



THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Báo cáo QIII-2009



Công ty chứng khoán Ngân hàng
Đầu tư và phát triển Việt Nam

NỘI DUNG

I. BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ

Tăng trưởng hồi phục vượt mong đợi	2
Lạm phát và áp lực tăng lạm phát	4
Xuất khẩu thấp và vấn đề cán cân thanh toán	5
Tỷ giá USD/VND tiếp tục dự báo tăng, dù đồng USD	7
Lãi suất ngân hàng trước áp lực tăng	8
Tiếp tục gói kích cầu thứ 2 – Nhìn nhận lại các gói kích cầu	9
Kinh tế thế giới trên đà hồi phục	9

II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG

Diễn biến thị trường trong tháng 10	11
Các nhân tố tác động đến thị trường trong Quý III	17
Các nhân tố ảnh hưởng đến thị trường trong Quý IV và dự báo	20
Dự báo thị trường	25

I. BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ

Tổng quan

Kinh tế vĩ mô Việt Nam 9 tháng đầu năm là một giai đoạn biến động đáng nhớ, đó là thời gian nền kinh tế hồi phục từ ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính thế giới. Trong giai đoạn này, thị trường chứng khoán được hưởng lợi đáng kể từ sự kỳ vọng vào tăng trưởng trở lại của nền kinh tế, và từ tác động của các gói kích cầu mà Chính phủ đã mạnh tay triển khai với mục đích đưa nền kinh tế ra khỏi khủng hoảng. Sau giai đầu thực hiện, hiệu quả của các gói kích cầu là khá rõ rệt. GDP 9 tháng đầu năm tăng 4,6% so với cùng kỳ 2008 với tăng trưởng các quý sau cao hơn hẳn các quý trước. Dự kiến GDP của năm 2009 sẽ tăng trong khoảng 5,2-5,3%, vượt xa dự báo từ đầu năm của nhiều tổ chức. Lượng vốn kích cầu được hấp thu nhanh và có tác dụng kích thích doanh nghiệp rõ rệt. Sau giai đoạn triển khai kích cầu bằng vốn vay ưu đãi lãi suất, tăng trưởng tín dụng đã vượt 30% (mức giới hạn theo dự định từ đầu năm). Dự kiến tăng trưởng tín dụng có thể đạt từ 33%-35% vào cuối năm 2009. Sự tăng trưởng trở lại GDP dưới chính sách tiền tệ nới lỏng đã là động lực chính để thị trường chứng khoán Việt Nam có bước tăng trưởng trở lại ấn tượng kể từ khi chạm đáy hồi quý I/2009.

Chỉ số cơ bản	2008	10/2009	2009F
GDP (%)	6.5	4.6	5-5.2
Lạm phát (%)	19.89	2.81	6.5
Tỷ giá (USD/VND)	17.500	18.600	19.000-19.200
Thâm hụt thương mại (tỷ USD)	-17	-8.78	-12
FDI (tỷ USD)	64	19	20
Giải ngân FDI	11	8	10
Dự trữ ngoại tệ (tỷ USD)	23	17.6	16
Tăng trưởng tín dụng (%)	28	33.29	35
Bội chi NSNN (%GDP)	4.9	6	6.9
ICOR	6.6	8	8

Nguồn: IMF& dự báo BSC

Đi cùng với tăng trưởng kinh tế, kết quả lợi nhuận của các doanh nghiệp cũng dần được cải thiện qua các quý. Tăng trưởng về EPS trung bình của quý II tăng 22% so với quý I, và quý III tăng gần 30% so với quý II. Dự kiến EPS quý IV có thể tăng từ 10% - 15% so với quý III. Sự phục hồi vi mô từ các kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp đã hỗ trợ mạnh sức hấp dẫn của thị trường chứng khoán trong quý III/2009. Mặt bằng giá của thị trường có lúc đã tăng vượt mốc 600 điểm, tăng 130% so với thời điểm đáy trong quý I. Đi cùng với sự phục hồi của kinh tế thế giới, mặt bằng giá PE của Việt Nam cũng tăng dần từ mức 6-7 tại thời điểm đáy lên mức 18-20 tại thời điểm hiện nay. Điều này thể hiện sự kỳ vọng vào một sự hồi phục và tiếp tục tăng trưởng của TTCK trong tương lai.

Có được sự phục hồi ấn tượng như vậy, không thể không kể đến các chính sách điều hành kinh tế vĩ mô linh hoạt và có phần hợp lý của Chính phủ. Chính sách kích cầu bằng lãi suất giai đoạn 1 có thể coi là phù hợp và thành công. Trong khi đó, tình hình lạm phát và lãi suất không là những ảnh hưởng phụ từ gói kích cầu chưa có diễn biến xấu. Lạm phát hàng tháng vẫn tăng ở mức hợp lý, và cả năm 2009 dự kiến chỉ tăng từ 6%-7%. Chính sách về tỷ giá về cơ bản vẫn neo theo đồng USD và đồng VND vẫn có xu hướng mất giá dần theo USD khoảng 2-3% trong năm 2009. Dự kiến tỷ giá USD/VND cuối năm sẽ nằm trong khoảng 19.000-19.200. Sở dĩ đồng VND tiếp tục mất giá nhẹ so với USD trong khi đồng USD mất giá mạnh so với các đồng tiền khác trong quý III này là do tình hình nhập siêu đã tăng nhanh trở lại, đặc biệt nhanh trong quý III. Dự kiến nhập siêu của Việt Nam năm 2009 sẽ đạt khoảng 11-12 tỷ USD, trong khi các nguồn thu ngoại tệ khác từ xuất khẩu, kiều hối, và FDI đã có sự suy giảm đáng kể.

Tổng quan, quý III/2009 là quãng thời gian Việt Nam có được sự ổn định và hợp lý đối với kinh tế vĩ mô để hỗ trợ TTCK Việt Nam tăng trưởng. Các rủi ro đối với kinh tế vĩ mô trong quý IV đáng kể nhất có thể kể đến là vấn đề nhập siêu. Sự tăng tốc của nhập siêu có thể gây lo ngại đối với sự mất cân đối trong cán cân thanh toán. Ngoài ra, sự phục hồi chậm của xuất khẩu cũng là một vấn đề đáng lo ngại đối với tiềm năng phục hồi kinh tế và kỳ vọng của thị trường. Nợ xấu ngân hàng cũng là một vấn đề đáng lưu tâm sau hậu gói kích cầu. Tuy nhiên, các rủi ro này là có thể kiểm soát, ít nhất tình hình vĩ mô của Việt Nam có lẽ sẽ không gặp vấn đề gì quá sốc trong các tháng còn lại của năm 2009 và có thể tiếp tục hỗ trợ TTCK. Đối với doanh nghiệp, kết quả kinh doanh có thể không còn động lực tăng nhiều như quý III, (chúng tôi dự đoán mức tăng EPS 10% - 15% của quý IV so với quý III một phần chủ yếu do tính kết chuyển báo cáo của doanh nghiệp trong quý IV). Do vậy, trong quý IV, thị trường được dự báo có thể gặp khó khăn khi những yếu tố đột biến của thị trường không còn nhiều, và khả năng nguồn tín dụng có thể bị siết lại khi mục tiêu ổn định kinh tế được đặt cao hơn mục tiêu tăng trưởng. Mặc dù vậy, yếu tố kinh tế hồi phục sẽ tiếp tục là động lực hỗ trợ TTCK ở mặt bằng giá cao.

Tăng trưởng hồi phục vượt mong đợi

Tăng trưởng kinh tế của Việt Nam năm 2009 đã gần như vượt mọi dự báo của các nhà nghiên cứu và tổ chức hồi đầu năm. Sự hồi phục ấn tượng nằm ngoài dự báo này trước hết đến từ việc Việt Nam đã không chịu tác động quá lớn từ khủng hoảng tài chính. Ngoài tác động lớn nhất do xuất khẩu và đầu tư nước ngoài bị ảnh hưởng, việc không có các tài sản tài chính độc hại khiến Việt Nam có thể nhanh chóng lấy lại đà tăng trưởng dựa vào công nghiệp và xây dựng cơ sở hạ tầng. Ngoài ra, thành công của các gói kích cầu của Chính phủ đã tạo đà giúp các doanh nghiệp tạm thời đẩy lùi khó khăn và đưa Việt Nam vào quỹ đạo phục hồi nhanh chóng.

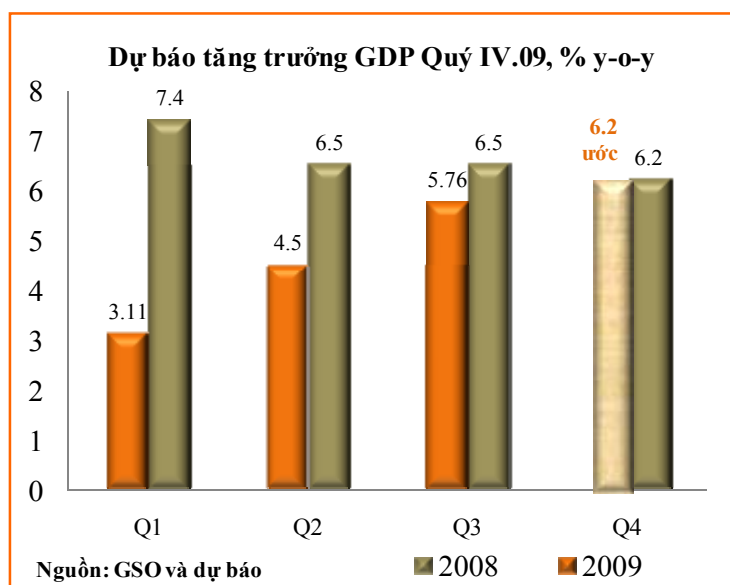
Tăng trưởng GDP năm 2009 được kỳ vọng có thể đạt khoảng **5.2-5.5%**. Quan trọng hơn, tốc độ tăng trưởng đã tăng dần qua các quý. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng qua 3 quý đầu của năm lần lượt là: 3,1%, 4,5% và 5,8%. Đây chính là dấu hiệu rõ

rệt của sự phục hồi. Tổng sản phẩm trong nước GDP 9 tháng đầu năm đã tăng 4,6% so với cùng kỳ năm 2008. Một đặc điểm của sự hồi phục của tăng trưởng kinh tế lần này là có sự đóng góp lớn của khối dịch vụ và công nghiệp xây dựng. Tăng trưởng của các khối này lần lượt là 4,5% đối với công nghiệp xây dựng và 5,9% đối với dịch vụ. Trong khi đó, động lực tăng trưởng chính là xuất khẩu lại không có được kết quả như mong đợi. Nguyên nhân của sự sụt giảm xuất khẩu đến chủ yếu từ việc mất bằng giá xuất khẩu giảm đối với các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam.

Như vậy, có thể nói các gói kích cầu đã hỗ trợ rất tốt và duy trì đà tăng trưởng của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm. Trong đó ngành công nghiệp xây dựng đã có đóng góp khá lớn đối với tăng trưởng GDP của Việt Nam. Điều này phản ánh một thực tế khá rõ nét khi các doanh nghiệp bất động sản và xây dựng trên sàn đã có rất nhiều doanh nghiệp có lợi nhuận tốt trong quý III/2009.

Tuy nhiên, cũng có những lo ngại nhất định về sự hồi phục có phần ngắn hạn hiện nay. Mặc dù có sự hỗ trợ mạnh mẽ từ chương trình kích cầu và hỗ trợ lãi suất, kết quả 10 tháng đầu năm cho thấy, tăng trưởng của khu vực công nghiệp và xây dựng – lĩnh vực then chốt trong quá trình công nghiệp hóa – chưa đạt mức kỳ vọng và thậm chí thấp hơn mức tăng trưởng chung. Thêm vào đó, tốc độ tăng trưởng của nhiều ngành sản xuất phụ thuộc lớn vào nguồn cung tiền từ chính sách tiền tệ nói lỏng trong khi “dư địa” cho việc tăng cung tiền ngày càng thu hẹp.

