

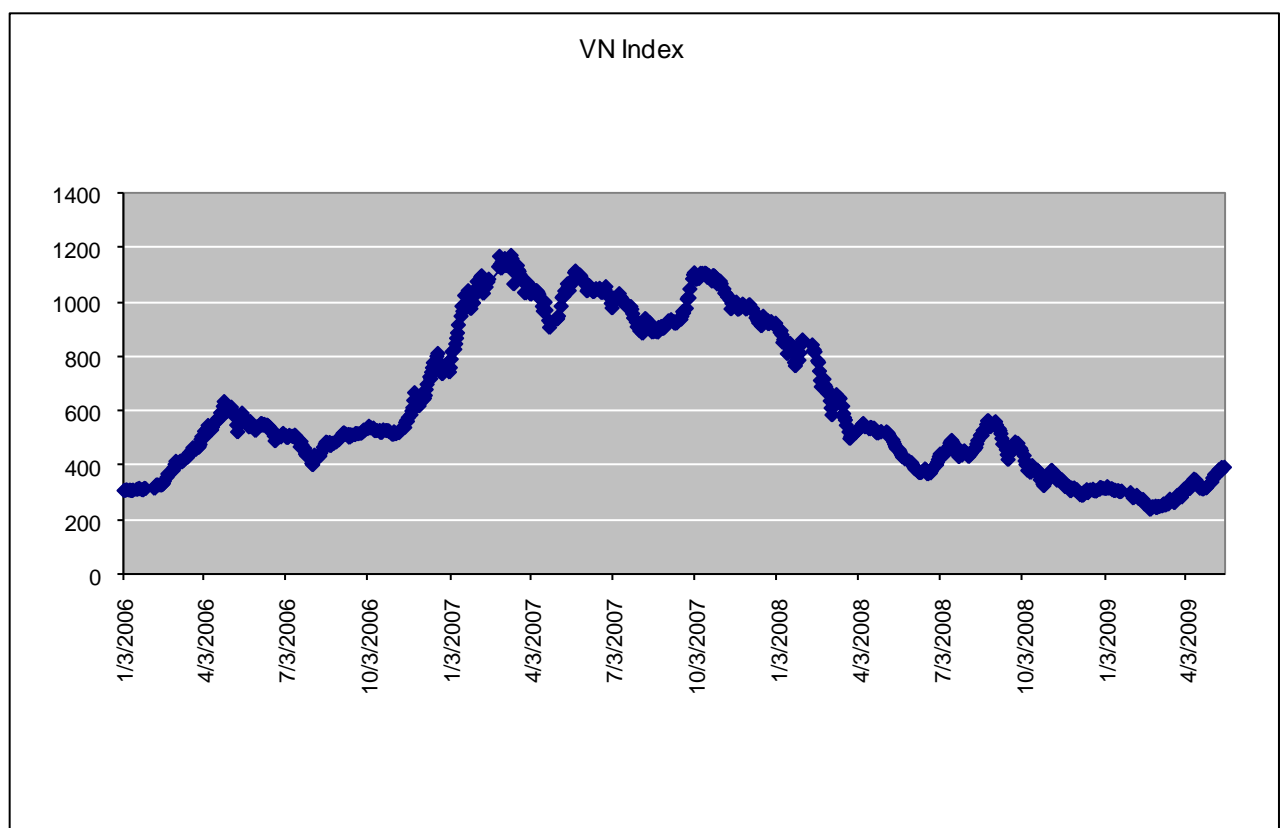
THỊ TRƯỜNG ĐI TRƯỚC: VỪA ĐỦ HAY QUÁ XA?*

