

# Báo cáo Chiến lược đầu tư Bán chủ động

## Đầu tư dựa trên yếu tố Chất lượng



**Báo cáo lần đầu tháng 12/2025**

**Người thực hiện báo cáo**

**Hoàng Trung Tín**

Chuyên viên Phân tích Chiến lược  
– Định lượng

Email: TinHT@fpts.com.vn

**Người phê duyệt báo cáo**

**Trần Nguyễn Anh Tùng, CFA**

Trưởng nhóm Phân tích Chiến  
lược – Định lượng

Email: TungTNA@fpts.com.vn

# Mục lục

|                                                        |                           |
|--------------------------------------------------------|---------------------------|
| Tổng quan Chiến lược đầu tư dựa trên yếu tố Chất lượng | <a href="#"><u>05</u></a> |
| Phương pháp xây dựng Chiến lược Chất lượng             | <a href="#"><u>08</u></a> |
| Kết quả kiểm định chiến lược trong quá khứ             | <a href="#"><u>14</u></a> |
| Phụ lục                                                | <a href="#"><u>20</u></a> |

## GIỚI THIỆU VÀ HƯỚNG DẪN SỬ DỤNG

## BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU THEO YẾU TỐ CHẤT LƯỢNG

Chiến lược đầu tư theo yếu tố Chất lượng chủ yếu phù hợp với các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro trung bình đến thấp và mong muốn lợi nhuận bền vững. Chiến lược tập trung vào các công ty vốn hóa vừa đến lớn, tình hình kinh doanh có khả năng sinh lời tốt, tăng trưởng doanh thu lợi nhuận tốt và sức khỏe tài chính vững mạnh. Trong đó, các nhà đầu tư phù hợp có thể chia thành hai nhóm chính (tương ứng với hai cách đánh giá khác nhau):

- (1) **Nhà đầu tư dài hạn** (Nhà đầu tư quan tâm đến chiến lược Chất lượng hoặc mong muốn bổ sung các cổ phiếu chất lượng cao vào danh mục đa dạng hóa): Hiệu quả dài hạn của Chiến lược được đánh giá so với tiêu chuẩn là chỉ số Chất lượng (được sàng lọc từ những cổ phiếu nằm trong nhóm ngũ phân vị có điểm số chất lượng cao nhất trong rổ VN100), qua đó phản ánh lợi nhuận từ việc lựa chọn cổ phiếu hiệu quả trong từng kỳ tái cơ cấu.
- (2) **Nhà đầu tư ngắn hạn**: Mỗi báo cáo sẽ kèm theo khuyến nghị ngắn hạn (**MUA**/**THEO DÕI**/**BÁN**) dựa trên đặc tính của Chiến lược trong quá khứ và đánh giá thị trường hiện tại. Tương ứng, các khuyến nghị này được đánh giá với tiêu chuẩn là lợi nhuận kỳ vọng được đặt ra và lợi nhuận trung bình toàn thị trường (VN-Index) để phản ánh không chỉ lợi nhuận từ lựa chọn cổ phiếu mà còn lợi nhuận từ lựa chọn Chiến lược (mang tính thời điểm cao). Lưu ý các khuyến nghị chỉ dành riêng cho các nhà đầu tư ngắn hạn, không ảnh hưởng tới ý nghĩa dài hạn của Chiến lược.

Trong các báo cáo cập nhật, chúng tôi sẽ luôn đưa ra danh mục đầu tư cho kỳ kế tiếp để phục vụ các nhà đầu tư dài hạn. Thêm nữa, chúng tôi cũng sẽ đưa ra khuyến nghị để phục vụ các nhà đầu tư ngắn hạn.

## GIỚI THIỆU VÀ HƯỚNG DẪN SỬ DỤNG

## BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ CHIẾN LƯỢC CHẤT LƯỢNG

**Trong phần này, chúng tôi muốn làm rõ cách tiếp cận và đặc tính của Chiến lược Đầu tư dựa trên yếu tố Chất lượng.** Đây là cơ sở để xác định các nhóm nhà đầu tư phù hợp và các sử dụng báo cáo tương ứng với từng nhóm.

- (1) Cách tiếp cận đầu tư **Bán chủ động** là kết hợp giữa Chủ động và Thụ động. Cách tiếp cận này ứng dụng các phương pháp đa dạng hóa danh mục và giao dịch kỷ luật để tối ưu hiệu quả đầu tư – hai yếu tố quan trọng trong Quản lý danh mục đầu tư.
- (2) Yếu tố Chất lượng là một chỉ tiêu định lượng, được đo bằng điểm số tính toán dựa trên các chỉ tiêu thuộc Báo cáo Tài chính cùng với biến động cổ phiếu trong lịch sử, nhằm phản ánh mức độ Chất lượng của cổ phiếu. Lựa chọn cổ phiếu trong rổ VN100 nhằm đảm bảo chất lượng của Báo cáo Tài chính công bố nhằm tính toán phản ánh đúng chất lượng công ty.
- (3) Thời gian nắm giữ ngắn hạn (03 tháng) để phù hợp với cách tiếp cận của chiến lược Chất lượng. Sau thời gian nắm giữ, toàn bộ vị thế danh mục hiện tại sẽ được đóng, chúng tôi sẽ tiến hành đánh giá tình hình thị trường cũng như yếu tố Chất lượng cao để đưa ra quyết định mở vị thế mới. Bên cạnh đó, số lượng cổ phiếu được hạn chế trong khoảng tối đa 7 cổ phiếu để việc giao dịch đơn giản cho các nhà đầu tư cá nhân.

# Tổng quan chiến lược đầu tư theo yếu tố Chất lượng

- Khuyến nghị T12/2025 – T03/2026

**CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ BÁN CHỦ ĐỘNG DỰA TRÊN YẾU TỐ CHẤT LƯỢNG**
**Khuyến nghị đầu tư T12/2025- T03/2026: MUA**

Chúng tôi kỳ vọng 3 tháng sắp tới thị trường bước vào giai đoạn đi ngang, dòng tiền có xu hướng tìm đến các cổ phiếu có chất lượng cao, vì vậy việc lựa chọn các cổ phiếu chất lượng cao giúp đạt lợi suất vượt trội đồng thời hạn chế rủi ro nếu thị trường gặp kịch bản xấu nếu bước vào xu hướng giảm. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với lợi nhuận kỳ vọng 6,5%\*.