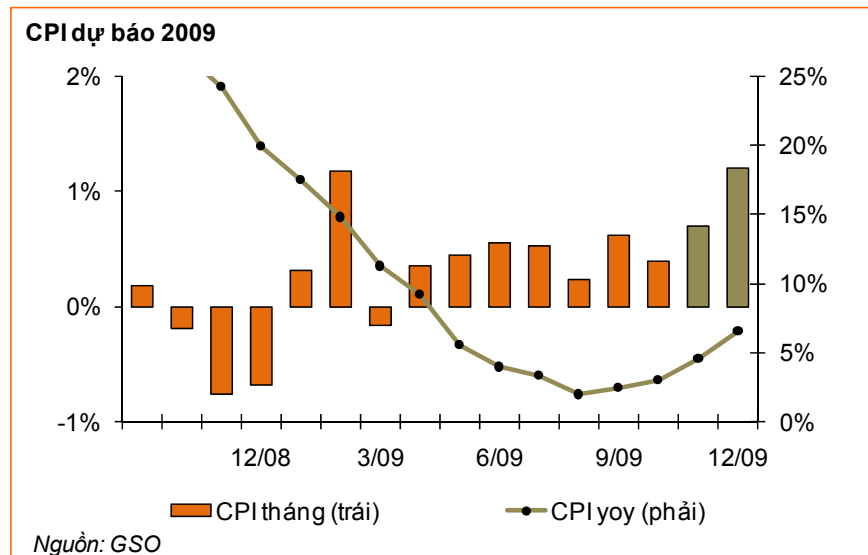
Xét về cơ cấu tăng trưởng, chúng tôi nhận thấy, phần động lực chính của tăng trưởng lại tập trung ở những lĩnh vực không khuyến khích tăng trưởng về lượng như công nghiệp khai thác (tăng 8.2%) hay các lĩnh vực phi sản xuất như xây dựng, tăng tới 9.7%, tài chính ngân hàng, bảo hiểm tăng 8.1%. Với một nền kinh tế đang phát triển, sự mất cân đối trong phân bổ nguồn lực làm giảm hiệu quả tăng trưởng và tiềm ẩn những yếu tố kém bền vững. Bên cạnh đó, gói kích cầu vẫn mang tính chất dàn trải, đầu tư và tiêu dùng chưa được tập trung đầy mạnh.



Lạm phát và áp lực tăng lạm phát

Lạm phát là một yếu tố quan trọng để đánh giá sự ổn định của nền kinh tế, do vậy nó là cơ sở để Chính phủ Việt Nam có những quyết định liên quan tới điều hành chính sách vĩ mô, chẳng hạn như các chính sách về tăng trưởng tín dụng, hoặc việc có nên tiếp tục triển khai các gói kích cầu nữa hay không. Nhìn chung, lạm phát năm 2009 được cho là vẫn trong tầm kiểm soát và không còn là vấn đề lớn như năm 2008. Song lạm phát vẫn có thể trở thành mối đe dọa bất cứ lúc nào nếu các chính sách kích cầu vượt quá liều lượng cần thiết và không hiệu quả. Ngoài ra, mối đe dọa của lạm phát trong tương lai là luôn tồn tại do biểu hiện của lạm phát thường có độ trễ so với các chính sách cung tiền khoảng 6-9 tháng. Do vậy, đánh giá các chính sách tiền tệ hiện nay là rất quan trọng để có thể đánh giá được các tiềm ẩn của lạm phát trong tương lai.

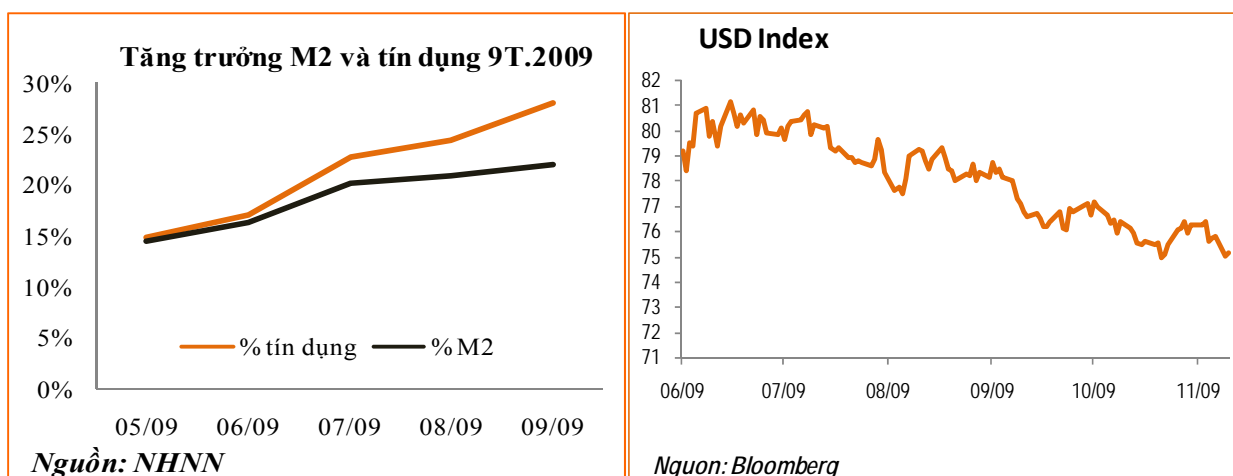
Tình hình lạm phát 9 tháng đầu năm tiếp tục có những diễn biến thuận lợi đối với TTCK. Lạm phát qua từng tháng chưa có dấu hiệu tăng đột biến và tăng liên tục trong một giai đoạn dài. Trong tháng 10, giá năng lượng đã được điều chỉnh hạ cũng đã có tác động nhất định đến việc tăng giá của các mặt hàng thiết yếu và giá nguyên liệu đầu vào. Điều này đã khiến lạm phát tháng 10 bất ngờ giảm tốc độ tăng so với tháng 9 (lạm phát tháng 10 chỉ là 0,37% so với 0,62% trong tháng 9). Ngoài ra, tại thời điểm hiện nay, mức hàng tồn kho của các doanh nghiệp đang ở mức cao, khoảng 5,4% GDP. Mức hàng tồn kho lớn của nền kinh tế có được một phần dưới dạng hàng nhập lậu giá rẻ. Do vậy, lạm phát vẫn sẽ vẫn được dự báo ở mức 6%-7% và sẽ không phải là một rủi ro đáng kể đối với tăng trưởng kinh tế trong các tháng còn lại của năm 2009.



Mặc dù vậy, lạm phát cũng đang hội tụ và tiềm ẩn một số áp lực tăng trở lại, đặc biệt trong khoảng thời gian nửa đầu năm 2010. Một số yếu tố gây lo ngại đối với lạm phát bao gồm:

- *Chính sách tiền tệ bắt đầu phát huy tác động lên chỉ số giá:* Với độ trễ từ 6-9 tháng kể từ khi thực hiện các biện pháp bơm tiền kích cầu, những lo ngại này

là có cơ sở như đã từng xảy ra hồi đầu năm 2008. Chính sách nới lỏng tiền tệ kích cầu đã làm tăng mạnh lượng tiền lưu thông trong nền kinh tế. Theo NHNN, tăng trưởng tín dụng sau 10 tháng đã tăng vượt 33%, tổng phương tiện thanh toán (cung tiền M2) tăng 24%. Hiệu quả hấp thu lượng tiền này trong nền kinh tế cũng đáng lo ngại khi các chỉ số về cạnh tranh và hiệu quả đầu tư ICOR mới đây của Việt Nam đã vượt con số 8, mức cao nhất từ trước tới nay (năm 2008 là 6,7).



