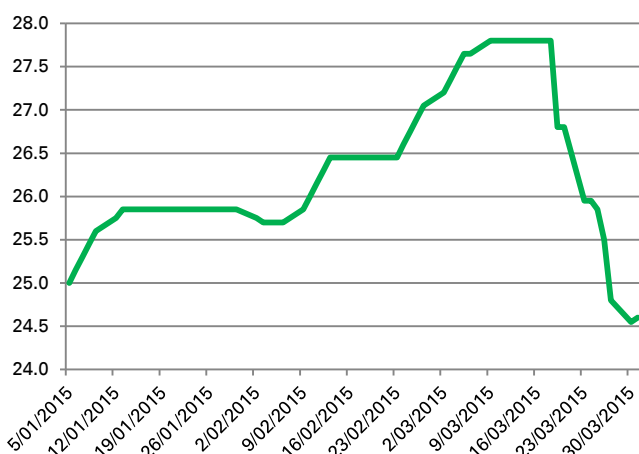


# Báo cáo triển vọng thị trường

Tháng 4, 2015



## Khối lượng chứng chỉ quỹ VNM ETF (triệu chứng chỉ quỹ)



Nguồn: Bloomberg, VPBS

## Tổng quan:

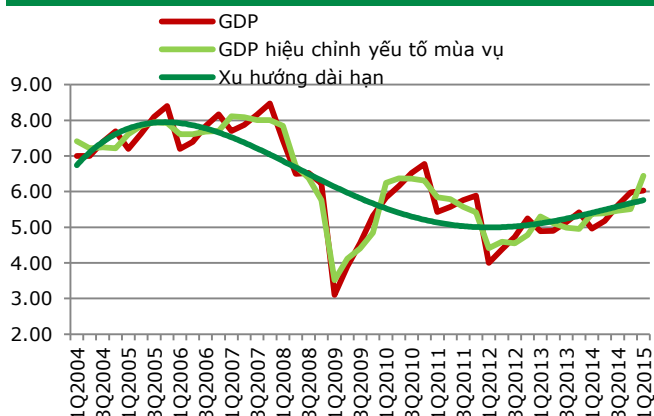
- Tăng trưởng GDP:** Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP đạt khoảng 6,2% trong quý II/2015 và đạt 6,5% cho cả năm nhờ tăng trưởng mạnh của ngành sản xuất, tín dụng cải thiện và tiêu dùng tăng.
- Cán cân thương mại:** Thâm hụt cán cân thương mại có thể tăng lên 2,5 - 3,0 tỷ USD hết tháng 6 do NHNN cam kết duy trì giá trị của tiền đồng. Điều đó tác động tiêu cực lên xuất khẩu trong khi nhập khẩu máy móc và thiết bị tăng. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn cho rằng cán cân thanh toán sẽ vẫn thặng dư do kiều hối tăng.
- Thâm hụt ngân sách:** Mặc dù nguồn thu ngân sách từ đầu thô giảm, nhưng chính phủ duy trì được mức thâm hụt so với GDP dưới 5% thông qua tăng các khoản thuế khác và kiểm soát chi tiêu. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng trên sẽ tiếp tục kéo dài cho cả năm 2015.
- Tỷ giá:** Đồng USD mạnh lên tạo áp lực điều chỉnh tỷ giá lên Ngân hàng Nhà nước mặc dù dự trữ ngoại hối vẫn dồi dào. Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ điều chỉnh thêm 1% trong quý II lên mức 21.672 VND/USD và thêm 1% nữa trong 6 tháng cuối năm lên 21.880 VND/USD.
- Lạm phát:** Lạm phát tăng nhẹ trở lại trong quý II chủ yếu do giá điện tăng. Chính phủ sẽ sớm có những biện pháp kiểm soát lạm phát bằng các chính sách giá cả. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng mức lạm phát sẽ đạt 3,5%.
- Lợi suất trái phiếu chính phủ:** Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm giảm đáng kể trong quý 1 xuống mức 5,5% nhưng nhu cầu trái phiếu giảm. Chúng tôi tin rằng lợi suất sẽ tăng trở lại lên ngưỡng 6,0% do lạm phát và tăng trưởng tín dụng dần cải thiện.
- Thị trường chứng khoán:** Chúng tôi cho rằng thị trường bị bán quá mức trong tháng 3 và các điều kiện kinh tế vĩ mô được kỳ vọng ổn định, nhà đầu tư nước ngoài có thể tiếp tục chuyển tài sản qua USD khi đồng bạc xanh mạnh lên và thời điểm nâng lãi suất của Fed đang đến gần. Chúng tôi hạ thấp kỳ vọng chỉ số Vn-Index xuống 630-650 điểm trong năm 2015.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này

Chỉ số vĩ mô	Quý II/2015	2015
Tăng trưởng GDP	6,2%	6,5%
Thâm hụt thương mại (USD)	2,5-3,0 tỷ	
Thâm hụt ngân sách / GDP	<5%	<5%
Tỷ giá liên ngân hàng (VND/USD)	21.672	21.889
Lạm phát (so với cùng kỳ)	1,69%	<3,5%
Lợi suất trái phiếu 5 năm	6,06%	
VN-Index	620 - 640	630 - 650

Nguồn: NHNN, TCTK, VPBS

## Tăng trưởng GDP theo quý

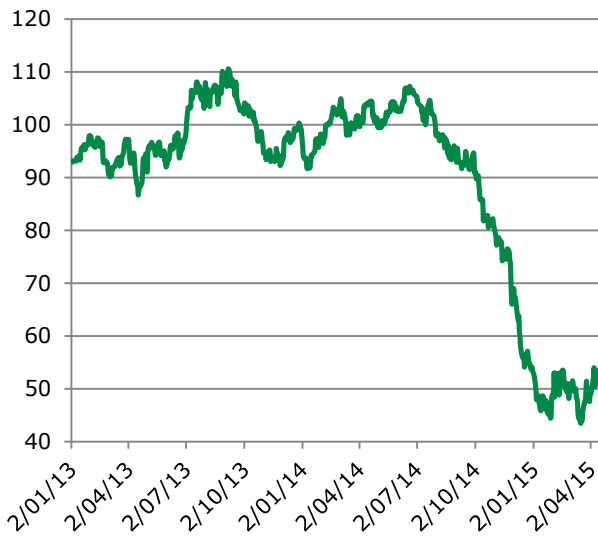


## Nội dung

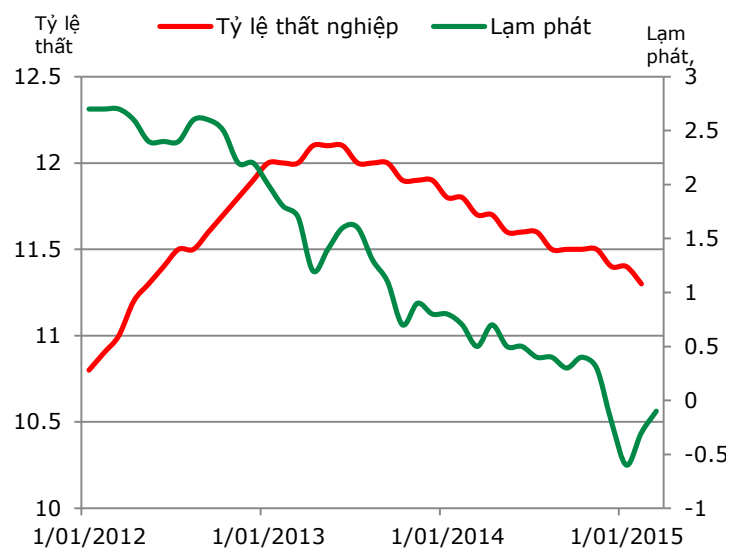
KINH TẾ THỂ GIỚI.....	3
TĂNG TRƯỞNG GDP.....	4
GDP quý I tăng trưởng mạnh.....	4
Tiêu dùng.....	6
Chi tiêu ngân sách nhà nước.....	7
Đầu tư.....	8
FDI.....	9
XUẤT NHẬP KHẨU.....	10
CHỈ TIÊU KINH TẾ.....	12
Dự trữ ngoại hối.....	12
Tỷ giá.....	13
Lạm phát.....	14
Tăng trưởng tín dụng.....	15
Lợi suất trái phiếu và Lãi suất.....	17
NHỮNG YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN NỀN KINH TẾ.....	19
Sửa đổi Nghị định 58.....	19
Sửa đổi Thông tư 210.....	21
Nghị định 34.....	23
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.....	25
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG.....	31
DIỄN BIẾN THEO NGÀNH LỰA CHỌN.....	35
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN.....	35
NGÀNH THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG.....	37
NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN.....	39
LIÊN HỆ.....	42

## KINH TẾ THẾ GIỚI

Giá dầu thô thế giới (WTI)



Khu vực Eurozone



Nguồn: Bloomberg

*Giá dầu thô ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam, tuy nhiên sức ảnh hưởng không bằng các chính sách tiền tệ như Mỹ tăng lãi suất trong khi Euro và Nhật Bản thực thi các gói nới lỏng định lượng.*

Giá dầu vẫn tiếp tục ở mức thấp khoảng 50 USD/thùng. Kinh tế Hoa Kỳ, quốc gia sản xuất dầu lớn nhất thế giới hồi phục trong hai tháng đầu năm 2015. Theo đó, đồng USD mạnh dần lên. Chỉ số đồng USD tăng lên mức cao nhất trong 12 năm, đạt 100,33 ngày 13/3, tăng 27% so với năm ngoái. Tuy nhiên, điều này dường như là nguyên nhân chính khiến kinh tế Mỹ có phần chậm lại trong tháng 3. Đồng USD mạnh lên sẽ khiến nhu cầu chi tiêu dịch chuyển từ Mỹ sang các quốc gia khác. Khi đồng USD trở nên đắt hơn so với các loại tiền tệ khác, hàng hóa của Mỹ sẽ trở nên đắt hơn tương đối. Doanh thu các công ty Mỹ mà phụ thuộc nhiều vào khách nước ngoài có thể sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm 2015. Cùng thời điểm đó, hàng hóa nhập khẩu trở nên rẻ hơn. Tăng trưởng chậm lại khiến Fed vẫn chần chừ trong việc nâng lãi suất theo dự kiến. Nhà đầu tư cho rằng, FED sẽ trì hoãn việc tăng lãi suất cho đến tháng 9. Điều này là tin tốt đối với thị trường mới nổi, bao gồm cả Việt Nam do nhà đầu tư nước ngoài có thể trì hoãn rút vốn.

Mặt khác, Châu Âu đã bắt đầu cho thấy dấu hiệu phục hồi. Số liệu tháng 3 khẳng định sự phục hồi kinh tế mạnh mẽ đang diễn ra. Tỷ lệ thất nghiệp, chỉ đạt 11,2% trong tháng 1 so với 11,8% trong tháng 1 năm ngoái, và tiếp tục giảm trong tháng 2. Tỷ lệ lạm phát tháng 3 dự báo ở mức 0%, cao hơn so với mức -0,3% trong tháng 2. Gói kích thích kinh tế của ngân hàng Trung ương Châu Âu đã bắt đầu ngày 9/3, dự kiến sẽ giúp tăng trưởng khu vực này. Sau Hoa Kỳ, Châu Âu là thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 của Việt Nam. Do đó, tăng trưởng phục hồi cũng sẽ tạo cơ hội cho các nhà xuất khẩu của Việt Nam.

Tại Châu Á, Nhật cũng đã bắt đầu gói nới lỏng định lượng của mình, bơm thêm dòng vốn rẻ vào thị trường. Tuy nhiên, điều này đã khiến đồng Yên Nhật giảm giá, khiến các dự án đầu tư vào Việt Nam trở nên đắt đỏ hơn.

Trong đầu tháng 3, Trung Quốc giảm lãi suất lần thứ 2 trong vòng 3 tháng cho thấy những nhà điều hành tại Bắc Kinh vẫn đang vô cùng quan ngại về tăng trưởng giảm sút. Trung Quốc giảm 0,25 điểm phần trăm đối với lãi suất huy động và cho vay cơ bản, xuống mức 2,5% và 5,35%, để tránh rủi ro giảm phát. Trung Quốc có thể cũng sẽ đưa ra gói kích thích kinh tế, và nếu như vậy, đồng yuan cũng sẽ giảm giá theo. Điều này cũng sẽ có lợi cho Việt Nam do nước ta nhập khẩu nhiều nhất từ Trung Quốc.

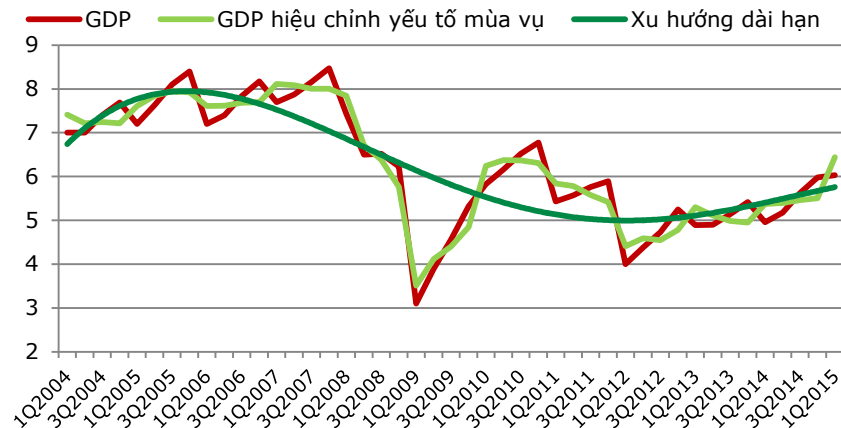
## TĂNG TRƯỞNG GDP

### GDP quý I tăng trưởng mạnh

*GDP quý I tăng trưởng 6,03% - vượt trên mọi kỳ vọng.*

GDP của Việt Nam đã bất ngờ tăng 6,03% trong quý I năm nay, cao nhất so với quý I các năm kể từ năm 2009 và cao hơn nhiều so với tất cả dự báo và kỳ vọng của các chuyên gia. Với kết quả trên, GDP của Việt Nam tiếp tục xu hướng tăng theo chu kỳ trong dài hạn.

GDP theo quý (% so với cùng kỳ năm trước)

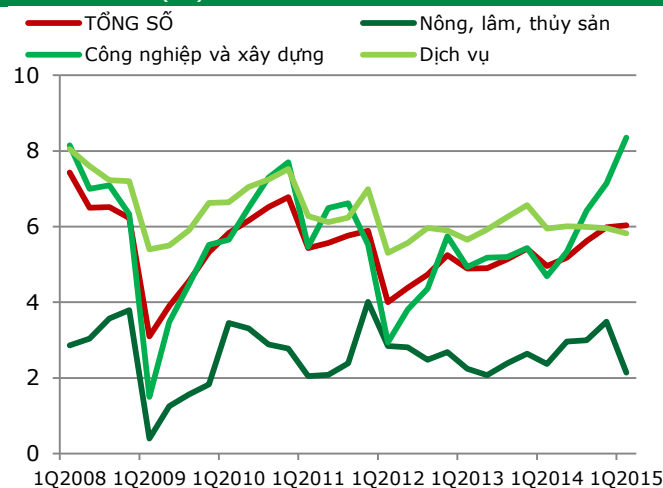


Nguồn: TCTK, VPBS

Mức tăng trưởng vượt bậc của nền kinh tế trong quý I chủ yếu nhờ khu vực công nghiệp và xây dựng (tăng 8,35% so với cùng kỳ, mức cao nhất trong 8 năm qua). Khu vực công nghiệp và xây dựng đóng góp 46,8% vào mức tăng GDP, cao hơn nhiều so với mức 37,9% ghi nhận trong cùng kỳ năm ngoái. Đáng chú ý là lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo đã tăng mạnh 9,51% so với cùng kỳ. Dòng vốn đầu tư của các tập đoàn hàng đầu thế giới như Samsung là một trong những lý do cho sự gia tăng này. Bên cạnh đó, việc lãi suất cho vay được điều chỉnh giảm trong năm ngoái đã giúp các doanh nghiệp giảm chi phí vay và dần dần giúp các doanh nghiệp tháo gỡ khó khăn trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

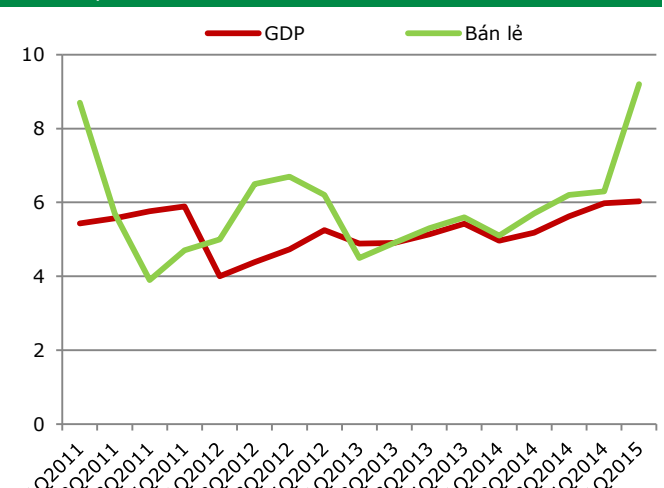
Khu vực dịch vụ tăng trưởng 5,82% so với cùng kỳ, đóng góp 39,1% vào tăng trưởng GDP, giảm so với mức đóng góp 55,6% ghi nhận trong quý I/2014. Thuế sản phẩm trừ trợ cấp sản phẩm tăng 4,47%, đóng góp 9,45%. Khu vực nông - lâm - thủy sản tiếp tục là khu vực có mức tăng trưởng thấp nhất trong cơ cấu GDP khi chỉ tăng 2,14% so với cùng kỳ.

Cơ cấu GDP (%)



Nguồn: TCTK, VPBS

Bán lẻ / GDP



Nguồn: TCTK, VPBS

## Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)

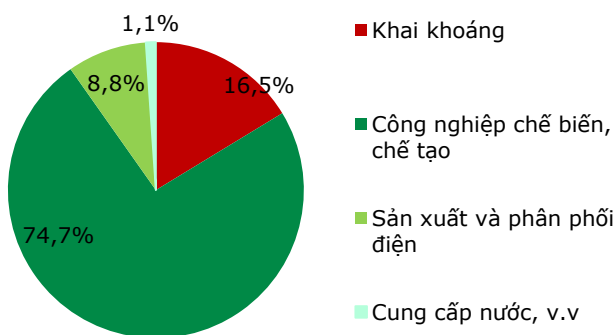
*Ngành sản xuất tiếp tục dẫn dắt mức tăng trưởng Việt Nam.*

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) đã có mức tăng trưởng ấn tượng 9,1% trong ba tháng đầu năm, cao hơn nhiều so với mức 5,3% và 4,9% ghi nhận trong năm 2014 và 2013. Đặc biệt, lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo tăng 9,6% so với cùng kỳ (quý I/2014 tăng 7,4%) đóng góp 74,7% vào mức tăng chung của toàn ngành. Lĩnh vực khai khoáng tăng 6,7% (quý I/2014 giảm 2,9%).

Việc Samsung Electronics Việt Nam – Thái Nguyên đi vào hoạt động và bắt đầu gia tăng sản xuất đã đẩy sản lượng điện thoại di động lên 61,5 triệu trong 3 tháng đầu năm, gấp đôi so với cùng kỳ. Một số mặt hàng khác cũng có mức tăng trưởng mạnh như ô tô (+52,6%), ti vi (+38,6%) và thức ăn thủy sản (+27,4%).

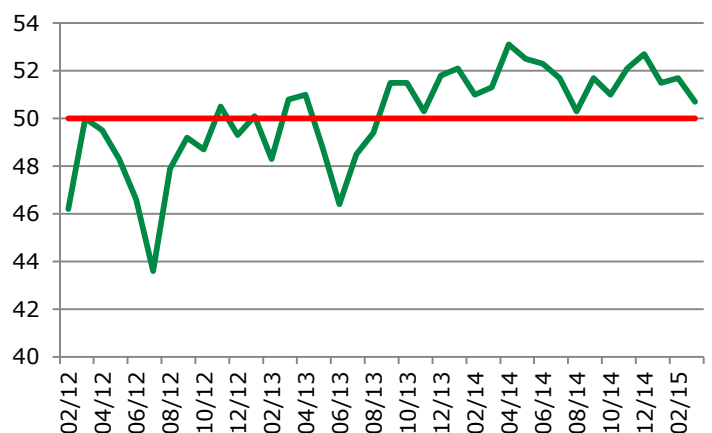
Nhờ Samsung, IIP trong quý I của Thái Nguyên ghi nhận mức tăng rất cao 568,1% so với cùng kỳ. IIP của các tỉnh thành khác như Cần Thơ, Quảng Nam và Hải Phòng tăng từ 13% - 15%.

Đóng góp vào mức tăng IIP của từng ngành (%)



Nguồn: TCTK, VPBS

HSBC PMI



Nguồn: HSBC

### HSBC Việt Nam PMI đạt trên ngưỡng 50 trong 19 tháng liên tiếp

Mặc dù chỉ số nhà quản trị mua hàng (HSBC PMI) tháng 3 giảm xuống 50,7 từ mức 51,2 trong tháng 2, nhưng đây vẫn là tháng thứ 19 liên tiếp PMI đạt trên 50 điểm. Điều này cho thấy điều kiện kinh doanh trong lĩnh vực sản xuất tiếp tục được cải thiện.

Sự cải thiện của các điều kiện hoạt động trong quý I chủ yếu nhờ sự gia tăng sản lượng và đơn đặt hàng mới. Thêm vào đó, giá nhiên liệu giảm đã giúp chi phí đầu vào giảm trong 5 tháng liên tiếp từ tháng 11/2014 đến tháng 3/2015, nhờ đó giúp cắt giảm giá thành phẩm cho khách hàng. Hoạt động thu mua cũng gia tăng tương tự như hoạt động sản xuất trong 19 tháng qua. Đồng thời hàng tồn kho cũng ghi nhận mức giảm nhiều nhất tính từ tháng 6/2014.

**Triển vọng:** Do hoạt động sản xuất thường chậm lại trong tháng nghỉ Tết nên tốc độ tăng trưởng của khu vực công nghiệp và xây dựng trong quý tới sẽ nhanh hơn so với quý I. Thêm vào đó, xu hướng giảm giá của các nhiều loại hàng hóa cơ bản sẽ giúp cắt giảm chi phí đầu vào và do đó sẽ tiếp tục hỗ trợ lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo.

Theo khảo sát của Tổng cục Thống kê, các doanh nghiệp khá lạc quan về triển vọng các quý tới. Có 68,1% các doanh nghiệp trong lĩnh vực chế biến, chế tạo được khảo sát đã dự kiến đơn đặt hàng mới trong quý I/2015 tăng hoặc ổn định so với quý I/2014. Tuy nhiên, tỷ lệ này tăng lên 88,3% khi so sánh quý II/2015 so với quý I/2015.

**Triển vọng GDP:** Xu hướng giảm của các loại hàng hóa cơ bản và lãi suất cho vay thấp sẽ tiếp tục hỗ trợ các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất. Giá hàng hóa thấp cũng giúp cắt giảm chi phí đầu vào và giá thành phẩm, do đó phần nào giúp kích thích tiêu dùng. Thêm vào đó, đầu tư của khu vực Nhà nước và ngoài Nhà nước dự báo sẽ tăng mạnh trong các quý sau do quý I mới chỉ đạt 17%-18% kế hoạch năm.

Do vậy, chúng tôi kỳ vọng GDP sẽ tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn quý I, ở mức 6,2% trong quý I và 6,5% trong cả năm 2015, với triển vọng tích cực trong những ngành sau: bất động sản, xây dựng, thực phẩm và đồ uống, dệt may, sản xuất điện thoại và ô tô.

### Tiêu dùng

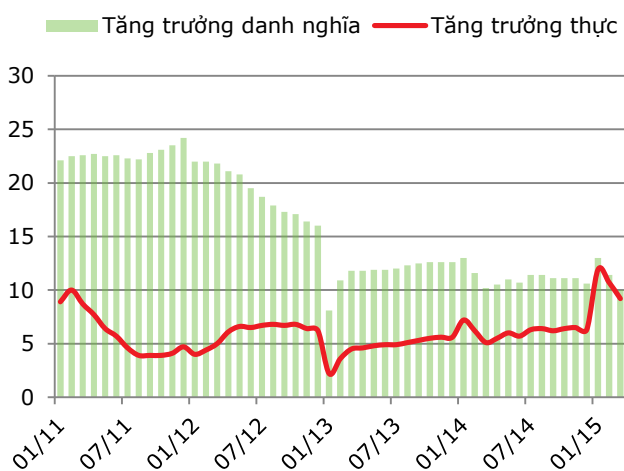
*Tổng mức bán lẻ loại trừ yếu tố giá quý I ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong 5 năm.*

Mặc dù tổng doanh thu bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng tháng 3 giảm 6,4% so với tháng trước do yếu tố mùa vụ, tổng doanh thu trong cả quý I vẫn đạt 790,8 nghìn tỷ đồng (36,85 tỷ USD), tăng 10% so với cùng kỳ. Tuy mức tăng này thấp hơn 1 chút so với mức tăng 10,2% ghi nhận trong cùng kỳ năm ngoái nhưng nếu loại trừ yếu tố giá, tổng doanh thu bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng tăng 9,2%, cao hơn nhiều so với quý I của 5 năm gần đây.

