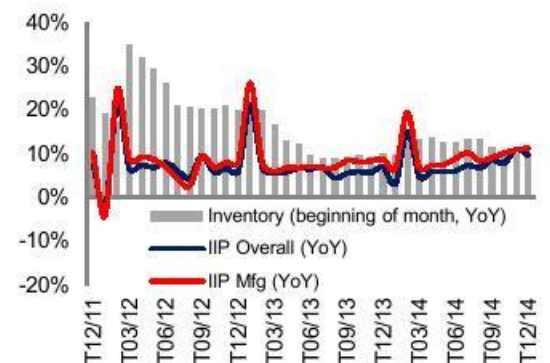
Hình 4: FDI



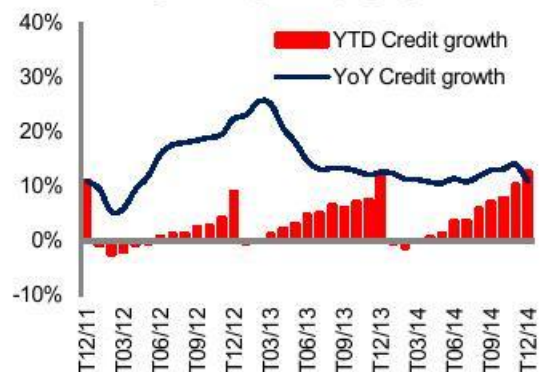
Hình 5: Tăng trưởng tổng mức bán lẻ (điều chỉnh theo giá)



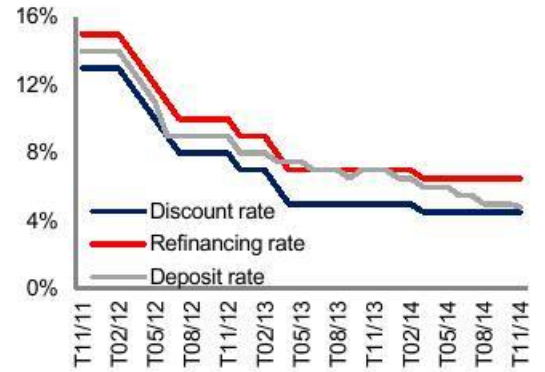
Hình 6: Chỉ số sản xuất công nghiệp



Hình 7: Tăng trưởng tín dụng ngành NH



Hình 8: Lãi suất điều hành



Nguồn: TCTK, NHNN

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Vũ Thanh Tú và Dương Mỹ Thanh, 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 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</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. 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

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### 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

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

**Trưởng phòng,** Ngô Hoàng Long  
**Trưởng phòng,** Nguyễn Đức Tuấn  
**CV cao cấp,** Đặng Văn Pháp  
**CV cao cấp,** Đinh Thị Thùy Dương  
**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế  
**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh  
**Chuyên viên,** Nguyễn Thảo Vy

**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào  
**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ  
**Chuyên viên,** Trần Minh Đức  
**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải  
**Chuyên viên,** Văn Đình Phong  
**Chuyên viên,** Ngô Thùy Trâm  
**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 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.