**Nội dung của báo cáo sẽ được đăng trên Báo Đầu tư Chứng khoán ngày 25/5/2009.*

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã có tăng trưởng mạnh từ cuối tháng 2 đầu tháng 3 đến nay với mức tăng 65% khi VN Index tăng 247 lên 404 vào ngày 22/5/2009. Đợt lên mạnh của thị trường thể hiện sự đi trước của thị trường với những chuyển biến tích cực gần đây về kinh tế vĩ mô và gắn với nó là các doanh nghiệp niềm yết mà chúng tôi đã phân tích trong các báo cáo trước. Thị trường chứng khoán đi trước một cách vừa duy lý vừa duy cảm với những thay đổi của những yếu tố căn bản của nền kinh tế và các doanh nghiệp. Trong một quá trình đủ dài, các yếu tố cảm tính sẽ phai nhạt và yếu tố duy lý chiếm ưu thế để dẫn dắt của thị trường phù hợp với những nhân tố căn bản của nền kinh tế. Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ nhìn nhận và so sánh những nhân tố cơ bản trong các chu kỳ biến động chính của thị trường trong 3 năm vô cùng thăng trầm vừa qua để có thể đánh giá một cách duy lý nhất về con sóng lớn của thị trường trong hơn 2 tháng qua.

Chúng tôi sẽ nhìn lại 4 chu kỳ lên giá chính của thị trường: từ tháng 7/2006 đến tháng 3/2007, từ tháng 8 đến tháng 10/2007, từ tháng 7 đến tháng 9/2008 và cuối tháng 2/2009 đến nay) và 3 chu kỳ giảm mạnh của thị trường từ tháng 1 đến tháng 3/2008, tháng 4 đến tháng 6/2008, tháng 10/2008 đến tháng 2/2009.

Biểu đồ 1: Biến động của VN Index từ 7/2006 đến nay



Chúng tôi đã xem xét những yếu tố căn bản chủ chốt nhất của nền kinh tế, doanh nghiệp và thị trường chứng khoán Việt Nam được cô đọng lại trong đánh giá dưới đây (Bảng 1)

Bảng 1. Các nhân tố căn bản chủ chốt của kinh tế, thị trường Việt Nam và doanh nghiệp niêm yết đại diện

Nhân tố (tại thời điểm đầu chu kỳ nếu không chủ thích thêm)	Th7/06-Th3/07	Th 8-Th 10/2007	Th1-Th3/ 2008	Th4-Th6/ 2008	Th7-Th9/ 2008	Th 10/2008-Th 2/2009	Th3/09- nay
Môi trường vĩ mô thế giới trong 3 năm tới	Thuận lợi, tăng trưởng toàn cầu ở mức cao nhất trong hơn 30 năm	Bất ổn, khủng hoảng tín dụng sub-prime hé lộ	Rất bất ổn, khủng hoảng tài chính vòng một lan rộng, giá nguyên liệu sốt nóng	Rất bất ổn, khủng hoảng tài chính cao trào vòng một, giá nguyên liệu đình điểm	Rất bất ổn, khủng hoảng tài chính vòng hai manh nha	Rất bất ổn, khủng hoảng kinh tế- tài chính vòng hai cao trào	Ổn định hơn ở gần đây của khủng hoảng tài chính-kinh tế
Kỳ vọng tăng trưởng bình quân GDP 3 năm tới	8,5	8%	6%	5,5%	5%	3,5%	5,5%
Lạm phát CPI bình quân 3 năm tới	6-7%	9-10%	12%	15%	13%	9-10%	7-9%
Triển vọng cán cân thanh toán tổng thể 3 năm tới	Thặng dư	Thặng dư	Thâm hụt	Thâm hụt lớn	Thâm hụt vừa phải	Thâm hụt nhẹ	Thâm hụt nhẹ
Kỳ vọng VND so với USD trong 3 năm tới	Tăng giá	Tăng giá	Mất giá	Mất giá mạnh	Mất giá vừa phải	Mất giá nhẹ	Mất giá nhẹ
Bất cập về hạ tầng cứng (giao thông, điện...) và mềm (thế chế, chính sách vĩ mô, chất lượng nhân lực...) để hấp thụ lượng vốn đầu tư - Điều chỉnh để thích ứng trong chu kỳ	Chưa bộc lộ rõ- Chưa điều chỉnh	Bộc lộ rõ - Chậm điều chỉnh	Bộc lộ rõ - Điều chỉnh ít hiệu quả	Bộc lộ rõ - Điều chỉnh ít hiệu quả	Bộc lộ rõ - Điều chỉnh có hiệu quả	Bộc lộ rõ - Điều chỉnh có hiệu quả	Bộc lộ rõ - Điều chỉnh có hiệu quả
Rủi ro về đầu tư tài chính, pha loãng giá trị, minh bạch thông tin tại doanh nghiệp niêm yết trong chu kỳ	Trung bình	Cao	Cao	Rất cao	Rất cao	Rất cao	Cao
Nền tảng kinh tế vĩ mô	Rất mạnh	Mạnh	Bất ổn	Rất bất ổn	Rất bất ổn	Rất bất ổn	Ổn định hơn
Mức độ hấp dẫn về yếu tố căn bản của thị trường chứng khoán Việt Nam	9	7	5	4	4,5	4	5,5
Biến động VN Index	164%	23%	-40%	-26%	44%	-57%	65%
P/E bình quân dự phóng 12 tháng của một nhóm doanh nghiệp niêm yết đại diện cho thị trường (đầu và cuối chu kỳ)	15,x – 31,x	20,x-22..x	20,x-18,x	16,x-15.x	17,x-18.x	18,x -10,x	10,x-13,x
Kỳ vọng tăng trưởng EPS bình quân của nhóm (chưa tính yếu tố pha loãng) trong 3 năm (đầu và cuối chu kỳ)	35%-25%	12%	6%	5%	4,5%	4,5%	5,5%-6%
PEG (Tỷ lệ giá – thu nhập cổ phần / tăng trưởng EPS) trong chu kỳ	0.4x-1.2x	1.8x	3.x-3.3	3,2-3	3,5-4	4,-2,2	1,7x-2,1x