Thêm vào đó, giá dầu thế giới giảm đã phần nào giúp đẩy mạnh tiêu dùng. Từ tháng 7/2014 đến cuối năm 2014, giá dầu thế giới đã giảm mạnh hơn 50% xuống 48USD/thùng do nguồn cung dồi dào và nhu cầu sụt giảm ở 1 số quốc gia như Trung Quốc, Nhật Bản và Liên minh Châu Âu. Giá dầu vẫn tiếp tục dao động quanh ngưỡng trung bình 49 USD/thùng trong quý I/2015. Theo xu hướng giá dầu thế giới, giá xăng dầu trong nước đã được điều chỉnh giảm 15 lần liên tiếp trước khi tăng lại vào ngày 11/3.

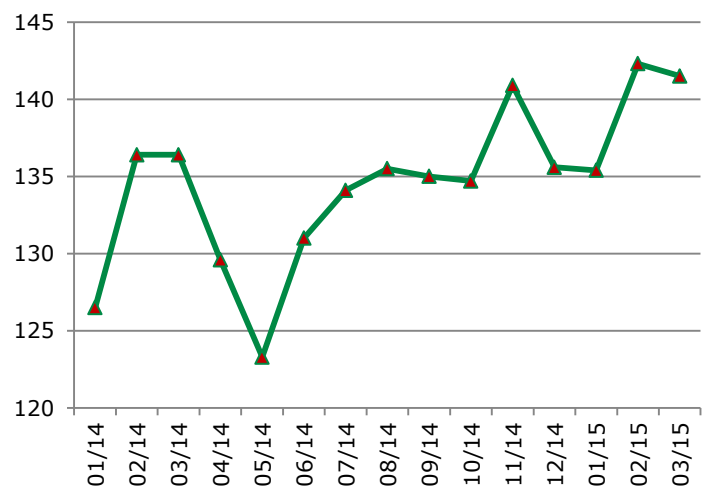
Giá dầu giảm mạnh (giúp cắt giảm giá thành sản phẩm và tăng khả năng chi trả của người tiêu dùng) và triển vọng kinh tế vĩ mô tích cực đã giúp niềm tin người tiêu dùng quay trở lại. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng của ANZ – Roy Morgan đạt trung bình 139,7 điểm trong quý I/2015, cao hơn nhiều so với mức trung bình 133,1 điểm ghi nhận trong quý I/2014 và 133,3 điểm trong cả năm 2014.

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng (%)



Nguồn: TCTK, VPBS

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ANZ – Roy Morgan



Nguồn: ANZ

Doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng của khu vực kinh tế ngoài Nhà nước ước đạt 678,8 nghìn tỷ đồng (31,63 tỷ USD), chiếm 85,8%, tăng 11,1%. Mặc dù khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng 11%, nhưng doanh thu từ khu vực này lại chỉ chiếm 3,3%. Trong khi đó, khu vực Nhà nước chỉ tăng nhẹ 1,6%.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 604,5 nghìn tỷ đồng (28,7 tỷ USD), tăng 10% so với cùng kỳ. Doanh thu từ dịch vụ lưu trú và ăn uống và doanh thu từ các dịch vụ khác tăng lần lượt 8,8% và 13,3%. Doanh thu từ du lịch lữ hành giảm 12,8% so với cùng kỳ, mặc dù lĩnh vực này đã tăng 20,3% trong quý I/2014 và đạt mức tăng trưởng cao nhất so với các lĩnh vực khác trong cả năm 2014.

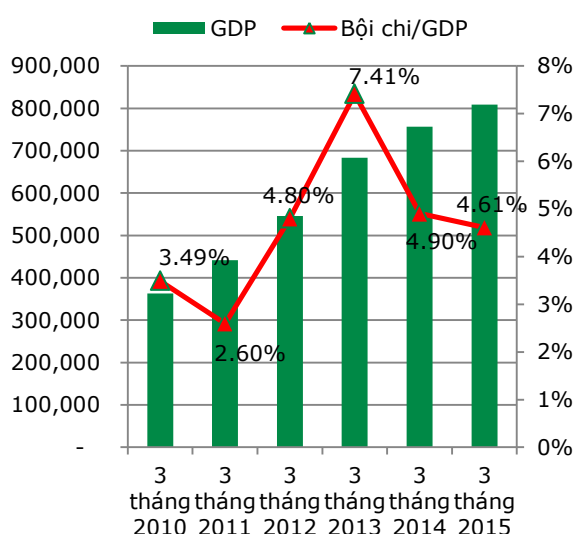
Lĩnh vực	Tổng 2014 (nghìn tỷ đồng)	Tỷ trọng (%)	Tăng trưởng (%)
Bán lẻ hàng hóa	604,5	76,4	10
Dịch vụ lưu trú và ăn uống	89,9	11,4	8,8
Du lịch lữ hành	6,3	0,8	-12,8
Dịch vụ khác	90,1	11,4	13,3

Nguồn: TCTK, VPBS

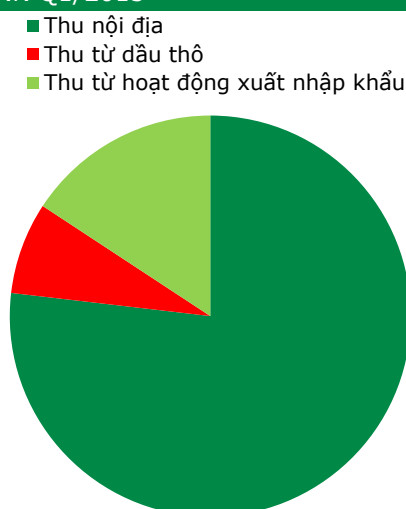
**Triển vọng:** Giá nhiên liệu thấp sẽ tiếp tục giúp tăng khả năng chi trả của người tiêu dùng trong thời gian tới. Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống sẽ tăng cao hơn và doanh thu từ dịch vụ du lịch lữ hành sẽ hồi phục trở lại nhờ kỳ nghỉ lễ kéo dài trong tháng 4.

### Chỉ tiêu ngân sách nhà nước

Bội chi và tỷ lệ bội chi/GDP



Thu NSNN Q1/2015



Nguồn: Bloomberg, VPBS

**Bội chi ngân sách/GDP giảm.**

Bội chi NSNN đạt 37,3 nghìn tỷ, tương đương với cùng kỳ năm ngoái, và bằng 16,5% dự toán cả năm. Bội chi/GDP giảm xuống 4,61% từ mức 4,90% trong quý I/2014, cho thấy gánh nặng ngân sách đang nhẹ dần. Thu nội địa đạt khá năm nay phần nào bù đắp khoản thâm hụt do giá dầu thô giảm. Tuy nhiên, giá dầu giảm cũng giúp hoạt động sản xuất kinh doanh do giá nguyên liệu đầu vào cũng giảm. Điều này cũng làm tăng nguồn thu ngân sách từ thuế thu nhập. Bội chi NSNN do đó cũng được kiểm soát tốt trong năm nay.

Tổng thu NSNN ước đạt 226 nghìn tỷ đồng trong quý I/2015, bằng 24,8% dự toán, tăng 10,3% so với cùng kỳ năm 2014. Trong đó, thu nội địa đạt 173,2 nghìn tỷ đồng, tăng 19,6% so cùng kỳ năm ngoái, và cao hơn mức tăng quý I năm ngoái là 16,5%. Theo Bộ Tài chính, kết quả thu nội địa khả quan nhờ tình hình sản xuất tăng trưởng mạnh. Ngoài ra, thu từ dầu thô ước đạt 16,7 nghìn tỷ đồng,



giảm hơn 46% so với cùng kỳ năm ngoái. Thu từ hoạt động xuất nhập khẩu đạt 35,5 nghìn tỷ đồng, tăng 5,8% so với cùng kỳ năm 2014.

Tổng chi NSNN ước đạt 263,3 nghìn tỷ đồng trong quý I/2015, bằng 23% dự toán, tăng 12,3% so với cùng kỳ năm 2014. Trong đó, chi thường xuyên ước đạt 185 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ 5% so với năm ngoái. Chi đầu tư phát triển đạt 41 nghìn tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ năm 2014. Chi trả nợ và viện trợ đạt 37,2 nghìn tỷ đồng tăng 27,5% so với cùng kỳ năm 2014, đảm bảo thanh toán đầy đủ các khoản nợ đến hạn theo cam kết.

Theo World Bank, tổng dư nợ công và nợ được bảo lãnh công là 61% GDP tính đến cuối năm 2014, trong đó nợ trong nước đã tăng từ 23% GDP năm 2010 lên mức 32% năm 2014. Nợ công chủ yếu hỗ trợ thâm hụt ngân sách. Bộ Tài Chính cho rằng mặc dù tỷ lệ nợ công/GDP tăng cao lên mức 61%, nhưng tỷ lệ này vẫn nằm trong giới hạn Chính phủ đề ra từ trước là 65%. Vì vậy, nợ công vẫn được kiểm soát tốt.

**Triển vọng:** Mặc dù giá dầu giảm 50% so với năm ngoái, thu ngân sách quý I vẫn đạt khoảng 25% dự toán của năm. Thu ngân sách từ việc tăng 300% thuế bảo vệ môi trường (có hiệu lực từ đầu tháng 5 tới) sẽ bị bù đắp do thuế nhập khẩu xăng dầu cũng giảm tương ứng. Vì vậy, dù thu ngân sách không được hưởng lợi vì tăng thuế, nhưng sẽ vẫn đi theo kế hoạch. Do chính phủ dự kiến sẽ giảm mức chi thường xuyên trong năm nay, thâm hụt ngân sách dự kiến cũng sẽ giảm. Thâm hụt ngân sách/GDP giảm từ 4,9% trong quý I/2014 xuống 4,61% năm 2015 quý I năm nay. Chúng tôi cho rằng thâm hụt ngân sách/GDP sẽ thấp hơn 5%.

### Đầu tư

Tổng đầu tư toàn xã hội đạt 225,3 nghìn tỷ đồng trong quý I/2015, tăng 9,1% so với cùng kỳ, cao hơn so với mức 8,8% và 4,7% lần lượt ghi nhận trong quý I/2014 và quý I/2013. Ngoại trừ khu vực FDI ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn cùng kỳ, vốn đầu tư khu vực Nhà nước và ngoài Nhà nước đều tăng trưởng thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái.

Đầu tư từ khu vực Nhà nước và ngoài Nhà nước trong 3 tháng đầu năm ước tính cùng đạt khoảng 89 nghìn tỷ đồng, đồng thời mỗi khu vực chiếm khoảng 36% tổng vốn đầu tư toàn xã hội. Tính đến hết quý I/2015, đầu tư từ khu vực Nhà nước và ngoài Nhà nước mới đạt khoảng 17% kế hoạch năm. Trong khi đó, đầu tư từ khu vực FDI đạt 23,3% kế hoạch năm nay.

Tổng đầu tư toàn xã hội (%)				Tổng đầu tư toàn xã hội (Nghìn tỷ đồng)			
	1Q 2013	1Q 2014	1Q 2015		KH 2015	1Q 2015	1Q/KH (%)
Tổng	4,7	8,8	9,1	Tổng	1343	245,8	18,3
Khu vực Nhà nước	-	6,8	6,4	Khu vực Nhà nước	533	88,7	16,6
Khu vực ngoài Nhà nước	8,2	11,6	10,8	Khu vực ngoài Nhà nước	520	89,6	17,2
Khu vực FDI	7,2	8,2	10,7	Khu vực FDI	290	67,5	23,3

Nguồn: TCTK

**Triển vọng:** Chúng tôi kỳ vọng vốn đầu tư thực hiện từ khu vực Nhà nước và ngoài Nhà nước sẽ tăng mạnh hơn trong những quý tới. Đặc biệt là vốn đầu tư thực hiện từ trái phiếu Chính phủ mới đạt 12,71% kế hoạch năm. Vốn đầu tư từ NSNN, vốn đầu tư của doanh nghiệp Nhà nước và vốn đầu tư từ các nguồn khác (của khu vực Nhà nước) trong quý I/2015 mới chỉ đạt 17 – 19,5 kế hoạch năm.

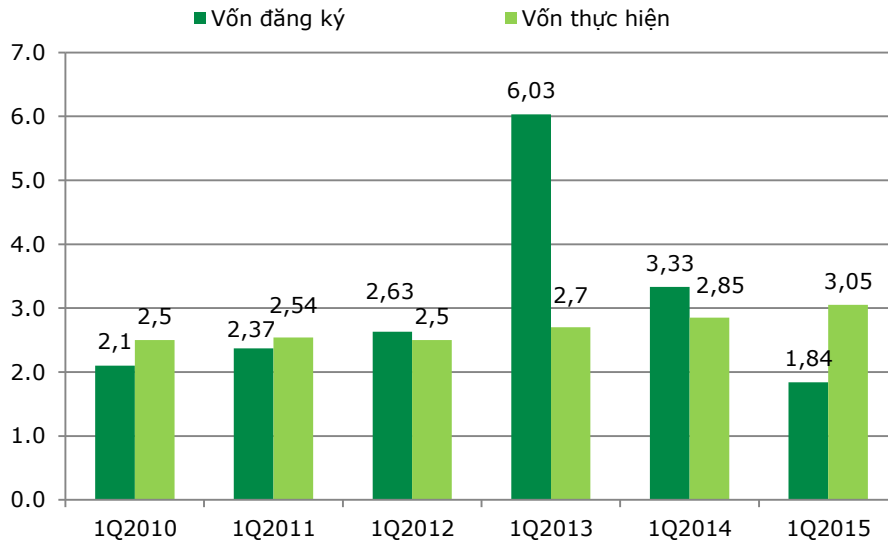


## FDI

Vốn FDI giải ngân trong quý I tiếp tục tăng.

Tính đến 20/3/2015, tổng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) cấp mới và tăng thêm ước đạt 1,84 tỷ USD, thấp hơn nhiều so với mức 3,33 tỷ USD trong cùng kỳ năm ngoái. Mặc dù số lượt dự án đăng ký cấp mới và tăng thêm trong quý I tăng so với cùng kỳ nhưng do không có những dự án quy mô lớn nên số vốn đăng ký mới và tăng thêm giảm mạnh. Tuy nhiên, vốn FDI giải ngân đạt 3,05 tỷ USD, tăng 7% so với cùng kỳ.

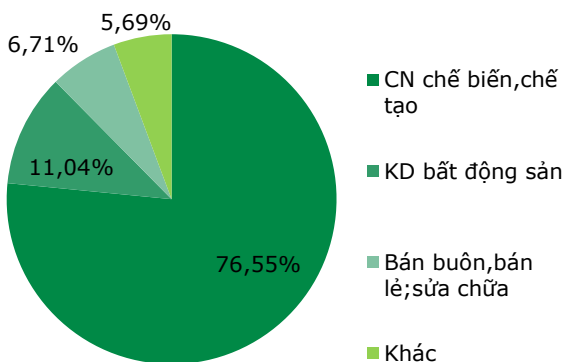
FDI cấp mới – tăng thêm và giải ngân (quý I giai đoạn 2010 – 2015, tỷ USD)



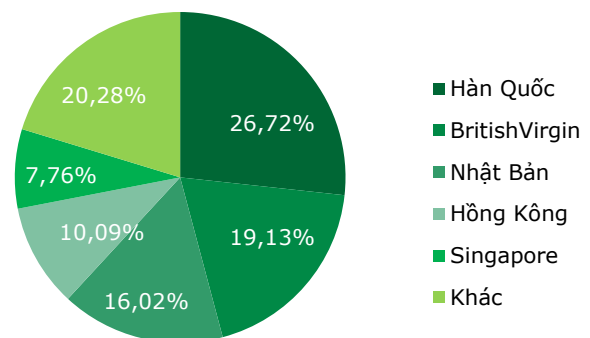
Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài – Bộ KH & ĐT, VPBS

Lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục là lĩnh vực đứng đầu trong thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài với tổng vốn FDI đăng ký cấp mới và tăng thêm đạt 1,41 tỷ USD, chiếm 76,55% tổng vốn FDI ghi nhận trong quý I/2015 (so với tỷ lệ 71,6% trong cả năm 2014). Lĩnh vực bất động sản đứng thứ 2 với 202,9 triệu USD và lĩnh vực bán buôn bán lẻ đứng thứ 3 với 123,4 triệu USD.

FDI theo lĩnh vực (%)



FDI theo đối tác (%)



Nguồn: MoF, VPBS

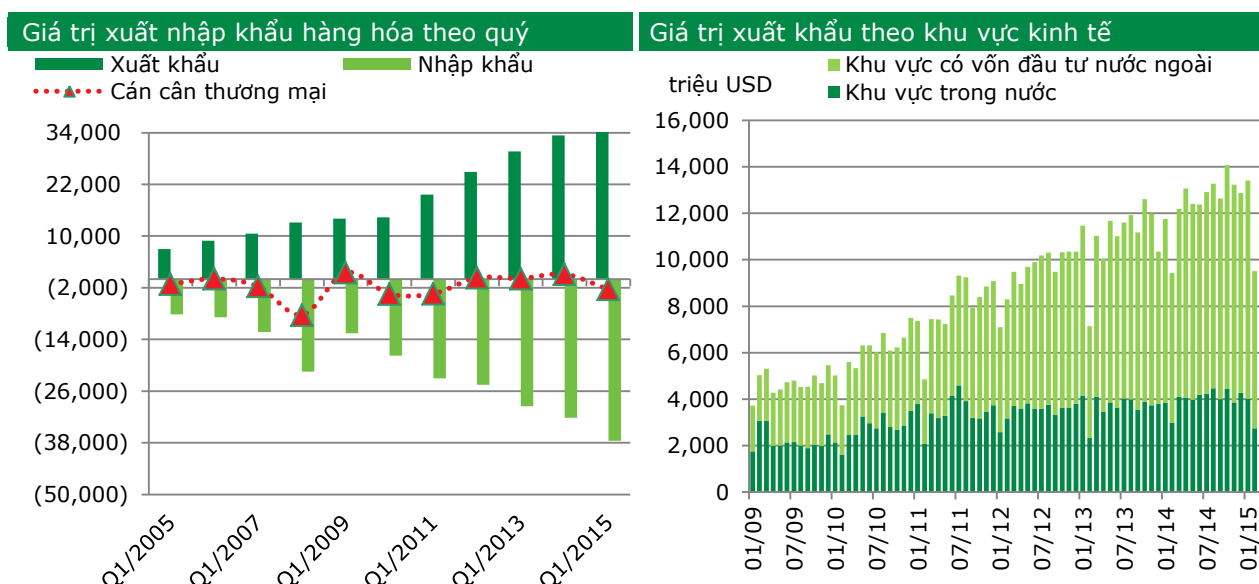
Hàn Quốc tiếp tục là nhà đầu tư số 1 vào thị trường Việt Nam với tổng vốn FDI đăng ký cấp mới và tăng thêm đạt 491 triệu USD, chiếm 26,72% tổng vốn FDI. Mặc dù số lượt dự án cấp mới và tăng thêm đến từ Hàn Quốc đạt 112 dự án (cùng kỳ 2014 có 98 dự án), nhưng tổng vốn FDI đến từ Hàn Quốc trong quý I năm nay chỉ bằng 64,14% so với cùng kỳ năm ngoái. Theo sau Hàn Quốc là Quần đảo British Virgin, Nhật Bản, Hong Kong và Singapore.

**Triển vọng:** Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo dòng vốn FDI đến từ Hàn Quốc và Nhật Bản (hai quốc gia dẫn đầu làn sóng FDI tại Việt Nam) sẽ sụt giảm do sự thiếu vắng các dự án khổng lồ đến từ Samsung, hay những khó khăn của nền kinh tế Nhật Bản và đồng Yên mất giá.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ vốn FDI thực hiện trên vốn FDI đăng ký sẽ tiếp tục tăng lên và Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến đầu tư hấp dẫn do:

- Nguồn lao động trẻ năng động và chi phí nhân công thấp tiếp tục giúp Việt Nam là thị trường đầu tư hấp dẫn hơn các thị trường lân cận.
- Những hiệp định Thương mại Tự do sắp ký kết và TPP sẽ giúp các nhà đầu tư nước ngoài hưởng nhiều lợi ích khi họ đầu tư hoặc mở rộng kinh doanh tại thị trường Việt Nam.
- Ngày 12/3/2015, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 19/NQ-CP/2015, trong đó Chính phủ đã đưa ra các giải pháp cải thiện môi trường kinh doanh và nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia trong hai năm 2015-2016.

## XUẤT NHẬP KHẨU



Thời gian	Trạng thái	Giá trị
QI/2008	Thâm hụt	-8.350
QI/2009	Thặng dư	1.499
QI/2010	Thâm hụt	-3.4□0
QI/2011	Thâm hụt	-3.385
QI/2012	Thặng dư	317
QI/2013	Thặng dư	136
QI/2014	Thặng dư	1.153
QI/2015e	Thâm hụt	-2.378

Nguồn: TCHQ, VPBS

Tính đến giữa tháng 3, theo Tổng cục Hải quan, cán cân thương mại nhập siêu hơn 1,6 tỷ USD, bằng 5,5% trên tổng kim ngạch xuất khẩu, so với cùng kỳ năm ngoái xuất siêu gần 1,2 tỷ USD. Theo ước tính của Tổng cục Thống kê, Việt Nam sẽ nhập siêu gần 2,4 tỷ USD trong quý I/2015. Tuy nhiên điều này đã được dự báo trước trong báo cáo quý của chúng tôi.

Nhập khẩu tăng mạnh 20% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 30,7 tỷ USD chủ yếu là

*Cán cân thương mại trở lại thâm hụt, nhưng nhập khẩu máy móc tăng mạnh sẽ thúc đẩy sản xuất trong thời gian tới.*

phục vụ sản xuất với gần 80% là hàng hóa máy móc, thiết bị. Tính đến hết tháng 2, Việt Nam đã nhập khẩu 15.099 ô tô nguyên chiếc các loại trị giá 320 triệu USD, tăng 146% về lượng và 173% về giá trị. Tuy nhiên 33% số lượng xe nhập khẩu là xe ô tô vận tải để phục vụ cho vận chuyển nguyên vật liệu. Ngành sản xuất vẫn tiếp tục phát triển, đóng góp lớn đối với tăng trưởng GDP. Ngoài ra, các mặt hàng cần kiểm soát nhập khẩu chỉ tăng 11,4% và mặt hàng hạn chế nhập khẩu giảm 1,3%.

Xuất khẩu trong khi đó chỉ tăng 8,4% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 29,1 tỷ USD. Theo các Hiệp hội ngành hàng, lý do chính là do tỷ giá VND/USD đang được giữ khá ổn định, trong khi các ngoại tệ khác như Euro, Yên Nhật và Rúp của Nga, vốn là các thị trường chính của hàng xuất khẩu Việt Nam giảm giá mạnh so với USD, khiến hàng hóa của Việt Nam mất sức cạnh tranh do giá cao.

Các mặt hàng chủ lực truyền thống (chiếm 50% xuất khẩu) vẫn tăng khá mạnh:

- Điện thoại các loại và linh kiện: 5,5 tỷ USD, tăng 22,5%
- Hàng dệt may: 3,9 tỷ USD, tăng 9,0%
- Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện: 2,9 tỷ USD, tăng 64,5%

Tuy nhiên, kim ngạch xuất khẩu nhóm mặt hàng, cả về giá trị và lượng (gồm hạt điều, cà phê, chè, hạt tiêu, gạo, sắt, than đá, dầu thô, xăng dầu, cao su, sắt thép) đã giảm mạnh 27% so với cùng kỳ năm ngoái. Sự suy giảm này chủ yếu do giá các hàng hóa đặt biệt là xăng (-37,6%), than đá (-55,7%), cao su (-30,3%), dầu thô (-50,7%). Hàng hóa Việt Nam mất độ cạnh tranh so với các loại hàng hóa khác, cũng làm giảm 25,2% lượng hàng xuất khẩu tính đến giữa tháng 3. Đặc biệt, số lượng than đá xuất khẩu giảm mạnh 83,3%, chỉ đạt 392.708 tấn do chỉ đạo của Nhà nước. Tổng lượng xăng và dầu thô xuất khẩu giảm lần lượt 36,6% và 40,2% do giá giảm.

Khi xét về cơ cấu, giá trị xuất khẩu khối FDI tăng 17% trong khi khối doanh nghiệp trong nước giảm 7%. Tăng trưởng gộp giá trị xuất khẩu trong 5 năm đối với khu vực FDI và khu vực doanh nghiệp trong nước đạt lần lượt 25% và 11%.

**Triển vọng:** Bước vào quý II/2015, các Hiệp định tự do như là hiệp định Việt Nam – Hàn Quốc hay Việt Nam – Châu Âu tuy đã có tiến triển, nhưng chưa thể có tác động ngay lập tức, xuất khẩu vì vậy cũng sẽ không thay đổi nhiều. Hàng hóa xuất khẩu cũng sẽ bị mất sức cạnh tranh do tỷ giá VND/USD vẫn ổn định hơn so với EUR/USD hay USD/JPY. Chúng tôi dự báo đến cuối tháng 6, tỷ giá mới có sự điều chỉnh, do đó, xuất khẩu sẽ chưa được hỗ trợ nhiều trong quý tới. Trong khi đó, nhập khẩu sẽ vẫn tăng mạnh để phục vụ đầu tư và sản xuất. Do đó, giá trị nhập siêu dự báo sẽ tiếp tục tăng, đạt khoảng 2,5 – 3,0 tỷ USD trong sáu tháng đầu năm 2015.

## **CÁN CÂN THANH TOÁN**

*Mặc dù nhập siêu, nhưng lượng kiều hối và FDI giúp cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam thặng dư.*

Mặc dù nhập siêu từ đầu năm đến giữa tháng 3 khoảng hơn 1,6 tỷ USD, NHNN cho biết cán cân thanh toán tổng thể vẫn tiếp tục thặng dư 2,8 tỷ USD trong quý I/2015 và dự báo sẽ thặng dư 5,0 tỷ USD trong cả năm nay.

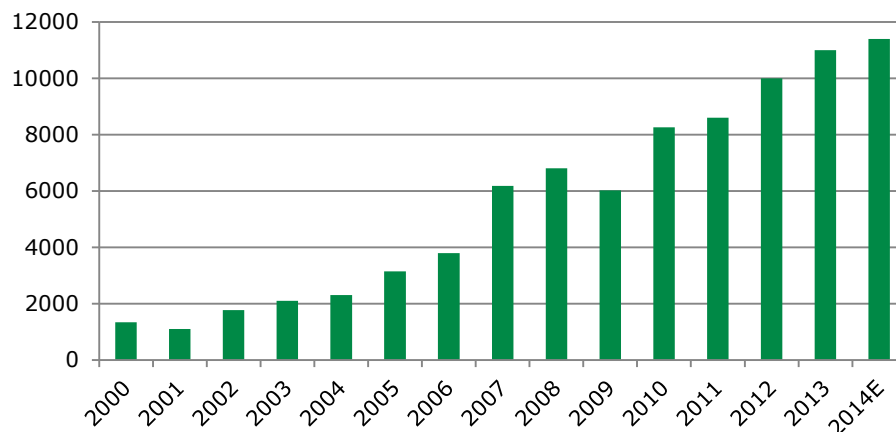
Nguồn đóng góp chính của cán cân thanh toán là kiều hối, FDI (chúng tôi phân tích trong một phần riêng) và đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII). Theo nghiên cứu của CIEM, kiều hối dự kiến tăng mạnh hơn mức 12 tỷ USD của năm ngoái. Kiều hối tăng sẽ bù đắp nhập siêu, khiến cán cân vãng lai ít nhất sẽ cân bằng thậm chí sẽ thặng dư nhẹ.

Mặc dù các chuyên gia vẫn quan ngại về dòng vốn sẽ giảm khi Fed tăng lãi suất USD, tuy nhiên khả năng này đến nay vẫn chưa rõ ràng. Ngày 3/2, Ban chỉ đạo quốc gia về ODA thông báo giải ngân vốn ODA và vốn vay ưu đãi năm 2014 đạt

5,6 tỷ USD (ODA vốn vay là 5,25 tỷ USD, ODA viện trợ không hoàn lại là 350 triệu USD), cao hơn 9% so với năm 2013. Gần đây nhất, ngày 31/3, Nhật Bản cam kết cho Việt Nam vay 112,4 tỷ Yên (936,4 triệu USD) ODA vốn vay. Ngoài ra, năm 2015 Việt Nam còn có kế hoạch phát hành thêm trái phiếu quốc tế để huy động vốn nước ngoài cho đầu tư phát triển xã hội. Cán cân tài chính được cải thiện rõ rệt.

#### Kiểu hối

Hiện tại triệu USD



Nguồn: Ngân hàng Thế giới, CIEM

## CHỈ TIÊU KINH TẾ

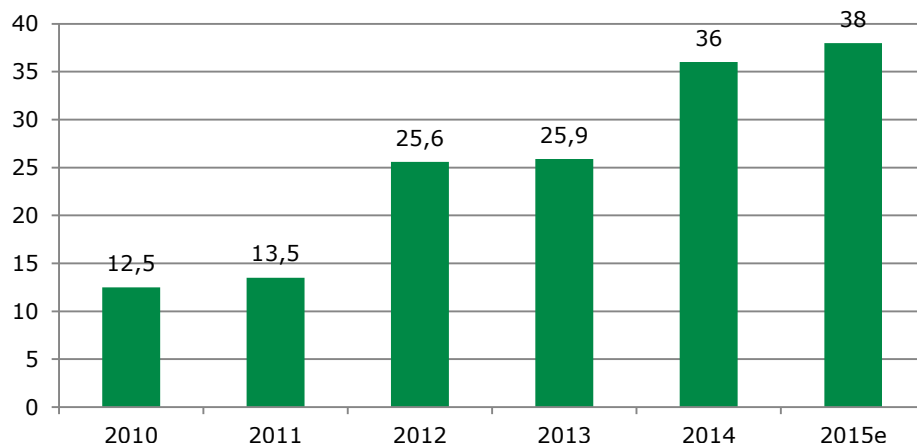
### Dự trữ ngoại hối

*Dự trữ ngoại hối tiếp tục đạt kỷ lục.*

Trong thời gian vừa qua, các loại ngoại tệ mạnh như EUR, JPY, SGD liên tục giảm giá mạnh so với USD. Do VND vẫn được neo theo USD, vị thế VND trở nên cao hơn so với các loại ngoại tệ đó. Chính sách này của NHNN đã giúp củng cố niềm tin của người dân vào các tổ chức tài chính, và họ sẽ bán USD cho những đơn vị này. Từ đó TCTC có thể bán cho NHNN để tăng dự trữ ngoại hối, tiếp tục duy trì tỷ giá trong biên độ cho phép.

**Triển vọng:** Dự trữ ngoại hối năm 2014 tiếp tục tăng và đứng ở mức cao kỷ lục 36 tỷ USD. Dự báo các chuyên gia cho biết, dự trữ ngoại hối tiếp tục tăng lên và đạt 38 tỷ USD trong năm 2015. Điều này tạo cơ sở giúp NHNN ổn định tỷ giá VND/USD trong tương lai.

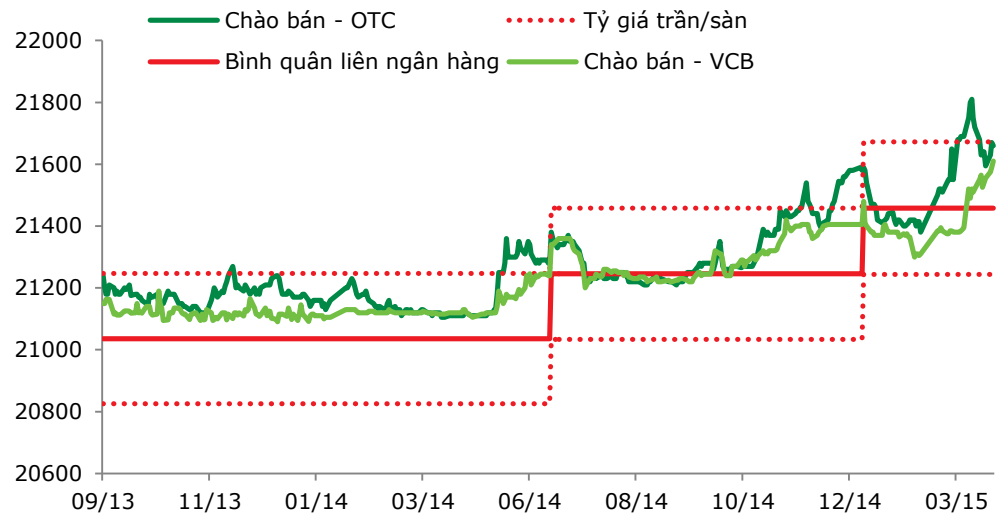
#### Dự trữ ngoại hối qua các năm (tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg

## Tỷ giá

### Tỷ giá ngoại hối VND/USD



Nguồn: Bloomberg, VCB, VPBS

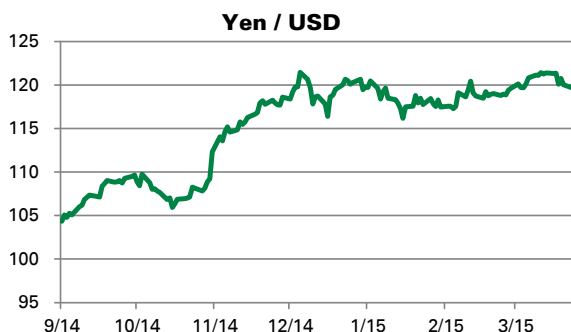
*Thị trường tự do gây áp lực tăng tỷ giá nhiều hơn cam kết 1% của NHNN.*

Tỷ giá VND/USD khá ổn định quanh mức VND21,330 – 21,380/USD trong những tháng đầu năm. Tuy nhiên, sau Tết tăng mạnh trên thị trường chính thức và tự do. Cụ thể, chỉ trong tháng 3, tỷ giá Vietcombank niêm yết đã tăng mạnh 200 đồng, đóng cửa ở mức VND21,530 – 21,590 đối với chiều mua và chiều bán. Tỷ giá trên thị trường tự do thậm chí đã vượt trần từ giữa tháng 3, đóng cửa ở mức cao VND21,660 – 21,670 ngày 31/3, tăng 170 đồng mỗi chiều.

Tỷ giá tăng đến từ nhiều yếu tố:

- Kinh tế Mỹ mạnh lên, khiến USD tăng giá so với các loại tiền tệ khác.
- Cán cân thương mại Việt Nam nhập siêu hơn 1,6 tỷ USD gây áp lực tăng tỷ giá

Tỷ giá VND/USD tăng lên mức cao do kỳ vọng của nhà đầu tư về việc điều chỉnh tỷ giá. Tỷ giá đạt mức cao nhất tại 21.790 – 21.810, khá cao so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng. Điều này cho thấy NHNN có thể sẽ giảm giá tiền đồng trong thời gian tới. Tuy nhiên, trong buổi họp báo chiều 25/3, lời khẳng định sẽ không tăng tỷ giá trong thời gian tới từ phía NHNN đã khiến giá USD hạ nhiệt nhanh chóng trong ngày 26/3. Tuy nhiên ngay sau đó, tỷ giá lại có xu hướng tăng lên.



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Chúng ta nên nhớ rằng VND chỉ giảm giá nhẹ so với USD, tuy nhiên so với các đồng tiền mạnh khác như Yên Nhật hay Euro, đồng USD tăng mạnh hơn. Do đó, khi duy trì ổn định tỷ giá VND/USD, VND đã tăng giá khá mạnh so với những loại tiền tệ này, mà những khu vực này lại là thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam. USD cũng trở nên mạnh hơn so với một số loại tiền tệ chủ chốt trong khu vực Châu Á. USD đã tăng lần lượt khoảng 7,9%, 13,1%, 6,1% và 7,7% so với đồng đô-la Singapore, ring-gít của Malaysia, đồng won của Hàn Quốc và ru-pi của Indonesia.

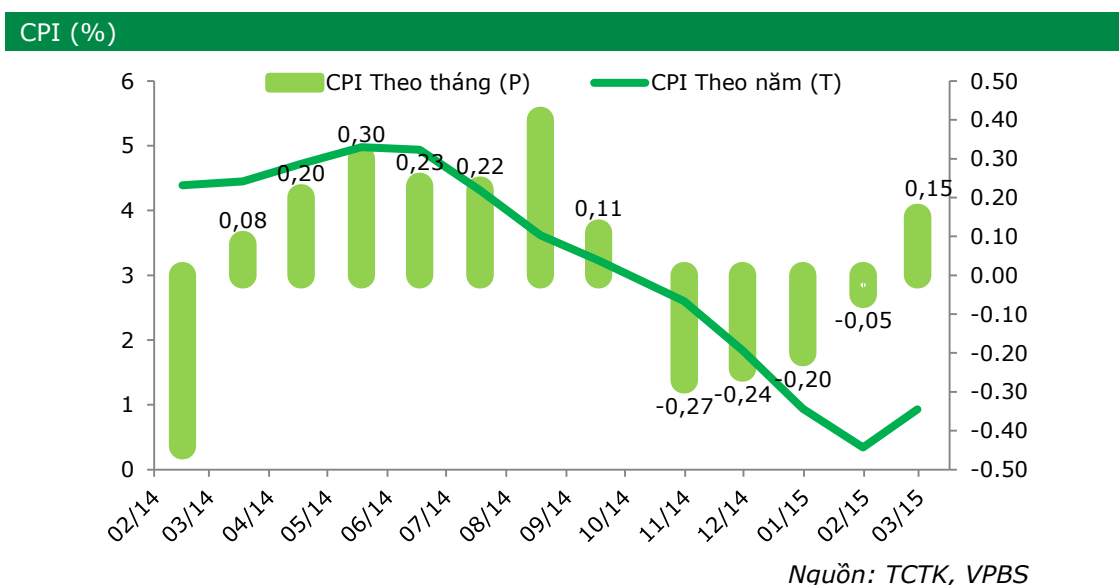
**Triển vọng:** Lực cầu ngoại tệ lớn trong khi xét về cung vẫn không được hỗ trợ nhiều do kiều hối trong sáu tháng đầu năm về chưa nhiều, FDI giải ngân tuy tăng nhẹ nhưng không đáng kể. Dự trữ ngoại hối mặc dù đứng ở mức cao kỷ lục 36 tỷ năm 2014 nhưng NHNN sẽ chỉ sử dụng công cụ này như là biện pháp cuối cùng. Do đó, áp lực tăng tỷ giá vẫn còn do VND vẫn đang khá cao so với các loại tiền tệ ở các thị trường xuất khẩu chính (Yên Nhật và Euro). Vì vậy, cam kết chỉ phá giá 2% của NHNN có lẽ hơi ít. Tỷ giá trên thị trường tự do đang giao dịch ở mức cao hơn 0,5% so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng, Theo chúng tôi, tỷ giá VND/USD sẽ được điều chỉnh thêm 1% trong quý 2 này. Mặc dù cam kết vẫn còn đó, nhưng tỷ giá sẽ có thể được điều chỉnh thêm 1% nữa trong nửa cuối năm.

### Lạm phát

*CPI quý I bắt đầu tăng lên do giá điện tăng.*

CPI quý I/2015 chịu ảnh hưởng chủ yếu bởi 3 yếu tố, bao gồm:

- 1) Kỳ nghỉ Tết giúp đẩy mạnh nhu cầu tiêu dùng trong tháng 2/2015. Nhờ đó giá của nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng mạnh 0,53% so với tháng trước đó, đồng thời đây cũng là mức tăng theo tháng cao nhất tính từ tháng 3/2014.
- 2) Giá xăng dầu giảm dẫn đến CPI giảm 4 tháng liên tiếp (tháng 11/2014 – tháng 2/2014). Tuy nhiên, giá xăng dầu trong nước được điều chỉnh tăng vào ngày 11/3 sau 15 lần giảm liên tiếp đã giúp CPI của nhóm giao thông tháng 3 chỉ giảm nhẹ 0,31% so với tháng trước đó (tháng 2 giảm 4,41%). Tính đến cuối tháng 3/2015, CPI nhóm giao thông vẫn giảm mạnh 8,48% so với cuối năm 2014.



- 3) Từ ngày 16/3, giá điện được điều chỉnh tăng trung bình 7,5%. Giá điện và giá nhiên liệu cùng tăng đã đẩy CPI của nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng (bao gồm gas, điện nước) tăng 0,16% trong tháng 3/2015 (tháng 2/2015 giảm 0,41%). Như vậy giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tính đến cuối tháng 3/2015 giảm 1,34% so với cuối năm ngoái.

Mặc dù CPI tăng nhẹ trong tháng 3/2015 nhưng CPI tính chung trong quý I/2015 vẫn giảm 0,1% so với cuối năm 2014 và chỉ tăng nhẹ 0,93% so với cùng kỳ.

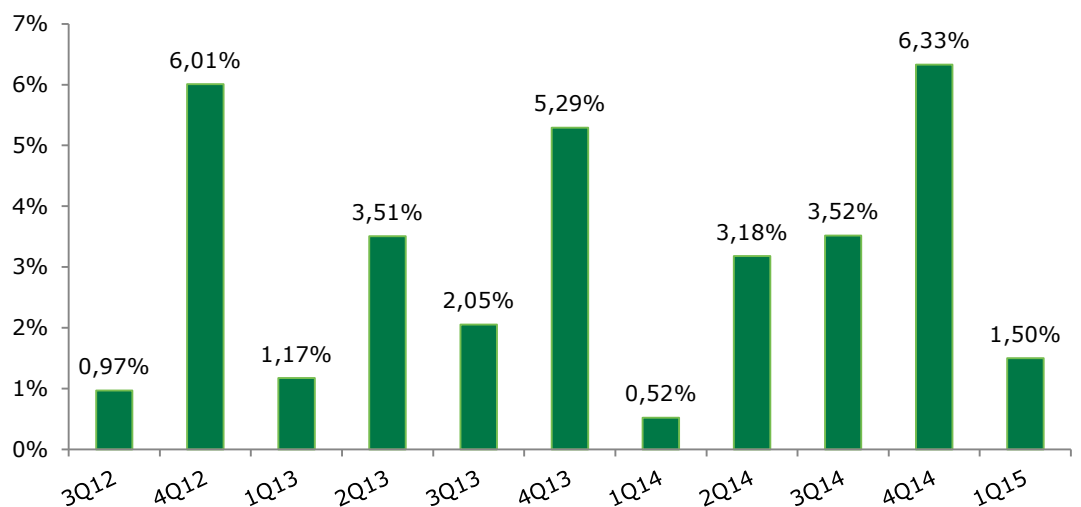
**Triển vọng:** Theo nghiên cứu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, khi giá điện tăng 1% có thể đẩy CPI tăng thêm 0,07 điểm phần trăm. Như vậy việc giá điện tăng trung bình 7,5% từ ngày 16/3 sẽ đẩy CPI năm nay tăng thêm 0,525 điểm phần trăm. Theo Tổ công tác liên Bộ về điều hành kinh tế vĩ mô, CPI sẽ tăng 0,84% trong nửa đầu năm nay (1,69% theo năm).

Việc tăng giá điện sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến CPI trong những quý tiếp theo. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng CPI sẽ chỉ tăng nhẹ trong quý tới do giá các loại hàng hóa cơ bản trên thị trường thế giới đang tiếp tục ở mức thấp (đặc biệt là giá dầu) và kỳ vọng CPI sẽ tăng nhanh hơn trong nửa cuối năm (nhưng cả năm vẫn sẽ dưới 3,5%) do giá dầu được dự báo sẽ tăng trở lại và học phí, dịch vụ y tế có thể sẽ được điều chỉnh trong quý III.

### Tăng trưởng tín dụng

Theo Ngân hàng Nhà nước, tăng trưởng tín dụng tính đến 31/3 so với cuối năm 2014 đạt khoảng 1,9%. Đây là một mức tăng ấn tượng trong tháng 3 bởi đến cuối tháng 2, tăng trưởng tín dụng, theo công bố của NHNN, mới chỉ đạt khoảng 0,8%. Ngoài ra, trong giai đoạn 2011-2014, tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong quý I luôn nằm ở trạng thái âm do có kỳ nghỉ Tết, nhu cầu vốn thường chưa tăng mạnh trong quý, và các NHTM thường đẩy mạnh tín dụng từ cuối năm trước để đạt mục tiêu tăng trưởng tín dụng.

Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm



Nguồn: NHNN, VPBS

Theo chúng tôi, có mấy lý do cho tăng trưởng tín dụng cao trong năm nay như sau:

1. Lãi suất cho vay tiếp tục giảm, dù không nhiều. Theo Chỉ thị số 01 ngày 27/1/2015 của NHNN, toàn hệ thống phấn đấu tiếp tục giảm mặt bằng lãi suất cho vay trung dài hạn thêm từ 1%/năm đến 1,5%/năm trong năm 2015. Trong quý 1, chỉ số giá tiêu dùng chỉ tăng 0,74% so với cùng kỳ năm trước. Đồng thời, theo Ủy ban Giám sát Tài chính quốc gia, lãi suất huy động bình quân của các ngân hàng ở mức 5,8%, giảm 0,2 điểm phần trăm so với đầu năm. Lãi suất cho vay tiếp tục giảm hỗ trợ tín dụng tăng trưởng tốt hơn.

Tính đến nay, các ngân hàng đã hạch toán đáng kể nợ xấu nên chi phí dự phòng rủi ro phải trích thêm không còn quá nhiều. Nhờ đó chi phí vốn được giảm đi, cho phép các NH giảm lãi suất cho vay.



*Một số quy định mới  
hỗ trợ tăng trưởng  
tín dụng.*

2. Một số quy định mới hỗ trợ tăng trưởng tín dụng.

- Thông tư 36: ngày 20 tháng 11 năm 2014, NHNN đã ban hành Thông tư 36 quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, có hiệu lực từ ngày 1/2/2015. Theo đó, NHNN nới mạnh giới hạn tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, từ 30% lên 60%. Như vậy, với cùng một cơ cấu kỳ hạn nguồn vốn, các NHTM có thể gia tăng dư nợ cho vay trung dài hạn lên so với trước đây. Do nhu cầu vay vốn trung dài hạn của doanh nghiệp luôn ở mức cao, điều này giúp ngân hàng có thể gia tăng dư nợ tín dụng.
- Chỉ thị 02: NHNN ra Chỉ thị số 02/CT-NHNN ngày 28/1/2015, yêu cầu các NHTM xây dựng và báo cáo kế hoạch xử lý nợ xấu, bảo đảm đến ngày 30/6/2015 phải xử lý được ít nhất 60% nợ xấu cần xử lý theo kế hoạch năm 2015 và phải bán được 75% tổng số nợ xấu dự kiến sẽ bán cho VAMC trong năm 2015. Ngoài ra, NHNN ấn định số nợ xấu mà mỗi NHTM phải bán lại cho VAMC trong năm 2015. Do có một số ngân hàng muốn hạn chế khối lượng nợ xấu phải bán cho VAMC, họ đã cơ cấu lại kỳ hạn các khoản nợ.
- Thông tư 09/2014: Theo Thông tư 09, việc cơ cấu lại nợ mà không phải chuyển nhóm nợ sẽ kết thúc vào ngày 1/4/2015. Do đó, từ khi Thông tư 36 có hiệu lực đến trước ngày 1/4/2015, các NHTM có thể đã cơ cấu lại nợ ngắn hạn có nguy cơ trở thành nợ xấu thành các khoản vay trung dài hạn để làm giảm tỷ lệ nợ xấu, qua đó làm tăng dư nợ trung dài hạn.

3. Chính phủ đã và đang thực hiện các chính sách nới lỏng tín dụng. Đặc điểm của chính sách nới lỏng tín dụng này là nhà nước hỗ trợ giảm một số lãi suất tín dụng nhất định, đối với một số đối tượng vay vốn nhất định, v.v. nhằm thực hiện các chương trình gắn kết tín dụng ngân hàng với chính sách ngành kinh tế, chuyển dịch cơ cấu tín dụng theo hướng tập trung vốn cho vay đối với các lĩnh vực ưu tiên theo chủ trương của Chính phủ.

Có nhiều gói tín dụng nói trên. Nhưng theo chúng tôi, đáng chú ý là các gói tín dụng cho lĩnh vực bất động sản, bao gồm chương trình cho vay hỗ trợ nhà ở theo Nghị quyết số 02/NQ-CP ngày 7/1/2013 và Nghị quyết số 61/NQ-CP ngày 21/8/2015 nới lỏng các điều kiện giải ngân tín dụng, chương trình cho vay liên kết 4 nhà trong lĩnh vực bất động sản theo văn bản số 1668/NHNN-TD ngày 19/3/2015, chính sách cho vay đối với người nuôi tôm và cá tra theo Quyết định số 540/QĐ-TTg, v.v. Ngoài ra, Thông tư 36 ngày 20/11/2014 về các tỷ lệ an toàn hoạt động ngân hàng đã giảm hệ số rủi ro của dư nợ tín dụng cho lĩnh vực bất động sản từ 250% xuống còn 150%. Và chúng tôi tin rằng ngành bất động sản sẽ là một trong những ngành hưởng lợi nhiều nhất từ các chính sách nới lỏng tín dụng này.

Đặc biệt, ngày 24/10/2014, Thủ tướng chính phủ ra quyết định số 1921/QĐ-TTg về việc điều chỉnh Kế hoạch 5 năm 2011-2015 của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Trong đó tổng nhu cầu vốn 5 năm 2011-2015 tăng mạnh. Do tại thời điểm điều chỉnh kế hoạch là cuối năm 2014, chỉ còn 2 tháng cuối năm 2014 và năm 2015 để PetroVietnam thực hiện gia tăng đầu tư mà một phần lớn trong số đó có thể được huy động từ ngân hàng.

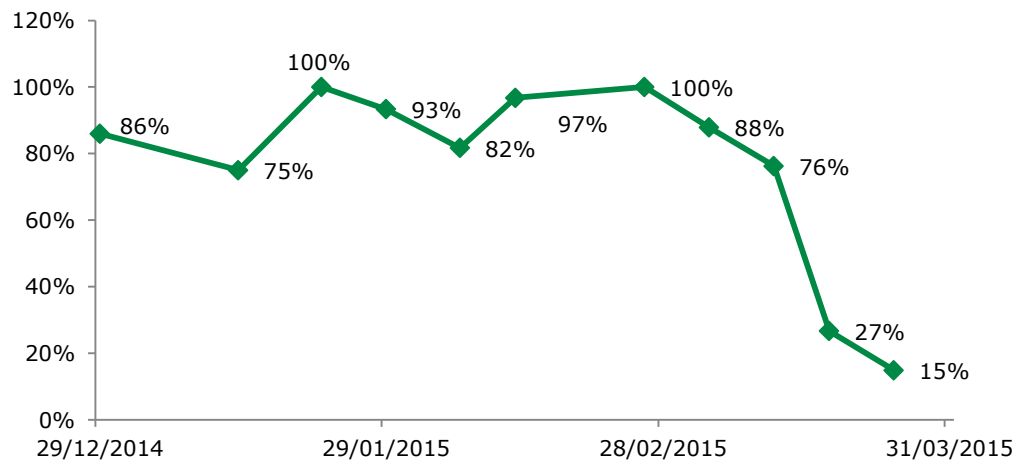
## Lợi suất trái phiếu và Lãi suất

### Lợi suất trái phiếu Chính phủ

*Lợi suất thấp khiến nhu cầu đầu tư trái phiếu giảm vào thời điểm cuối quý.*

Lợi suất trái phiếu Kho Bạc Nhà nước trên thị trường sơ cấp trong quý I theo đà giảm ở tất cả các kỳ hạn được phát hành (5, 10 và 15 năm). Tuy nhiên trong tuần đầu thầu cuối cùng của quý, lợi suất đã bắt đầu tăng nhẹ trở lại. Cùng với đó, khối lượng trúng thầu của trái phiếu KBNN giảm mạnh so với những phiên trước đó. Đặc biệt, trong tuần từ 23-27/3, khối lượng trúng thầu chỉ bằng 15% so với khối lượng chào thầu, tỷ lệ thấp nhất ghi nhận được từ đầu năm. Tuy nhiên, kết thúc quý đầu tiên của năm, lợi suất vẫn duy trì đà giảm chung so với thời điểm cuối năm ngoái. Cụ thể, trái phiếu kỳ hạn 5 năm giảm mạnh 91 điểm cơ bản, đứng ở ngưỡng 5,1%/năm. Kỳ hạn 10 năm và 15 năm giảm lần lượt 11 và 25 điểm cơ bản để về ngưỡng 6,39%/năm và 7,35%/năm. Lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp cũng có xu hướng giống ở thị trường sơ cấp, khi nhìn chung xu hướng là giảm dần đều trong quý I, chỉ tăng nhẹ trong một đến hai phiên cuối quý.

Tỷ lệ đầu thầu thành công của trái phiếu KBNN



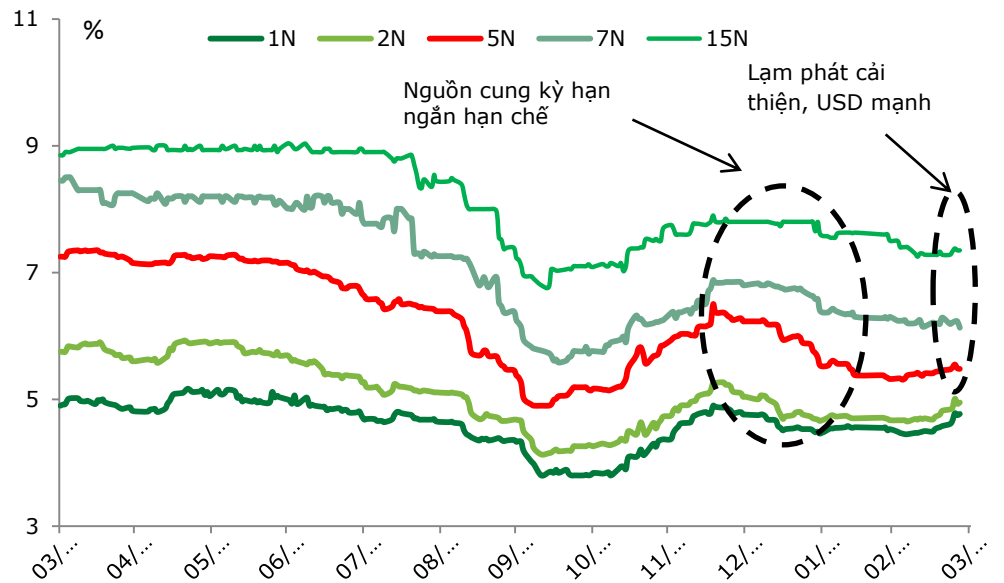
Nguồn: HNX, VPBS

Sự tăng giá của trái phiếu chính phủ trong quý I đến từ (i) nhu cầu đầu tư vào trái phiếu kỳ hạn ngắn tăng cao do KBNN quyết định dừng phát hành trái phiếu kỳ hạn dưới 5 năm kể từ năm 2015, (ii) nguồn cung gia tăng khi khối lượng dự kiến phát hành của cả năm khoảng 232.000 tỷ đồng, tăng 7,7% tỷ đồng so với năm 2014, (iii) tăng trưởng tín dụng âm 0,5% trong tháng 1, và (iv) Thông tư 36 có hiệu lực khiến các ngân hàng nước ngoài giảm tỷ trọng nắm giữ trái phiếu. Trong quý I, họ bán ròng khoảng 1.667 tỷ đồng trên thị trường trái phiếu, gia tăng sức ép giảm điểm lên lợi suất.

Lợi suất cải thiện dần trong một vài tuần giao dịch cuối quý, được hỗ trợ từ những thông tin thị trường như (i) lạm phát tăng trở lại. Cụ thể, chỉ số giá tiêu dùng CPI tính đến hết tháng 3, tăng 0,15% so với tháng trước, nhưng tăng 0,93% so với cùng kỳ; (ii) Tăng trưởng tín dụng trong ba tháng đầu năm tăng 1,5% so với tháng 12 năm 2014, tăng 0,74% so với cùng kỳ năm trước và (iii) đồng USD mạnh lên trên thị trường ngoại tệ khiến nhu cầu lợi suất tăng lên để thu hút đầu tư trái phiếu.

**Triển vọng:** Dự báo, lợi suất trái phiếu tăng nhẹ trở lại trong quý II, với kỳ vọng lạm phát gia tăng và tăng trưởng tín dụng được cải thiện. Chúng tôi tin rằng trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm có thể được phát hành trên thị trường sơ cấp tại mức lợi suất 6%/năm cuối quý II.

## Lợi suất trái phiếu chính phủ trên thị trường thứ cấp



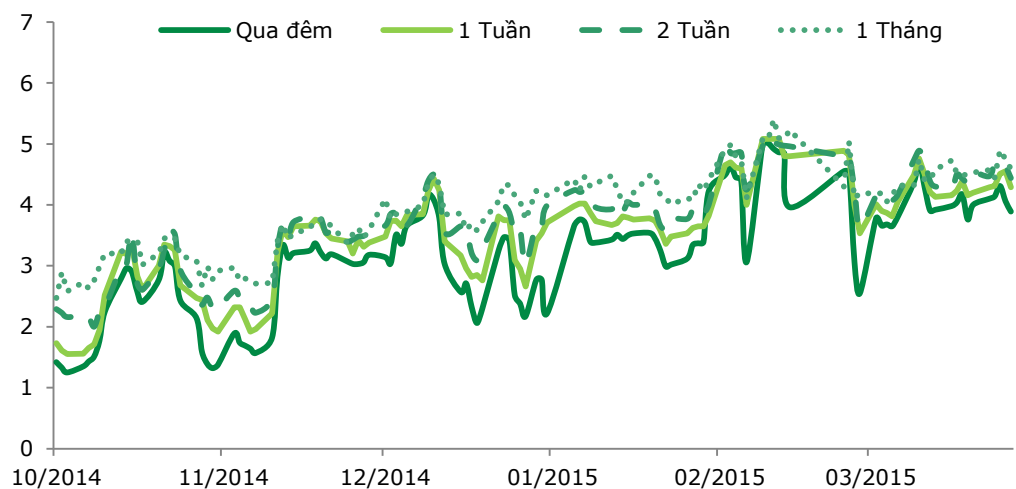
Nguồn: Bloomberg, VPBS

## Lãi suất liên ngân hàng

Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng trong quý đầu năm 2015 đã tăng so với quý 4/2014 ở hầu hết các kỳ hạn. Cụ thể, trung bình lãi suất các kỳ hạn tham khảo trong quý I/2015 như sau: qua đêm (3,88%, tăng 125 điểm cơ bản), 1 tuần (4,35%, tăng 112 điểm cơ bản), 2 tuần (4,17%, tăng 115 điểm cơ bản) và 1 tháng (4,49%, tăng 100 điểm cơ bản). Trong khi đó, khối lượng giao dịch quý đầu năm nay đạt 1.153 nghìn tỷ đồng, giảm 22% so với khối lượng của quý liền kề trước đó.

Thanh khoản của thị trường tăng cao trong tháng 2 do nhu cầu trước dịp Tết Nguyên Đán, khiến, lãi suất của kỳ hạn qua đêm lên ngưỡng cao nhất trong vòng một năm trong ngày 10/2.

## Lãi suất trúng thầu trên thị trường liên ngân hàng qua các kỳ hạn



Nguồn: SBV, VPBS

## Lãi suất huy động và cho vay

Theo thống kê từ NHNN, mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng giảm nhẹ so với cuối năm 2014 trong khi mặt bằng lãi suất cho vay vẫn được duy trì ổn định. Trong quý 1/2015, lãi suất huy động đối với kỳ hạn từ 1 đến dưới 6 tháng giảm

từ 0,1-0,5%/năm, kỳ hạn từ 6 đến dưới 12 tháng giảm khoảng 0,2-0,3%/năm, kỳ hạn trên 12 tháng giảm 0,1-0,3%/năm. Trong khi đó, các kỳ hạn dưới 1 tháng không thay đổi. Lãi suất huy động bằng tiền đô la Mỹ vẫn được giữ ổn định.

*Lãi suất cho vay giảm không đáng kể trong quý I.*

Mặc dù Chỉ thị 01/CT-NHNN đã được ban hành cùng với lời kêu gọi giảm lãi suất cho vay từ phía Ngân hàng Nhà nước, nhưng nhìn chung mặt bằng lãi suất cho vay chưa có chuyển biến tích cực nào trong quý đầu năm. Hiện tại, lãi vay đối với khu vực sản xuất kinh doanh thông thường là 7-9% cho các khoản vay ngắn hạn và 9,5-10,5% cho các khoản vay trung và dài hạn. Trong khi khu vực sản xuất nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, các doanh nghiệp nhỏ và vừa được vay với lãi suất 7% trong ngắn hạn và từ 9-10% trong trung và dài hạn.

	31/03- 4/4/2014	5-9/1/2015	16-20/3/2015
<b><u>Lãi suất huy động VND</u></b>			
Tiền gửi không kỳ hạn	0,8 – 1,0%	0,8 – 1,0%	0,8 – 1,0%
Tiền gửi kỳ hạn dưới 6 tháng	5,0 – 6,0	5,0 – 5,5%	4,5 – 5,4%
Tiền gửi kỳ hạn từ 6 đến 12 tháng	6,0 – 7,5%	5,7 – 6,7%	5,4 – 6,5%
Tiền gửi kỳ hạn trên 12 tháng	7,5 – 8,3%	6,7 – 7,3%	6,4 – 7,2%
<b><u>Lãi suất cho vay VND</u></b>			
<b><u>NHTM Nhà nước</u></b>			
- Sản xuất kinh doanh thông thường (trung, dài hạn)	10,5 – 11,5%	9,5 – 11,0%	9,5 – 10,5%
- Nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, DN vừa và nhỏ...(trung, dài hạn)	10,0 – 11,0%	9,0 – 10,0%	9,0 – 10,0%
<b><u>NHTM cổ phần</u></b>			
- Sản xuất kinh doanh thông thường (trung, dài hạn)	11,0 – 12,5%	10,0 – 11,0%	10,0 – 11,0%
- Nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, DN vừa và nhỏ...(trung, dài hạn)	10,0 – 12,0%	10,0 – 11,0%	10,0 – 11,0%

*Nguồn: NHNN, VPBS tổng hợp*

**Triển vọng:** Việc giảm lãi suất cho vay từ 1-1,5% để hỗ trợ các doanh nghiệp giảm thiểu chi phí vốn, qua đó có thể hỗ trợ tăng trưởng tín dụng là kỳ vọng của thị trường. Tuy nhiên, (i) đồng USD mạnh lên trong thời gian qua, (ii) nhập siêu lên đến 1,8 tỷ trong ba tháng đầu năm, (iii) thông tin tăng lãi suất của Fed gây áp lực lên giá cả của VNĐ đối với USD, (iv) cùng với quyết tâm của NHNN duy trì sự ổn định của thị trường bằng việc cam kết không tăng tỷ giá trong thời gian này, càng khiến việc giảm mặt bằng lãi suất khó thực hiện.

Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động kỳ hạn từ 1 đến dưới 6 tháng có thể giảm thêm trong quý II, giao động trong ngưỡng từ 4,3 – 5,2%/năm trong khi lãi suất cho vay dài hạn sẽ không có thay đổi khi vẫn giữ ở ngưỡng cũ từ 9,5-10,5%/năm đối với các hoạt động sản xuất kinh doanh thông thường.

## **NHỮNG YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN NỀN KINH TẾ**

### **Sửa đổi Nghị định 58**

*(Dự thảo sửa đổi Nghị định 58/2012/ND-CP ngày 20/7/2012)*

*Dự thảo quy định về sự tham gia của nhà đầu tư có vốn nước ngoài trên TTCK Việt Nam.*

Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư đã được Quốc hội thông qua năm 2014 và có hiệu lực từ 01/7/2015, đây là những luật có liên quan trực tiếp đến hoạt động của TTCK. Trước yêu cầu hoạt động của thị trường chứng khoán, của hội nhập quốc tế và những thay đổi lớn về luật, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đã nghiên cứu và dự kiến một số nội dung sửa đổi, bổ sung Nghị định 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của

Luật Chứng khoán, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán (Nghị định 58). Việc sửa đổi Nghị định 58 dự kiến được thực hiện trong năm 2015.

Dự thảo Nghị định tập trung vào những nội dung cơ bản như: Tham gia của nhà đầu tư có vốn nước ngoài trên TTCK Việt Nam; Chào bán chứng khoán riêng lẻ; Chào bán chứng khoán ra công chúng; Chào bán chứng khoán ra nước ngoài; Mua lại cổ phiếu, chào mua công khai cổ phiếu của công ty đại chúng; Niêm yết, giao dịch chứng khoán; Tổ chức kinh doanh chứng khoán; Về quỹ đầu tư bất động sản.

Điều mà các nhà đầu tư trông đợi nhất ở Dự thảo là quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài cổ phiếu có quyền biểu quyết tại các công ty đại chúng. Tuy nhiên, quy định trong Dự thảo không có gì thay đổi so với trước đây, tức là "theo quyết định của Thủ tướng". Như vậy, việc mở "room" ngoại sau khi Nghị định 58 được sửa đổi, vẫn cần một văn bản nữa giống như Quyết định 55/2009/QĐ-TTg trước đây. Trong các bản dự thảo sửa đổi Quyết định 55 lâu nay, tỷ lệ "room" nước ngoài thường được đề xuất tăng lên đến mức 60% từ mức 49% hiện tại. Tuy nhiên không loại trừ khả năng "room" có thể được tăng lên mức tối đa 100% trừ những ngành nghề có điều kiện như ngân hàng, bảo hiểm, viễn thông, dược phẩm, an ninh - quốc phòng..v.v.

Điều mà nhà đầu tư quan tâm nhất trong bản Dự thảo là các quy định về sự tham gia của nhà đầu tư có vốn nước ngoài trên TTCK Việt Nam. Về vấn đề này, bản dự thảo đã quy định rõ định nghĩa về nhà đầu tư nước ngoài là cá nhân và tổ chức có quốc tịch nước ngoài, hoặc tổ chức thành lập và hoạt động tại Việt Nam có 51% sở hữu nước ngoài.

Về cổ phiếu không có quyền biểu quyết và chứng chỉ lưu ký, Dự thảo bổ sung quy định nhà đầu tư có vốn nước ngoài được đầu tư không hạn chế vào cổ phiếu không có quyền biểu quyết của công ty đại chúng và chứng chỉ lưu ký.

Về sở hữu nước ngoài tại các tổ chức kinh doanh chứng khoán, Dự thảo quy định phù hợp với các cam kết WTO của Việt Nam. Theo đó, điều kiện để tổ chức thành lập tại nước ngoài tham gia góp vốn thành lập, mua để sở hữu từ 51% trở lên vốn điều lệ của tổ chức kinh doanh chứng khoán cũng không có gì khác với điều kiện đối với tổ chức nước ngoài tham gia góp vốn thành lập, mua để sở hữu 100% vốn của tổ chức kinh doanh chứng khoán quy định tại khoản 10, Điều 71, Nghị định 58. Như vậy NĐT nước ngoài được sở hữu không hạn chế tại các tổ chức kinh doanh chứng khoán.

Hiện nay có khoảng hơn 10 CTCK có sở hữu nước ngoài trên 40%. Nếu quy định này được luật hóa, có thể không phải tất cả các công ty này đều sẽ tăng sở hữu nước ngoài. Một số công ty có khả năng tăng sở hữu nước ngoài nhiều nhất là HCM và SSI. việc nâng sở hữu nước ngoài có thể khiến các mã cổ phiếu này tăng giá. Đây đều là những mã cổ phiếu nằm trong chỉ số VN30 và điều này có thể có tác động tích cực lên chỉ số thị trường. Ngoài ra, đi kèm với nguồn vốn nước ngoài tăng lên của cổ đông lớn, sẽ là những khách hàng và nguồn vốn từ nước ngoài. Qua đó TTCK Việt Nam sẽ được bổ sung thêm vốn ngoại.

Chúng tôi kỳ vọng văn bản thay thế Nghị định 58 sẽ được sớm ban hành trong tháng 4 hoặc tháng 5/2015, làm cơ sở cho việc mở "room" nước ngoài, tạo động lực hỗ trợ cho thị trường chứng khoán và việc cổ phần hóa các DNNN trong năm nay.

## Sửa đổi Thông tư 210

(Dự thảo sửa đổi Thông tư 210 ngày 30/11/2012)

### Giới thiệu về Dự thảo

*Đề xuất sửa đổi Thông tư 210 có thể hạn chế thanh khoản của thị trường.*

Dự thảo lần 1 (sau đây gọi tắt là Dự thảo) Thông tư thay thế Thông tư 210 ngày 30/11/2012 về thành lập và hoạt động của các công ty chứng khoán (CTCK) được UBCK đưa ra lấy ý kiến các thành viên của thị trường đến cuối tháng 4/2015. Dự thảo quy định các nguồn vốn mà CTCK được phép huy động cũng như phạm vi sử dụng vốn. Các dự thảo sửa đổi theo hướng thắt chặt hơn trước nhằm mục đích đưa hoạt động của các CTCK gần hơn với chuẩn mực quốc tế. Lần đầu tiên, Dự thảo đưa ra các quy định về hoạt động về các thành viên tạo lập thị trường, tạo khung pháp lý cho các nhà tạo lập thị trường hoạt động trong tương lai. Việc này sẽ giúp tăng thanh khoản cho thị trường chứng khoán, hướng tới việc được giới đầu tư quốc tế nâng hạng từ Thị trường Cận biên lên Thị trường Mới nổi. Bản Dự thảo đã nhận được nhiều ý kiến của các thành viên thị trường yêu cầu sửa đổi nhiều điểm do có thể tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của các CTCK.

### Hạn chế vay vốn của CTCK

Trước đó, Thông tư 36, có hiệu lực từ ngày 1/2/2015, đã xiết chặt việc các ngân hàng cho vay hoạt động chứng khoán xuống tối đa 5% vốn tự có của mỗi ngân hàng.

Điều 42 của Dự thảo quy định các hình thức CTCK được phép huy động vốn bao gồm vay từ các TCTD, vay từ cổ đông, thành viên góp vốn, chủ sở hữu; vay qua hợp đồng mua bán lại (repo) trái phiếu Chính phủ qua hệ thống giao dịch trái phiếu tại Sở GDCK; được phát hành chứng khoán để vay nợ; và được vay các khoản nợ thứ cấp để bổ sung vốn khả dụng. Ngoài ra, CTCK không được vay, huy động vốn của các tổ chức cá nhân khác dưới mọi hình thức, kể cả các hợp đồng hợp tác ba bên, hợp đồng giao vốn, hợp đồng kinh tế có bản chất vay, cho vay.

Quy định này mâu thuẫn với quy định của Luật Dân sự và Luật Doanh nghiệp, khi hạn chế quyền tự chủ của doanh nghiệp/ tổ chức kinh tế trong việc huy động nguồn lực, vay vốn cho hoạt động kinh doanh.

Nếu vì mục đích hạn chế khối lượng vốn huy động của CTCK, Thông tư 210 và Dự thảo đã quy định "CTCK không được huy động vốn vượt quá 3 lần nguồn vốn chủ sở hữu". Ngoài ra, Bộ Tài chính cũng đã ban hành Thông tư 74, Thông tư 226 và các văn bản có liên quan khác về quản lý hoạt động và an toàn tài chính của CTCK và nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán.

Lâu nay, nhiều CTCK đã và đang triển khai các hợp đồng hợp tác ba bên, hợp đồng ủy thác vốn, hợp đồng giao vốn, v.v. với mục đích huy động vốn của các tổ chức kinh tế và cá nhân phục vụ cho hoạt động kinh doanh chứng khoán. Với Điều 42 của Dự thảo, những hợp đồng này sẽ không được phép thực hiện.

Ngoài ra, kênh huy động vốn vay thông qua hợp đồng đặt cọc, vốn được nhiều CTCK sử dụng, có thể bị siết vì CTCK sẽ chỉ được phép dùng vào mục đích thanh toán giao dịch, mà không được sử dụng vào bất kỳ mục đích nào khác.

### Hạn chế cho vay của CTCK

Điều 43 của Dự thảo cho phép CTCK được thực hiện cho khách hàng vay tiền mua chứng khoán dưới hình thức giao dịch ký quỹ, mà không đề cập đến hoạt động cho vay ứng trước tiền bán. Tuy nhiên, hoạt động cho vay ứng trước tiền bán lại được cho phép tại Điều 44 về Sử dụng vốn của CTCK, nhưng chỉ với các chứng khoán giao dịch nằm trong danh sách chứng khoán được giao dịch ký quỹ của CTCK do UBCK quy định.



Như vậy, việc cho vay ứng trước tiền bán sẽ phải chấm dứt đối với các cổ phiếu không nằm trong danh sách ký quỹ do UBCK quy định.

### **Giới hạn phạm vi sử dụng vốn của CTCK**

Điều 44 của Dự thảo liệt kê các hoạt động mà CTCK được phép sử dụng vốn. Điều này khác với Thông tư 210 vốn liệt kê các trường hợp hạn chế đầu tư/hạn chế sử dụng vốn của CTCK.

Ngoài ra điều 44 của Dự thảo cũng hạn chế phạm vi đầu tư/tự doanh của CTCK theo hướng hạn chế hoạt động đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và các công ty chưa đại chúng của CTCK. Đồng thời giảm độ tập trung trong hoạt động đầu tư vào DN niêm yết/đăng ký giao dịch của CTCK. Cụ thể:

Theo quy định tại Thông tư 210 hiện tại, CTCK không được sử dụng quá 70% vốn chủ sở hữu để đầu tư trái phiếu doanh nghiệp hoặc góp vốn sở hữu tổ chức khác, trong đó không được sử dụng quá 20% vốn chủ sở hữu để đầu tư vào công ty chưa niêm yết. Đồng thời không được đầu tư quá 15% vốn chủ sở hữu vào một tổ chức. Như vậy CTCK có thể chủ động quyết định tỷ lệ giữa đầu tư trái phiếu và cổ phiếu trong giới hạn 70% vốn chủ sở hữu.

Theo quy định tại Dự thảo, tổng giá trị đầu tư vào các trái phiếu doanh nghiệp không được vượt quá 30% vốn chủ sở hữu trừ trường hợp bảo lãnh phát hành trái phiếu theo hình thức cam kết chắc chắn; Đồng thời tổng giá trị các khoản đầu tư vào các công ty chưa đại chúng, các dự án kinh doanh không được vượt quá 20% vốn chủ sở hữu, trừ trường hợp bảo lãnh phát hành theo hình thức cam kết chắc chắn hoặc đầu tư vào công ty quản lý quỹ, hoặc các quỹ đầu tư chứng khoán cấp phép tại Việt Nam;

Giới hạn quy mô đầu tư theo Dự thảo là 5% số cổ phiếu niêm yết/ đăng ký giao dịch, giảm so với quy định hiện nay là CTCK được đầu tư đến 20% số cổ phiếu đang lưu hành của tổ chức niêm yết.

### **Siết chặt tỷ lệ an toàn tài chính**

Điều 40 của Dự thảo sửa đổi Điều 5, Thông tư 226 về chỉ tiêu an toàn tài chính. Theo đó, vốn khả dụng sẽ phải bị giảm trừ nhiều khoản phải thu hơn. Như vậy, nhiều khoản phải thu vốn là các khoản đặt cọc, mua bán tự doanh, tạm ứng sẽ bị loại trừ khỏi vốn khả dụng, làm giảm tỷ lệ an toàn vốn của CTCK.

### **Các tác động chính**

Chúng tôi cho rằng với các quy định trong bản Dự thảo, nguồn vốn huy động của các CTCK sẽ bị suy giảm. Để bù đắp lại, CTCK sẽ phải chuyển sang huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu nợ thứ cấp, vay qua hợp đồng repo trái phiếu chính phủ, và vay từ (các) cổ đông, chủ sở hữu của CTCK. Điều này sẽ mang lợi ưu thế cho các công ty chứng khoán lớn, không trực thuộc ngân hàng, và/hoặc sở hữu nhiều trái phiếu chính phủ.

Việc huy động vốn của các CTCK nhỏ, trực thuộc ngân hàng, không có nhiều TPCP sẽ gặp nhiều khó khăn. Và dự báo thị phần môi giới và doanh thu kinh doanh vốn của các CTCK này sẽ suy giảm do phụ thuộc nhiều vào lượng vốn cho vay ký quỹ, ứng trước tiền bán cho khách hàng.

Bản dự thảo được đưa ra lấy ý kiến ngày 5/2/2014. Khi thị trường chứng khoán hiểu rõ hơn về Dự thảo, thị trường đã phản ứng tiêu cực và VN-Index đã giảm 10,2% từ 600 điểm ngày 4/3/2015 xuống 538 điểm ngày 1/4/2015 vì lo ngại dòng vốn nội sẽ rời khỏi thị trường.

UBCK cho biết thông tư sửa đổi sẽ được ban hành sau khi Nghị định 58 được sửa đổi. Và Dự thảo lần 2 sẽ sớm được đưa ra lấy ý kiến thị trường. Chúng tôi nghĩ



rằng trong Dự thảo lần 2, nhiều giới hạn hoạt động nêu trên sẽ được nới lỏng hơn, giúp thị trường duy trì động lực tăng điểm.

### **Nghị định 34**

*(Nghị định 34/2015/NĐ-CP ngày 31/3/2015 sửa đổi Nghị định 53/2013/NĐ-CP ngày 18/5/2013)*

*Nghị định 34 tăng cường hiệu quả hoạt động của VAMC và triển vọng ngân hàng.*

Nghị định 34/2015/NĐ-CP của Chính phủ ký ngày 31/3/2015 sửa đổi bổ sung một số điều của Nghị định 53/2013/NĐ-CP về thành lập và tổ chức và hoạt động của Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng Việt Nam (VAMC) thể hiện rõ quyết tâm của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) xử lý nợ xấu triệt để. Theo chúng tôi Nghị định 34 sẽ giúp đẩy nhanh hoạt động mua bán nợ xấu của VAMC theo giá thị trường.

Cụ thể đối với hoạt động mua nợ xấu của VAMC, Nghị định 53 quy định VAMC được mua nợ xấu theo hai cách: (1) mua bằng trái phiếu đặc biệt (TPĐB) do VAMC phát hành, theo giá trị ghi sổ số dư nợ gốc khách hàng vay chưa trả đã được khấu trừ số tiền dự phòng cụ thể đã trích lập chưa sử dụng cho khoản nợ xấu đó; và (2) mua nợ xấu của tổ chức tín dụng (TCTD) theo giá trị thị trường bằng nguồn vốn không phải TPĐB, giá mua được thỏa thuận trên cơ sở giá trị khoản nợ xấu được đánh giá lại. VAMC đánh giá lại giá trị khoản nợ xấu hoặc khi cần thiết, thuê tổ chức tư vấn định giá khoản nợ xấu và tài sản đảm bảo.

Do trước đây, VAMC có vốn điều lệ chỉ ở mức 500 tỷ đồng, và chưa có quy chế cụ thể về cách thức mua nợ ngoài TPĐB, nên việc mua nợ của VAMC theo giá thị trường bị hạn chế, hầu như chỉ giới hạn ở việc mua nợ xấu bằng TPĐB theo giá trị ghi sổ. Do giá trị ghi sổ của nhiều khoản nợ xấu có sự khác biệt lớn so với giá thị trường hiện tại, hoạt động thu hồi nợ, bán nợ xấu của VAMC gặp nhiều khó khăn.

Giờ đây, Nghị định 34 (i) tăng vốn điều lệ VAMC lên 2.000 tỷ đồng, (ii) bổ sung Điều 14a cho phép VAMC phát hành trái phiếu để mua nợ theo giá thị trường. Ngân hàng khi bán nợ xấu và các tài sản đảm bảo kèm theo, sẽ được thanh toán bằng trái phiếu VAMC. Trái phiếu này được phép sử dụng để vay tái cấp vốn và vay qua thị trường mở từ NHNN. Đồng thời việc phát hành trái phiếu của VAMC không bị giới hạn bởi các quy định về quản lý tài chính đối với doanh nghiệp nhà nước thông thường. Do đó chúng tôi cho rằng VAMC sẽ có thể phát hành khối lượng lớn trái phiếu dùng cho việc mua nợ xấu theo giá thị trường.

Đồng thời, đối tượng nợ xấu mà VAMC mua theo giá thị trường tại Điều 7, Khoản 3 được mở rộng hơn so với trước. Tại Nghị định 53, ngoài các yếu tố khác, các khoản nợ xấu phải có đủ các điều kiện "Tài sản đảm bảo có khả năng phát mại" và "khách hàng vay có triển vọng phục hồi khả năng trả nợ". Theo Nghị định 34, quy định này trở thành chỉ cần một trong hai điều kiện nói trên.

Do có thể mua nợ xấu theo giá thị trường, việc bán nợ xấu theo giá thị trường của VAMC cũng sẽ dễ dàng hơn. Nghị định 34 cũng quy định cụ thể hơn thủ tục bán nợ xấu của VAMC.

Thứ nhất, Điều 16 khoản 6 sửa đổi nêu rõ đối tượng mà VAMC bán nợ bao gồm tổ chức, cá nhân là người không cư trú. Cùng với việc Luật kinh doanh Bất động sản và Luật Nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài được mua nhà và bất động sản sẽ có hiệu lực từ ngày 1/7/2015 sắp tới, chúng tôi dự báo việc bán nợ cho khách hàng nước ngoài của VAMC sẽ được thực hiện sau khi NHNN có quy định cụ thể.

Thứ hai, Nghị định 34 trao cho VAMC nhiều quyền tự chủ hơn so với trước đây trong việc xử lý tài sản đảm bảo do có thể bán thỏa thuận với bên mua sau một lần bán đấu giá không thành.

Nghị định 53/2013/NĐ-CP trước đây quy định xử lý tài sản bảo đảm của các

khoản nợ xấu mà VAMC đã mua, trường hợp không có thỏa thuận của các bên về xử lý tài sản bảo đảm, việc xử lý tài sản bảo đảm được thực hiện thông qua các phương thức bán đấu giá: Bán đấu giá qua tổ chức bán đấu giá chuyên nghiệp; công ty quản lý tài sản bán đấu giá. VAMC lựa chọn, quyết định phương thức bán tài sản bảo đảm phù hợp với các quy định của pháp luật và bảo đảm nguyên tắc công khai, minh bạch.

Nghị định 34/2015/NĐ-CP lần này bổ sung: Sau 1 lần bán đấu giá tài sản bảo đảm của các khoản nợ xấu theo quy định nêu trên không thành thì VAMC được tiếp tục bán tài sản đó thông qua phương thức bán đấu giá hoặc bán tài sản đó trên cơ sở thỏa thuận trực tiếp với bên mua, đồng thời thông báo cho bên bảo đảm biết.

Nghị định mới cũng làm rõ 3 trường hợp được coi là bán đấu giá không thành gồm: (1) Không có người tham gia đấu giá; (2) Không có người trả giá tại cuộc bán đấu giá; (3) Các trường hợp bán đấu giá không thành khác theo quy định của pháp luật về bán đấu giá.

Điểm đáng lưu ý là NHNN ra Chỉ thị số 02/CT-NHNN ngày 28/1/2015, yêu cầu các TCTD xây dựng và báo cáo kế hoạch xử lý nợ xấu, bảo đảm đến ngày 30/6/2015 phải xử lý được ít nhất 60% nợ xấu cần xử lý theo kế hoạch năm 2015 và phải bán được 75% tổng số nợ xấu dự kiến sẽ bán cho VAMC trong năm 2015. Cuối năm 2015 đưa nợ xấu về mức dưới 3% tổng tài sản có được phân loại.

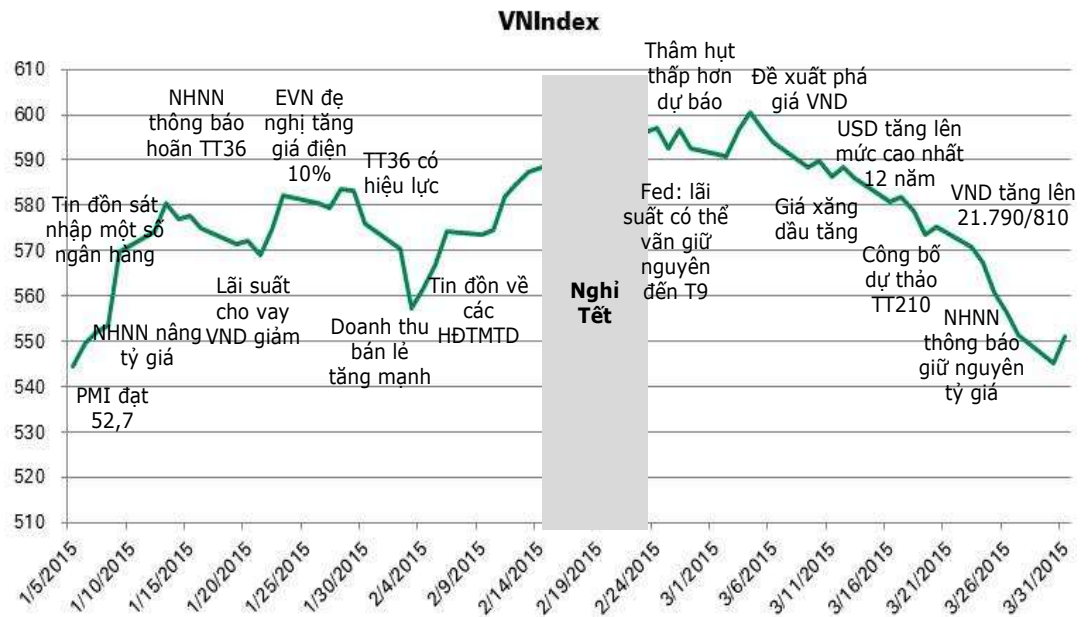
Đồng thời, ngày 11/3/2015, NHNN có văn bản gửi các NHTM, ấn định số nợ xấu tối thiểu mà mỗi NHTM phải bán lại cho VAMC trong năm 2015. Tuy nhiên số liệu về số nợ xấu từng ngân hàng được yêu cầu bán cho VAMC, cũng như tổng số nợ xấu mà NHNN yêu cầu các TCTD bán cho VAMC lần này không được công bố ra công chúng.

Về việc mua nợ xấu bằng TPĐB, năm 2015, VAMC được phát hành tổng giá trị TPĐB tối đa là 80.000 tỷ đồng. Điểm quy định mới là VAMC quyết định cụ thể thời hạn đối với từng TPĐB phù hợp với từng khoản nợ xấu được mua. Thời hạn TPĐB càng ngắn, TCTD càng phải trích lập nhiều dự phòng trong các năm TPĐB có thời hạn. Như vậy, VAMC sẽ có thêm lợi thế khi thương lượng với TCTD để mua nợ xấu theo giá thị trường.

Do đó, chúng tôi tin rằng trong những tháng tới, VAMC sẽ nhanh chóng phát hành trái phiếu, đẩy nhanh việc mua nợ xấu theo giá thị trường từ các TCTD. Điều này có thể khiến các ngân hàng phải hạch toán lỗ trong ngắn hạn, do họ phải ghi nhận giá trị khoản nợ xấu bằng giá bán, nhưng sẽ giúp cải thiện sức khỏe hệ thống ngân hàng trong dài hạn do bảng tài sản được làm sạch hơn.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### Tổng quan



*Thị trường chứng khoán tăng điểm do được hỗ trợ từ các điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định và kết quả kinh doanh tốt từ phía ngân hàng, tuy nhiên sau đó thị trường lại giảm điểm do lo ngại về những quy định mới và đồng USD mạnh dần lên*

Trong báo cáo trước, chúng tôi dự báo chỉ số VN-Index sẽ đạt mốc 630 đến 650 vào cuối quý I. Trong hai tháng đầu năm, dường như điều này sẽ trở thành sự thật. Chỉ số tăng từ mốc 542 điểm lên trên 600 điểm trong tuần đầu tiên của tháng 3, và dường như có đủ sức bật để tiếp tục đi lên. Nhưng tháng 3 lại trở thành một tháng buồn cho chứng khoán Việt Nam khi chỉ số VN-Index đã đánh mất gần như toàn bộ những nỗ lực tăng điểm trong quý. Chỉ số kết thúc quý tại mốc 550 điểm, chỉ tăng 1% so với đầu năm.

Sự tăng điểm trong tháng 1 chủ yếu dựa vào cổ phiếu GAS – Tổng công ty Khí Việt Nam và các cổ phiếu ngân hàng. Ngày 6/1, GAS tuyên bố kế hoạch mua lại 10 triệu cổ phiếu quỹ với giá tối đa 100.000 đồng/cổ phiếu. Điều này đã đẩy giá cổ phiếu tăng 18% trong vòng một tuần. Cũng trong thời điểm đó, các cổ phiếu ngân hàng báo cáo mức lợi nhuận cao và có những tin đồn về các thương vụ sáp nhập có thể diễn ra. Chúng tôi sẽ thảo luận kỹ hơn về hai vấn đề này ở phần sau.

Các yếu tố khác hỗ trợ thị trường là chỉ số sản xuất công nghiệp PMI đạt mức cao 52,7. Đây là tháng thứ 15 liên tiếp chỉ số cao hơn 50, cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành sản xuất. Thêm vào đó, đã có những tin đồn xuất hiện trên thị trường về việc Thông tư 36, yếu tố tác động tiêu cực tới giá cổ phiếu trong quý 4 của năm 2014, sẽ bị hoãn hoặc có thể bị hủy bỏ. Điều này đã tạo nên sự lạc quan cho rằng thanh khoản thị trường sẽ được cải thiện.

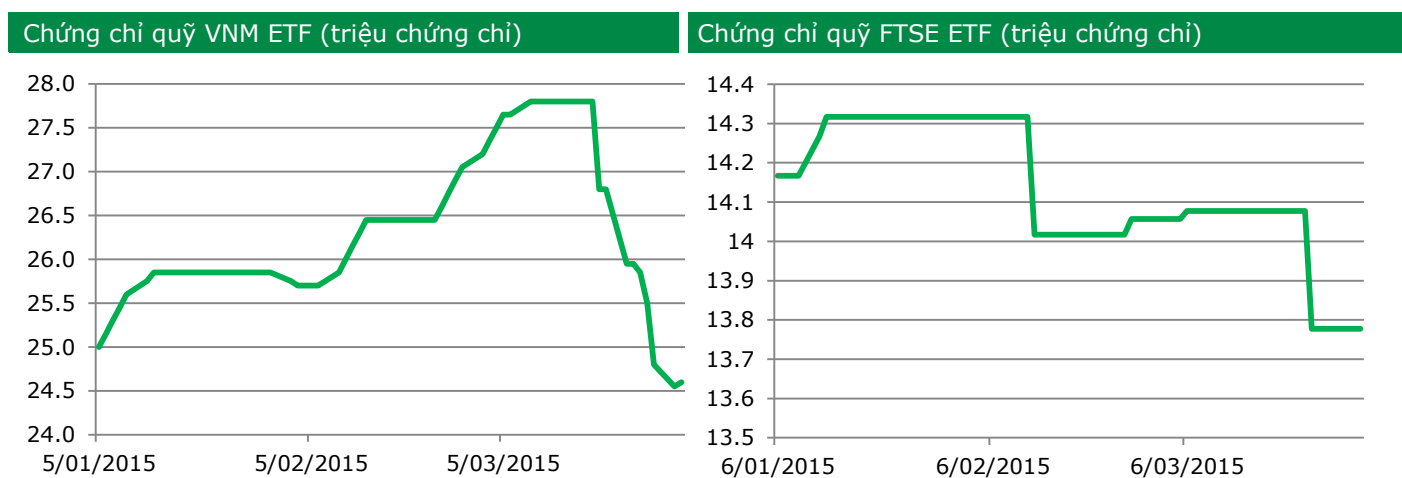
Ngày 7/1, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) phá giá tiền Đồng 1%. Việc này vẫn nằm trong hạn mức đã định của NHNN về việc phá giá từ 1% đến 2% trong năm nay, nhưng đến sớm hơn kỳ vọng của nhiều người. Mặc dù dường như không ảnh hưởng tới chứng khoán, nhưng chỉ số đã tăng từ 552 vào thời điểm công bố tới mức 570 trong vài ngày.

Giữa tháng 1, thị trường bắt đầu nhịp điều chỉnh đầu tiên khi NHNN bác bỏ tin đồn về việc loại bỏ hay hoãn Thông tư 36, và Thông tư này vẫn sẽ tiến hành như dự kiến. Sự lạc quan được khôi phục lại đôi chút khi lãi suất cho vay được cắt giảm. Nhưng khi Thông tư 36 chính thức có hiệu lực như dự kiến vào ngày 2/2, chỉ số đã quay đầu giảm xuống 557 ngay ngày hôm sau vì các cổ phiếu ngân hàng giảm mạnh.

Doanh thu bán lẻ ở mức cao, cùng với những đồn đoán tích cực về việc đàm phán các hiệp định thương mại tự do của Việt Nam đã giúp tạo động lực qua kỳ nghỉ Tết Nguyên đán để chỉ số có thể đóng cửa ở ngưỡng 587. Tâm lý tích cực được duy trì vì các nhà đầu tư quay trở lại sau kỳ nghỉ, một phần vì việc tuyên bố của bà Janet Yellen rằng FED có thể sẽ không tăng lãi suất trong những tháng tới, và vì thông tin công bố thâm hụt ngân sách của Việt Nam đã giảm xuống còn 3,6% GDP. Những yếu tố này đẩy chỉ số gần như phá vỡ ngưỡng 600 vào ngày 5/3 và khi đó chúng tôi lạc quan cho rằng ngưỡng 630 có thể đạt được vào cuối quý.

Đó là khi mọi việc bắt đầu trở nên tồi tệ.

Theo quan điểm của chúng tôi, có ba yếu tố khiến chỉ số VN-Index sụt giảm hơn 8% xuống còn 550 trong vòng chưa đầy một tháng: giá VND, Thông tư 210 và việc GAS không thực hiện đầy đủ kế hoạch mua cổ phiếu quỹ. Chúng tôi đã nói về Thông tư 210 ở phần trên và GAS ở phần dưới của báo cáo, vì vậy chúng tôi sẽ tập trung vào tiền Đồng trong phần này.



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Khi chỉ số VN-Index đang đạt mức đỉnh, các chuyên gia kinh tế tại Viện nghiên cứu Kinh tế và Chính sách Việt Nam (VEPR) đưa ra khuyến nghị rằng NHNN nên phá giá VND một lần nữa. Đó là do đồng USD đang trở nên mạnh hơn so với các loại tiền tệ khác trên thế giới, vì vậy duy trì tỷ giá ở mức 21.458 VND/USD đồng nghĩa với việc VND lên giá so với các loại ngoại tệ đó, và vì thế không tốt cho xuất khẩu. Hơn nữa, lãi suất VND đang giảm còn giá xăng dầu tăng, cho thấy lạm phát sẽ trở lại. Các yếu tố vĩ mô cho thấy rằng giá trị của VND cũng cần được điều chỉnh giảm. Chỉ số giá USD so với rổ tiền tệ thế giới đã đạt mức cao nhất trong 12 năm và tăng hơn 20% so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ giá trên thị trường tự do đạt đỉnh 21.790 - 21.810 ngày 18/3. NHNN cũng tuyên bố sẽ không nâng tỷ giá trong tương lai gần. Trong suốt thời gian này, thị trường chứng kiến một lượng bán ròng lớn từ khối ngoại, đặc biệt là các quỹ ETF. Chỉ trong tháng 3, số lượng rút chứng chỉ quỹ ETF đạt tổng cộng 1.037,8 tỷ đồng (USD48,1 triệu). Điều này không chỉ làm giảm lực cầu, mà còn ảnh hưởng đến tâm lý thị trường nói chung. Chúng tôi tin rằng khối ngoại bán ròng do họ cho rằng VND đang bị định giá cao và sẽ sớm bị điều chỉnh giảm.

Để hiểu được diễn biến của những ngành khác nhau trên sàn HSX, chúng tôi đã nghiên cứu diễn biến giá trong suốt quý 1/2015 cũng như doanh thu và tăng trưởng Lợi nhuận trên cổ phiếu (EPS) trong năm 2014. Chúng tôi cũng xem doanh nghiệp lớn nhất trong mỗi ngành. Kết quả nghiên cứu về lợi nhuận ròng và EPS đưa ra kết quả khác nhau vì chúng tôi tiến hành nghiên cứu theo những cách khác nhau. Chúng tôi nhìn vào tổng lợi nhuận ròng một cách tổng thể, mà trong đó các

mã có vốn hóa lớn sẽ đóng góp nhiều hơn. Tuy nhiên khi xem xét đến chỉ số EPS, chúng tôi dựa vào phương pháp trọng số đều và ghi nhận con số trung vị. Chỉ số này cũng bị lệch lạc do thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành trong quý.

#### Diễn biến theo ngành

Mã chứng khoán	Thu nhập ròng (tỷ VND)			EPS 12 tháng (VND)			Thay đổi tính từ đầu năm
	2013	2014	% thay đổi	2013	2014	% thay đổi	
VNM	6.534	6.069	-7,1%	6.533	6.068	-7,1%	11,0%
GAS	12.288	14.123	14,9%	6.484	7.453	14,9%	-11,3%
VCB	4.358	4.592	5,4%	1.635	1.862	13,9%	11,3%
DHG	588,96	533,27	-9,5%	5.069	6.119	20,7%	-8,9%
REE	975,82	1.062	8,8%	3.980	4.004	0,6%	-7,1%
HPG	1.954	3.144	60,9%	4.055	6.435	58,7%	-16,6%
FPT	1.608	1.632	1,5%	4.686	4.746	1,3%	1,9%
PPC	1.630	1.045	-35,9%	5.122	3.284	-35,9%	-10,6%
<b>Tổng</b>	<b>29.936</b>	<b>32.200</b>	<b>7,6%</b>	<b>37.563</b>	<b>39.971</b>	<b>6,4%</b>	<b>0,4%</b>

Ngành	Tổng thu nhập ròng (tỷ VND)			Tổng EPS 12 tháng			Thay đổi tính từ đầu năm
	2013	2014	% thay đổi	2013	2014	Trung vị	
Hàng tiêu dùng	11.885	12.350	3,9%	160.547	166.313	4,8%	-0,5%
Năng lượng	14.941	17.239	15,4%	27.785	20.763	11,2%	-6,8%
Tài chính	29.272	29.602	1,1%	42.139	62.773	10,1%	1,8%
Y tế	1062,6	1251,1	17,7%	27.175	36.842	37,7%	0,7%
Công nghiệp	4746,3	8.046	69,5%	171.036	226.124	11,1%	-0,4%
Vật liệu	6.358	6.545	2,9%	94.720	85.211	-20,6%	-2,1%
Công nghệ	1.718	2.406	40,0%	33.631	15.139	-7,6%	7,8%
Điện nước	2.620	2.384	-9,0%	31.927	33.645	5,5%	7,2%
<b>Vnindex</b>	<b>72.603</b>	<b>79.825</b>	<b>9,9%</b>	<b>588.960</b>	<b>646.810</b>	<b>6,1%</b>	<b>0,0%</b>

Ngành có lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh nhất năm ngoài là công nghiệp, Điều này phù hợp với số liệu PMI trong suốt 19 tháng qua. Tuy nhiên, diễn biến cổ phiếu ngành công nghiệp không phải quá tốt. Trong quý I/2015, các cổ phiếu này giảm trung bình khoảng 0,4%. Doanh nghiệp lớn đầu ngành, CTCP Cơ điện lạnh (REE) đi theo xu hướng chung của ngành với lợi nhuận ròng tăng trưởng 8,8% nhưng giá cổ phiếu giảm khoảng 7,1% trong quý I.

Những ngành có giá cổ phiếu tăng mạnh nhất là công nghệ thông tin và dịch vụ tiện ích. CTCP Cấp nước Thủ Đức (TDW) đã tăng 59% trong quý, là doanh nghiệp về dịch vụ tiện ích điển hình trong ngành. Nếu loại trừ TDW, ngành này tăng khoảng 1,5%. CTCP Nhiệt Điện Phả Lại (PPC), doanh nghiệp lớn nhất ngành thậm chí giảm 10%. CTCP FPT (FPT) và Thế giới di động (MWG) là doanh nghiệp đầu ngành công nghệ thông tin nếu xét về vốn hóa thị trường. Cả hai công ty này đều tập trung chủ yếu vào người tiêu dùng, với mạng lưới phân phối bán lẻ và truyền thông xã hội. MWG ghi nhận lợi nhuận ròng tăng mạnh 161% tuy nhiên điều này dường như đã được phản ánh vào giá, và trong quý I giá giảm khoảng 1%.

## Diễn biến ngành ngân hàng

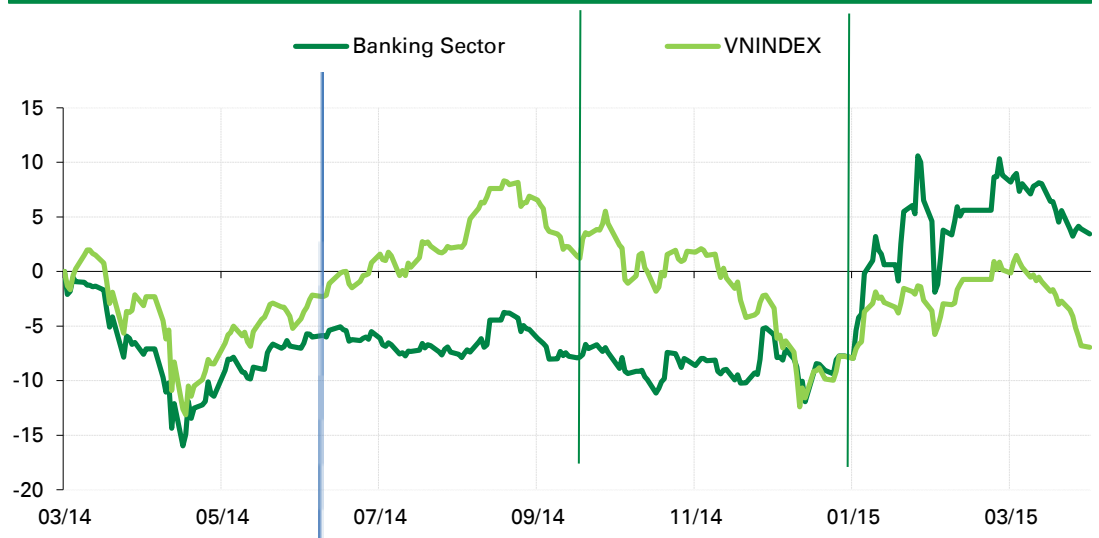
*Cổ phiếu ngân hàng tăng trưởng mạnh hơn thị trường do các số liệu lợi nhuận ròng khả quan và nhiều tin đồn về sáp nhập.*

Cổ phiếu ngành ngân hàng hồi phục và tăng mạnh hơn thị trường trong quý I/2015, Cổ phiếu ngân hàng tăng khoảng 12,2% và thị trường chỉ tăng khoảng 0,9% so với đầu năm. Mặc dù đi cùng xu hướng thị trường, cổ phiếu ngành ngân hàng biến động với biên độ rộng hơn. Trong tháng 1, cổ phiếu ngân hàng tăng giá do các số liệu lợi nhuận ròng khả quan và nhiều tin đồn về sáp nhập. Tuy nhiên, giá các cổ phiếu này điều chỉnh giảm khi NHNN công bố Thông tư 36 sẽ không bị hoãn, và Thông tư này đã được thực hiện theo dự kiến vào đầu tháng 2.

Thị trường chứng khoán tăng trở lại do các yếu tố tâm lý sau kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán, nhưng sau đó cả thị trường lại giảm đồng loạt trong tháng 3 do nhà đầu tư nước ngoài bán ròng trên diện rộng do tâm lý lo ngại khi Mỹ tăng lãi suất và khả năng giảm giá của tiền đồng.

Tại ngày 30/3/2015, cổ phiếu ngành ngân hàng (không bao gồm EIB) giao dịch với hệ số P/E 11,6 lần và hệ số P/B là 1,26 lần. Những hệ số này đều thấp hơn so với hệ số P/E của VN-Index là 12,2 lần và P/B là 1,75 lần. Xu hướng tăng đáng chú ý của cổ phiếu ngành ngân hàng được hỗ trợ từ (i) tăng trưởng tín dụng khá, (ii) quá trình giải quyết nợ xấu có bước phát triển mới và (iii) quyết tâm của NHNN trong hoạt động tái cơ cấu ngành ngân hàng. Cổ phiếu ngành ngân hàng dường như đã bắt đầu quá trình phục hồi sau khi đạt ngưỡng thấp trong năm 2014.

Diễn biến VN-Index and Ngành ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Tăng trưởng tín dụng và huy động đều vượt kế hoạch năm 2014 đã đặt ra của NHNN và tiếp tục gia tăng trong năm 2015. NHNN gần đây công bố số liệu về tăng trưởng tín dụng và huy động của ngành ngân hàng. Tổng tăng trưởng tín dụng tăng 14,16% so với cùng kỳ và tăng trưởng huy động tăng 19,37% , vượt qua mục tiêu năm 2014 của NHNN. Tăng trưởng tín dụng quý 1/2015 ước đạt 1,5%, cao hơn mức tăng trưởng cùng kỳ ở ngưỡng 0,52%. Từ nay đến hết năm 2015, mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 13-15% và tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán từ 16-18% được kỳ vọng sẽ hoàn thành.

Tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh sau quá trình các ngân hàng tích cực xóa nợ và bán lại nợ xấu cho Công ty quản lý Tài sản các tổ chức tín dụng Việt Nam (VAMC). Tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng giảm xuống 3,25% trong tháng 12/2014 do một loạt ngân hàng gia tăng hoạt động bán nợ xấu cho VAMC. Tỷ lệ này giảm từ ngưỡng 3,88% trong tháng trước đó (các ngân hàng thông báo tỷ lệ thấp hơn là 3,74% trong tháng 11).



Tỷ lệ nợ xấu do NHNN ước tính, mặc dù cao hơn con số của các ngân hàng công bố, cũng đã giảm từ 9,1% từ đầu năm 2014 xuống 5,3% trong tháng 11/2014. Con số thống kê cuối năm 2014 chưa được công bố chính thức nhưng chúng tôi tin rằng tỷ lệ nợ xấu cả năm sẽ khoảng từ 4,7 đến 4,8%. Giá trị của khoản nợ xấu được mua lại bằng trái phiếu đặc biệt của VAMC trong năm 2014 khoảng 96 nghìn tỷ đồng (4,5 tỷ USD). NHNN đã lên kế hoạch VAMC sẽ phát hành 80 nghìn tỷ đồng trái phiếu đặc biệt (3,7 tỷ USD) để mua lại 100 nghìn tỷ đồng nợ xấu trong năm 2015. NHNN cũng thúc giục các NHTM đẩy nhanh quá trình bán lại các khoản nợ xấu cho VAMC bằng cách bắt buộc giá trị nợ xấu mà mỗi ngân hàng phải bán và thời hạn hoàn thành (75% nợ xấu đã đăng ký trước ngày 30/6/2015 và 100% trước ngày 30/9/2015). Trước đó, NHNN đã đề xuất với Chính phủ tăng vốn điều lệ của VAMC từ 500 tỷ đồng (23,2 triệu USD) lên 2.000 tỷ đồng (93 triệu USD). Đề xuất này nếu được thông qua, VAMC không chỉ được phép phát hành trái phiếu đặc biệt để đổi lại nợ xấu mà thực tế còn có thể mua và bán lại nợ xấu, quá trình xử lý nợ xấu sẽ dễ dàng hơn.

Mặc dù NHNN và các NHTM không công bố con số nợ xấu chính thức trong quý I/2015, do các ngân hàng phải tuân thủ quá trình phân loại nợ xấu theo CIC từ ngày 1/1/2015, chúng tôi hy vọng tỷ lệ này trước quá trình phân loại có thể tăng lên đến 4 – 4,5%.

Các hoạt động sáp nhập và yêu cầu về niêm yết sẽ tăng tốc trong khi tình trạng sở hữu chéo sẽ giảm trong năm 2015. Đầu năm, NHNN nhấn mạnh thực hiện sáu thương vụ mua bán sáp nhập ngân hàng trong năm nay. Mặc dù trong quý 1/2015 có một số tiến triển, chúng tôi chưa thấy thương vụ nào đã có kế hoạch chi tiết về định giá và thời hạn. Tiến trình được thông báo chỉ bao gồm:

- Xác nhận của VCB sáp nhập với Ngân hàng Sài Gòn
- Xác nhận của CTG sáp nhập với PG Bank
- NHNN thông qua về nguyên tắc kế hoạch sáp nhập của Maritime Bank và Ngân hàng Phát triển Mê Kông.

Một tin đồn không nằm trong danh sách M&A ban đầu của NHNN là việc sáp nhập giữa Ngân hàng Nam Á và Eximbank (EIB). EIB gần đây đã công bố danh sách thành viên của Hội đồng quản trị từ năm 2015 đến năm 2020, và phần trăm nắm giữ cổ phần của các thành viên tại EIB. Cụ thể trong đó có hai thành viên là tổng giám đốc và nguyên phó tổng giám đốc của ngân hàng Nam Á với tổng số cổ phần hơn 20%. Tin đồn sáp nhập dường như đã đúng.

NHNN cảnh báo tất cả các ngân hàng thương mại cổ phần phải niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán theo Văn bản số 657/NHNN/TTGSNH công bố tháng 1 năm 2015. Việc niêm yết toàn bộ ngân hàng thương mại cổ phần sẽ giúp cải thiện tính minh bạch của ngành ngân hàng, các giao dịch cổ phiếu ngân hàng và giảm thiểu việc sở hữu chéo. Đây đã là lần cảnh báo thứ ba từ NHNN. Một số ngân hàng chưa niêm yết đã có kế hoạch niêm yết trong nhiều năm nay, nhưng vẫn chưa thực hiện vì điều kiện bất lợi của thị trường chứng khoán. Kể từ lần cảnh báo gần nhất, chúng tôi vẫn chưa nhìn thấy bất kỳ động thái rõ ràng nào từ các NHTM chưa niêm yết.

Như đã đề cập trong báo cáo quý trước, các NHTM được yêu cầu giảm bớt sở hữu chéo năm 2015, quy định được đề cập tại Thông tư 36 ngày 20/11/2014 và có hiệu lực kể từ ngày 1/2/2015. Những ngân hàng có lượng sở hữu chéo vượt quá mức cho phép là không quá 5% vốn điều lệ tại tối đa hai ngân hàng, sẽ phải thoái vốn cổ phần của mình trong năm nay.

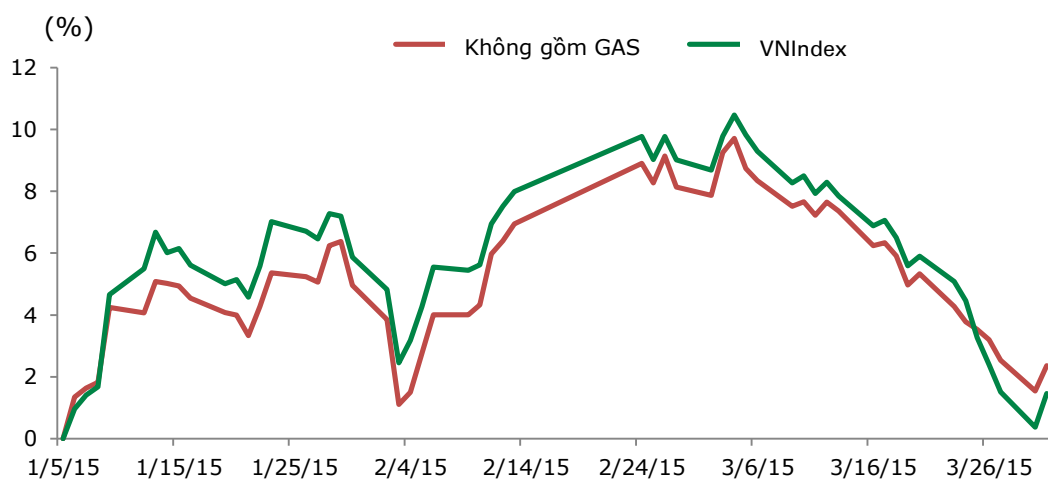


Ngân hàng mua mua	Ngân hàng được mua	% sở hữu
VCB	EIB	8,19%
	MBB	9,59%
	Saigonbank	4,30%
	NH Phương Đông	5,06%
EIB	STB	9,70%
CTG	Saigonbank	10,39%
NH Hàng hải	MBB	9,95%
	Ngân hàng Phát triển Mê-kông (MDB)	10,20%

Như đã đề cập ở trên, các thương vụ sáp nhập đã được lên kế hoạch giữa VCB và Saigonbank, NH Hàng hải và Ngân hàng phát triển Mê-kông, STB và Ngân hàng Phương Nam, và Ngân hàng Nam Á và EIB. Một khi những thương vụ sáp nhập này được thực hiện, sẽ phần nào đó hoặc hoàn toàn giảm thiểu những vi phạm cổ phần của VCB (tại Saigonbank và EIB), của CTG (tại Saigonbank), và NH Hàng hải (tại MDB). Hơn nữa, MBB đã có kế hoạch tăng vốn điều lệ 37,5% trong hai năm qua và có thể sẽ tiếp tục kế hoạch này sang tới năm 2015. Nếu MBB thành công trong việc tăng vốn từ các nhà đầu tư chiến lược mới, số cổ phần nắm giữ của VCB và Maritime bank tại MBB sẽ bị pha loãng, và giảm bớt áp lực bán tháo cổ phần.

### Tác động của PVGas

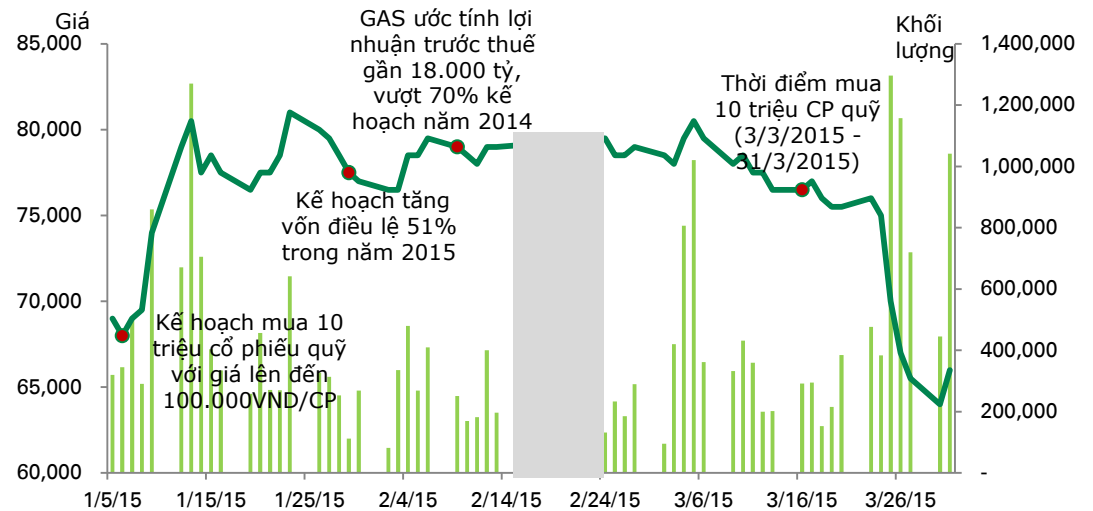
#### PV GAS và VNIndex



Nguồn: VPBS

GAS là công ty niêm yết lớn nhất Việt Nam, và chiếm 12,1% chỉ số VN-Index, Những biến động của cổ phiếu này do vậy có thể ảnh hưởng tới toàn bộ chỉ số.

## PV GAS và VNIndex



Nguồn: VPBS

*GAS tuyên bố mua lại cổ phiếu khiến thị trường tăng mạnh, tuy nhiên thực tế quá trình mua lại làm thất vọng nhà đầu tư.*

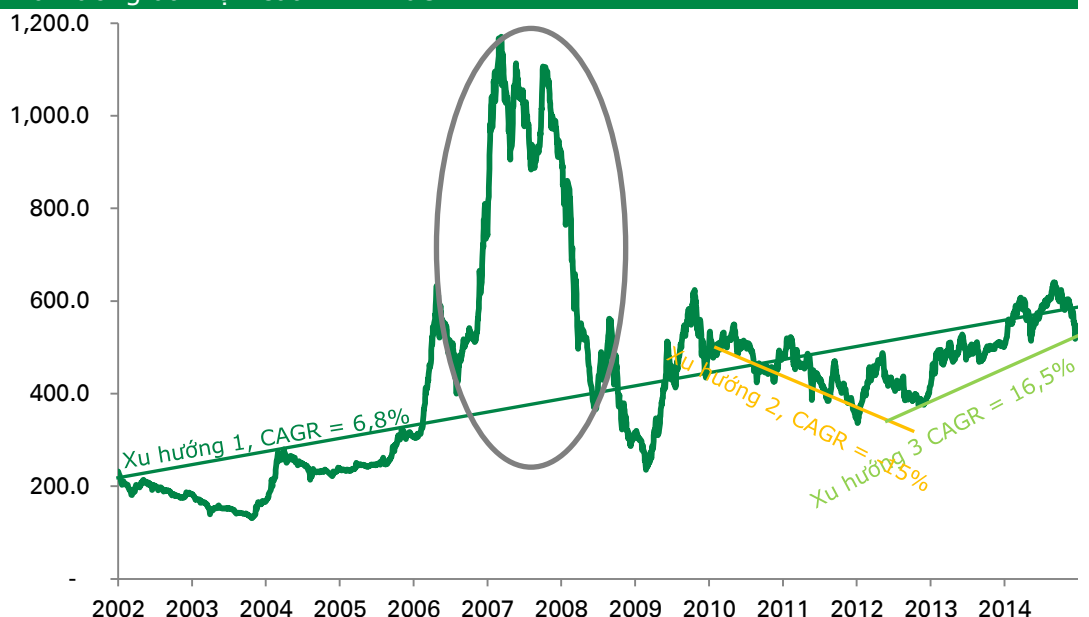
Ngày 6/1/2015, Tổng công ty Khí Việt Nam (GAS) thông báo sẽ dành một khoản tiền từ quỹ đầu tư và phát triển để mua lại gần 10 triệu cổ phiếu với mức giá tối đa 100.000 đồng/cổ trong quý I năm 2015. Giá cổ phiếu tăng theo phản ứng với thông tin trên từ 68.000 đồng lên tới 80.000 đồng, tăng 17,6% trong vòng một tuần, và duy trì ổn định trong hai tháng tiếp theo cho tới khi có thông báo kết quả lợi nhuận trước thuế năm 2014 đã vượt 70% kế hoạch năm.

Ngày 16/3/2015, GAS chính thức công bố thời gian giao dịch cổ phiếu quỹ trong 5 ngày từ 25/3/2015 tới 31/3/2015. Thời gian giao dịch bị thu ngắn lại là vì thủ tục cấp phép lâu hơn so với dự kiến của các nhà quản lý, theo lời ông Phạm Đăng Nam, phó giám đốc của GAS.

Vào cuối tháng 3 năm 2015, GAS tuyên bố đã mua lại 600.000 cổ phiếu, tương ứng 12% khối lượng đã đăng ký. Công ty đã không thể hoàn thành mục tiêu đã thông báo vì giá cổ phiếu GAS đã giảm tới 20% trong tháng 3. Chúng tôi nhận thấy việc giảm giá trong khoảng thời gian qua chủ yếu do các nhà đầu tư nội địa, trong khi nhà đầu tư nước ngoài chiếm 41% giá trị giao dịch mỗi ngày.

## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

### Xu hướng dài hạn của VN-Index



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Thị trường chứng khoán Việt Nam chịu ảnh hưởng của ba yếu tố: kinh tế vĩ mô trong nước, các yếu tố liên quan đến chính sách của cơ quan quản lý và nền kinh tế toàn cầu, đặc biệt của Mỹ.

Trong báo cáo triển vọng quý trước, chúng tôi dự đoán chỉ số Vn-Index (đại diện cho toàn thị trường) có thể đạt từ 660 đến 680 điểm trong năm 2015. Chúng tôi cũng cho rằng nhiều khả năng chỉ số sẽ đạt ngưỡng cao ngay trong quý 1 ở khoảng 630 đến 650 điểm. Nhưng sau đó, khi tiến gần thời hạn Fed nâng lãi suất và lạm phát tăng dần do học phí tăng trong quý 3/2015, chỉ số thị trường tăng chậm lại. Do kết quả quý I không như những gì kỳ vọng của chúng tôi và do những sự kiện có thể diễn ra trong quý 3 đang đến gần hơn, chúng tôi điều chỉnh lại mục tiêu xuống, từ 600 đến 620 điểm trong quý 2 và từ 630 đến 650 điểm cho cả năm. Mặc dù vậy, một vài diễn biến chính trị sẽ được đề cập sau đây có thể thay đổi dự báo trên.

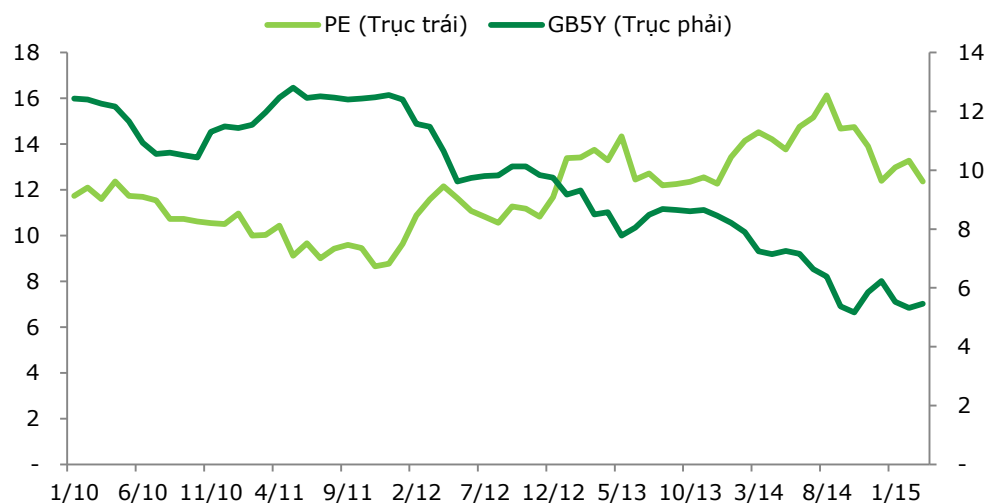
Sau kết quả không như mong đợi trong tháng 3, chỉ số VN-Index hiện tại đang giao dịch dưới đường xu hướng dài hạn. Như vậy, chỉ số sẽ điều chỉnh để trở lại xu hướng dài hạn. Nhưng diễn biến thị trường cho thấy chỉ số VN-Index sẽ chậm phục hồi, thậm chí phải hết năm 2015. Nhà đầu tư dài hạn sẽ thu được lợi tức khi đầu tư nhưng nếu muốn mức lợi tức cao hơn họ cần kiên trì hơn.

Thị trường chứng khoán Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi ba yếu tố: kinh tế vĩ mô trong nước, các yếu tố liên quan đến chính sách của cơ quan quản lý, và các yếu tố kinh tế toàn cầu, đặc biệt của Mỹ.

Điều kiện kinh tế vĩ mô trong nước tiếp tục được duy trì ổn định, Như đề cập trước đây, chúng tôi kỳ vọng lạm phát duy trì ở mức vừa phải, lãi suất vay ngân hàng giảm, nhu cầu tiêu dùng tăng và thâm hụt ngân sách ở ngưỡng kiểm soát. Những yếu tố này đều ảnh hưởng tốt lên thị trường chứng khoán. Quan trọng hơn, yếu tố trên đã bắt đầu tác động tích cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp, Lợi nhuận của các doanh nghiệp đã tăng 10% trong năm 2014, cao hơn đáng kể so với những năm trước.

Chính sách điều hành có thể tác động tiêu cực lên thị trường chứng khoán trong ngắn hạn nhưng đóng góp tích cực cho sự phát triển của thị trường dài hạn nói chung. Thông tư 36 đặc biệt tác động đến hệ số P/E trong quý 4/2014 và quý I/2015, tuy nhiên những ảnh hưởng này đã được phản ánh vào giá hiện tại. Trong quý II, và quý III, việc sửa đổi Thông tư 210 sẽ hạn chế thanh khoản của thị trường và giảm giá cổ phiếu. Nghị định 34 có lẽ cải thiện được sức khỏe các ngân hàng trong dài hạn nhưng sẽ khó gây tác động nào trong quý II.

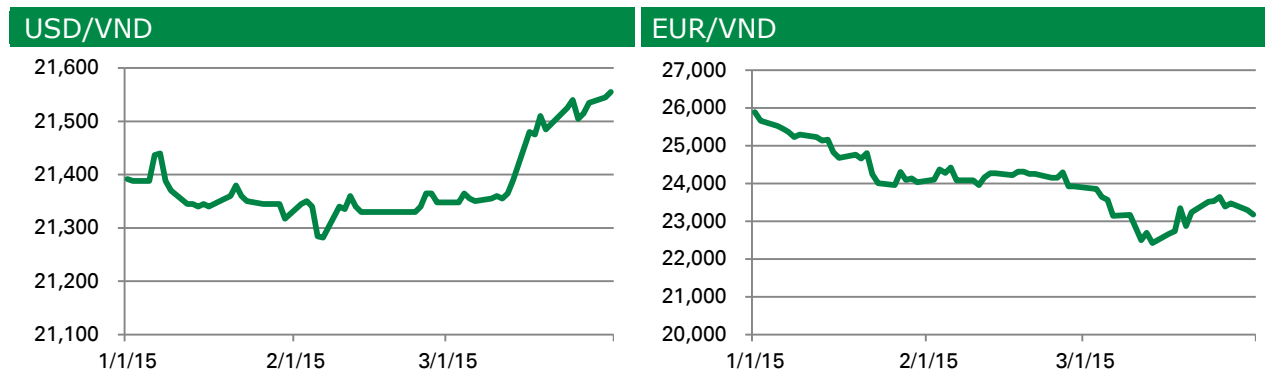
Hệ số P/E và EPS của VN-Index



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Chúng tôi nhận thấy mối tương quan trái chiều (tỷ lệ tương quan lên đến 82,7%) giữa lãi suất phi rủi ro (lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm) và hệ số P/E của thị trường chứng khoán trong quá khứ.

Tuy nhiên, mối quan hệ này đã không hoàn toàn đúng trong suốt tháng 9 và 10 năm 2014 khi cả hai chỉ số đều cùng giảm. Trong năm 2015, mối tương quan dường như được thiết lập lại tại ngưỡng P/E thấp hơn. Do lạm phát tăng trở lại, chúng tôi kỳ vọng lợi suất trái phiếu sẽ tăng nhẹ. Như vậy, hệ số P/E có thể không thay đổi đáng kể quanh ngưỡng 12 lần. Nhưng điều đó có thể không đúng lần này, chúng tôi sẽ đề cập dưới đây.



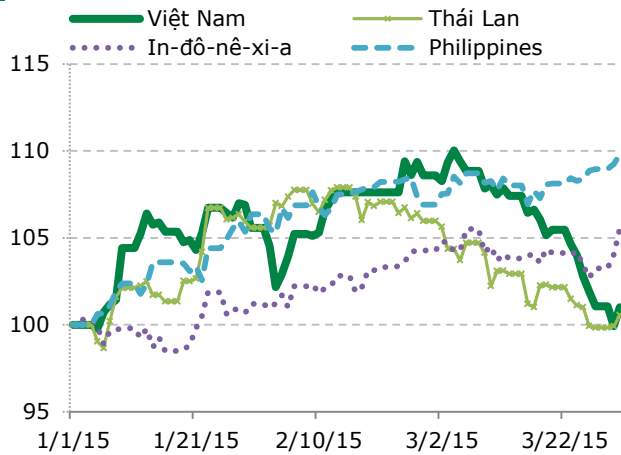
Nguồn: Bloomberg, VPBS

**Đồng VND mạnh góp phần khiến nhà đầu tư nước ngoài bán ròng.**

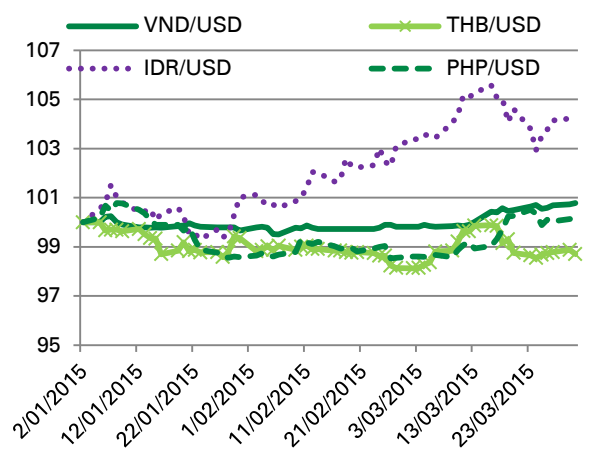
Yếu tố mạnh nhất thúc đẩy cổ phiếu Việt Nam tăng giá có thể là giá dầu thô thấp, do lượng cung thừa ở Mỹ, có thể là trong hai năm tới. Điều này sẽ gây tác động lên thu ngân sách, nhưng phần lớn những ảnh hưởng tiêu cực sẽ được bù đắp bởi những tác động tích cực từ phía các công ty tiêu thụ xăng dầu. Cùng lúc đó, thời hạn Fed nâng lãi suất đang đến gần, điều đó có nghĩa rằng chúng ta đang tiến gần tới thời điểm nguồn tiền đầu tư tại các quốc gia mới nổi sẽ bị rút dần để quay về Mỹ. Thông tin này đối với chúng tôi là không mới, Nhưng điều ít được ngờ tới là sự mạnh lên của đồng USD. Như đã đề cập từ trước, đồng USD tăng hơn 20% so với năm ngoái lên ngưỡng cao nhất trong vòng 12 năm. Càng đến thời điểm Fed ra quyết định nâng lãi suất, đồng USD càng tăng. Nhiều chuyên gia kinh tế dự báo, đồng bạc xanh tiếp tục mạnh lên trong vài năm tới. Đồng USD mạnh lên chính là yếu tố ảnh hưởng trực tiếp tới thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 3 và vẫn sẽ là tác nhân ảnh hưởng trong các quý tiếp theo. Không chỉ khiến nhà đầu tư nước ngoài vội bán cổ phiếu Việt Nam mà còn khiến họ cân trọng hơn về giá trị tiền đồng, Ngân hàng Nhà nước tỏ rõ quyết tâm thực hiện kế hoạch không phá giá tiền đồng nhiều hơn 2% trong năm nay. Do dự trữ ngoại hối dồi dào, NHNN có thể thực hiện được mục tiêu này. Nhưng nếu tiếp tục như vậy, tiền VND sẽ bị định giá cao hơn so với các ngoại tệ khác trên thị trường tiền tệ quốc tế. Nhà đầu tư nước ngoài, những ai đã đồng loạt rút khỏi thị trường trong tháng 3, có vẻ đang đợi chờ sự phá giá tiếp theo từ phía NHNN. Vì thế họ có thể quay lại thị trường sau khi bán đồng tiền của họ với giá cao hơn. Xu hướng đầu tư này đặc biệt phổ biến với các nhà đầu tư quỹ ETF, khi họ chủ động bán các chứng chỉ quỹ và chuyển đổi về đồng nội tệ của họ, không giống như các quỹ nội thông thường sẽ giữ VND sau khi bán cổ phiếu. Miễn là NHNN duy trì đồng VND mạnh, chúng tôi vẫn thấy xu hướng tiếp tục bán của các quỹ ETF. Nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục bán ròng, không chỉ làm giảm nhu cầu đầu tư mà còn tác động tiêu cực lên tâm lý nhà đầu tư trong nước. Duy trì tỷ giá VND/USD cũng tạo ra những lo ngại về tác động đối với xuất khẩu sang thị trường Châu Âu và Nhật Bản do tiền của Việt Nam đang tăng giá so với tiền tệ của họ.

Mặc dù xu hướng bán ròng của khối ngoại vẫn tiếp tục, chúng tôi vẫn tin tưởng rằng thị trường chứng khoán Việt Nam đã bị quá bán. Chúng tôi cũng sẽ so sánh Việt Nam với các thị trường mới nổi trong khu vực Asean. So với Thái Lan, Indonesia và Philippines, giá trị của cổ phiếu Việt Nam đã bị tác động mạnh hơn cả bởi dòng tiền rút vốn toàn cầu.

### Diễn biến TTCK Đông Nam Á



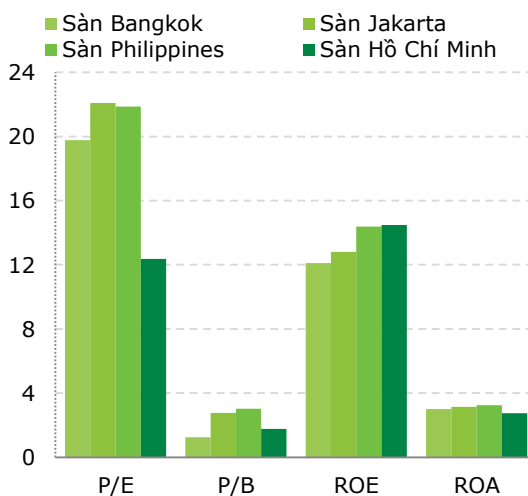
### Tỷ giá đồng tiền khu vực Đông Nam Á



Nguồn: Bloomberg, VPBS

**Cổ phiếu Việt Nam dường như đã bị quá bán so với các thị trường lân cận.**

Thị trường chứng khoán Việt Nam khá giống với Thái Lan ở một vài điểm. Thị trường Philippines tăng trưởng đều trong vài năm do chương trình cải cách, Chỉ số Philippines tăng gấp bốn lần kể từ năm 2009. Thị trường chứng khoán Indonesia tăng chậm hơn Việt Nam và Thái Lan trong tháng 1 và tháng 2 do đồng nội tệ của hai quốc gia này giảm giá khá nhanh. Nhưng cả hai chỉ số đã không cùng nhịp điều chỉnh trong tháng 3. Thị trường chứng khoán Indonesia cũng bị ảnh hưởng bởi kỳ vọng quá trình cải cách do thủ tướng Joko Widodo. Trong khi thị trường chứng khoán Thái Lan tăng mạnh trong tháng 1 nhưng giảm trong tháng 3, khá giống với xu hướng ở thị trường Việt Nam và đồng baht cũng giao dịch tương tự như tiền đồng.



Thị trường	Sàn Bangkok	Sàn Jakarta	Sàn Philippines	Sàn Hồ Chí Minh
P/E	19,8	22,1	21,9	12,4
P/B	1,3	2,8	3,0	1,8
ROE	12,1	12,8	14,4	14,5
ROA	3,0	3,2	3,3	2,7
Vốn hóa Thị trường, (tỷ USD)	432,4	400,3	204,5	47,4
Đầu tư Ròng Nước ngoài - Q1/15 (triệu USD)	(256,5)	435,8	1,068,0	12,3
Lạm phát (so với cùng kỳ)	-0,57%	6,38%	2,40%	0,93%
Lợi tức trái phiếu 5 năm	2,25%	7,28%	3,13%	5,46%

Nguồn: Bloomberg, VPBS

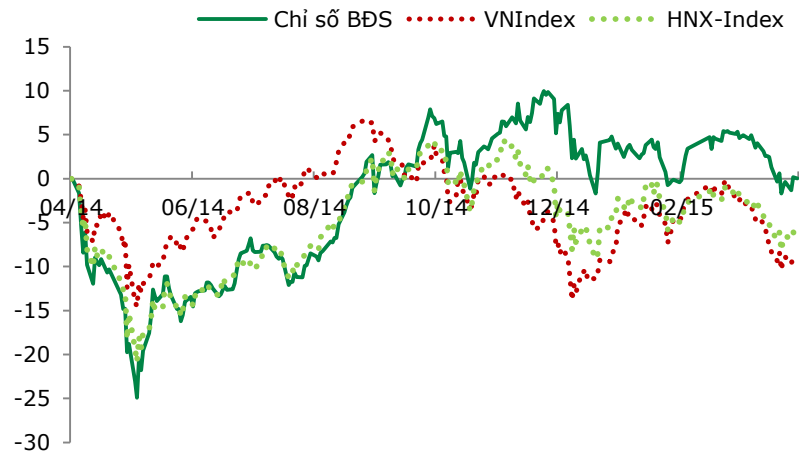
Trong điều kiện đó, xu hướng thị trường có ý nghĩa, nhưng giá trị tương đối thì không. Gần thời điểm cuối quý 1, chỉ số VN-Index giao dịch tại hệ số P/E 12,4 lần trong khi Bangkok, Jakarta và Philippines lần lượt được giao dịch tại hệ số P/E 19,8, 22,1 và 21,9 lần. Các thị trường này lâu nay được giao dịch với P/E cao hơn so với Việt Nam, tuy nhiên sự chênh lệch đã được giãn rộng hơn và không tương thích với các chỉ số ROE, ROA và hệ số phi rủi ro. Chỉ có quy mô thị trường và thanh khoản lớn hơn mới xứng đáng với mức P/E cao hơn. Nhưng đã không có thay đổi gì đáng kể về khía cạnh này. Do vậy, chúng tôi tin rằng hệ số P/E tăng trở về mức 14 lần là thích hợp hơn cả. Trong dài hạn, chúng tôi hy vọng quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước sẽ giúp tăng mức vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam lên ngang bằng so với các thị trường khác trong khu vực để thu hẹp dần khoảng cách.

## DIỄN BIẾN THEO NGÀNH LỰA CHỌN

### NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Cổ phiếu ngành bất động sản có mức tăng giá thấp hơn thị trường trong Q1/2015 nhưng chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng nhờ doanh thu và lợi nhuận đều cải thiện. 10 công ty bất động sản có vốn hóa lớn nhất ghi nhận mức tăng trưởng trung vị doanh thu là 20% và lợi nhuận ròng là 42% trong năm 2014.

#### Chỉ số giá cổ phiếu bất động sản (% tăng trong 1 năm)



#### 10 công ty BĐS có vốn hóa lớn nhất

Mã cp	Vốn hóa	Lãi ròng 2014			Ng vay/ VCSH	Chỉ số P/E trượt	Chỉ số P/B trượt
	tỷ đồng	tỷ đồng	% tăng trưởng	% kế hoạch			
VIC	70.255	3.159	-53%	70%	163%	19,5	3,19
KBC	7.563	326	300%	204%	75%	17,5	1,17
ITA	5.700	163	319%	195%	23%	30,0	0,62
FLC	3.974	321	224%	122%	22%	7,2	0,85
IJC	3.235	231	42%	75%	64%	14,1	1,06
KDH	2.898	102	NM	102%	86%	14,3	1,15
NLG	2.599	96	424%	97%	32%	24,6	1,28
QCG	2.394	56	748%	75%	46%	37,8	0,63
SJS	2.298	156	120%	160%	79%	35,7	1,42
PDR	2.265	42	1346%	107%	189%	53,9	1,54

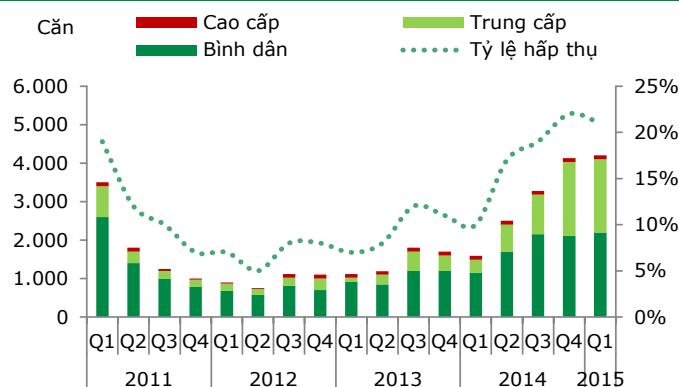
Dữ liệu ngày 14/4/2015. Nguồn: Bloomberg, Báo cáo tài chính công ty

#### Q1/2015 – Số lượng giao dịch cao nhất kể từ Q4/2010

Theo số liệu thống kê sơ bộ của Savills, số lượng căn hộ bán được trong Q1/2015 tại TP.HCM là hơn 4.200 căn, tăng 167% so với cùng kỳ và 3% so với quý trước; đây là số lượng giao dịch cao nhất kể từ Q4/2010. Tỷ lệ hấp thụ tại TP.HCM vẫn ở mức cao là 21%, so với 22% trong Q4/2014 và 10% trong Q1/2014. Tỷ lệ hấp thụ ở mức ổn định là khá ấn tượng do nguồn cung mới tăng mạnh. Phân khúc căn hộ bình dân và trung cấp tiếp tục được tiêu thụ tốt, chiếm 98% tổng số căn bán. Chỉ số giá bất động sản Hồ Chí Minh duy trì ổn định trong những quý gần đây và tăng nhẹ trong Q1/2015, nhưng vẫn thấp hơn so với mức của Q1/2009.

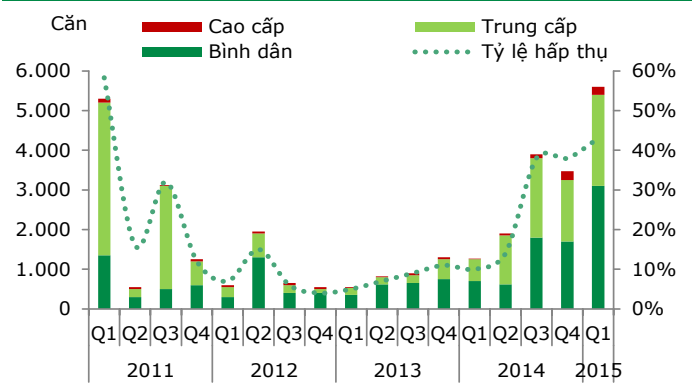
Sau khi sụt giảm trong Q4/2014, số lượng căn hộ bán được tại Hà Nội trong Q1/2015 là trên 5.600 căn, tăng 340% so với cùng kỳ và tăng 61% so với quý trước. Tỷ lệ hấp thụ tại Hà Nội là 43%, trong khi Q4/2014 ở mức 38% và Q1/2014 là 10%. Phân khúc căn hộ bình dân đạt kết quả ấn tượng, với số lượng căn hộ bán được tăng 82% so với Q4/2014. Điều này góp phần giúp chỉ số giá bất động sản Hà Nội tăng mạnh kể từ Q3/2014 và cao hơn so với mức giá tại Q1/2009.

#### Số lượng căn hộ bán được và tỷ lệ hấp thụ theo phân khúc tại TP.HCM



Nguồn: Savills Research Q1/2011 – Q1/2015

#### Số lượng căn hộ bán được và tỷ lệ hấp thụ theo phân khúc tại Hà Nội

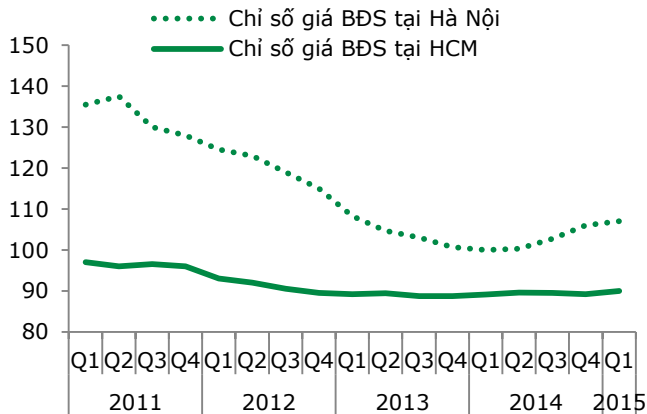


Nguồn: Savills Research Q1/2011 – Q1/2015



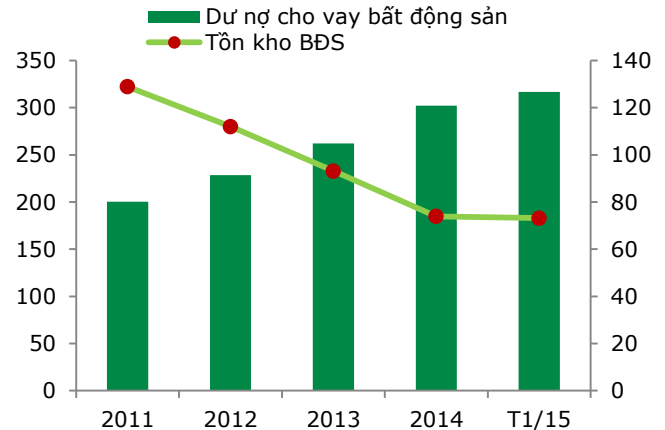
Tín dụng trong lĩnh vực bất động sản trong năm 2014 đã tăng hơn 15% so với cùng kỳ, trong khi hàng tồn kho đã giảm đáng kể. Theo ước tính sơ bộ của Bộ Xây dựng và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN), dư nợ cho vay trong lĩnh vực bất động sản đạt khoảng 302 nghìn tỷ đồng, tăng 15,2% so với cùng kỳ. Hàng tồn kho bất động sản là khoảng 73 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2014, giảm 20,6% so với cùng kỳ. Chính phủ đã thực hiện một số chính sách hỗ trợ thị trường bất động sản như Luật Nhà ở mới, Thông tư 36; và NHNN có kế hoạch giảm lãi suất trung và dài hạn thêm 1,0-1,5% trong năm 2015.

Chỉ số giá bất động sản tại TP.HCM và Hà Nội



Nguồn: Savills Research Q1/2011 – Q1/2015, VPBS ước tính  
Ghi chú: Năm gốc Q1/2009 = 100

Dư nợ cho vay BĐS và tồn kho BĐS (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, MOC, VPBS tập hợp

### Cổ phiếu khuyến nghị:

**Vingroup (VIC) – Năm 2015 là một năm đột phá trên tất cả các lĩnh vực kinh doanh**

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** dài hạn với giá mục tiêu là **60.800** đồng/cổ phiếu dựa trên các yếu tố sau (xem thêm chi tiết tại báo cáo công ty gần đây nhất của chúng tôi phát hành vào ngày 3/10/2014):

**Tiến độ bán căn hộ tại các dự án hiện tại nhanh và các dự án mới đầy hứa hẹn:** VIC đã bán hơn 90% căn hộ tại dự án Times City (Giai đoạn 1) và Royal City, những dự án được hoàn thành vào năm 2014. Đối với các dự án đang triển khai, Vinhomes Nguyễn Chí Thanh và Vinhomes Central Park, cũng đang ghi nhận tốc độ bán nhanh. Chúng tôi kỳ vọng Vingroup sẽ tiếp tục mở bán thành công các tòa chung cư tiếp theo của Vinhomes Central Park và sẽ tăng quỹ đất thông qua hoạt động M&A trong năm 2015.

**Phân khúc trung tâm thương mại tăng trưởng ấn tượng từ năm 2015:** VIC đưa vào hoạt động năm trung tâm thương mại và hai trung tâm bán lẻ lớn, với tỷ lệ lấp đầy từ 80% đến 95%. Chúng tôi ước tính rằng diện tích sàn các trung tâm thương mại của VIC đến năm 2017 sẽ tăng 64% so với hiện tại.

**Mở rộng mạnh mẽ mạng bán lẻ:** Vingroup có kế hoạch phát triển hệ thống siêu thị (100 VinMart) và cửa hàng tiện lợi (1.000 VinMart+) trong 3 năm tới. Chúng tôi kỳ vọng VIC có thể hoàn thành kế hoạch này thông qua các hoạt động M&A, như gần đây công ty đã mua lại toàn bộ hệ thống siêu thị Vinatextmart gồm 39 siêu thị. Công ty cũng đã ra mắt hệ thống bán lẻ công nghệ - điện máy (VinPro) trong tháng 3 vừa qua và dự kiến khởi động thương hiệu thương mại điện tử trong năm 2015.

Công suất phân khúc khách sạn tăng gấp đôi: VIC sẽ tăng gấp đôi công suất tại Vinpearl Resort Nha Trang và Vinpearl Phú Quốc do nhu cầu gia tăng. Ngoài ra, Bộ Xây dựng vừa đề xuất về việc chuyển vị trí dự án casino tại đảo Phú Quốc sang

gắn với Vinpearl Phú Quốc.

## NGÀNH THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG

Như chúng tôi đã đề cập trước đó, Việt Nam ghi nhận tổng mức bán lẻ hàng hóa trong Q1/2015 đạt mức tăng trưởng cao nhất trong năm năm gần đây. Trong đó chi tiêu về thực phẩm và đồ uống chiếm tỷ trọng lớn nhất.

### Thu nhập tăng, chi tiêu tăng

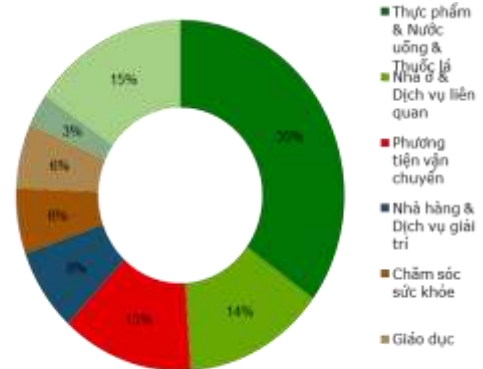
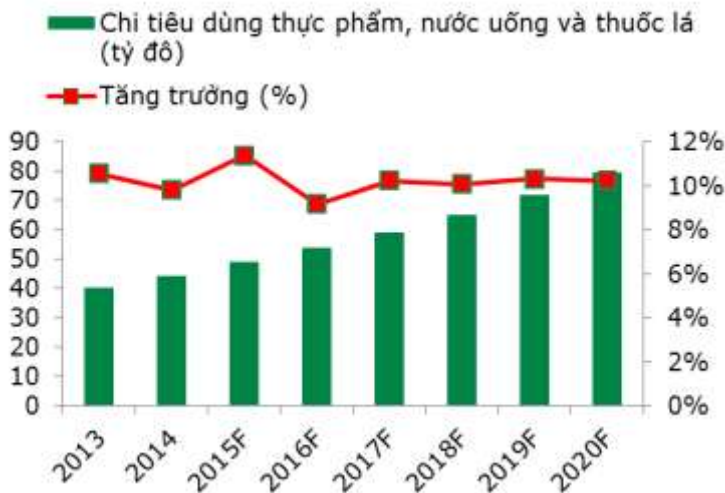
Năm 2014, thu nhập khả dụng của người Việt Nam đạt 1,364 USD, tăng nhẹ 8,3% so với mức năm ngoái là 7,6%. Tuy nhiên, chi tiêu dùng (8,8%) tăng nhanh hơn thu nhập, dẫn đến tỷ lệ tiết kiệm chỉ đạt 6,5% năm 2014, thấp hơn mức 6,6% năm 2013. Trong đó chi tiêu cho thực phẩm và đồ uống chiếm tỷ trọng lớn nhất với 35%.

### Tăng trưởng cao hơn trong năm 2015

Ngành thực phẩm và đồ uống là ngành rất rộng và từng nhóm ngành cũng có sự khác biệt với diễn biến tăng trưởng khác nhau. Dựa trên cơ sở tăng trưởng GDP và lạm phát thấp. Euromonitor dự báo chi tiêu về thực phẩm và đồ uống sẽ tiếp tục tăng từ 9,8% năm ngoái lên 11,4% năm 2015.

Chi tiêu vào thực phẩm, nước uống và thuốc lá của VN

Cơ cấu chi tiêu của Việt Nam 2014



Nguồn: Euromonitor

**Chi tiêu nhiều vào nhóm hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) hơn các nước khác trong khu vực.** Theo báo cáo nghiên cứu gần đây của Kantar Worldpanel, chi tiêu bình quân hàng năm trong mỗi hộ gia đình của người Việt Nam vào nhóm hàng FMCG đạt 692 USD trong Q2/2014, tần suất mua sắm khoảng 166 lần, Việt Nam đứng sau Malaysia với mức chi tiêu bình quân mỗi hộ gia đình là 969 USD và tần suất mua sắm là 108 lần.

**Nhóm hàng FMCG bắt đầu hồi phục trở lại từ Q4/2014.** Từ đầu năm 2014 đến hết Q3, tăng trưởng nhóm hàng này tại nông thôn và khu vực thành thị tại Việt Nam vẫn khá trì trệ, đặc biệt là khu vực nông thôn do đã mất đà tăng trưởng. Từ Q4/2014 nhóm hàng này bắt đầu tăng trở lại tại khu vực thành thị tuy nhiên vẫn khá ỉ ạch tại nông thôn.

Chi tiêu dùng vào FMCG theo hộ gia đình hàng năm, tính đến Q2/2014



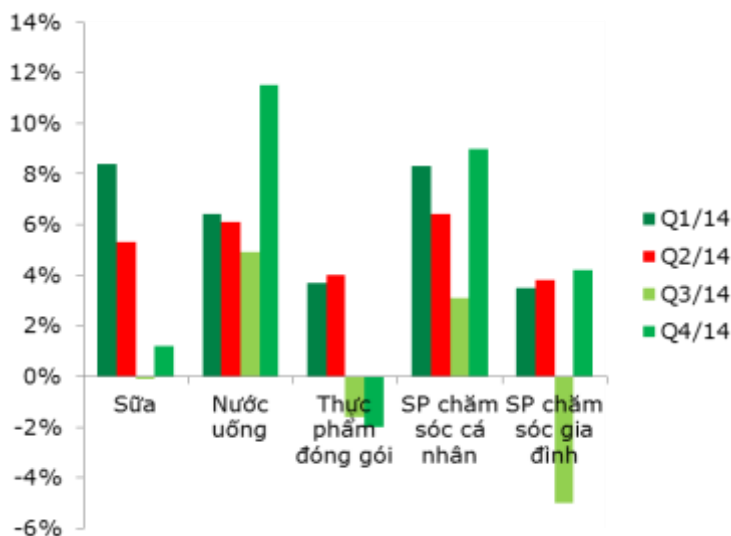
Tăng trưởng FMCG ở thành thị và vùng nông thôn



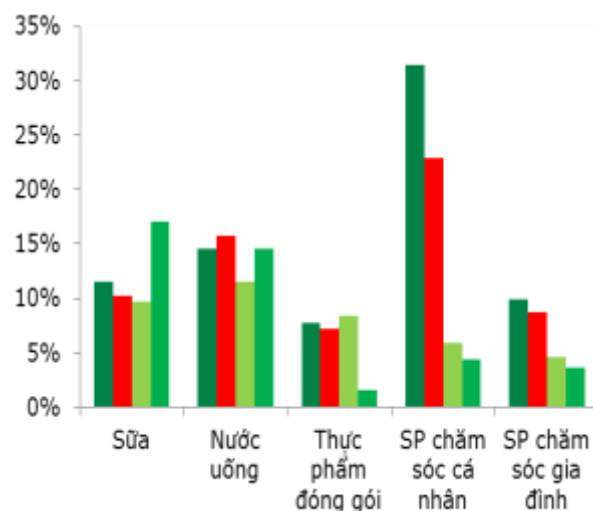
Nguồn: Kantar Worldpanel

**Các sản phẩm trong nhóm hàng này tăng trưởng trái chiều tại cả nông thôn và thành thị.** Trong khi thực phẩm đóng gói ghi nhận tăng trưởng âm, đồ uống và sản phẩm chăm sóc cá nhân lại tăng khá tốt tại thành thị. Tương tự, thực phẩm đóng gói cũng là phân khúc tăng trưởng thấp nhất trong năm nhóm hàng tại nông thôn, sản phẩm bơ sữa và nước uống tăng khá mạnh trong khu vực thành thị.

Tăng trưởng FMCG theo sản phẩm ở thành thị 2014



Tăng trưởng FMCG theo sản phẩm ở nông thôn 2014



Nguồn: Kantar Worldpanel

Chúng tôi khuyến nghị MSN là công ty niêm yết đứng đầu ngành này với giá mục tiêu là 94.000 đồng/cổ phiếu dựa vào những yếu tố sau: (Xin mời xem báo cáo đầy đủ ra ngày 25/3/2015 để có thêm chi tiết).

- **Dẫn đầu về ngành tiêu dùng ở Việt Nam:** MSN nắm vị trí hàng đầu về sản xuất nước chấm, nước mắm, mì ăn liền và cà phê hòa tan. Mạng lưới phân phối rộng khắp, đầu tư sản phẩm và xây dựng thương hiệu là những thế mạnh của công ty. Từ 2010 đến nay, MSN đã tăng trưởng lợi nhuận ròng ấn tượng từ nội tại và các thương vụ M&A trong lĩnh vực cà phê và đồ uống, giúp lợi nhuận ròng công ty tăng 24%/năm.
- **Tận dụng cơ sở để mở rộng:** hiện nay MSN thâm nhập vào phân khúc bia và thịt chế biến, tận dụng cơ sở sản xuất của nước khoáng Vĩnh Hảo để tung ra các loại nước tăng lực và nước uống bù khoáng. Ngoài ra, MSN

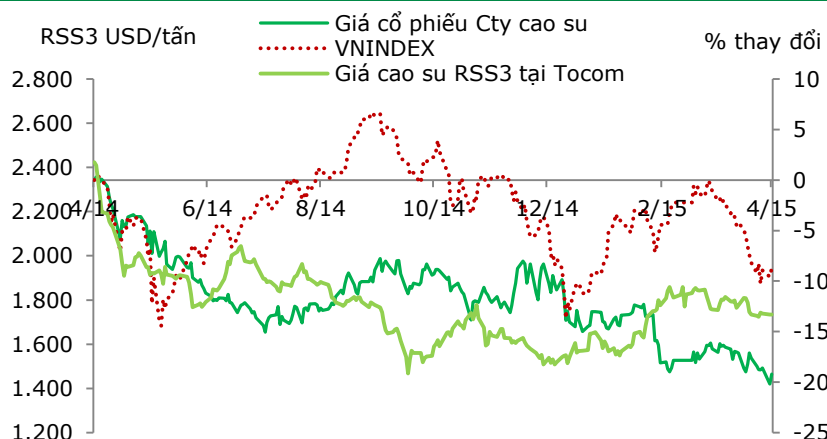
cũng muốn tập trung sản xuất hàng tiêu dùng khi thoái vốn khỏi Công ty Bao bì Minh Việt và Masan Agri. MSN ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 1.080 tỷ đồng năm 2014.

- **Tiềm năng khoáng sản:** Masan Resources (MSR) bắt đầu tạo ra lợi nhuận từ Q3/2014. Chúng tôi dự báo EBITDA của MSR có thể đạt 150 triệu USD năm 2015, đóng góp 33% vào lợi nhuận ròng thuần của MSN năm 2015. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số ước đạt 1.560 tỷ đồng, tăng 44% so với năm ngoài.

## NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

Trong Q1/2015, cổ phiếu các công ty cao su thiên nhiên có mức tăng trưởng kém hơn so với thị trường. Cụ thể, giá cổ phiếu các công ty cao su đã giảm 6,6% trong khi chỉ số VN-Index tăng 1,2% và HN-Index giảm 0,6%.

Diễn biến giá cao su và giá cổ phiếu ngành cao su thiên nhiên Công ty cao su thiên nhiên niêm yết



Dữ liệu ngày 14/4/2015. Nguồn: Bloomberg, Báo cáo tài chính của công ty

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá thay đổi 1 năm	P/E	P/B
PHR	1.962,3	-24,98%	6,3	0,7
DPR	1.544,8	-10,34%	6,6	0,6
TRC	827,2	-24,93%	5,5	0,5
HRC	790,6	5,49%	14,3	1,6
TNC	219,5	-13,74%	12,7	0,7
Trung bình		-13,70%	9,1	0,8

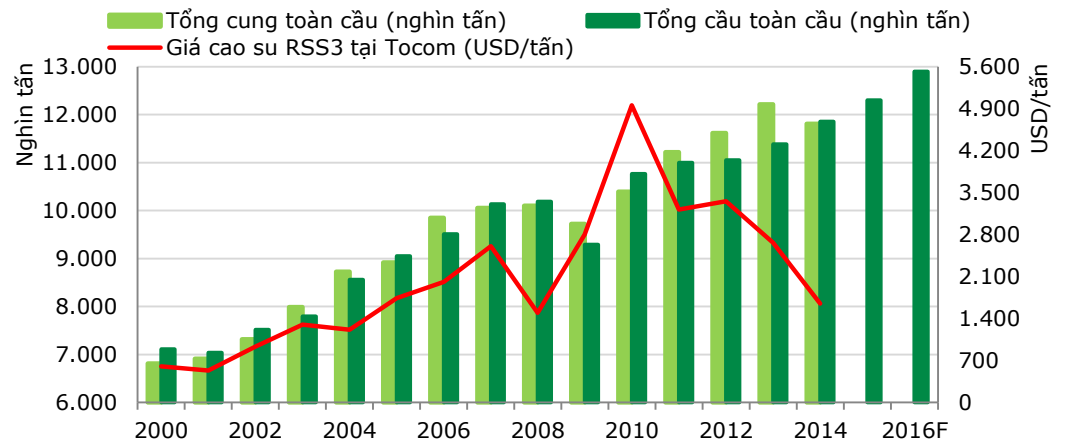
Tâm lý thị trường hiện vẫn còn quá bi quan đối với ngành cao su thiên nhiên. Giá cổ phiếu ngành cao su thiên nhiên tiếp tục giảm mặc dù giá cao su thế giới đã phục hồi nhẹ trong Q1/2015 (khoảng 2% tại Thái Lan và 5% tại Nhật Bản), và tăng đáng kể so với mức đáy đã lập trong tháng 9 năm 2014 (khoảng 16% tại Thái Lan và 18% tại Nhật Bản).

Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tốt để đầu tư dài hạn vào cổ phiếu ngành cao su thiên nhiên, nhờ có lợi suất cổ tức khoảng 9-10%, hấp dẫn hơn so với mức lãi suất tiền gửi ngân hàng hiện tại. Ngoài ra, giá cổ phiếu đã phản ánh sự sụt giảm của giá cao su thiên nhiên và sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi.

### Giá cao su thiên nhiên ở mức thấp nhất trong vòng năm năm qua và dự báo sẽ phục hồi từ năm 2015

Giá cao su thiên nhiên đã giảm mạnh trong năm 2014 và hiện đang ở mức thấp nhất trong vòng năm năm gần đây. Mức giá bán cao trong năm 2010 đã đẩy nguồn cung cao su tăng mạnh, trong khi nhu cầu tiêu thụ cao su đã giảm nhịp tăng do sự chững lại của kinh tế Trung Quốc - quốc gia tiêu thụ cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới và chiếm khoảng 30%-40% nhu cầu cao su thiên nhiên toàn cầu.

## So sánh cung, cầu và giá cao su thiên nhiên



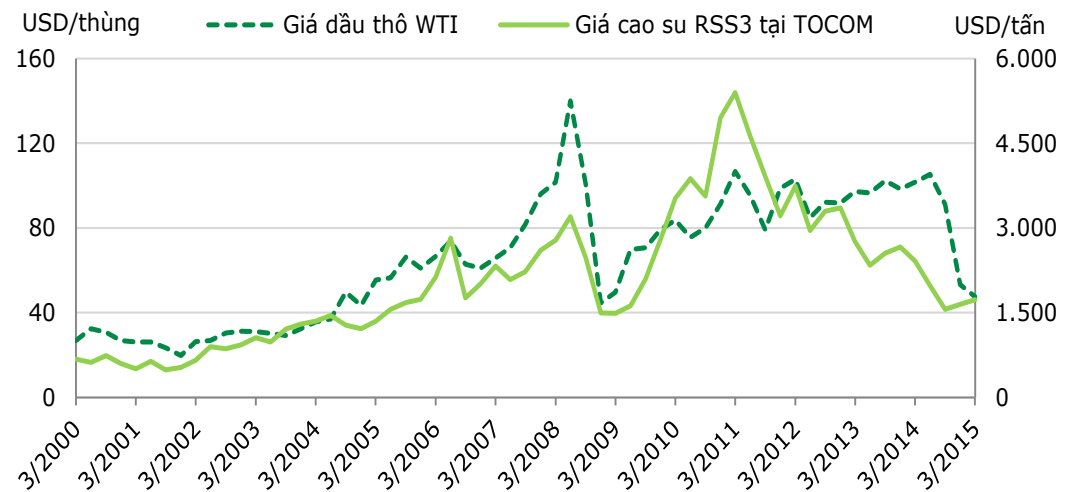
Nguồn: Bloomberg, IFSG; giá trị năm 2015 được ước tính bởi IFSG

Theo Tổ chức nghiên cứu cao su thế giới (IFSG), sản lượng cao su thiên nhiên năm 2014 đã giảm 3,3% so với năm trước, đây là lần đầu tiên trong vòng năm năm trở lại đây ghi nhận sản lượng sụt giảm. Nguyên nhân là do các nhà sản xuất cao su thiên nhiên đã ngưng khai thác và chuyển sang các cây trồng khác để đối phó với tình trạng giá cao su xuống thấp. Thị trường cao su thiên nhiên bị thiếu hụt nhẹ khoảng 45.000 tấn trong năm 2014, sau khoảng thời gian bị dư thừa lớn từ năm 2010 đến 2013. Chúng tôi cho rằng, nếu giá cao su vẫn ở mức thấp như hiện tại thì sẽ dẫn đến sự thiếu hụt nghiêm trọng về nguồn cung cao su thiên nhiên.

### Tốc độ phục hồi giá cao su thiên nhiên sẽ không mạnh do vẫn còn gặp một số trở ngại

Sự phục hồi của giá cao su thiên nhiên sẽ bị ảnh hưởng bởi mức giá dầu hiện đang ở mức thấp, mặc dù giá dầu thấp cũng sẽ thúc đẩy ngành sẫm lốp và làm tăng nhu cầu tiêu thụ cao su bao gồm cả cao su nhân tạo và cao su thiên nhiên. Trong nghiên cứu của chúng tôi, giá dầu thô có hệ số tương quan cao là 0,82 so với giá cao su thiên nhiên, khi áp dụng dữ liệu theo quý từ năm 2000 đến 2014; tuy nhiên hệ số tương quan này rất thấp là 0,15 khi áp dụng dữ liệu từ năm 2010 đến 2014. Chúng tôi cho rằng giá cao su thiên nhiên bị ảnh hưởng bởi mối quan hệ giữa cung và cầu, hơn là do giá dầu thô.

### Mối quan hệ giữa giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô



Nguồn: Bloomberg

Sự chậm lại của nền kinh tế Trung Quốc – quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới – cũng là một trở ngại lớn, mặc dù những nền kinh tế mới nổi khác và sự tăng trưởng mạnh của nền kinh tế Mỹ cũng hỗ trợ giúp tăng nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên. Sự mở rộng diện tích cây cao su tại Campuchia và Lào sẽ tạo ra thêm nguồn cung và làm tăng cạnh tranh về giá. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, một vài công ty cao su thiên nhiên của Việt Nam có diện tích trồng tại Campuchia và Lào đã tạm ngưng khai thác mới và chờ đợi sự phục hồi của giá cao su. Điều này củng cố quan điểm của chúng tôi rằng giá cao su thiên nhiên sẽ phục hồi từ năm 2015 mặc dù tốc độ phục hồi còn khiêm tốn.

### **Cổ phiếu khuyến nghị:**

Trong số những cổ phiếu cao su thiên nhiên hiện đang niêm yết, chúng tôi khuyến nghị mua dài hạn đối với cổ phiếu CTCP Cao su Phước Hòa (PHR) và CTCP Cao su Tây Ninh (TRC).

Cổ phiếu PHR đã giảm 25% trong 12 tháng qua. Mặc dù khả năng sinh lời hiện tại bị sụt giảm, chúng tôi tin rằng PHR vẫn có khả năng duy trì việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt ít nhất là 20% trên mệnh giá, dẫn đến mức lợi suất cổ tức hấp dẫn hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng hiện nay. Trong cùng giai đoạn, giá cổ phiếu TRC cũng giảm 25% và hiện đang giao dịch tại mức P/E thấp nhất mặc dù khả năng sinh lời của công ty khá cao so với các công ty cùng ngành. Vườn cây cao su của TRC hiện đang có năng suất cao, đảm bảo công ty có thể tạo ra lợi nhuận đáng kể thậm chí nếu giá cao su vẫn ở mức thấp như hiện nay.



## LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích  
[barryw@vpbs.com.vn](mailto:barryw@vpbs.com.vn)

**Nguyễn Thị Thùy Linh**

Giám đốc – Vĩ mô & Tài chính  
[linhntt@vpbs.com.vn](mailto:linhntt@vpbs.com.vn)

**Hoàng Thúy Lương**

Chuyên viên phân tích  
[luonght@vpbs.com.vn](mailto:luonght@vpbs.com.vn)

**Phạm Trần Hương Giang**

Chuyên viên phân tích  
[giangpth@vpbs.com.vn](mailto:giangpth@vpbs.com.vn)

**Nguyễn Bảo Ngọc**

Trợ lý phân tích  
[ngocnb@vpbs.com.vn](mailto:ngocnb@vpbs.com.vn)

**Nguyễn Thị Ngọc Anh**

Trợ lý phân tích  
[anhntn2@vpbs.com.vn](mailto:anhntn2@vpbs.com.vn)

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

**Lý Đức Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
[dungld@vpbs.com.vn](mailto:dungld@vpbs.com.vn)  
+844 3974 3655 Ext: 335

**Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
[phuongvv@vpbs.com.vn](mailto:phuongvv@vpbs.com.vn)  
+848 6296 4210 Ext: 130

**Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
[vinhtd@vpbs.com.vn](mailto:vinhtd@vpbs.com.vn)  
+844 3835 6688 Ext: 369

**Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
[domalux@vpbs.com.vn](mailto:domalux@vpbs.com.vn)  
+848 6296 4210 Ext: 128

**Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
[vinhnd@vpbs.com.vn](mailto:vinhnd@vpbs.com.vn)  
+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên,

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo,

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào,

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi,

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này,

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình,

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này,

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm,

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418