

17/01/2012



**Marc Djandji, CFA**  
Giám đốc Nghiên cứu  
[marc.djandji@vcsc.com.vn](mailto:marc.djandji@vcsc.com.vn)  
+84 3 3914 3588, ext 116



**Michel Tosto**  
Giám đốc Môi giới NN  
+84 3 3914 5588, ext 102  
[Michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:Michel.tosto@vcsc.com.vn)



**Raphael Wilhelm**  
Giám đốc PTKT  
[raphael.wilhelm@vcsc.com.vn](mailto:raphael.wilhelm@vcsc.com.vn)  
+84 3 3914 5588, ext 134

## Triển vọng kinh tế trong bối cảnh khó khăn ngành tài chính

Mặc dù Việt Nam đang trải qua thời kỳ khó khăn với nhiều vấn đề nghiêm trọng liên quan đến nợ xấu của ngành ngân hàng và cảnh bong bóng bất động sản bùng nổ, chúng tôi vẫn tin rằng, xương sống của nền kinh tế là ngành nông nghiệp, sản xuất và dịch vụ sẽ tiếp tục tăng trưởng khá trong năm 2012. Khủng hoảng kinh tế là điều không thể tránh, nhưng theo chúng tôi, tình hình sẽ không hoàn toàn giống với kịch bản Armageddon (nguồn: Phim Ngày tận thế) mà nhiều người đã làm quen. Diễn biến kinh tế Việt Nam sẽ tốt hơn so với hầu hết các nước châu Á khác, trong khi tăng trưởng kinh tế ở các nước phương Tây đang chững lại.

**Kinh tế Việt Nam sẽ cải thiện** – Mặc dù vấn đề về thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá nghiêm trọng và việc cải tổ sẽ là điều khó tránh khỏi nhưng chúng tôi không có cái nhìn quá bi quan. Vào thời điểm này năm ngoái, một số ngân hàng đầu tư quốc tế đã dự đoán cán cân thanh toán của Việt Nam có thể gặp khủng hoảng trong năm 2011 và ảnh hưởng bất lợi cho nền kinh tế, tuy nhiên, điều này đã không xảy ra, đúng như chúng tôi dự đoán cách đây một năm (xem báo cáo ngày 25/1/2011). Trên thực tế, Việt Nam đã đạt thặng dư cán cân thanh toán 2,5 tỷ USD, theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước (NHNN). Chúng tôi cho rằng những vấn đề được quan tâm trong năm nay đều đang có chuyển biến tốt và mối lo ngại chủ yếu hiện nay tập trung vào lĩnh vực ngân hàng và các doanh nghiệp nhà nước hoạt động kém hiệu quả.

**Tốc độ tăng trưởng chậm nhưng khá tốt** - Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng GDP sẽ giảm xuống còn 5,5% do chính sách thắt chặt tiền tệ và tăng trưởng các thị trường xuất khẩu truyền thống chậm lại, nhưng đây vẫn là mức tăng trưởng khá, chủ yếu nhờ xuất khẩu kết hợp với nhu cầu tiêu dùng tăng. Tuy nhiên, tăng trưởng của ngành xây dựng vẫn chưa có tín hiệu khả quan. Với lạm phát và lãi suất giảm, các công ty có thể có thêm cơ hội phát triển, mặc dù thị trường tiền tệ không tăng trưởng mạnh bằng các năm trước do tăng trưởng tín dụng tiếp tục được kiểm soát chặt chẽ và chúng tôi dự báo chưa có tín hiệu nói lỏng tín dụng cho khu vực phi sản xuất. Tình trạng này sẽ hạn chế khả năng phục hồi của thị trường chứng khoán.

**Nền kinh tế ổn định hơn so với các nước láng giềng trong khu vực** - Mặc dù khó khăn vĩ mô vẫn còn nhưng chúng tôi tin rằng kinh tế Việt Nam sẽ khả quan hơn so với hầu hết các nước trong khu vực nhờ chi phí sản xuất cạnh tranh, hàng hóa ít biến động nhu cầu và thế mạnh xuất khẩu. Ngoài ra, việc không có các dòng tiền nóng nước ngoài lưu chuyển ra vào trong nước cũng giúp Việt Nam giảm bớt biến động tiền tệ.

**Nợ xấu, nỗi lo đầy lạm phát** - Với tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống ước tính gần 10% , nhiều nhà đầu tư tự hỏi Việt Nam sẽ lấy nguồn tiền từ đâu để tái cơ cấu ngân hàng. Các ngân hàng lớn có thanh khoản dồi dào nên chúng tôi không quá lo ngại về khả năng sụp đổ hệ thống. Ngoài ra, nếu lạm phát và lãi suất giảm, tình hình nợ xấu có thể dịu đi. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng Chính phủ sẽ phải in thêm tiền để trả nợ cho các ngân hàng và các doanh nghiệp nhà nước, và như vậy lạm phát sẽ khó có thể giảm nhanh như nhiều người kì vọng.

**Chiến lược đầu tư vào Việt Nam** - Chúng tôi đã hoàn tất báo cáo với một số chiến lược đầu tư vào Việt Nam cho năm 2012. Bốn ý tưởng đầu tư là (1) mặc dù định giá của nhiều cổ phiếu đang ở mức thấp lịch sử nhưng không phải tất cả các cổ phiếu đều an toàn, (2) với giá tài sản giảm, các công ty giàu tiền mặt có thể xúc tiến các thương vụ mua bán & sáp nhập (M&A), (3) năm Ròng được cho là năm tốt nên số lượng trẻ sơ sinh có thể tăng vọt, và đây là thời cơ cho các công ty phục vụ trẻ sơ sinh, (4) Việt Nam là một trong những nước xuất khẩu nông sản hàng đầu tại châu Á.

### Nội dung

#### Dự báo năm 2012

- Kinh tế – tăng trưởng GDP 5,5%
- Cán cân thanh toán – Thặng dư 2,9 tỷ USD
- Ngành ngân hàng – khả quan hơn nhưng vẫn thắt chặt
- Thị trường chứng khoán – Tăng trưởng 20%

#### Rủi ro

- Ngành ngân hàng – Đòn bẩy & Nợ xấu
- Giá điện
- Giá nhiên liệu

#### Động lực tăng trưởng của Việt Nam

- Xuất khẩu tăng mạnh
- Dòng vốn nước ngoài ổn định
- Tiền tệ ổn định (cho đến nay)
- Thông số kỹ thuật trung hạn tích cực

#### Chiến lược đầu tư vào Việt Nam 2012

- Theo giá trị
- Hoạt động M&A
- Bùng nổ dân số năm Ròng
- Thế mạnh nông nghiệp

## Dự báo năm 2012

Dưới đây là tóm tắt những dự báo của chúng tôi cho năm 2012.

Hình 1: Những dự đoán của VCSC cho năm 2012

<b>Nền kinh tế</b>					
Tăng trưởng GDP	% YOY	6,8%	5,9%	5,5%	-6,8%
CPI- toàn phần	% YOY	11,8%	18,1%	12,0%	-33,7%
CPI- cơ bản	% YOY	9,3%	13,6%	10,0%	-26,5%
<b>Cán cân thanh toán</b>					
Nhập siêu	USD	12,6 tỷ	9,5 tỷ	8,8 tỷ	-7,4%
Xuất Khẩu	USD	72,2 tỷ	96,3 tỷ	115,5 tỷ	19,9%
Nhập Khẩu	USD	84,8 tỷ	105,8 tỷ	124,3 tỷ	17,5%
FDI giải ngân	USD	11,0 tỷ	11,0 tỷ	11,0 tỷ	0,0%
Kiều hối	USD	8,0 tỷ	9,0 tỷ	9,0 tỷ	0,0%
Khoản mục sai số	USD	9,5 tỷ	9,2 tỷ	7,0 tỷ	-23,9%
Cán cân thanh toán	USD	(3,1 tỷ)	2,5 tỷ	2,9 tỷ	16,0%
Dự trữ nước ngoài (ước tính)	USD	10,0 tỷ	12,5 tỷ	15,4 tỷ	23,2%
Tỷ giá (liên ngân hàng)	VND / USD	20.780	21.275	22.130	4,0%
<b>Ngành ngân hàng</b>					
Lãi suất huy động	%	13,5%	14,0%	12,0%	-14,3%
Lãi suất cho vay	%	17,7%	19,0%	16,0%	-15,8%
Tăng trưởng tín dụng	%	29,8%	10,2% VND 18,7% USD	16,0% VND -	56,9% -
Tăng trưởng huy động	%	32,3%	12,4% VND 21,9% USD	17,5% VND -	41,1% -
<b>Thị trường chứng khoán</b>					
VN index	VNI	484	350	420	20,0%

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ có phần giảm tốc, đứng ở mức 5,5%. Tuy nhiên, Chính phủ vẫn kiên trì các chính sách cần thiết để cải thiện vấn đề mất cân đối quan trọng nhất trong bức tranh vĩ mô của Việt Nam là lạm phát. Về các yếu tố hỗ trợ, xuất khẩu sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn trong khu vực, nhờ cơ cấu xuất khẩu ít các hàng hóa có biến động nhu cầu lớn và khả năng cạnh tranh của các ngành sản xuất ngày càng tăng. Tăng trưởng kinh tế cũng sẽ tiếp tục được hỗ trợ mạnh bởi nhu cầu tiêu dùng trong nước, mặc dù tốc độ có phần chậm hơn so với trước đây do lương không theo kịp lạm phát. Cán cân thanh toán được cải thiện hơn nhờ nguồn vốn FDI mạnh và kiều hối, giúp cán cân thanh toán có trạng thái dương trong năm thứ hai liên tiếp và phần nào giảm bớt áp lực tiền tệ. Một khi lạm phát giảm, lãi suất sẽ hạ dần và kéo giảm chi phí lãi vay của các doanh nghiệp.

Chúng tôi sẽ đề cập chi tiết hơn về cơ sở dự báo trong phần dưới.

## Kinh tế vĩ mô

**GDP tăng trưởng 5,5%** - Việt Nam có thể tăng trưởng chậm lại trong năm 2012 với GDP tăng trưởng 5,5% so với 5,9% trong năm 2011. Cho đến nay, kinh tế trong nước tương đối tăng trưởng khá bất kể những bất ổn trong nước cũng như thế giới, và chúng tôi tin rằng triển vọng này sẽ tiếp tục tích cực.

**Sản xuất giữ vai trò trọng tâm** - Ba trụ cột chính hỗ trợ nền kinh tế năm 2011 là nông nghiệp, sản xuất và dịch vụ. Tuy nhiên, giá cả hàng hóa thiết yếu trên thế giới, sau khi đạt đỉnh vào tháng Hai, đang có xu hướng giảm (theo FAO, Chỉ số giá thực phẩm đã giảm hơn 10%) và có thể tiếp tục giảm thêm trong năm 2012. Chúng tôi dự báo tăng trưởng ngành nông nghiệp sẽ giảm nhẹ do giá cả hàng hóa thế giới giảm, nhưng có thể được bù đắp bằng sự phục hồi của ngành sản xuất và dịch vụ. Ngành sản xuất ngày càng trở thành thành phần đóng góp quan trọng vào tăng trưởng GDP và chúng tôi kỳ vọng sự đóng góp này sẽ tiếp tục do có sự chuyển biến đáng kể trong vốn đầu tư nước ngoài, từ ngành bất động sản sang ngành công nghiệp sản xuất trong năm 2011. Chúng tôi tin rằng dòng vốn FDI vào lĩnh vực công nghiệp tăng sẽ hỗ trợ triển vọng lâu dài cho tăng trưởng GDP. Tuy nhiên, lĩnh vực xây dựng giảm mạnh trong năm 2011 và vẫn chịu nhiều áp lực vì Việt Nam đang trải qua thời kỳ đình trệ trong ngành bất động sản.

**Tiêu dùng không còn là động lực tăng trưởng chính trong năm 2012** – Mặc dù lạm phát tăng cao, nhu cầu tiêu dùng trong nước vẫn có dấu hiệu hồi phục từ sau cuộc khủng hoảng tài chính nhờ kiều hối và tiết kiệm vàng. Tuy không có dữ liệu cụ thể nhưng chúng tôi tin rằng, với số lượng lớn vàng tiết kiệm trong dân (ước tính 40% GDP) cho thấy các hộ gia đình nhìn chung có thể bảo vệ tài sản của mình, điều này có lẽ đã giúp hỗ trợ tiêu dùng trong nước trong năm 2011. Tuy nhiên, tiêu dùng trong nước năm 2012 có thể gặp một số khó khăn vì nhiều công ty không thể tăng lương theo lạm phát và dự báo sức mua thực sẽ giảm.

**Xuất khẩu tăng** với tốc độ nhanh hơn so với các nước trong khu vực nhờ cơ cấu xuất khẩu các hàng hóa có hệ số co giãn ít và khả năng cạnh tranh của các ngành sản xuất ngày càng tăng. Chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục vào năm 2012 nhờ lượng đơn hàng dồi dào từ các thị trường truyền thống mặc dù nền kinh tế phương Tây được dự báo có thể rơi vào suy thoái. Trong khi đó, hoạt động nhập khẩu cũng đang được kiểm soát chặt chẽ nên có thể sẽ tăng với tốc độ chậm hơn xuất khẩu theo xu hướng 3 năm vừa qua.

**Tín dụng vẫn thắt chặt** - Chính sách ổn định khởi động vào đầu năm 2011 có thể sẽ tiếp tục trong năm 2012, ít nhất là trong quý 1, và ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế vì các công ty ngày càng khó tiếp cận nguồn vốn vay. Khả năng tốc độ tăng trưởng sụt giảm có thể xảy ra do những cải cách cần thiết để giảm nợ.

**Lạm phát giảm** - Lạm phát đã có xu hướng giảm kể từ tháng Tám do thắt chặt cung tiền và giá lương thực giảm, mặc dù vẫn ở mức 18% vào cuối năm. Lạm phát toàn phần so với cùng kỳ năm trước giảm nhờ giá lương thực giảm nhưng lạm phát cơ bản gần như không đổi. Áp lực lạm phát có thể dịu đi trong năm 2012 nhờ giá cả hàng hóa ổn định và chính sách tiền tệ - tài khóa tiếp tục thắt chặt, tuy nhiên, Chính phủ dự kiến sẽ tăng giá nhóm ngành tiện ích công cộng. Vì vậy, chúng tôi dự báo lạm phát năm 2012 là 11%, cao hơn một chút so với mục tiêu 9-10% của chính phủ.

## Cán cân thanh toán

**Cán cân thanh toán sẽ thặng dư 2,9 tỷ USD trong năm 2012** – NHNN ước tính thặng dư cán cân thanh toán năm 2011 là 2,5 tỷ USD so với mức thâm hụt 3,1 tỷ USD trong năm 2010, nhờ thâm hụt thương mại cải thiện cũng như dòng vốn FDI và kiều hối tăng. Chúng tôi tin tưởng xu hướng tương tự sẽ tiếp diễn trong năm 2012.

**Khoản mục sai số giảm, nhưng vẫn cao**- Khoản mục này đã có xu hướng giảm từ năm 2008 nhưng vẫn còn ở mức cao. Theo chúng tôi khoản mục này vẫn ở mức cao do người dân vẫn thích nắm giữ vàng và ngoại tệ. Trong thời gian tới, những nỗ lực của NHNN tập trung vào mục tiêu ổn định cùng những biện pháp hành chính sẽ giúp nâng cao niềm tin tiền đồng và giảm bớt tình trạng người dân tích trữ vàng và ngoại tệ.

**Áp lực phá giá tiền đồng giảm nhưng rủi ro vẫn còn**- tiền đồng vẫn tương đối ổn định trên cả hai thị trường tự do và thị trường liên ngân hàng sau khi Chính phủ phá giá hồi tháng 2/2011. Chúng tôi dự báo tiền đồng sẽ không mất giá nhiều trong năm 2012, nhờ sự cải thiện trong cán cân thanh toán và dự trữ ngoại hối. Theo dự báo của chúng tôi, tiền đồng vẫn có thể giảm giá 4% trong năm 2012 do lạm phát vẫn cao, theo đó có thể khiến dòng vốn trong nước tiếp tục chuyển sang vàng và USD. Ngoài ra, chúng tôi cũng quan ngại NHNN có thể phải in tiền do rủi ro về thanh khoản trong hệ thống.

### Lĩnh vực ngân hàng

**Lãi suất có khả năng giảm** – Một thông điệp được đưa ra khá rõ ràng là Chính phủ muốn giảm lãi suất. Trong suốt năm 2011, NHNN đã đề cập đến việc giảm lãi suất huy động và có khả năng áp trần lãi suất cho vay trong năm 2012. Tuy nhiên, vấn đề này tạm thời chưa được bàn đến trong thời gian cuối năm, có lẽ do lạm phát cơ bản gần như chưa cải thiện và chắc chắn sẽ cần nhiều thời gian hơn để thực hiện mục tiêu đã định. NHNN đặt mục tiêu lãi suất huy động ở mức 10% và lãi suất cho vay ở mức 14% vào cuối năm 2012. Những mục tiêu này được cho là khá lạc quan vì lãi suất cho vay hiện đang chịu tác động của thị trường hơn là các biện pháp hành chính và khó khăn thanh khoản vào cuối năm đã buộc một số ngân hàng huy động vượt trần lãi suất 14%.

**Tăng trưởng tín dụng được nới lỏng hơn, nhưng không quá cao** – Mục tiêu của NHNN là hạn chế tăng trưởng tín dụng ở mức 16-17% trong năm 2012 nhằm đưa tín dụng về mức hợp lý mà không làm tăng kỳ vọng lạm phát trong 9 – 12 tháng tới. Chúng tôi nhận thấy đây là giới hạn khá hợp lý cho các ngân hàng, nhưng vẫn thận trọng với khả năng nếu các ngân hàng lách trần tăng trưởng tín dụng có thể một lần nữa gây áp lực lên lạm phát.

### Thị trường chứng khoán

Chúng tôi dự báo chỉ số VNIndex cuối năm 2012 sẽ đạt 420 điểm, tăng 20% so với năm 2011. Dự báo này dựa trên khảo sát ý kiến của bộ phận kinh doanh của chúng tôi và đã tính đến nhiều yếu tố khách quan.

Thuận lợi:

- **Lạm phát tiếp tục giảm** - Mặc dù chúng tôi lưu ý lạm phát cơ bản hầu như không đổi.
- **Lãi suất giảm**- Chúng tôi dự đoán NHNN có thể sẽ giảm lãi suất từ đầu tháng Ba, nhưng chúng tôi hy vọng điều này sẽ không xảy ra trước tháng 6. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ chú ý đến lạm phát cơ bản vì đó cũng là mối quan tâm của nhà đầu tư chứ không chỉ riêng lạm phát toàn phần. Khi lãi suất giảm, chi phí lãi vay của các công ty cũng giảm theo và kết quả lợi nhuận sẽ tốt hơn. Lãi suất giảm còn giúp hoạt động cho vay tiêu dùng tăng trở lại.
- **Triển vọng tích cực hơn cho lĩnh vực ngân hàng** – khi NHNN tiếp tục tiến hành các đánh giá toàn diện, tăng cường tính minh bạch (chúng tôi hy vọng) cho hệ thống, niềm tin của nhà đầu tư có thể dần dần trở lại.

Bất lợi:

- **Giải chấp trong hoạt động giao dịch ký quỹ** - Công ty chứng khoán hiện đang tiến hành giải chấp các tài khoản giao dịch ký quỹ khách hàng để thu hồi vốn và chúng tôi dự báo tình trạng này có thể tiếp diễn trong nửa đầu quý 1.

- **Hạn mức cho vay đối với lĩnh vực phi sản xuất** sẽ chưa được dỡ bỏ trong năm 2012 theo quan điểm của chúng tôi. Như vậy, các công ty chứng khoán sẽ chưa thể sớm cung cấp dịch vụ giao dịch ký quỹ. Ngay cả khi hạn mức được dỡ bỏ, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng cũng như sự ưu tiên của NHNN sẽ chủ yếu dành cho lĩnh vực sản xuất, theo đó sẽ hạn chế hoạt động giao dịch ký quỹ trên thị trường chứng khoán.
- **Những thông tin tiêu cực về ngành ngân hàng** – những tin tức bất lợi về lĩnh vực này có thể ức chế tâm lý thị trường và hạn chế sự phục hồi của thị trường. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư cá nhân sẽ chốt lời trong khoảng 5-10%.

Rủi ro:

- **Lạm phát không giảm nhanh như mong đợi** (xác suất cao), đặc biệt là nếu EVN tăng giá điện 20% trong năm nay (chúng tôi dự báo mức tăng khoảng 10-15%) và giá nhiên liệu tiếp tục tăng (dự kiến, nhưng chưa chắc chắn mức tăng và thời điểm). Giá cả hàng hóa thế giới bất ngờ tăng cũng có thể làm chệch dự báo của chúng tôi, nhưng với tình hình tăng trưởng toàn cầu giảm tốc, khả năng này có xác suất khá thấp.
- **Việc củng cố các ngân hàng “khó khăn” không đem lại tín hiệu tích cực** cho những gì đang diễn ra trong ngành nếu không có lộ trình cụ thể và biện pháp áp dụng quyết liệt.
- **Nợ xấu cao hơn nhiều so với ước tính** (khoảng 10% toàn hệ thống), điều này sẽ tiếp tục hạn chế khả năng cho vay của các ngân hàng và ảnh hưởng bất lợi đến tiềm năng tăng trưởng (tuy nhiên đây lại là thời điểm tốt cho đầu tư góp vốn tư nhân).

Tổng quan:

- Sau khi xem xét tất cả các yếu tố này, chúng tôi dự báo chỉ số VNIndex có thể tăng khoảng 20% trong năm 2012. Lãi suất giảm sẽ hỗ trợ thị trường, nhưng nếu không có dịch vụ giao dịch ký quỹ và sự cải thiện của lĩnh vực ngân hàng, nhà đầu tư cá nhân sẽ nhanh chóng chốt lời mỗi khi thị trường tăng, như vậy đà tăng sẽ không chắc chắn. Tuy nhiên, nhìn chung, chúng tôi vẫn cho rằng thị trường sẽ tích cực mặc dù dễ biến động. Thanh khoản có thể vẫn dao động ở mức hiện tại trong cả năm.

## Rủi ro

Những sự kiện sẽ thu hút sự quan tâm nhiều nhất của nhà đầu tư trong năm 2012 sẽ là sự phát triển của hệ thống ngân hàng, vấn đề giải chấp và nợ xấu. Đây là những rủi ro có khả năng làm tác động đến dự báo của chúng tôi. Những vấn đề khác cần chú ý chính là sự cần thiết phải củng cố bảng cân đối kế toán tài chính của Việt Nam trước khả năng tăng giá của nước, điện và nhiên liệu. Điều này sẽ ảnh hưởng đến khả năng lạm phát có thể giảm đến mức nào trong năm nay.

## Nợ xấu và tái cấu trúc hệ thống ngân hàng

Con số nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam theo như số liệu công bố chính thức tăng từ 2,5% năm 2010 lên 3,1% trong 6 tháng đầu năm 2011 và 3,7% vào cuối năm 2011, tương ứng với 4,9 tỷ USD. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu thực tế chắc chắn phải cao hơn con số công bố chính thức. Phương thức giải quyết nợ xấu và tác động của việc tái cấu trúc hệ thống ngân hàng sẽ là tiêu điểm trong năm 2012 và sẽ là nguyên nhân gây biến động cho thị trường.

**Chính sách tiền tệ thắt chặt là hệ quả của tăng trưởng tín dụng nóng trong quá khứ -** Lạm phát tăng, lãi suất cho vay cao và các chính sách tiền tệ thắt chặt đã khiến các doanh nghiệp nhà nước khó che giấu những khoản lỗ, bộc lộ sự yếu kém trong công tác quản lý rủi ro cũng như hiệu quả hoạt động kinh doanh kém mà theo chúng tôi chính là nguồn gốc của phần lớn nợ xấu. Đặc biệt, cho vay doanh nghiệp nhà nước chiếm khoảng 1/3 dư nợ tín dụng cả nước (tín dụng cả nước khoảng 130 tỷ USD). Cơ cấu nợ xấu không được công bố chi tiết, nhưng với việc các doanh nghiệp nhà nước lớn như EVN, Vinashin và Vinalines báo cáo lỗ nhiều năm, chúng tôi nghĩ rằng ước tính này là có căn cứ.

**Nợ xấu, nỗi lo đầy lạm phát -** Với tỷ lệ nợ xấu thực tế của toàn hệ thống cao hơn số liệu công bố, nhiều nhà đầu tư tự hỏi rằng Việt Nam sẽ lấy nguồn tiền từ đâu để tái cơ cấu ngành ngân hàng. Theo ước tính của chúng tôi, toàn bộ hệ thống ngân hàng hiện chưa trích dự phòng đầy đủ và chỉ có thể bù đắp một nửa tỷ lệ nợ xấu công bố chính thức. Tình hình không mấy khả quan nếu tỷ lệ nợ xấu thực tế gấp vài lần con số chính thức. Các ngân hàng lớn (chiếm khoảng 80% tổng tín dụng của hệ thống ngân hàng) có thanh khoản dồi dào nên chúng tôi không quá lo ngại về khả năng sụp đổ hệ thống nhưng để ngăn chặn khủng hoảng, các ngân hàng cần củng cố nguồn tiền thông qua tăng vốn hoặc sáp nhập. Ngoài ra, nếu lạm phát và lãi suất giảm, tình hình nợ xấu có thể dịu đi.

**Lộ trình M&A** – sự kiện hợp nhất đầu tiên giữa các ngân hàng SCB, Tín Nghĩa và Đệ Nhất đã hoàn tất, nhờ đó nguy cơ đổ vỡ của các ngân hàng này đã được ngăn chặn ngay sau thông báo sáp nhập. Niềm tin của người gửi tiền phần lớn được khôi phục nhờ vào chỉ thị của NHNN để BIDV hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng này với các khoản vay bảo đảm. Theo chúng tôi được biết, có 5 ngân hàng khác được xếp loại yếu kém và sẽ sớm tiến hành sáp nhập như trường hợp này.

**Tái cấu trúc vốn** – Chúng tôi cho rằng M&A tốt cho các ngân hàng nhỏ, nhưng với những ngân hàng lớn thì nên hỗ trợ tăng vốn. Tất nhiên các ngân hàng này có thể tìm kiếm nhà đầu tư nước ngoài, điển hình là thương vụ mới đây giữa Vietcombank với Mizuho trong năm 2011, tuy nhiên cần lưu ý rằng chiến lược này không hẳn là có thể thực hiện với mọi ngân hàng. Theo chúng tôi, NHNN sẽ duy trì thanh khoản cho các ngân hàng lớn trong khi chờ đợi nền kinh tế bắt đầu phục hồi cũng như nợ xấu thực sự giảm. Vậy nguồn tiền từ đâu để duy trì thanh khoản? Có thể NHNN sẽ in thêm tiền, nhưng chúng tôi thật sự không rõ NHNN sẽ in thêm bao nhiêu. Tuy nhiên, nếu điều này xảy ra, lạm phát sẽ căng thẳng hơn dự đoán.

**Ngành ngân hàng có thể tránh được nguy cơ rút tiền ồ ạt -** Hầu hết các ngân hàng lớn đều có thanh khoản ổn định và miễn là có thể tránh được nguy cơ rút tiền ồ ạt, các ngân

hàng có thể dần dần giải quyết vấn đề nợ xấu. Khi lạm phát giảm, ắt hẳn lãi suất sẽ giảm theo. Điều này giúp doanh nghiệp bớt áp lực hơn, làm cho các doanh nghiệp dần dần có khả năng trả nợ, và cuối cùng là giảm nợ xấu. Tóm lại, hệ thống ngân hàng chưa hẳn là quá yếu kém nhưng cần phải xem xét một cách nghiêm túc tất cả những yếu tố tác động. Với nỗ lực phối hợp giữa các bên, chúng tôi tin Việt Nam có thể vượt qua được giai đoạn khó khăn này, nhưng dòng vốn để hỗ trợ thị trường chứng khoán chưa thể quay lại ngay. Chúng tôi tin rằng NHNN đang bắt tay vào giải quyết vấn đề thanh toán cũng như quá trình hợp nhất của ngành ngân hàng Việt Nam.

Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi diễn biến của ngành ngân hàng trong năm 2012 vì sự phát triển của lĩnh vực này có thể tạo nên nhiều chuyển biến trên thị trường trong những tháng tới.

### Bất Động Sản

**Năm 2012 sẽ khó khăn hơn** - trước tình trạng khủng hoảng thanh khoản cộng với việc hạn chế cho vay bất động sản, năm 2012 được dự đoán là sẽ là một năm khó khăn nữa cho ngành bất động sản. Nhiều công ty bất động sản đã tạm dừng các dự án mới và nợ xấu của các ngân hàng có xu hướng tăng về cuối năm. Do đó, các ngân hàng đã tạo áp lực yêu cầu các công ty bất động sản thanh toán nợ khiến giá bất động sản giảm do các công ty bất động sản cố gắng đẩy nhanh việc bán tài sản. Giá bất động sản đã giảm dần trong năm nay, nhưng vẫn chưa đủ để khôi phục nhu cầu. Với lượng lớn dân số đang ở độ tuổi lập gia đình và thực tế chất lượng nhà ở trong cả nước, chúng tôi tin rằng nhu cầu bất động sản là có thực, nhưng hiện một bộ phận lớn dân số không đủ khả năng tiếp cận thị trường này. Thị trường bất động sản nhìn chung vẫn ảm đạm cho đến khi NHNN nới lỏng giới hạn cho vay phi sản xuất và lượng cung bất động sản dư thừa trên thị trường được hấp thụ hết.

### Giá Điện

**Dự kiến tăng 10-16%** - Theo thông tin từ Bộ Tài chính, giá điện sẽ tăng 10-16% trong năm 2012. Từ tháng 9/2011, EVN đã được phép tăng giá điện tối đa 5% mỗi quý mà không cần có sự chấp thuận của Bộ Công Thương, tùy theo tình hình gia tăng chi phí đầu vào. Công ty Vinacomi cũng vừa công bố có thể sẽ tăng giá bán than cho sản xuất điện trong năm 2012 với tỷ lệ tăng lên đến 30% để giảm gánh nặng tài chính. Phần chi phí đầu vào gia tăng của EVN có thể được chuyển qua cho người tiêu dùng. Với tình hình tài chính bị tổn thất nặng và quyền được điều chỉnh giá điện của EVN, chúng tôi lo ngại giá điện có thể được điều chỉnh tăng trên giới hạn 16% của Bộ Tài chính. Mặc dù vậy, để giảm áp lực từ việc tăng giá điện lên lạm phát, chúng tôi tin rằng giá điện sẽ được tăng dần dần chứ không tăng mạnh một lần như trong năm 2011. Đây là lý do chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ không giảm nhanh như thị trường dự báo.

### Giá nhiên liệu

Do khả năng khai thác trong nước không cải thiện nên giá xăng dầu trong nước sẽ vẫn phụ thuộc vào giá cả thế giới. Với việc Chính phủ vừa tăng thuế nhập khẩu xăng dầu thêm 5%, chúng tôi tin rằng ngay cả khi nhu cầu thế giới và giá dầu giảm, khả năng chính phủ điều chỉnh giảm giá xăng dầu trong nước là rất thấp. Điều này cũng sẽ hạn chế mức giảm lạm phát trong năm nay.

## Động lực tăng trưởng

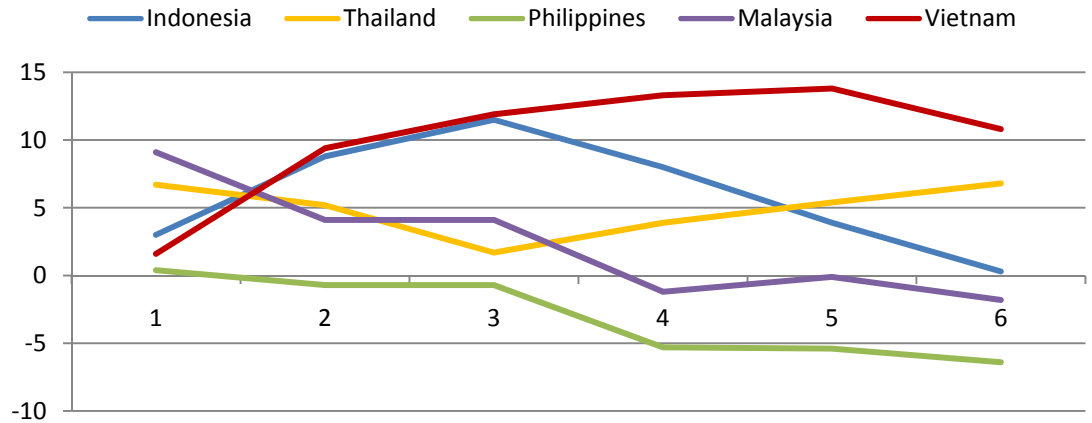
Một nhà đầu tư tài chính ở châu Á tại thời điểm này thường lo ngại về dòng tiền nóng rút ra khỏi châu Á, áp lực tiền tệ và xuất khẩu giảm do các thị trường tiêu dùng lớn trên thế giới đang phải đối mặt với kinh tế khó khăn. Tuy nhiên, những vấn đề này không quá nghiêm trọng tại Việt Nam. Thay vào đó, vấn đề lớn nhất của Việt Nam hiện nay là hệ thống ngân hàng.

## Việt Nam là một trong những nước xuất khẩu mạnh nhất châu Á

Nhiều ý kiến cho rằng do kinh tế toàn cầu được dự báo giảm tốc trong năm 2012, các nước châu Á sẽ cảm nhận rõ hơn những khó khăn khi xuất khẩu giảm đáng kể, làm mất cân đối cán cân thanh toán và có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị đồng tiền. Tình trạng này có thể diễn ra ở nhiều nước trong khu vực, tuy nhiên, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ là một trong những nước ít bị ảnh hưởng nhất bởi suy thoái toàn cầu. Lý do là:

- 1- **Xuất khẩu mạnh:** Năm 2011, Việt Nam là một trong những nước tăng trưởng xuất khẩu nhanh nhất khu vực (xem hình 2), mặc dù kinh tế thế giới tăng trưởng chậm. Hơn nữa, Mỹ và EU còn là hai khu vực nhập khẩu hàng Việt Nam chủ yếu nhất, bên cạnh đó, nhập khẩu vào Nhật Bản cũng tăng dần sau khi hiệp định BTA được ký kết.
- 2- **Tập trung vào những hàng hóa có cầu ít co giãn theo giá:** Hầu hết hàng xuất khẩu của Việt Nam đều có giá trị gia tăng thấp, có cầu co giãn ít theo giá (xem hình 3). Suy giảm xuất khẩu của nhóm hàng công nghệ thông tin là thông tin bất lợi cho nhiều quốc gia trong khu vực nhưng chưa phải là mối lo ngại cho Việt Nam, mặc dù nhóm hàng này đang ngày càng trở nên quan trọng đặc biệt là khi Samsung và Intel mở nhà máy lớn tại Việt Nam.
- 3- **Lợi thế chi phí tốt hơn Trung Quốc:** trước tình trạng chi phí sản xuất tại Trung Quốc ngày càng đắt hơn so với Việt Nam, hoạt động sản xuất và xuất khẩu sẽ tiếp tục dịch chuyển vào Việt Nam. Các công ty Mỹ và các nước EU đang có xu hướng chuyển các nhà máy gia công sang Việt Nam. Hầu hết các nhà máy sản xuất hàng xuất khẩu có quy mô lớn (sản xuất giày dép, hàng may mặc, thắt lưng, ..) đều có đơn đặt hàng trước 2 năm với hai đối tác thương mại hàng đầu này. Chúng tôi được biết số lượng đơn hàng năm 2012 nhiều hơn đáng kể so với năm 2011, vì vậy có lý do để lạc quan về tình hình tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong tương lai.
- 4- **Vốn FDI vào ngành sản xuất tăng:** vốn FDI giải ngân trong năm 2011 tương đương năm 2010 ở mức 11 tỷ USD, nhưng điểm khác biệt là nhóm ngành sản xuất nhận được 50% lượng FDI năm nay so với mức 37% trong năm trước. Một trong những nhà sản xuất thép xây dựng hàng đầu trong nước cho biết hầu hết khách hàng của họ trong năm 2011 là những khách hàng cũ, chủ yếu là các công ty đa quốc gia mở rộng cơ sở. Chúng tôi tin rằng lượng vốn FDI lớn vào lĩnh vực sản xuất tăng cũng là một lý do để lạc quan về triển vọng tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong tương lai.

Hình 2 – Tình hình xuất khẩu của các nước (% 3m/3m sa)



Hình 3 – Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam

	Th12-07	Th12-08	Th12-09	Th12-10	Th12-11	%Δ 10/11
Xuất khẩu rông hàng dệt may, giày dép	5.489	6.863	6.681	7.661	9.744	27%
Xuất khẩu rông gỗ	1.380	1.728	1.692	2.284	2.588	13%
Xuất khẩu rông nông sản	5.854	7.351	6.671	8.653	11.540	33%
Xuất khẩu rông dầu và SP năng lượng	1.893	615	1.274	558	(445)	-180%
Xuất khẩu rông thép và kim loại	(5.099)	(6.785)	(5.056)	(5.105)	(4.630)	-9%
Xuất khẩu rông máy móc	(11.104)	(12.053)	(10.622)	(10.512)	(11.085)	5%
Xuất khẩu rông hóa chất	(1.466)	(1.481)	(1.261)	(1.703)	(2.078)	22%
Xuất khẩu rông hàng Nhựa	(1.796)	(2.082)	(2.006)	(2.727)	(3.412)	25%
Xuất khẩu rông hàng Điện tử và PC	(802)	(1.069)	(1.192)	(1.618)	(3.050)	89%

### Dòng vốn nước ngoài ổn định

Lo ngại chung của thị trường hiện nay là rủi ro các nhà đầu tư nước ngoài gián tiếp sẽ rút khỏi thị trường Việt Nam, dẫn tới sự sụp đổ của thị trường chứng khoán và sự mất giá của đồng nội tệ. Chúng tôi cho rằng mặc dù một số quỹ nước ngoài có thể đóng cửa và rời khỏi thị trường Việt Nam nhưng con số này khá nhỏ và khả năng rút vốn đồng loạt là không cao. Vì:

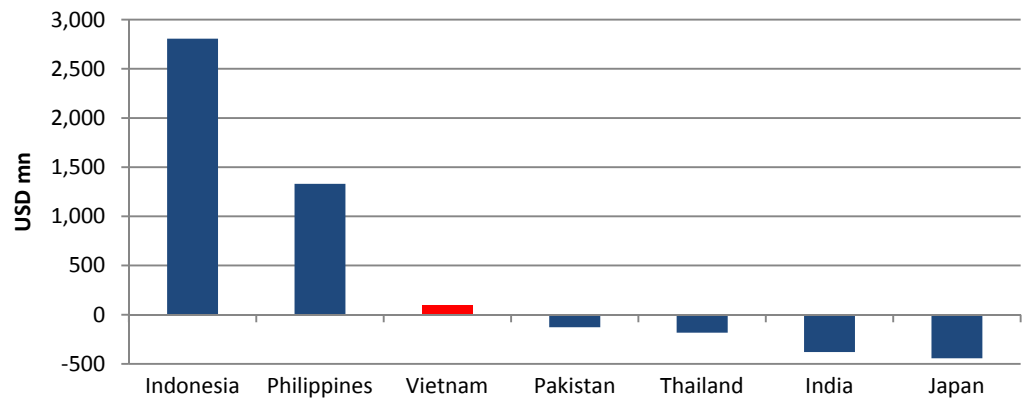
- 1- **Dòng vốn nước ngoài tích cực trong năm 2011.** Theo Bloomberg, Việt Nam là một trong 3 quốc gia châu Á có dòng vốn vào rông trong năm 2011 (Chúng tôi không bao gồm Hàn quốc và Đài Loan để dễ so sánh, vì 2 quốc gia này có dòng vốn ra lần lượt là 8,5 tỷ đô và 9,2 tỷ đô). Thực sự, khu vực Đông Nam Á có hiện tượng nhà đầu tư nước ngoài rút vốn ồ ạt do lạm phát tăng và tốc độ tăng trưởng chậm. Tuy nhiên, tình trạng này không xảy ra với Việt Nam vì lạm phát ở mức vừa phải và mặc dù tăng trưởng kinh tế năm 2012 có thể sẽ giảm nhưng vẫn khá hơn các nước trong khu vực.
- 2- **Việt Nam là thị trường mới nổi nhanh.** Việt Nam là nước duy nhất tại khu vực Đông Nam Á được xếp vào nhóm thị trường mới nổi phát triển nhanh. Những nước còn lại hoặc không được xếp loại (Campuchia, Lào) hoặc được xếp vào nhóm thị trường mới nổi. Dòng tiền nóng vào Việt Nam trong năm 2009 và 2010 gần như không có, đồng nghĩa với việc dòng tiền nóng chảy ra cũng không đáng kể.
- 3- **Việt Nam nằm trong kế hoạch đầu tư của khối ngoại:** Hầu hết các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam là quỹ đầu tư tập trung vào một quốc gia cụ thể, nghĩa là

họ sẽ không luân chuyển vốn đầu tư vào các quốc gia khác. Mặc dù khối ngoại có thể ưu tiên giữ tiền mặt vào những thời điểm nhất định, nhưng chúng tôi tin rằng dòng tiền sẽ quay trở lại thị trường Việt Nam (trừ khi thị trường đóng cửa hoàn toàn).