Nguồn: SSI Research tổng hợp và ước tính

(Chú thích: Các dữ liệu vĩ mô trung bình do chúng tôi tính giá trị trung vị của các ước tính từ các tổ chức lớn có dự báo phân tích, số liệu về định giá P/E và ước tính tăng trưởng EPS (làm tròn số) của nhóm công ty dựa trên thông kê các yếu tố căn bản của SSI30 bao gồm 30 công ty lớn nhất thị trường về giá trị vốn hóa và tính thanh khoản. Các đánh giá phi định lượng dựa trên tổng hợp các nhân tố định lượng và ước đoán của nhóm tác giả)

Có lẽ không cần nhiều lời lẽ để phân tích về những nhân tố chính trong những chu kỳ tăng giảm có tính lịch sử của thị trường trong gần 3 năm qua. Với góc nhìn của nhà đầu tư dài hạn dựa trên cơ sở duy lý, chỉ số PEG của rõ cô phiếu đại diện cho thị trường tính tại mức thị trường hiện tại đã tăng lên trên 2 mặc dù chúng tôi đã điều chỉnh tăng đáng kể dự báo về tăng trưởng EPS của nhóm công ty đại diện cho thị trường trong 3 năm tới. Tỷ lệ PEG làm cho thị trường thực sự hấp dẫn với nhà đầu tư khi nó xoay quanh 1 giống như thị trường Việt Nam đã có được giai đoạn bùng nổ từ giữa năm 2006 song đây cũng là giai đoạn duy nhất thị trường có được đặc tính này. Thị trường chứng khoán luôn bị chi phối bởi yếu tố duy cảm nên trong khi đi trước những biến chuyển căn bản của kinh tế vĩ mô và doanh nghiệp, thị trường thường xuyên có những bước một cách quá nhạy cảm với những biến động này. Nhà đầu tư tỉnh táo với góc nhìn duy lý sẽ sớm nhìn nhận được những bước đi quá nhạy cảm trong cuộc chơi đón trước tình thế để mang lại lợi nhuận tốt nhất và giảm thiểu rủi ro cho mình.



Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN (SSI)

KHOI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

❑ Giám đốc khối

Lê Lệ Hằng

hangl@ssi.com.vn

❑ Trưởng bộ phận Phân tích Kinh tế

Nguyễn Thanh Hà

hanc@ssi.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Toà nhà 1C Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm
Hà nội, Việt nam
Tel : 84-4-39366321 ; Fax : 84-4-39366319

Trụ sở chính

72 Nguyễn Huệ, Quận 1
Thành phố Hồ Chí Minh
Tel : 84-8-38242897 ; Fax : 84-8-38247409

© 2009 Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần Bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI