

Định giá thị trường theo VNDirect 50

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng hơn 100% kể từ khi thiết lập mức đáy tại 235 điểm hồi cuối tháng 2. Mức độ tăng này khiến Việt Nam nằm trong top dẫn đầu về sự phục hồi của thị trường chứng khoán, và bắt đầu xuất hiện những nghi ngờ về sự tăng trưởng vượt kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng thị trường luôn luôn tồn tại những cơ hội và qua xem xét định giá cơ bản theo VNDirect 50, thì thời điểm này vẫn là lúc thích hợp để đầu tư cho một chiến lược trung và dài hạn.

VNDirect 50 – Bức tranh phản ánh thị trường

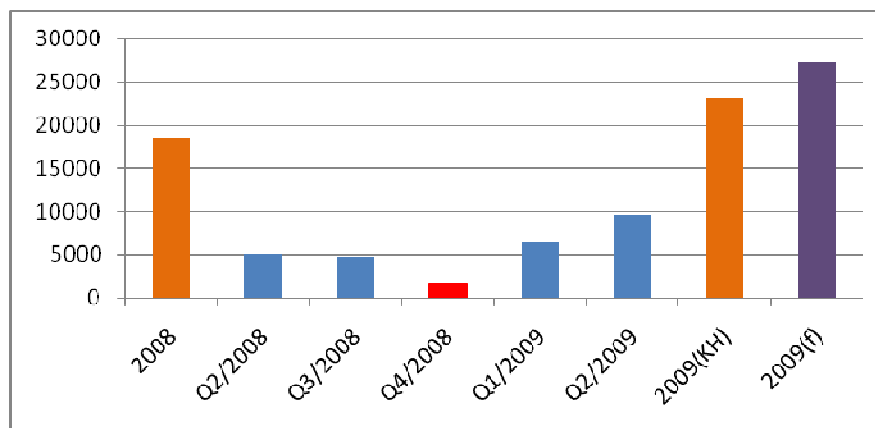
Để quan sát thị trường một cách dễ dàng và chi tiết hơn, chúng tôi lựa chọn một rổ cổ phiếu VNDirect 50 bao gồm 50 công ty chiếm 80% vốn hóa toàn thị trường. Những công ty trong VNDirect 50 phải đảm bảo các tiêu chí sau : Vốn hóa thị trường trên 1000 tỷ, thời gian niêm yết trên 1 tháng, khối lượng giao dịch bình quân 3 tháng và 6 tháng trên 30.000 cổ phiếu/phiên. Ngoài ra trong VNDirect 50 chúng tôi cũng lựa chọn để đảm bảo tính đại diện, rổ cổ phiếu này bao gồm đầy đủ các nhóm ngành có tỷ trọng vốn hóa >1%.

Quá trình sàng lọc đã chọn ra VnDirect 50 bao gồm 8 công ty niêm yết trên HNX, 42 công ty niêm yết trên HOSE. Xét về tiêu chí số cổ phiếu lưu hành, 50 công ty này chiếm 70% số cổ phiếu lưu hành toàn thị trường. Giá trị giao dịch trung bình 6 tháng qua của VNDirect 50 là trên 1500 tỷ/phiên. Trong VNDirect 50 có 7 công ty thuộc nhóm tài chính, 10 công ty trong nhóm bất động sản và xây dựng, 33 công ty thuộc nhóm sản xuất và dịch vụ. Danh sách VNDirect 50 sẽ được chúng tôi cập nhật và bổ sung hàng tháng để đảm bảo các tiêu chí đã nêu ở trên .

Kết quả kinh doanh 2009 của VNDirect 50 đã có những phục hồi đáng kể so với 2008

Năm 2008 là năm kinh doanh đầy khó khăn của các doanh nghiệp và các công ty trong VNDirect 50 cũng không phải là ngoại lệ. 6/50 có kết quả cuối năm 2008 báo cáo lỗ (PPC, GMD, REE, SAM, MPC, KDC), tuy nhiên chủ yếu các khoản lỗ do trích lập dự phòng rủi ro giảm giá chứng khoán. Cho đến hiện tại vẫn còn 3 doanh nghiệp có lỗ lũy kế 4 quý gần nhất (GMD, ANV, HSG). Nhưng bước sang năm 2009, các doanh nghiệp đã có những bước phục hồi đáng kể, biểu hiện bằng những con số tăng trưởng ấn tượng lợi nhuận sau thuế qua từng quý.

Bảng 1: So sánh lợi nhuận sau thuế các công ty trong VNDirect 50 qua các thời kỳ



Nguồn: VNDirect

Trong 6 tháng đầu năm 2009 đã có 37 doanh nghiệp vượt trên 50% kế hoạch lợi nhuận, cá biệt có 12 doanh nghiệp đạt trên 100% kế hoạch. Tính trung bình các công ty trong VNDirect 50 đã đạt 70% kế hoạch lợi nhuận đặt ra đầu năm, cho thấy những tín hiệu hết sức khả quan về tình hình kinh doanh năm 2009. Lợi nhuận sau thuế quý 2 cũng tăng trên 45% so với quý 1, chỉ có 9 doanh nghiệp có kết quả kinh doanh quý 2 kém hơn so với quý trước. Với những kết quả đã đạt được trong 6 tháng đầu năm cho phép chúng ta có quyền kỳ vọng kết quả cả năm 2009 khá lạc quan.

Định giá 2009 của VNDirect 50

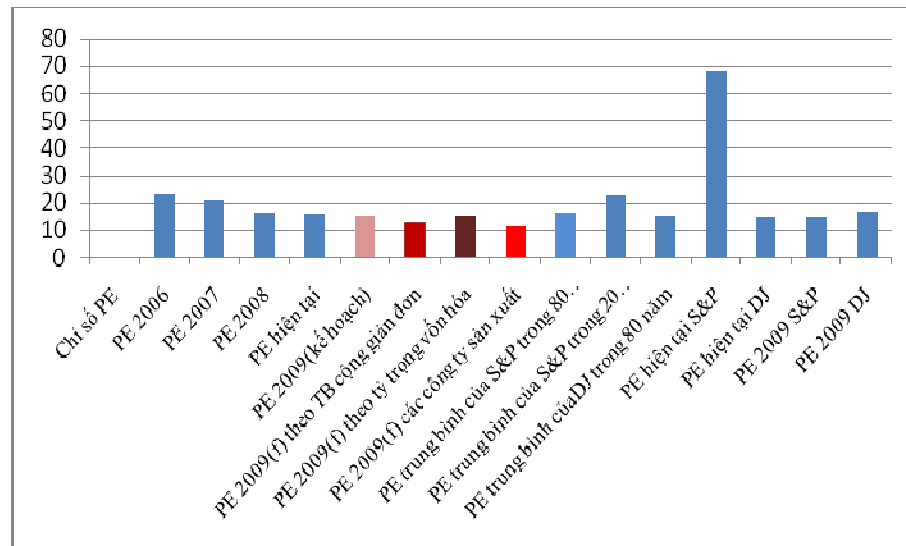
PE trung bình hiện tại của VNDirect 50 là 15.73 (đã loại bỏ 4 trường hợp cá biệt có PE>50 như VIC, PVF, PVT, BVH) và PB trung bình là 3.08. Tuy nhiên sẽ không thật sự đầy đủ để đánh giá thị trường nếu chỉ đơn thuần nhìn vào những con số quá khứ của 4 tháng trước đây. Chính vì vậy chúng tôi đã thu thập những ước tính về lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp theo số kế hoạch, và số ước tính năm 2009 do các đội phân tích của các công ty chứng khoán đưa ra trong báo cáo phân tích công ty. Chúng tôi tin rằng những số liệu trên có độ tin cậy tương đối và có giá trị tham khảo tốt hơn nhiều để nhìn thị trường tại thời điểm hiện tại cũng như đến cuối năm 2009.

Theo số kế hoạch, lợi nhuận sau thuế 2009 các công ty trong VNDirect 50 tăng 25,5% so với năm 2008. Trong 6 tháng đầu năm các công ty trung bình hoàn thành 70% kế hoạch đặt ra nên khả năng vượt kế hoạch năm nay là rất lớn. PE 2009 theo kế hoạch hiện tại là 14.9, thấp hơn PE trung bình thị trường cuối năm 2008.