- 4- **Quỹ đóng:** Việc tính toán tình hình đầu tư của các quỹ mở và quỹ đóng là rất khó vì nhiều quỹ đầu tư vào Việt Nam không công bố thông tin ngoài hội đồng cổ đông. Hầu hết các quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam đều là quỹ đóng. Chúng tôi ước tính khoảng 70% các quỹ là quỹ đóng, 20% là quỹ mở và 10% là ETF. Cơ cấu này có thể thay đổi vì một số quỹ đóng có thể chuyển thành quỹ mở trong 18 tháng tới. Đây cũng chỉ là những ước tính sơ bộ, nhưng chúng tôi đồng tình với những ước tính này.

**Hình 4 –Vốn đầu tư nước ngoài ròng vào thị trường chứng khoán của một số quốc gia**

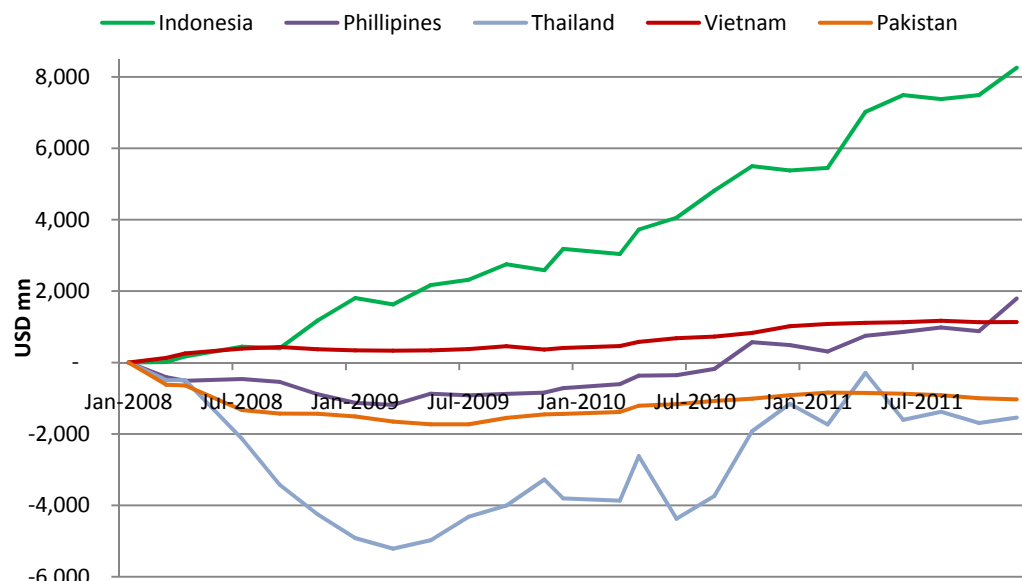
Việt Nam là một trong số ít các nước châu Á thu hút được dòng vốn vào ròng trong năm 2011 (chúng tôi không kể Đài Loan và Hàn Quốc vì dòng vốn rút ra quá lớn)



Nguồn: Bloomberg ngày 30/12/2011, VCSC

**Hình 5 –Vốn đầu tư nước ngoài ròng tích lũy qua các năm**

Việt Nam ít biến động về danh mục đầu tư nước ngoài và tỷ lệ rút vốn thấp



Nguồn: Bloomberg ngày 30/12/2011, tính theo quý, VCSC

**Tiền đồng khá ổn định trong thời gian gần đây**

**Không có dòng tiền nóng** – Diễn biến tiền đồng không đồng bộ với các đồng tiền khác trong khu vực châu Á, cụ thể tiền đồng mất giá qua từng năm trong khi đồng tiền của một số nước trong khu vực tăng giá, đặc biệt là khi một lượng lớn tiền từ các gói QE (Nới lỏng định lượng) đi vào các nước này, nhưng không có Việt Nam. Hiện tại, dòng tiền nóng này đã đảo chiều cộng với xuất khẩu giảm đã khiến đồng tiền của các nước châu Á chịu nhiều áp lực. Trong khi đó, đồng VND là đồng tiền ổn định thứ 3 tại châu Á trong 6 tháng qua.

**Sự ổn định phụ thuộc vào niềm tin trong chính sách của NHNN**- Chúng tôi đã nhiều lần đề cập đến nguyên nhân chính gây mất giá tiền đồng là việc thiếu niềm tin của người dân đối với khả năng kiểm soát lạm phát của chính phủ, trong một nền kinh tế mà USD và vàng cũng được xem là loại tiền tệ quan trọng. Chúng tôi tin rằng với mục tiêu duy trì sự ổn định, các chính sách của NHNN trong năm nay sẽ phải tìm cách kiềm chế các hoạt động đầu cơ ngoại tệ trong nước. Một lý do khác giúp tiền đồng ổn định gần đây là thâm hụt thương mại giảm và được bù đắp bởi FDI và kiều hối.

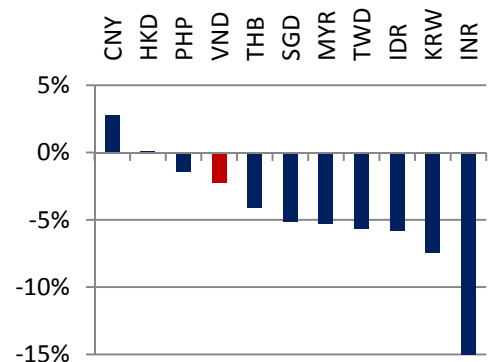
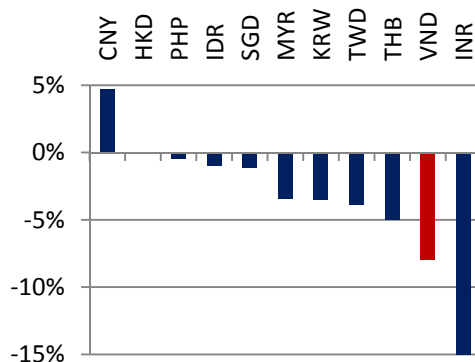
**VND: thận trọng, nhưng lạc quan** - Chúng tôi vẫn thận trọng với tiền đồng vì đây là lần đầu tiên NHNN có thể thực thi các quy định kiểm soát chặt chẽ. Áp lực trong nước vẫn còn, nhưng chúng tôi lạc quan hơn vì đây cũng là lần đầu tiên tiền đồng ổn định trong thời gian khá dài mà không có dấu hiệu căng thẳng. Thông thường, vào thời điểm này các năm trước, người có nhu cầu rất khó mua USD trên thị trường, nhưng năm nay tình hình đã khác và nguồn USD dồi dào hơn.

Do không có dòng tiền nóng cộng thêm các chuyển biến tích cực từ quy định thực thi chính sách tiền tệ, lạm phát và thâm hụt thương mại giảm, chúng tôi tin rằng tiền đồng sẽ ít biến động và nằm trong nhóm ổn định nhất châu Á trong năm 2012 với tỷ lệ mất giá khoảng 4% cho cả năm.

**Hình 6 – Diễn biến của các đồng tiền châu Á (so với USD) trong 6 tháng qua và từ đầu năm đến nay**

*So với đầu năm 2011, đồng VND giảm giá do đợt phá giá mạnh trong tháng Hai*

*Trong 6 tháng qua, đồng VND khá ổn định nhờ xuất khẩu và không có dòng tiền nóng rút ra*



**Các chỉ báo kỹ thuật cho thấy cơ hội tích lũy trung hạn**

Theo quan điểm phân tích kỹ thuật của chúng tôi, khả năng 70% là thị trường sẽ hồi phục và 30% là thị trường đi ngang trong nửa đầu năm 2012. Ngoài điểm này ra, chúng tôi cảm thấy việc sử dụng phân tích kỹ thuật để dự báo là không thích hợp. Dự báo của chúng tôi dựa trên mẫu hình giá tuyệt đối và phân tích đường sức mạnh tương đối. Chúng tôi sẽ đề cập đến từng yếu tố trong phần phân tích dưới đây.

**Kịch bản 1: Trường hợp tốt nhất**

*Ngưỡng dự báo 6 tháng đầu năm: 425 (+ 20%)  
 Xác suất: 70%  
 Đường sức mạnh tương đối so với thị trường châu Á Thái Bình Dương: tích cực, hiệu quả hơn*

Trong kịch bản này, VNI được dự báo sẽ đảo chiều trong tháng Một vì chúng tôi cho rằng ngưỡng 330 là mức thấp nhất trong trung hạn do ngưỡng mục tiêu của ba mẫu hình kỹ thuật phổ biến đều tình cờ hướng về ngưỡng 330. Khả năng thị trường đảo chiều sẽ đưa VNI trở lại ngưỡng hỗ trợ/kháng cự tại 425, tương đương tăng 20% (kết quả tương tự đối với phương pháp cơ bản và phân tích sự kiện). Chúng tôi cho rằng xác suất của kịch bản này là 70%. So với chỉ số MSCI của khu vực châu Á Thái Bình Dương (APAC) sau khi đã loại trừ chỉ số Japan Index, VNI diễn biến kém hơn 7% trong năm 2011 (cả hai chỉ số theo đồng nội tệ). Tuy nhiên, đường xung lượng trung hạn trên đồ thị (xem hình 7) sắp tạo đáy và VNI có thể tăng trưởng cao hơn so với chỉ số MSCI của khu vực châu Á Thái Bình Dương (loại trừ chỉ số Japan Index).

Kết luận: nhà đầu tư trung hạn có thể MUA vào ở thời điểm hiện tại với dự báo VNI sẽ tăng lên mức 425, tương đương lợi nhuận là +20% trong 6T2012. Nhà đầu tư cũng có thể kỳ vọng thị trường Việt Nam sẽ diễn biến tốt hơn phần lớn các thị trường khác trong khu vực vì mô hình tương đối sắp ổn định.

**Kịch bản 2: trường hợp xấu nhất**

*Ngưỡng dự báo 6 tháng đầu năm: 330 - 360 (-5% đến +3%)  
 Xác suất: 30%  
 Đường sức mạnh tương đối so với thị trường châu Á Thái Bình Dương: trung lập, ngang bằng*

Trong kịch bản này, chu kỳ tăng trung hạn không trở thành hiện thực trong 6 tháng đầu năm và sẽ chuyển sang 6 tháng cuối năm 2012. Kịch bản này có thể xảy ra nếu bức tranh vĩ mô tổng thể không cải thiện như mong đợi. Cùng với các chỉ số kỹ thuật tích cực như mô tả trong kịch bản đầu tiên và xu hướng thị trường diễn biến tốt trong quý 1, đặc biệt là vào tháng Một, chúng tôi dự báo thị trường ít nhất cũng giao dịch phạm vi 330-360, với xác suất 30%. Chúng tôi không cho rằng VNI có thể giảm dưới 330. Trên cơ sở so sánh, chúng tôi tin rằng diễn biến của VNI là trung lập so với chỉ số MSCI của khu vực châu Á Thái Bình Dương (loại trừ chỉ số Japan Index).

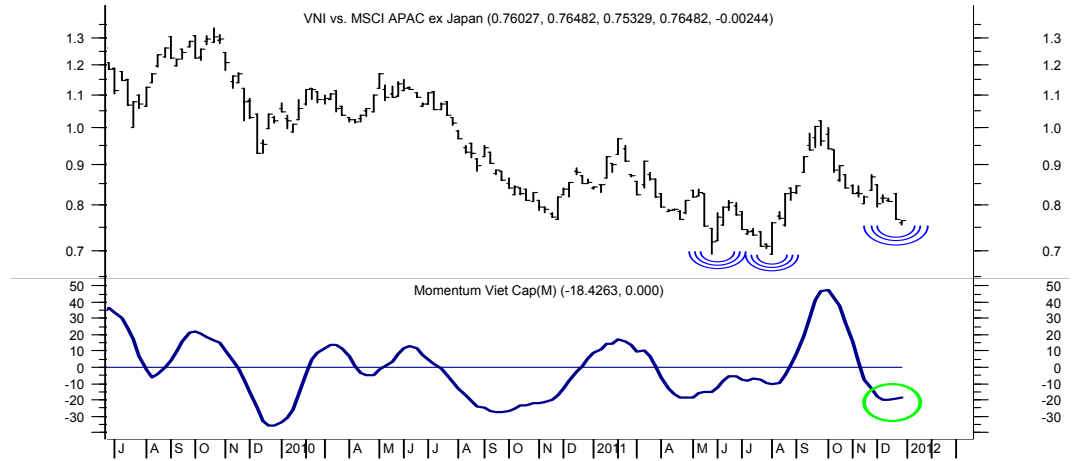
Kết luận: Ngay cả nếu thị trường không tăng khá trong Q1, chúng tôi cũng không cho rằng thị trường sẽ giảm dưới 330. Ít nhất nhà đầu tư có thể xem xét phân bổ một phần danh mục đầu tư vào thị trường chứng khoán nên chúng tôi tin rằng 330 (giảm 5% so với mức hiện tại) là mức hỗ trợ mạnh.

**Mẫu hình giá 1 – Phân tích tuyệt đối cho VNIndex – Hỗ trợ mốc 330**

1. Xu hướng tăng dài hạn vẫn không đổi, được mô tả bằng đường xu hướng đứt quãng màu xanh trong hình 7. Chỉ số hiện chỉ cách 5% trên đường xu hướng tăng giá năm



**Hình 8 – đồ thị hàng tuần về tỷ lệ phân bố của VNI so với chỉ số MSCI của APAC (đã loại trừ chỉ số Japan Index).**



Thị trường Việt Nam tăng trưởng kém hiệu quả hơn các thị trường khác trong khu vực. Tuy nhiên, mô hình giá hiện tại khá hứa hẹn vì thị trường đang gần với mức hỗ trợ đáy đôi 0,7, trong khi đường xung lượng dao động trung hạn cũng sắp tạo đáy. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ hồi phục từ mức này, giúp thị trường vượt lên so với chỉ số MSCI của APAC (đã loại trừ chỉ số Japan Index).

## Chiến lược đầu tư Việt Nam trong năm 2012

Năm 2012 có thể là một năm đảo chiều tích cực cho thị trường chứng khoán khi mà lạm phát có xu hướng giảm và tình hình kinh tế vĩ mô tiếp tục ổn định dưới sự điều hành của NHNN. Chúng tôi ước tính lợi nhuận của các doanh nghiệp có thể tăng 18% nhờ lạm phát và chi phí lãi vay giảm, tăng trưởng tự nhiên của thị trường xuất khẩu và nội địa, cũng như tăng trưởng thông qua hoạt động M&A của một số công ty.

### Những ý tưởng đầu tư vào Việt Nam trong năm 2012

1. Đầu tư theo định giá
2. Các thương vụ M&A mang lại lợi nhuận hấp dẫn
3. Các ngành hưởng lợi từ việc bùng nổ dân số năm Rồng
4. Thế mạnh của Việt Nam vẫn là ngành nông nghiệp

Chúng tôi đã thảo luận và đưa ra những ý tưởng đầu tư cho năm 2012. Mặc dù có một số ý tưởng không mới nhưng vẫn đáng xem xét, ngoài ra còn có những khuyến nghị mới thú vị.

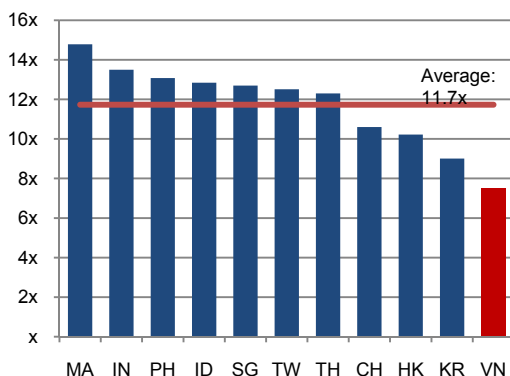
### Ý tưởng 1: Đầu tư theo định giá

**Mức định giá rẻ nhưng phải chọn ra cổ phiếu tốt** – Do tâm lý bi quan với các chính sách của chính phủ, cả hai sàn đều giao dịch ở mức gần như thấp nhất trong lịch sử nếu tính theo thị giá/giá trị sổ sách (chỉ số P/B). Trên hai sàn có tới 80% số cổ phiếu giao dịch dưới giá trị sổ sách. Biên lợi nhuận ròng giảm do chi phí tài chính và chi phí nguyên vật liệu tăng, nhưng vẫn ở trên mức thấp kỷ lục năm 2008. Lợi nhuận của các công ty niêm yết cũng nỗ lực tăng 4% trong năm 2011. Mặc dù giá nhiều cổ phiếu giảm xuống mức rẻ là thể hiện đúng với sức khỏe doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng vẫn có nhiều cổ phiếu đang ở mức định giá khá thấp, có thể có cơ hội đầu tư.

**Các yếu tố cơ bản cải thiện** – Bức tranh vĩ mô đã cải thiện rõ rệt vào cuối năm. Lạm phát đã đạt đỉnh, với CPI hàng tháng tăng dưới 1% trong 5 tháng qua. Xuất khẩu tiếp tục được cải thiện, nhu cầu trong nước vẫn sôi động và NHNN sẵn sàng cấp thêm tín dụng cho các

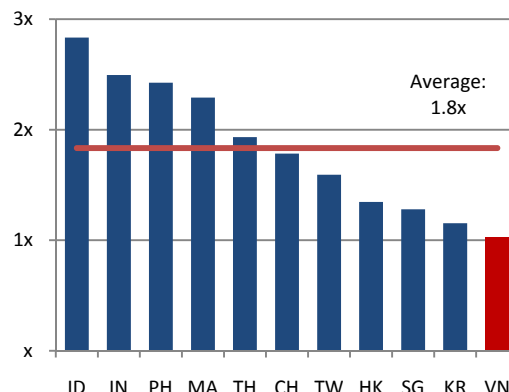
ngành sản xuất. Chúng tôi tin rằng đây là những yếu tố quan trọng giúp lợi nhuận doanh nghiệp cải thiện trong năm 2012. Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng lợi nhuận năm 2012 cho các công ty niêm yết là 18%.

**Hình 9 – PE thấp hơn các thị trường châu Á khác**



Nguồn: Bloomberg, FY2012

**Hình 10 – Giá trị sổ sách thấp hơn các thị trường châu Á khác**



Nguồn: Bloomberg, FY2012

Chúng tôi nhận thấy mức định giá hiện nay đem lại cơ hội cho những cổ phiếu đã giảm giá sâu, vì đa số hiện đang giao dịch ở mức PE 2011 ước tính là 8,5x và PE 2012 là 7,5x, thấp hơn 36% so với các nước châu Á khác.

Nhìn chung, cổ phiếu Việt Nam đang giao dịch ở mức định giá thấp lịch sử là 1,0 lần giá trị sổ sách (trong khi mức thấp nhất trong giai đoạn khủng hoảng tài chính là 1,2 lần), thấp hơn 44% với các nước châu Á khác. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện nay đem lại tỷ lệ an toàn khá cao cho nhà đầu tư. Ngoài ra, chúng tôi cũng ước tính tăng trưởng GDP ở mức 5,5% trong năm 2012, đưa Việt Nam trở thành nước phát triển nhanh đứng thứ 4 trong khu vực. Điểm yếu của Việt Nam vẫn là lạm phát, ước tính sẽ cao nhất châu Á trong năm 2012.

**Hình 11 – So sánh các nước trong khu vực Đông Nam Á**

Quốc gia	PE dự kiến 2012	PB	Suất sinh lợi cổ tức	Tăng trưởng GDP 2012	CPI 2012
Malaysia	14,8x	2,3x	5,4%	4,9%	2,7%
Ấn Độ	13,5x	2,5x	5,3%	7,5%	7,1%
Philippine	13,1x	2,4x	3,5%	4,7%	4,5%
Indonesia	12,8x	2,8x	2,9%	6,2%	5,4%
Singapore	12,7x	1,3x	1,8%	3,6%	3,0%
Đài Loan	12,5x	1,6x	3,0%	4,1%	1,3%
Thái Lan	12,3x	1,9x	3,7%	4,4%	3,5%
Trung Quốc	10,6x	1,8x	3,9%	8,5%	3,5%
Hong Kong	10,2x	1,4x	2,6%	4,0%	4,5%
Hàn Quốc	9,0x	1,2x	3,9%	3,8%	3,2%
<b>Việt Nam</b>	<b>7,5x</b>	<b>1,0x</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>11,0%</b>

Nguồn: Bloomberg, Consensus Economics

Chúng tôi tin rằng thị trường có thể phục hồi mạnh mẽ hơn trong những tháng cuối năm 2012, khi đó lãi suất giảm sẽ khiến nhà đầu tư trong nước mạnh dạn quay lại thị trường.

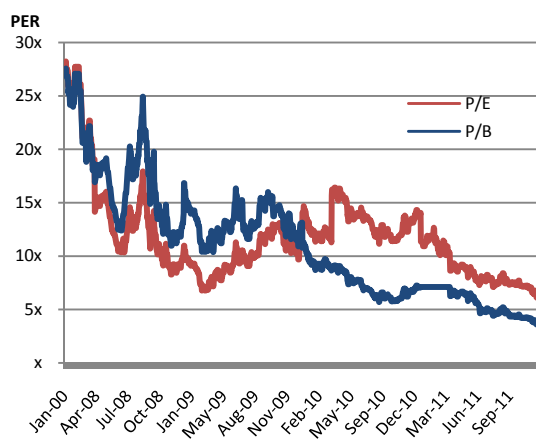
Dòng tiền chuyển vào cộng thêm mức định giá thấp lịch sử thấp sẽ là những yếu tố kích thích thị trường tăng trưởng cả về thanh khoản cũng như các yếu tố cơ bản.

**Công ty ưa thích: PVD và DIG**

Dưới đây là một số công ty yêu thích của chúng tôi hiện đang giao dịch ở mức định giá thấp lịch sử mặc dù có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tốt. Chúng tôi cho rằng đầu tư vào các công ty này có thể đem lại suất sinh lợi tốt nhờ vào (i) tăng trưởng lợi nhuận tốt và/hoặc (ii) mức định giá cao hơn khi nhà đầu tư lấy lại được niềm tin vào thị trường và tìm kiếm những cổ phiếu có mức định giá dưới giá trị.

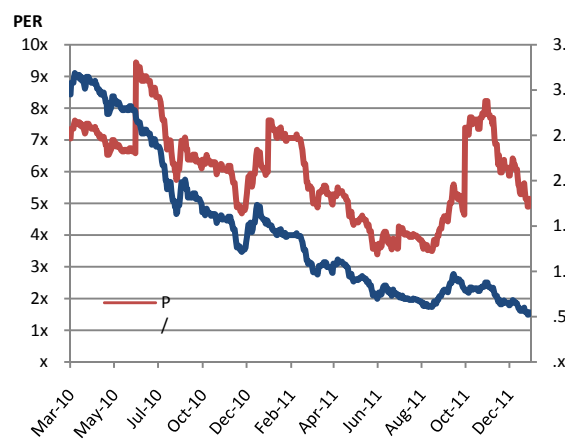
**Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (HSX: PVD)** là một trong những công ty ít bị ảnh hưởng bởi hai mối đe dọa hiện tại cho các doanh nghiệp Việt Nam là: lãi suất cao và sự mất giá của tiền đồng. Trong năm 2011, chúng tôi ước tính PVD thu về 439,6 triệu USD doanh thu (tăng 8,1% so với cùng kỳ năm trước, tính theo USD) và lợi nhuận ròng sau thuế 52,4 triệu USD (tăng 10,2% so với cùng kỳ năm trước). Sang năm 2012, chúng tôi dự báo hoạt động chính của công ty sẽ được đẩy mạnh hơn với doanh thu và lợi nhuận sau thuế ước đạt 464,2 triệu USD và 55,7 triệu USD nhờ đưa vào khai thác giàn khoan mới và hoạt động dịch vụ kỹ thuật giếng khoan sẽ chú trọng đến các dịch vụ giá trị cao. Dự báo năm 2012 của chúng tôi chỉ mới dựa trên giá trị những hợp đồng hiện tại, do đó vẫn có khả năng sẽ điều chỉnh kết quả dự báo nếu công ty ký kết thêm hợp đồng mới. Cổ phiếu được giao dịch ở mức PE 2011 6,5x với EPS ước đạt 4.930đ và PE 2012 dự kiến là 5,7x với EPS 5.576đ. PE năm 2012 là mức thấp nhất của PVD kể từ khi niêm yết. Xét về PB, cổ phiếu đang giao dịch ở mức thấp hơn 14% so với các công ty cùng ngành trong khu vực và thấp hơn mức chi phí thay thế ước tính của chúng tôi là 38.200đ/cp (1,82 USD).

**PVD – PE và PB trong quá khứ**



Nguồn: Bloomberg

**DIG – PE và PB trong quá khứ**



Nguồn: Bloomberg

**Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng (HSX: DIG):** mặc dù vẫn chưa nhận thấy tín hiệu lạc quan từ thị trường bất động sản nhưng chúng tôi tin rằng một số cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt đã tạo đáy khi thị trường điều chỉnh quá mức, và có thể hồi phục tích cực khi không còn các điều chỉnh kỹ thuật. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DIG vì ba lý do. Thứ nhất, DIG sở hữu một trong những quỹ đất lớn nhất trong ngành với SFA (tổng diện tích sàn thương phẩm) 260.361m<sup>2</sup> và MLA (tổng diện tích đất thương phẩm) 121,6 ha ở các thành phố chính của hai miền Nam - Bắc. Quỹ đất của DIG nằm tại các khu vực tập trung rất thích hợp cho việc phát triển thành phố và làm tăng giá trị đáng kể. Thứ hai, chúng tôi nhận thấy giá cổ phiếu DIG đã bị điều chỉnh quá mức do các quỹ ETFs tái cơ cấu danh mục đầu tư trong thời gian gần đây. Quỹ này đã bán ra gần 3 triệu cổ phiếu DIG trong tháng Mười Hai, kéo theo xu hướng giảm nắm giữ cổ phiếu này của nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. DIG hiện đang giao dịch thấp hơn 61% so với giá trị sổ sách 9 tháng đầu năm

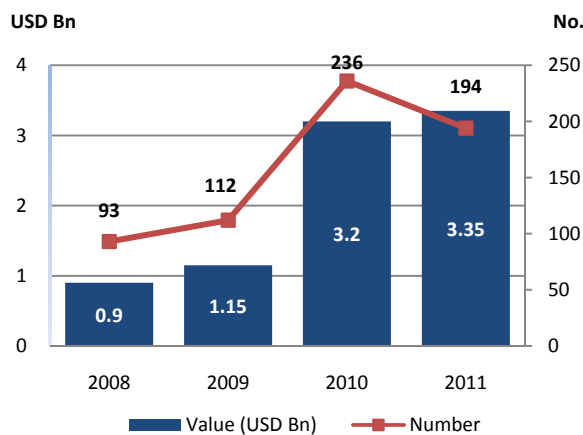
2011 và thấp hơn 66% so với NAV ước tính của chúng tôi, đây là mức đem lại tỷ suất đầu tư an toàn khá khi giá phục hồi. Thứ ba, các yếu tố cơ bản của công ty, đặc biệt là khả năng thanh khoản vẫn mạnh trong bối cảnh thị trường bất động sản chậm chạp. Do đó, chúng tôi nghĩ rằng công ty được định vị khá tốt để vượt qua những rủi ro tài chính đang đe dọa hầu hết các công ty bất động sản niêm yết khác.