- *Đồng VND tiếp tục mất giá so với USD:* Trong khi đó, đồng USD lại mất giá so với các đồng tiền khác (chỉ số Dollar index đã giảm gần 10% trong 2 tháng trở lại đây). Điều này khiến cho hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam trở nên đắt đỏ một cách tương đối. Trong khi đó, các tháng cuối năm được xem là quãng thời gian nhập khẩu của Việt Nam tiếp tục tăng mạnh.
- *Giá nhiên, nguyên vật liệu tăng trở lại khi kinh tế thế giới phục hồi:* Hiện nay, giá dầu đã ở mức cao khoảng 80USD/thùng. Các dấu hiệu phục hồi kinh tế đang dần trở lại đối với thế giới như các chỉ số về GDP, việc làm, mức giá cước vận tải biển BDI v.v... Trong khoảng thời gian nửa đầu năm 2010 sẽ là quãng thời gian nhiều khả năng giá hàng hóa nhiên, nguyên vật liệu sẽ tăng trở lại dưới sự phục hồi của sức cầu thế giới.

Xuất khẩu thấp và vấn đề cán cân thanh toán

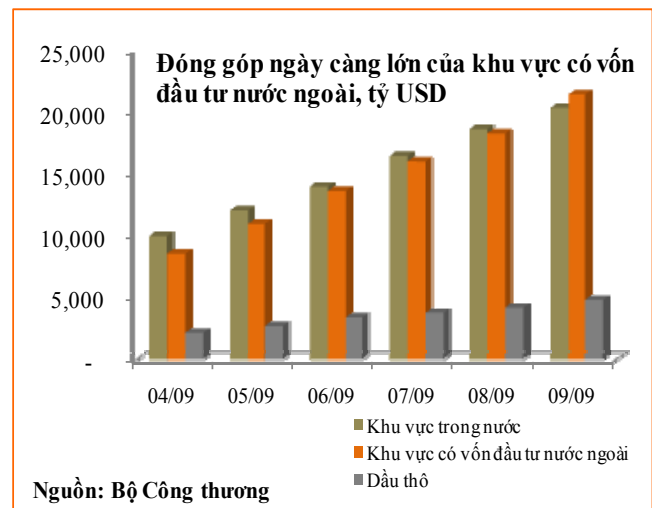
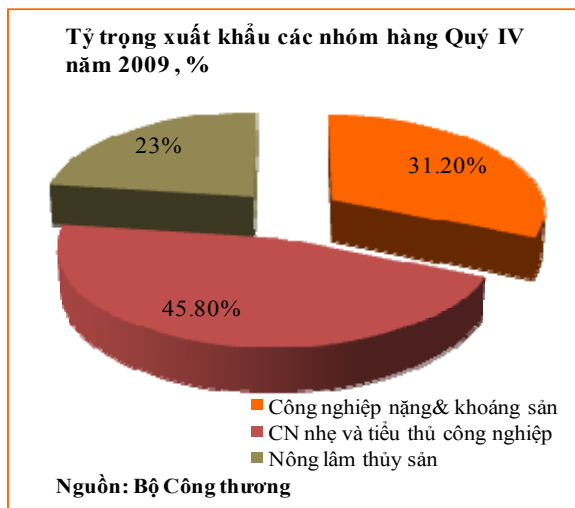
Xuất khẩu là một điểm xám của Việt Nam năm 2009. Sự sụt giảm của xuất khẩu đến từ sự giảm sút của sức cầu nước ngoài trong giai đoạn kinh tế thế giới suy thoái. Trong 10 tháng đầu năm, tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 46,3 tỷ USD, giảm 13,8% so với cùng kỳ năm 2008. Trong đó, xuất khẩu của khu vực trong nước chỉ giảm 8,7%, của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) giảm 18% so với cùng kỳ. Trong số các mặt hàng xuất khẩu giảm thì dầu thô là mặt hàng giảm mạnh nhất với kim ngạch xuất khẩu dầu thô giảm 43% so với cùng kỳ. Tiếp đó là cao su (giảm 41,2%); sản phẩm gốm sứ (26%), dây điện và cáp điện (24,8%), xăng dầu (20,8%), cà phê (17,3%)...

Với mức kim ngạch xuất khẩu chỉ đạt 46,3 tỷ USD trong khi kim ngạch nhập khẩu là 55,1 tỷ USD, thâm hụt cán cân thương mại 10 tháng đã lên tới con số 8,8 tỷ USD, chiếm 19% kim ngạch xuất khẩu. Dự báo cả năm 2009 thâm hụt thương mại

sẽ đạt mức 12-13 tỷ USD. Mức thâm hụt thương mại ngày càng tăng trong bối cảnh các nguồn thu ngoại tệ chủ lực giảm đang gây những áp lực nhất định lên cán cân thanh toán và tỷ giá.

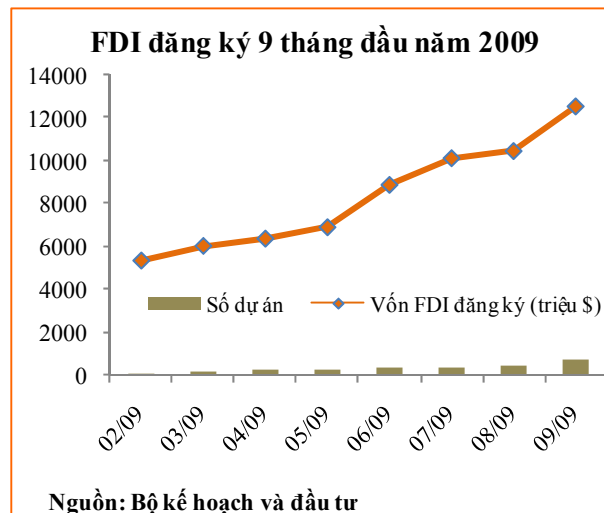
Mặc dù suy giảm về kim ngạch, song việc mở rộng thị trường xuất khẩu là điểm tích cực trong 9 tháng đầu năm. Do đó, cùng với sự phục hồi của kinh tế thế giới, *xuất nhập khẩu quý IV có khả năng tăng cao hơn so với quý III*. Hai điểm nhấn tích cực nhất đối với xuất khẩu có thể nhận thấy:

- Thứ nhất: Chuyển dịch các mặt hàng xuất khẩu theo hướng phát huy lợi thế cạnh tranh. Nếu 3 tháng đầu năm, vàng và kim loại quý đóng góp tới 25-30% tổng kim ngạch xuất khẩu thì từ tháng 4 đến tháng 9, trong đó hàng may mặc, thủy sản và dầu thô tăng trưởng mạnh nhất 20%-25% qua các tháng. Với những thuận lợi của sản xuất trong nước trong các tháng cuối năm, 3 nhóm hàng xuất khẩu chủ lực sẽ có thể đóng góp rất tích cực, trong đó thủy sản có thể đạt 1.35 tỷ USD, dệt may 2.5 tỷ USD trong quý IV. Cùng với dầu thô, dệt may và thủy sản có khả năng đạt mức tăng trưởng xuất khẩu cả năm trên 3% (dù mức tăng trưởng xuất khẩu chung có thể không đạt 3%).