Theo số ước tính trong báo cáo phân tích công ty của các đội phân tích mà chúng tôi thu thập được, thì con số đưa ra có vẻ khả quan hơn. Lợi nhuận sau thuế các công ty trong VNDirect 50 tăng 21.4% so với số kế hoạch, và tăng 52% so với năm 2008. Có 35 công ty được ước tính lợi nhuận sau thuế vượt kế hoạch, trong đó có 5 doanh nghiệp sẽ vượt trên 100% kế hoạch (BVH, PPC, HSG, NTL, DRC). PE 2009 ước tính theo trung bình cộng giản đơn là 12.7(loại bỏ 2 trường hợp SSI và PVF do không thể ước tính lợi nhuận và số kế hoạch không mang nhiều ý nghĩa). PE 2009 có tính tới tỷ trọng theo vốn hóa trong rổ VNDirect 50 là 15.1. Sở dĩ có sự chênh lệch giữa 2 con số trên, là do định giá của các doanh nghiệp tài chính+bất động sản(vốn chiếm tỷ trọng lớn trong vốn hóa thị trường) thường cao hơn các doanh nghiệp sản xuất thông thường. Nếu chỉ tính riêng PE trung bình đơn giản của 33 doanh nghiệp sản xuất trong rổ VNDirect 50 thì mức PE dự kiến 2009 chỉ còn là 11.8.

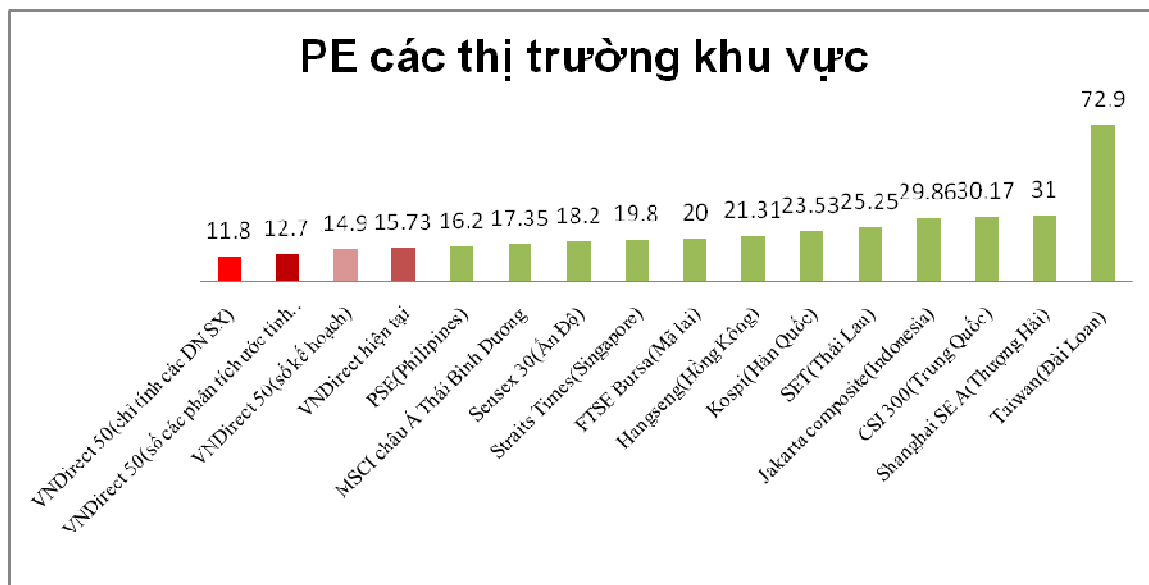
Để đánh giá thị trường Việt Nam đang được định giá đắt hay rẻ, chúng tôi đưa ra một vài con số để so sánh. PE thị trường Việt Nam cuối năm 2006 là 23.1, cuối năm 2007 là 21.2, tuy nhiên đó là những con số khi thị trường Việt Nam đang ở thời kỳ đỉnh cao. PE trung bình dài hạn của thị trường trong vòng 9 năm qua là 15, đây là mức PE gần tương đương với mức trung bình dài hạn của các thị trường trên thế giới. Theo thống kê, PE trung bình của chỉ số S&P 500 trong vòng 80 năm qua là 16(trong 20 năm qua là 22.96). PE trung bình của chỉ số DowJones từ năm 1929 đến nay là 15.5. Còn con số hiện tại của 2 chỉ số này lần lượt là 67.91 và 14.89, con số dự kiến cho năm 2009 là 14.65 và 16.74 (số liệu được lấy từ WallStreetJournal, nhà đầu tư có thể tham khảo tại link http://online.wsj.com/mdc/public/page/2_3021-peyield.html)

Bảng 2: Chỉ số PE thị trường



Nguồn: Tổng hợp

Bảng 3: Chỉ số PE Việt Nam so sánh với một vài thị trường trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

Nhìn chung, các tính toán PE 2009 của rổ VNDirect 50 đều thấp hơn các mức trung bình của các thị trường, mặc dù thị trường Việt Nam đã có mức tăng trưởng ấn tượng hàng đầu thế giới trong năm nay. Như vậy thị trường vẫn còn tồn tại tiềm năng tiếp tục tăng giá nếu nhìn về dài hạn, và sự khởi sắc có thể sẽ lại bắt đầu vào bất cứ thời điểm nào.

Kết luận: VN-Index đã điều chỉnh xuống mốc 410 điểm vào giữa tháng 7, tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá cao những triển vọng thị trường từ giờ tới cuối năm. Với mức định giá hiện tại tương đối hợp lý, cơ hội thị trường vẫn đang xuất hiện dành cho những nhà đầu tư biết chọn lọc và kiên nhẫn chờ đợi.

Phụ lục

							LNST 2009		EPS 2009		PE 2009		
Mã	giá	Market Cap	trailing EPS	PB 2008	LNST 6 tháng	% kế hoạch	LNST kế hoạch	LNST Analyst forecast	EPS kế hoạch	EPS Analyst forecast	PE kế hoạch	PE hiện tại	PE forecast
NTL	94.5	1,550	11,597	5.83	93.6	78%	120.0	276.8	7,317	16,878	12.9	8.1	5.6
NTP	85	1,835	10,244	4.23	161.2	101%	159.0	290	7,338	13,383	11.6	8.3	6.4
DRC	100	1,539	11,994	6.19	174.8	336%	52.0	241.8	3,380	15,716	29.6	8.3	6.4
HSG	41.8	2,384	-	3.14	125.6	299%	42.0	338	736	5,926	56.8	-	7.1
LCG	71	1,448	8,725	2.77	87.3	55%	160.0	195	7,843	9,559	9.1	8.1	7.4
BMP	92	1,540	10,409	2.97	129.1	123%	105.0	195	6,272	11,648	14.7	8.8	7.9
PAC	80	1,320	8,234	4.09	88.6	93%	95.0	161	5,758	9,758	13.9	9.7	8.2
PPC	29.6	9,657	-	2.46	683.2	230%	297.1	1164	911	3,568	32.5	-	8.3
HT2	15.6	1,373	1,849	1.41	96.6	50%	195.0	146	2,216	1,659	7.0	8.4	9.4
FPT	79	11,152	6,392	4.49	451.4	51%	884.0	1169	10,279	8,281	7.7	12.4	9.5
REE	47.7	3,866	3,599	1.83	269.6	108%	250.0	403	3,085	4,973	15.5	13.3	9.6
BCC	16.6	1,598	2,345	1.34	122.6	86%	142.5	164	1,702	1,714	9.8	7.1	9.7
VCG	29.8	5,550	1,844	2.57	7.2	1%	700.0	562.5	3,784	3,040	7.9	16.2	9.8
TDH	76.5	1,932	9,346	1.98	99.6	54%	185.0	196	8,911	7,762	8.6	8.2	9.9
TBC	29.2	1,861	3,119	2.34	89.3	101%	88.5	172.5	1,742	2,717	16.8	9.4	10.7
MPC	26.6	1,862	3,062	1.91	93.7	45%	206.0	173	3,371	2,471	7.9	8.7	10.8
BTS	14.3	1,300	1,330	1.15	71.6	48%	150.0	120	1,651	1,320	8.7	10.8	10.8
VHC	45.5	1,365	3,842	3.31	78.0	66%	119.0	125	4,369	4,167	10.4	11.8	10.9
VIP	17.3	1,035	1,507	1.30	63.0	84%	75.2	94	1,480	1,572	11.7	11.5	11.0
HT1	15.7	1,721	1,374	1.76	77.7	43%	180.0	153.4	1,642	1,400	9.6	11.4	11.2
TRC	56	1,680	9,856	3.33	160.7	178%	90.0	147.2	3,002	4,907	18.7	5.7	11.4
GMD	61	2,894	-	1.40	147.8	109%	135.0	250	2,845	5,269	21.4	-	11.6
PVD	81	10,706	7,430	4.53	559.2	80%	700.0	900	5,826	6,810	13.9	10.9	11.9
ACB	46.9	29,585	3,729	5.45	1,045.2	39%	2,700.0	2479	4,271	3,921	11.0	12.6	12.0
HPG	67.5	13,255	3,496	3.03	683.6	74%	920.0	1100	4,685	5,602	14.4	19.3	12.0
DPM	47.8	18,164	2,714	3.63	755.5	76%	990.0	1425.7	2,853	3,752	16.8	17.6	12.7
STB	37.9	19,389	2,366	3.20	779.2	49%	1,600.0	1479	3,128	2,891	12.1	16.0	13.1
PNJ	86	2,580	6,305	2.73	109.9	62%	176.5	194	7,267	6,467	11.8	13.6	13.3
VNM	148	25,995	9,012	5.22	1,039.8	80%	1,303.0	1911	9,508	10,880	15.6	16.4	13.6
DPR	55.5	2,220	4,915	3.32	50.8	54%	94.3	155.4	2,358	3,885	23.5	11.3	14.3
BCI	51	2,764	2,359	2.52	60.8	30%	199.3	193	4,903	3,561	10.4	21.6	14.3
VSH	38	5,225	2,849	2.36	236.4	81%	291.1	359.9	2,124	2,618	17.9	13.3	14.5
KDC	64	3,655	3,086	1.64	97.0	38%	256.0	250	4,482	4,377	14.3	20.7	14.6
SAM	31.8	2,080	2,745	0.90	181.4	130%	140.0	140	2,141	2,141	14.9	11.6	14.9
PET	27.5	1,327	1,992	2.27	73.4	84%	87.5	87.5	2,072	1,813	13.3	13.8	15.2
SBT	13.4	1,902	431	1.27	67.8	67%	101.6	120	753	846	17.8	31.1	15.8