**Ý tưởng 2: Các thương vụ M&A đem lại lợi nhuận hấp dẫn**

**Hoạt động M&A sôi động ở các thị trường mới nổi** – Cùng với triển vọng tăng trưởng trung và dài hạn của Việt Nam, tổng giá trị các giao dịch M&A trong mười tháng đầu năm 2011 đã vượt cả năm 2010 bất kể bất ổn kinh tế toàn cầu và trong nước. Các giao dịch M&A trong ngành tài chính dẫn đầu về quy mô và số lượng. Cụ thể, giao dịch lớn nhất trong năm 2011 là thương vụ ngân hàng Mizhuo Nhật Bản đầu tư 550 triệu USD để mua 15% cổ phần của ngân hàng Vietcombank. Ngoài ra, ngành hàng tiêu dùng cũng có những thương vụ thu hút nhiều sự chú ý khi ngày càng có nhiều nhà đầu tư lớn nhắm đến thị trường tiêu dùng đầy tiềm năng của Việt Nam với dân số lớn và tốc độ tăng trưởng nhanh.

Trước tình hình chi phí nợ cao và những khó khăn trong việc tìm nguồn vốn, chúng tôi kỳ vọng hoạt động M&A sẽ phát triển mạnh hơn trong năm 2012 về cả số lượng lẫn giá trị.

**Hình 12 –Giao dịch M&A tại Việt Nam từ 2008- 10/2011**



Nguồn: KPMG

**Hình 13 – 10 giao dịch M&A lớn nhất Việt Nam tính đến 10/2011**

Mục tiêu	Ngành	Người mua	Quốc gia mua	Giá Trị (triệu USD)
Vietcombank	Tài Chính	Mizuho	Nhật	546
GTEL Mobile	Viễn Thông	VimpelCom	Hà Lan	196
Masan Consumer	Tiêu Dùng	KKR	Mỹ	159
Diana	Tiêu Dùng	Uni-Charm	Nhật	128
Dai Tin Bank	Tài Chính	First Gulf Bank	UAE	96
Masan Resources	Vật Liệu	Mount Kellet Capital	Mỹ	94
PVI Holdings	Tài Chính	HDI-Gerling Industries	Đức	92
Hoan My	Chăm Sóc Sức Khỏe	Fortis Healthcare	Singapore	64
Tate & Lyle	Tiêu Dùng	TH Milk Food	Việt Nam	54
Hanoi Liquor	Tiêu Dùng	Diageo	Anh	48

Nguồn: KPMG

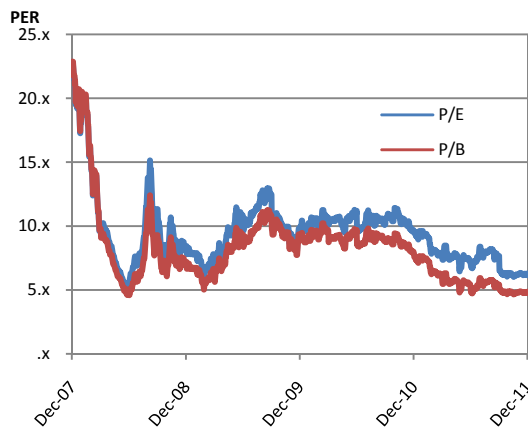
**Doanh nghiệp giàu tiền mặt sẽ dẫn đầu** - Thị trường chứng khoán Việt Nam nhìn chung còn hạn chế vì có quá ít lựa chọn đầu tư trong khi nhiều công ty niêm yết thiếu ba tiêu chí

đầu tư quan trọng: triển vọng tăng trưởng, quy mô, và khả năng thanh khoản. Các vấn đề như quản lý yếu kém, hoạt động không hiệu quả, rời rạc, thiếu nguyên liệu đầu vào và thiếu vốn là rào cản để các công ty đẩy mạnh tăng trưởng, hình thành lợi ích theo quy mô kinh tế và tăng tính thanh khoản nhằm hấp dẫn đầu tư. Tuy nhiên, những rào cản ngắn hạn này, đặc biệt là trong bối cảnh mức định giá đang thấp, có thể đem lại cơ hội cho các công ty có nguồn tiền mặt dồi dào tăng khả năng cạnh tranh lâu dài thông qua M&A. Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động này sẽ tập trung vào các dịch vụ tài chính (dựa theo kế hoạch củng cố ngành ngân hàng của NHNN), hàng tiêu dùng, thủy sản, bán lẻ, dược phẩm, hậu cần và bất động sản. Từ đó tạo ra cơ hội đầu tư mới không chỉ cho nhà đầu tư mua bán riêng lẻ mà còn cho nhà đầu tư cổ phiếu niêm yết.

**Công ty ưa thích: FPT và MSN**

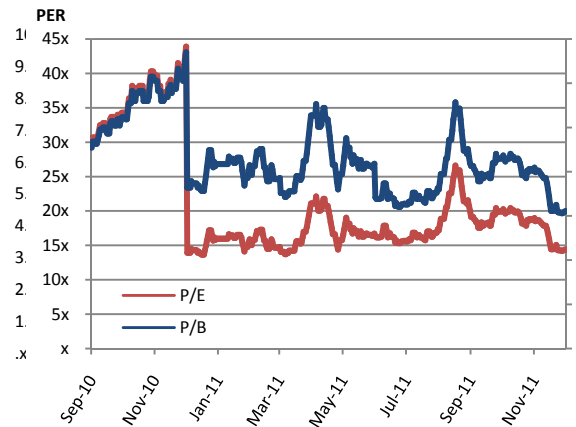
Trong tất cả các công ty tiềm năng, FPT và MSN là hai ứng viên hấp dẫn cho các nhà đầu tư cổ phiếu niêm yết bởi triển vọng tăng trưởng thông qua kế hoạch M&A.

FPT – PE và PB trong quá khứ



Nguồn: Bloomberg

Masan – PE và PB trong quá khứ



Source: Bloomberg

**FPT (HSX: FPT):** Mặc dù quy mô và khả năng thanh khoản đều khá tốt, tốc độ tăng trưởng cao trong vài năm qua nhưng triển vọng tăng trưởng của FPT vẫn gặp nhiều nghi vấn trong thời gian gần đây. CEO mới của công ty, ông Trương Đình Anh có chủ trương thâm nhập các phân khúc mới thông qua M&A. Công ty có ý định mua lại toàn bộ công ty FPT Telecom mà công ty đã sở hữu 44% cổ phần. Ngoài ra, cũng có thông tin FPT có thể thực hiện thêm nhiều thương vụ mua lại khác, ví dụ mua một công ty viễn thông Campuchia và có thể quan hệ đối tác hoặc mua lại của các cửa hàng bán lẻ. Với nguồn tiền mặt hiện lên đến 150 triệu USD, FPT hoàn toàn có khả năng xúc tiến chiến lược mua lại này. Mặc dù EPS năm 2012 của công ty dự báo tăng trưởng 20% lên 9.800đ, cổ phiếu FPT vẫn đang được giao dịch ở mức PE thấp lịch sử 5,1x. Chúng tôi cho rằng đây là mức giảm giá quá thấp cho một blue-chip vẫn đang có lợi nhuận tốt và thanh khoản cao. Giá trị giao dịch trung bình của cổ phiếu trong 3 tháng qua đạt 638.826 USD/ngày.

**Masan (HSX: MSN):** M&A là chìa khóa tăng trưởng quan trọng của MSN. Với nguồn tiền mặt dồi dào, MSN chủ động tìm kiếm các thương vụ M&A nâng cao giá trị. Chúng tôi lưu ý không một công ty khu vực tư nhân nào tại Việt Nam có thể tiếp cận nhóm các nhà đầu tư chiến lược và tài chính đa dạng như MSN. Ước tính đến cuối năm 2011, số dư tiền mặt của công ty là 600 triệu USD, đây là cơ sở thuận lợi để MSN thực hiện các thương vụ M&A lớn. Hai giao dịch mua lại hiệu quả và đáng chú ý của MSN trong năm qua là dự án mỏ Núi Pháo và Vinacafe, ngay lập tức đã đưa công ty lên vị trí dẫn đầu ngành tương ứng. MSN đang xem xét mở rộng quy mô hoạt động thông qua chiến lược M&A trong ba ngành quan trọng: Tài chính, Tiêu dùng, và Khai thác mỏ. Chúng tôi dự báo hoạt động M&A sẽ tiếp tục

phát triển trong năm 2012 vì công ty có thể tận dụng lợi thế là mức định giá rẻ và thanh khoản thất chặt đã ảnh hưởng đến nhiều doanh nghiệp. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng việc tái cơ cấu Masan Food thành Masan Consumer sẽ tạo cơ sở vững chắc để công ty đầu tư vào các ngành hàng tiêu dùng khác. Chúng tôi dự báo MSN sẽ đạt lợi nhuận ròng 2.700 tỷ đồng trong năm 2011. Cổ phiếu đang được giao dịch ở mức PE 2011 16,9x với EPS 5.240đ và PE 2012 dự kiến là 14,9x với EPS 5.930đ. Dự báo của chúng tôi chỉ mới xem xét yếu tố tăng trưởng hữu cơ từ các hoạt động kinh doanh hiện tại và chúng tôi tin rằng đà tăng trưởng của MSN sẽ tiếp tục ít nhất trong vòng 5 năm tới, bao gồm cả tăng trưởng hữu cơ và tăng trưởng phi hữu cơ. Chúng tôi tin tưởng vị thế dẫn đầu thị trường cùng hệ thống phân phối rộng rãi của MSN sẽ tiếp tục là lợi thế quan trọng cho công ty. Hơn nữa, khi áp lực vĩ mô giảm cộng với việc cho ra mắt nhiều sản phẩm mới sẽ là yếu tố hỗ trợ và có khả năng nâng cao dự báo của chúng tôi.

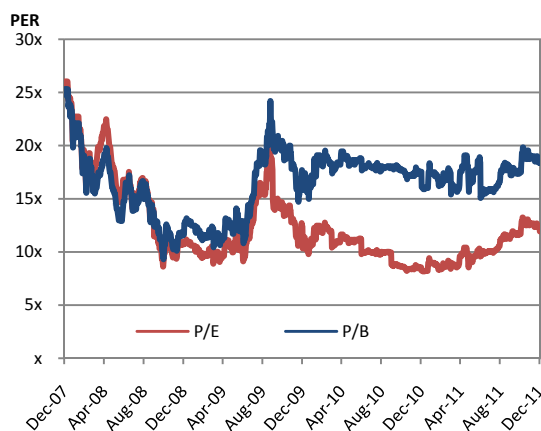
### Ý tưởng 3: Các ngành hưởng lợi từ bùng nổ dân số năm Ròng

**Bùng nổ dân số năm 2012** – Mặc dù lạm phát cao làm giảm nhu cầu tiêu dùng, chúng tôi vẫn cho rằng năm 2012 có thể sẽ là một năm tốt cho các ngành hàng liên quan đến trẻ sơ sinh. Theo cung hoàng đạo của Trung Quốc và Việt Nam, năm con rồng được cho là năm của phú quý và sức mạnh, rất tốt cho những ai sinh vào năm này. Vì vậy, rất nhiều các bậc cha mẹ đều tìm cách sinh con năm rồng, 12 năm mới có một lần. Truyền thuyết nói rằng một đứa trẻ sinh ra trong năm rồng sẽ là một nhà lãnh đạo tương lai, đạt được nhiều thành công, tự tin, khôn ngoan, dũng cảm và xinh đẹp.

**Hơn cả niềm tin** – Trong năm rồng gần đây nhất (năm 2000), số trẻ sơ sinh tăng 8,3% so với năm trước đó. Điều đáng lưu ý hiện nay là tỷ lệ dân số đang ở độ tuổi lập gia đình còn lớn hơn nhiều so với 12 năm trước, do đó, niềm tin năm rồng lần này càng nhân lên đáng kể. Chúng tôi tin rằng năm 2012 sẽ là năm có số trẻ ra đời tăng vọt. Một số bác sĩ cho biết số sản phụ tăng 2,5 lần so với cùng kì năm ngoái. Những biến động này một mặt có thể ảnh hưởng đáng kể đến nền kinh tế, đồng thời cũng là thời cơ tốt cho các công ty kinh doanh các sản phẩm dành cho trẻ em trong ngắn hạn.

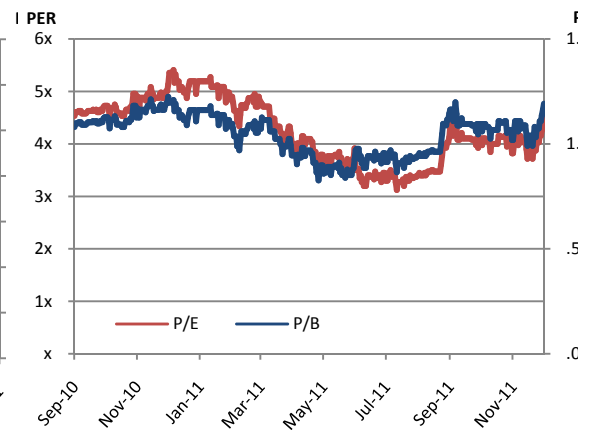
Nhà đầu tư có thể xem xét cổ phiếu Vinamilk (HSX: VNM) và công ty Chế biến Gỗ Đức Thành (HSX: GDT), hai công ty niêm yết mà chúng tôi nhận thấy có tiềm năng hưởng lợi từ năm con rồng.

VNM – PE và PB trong quá khứ



Nguồn: Bloomberg

GDT – PE và PB trong quá khứ



Nguồn: Bloomberg

### Công ty ưa thích: VNM và GDT

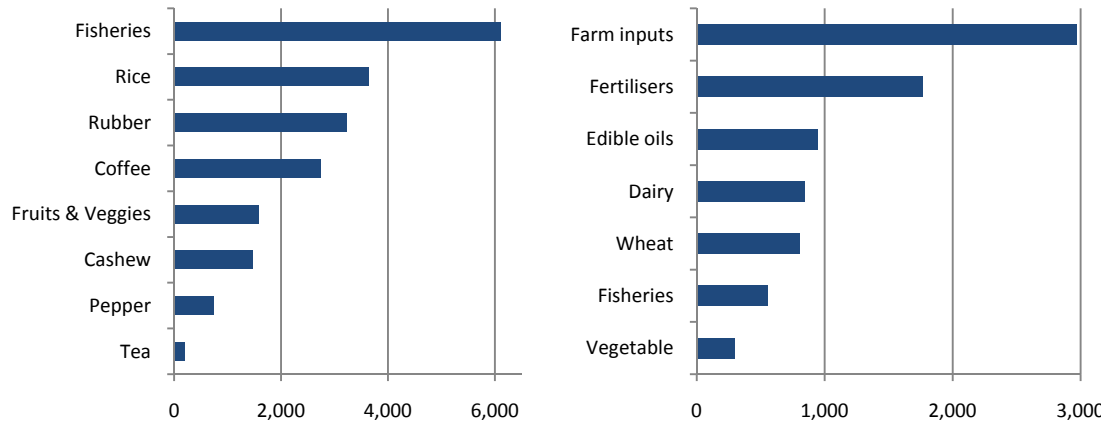
**Vinamilk (HSX: VNM)** Các sản phẩm sữa bột dành cho trẻ sơ sinh đã dần chiếm được thị phần khi người tiêu dùng công nhận chất lượng và giá cả sản phẩm trong nước so với các sản phẩm nước ngoài. Các sản phẩm sữa cho trẻ sơ sinh chiếm 27% tổng doanh thu của VNM. Theo ban quản trị công ty, VNM đã tăng thị phần từ 22% năm 2010 lên 27% vào năm 2011. Trong năm 2012, chúng tôi dự báo các sản phẩm dành cho trẻ sơ sinh sẽ tiếp tục tăng trưởng thuận lợi nhờ hai xu hướng chính. Đầu tiên, xu hướng "Người Việt dùng hàng Việt" ngày càng trở thành sự lựa chọn của nhiều người tiêu dùng mong muốn góp phần phát triển sự thịnh vượng của đất nước. Thứ hai, do lạm phát tăng cao, người tiêu dùng đã chuyển từ sản phẩm nhập khẩu giá cao sang các thương hiệu trong nước có giá cả phù hợp hơn như Vinamilk. Chúng tôi rất lạc quan tin rằng VNM sẽ tiếp tục mở rộng thị phần nhờ thương hiệu đã phổ biến, giá cả cạnh tranh và hệ thống phân phối rộng khắp cả nước. Chúng tôi dự báo doanh thu từ sữa bột cho trẻ sơ sinh sẽ tăng 40% trong năm 2012. Cổ phiếu đang được giao dịch với PE 2011 là 11,6x với EPS 2011 là 7.286đ; dự kiến PE 2012 là 9,2x với EPS 9.218đ.

**Công ty Cổ phần Chế biến Gỗ Đức Thành (HSX: GDT)** là công ty sản xuất gỗ và đồ chơi cho thiếu nhi duy nhất được niêm yết trên sàn. Sản phẩm đồ chơi thiếu nhi chiếm 17% doanh thu năm 2011 của GDT so với 4% năm 2009, cho thấy chiến lược dài hạn của ban quản trị tập trung phát triển phân khúc này là rất phù hợp. Chúng tôi tin rằng vẫn còn nhiều cơ hội hấp dẫn cho thị trường đồ chơi trẻ em vì thị trường này hiện vẫn bị thống trị bởi các sản phẩm Trung Quốc. Gần đây do xuất hiện các vấn đề về độ an toàn của các sản phẩm Trung Quốc, GDT đã tạo được danh tiếng hơn nhờ cung cấp các sản phẩm chất lượng cao với mẫu mã đẹp hơn. Hơn nữa, các mặt hàng của GDT có lợi thế đáng kể về giá so với các sản phẩm phương Tây. Lợi nhuận của công ty năm 2011 ước đạt 45 tỷ đồng, tương đương EPS 4.338đ và PE là 3,9x.

### Ý tưởng 4: Thế mạnh nông nghiệp của Việt Nam

Những chuyển biến quan trọng trong tình hình nhân khẩu, sự giàu có và nhu cầu thực phẩm trên thế giới trong khi nguồn tài nguyên thiên nhiên hạn chế, thời tiết thất thường, diện tích đất canh tác và nguồn cung nước giảm đang ảnh hưởng đến một loạt các mặt hàng nông nghiệp và giá lương thực. Việt Nam đang tiến dần từ một quốc gia thiếu lương thực thành một trong những nước xuất khẩu hàng đầu thế giới về hàng hóa thiết yếu và thực phẩm. Việt Nam đứng đầu về xuất khẩu hạt tiêu trên toàn thế giới, đứng thứ nhì về gạo, cà phê và hạt điều, và nằm trong 5 nước đứng đầu về xuất khẩu cao su thiên nhiên và thủy sản. Rõ ràng, nông nghiệp đóng góp quan trọng cho nền kinh tế về lực lượng lao động cũng như doanh thu xuất khẩu, nhưng tiềm năng ngành chỉ mới bắt đầu phát huy. Nông nghiệp chiếm hơn 22% tổng GDP cả nước và sử dụng hơn 70% lực lượng lao động. Trong năm 2011, kim ngạch xuất khẩu nông nghiệp đạt 19,7 tỷ USD, chiếm 20% tổng giá trị xuất khẩu cả nước, đem lại mức thặng dư thương mại lớn nhất, mang về 11,5 tỷ ngoại tệ cho quốc gia.

Hình 14 – Những mặt hàng nông nghiệp xuất – nhập khẩu chủ lực  
 Xuất khẩu (triệu USD) Nhập khẩu (triệu USD)



Nguồn: GSO

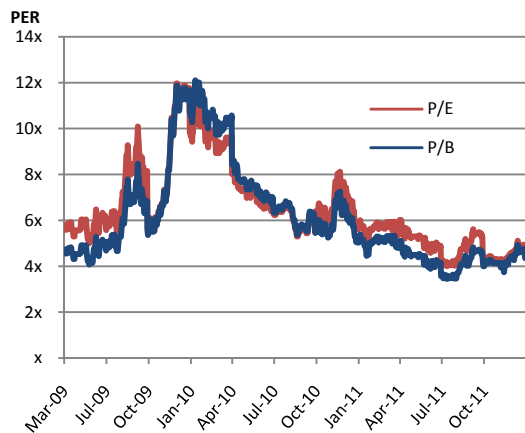
Nguồn: GSO

Đây cũng là ngành đem lại cho nhà đầu tư nhiều cơ hội đầu tư theo chuỗi giá trị. Các cổ phiếu niêm yết không hẳn có nhiều cơ hội đầu tư cho toàn ngành nông nghiệp nhưng nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán có thể tiếp cận phân ngành nuôi trồng thủy sản, đường, cao su và các sản phẩm phục vụ nông nghiệp.

**Nuôi trồng thủy sản – cơ hội từ VHC và HVG**

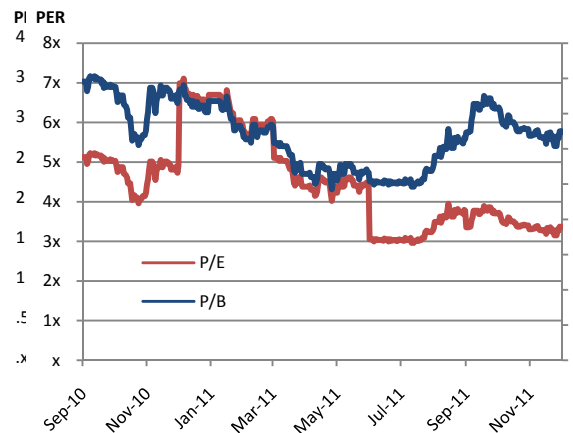
Việt Nam có trên 120 công ty kinh doanh thủy sản đang hoạt động và có thể sẽ tiến hành một số giao dịch hợp nhất trong năm 2012. Nhiều công ty nhỏ đang đối mặt với tình trạng căng thẳng do khó khăn trong việc xuất khẩu ra thị trường nước ngoài, đặc biệt là thị trường châu Âu, cộng thêm việc thắt chặt tín dụng đối với ngành thủy sản. Cuộc khủng hoảng nợ công đang diễn ra tại các nước Châu Âu đã khiến các ngân hàng trong khu vực do dự cấp tín dụng cho các nhà nhập khẩu, dẫn đến việc chậm trễ thanh toán cho các đối tác Việt Nam. Rủi ro này rất nguy hiểm cho các nhà xuất khẩu nhỏ khi hầu hết các đối tác nhập khẩu đều khó tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng.

**VHC – PE và PB trong quá khứ**



Nguồn: Bloomberg

**HVG – PE và PB trong quá khứ**



Nguồn: Bloomberg

**Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (HSX: VHC)** là công ty xuất khẩu cá tra hàng đầu cả nước trong 10 tháng đầu năm 2011 với tổng giá trị xuất khẩu đạt 122,4 triệu USD, chiếm 8,23% tổng kim ngạch xuất khẩu cá. Trong 9 tháng đầu năm 2011, doanh thu thuần của VHC tăng

mạnh 39,3%, đạt 2.990,9 tỷ đồng với lợi nhuận thậm chí còn tăng mạnh hơn, đạt 288,3 tỷ đồng, tăng 70,3% so với cùng kỳ năm trước. Đồng thời, tỷ suất lợi nhuận ròng sau thuế đã tăng từ 7,9% lên 9,6% nhờ phương pháp quản lý hiệu quả giúp giảm chi phí bán hàng xuống còn 4,3% doanh thu thuần so với cùng kỳ năm trước là 7,3%. Việc tiền đồng mất giá 9% vào đầu năm 2011 đã giúp VHC có khoản lợi nhuận lớn từ chênh lệch tỷ giá (63,6 tỷ đồng, tăng 105,3% so với cùng kỳ năm trước) do Công ty tích lũy được một lượng USD lớn. Thị trường chính của VHC là Mỹ và EU lần lượt chiếm 44% và 27% tổng doanh thu của Công ty. VHC còn gặp nhiều thuận lợi khi giá bán bình quân tương đối cao hơn (3,5 USD/kg phi lê) so với các công ty khác nhờ quy trình quản lý chất lượng nghiêm ngặt và chuỗi giá trị tích hợp đầy đủ từ sản phẩm thức ăn cho cá, khu nuôi cá (hiện nay cung cấp 70% nhu cầu nguyên liệu) và nhà máy chế biến. Chúng tôi dự báo năm 2011, Công ty đạt doanh thu thuần 4.066 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 350 tỷ đồng. VHC hiện đang giao dịch tại mức PB 1,4x, hơi cao hơn mức thấp lịch sử 1,1x vào tháng 11/2008. PE 2011 ước tính là 3,7x với EPS 7.430đ và PE 2012 là 3,3x với EPS 8.385đ. Chúng tôi nhận thấy giá cổ phiếu có động lực tăng trưởng mạnh mẽ từ các dự án mới như mở rộng diện tích ao nuôi, nâng cao công suất sản xuất, cho ra mắt các sản phẩm collagen và triển khai dự án xây dựng nhà máy sản xuất gạo.