**Danh mục đầu tư T12/2025 – T03/2026**

| Mã CK | Tỷ trọng | Giá mua | Số lượng cổ phiếu** |
|-------|----------|---------|---------------------|
| SAB   | 24,1%    | 50.100  | 500                 |
| VNM   | 17,8%    | 62.900  | 200                 |
| NT2   | 17,1%    | 23.200  | 700                 |
| GAS   | 13,1%    | 62.900  | 200                 |
| FPT   | 10,8%    | 95.900  | 100                 |
| FRT   | 9,3%     | 143.000 | 100                 |
| PVD   | 7,8%     | 27.000  | 300                 |

**Hệ số tương quan các cổ phiếu trong danh mục**

|     | SAB  | VNM  | NT2  | GAS  | FPT  | FRT  | PVD  |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|
| SAB | 1,00 |      |      |      |      |      |      |
| VNM | 0,38 | 1,00 |      |      |      |      |      |
| NT2 | 0,30 | 0,34 | 1,00 |      |      |      |      |
| GAS | 0,43 | 0,43 | 0,41 | 1,00 |      |      |      |
| FPT | 0,38 | 0,39 | 0,34 | 0,39 | 1,00 |      |      |
| FRT | 0,31 | 0,35 | 0,27 | 0,35 | 0,39 | 1,00 |      |
| PVD | 0,36 | 0,44 | 0,34 | 0,63 | 0,29 | 0,29 | 1,00 |

(\*) Ước tính dựa trên lợi nhuận trung bình

(\*\*) Số lượng cổ phiếu ứng với số tiền đầu tư danh mục 100 triệu VNĐ

## Khuyến nghị đầu tư T12/2025- T03/2026: **MUA**

### Thị trường đối diện với kịch bản bước vào xu hướng đi ngang

VNINDEX - Weekly 12/11/2025 00:00:00 Open 1757.42, Hi 1772.03, Lo 1690.31, Close 1695.06 (-2.7%) MA1(Close,20) = 1,657.78



Trong 3 tháng tới, về góc nhìn xu hướng chúng tôi đang thấy thị trường có dấu hiệu suy yếu khi áp lực bán tăng lên và đà gia tốc giảm từ tháng 4, không còn duy trì như giai đoạn đầu, 2 kịch bản có thể xảy ra:

- **Kịch bản cơ sở:** VN-Index chuyển sang trạng thái đi ngang (sideways) trong biên độ 1.600-1.750.
- **Kịch bản thận trọng:** Vùng đệm hỗ trợ 1.600 bị phá vỡ, VN-Index chuyển sang xu hướng giảm.

Trước những kịch bản có thể xảy ra trong thời gian 3 tháng tới, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với danh mục đầu tư theo yếu tố chất lượng dựa trên luận điểm sau:

- Hiệu suất vượt trội VN-Index trong những giai đoạn đi ngang, nhờ mức Alpha đến từ nội tại của các doanh nghiệp chất lượng.
- Phòng thủ rủi ro trong kịch bản thận trọng: Kết quả backtest cho thấy chiến lược có mức độ biến động thấp (23%) giúp danh mục đóng vai trò như lớp tài sản phòng vệ nếu thị trường điều chỉnh.

# Phương pháp xây dựng Chiến lược Chất lượng

- Xây dựng yếu tố Chất lượng
- Kiểm định ý nghĩa yếu tố Chất lượng
- Tối ưu hóa hiệu quả yếu tố lên danh mục

## THAM KHẢO: PHƯƠNG PHÁP LUẬN

## Xây dựng yếu tố Chất lượng

## Ý tưởng chiến lược

**Yếu tố Chất lượng** xuất phát từ mô hình chiết khấu cổ tức Gordon, một doanh nghiệp có lợi nhuận cao, lợi nhuận tăng trưởng bền vững, dòng tiền và bảng cân đối an toàn, cùng chính sách chi trả cổ tức thân thiện với cổ đông, về lý thuyết sẽ được các nhà đầu tư trả mức giá hợp lý (P/B) cao hơn so với doanh nghiệp có cùng vốn hóa nhưng khả năng sinh lời thấp, tăng trưởng kém và cấu trúc tài chính rủi ro hơn.

Dựa trên một nghiên cứu\* thực hiện trên phạm vi các nước phát triển cho thấy thị trường thường chỉ phản ánh một phần nhỏ các đặc tính chất lượng vào giá, trong khi cổ phiếu chất lượng cao mang lại suất sinh lợi điều chỉnh rủi ro vượt trội so với cổ phiếu có cùng quy mô nhưng chất lượng kém hơn.

Tại thị trường Việt Nam sau đó, chúng tôi tiến hành kiểm định yếu tố Chất lượng bằng cách tính điểm chất lượng dựa trên dữ liệu Báo cáo Tài chính với độ trễ xử lý thích hợp, tiến hành so sánh giữa các nhóm cổ phiếu chất lượng khác nhau. Để triển khai chiến lược dài hạn này, chúng tôi áp dụng phương pháp luận gồm 02 giai đoạn để lựa chọn các cổ phiếu có chất lượng cao nhất trong thời gian quý trước tại mỗi kỳ nắm giữ.



(1) Kiểm định ý nghĩa của yếu tố Chất lượng



(2) Tối ưu hóa Chiến lược

## THAM KHẢO: PHƯƠNG PHÁP LUẬN

## Xây dựng điểm số chất lượng

Xuất phát từ lý thuyết định giá tài sản, cụ thể mô hình tăng trưởng Gordon, biến đổi phương trình P/B dưới dạng:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Profitability} \times \text{Payout Ratio}}{\text{Required Return} - \text{Growth}}$$

Dù vậy, tại thị trường chứng khoán Việt Nam với đặc điểm dòng vốn được ưu tiên tái đầu tư thay vì chi trả tiền mặt, đồng thời tần suất phát hành tăng vốn cao gây nhiễu tín hiệu dòng tiền thực, chúng tôi loại bỏ yếu tố Chính sách chi trả (Payout ratio) khỏi quá trình xây dựng chỉ số đánh giá chất lượng nhằm tránh sai lệch khi đánh giá. Ba yếu tố được sử dụng xây dựng yếu tố chất lượng gồm: Khả năng sinh lời, Tăng trưởng và An toàn:

- **Khả năng sinh lời:** Hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (ROA, ROE, GPOA) và biên lợi nhuận gộp (GPM).
- **Tăng trưởng:** Tăng trưởng của các chỉ tiêu Khả năng sinh lời.
- **An toàn:** Beta cổ phiếu so với VN-Index (BAB), Biến động ROE (EVOL), Đòn bẩy tài chính (LEV).

Các chỉ số được chuẩn hóa bằng phương pháp z-score nhằm tránh sai lệch đơn vị của các chỉ số, đồng thời đưa về cùng phân phối chuẩn hóa (trung bình bằng 0, độ lệch chuẩn bằng 1) để có thể so sánh trực tiếp và tổng hợp thành một điểm số chất lượng chung.