PVS	38.1	6,755	3,307	3.19	225.7	66%	341.0	412.3	2,286	2,356	16.7	11.5	16.2
BVH	40.2	23,036	485	2.92	674.0	133%	507.0	1400	918	2,443	43.8	82.9	16.5
HAG	79.5	14,295	3,234	3.79	536.7	51%	1,050.0	863	7,786	4,799	10.2	24.6	16.6
SJS	149	5,960	4,682	5.09	71.7	19%	373.0	352.5	9,325	8,813	16.0	31.8	16.9
DHG	130	2,600	7,976	3.49	92.4	62%	150.0	146.5	7,500	7,325	17.3	16.3	17.7
VCB	55.5	67,160	2,728	5.52	2,275.7	69%	3,320.0	3600	2,744	2,975	20.2	20.3	18.7
ANV	19	1,254	-	0.77	(80.3)	-88%	91.0	66	1,379	1,000	13.8	-	19.0
CTG	39.1	43,999	1,070	5.42	2,763.1	62%	1,944.0	2286	2,303	2,031	17.0	36.5	19.2
KBC	38.3	7,786	748	2.78	160.7	51%	316.0	316	1,587	1,587	24.1	51.2	24.1
ITA	37.2	7,583	1,163	1.64	91.7	31%	300.0	300	1,472	1,472	25.3	32.0	25.3
SSI	69	10,373	3,426	2.55	235.2	90%	261.2	300	1,737	1,996	39.7	20.1	34.6
PVF	43.5	21,750	426	3.59	357.4	103%	346.2	500	800	1,000	54.4	102.0	43.5
VIC	55.5	11,100	552	7.09	66.6	45%	147.0	89	735	445	75.5	100.6	124.7
PVT	19.5	2,878	86	2.55	(35.5)	-43%	82.5	23	745	156	26.2	225.9	125.1

Một số lưu ý:

Số liệu báo cáo được tính tới hết ngày 18/08/2009. Nguồn dữ liệu doanh nghiệp được lấy từ hệ thống dữ liệu của VNDirect.

Chưa có báo cáo kết quả kinh doanh quý 2 của BVH, chúng tôi tạm thời lấy con số lợi nhuận sau thuế của BVH đạt được trong 5 tháng đầu năm.

Những ước tính về kết quả kinh doanh 2009 được tập hợp từ nhiều nguồn báo cáo khác nhau, và chúng tôi tôn trọng những kết quả đó. Một số ước tính chỉ dự kiến phần lợi nhuận từ hoạt động, không tính tới khả năng hoàn nhập dự phòng, do vậy đảm bảo sự thận trọng trong việc đưa ra con số ước tính. Đối với một số công ty chưa có báo cáo, chúng tôi sử dụng số kế hoạch có điều chỉnh lại và so sánh với kết quả đã đạt được trong 6 tháng đầu năm.

Trong phương pháp tính PE, chúng tôi mạnh dạn loại bỏ những trường hợp số quá lớn và là cá biệt trên thị trường.

Những thông tin trên đây không đồng nghĩa với việc khuyến khích mua những cổ phiếu trong rổ VNDirect 50. Chúng tôi chỉ sử dụng VNDirect 50 là một công cụ để theo dõi và đánh giá thị trường.

Đặng Nguyên Cường
Chuyên viên phân tích thị trường
Công ty chứng khoán VNDirect
Email: cuong.dang@vndirect.com.vn