**Công ty Cổ phần Hùng Vương (HSX: HVG)** đang tích cực tăng năng suất và doanh thu thông qua hình thức mua lại những công ty khác. Nếu chỉ tính riêng HVG, hoạt động xuất khẩu của HVG đứng thứ 2 về xuất khẩu cá tra, nhưng nếu kể cả 51% cổ phần trong AGF - nhà xuất khẩu cá tra lớn thứ ba, HVG sẽ giữ vị trí hàng đầu. Chúng tôi cho rằng Ban quản trị Công ty có hiểu biết khá tốt về ngành. Trong năm 2010, nhờ dự đoán được sự thiếu hụt nguyên vật liệu trong năm 2011, Ban quản trị Công ty đã quyết định mở rộng diện tích ao nuôi để cung cấp 60% nhu cầu nguyên liệu. Trong 3 quý đầu năm 2011, HVG tăng trưởng 91,3% về doanh thu với 5.856 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế là 349 tỷ đồng, tăng 68,9% so với cùng kỳ năm trước. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 1,35% nhờ đầu tư theo chiều dọc, từ vùng nuôi cá đến khâu chế biến, giúp Công ty kiểm soát tốt hơn chi phí nguyên liệu trong bối cảnh giá cá sống tăng cao trong năm 2011. Công ty sẽ tiếp tục cải thiện hệ thống sản xuất và mở rộng diện tích ao nuôi để đáp ứng toàn bộ nhu cầu nguyên liệu. Vì vậy, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục cải thiện. Để mở rộng thị trường xuất khẩu, HVG đã mua 51% cổ phần của Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang (HSX:AGF). AGF đã xuất cá sang thị trường Mỹ nhiều năm nay và đã tạo được thương hiệu tại thị trường này. Hơn nữa, để đa dạng hóa ngành nghề sang lĩnh vực nuôi và chế biến tôm, HVG đã mua 24,18% cổ phần của Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Lâm Thủy sản Bến Tre (HSX:FBT). Chúng tôi nghĩ rằng việc hợp nhất giữa các công ty thủy sản trong nước có thể sẽ tiếp diễn, tạo điều kiện tốt hơn cho ngành phát triển bền vững. HVG hiện đang giao dịch tại PB 0,65x, gần bằng mức thấp kỷ lục vào tháng 8 vừa qua là 0,49x; PE 2011 ước tính là 3,0x với EPS 6.908đ và PE 2012 là 2,5x với EPS 2012 dự kiến đạt 8.045đ.

#### **Ngành gạo – cơ hội từ VLF, FDG và Angimex**

Chúng tôi nhận thấy rất nhiều nhà đầu tư đang muốn tham gia vào ngành hàng xuất khẩu lớn thứ hai này của Việt Nam, với 3 cổ phiếu niêm yết chính là CTCP Lương thực thực phẩm Vĩnh Long (HSX: VLF), CTCP Docimexco (HSX: FDG), và CTCP Xuất nhập khẩu An Giang - Angimex (sàn OTC, dự kiến niêm yết vào đầu năm 2012). Tuy nhiên, 3 cổ phiếu này có tính thanh khoản rất thấp kể từ khi Công ty điện máy Nguyễn Kim và SCIC trở thành hai cổ đông lớn nhất cùng sở hữu khoảng 80% vốn trong mỗi công ty.

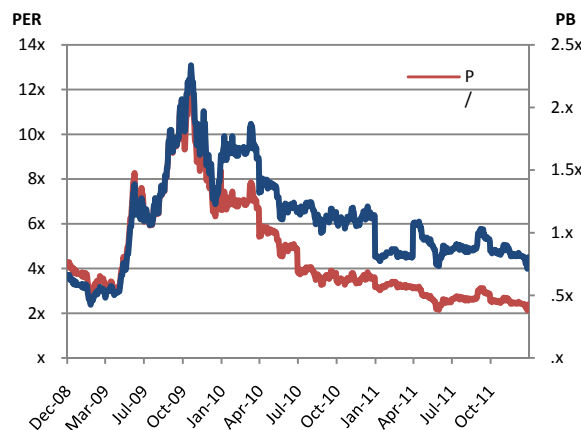
#### **Ngành đường – cơ hội từ LSS**

Mặc dù không theo định hướng xuất khẩu nhưng chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của ngành đường Việt Nam do nhu cầu tiếp tục vượt cung với tốc độ không ngừng. Tuy nhiên, ngành đường là ngành tương đối nhỏ và phân tán. Hiện tại trong nước có 39 công ty đường đang hoạt động trên diện tích canh tác khoảng 248.000 ha, so với 1 triệu ha ở Thái Lan, 1,3 triệu ha ở Trung Quốc và 5,3 triệu ha ở Brazil. Ngoài ra, năng suất mía và tỷ lệ

chuyển đổi đường giữa các công ty đường Việt Nam cũng thay đổi đáng kể tùy thuộc vào chất lượng máy móc và việc đầu tư vào vùng cạnh tác của các công ty. Chúng tôi cho rằng việc hợp nhất trong ngành là cần thiết để tăng năng suất và khả năng phát triển bền vững, đặc biệt là khi Việt Nam phải dỡ bỏ các rào cản thuế quan hiện hành đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan và Brazil theo thỏa thuận WTO. Trên thực tế, hoạt động hợp nhất cũng đang diễn ra ở một số công ty. CTCP Thành Thành Công (TTC), một doanh nghiệp đầu tư và kinh doanh tư nhân đã liên kết để mua lại cổ phần trong các công ty đường. Dựa vào tỷ lệ sở hữu trong các công ty niêm yết, chúng tôi ước tính TTC hiện đang sở hữu khoảng 20% sản lượng đường cả nước. Chúng tôi tin rằng con số này có thể lớn hơn vì TTC còn sở hữu cổ phần trong một số công ty đường tư nhân khác. Hoạt động hợp nhất trong ngành được dự báo sẽ tiếp tục trong năm 2012 và tập trung loại bỏ những doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả.

Điềm qua các doanh nghiệp trong ngành, chúng tôi tiếp tục ưa thích LSS do các yếu tố cơ bản như năng suất và công suất cao, chú trọng đầu tư đảm bảo nguồn cung mía. Chúng tôi cũng dự báo SBT sẽ hưởng lợi từ hoạt động hợp nhất trong ngành vì công ty hiện đã tiếp cận gần hơn với nguồn nguyên liệu.

LSS – PE và PB trong quá khứ



Source: Bloomberg

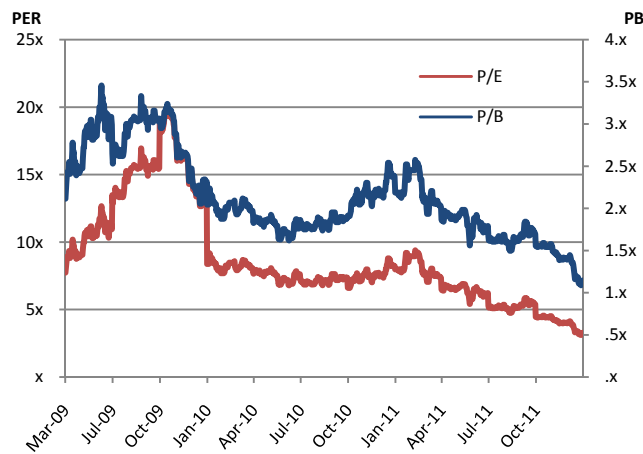
**CTCP Mía đường Lam Sơn (HSX: LSS).** Mặc dù có tiềm năng tăng trưởng mạnh nhưng LSS đã bị đánh giá quá thấp so với các cổ phiếu khác trong VNIndex. Chúng tôi tiếp tục ưa thích LSS do các yếu tố cơ bản và tin tưởng vào tình hình tăng trưởng lợi nhuận của công ty trong năm 2012. Lợi nhuận sau thuế của LSS trong năm 2011 ước đạt 351 tỷ đồng (tăng 19% so với năm trước), tương ứng EPS là 7.025đ và PE 2011 là 2,8x. Sang năm 2012, tình hình có thể cải thiện hơn nhờ công suất được nâng cao. Dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2012 tương ứng đạt 2.447 tỷ đồng (tăng 41% so với năm 2011) và 455 tỷ đồng (tăng 27% so với năm 2011), tương ứng EPS là 9.258đ và PE 2012 là 2,1x – mức thấp nhất kể từ khi lên sàn. Chúng tôi tin tưởng LSS có thể duy trì vị trí dẫn đầu trong ngành và giá cổ phiếu sẽ tăng trưởng tích cực từ mức hiện tại, hiện đang thấp hơn 18% so với các công ty cùng ngành.

**Lĩnh vực liên quan nông nghiệp – cơ hội từ DPM và APC**

**Tổng Công ty CP Phân bón và Hóa chất Dầu khí ( HSX – DPM)** – Cổ phiếu này đang giao dịch ở mức PE 3,04x với EPS 2011 là 7.597 đồng và PE 2012 dự kiến là 4,4x với EPS 2012 là 5.212 đồng. Ngoài ra, DPM cũng đang giao dịch ở mức PB thấp lịch sử chỉ 1,09x. DPM có 61% vốn sở hữu nhà nước của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và cũng là nhà sản xuất và phân phối phân urê hàng đầu Việt Nam với thị phần hơn 50% .Trong năm 2012, chúng tôi dự báo DPM sẽ đạt doanh thu 14.221 tỷ đồng, tăng 53,9% nhưng lợi nhuận ròng

dự kiến giảm 31% xuống 1.992 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 43,5% xuống 26% do công ty là nhà phân phối duy nhất cho nhà máy phân bón Cà Mau, và do giá gas tăng 40% so với cùng kỳ năm ngoái, từ đó tác động tăng chi phí đầu vào. Trong khi đó, cả nước có thể bắt đầu thừa cung urê trong năm 2012 khi nhà máy Cà Mau và Ninh Bình đi vào hoạt động. Hơn nữa, nguồn cung urê từ Trung Quốc hầu hết được nhập khẩu thông qua giao dịch thương mại qua biên giới, khiến tình hình cạnh tranh thêm gay gắt. Vì vậy, giá bán urê năm 2012 dự kiến sẽ khó tăng cao như năm 2011 để bù đắp chi phí đầu vào.

DPM – PE và PB trong quá khứ

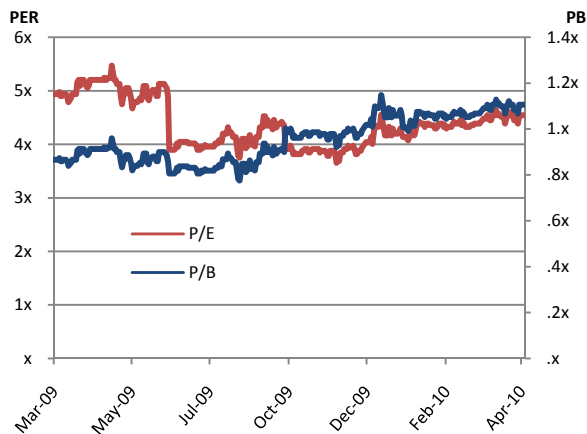


Nguồn: Bloomberg

Đây là một số khó khăn cho DPM trong năm 2012 nhưng chúng tôi vẫn tin rằng giá cổ phiếu hiện tại đang khá rẻ so với thị trường. DPM là cơ hội đầu tư hấp dẫn.

**Công ty Cổ phần chiếu xạ An Phú (HSX: APC)** là nhà cung cấp hàng đầu về dịch vụ chiếu xạ cho các sản phẩm thủy sản và trái cây, chiếm 60% thị phần dịch vụ chiếu xạ tại Việt Nam. Công ty chủ yếu tập trung vào chiếu xạ thủy sản (cá, tôm, ...) và trái cây. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu dựa trên các yếu tố cơ bản và rất lạc quan về triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của công ty trong năm 2012. Chúng tôi dự báo APC sẽ tiếp tục tăng trưởng lợi nhuận do nhu cầu gia tăng cũng như tỷ suất lợi nhuận được nâng cao khi vận hành nhà máy mới ở Vĩnh Long. Nhà máy mới có vị trí chiến lược giữa sông Tiền và sông Hậu, nằm trên tuyến đường chính giữa trung tâm kinh tế Cần Thơ và thành phố Hồ Chí Minh. Đây cũng là lộ trình vận chuyển chính của khách hàng từ miền Tây Nam Bộ đến Cảng Sài Gòn để xuất khẩu. Chúng tôi tin rằng hoạt động chiếu xạ thủy sản sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu chủ chốt cho APC trong năm 2012. Hiện nay, sản phẩm chiếu xạ thủy sản chỉ chiếm 3% sản lượng thủy sản xuất khẩu, tuy nhiên, khi ngày càng có nhiều quốc gia yêu cầu sản phẩm của Việt Nam phải được chiếu xạ, chúng tôi dự báo thị trường này sẽ tăng trưởng 25% về khối lượng vào năm 2012.

APC – PE và PB trong quá khứ



Nguồn: Bloomberg

Mặc dù kinh tế trong nước gặp nhiều khó khăn, năm 2011 vẫn là một năm khả quan cho APC với kết quả lợi nhuận ròng tăng 37% lên 34 tỷ đồng. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức PE 2011 ước tính là 4,8x với EPS là 3.000 đồng và PE 2012 dự kiến là 4,2x với EPS 3.439 đồng.

**Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, Michel Tosto, Marc Djandji và Raphael Wilhelm, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

**Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC**

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

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

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM +84  
8 3914 3588

## Phòng Nghiên Cứu

### Giám đốc Nghiên Cứu

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116  
[marc.djandji@vcsc.com.vn](mailto:marc.djandji@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên Cứu

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

**Trưởng phòng**, Vũ Thanh Tú, ext 105  
**CV Kinh tế**, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139  
**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140  
**CV cao cấp**, Tôn Minh Phương, ext 146  
**Chuyên viên**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147  
**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143  
**Chuyên viên**, Doãn Chí Thiên, ext 459  
**Chuyên viên**, Nguyễn Duy Phong, ext 120  
**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130  
**Chuyên viên**, Nguyễn Trung Hòa, ext 145

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT  
+84 8 3914 3588, ext 134  
[raphael.wilhelm@vcsc.com.vn](mailto:raphael.wilhelm@vcsc.com.vn)

### Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ  
+84 8 3914 3588, ext 122  
[hue.tran@vcsc.com.vn](mailto:hue.tran@vcsc.com.vn)

## Phòng môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## **Khuyến cáo**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.