## THAM KHẢO: PHƯƠNG PHÁP LUẬN

### Kiểm định ý nghĩa của yếu tố Chất lượng

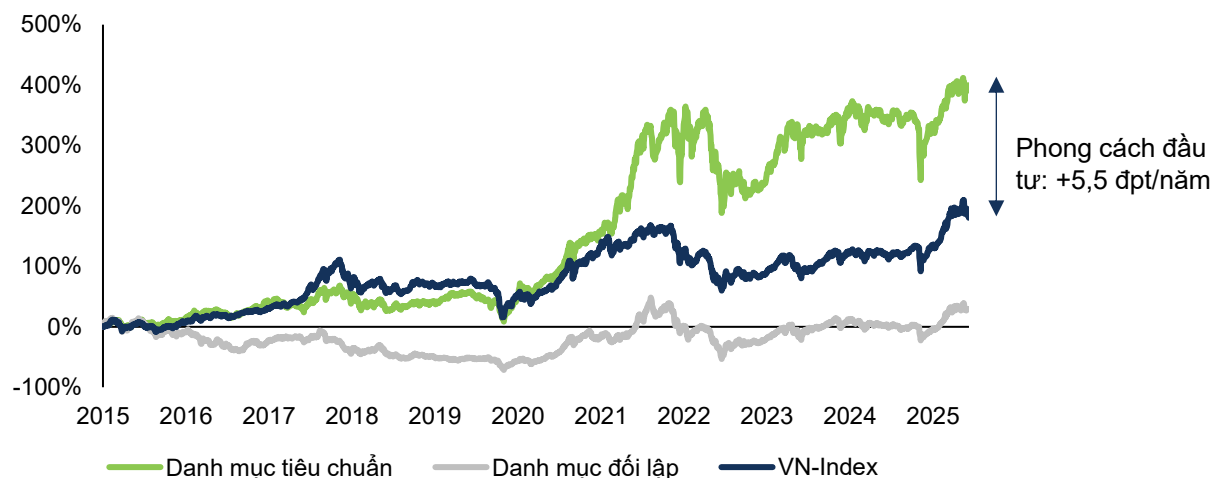
Dựa vào vấn đề đã nêu, chúng tôi đã áp dụng để kiểm định trên thị trường Việt Nam và nhận thấy rằng việc đầu tư vào cổ phiếu có chất lượng cao có khả năng đánh bại thị trường trong dài hạn.

Cụ thể, chúng tôi đánh giá sự chênh lệch giữa danh mục tiêu chuẩn và VN-Index cũng như danh mục đối lập.

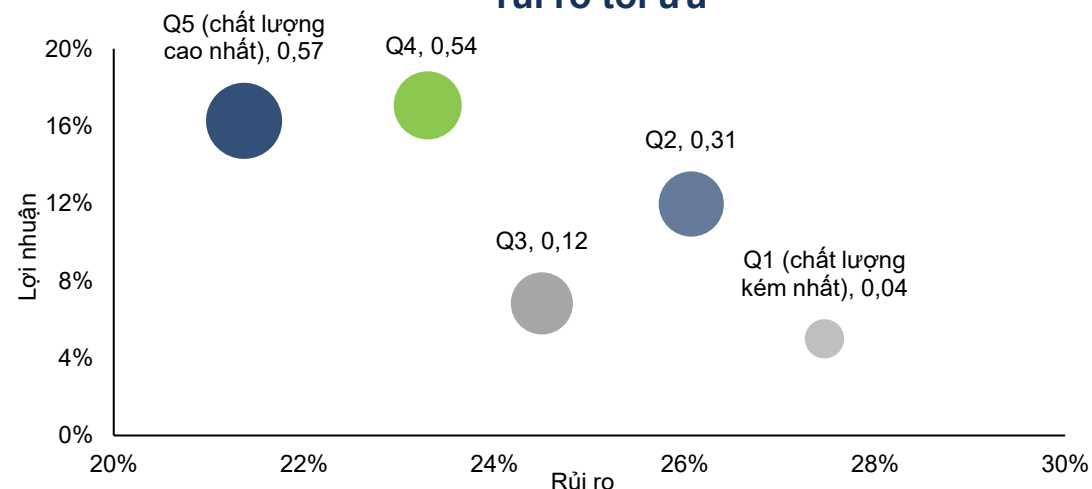
- Danh mục Tiêu chuẩn: Gồm các cổ phiếu thuộc phân vị có chất lượng tốt nhất trong rổ cổ phiếu VN100.
- Danh mục Đối lập: Gồm các cổ phiếu thuộc phân vị có điểm chất lượng thấp nhất trong rổ cổ phiếu VN100.

Trong kiểm định quá khứ 10 năm, Danh mục tiêu chuẩn đạt lợi nhuận trung bình 16,27%/năm, cao hơn VN-Index cùng kỳ ~5,46 đpt (được gọi là lợi nhuận từ Phong cách đầu tư – Style returns) và Danh mục đối lập ~ 13,21 đpt thể hiện nhóm cổ phiếu có chất lượng cao có khả năng sinh lời vượt trội so với nhóm cổ phiếu có chất lượng thấp.

**Lợi nhuận danh mục qua các kỳ đầu tư**



**Danh mục chất lượng cao cho hiệu quả lợi nhuận – rủi ro tối ưu**



## THAM KHẢO: PHƯƠNG PHÁP LUẬN

## Tối ưu hóa chiến lược yếu tố Chất lượng cao

Nhằm cải thiện hiệu suất chiến lược, chúng tôi hướng tới tối ưu hiệu quả đầu tư dựa trên yếu tố Chất lượng cao thông qua hai bước (1) lựa chọn cổ phiếu và (2) phân bổ danh mục.

**(1) Lọc cổ phiếu**

Bước đầu tiên nhằm đảm bảo rằng các cổ phiếu được lựa chọn có thể đầu tư thực tế đồng thời kết quả kiểm định đáng tin cậy:

- Tập trung vào các doanh nghiệp trong rổ VN100 loại trừ nhóm ngành tài chính. Việc loại trừ này giúp tránh sai lệch do đặc thù ngành và đảm bảo thang điểm chất lượng phản ánh đúng sức khỏe hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp.
- Lựa chọn các cổ phiếu có thanh khoản dồi dào với khối lượng giao dịch trung bình 250 phiên trước đó lớn hơn 200.000 cp/phiên, có trên 80% phiên có giao dịch.
- Sau khi lọc, chúng tôi lựa chọn 7 cổ phiếu có điểm số chất lượng cao nhất mỗi kỳ để tạo ra danh mục đầu tư, giúp cân bằng giữa mục tiêu đa dạng hóa rủi ro danh mục và tính khả thi trong triển khai đối với nhà đầu tư cá nhân.

Trong kỳ hiện tại, chúng tôi lọc 7 cổ phiếu điểm số chất lượng cao nhất trong rổ cổ phiếu VN100

| Các bước lọc                             | Số mã chứng khoán sau từng bước |
|------------------------------------------|---------------------------------|
| Rổ cổ phiếu VN100                        | 100                             |
| Lọc thanh khoản cổ phiếu, nhóm tài chính | 72                              |
| Lọc cổ phiếu thiếu chỉ tiêu tính toán    | 72                              |
| 7 cổ phiếu có điểm chất lượng cao nhất   | 7                               |

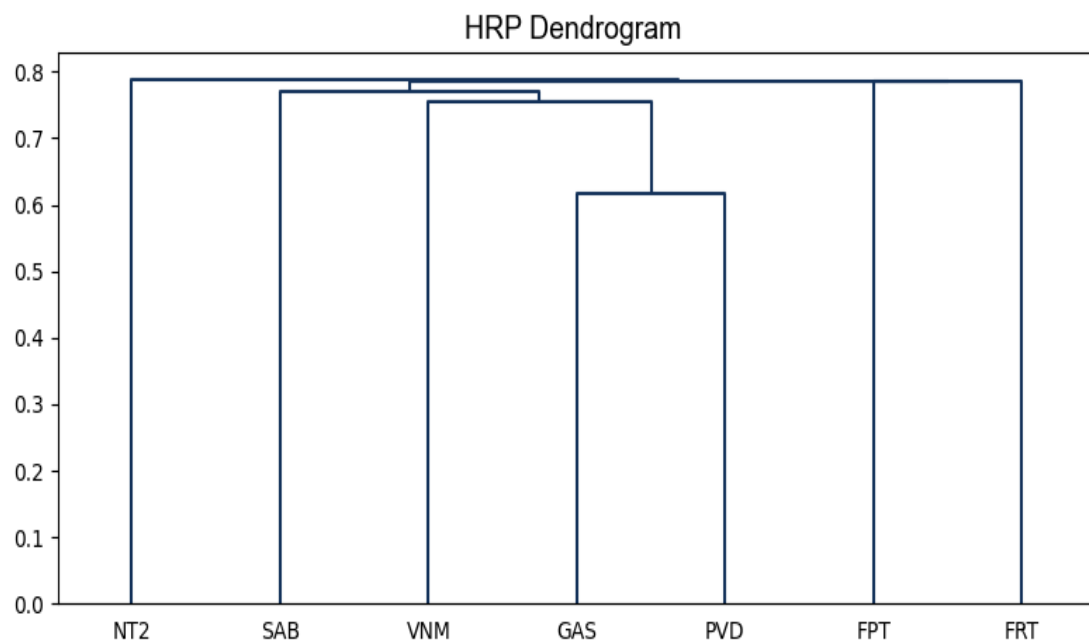
## THAM KHẢO: PHƯƠNG PHÁP LUẬN

### Tối ưu hóa chiến lược yếu tố Chất lượng cao

#### (2) Phân bổ danh mục

Do danh mục chất lượng tập trung vào một số ít cổ phiếu có đặc tính cơ bản tương đồng (khả năng sinh lời, tăng trưởng, an toàn), rủi ro dễ bị tập trung vào các nhóm cổ phiếu có tương quan cao. Để hạn chế sự tập trung rủi ro vào những cụm cổ phiếu có tương quan cao và cải thiện hiệu quả lợi nhuận-rủi ro, chiến lược này sử dụng phương pháp Hierarchical Risk Parity (HRP)\* để phân bổ theo hướng cân bằng rủi ro giữa các cổ phiếu.

#### Sơ đồ cây phân cấp các cổ phiếu trong danh mục



#### Kết quả tối ưu hóa cho kỳ đầu tư T12/2025 – T03/2026

| Mã CK | Tỷ trọng |
|-------|----------|
| SAB   | 24,1%    |
| VNM   | 17,8%    |
| NT2   | 17,1%    |
| GAS   | 13,1%    |
| FPT   | 10,8%    |
| FRT   | 9,3%     |
| PVD   | 7,8%     |

(\*) López de Prado, M. (2016). Building diversified portfolios that outperform out-of-sample. *The Journal of Portfolio Management*

# Kết quả kiểm định chiến lược trong quá khứ

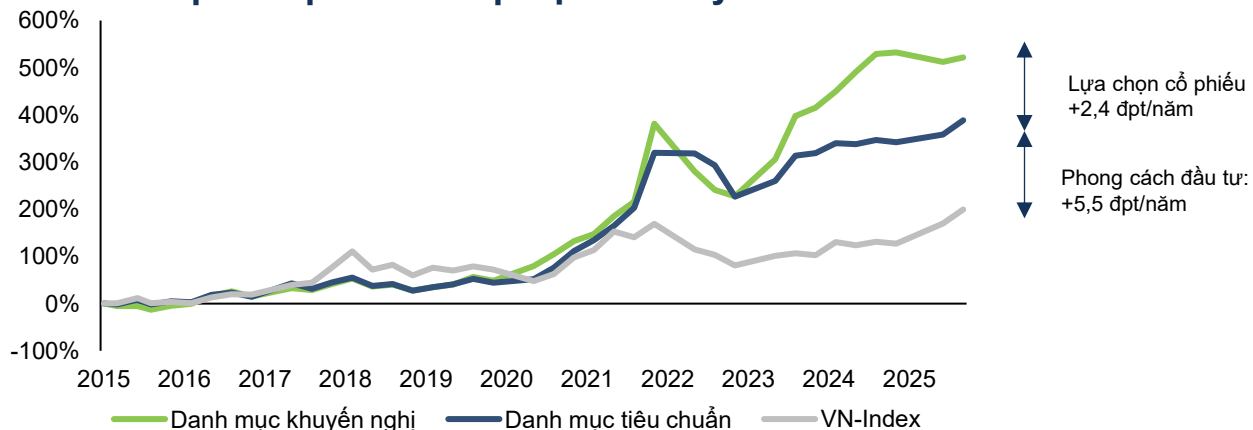
- Chiến lược có thể đánh bại thị trường trong nhiều kỳ đầu tư

**THAM KHẢO: KIỂM ĐỊNH DANH MỤC**
**Kết quả backtest từ 2015 - Nay**

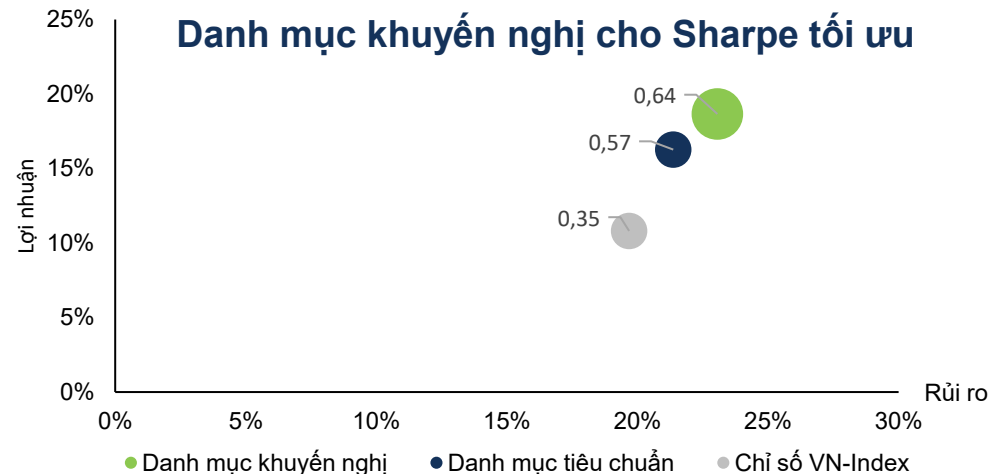
**Thống kê kết quả backtest từ 28/02/2015 đến 30/11/2025, danh mục đầu tư dựa trên yếu tố Chất lượng cao tạo ra lợi nhuận 18,66% hàng năm, đánh bại cả danh mục tiêu chuẩn và thị trường.**

Trong đó, hiệu quả từ phong cách đầu tư (chênh lệch hiệu suất giữa Danh mục tiêu chuẩn và VN-Index) là 5,46%/năm, hiệu quả từ lựa chọn cổ phiếu (chọn từ các cổ phiếu chất lượng cao nhất) là 2,39%/năm.

Ngoài ra, danh mục khuyến nghị còn có tỷ lệ lợi nhuận điều chỉnh rủi ro là 0,64 – vượt trội so với hai danh mục còn lại (lần lượt là 0,57 và 0,35).

**Lợi nhuận danh mục qua các kỳ đầu tư**


| Chỉ tiêu                     | Chỉ số VN-Index | Danh mục tiêu chuẩn | Danh mục khuyến nghị |
|------------------------------|-----------------|---------------------|----------------------|
| Lợi nhuận bình quân hàng năm | 10,81%          | 16,27%              | 18,66%               |
| Chênh lệch so với cột trước  |                 | 5,46 đpt            | 2,39 đpt             |
| Độ lệch chuẩn hàng năm       | 19,68%          | 21,37%              | 23,06%               |
| Hệ số Sharpe                 | 0,35            | 0,57                | 0,64                 |

**Danh mục khuyến nghị cho Sharpe tối ưu**


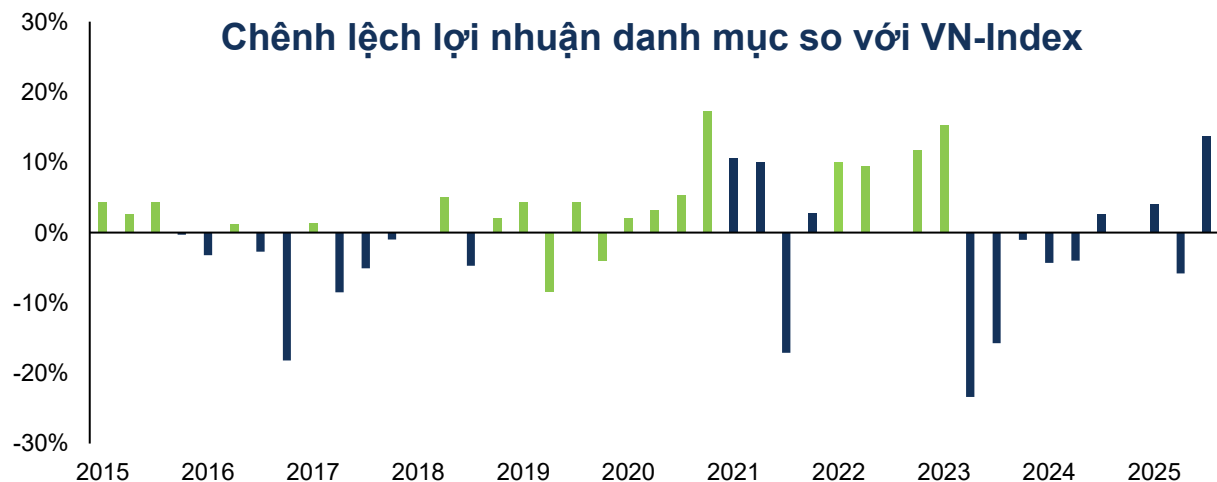
## THAM KHẢO: KIỂM ĐỊNH DANH MỤC

### Đánh giá tính chất thị trường của Danh mục



Việc đánh giá tính chất thị trường của danh mục trong quá khứ giúp chúng tôi đưa ra khuyến nghị ngắn hạn với tính thời điểm cao.

- **Vùng đệm rủi ro trong thị trường giảm:** Khi rủi ro hệ thống gia tăng, dòng tiền có xu hướng rút khỏi tài sản rủi ro cao. Nhờ mức biến động thấp (23%), danh mục Chất lượng đóng vai trò như một lớp “đệm giảm chấn”, giúp hạn chế rủi ro trong giai đoạn thị trường suy yếu.
- **Hiệu suất vượt trội trong thị trường đi ngang:** Ở pha thị trường đi ngang, khi P/E toàn thị trường chịu áp lực mở rộng đi kèm tâm lý đầu tư suy yếu, động lực tăng giá chuyển dịch sang tăng trưởng từ kết quả kinh doanh. Khi đó, các cổ phiếu có nền tảng tốt (lợi nhuận vững chắc, khả năng sinh lời tốt, an toàn cao) trong danh mục Chất lượng thường tạo mức sinh lời vượt trội.



**THAM KHẢO: KIỂM ĐỊNH DANH MỤC**
**Kiểm định quá khứ: Tỷ trọng danh mục trong các kỳ backtest**

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T02-05/2015 | DXG   | 18%      | 6,4%        | 4,3%                       |
|             | KDC   | 24,1%    |             |                            |
|             | PVD   | 6,2%     |             |                            |
|             | REE   | 13,3%    |             |                            |
|             | TTF   | 17,7%    |             |                            |
|             | VIP   | 14,7%    |             |                            |
|             | VSH   | 6%       |             |                            |
| T05-08/2015 | KDC   | 15,3%    | -0,1%       | 2,7%                       |
|             | VNM   | 8,12%    |             |                            |
|             | TSC   | 12%      |             |                            |
|             | ITA   | 16,8%    |             |                            |
|             | FPT   | 5,5%     |             |                            |
|             | DXG   | 10,6%    |             |                            |
|             | REE   | 32,4%    |             |                            |
| T08-11/2015 | KDC   | 18,3%    | 9,2%        | 7,1%                       |
|             | VNM   | 24,4%    |             |                            |
|             | FPT   | 11,69%   |             |                            |
|             | DXG   | 15,9%    |             |                            |
|             | PVD   | 6,6%     |             |                            |
|             | VSH   | 9%       |             |                            |
|             | REE   | 14,11%   |             |                            |
| T11-02/2016 | KDC   | 9%       | 13,3%       | -0,3%                      |
|             | VNM   | 15,7%    |             |                            |
|             | TSC   | 11,5%    |             |                            |
|             | ITA   | 23,6%    |             |                            |
|             | FPT   | 6,3%     |             |                            |
|             | DXG   | 10,7%    |             |                            |
|             | REE   | 23,3%    |             |                            |
| T02-05/2016 | VNM   | 7,4%     | -5,4%       | -3,2%                      |
|             | DXG   | 17,3%    |             |                            |
|             | DPM   | 20,2%    |             |                            |
|             | PDR   | 7,5%     |             |                            |
|             | HSG   | 10,7%    |             |                            |
|             | FPT   | 16,7%    |             |                            |
|             | GMD   | 20,2%    |             |                            |

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T05-08/2016 | VNM   | 38,5%    | 5,8%        | 1,2%                       |
|             | PDR   | 10,4%    |             |                            |
|             | HSG   | 5,7%     |             |                            |
|             | CSM   | 18,5%    |             |                            |
|             | DPM   | 7,8%     |             |                            |
|             | PVT   | 9,5%     |             |                            |
|             | FPT   | 9,6%     |             |                            |
| T08-11/2016 | VNM   | 11,8%    | 2,7%        | -2,6%                      |
|             | FLC   | 21,2%    |             |                            |
|             | DPM   | 12,8%    |             |                            |
|             | KBC   | 26,4%    |             |                            |
|             | KDC   | 9%       |             |                            |
|             | DXG   | 8%       |             |                            |
|             | HPG   | 10,8%    |             |                            |
| T11-02/2017 | VNM   | 16,2%    | 4,1%        | -18,2%                     |
|             | KBC   | 10,4%    |             |                            |
|             | FLC   | 4,7%     |             |                            |
|             | HPG   | 40%      |             |                            |
|             | FPT   | 6,1%     |             |                            |
|             | PDR   | 9,2%     |             |                            |
|             | HSG   | 13,4%    |             |                            |
| T02-05/2017 | PDR   | 16,2%    | 6,5%        | 1,2%                       |
|             | VNM   | 10,4%    |             |                            |
|             | DRH   | 4,8%     |             |                            |
|             | KSB   | 40,3%    |             |                            |
|             | STG   | 5,2%     |             |                            |
|             | DXG   | 9,1%     |             |                            |
|             | KBC   | 14%      |             |                            |
| T05-8/2017  | DRH   | 11,4%    | 9,1%        | -8,5%                      |
|             | DXG   | 23,3%    |             |                            |
|             | HQC   | 7,9%     |             |                            |
|             | KBC   | 7,9%     |             |                            |
|             | KSB   | 24,2%    |             |                            |
|             | PDR   | 2,5%     |             |                            |
|             | VNM   | 22,8%    |             |                            |

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T08-11/2017 | FPT   | 28,5%    | 0%          | -5,1%                      |
|             | NLG   | 5,6%     |             |                            |
|             | HQC   | 11,9%    |             |                            |
|             | KBC   | 27,3%    |             |                            |
|             | KSB   | 2,9%     |             |                            |
|             | PDR   | 13,2%    |             |                            |
|             | VNM   | 10,6%    |             |                            |
| T11-02/2018 | FPT   | 9,3%     | -8,4%       | -1%                        |
|             | KBC   | 16,8%    |             |                            |
|             | PDR   | 12,5%    |             |                            |
|             | QCG   | 29,7%    |             |                            |
|             | VNM   | 11,2%    |             |                            |
|             | ASM   | 13,9%    |             |                            |
|             | DXG   | 6,6%     |             |                            |
| T02-05/2018 | ASM   | 30,8%    | 6,1%        | 0%                         |
|             | BMP   | 12,6%    |             |                            |
|             | FPT   | 13,1%    |             |                            |
|             | NLG   | 4,6%     |             |                            |
|             | PDR   | 9,2%     |             |                            |
|             | SAM   | 14,1%    |             |                            |
|             | VNM   | 15,6%    |             |                            |
| T05-08/2018 | DXG   | 17,1%    | 6,6%        | 5,1%                       |
|             | FPT   | 17,9%    |             |                            |
|             | GMD   | 10,8%    |             |                            |
|             | KBC   | 9,2%     |             |                            |
|             | PDR   | 19,9%    |             |                            |
|             | VNM   | 8,5%     |             |                            |
|             | DRH   | 16,6%    |             |                            |
| T08-11/2018 | ITA   | 11,9%    | -6,1%       | -4,7%                      |
|             | NLG   | 19,5%    |             |                            |
|             | PDR   | 15,7%    |             |                            |
|             | PNJ   | 8,4%     |             |                            |
|             | QCG   | 14,9%    |             |                            |
|             | SCR   | 18,4%    |             |                            |
|             | VNM   | 10,9%    |             |                            |

(\*) Các kỳ đánh bại VN-Index được bôi đậm

**THAM KHẢO: KIỂM ĐỊNH DANH MỤC**
**Kiểm định quá khứ: Tỷ trọng danh mục trong các kỳ backtest**

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T11-02/2019 | CTI   | 11,9%    | -7,2%       | 2%                         |
|             | FPT   | 19,5%    |             |                            |
|             | ITA   | 15,7%    |             |                            |
|             | KBC   | 8,5%     |             |                            |
|             | NLG   | 14,9%    |             |                            |
|             | PDR   | 18,4%    |             |                            |
|             | VNM   | 10,9%    |             |                            |
| T02-05/2019 | ITA   | 6,4%     | 7,3%        | 4,4%                       |
|             | VNM   | 11,8%    |             |                            |
|             | SCR   | 7,7%     |             |                            |
|             | QCG   | 8,5%     |             |                            |
|             | NLG   | 6,8%     |             |                            |
|             | PNJ   | 12,5%    |             |                            |
|             | KBC   | 46,3%    |             |                            |
| T05-08/2019 | DRH   | 11,4%    | 9,1%        | -8,5%                      |
|             | DXG   | 23,4%    |             |                            |
|             | HQC   | 7,9%     |             |                            |
|             | KBC   | 7,9%     |             |                            |
|             | KSB   | 24,1%    |             |                            |
|             | PDR   | 2,5%     |             |                            |
|             | VNM   | 22,8%    |             |                            |
| T08-11/2019 | DIG   | 18,3%    | 19,3%       | 4,3%                       |
|             | FPT   | 15,3%    |             |                            |
|             | KBC   | 6,3%     |             |                            |
|             | MWG   | 7,8%     |             |                            |
|             | PDR   | 13,6%    |             |                            |
|             | PPC   | 23,0%    |             |                            |
|             | VNM   | 15,7%    |             |                            |
| T11-02/2020 | NLG   | 18,3%    | -6,1%       | -4%                        |
|             | VNM   | 15,5%    |             |                            |
|             | PDR   | 6,3%     |             |                            |
|             | PHR   | 7,1%     |             |                            |
|             | SCR   | 13,6%    |             |                            |
|             | FPT   | 23,5%    |             |                            |
|             | DXG   | 15,7%    |             |                            |

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T02-05/2020 | VNM   | 15,3%    | -5,2%       | 2%                         |
|             | SCR   | 8,1%     |             |                            |
|             | HDG   | 11,2%    |             |                            |
|             | PDR   | 16,8%    |             |                            |
|             | KDH   | 5,6%     |             |                            |
|             | FPT   | 10,6%    |             |                            |
|             | PNJ   | 32,4%    |             |                            |
| T05-08/2020 | FPT   | 18,3%    | 18,9%       | 3,2%                       |
|             | HDG   | 24,4%    |             |                            |
|             | ITA   | 11,7%    |             |                            |
|             | KDH   | 15,9%    |             |                            |
|             | PDR   | 6,5%     |             |                            |
|             | SCR   | 9,3%     |             |                            |
|             | VNM   | 14,1%    |             |                            |
| T08-11/2020 | DCM   | 23%      | 5,8%        | 5,3%                       |
|             | HDG   | 7%       |             |                            |
|             | KBC   | 17,2%    |             |                            |
|             | KDH   | 15,5%    |             |                            |
|             | PHR   | 12,0%    |             |                            |
|             | VGC   | 17,0%    |             |                            |
|             | VNM   | 8,3%     |             |                            |
| T11-02/2020 | DHC   | 13,2%    | 29,1%       | 17,3%                      |
|             | FPT   | 22,9%    |             |                            |
|             | ITA   | 11%      |             |                            |
|             | KDH   | 15%      |             |                            |
|             | NBB   | 17,5%    |             |                            |
|             | PDR   | 4,3%     |             |                            |
|             | VNM   | 16,05%   |             |                            |
| T02-05/2021 | DRC   | 8,5%     | 11,6%       | 10,6%                      |
|             | KDH   | 13,7%    |             |                            |
|             | PDR   | 8%       |             |                            |
|             | PNJ   | 15%      |             |                            |
|             | PPC   | 22,2%    |             |                            |
|             | TDM   | 20,6%    |             |                            |
|             | VNM   | 11,9%    |             |                            |

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T05-08/2021 | HDG   | 13%      | 8,8%        | 10%                        |
|             | KBC   | 9,1%     |             |                            |
|             | PDR   | 10,2%    |             |                            |
|             | PNJ   | 24%      |             |                            |
|             | SZC   | 9,1%     |             |                            |
|             | TCH   | 19,9%    |             |                            |
|             | VNM   | 14,7%    |             |                            |
| T08-11/2021 | DPM   | 14,2%    | -36,4%      | -17,1%                     |
|             | HDG   | 6,5%     |             |                            |
|             | PDR   | 14,7%    |             |                            |
|             | SZC   | 4,3%     |             |                            |
|             | TDM   | 24,3%    |             |                            |
|             | VNM   | 28%      |             |                            |
|             | DCM   | 8%       |             |                            |
| T11-02/2022 | DCM   | 19,7%    | 1,8%        | 2,8%                       |
|             | DPM   | 38%      |             |                            |
|             | ITA   | 8%       |             |                            |
|             | NVL   | 8,5%     |             |                            |
|             | PDR   | 6,2%     |             |                            |
|             | PHR   | 12,6%    |             |                            |
|             | VNM   | 8%       |             |                            |
| T02-05/2022 | ITA   | 9%       | 8,6%        | 9,8%                       |
|             | PDR   | 15,7%    |             |                            |
|             | VNM   | 11,4%    |             |                            |
|             | NVL   | 23,6%    |             |                            |
|             | DCM   | 6,8%     |             |                            |
|             | PHR   | 10,2%    |             |                            |
|             | DPM   | 23,3%    |             |                            |
| T05-08/2022 | DCM   | 6%       | 22,6%       | 9,5%                       |
|             | DGC   | 10,7%    |             |                            |
|             | DPM   | 6%       |             |                            |
|             | HDG   | 20,1%    |             |                            |
|             | PDR   | 8,9%     |             |                            |
|             | PVD   | 9,3%     |             |                            |
|             | VNM   | 39%      |             |                            |

(\*) Các kỳ đánh bại VN-Index được bôi đậm

## THAM KHẢO: KIỂM ĐỊNH DANH MỤC

### Kiểm định quá khứ: Tỷ trọng danh mục trong các kỳ backtest

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T08-11/2022 | DCM   | 6,4%     | 7,4%        | -0,03%                     |
|             | DGC   | 11,8%    |             |                            |
|             | DPM   | 7,5%     |             |                            |
|             | HDG   | 8,5%     |             |                            |
|             | ITA   | 6,8%     |             |                            |
|             | PDR   | 12,7%    |             |                            |
|             | VNM   | 46,3%    |             |                            |
| T11-02/2023 | DCM   | 6,4%     | 15,4%       | 11,8%                      |
|             | KBC   | 12,7%    |             |                            |
|             | HDG   | 25%      |             |                            |
|             | PNJ   | 15,0%    |             |                            |
|             | NT2   | 5,0%     |             |                            |
|             | PHR   | 31,3%    |             |                            |
|             | VNM   | 4,6%     |             |                            |
| T02-05/2023 | DCM   | 9,3%     | 22,1%       | 15,3%                      |
|             | DGC   | 16,8%    |             |                            |
|             | HDG   | 12,5%    |             |                            |
|             | DPM   | 29,7%    |             |                            |
|             | PVD   | 11,2%    |             |                            |
|             | PHR   | 13,9%    |             |                            |
|             | VNM   | 6,6%     |             |                            |
| T05-08/2023 | DGC   | 6,0%     | -1,01%      | -23,4%                     |
|             | FPT   | 5,0%     |             |                            |
|             | KBC   | 27,7%    |             |                            |
|             | PNJ   | 3,5%     |             |                            |
|             | PVD   | 9,7%     |             |                            |
|             | VNM   | 21,5%    |             |                            |
|             | VPI   | 26,6%    |             |                            |
| T08-11/2023 | DGC   | 4,4%     | 3,6%        | -15,8%                     |
|             | GMD   | 21,6%    |             |                            |
|             | KBC   | 7,3%     |             |                            |
|             | KDH   | 8,1%     |             |                            |
|             | PVD   | 8,9%     |             |                            |
|             | VNM   | 23,1%    |             |                            |
|             | VPI   | 26,6%    |             |                            |

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T11-02/2024 | DGC   | 2,8%     | -19,3%      | -1,1%                      |
|             | FPT   | 11,8%    |             |                            |
|             | PVD   | 14,5%    |             |                            |
|             | SAB   | 19,2%    |             |                            |
|             | VNM   | 28,4%    |             |                            |
|             | VRE   | 13,0%    |             |                            |
|             | GMD   | 10,3%    |             |                            |
| T02-05/2024 | DCM   | 22,1%    | 1,6%        | -4,3%                      |
|             | FPT   | 8,8%     |             |                            |
|             | NKG   | 16,6%    |             |                            |
|             | PNJ   | 5,6%     |             |                            |
|             | SAB   | 12,8%    |             |                            |
|             | TCH   | 12,5%    |             |                            |
|             | VNM   | 21,6%    |             |                            |
| T05-08/2024 | FPT   | 18%      | 9,3%        | -4%                        |
|             | GAS   | 24,1%    |             |                            |
|             | NKG   | 6,2%     |             |                            |
|             | PNJ   | 13,3%    |             |                            |
|             | SAB   | 17,8%    |             |                            |
|             | TCH   | 14,6%    |             |                            |
|             | VNM   | 6,0%     |             |                            |
| T08-11/2024 | DGC   | 10,2%    | 4,1%        | 2,7%                       |
|             | FPT   | 12,8%    |             |                            |
|             | GAS   | 6,8%     |             |                            |
|             | HAG   | 6,6%     |             |                            |
|             | PNJ   | 31,4%    |             |                            |
|             | SAB   | 15,2%    |             |                            |
|             | VNM   | 17,0%    |             |                            |
| T11-02/2025 | HAG   | 10,3%    | -3,1%       | 0%                         |
|             | VNM   | 13,1%    |             |                            |
|             | SAB   | 11,2%    |             |                            |
|             | FPT   | 16,8%    |             |                            |
|             | NKG   | 5,6%     |             |                            |
|             | VPI   | 10,6%    |             |                            |
|             | GAS   | 32,4%    |             |                            |

| Kỳ đầu tư   | Mã CK | Tỷ trọng | LN danh mục | Chênh lệch so với VN-Index |
|-------------|-------|----------|-------------|----------------------------|
| T08-11/2024 | DGC   | 10,2%    | 4,1%        | 2,7%                       |
|             | FPT   | 12,8%    |             |                            |
|             | GAS   | 6,8%     |             |                            |
|             | HAG   | 6,6%     |             |                            |
|             | PNJ   | 31,4%    |             |                            |
|             | SAB   | 15,2%    |             |                            |
|             | VNM   | 17,0%    |             |                            |
| T11-02/2025 | HAG   | 10,3%    | -3,1%       | 0%                         |
|             | VNM   | 13,1%    |             |                            |
|             | SAB   | 11,2%    |             |                            |
|             | FPT   | 16,8%    |             |                            |
|             | NKG   | 5,6%     |             |                            |
|             | VPI   | 10,6%    |             |                            |
|             | GAS   | 32,4%    |             |                            |
| T02-05/2025 | ANV   | 7,7%     | 0%          | 4,1%                       |
|             | FPT   | 9,7%     |             |                            |
|             | HAG   | 21,6%    |             |                            |
|             | NT2   | 9,2%     |             |                            |
|             | PVD   | 18,6%    |             |                            |
|             | SAB   | 22,2%    |             |                            |
|             | VNM   | 11,0%    |             |                            |
| T05-08/2025 | VNM   | 9,4%     | 4,6%        | -5,8%                      |
|             | ANV   | 15,7%    |             |                            |
|             | HAG   | 11,5%    |             |                            |
|             | SAB   | 23,6%    |             |                            |
|             | DPM   | 6,3%     |             |                            |
|             | SCS   | 10,2%    |             |                            |
|             | FPT   | 23,3%    |             |                            |
| T08-11/2025 | SCS   | 16,9%    | 8,7%        | 13,7%                      |
|             | ANV   | 12,9%    |             |                            |
|             | PVD   | 9,5%     |             |                            |
|             | HAG   | 17,2%    |             |                            |
|             | VNM   | 12,4%    |             |                            |
|             | SAB   | 7,7%     |             |                            |
|             | GAS   | 23,4%    |             |                            |

(\*) Các kỳ đánh bại VN-Index được bôi đậm

# Phụ lục

## PHỤ LỤC

### Ý nghĩa các chỉ số

| Chỉ số                                                  | Ý nghĩa                                                                                                                                                                                                      | Công thức                                                        |
|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| Điểm số chất lượng                                      | Trong báo cáo này, điểm số chất lượng được tính bằng các biến đại diện cho chất lượng cổ phiếu tương ứng với ba nhân tố: Sinh lời (Profitability), Tăng trưởng (Growth) và An toàn (Safety).                 | $Quality\ Score = (Z_{Profitability} + Z_{Growth} + Z_{Safety})$ |
| Các biến sử dụng trong mô hình                          | Mức độ sinh lời: GPOA, ROA, GMAR, ROE<br>Tăng trưởng: Tăng trưởng 5 năm của các chỉ số Sinh lời<br>An toàn: Tỷ lệ đòn bẩy, biến động ROE, beta cổ phiếu so với VN-Index                                      |                                                                  |
| Độ biến động                                            | Rủi ro đầu tư của một cổ phiếu/danh mục (sau đây gọi tắt là khoản đầu tư $p$ ), thể hiện qua độ lệch chuẩn của lợi nhuận đầu tư qua các khoảng thời gian.                                                    | $std(R_p)$                                                       |
| Lợi nhuận chủ động (active return)                      | Đo lường mức chênh lệch giữa lợi nhuận của danh mục khuyến nghị và danh mục tiêu chuẩn, cho thấy hiệu quả của việc lựa chọn cổ phiếu đầu tư.                                                                 | $\frac{1 + R_p}{1 + R_B} - 1$                                    |
| Lợi nhuận phong cách đầu tư (style return)              | Đo lường mức chênh lệch giữa lợi nhuận của danh mục danh mục tiêu chuẩn và thị trường, cho thấy hiệu quả của việc lựa chọn chiến lược đầu tư.                                                                | $\frac{1 + R_B}{1 + R_M} - 1$                                    |
| Hệ số Sharpe                                            | Đánh giá hiệu suất tài chính của khoản đầu tư so với đầu tư phi rủi ro, thể hiện qua tỷ lệ giữa (1) lợi nhuận đầu tư vượt quá lợi nhuận phi rủi ro ( $r_f$ ) và (2) độ lệch tiêu chuẩn của lợi nhuận đầu tư. | $Sharpe\ Ratio = \frac{R_p - R_F}{std(R_p)}$                     |
| Maximum Drawdown                                        | Đo lường rủi ro thông qua mức sụt giảm giá trị lớn nhất của danh mục (từ đỉnh tới đáy thấp nhất trước khi có đỉnh mới) trong một khoảng thời gian nhất định.                                                 | $MDD = \frac{Peak\ Value - Trough\ Value}{Peak\ Value}$          |
| Mô hình phân bổ tài sản: Hierarchical Risk Parity (HRP) | Mô hình HRP sử dụng thuật toán phân cụm để nhận diện cấu trúc tương quan giữa các tài sản, từ đó phân bổ đệ quy để giảm thiểu rủi ro tập trung.                                                              |                                                                  |

**PHỤ LỤC**
**Ý nghĩa các chỉ số**

| Chỉ số | Ý nghĩa                                                                                                        | Công thức                                                                                                         |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| GPOA   | Lợi nhuận gộp tạo ra trên mỗi đơn vị tài sản, đo mức độ sinh lời của tài sản doanh nghiệp                      | $GPOA = \frac{\text{Gross Profits}}{\text{Total Assets}}$                                                         |
| ROA    | Lợi nhuận ròng trên tổng tài sản, đo hiệu quả sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận                              | $ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$                                                             |
| ROE    | Lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu, đo mức sinh lời cho cổ đông thường                                         | $ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Book Equity}}$                                                              |
| GPM    | Biên lợi nhuận gộp, phần trăm lợi nhuận gộp trên doanh thu, phản ánh sức mạnh giá và cấu trúc chi phí sản xuất | $GPM = GMAR = \frac{\text{Gross Profits}}{\text{Total Revenue}}$                                                  |
| Beta   | Đo độ nhạy (rủi ro hệ thống) của cổ phiếu so với thị trường, beta thấp hơn được xem là an toàn hơn             | $\widehat{\beta}_{i,t}^{FP} = \widehat{\rho}_{i,m,t} \cdot \frac{\widehat{\sigma}_{i,t}}{\widehat{\sigma}_{m,t}}$ |
| EVOL   | Độ biến động lợi nhuận, dùng độ lệch chuẩn ROE nhiều năm, EVOL cao → kém an toàn hơn                           | $ROE_{i,\tau} = \alpha_i + \beta_i \cdot \tau + \epsilon_{i,\tau} \quad \text{for } \tau \in [t - n, t]$          |
| LEV    | Đòn bẩy tài chính; mức độ sử dụng nợ so với tài sản hoặc vốn, đòn bẩy cao → rủi ro cao hơn                     | $LEV = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$                                                      |

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến các cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty Chứng khoán FPT

---

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, TP.Hồ Chí Minh

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100, Quang Trung, Phường Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.23) 6 3553 888