- Thứ hai: Sự tăng trưởng của lĩnh vực xuất nhập khẩu được kỳ vọng ở lĩnh vực FDI. Trong khi khu vực nội địa liên tục nhập siêu thì khu vực FDI lại đạt thặng dư thậm chí tới 4.1 tỷ USD tính đến 30/09.

Ngoài xuất khẩu, các nguồn thu ngoại tệ khác cũng không có nhiều triển vọng. FDI 3 quý chỉ đạt 62% kế hoạch năm và mức giải ngân trong 9 tháng đầu năm đạt 7,2 tỷ USD, giảm 11% so với cùng kỳ năm 2008 và chỉ đạt 75% kế hoạch và những tháng cuối năm đang có dấu hiệu chậm lại. Vốn FDI giải ngân có khả năng thấp hơn năm ngoái và nhập siêu gia tăng đang gây áp lực đối với cán cân tổng thể. Kiều hối 9 tháng đầu năm có dấu hiệu sụt giảm. Tuy chưa có số liệu cụ thể về kiều hối, nhưng dự đoán lượng ngoại tệ từ nguồn này trong năm nay cũng khó vượt qua con số 6 tỷ USD. Giải ngân ODA đạt 1.7 tỷ USD bằng 90% kế hoạch năm. Các nguồn thu khác như vốn gián tiếp FII sau quý IV năm 2008 giảm mạnh, quý sau đó đã giảm tốc độ rút vốn khỏi Việt Nam, và bắt đầu từ quý II/2009 đã dương trở lại. Tuy nhiên, mức đóng góp ngoại tệ của dòng vốn này năm nay là không lớn, do có một lượng vốn đã rút khỏi Việt Nam hồi đầu năm.

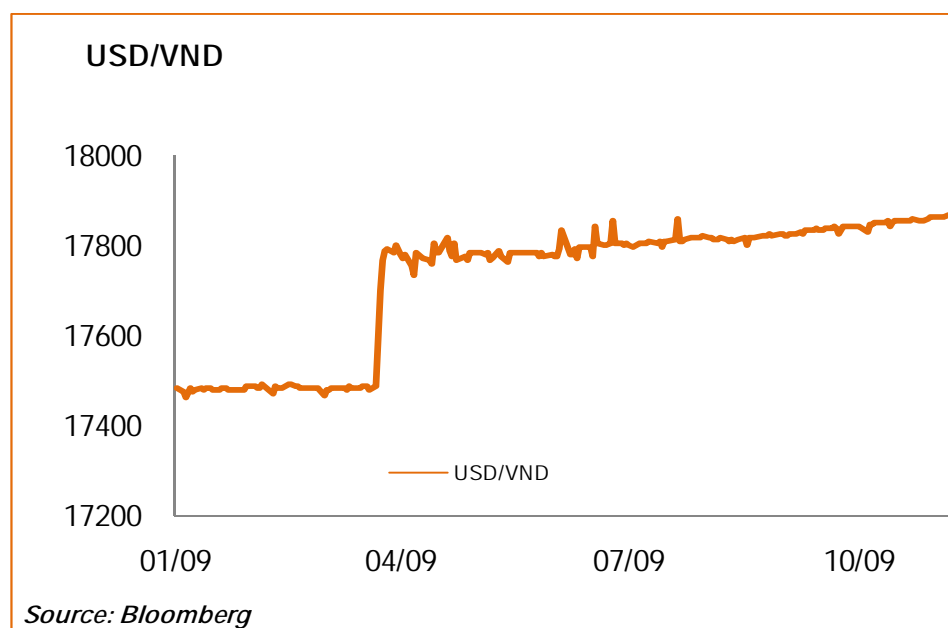


Sau khi tổng hợp các nguồn thu chi ngoại tệ, sự suy giảm của cán cân tổng thể trong năm nay là vấn đề đáng lưu tâm. Tính đến tháng 6.2009, dự trữ ngoại hối đã giảm xuống còn 17.6 tỷ USD, giảm 3 tỷ USD so với mức 20 tỷ USD của tháng 12.2008. Tùy vào số liệu của kiều hối và nguồn đầu tư gián tiếp FII, chúng tôi cho rằng tại thời điểm cuối năm 2009, dự trữ ngoại hối của Việt Nam có thể còn suy giảm hơn nữa (khoảng 1-2 tỷ USD). Tuy nhiên, một phần mức sụt giảm này đã được nâng đỡ bởi khoản viện trợ 500 triệu USD từ ADB.

Tỷ giá USD/VND tiếp tục dự báo tăng, dù đồng USD mất giá

Chính sự thiếu hụt trong nguồn cung USD từ các nguồn cung cấp quan trọng như xuất khẩu, FDI, kiều hối v.v...trong khi nhu cầu nhập khẩu tiếp tục tăng lên trong các tháng cuối năm là nguyên nhân cơ bản dẫn đến những căng thẳng trở lại của tỷ giá USD/VND trong thời gian gần đây. Sức khỏe của đồng VND lại được quan tâm trở lại vì nó ảnh hưởng lớn đến động thái của nhà ĐTNN. Một số diễn biến về tỷ giá được chúng tôi tóm tắt như sau:

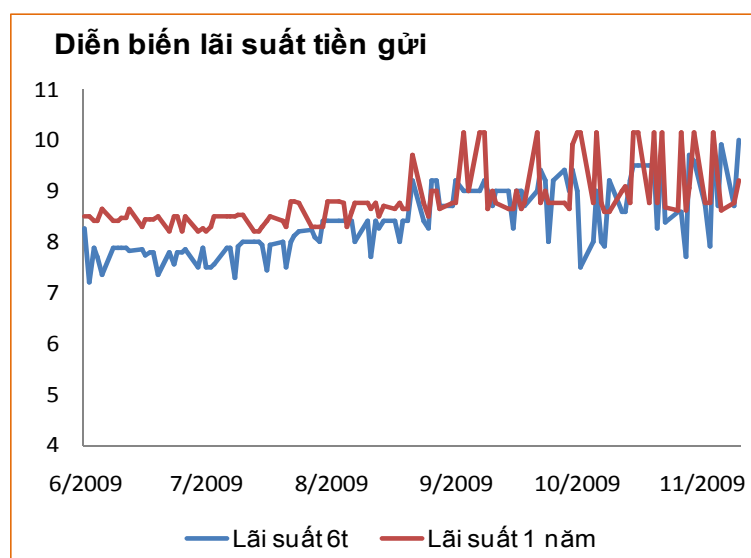
- Thời gian gần đây, tỷ giá ngoại tệ liên tục biến động, đặc biệt trong tháng 9 và tháng 10, tỷ giá ngoại tệ bình quân liên ngân hàng có mức tăng cao nhất đã vượt mức 17.000 VND/USD, tăng 9% so với cuối năm 2008. Tỷ giá giao dịch của các NHTM đã luôn sát trần cho phép.
- Cùng lúc đó, với mức lãi suất sau hỗ trợ khá thấp, chỉ khoảng 4-6%/năm, tương đương cho vay bằng USD, doanh nghiệp nhập khẩu đã tận dụng ưu đãi này vay VND để mua ngoại tệ (USD) phục vụ cho các hoạt động thanh toán để tránh rủi ro tỷ giá. Hiện tượng này phần nào đã gây sức ép lên tỷ giá và căng thẳng thanh khoản trên thị trường ngoại hối.
- Việc tăng tỷ giá thời gian qua đã góp phần hỗ trợ tích cực cho xuất khẩu, tuy nhiên cùng với xu hướng gia tăng của lạm phát, nếu đà tăng của tỷ giá tiếp tục đẩy mạnh thì có thể khiến niềm tin vào sức mạnh tiền đồng giảm sút và tạo tâm lý ưa thích nắm giữ đồng USD. Như vậy sẽ góp phần tăng hiện tượng đôla hóa nền kinh tế. **Bên cạnh đó hiện tượng bán ròng trên thị trường chứng khoán thời gian vừa qua có thể do lo ngại về sự tăng lên của tỷ giá.**



- **Tỷ giá thực tế được dự báo tiếp tục tăng**, áp lực lớn nhất vẫn đến từ tình trạng nhập siêu đang tăng dần trong các tháng cuối năm. Ngoài ra, mức tăng của tổng phương tiện thanh toán M2 tiền VND cũng góp phần làm đồng VND tiếp tục mất giá so với USD, cho dù đồng USD đã mất giá khoảng gần 10% so với các đồng tiền khác. Chúng tôi dự báo mức tỷ giá giao dịch USD/VND sẽ ở mức **19.000-19.200** vào cuối năm 2009.

Lãi suất ngân hàng trước áp lực tăng

Ngân hàng đóng vai trò quan trọng trở thành vấn đề đáng lưu tâm trong sự vận động của dòng tiền. Gói kích cầu được triển khai thông qua hỗ trợ lãi suất tiền vay thông qua hệ thống ngân hàng. Về bản chất, gói kích cầu 1 của Chính phủ này có tính chất làm tăng trường tín dụng với giá vốn ưu đãi hơn, qua đó tạm thời đẩy lui khó khăn trong ngắn hạn đối với các doanh nghiệp, duy trì sự sản xuất và sức cầu của nền kinh tế.



Sau giai đoạn đầu của gói kích cầu 1, hệ thống ngân hàng đã bơm vào nền kinh tế một lượng tín dụng tăng gần 35%. Tình trạng dư nợ tại các ngân hàng đều ở mức chạm trần theo mức cho phép dự kiến từ đầu năm. Khó khăn đối với hoạt động tín dụng của Ngân hàng hiện nay không phải là vấn đề hạn mức bị chạm trần (thực tế các ngân hàng được chủ động cho phép tiếp tục cho vay tăng vượt hạn mức miễn là được kiểm soát tốt chất lượng), mà là vấn đề khó khăn trong nguồn vốn huy động. Đối với các ngân hàng, lãi suất huy động khó có thể tăng hơn trong khi lãi suất cơ bản vẫn được giữ ở mức 7% như hiện nay. Do vậy, luồng vốn vận động trong nền kinh tế sẽ tự động chậm lại khi các ngân hàng tiếp tục khó khăn về nguồn huy động. Áp lực này sẽ không phải là nhỏ khi bước sang quý IV. Trước áp lực lợi nhuận, nhu cầu tăng lãi suất cơ bản là cao đối với các ngân hàng. Cùng với đó, nếu lạm phát cuối năm tăng trở lại, chúng tôi dự báo **lãi suất cơ bản sẽ được điều chỉnh tăng từ 1-1,5% trong tháng cuối của quý IV/2009.**

Tiếp tục gói kích cầu thứ 2 – Nhìn nhận lại các gói kích cầu

Trên cơ sở kết quả kinh tế tích cực của gói kích thích kinh tế lần thứ nhất và những đánh giá khả quan về triển vọng kinh tế Quý IV, chúng tôi nhận thấy những phản ứng tích cực trong niềm tin của các nhà đầu tư và doanh nghiệp.

Tuy nhiên, việc tiếp tục duy trì gói kích cầu 2, sự lạc quan cần được nhìn nhận đúng mực khi xét đến yếu tố trung và dài hạn. Sự lo ngại này là có cơ sở khi chỉ số hiệu quả đầu tư của Việt Nam ICOR đang ở mức cao. Hiệu suất đầu tư của Việt Nam đã giảm hẳn 20% từ sự tăng ICOR trong 1 năm qua. Sau gói kích cầu 1, có đến gần 80 ngàn tỉ đồng đã được đầu tư vào các dự án công - gần bằng tổng đầu tư của cả năm ngoái, tuy nhiên chưa mang lại nhiều hiệu quả. Chúng ta tăng trưởng vượt 5% song các động lực chính như xuất khẩu và đầu tư nước ngoài lại giảm sút. Như vậy, thành tích về tăng trưởng GDP trong năm nay liệu có phải đã chứng tỏ nội lực của Việt Nam thực sự tốt để làm tiền đề cho việc phát triển trung và dài hạn sau này. Liệu chúng ta đã đầu tư một khoản tiền lớn chỉ để để cứu vãn tình thế trước mắt? Trong khi chúng ta chưa có thời gian để đánh giá hiệu quả của gói 1 về dài hạn, chúng ta chưa hẳn lạc quan với việc gói 2 được thông qua triển khai.

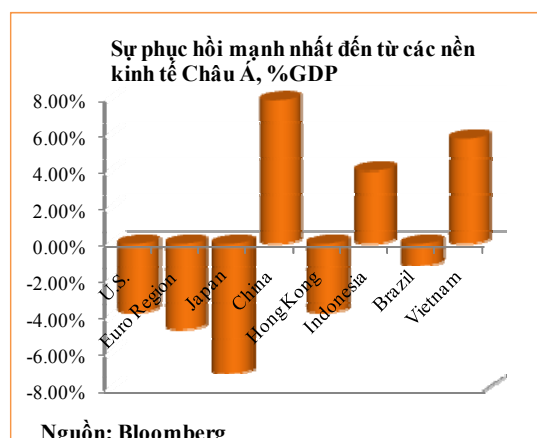
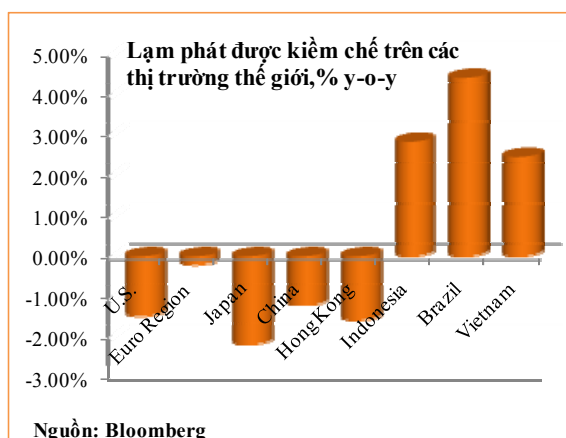
Sự ảnh hưởng của gói kích cầu 2 đối với TTCK cũng cần được nhìn nhận theo chiều hướng dài hạn, và có tính chất cơ bản hơn. Sự khác biệt giữa 2 gói kích cầu nằm ở chỗ, trong khi gói 1 có tính chất chủ động kích thích doanh nghiệp, thì gói 2 chỉ mang tính chất tiếp tục duy trì và có định hướng cụ thể vào đối tượng hẹp hơn. **Yếu tố đột biến đối với thị trường không còn nhiều như trước, mà thay vào đó hướng tới sự ổn định và cân đối cơ cấu các ngành được hỗ trợ.**

Như vậy, mặc dù trước mắt mang tính tích cực, chúng tôi cho rằng các chính sách điều hành kinh tế vĩ mô của Việt Nam càng cần hướng tới sự thận trọng và linh hoạt.

Kinh tế thế giới trên đà hồi phục

Đà suy giảm kinh tế trên toàn thế giới vẫn có thể kéo dài do nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường lớn (đặc biệt là Mỹ) chưa phục hồi, tín dụng giảm, thiếu vốn, luồng vốn FDI thế giới không tăng

Kinh tế Mỹ đã thoát đáy từ cuộc khủng hoảng năm 2007, nhưng mức độ phục hồi vẫn còn chậm. Tuy nhiên sau 4 quý liên tiếp có mức tăng GDP âm, quý III/2009 số liệu tăng trưởng của Mỹ đã có tín tích cực – GDP quý III/2009 của Mỹ tăng 3,5%, vượt mọi dự báo trước đó và đã cho thấy nước Mỹ chính thức bước vào giai đoạn hồi phục, mặc dù con đường hồi phục được dự báo còn gặp nhiều khó khăn



Đối với chính sách tiền tệ, lạm phát của Mỹ vẫn đang ở mức hợp lý, FED giữ nguyên lãi suất cơ bản ở mức 0 – 0,25% và tiếp tục bơm tiền vào nền kinh tế, dẫn đến việc đồng đô la suy yếu nhất trong vòng 1 năm. Việc đồng USD suy yếu ở mức hợp lý có thể có lợi cho chứng khoán Mỹ trong ngắn hạn với việc giá cả hàng hóa nguyên liệu ở mức cao dẫn tới cổ phiếu các doanh nghiệp lĩnh vực năng lượng và hàng hóa cơ bản tăng. Ngoài ra tâm lý nắm giữ các tài sản khác như vàng, dầu hay chứng khoán thay vì đồng USD làm cho chứng khoán có những giai đoạn hồi phục nhất định, chưa kể đến kỳ vọng xuất khẩu có thể cải thiện trong tương lai khi đồng USD suy yếu.

Sau khi trải qua quý III với các số liệu về lợi nhuận doanh nghiệp và các thông tin về sức khỏe nền kinh tế, có thể thấy kinh tế Mỹ đang trong giai đoạn hồi phục. Trong thời gian tới, chúng tôi dự báo chỉ số DJ có thể bước vào một giai đoạn “uptrend” mới, khi các yếu tố kinh tế và lợi nhuận đã dần ổn định hơn

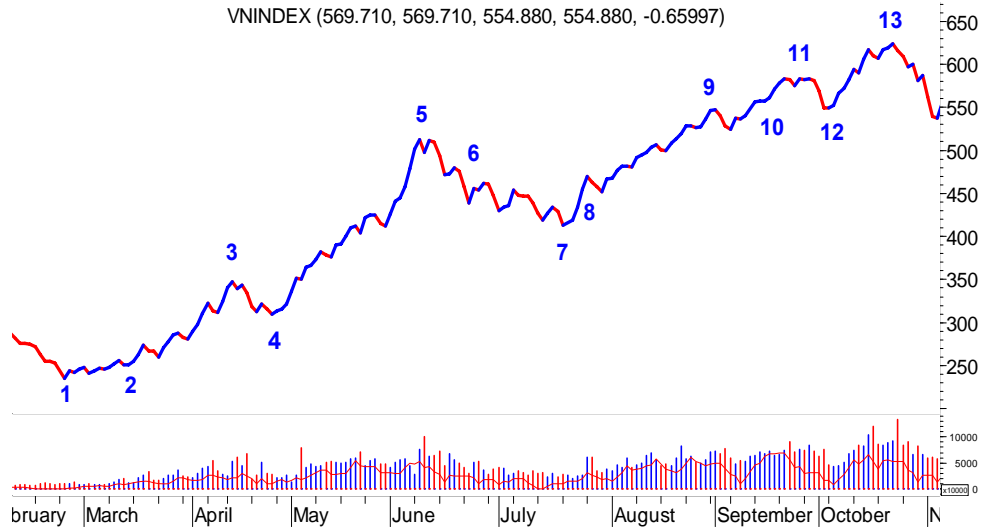
Đối với các thị trường khác, sự phục hồi nhanh hơn dự báo của Châu Á và các quốc gia mới nổi điển hình là Trung Quốc và Brazil là những thông tin tích cực góp phần khẳng định xu thế khủng hoảng kinh tế thế giới đã qua đi. Nhìn chung tăng trưởng kinh tế thế giới vẫn phụ thuộc rất nhiều vào Mỹ, nên nền kinh tế Mỹ sẽ vẫn giữ vai trò đầu tàu dẫn dắt kinh tế thế giới trong giai đoạn tới.

II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG ĐẾN THÁNG 10

VNINDEX (569.710, 569.710, 554.880, 554.880, -0.65997)

Tính đến 30/10 VnIndex đã tăng 86% so với mức điểm đóng cửa ngày 31/12/2008. Thị trường chứng khoán Việt Nam trở thành một trong những thị trường tăng trưởng mạnh nhất trên thế giới



1. 24/02: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc giảm còn 3% và 1% với từng loại kỳ hạn, lãi suất cơ bản giữ ở mức 7%. Nhật Bản nối lại ODA cho Việt Nam.
2. 16/3-20/3: FED bơm 1200 tỷ vào nền kinh tế Mỹ. GDP trong nước tăng chậm lại còn 3,1%.
3. 17/04-22/04: Nhà DTNN bán ròng liên tục trong tuần từ 6-10/4; tỷ giá mua vào-bán ra của các ngân hàng luôn ở mức kịch trần. Thị trường Mỹ dao động mạnh dưới tác động của kết quả kinh doanh quý I và bất ổn trong hệ thống ngân hàng
4. 27-29/04 tăng trưởng tín dụng mạnh tại TPHCM, cho thấy dấu hiệu gói kích cầu bắt đầu phát huy tác dụng; FED nhận định lạc quan về triển vọng kinh tế Mỹ.
5. 08/6-12/06: Thị trường Mỹ có dấu hiệu chứng lồi sau thời gian tăng nóng bất chấp những thông tin vĩ mô tích cực được công bố, dư nợ cho vay chứng khoán đạt 7.200 tỷ, tăng 4% so với đầu năm. Xuất hiện những thông tin lo ngại về dòng tiền từ ngân hàng đang hỗ trợ cho thị trường chứng khoán.
6. 15/06 – 19/06: Miễn thuế thu nhập cá nhân và chuyển nhượng vốn đến hết 2009. Quốc hội giữ nguyên mức tăng trưởng GDP 5%.
7. 13/07 – 17/07: Thị trường Mỹ tăng mạnh trở lại, S&P phá vỡ mô hình “vai đầu vai” do kết quả kinh doanh của nhiều doanh nghiệp Mỹ tốt hơn dự báo. Tăng trưởng tín dụng trong nước đạt 17% sau 6 tháng.
8. 20/07 – 24/07: NHNN phủ nhận tin đồn phát hành tín phiếu thu tiền về, xác định mức tăng trưởng tín dụng cho năm 2009 ở mức 25-27% thay cho mức 30%. Chỉ số DJ lần đầu tiên vượt mốc 9000 điểm kể từ tháng 1/09;
9. 31/08—04/09: Thất nghiệp Mỹ tăng lên 9.7%, tăng trưởng tín dụng riêng trong tháng 8 tăng 1.75% làm tăng thêm lo ngại về khả năng thắt chặt tín dụng nhằm ngăn lạm phát trở lại
10. 07/09 – 11/09: BMI nâng dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam lên 4,5%. Nhật Bản cho biết sẽ viện trợ 1,5 tỷ USD cho Việt Nam trong năm tài khoá 2009.
11. 21/09 – 25/09: CPI cả nước tháng 9 tăng 0,62%. Nhập siêu 9 tháng đầu năm là 6,57 tỷ USD; thị trường Mỹ có tuần mất điểm mạnh nhất kể từ tháng 7/09;
12. 05-09/10 Tỷ giá liên NH được điều chỉnh lên 16.999, cao nhất từ trước tới nay, Ngân hàng nhà nước công bố kéo dài thời hạn hỗ trợ lãi suất trung và dài hạn đến hết 2010; Thị trường Mỹ tăng điểm mạnh do thông tin kinh tế thuận lợi
13. 23-15/10: Xuất hiện những tin đồn về việc “UBCKNN sẽ công bố thông tin rất xấu về thị trường trong thời gian tới”, ngày 26/10 UBCK ra văn bản phủ nhận những tin đồn có liên quan.

Thị trường đón nhận nhiều tin tốt từ chính sách kích cầu và thông tin tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh đó, tin đồn xuất hiện ngày một nhiều và có mức ảnh hưởng lớn dần.

i. Diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam

Diễn biến thị trường Việt Nam trong 4 tháng qua, nằm trong xu thế chung của thị trường chứng khoán các nước trên thế giới. Dấu hiệu về sự phục hồi của các nền kinh tế xuất hiện khiến lòng tin của nhà đầu tư được cải thiện, tạo ra tâm lý ổn định cho nhà đầu tư tham gia đầu tư mạnh trên thị trường chứng khoán.

Trong 4 tháng qua, diễn biến thị trường có thể chia thành 3 giai đoạn chính, giai đoạn tiếp tục đã điều chỉnh từ nửa cuối tháng 6, giai đoạn tăng trưởng mạnh kể từ nửa cuối tháng 7 tới nửa đầu tháng 10 và giai đoạn điều chỉnh giảm từ nửa cuối tháng 10.

Giai đoạn điều chỉnh nửa cuối tháng 6: sau giai đoạn tăng nóng từ tháng 3, mức tăng của thị trường từ đáy đã đạt 120%., thị trường bước vào giai đoạn điều chỉnh từ giữa tháng 6, kéo dài đến nửa cuối tháng 7. Giai đoạn điều chỉnh này biến động song hành cùng đợt điều chỉnh của thị trường thế giới. Trên thị trường còn xuất hiện những thông tin về khả năng thắt chặt tín dụng do lo ngại về lạm phát, lo ngại khả năng NHNN giám sát và quản lý chặt nguồn tiền chảy vào thị trường chứng khoán.

Giai đoạn tăng mạnh và ổn định: Thị trường chứng khoán thế giới bước vào giai đoạn tăng mạnh. Bối cảnh kinh tế thế giới đón nhận các thông tin về tăng trưởng GDP, chỉ số sản xuất công nghiệp, ...các chỉ báo tích cực cho thấy nhiều nền kinh tế đã qua thời kỳ khó khăn nhất. Thị trường Việt Nam đón nhận thông tin kết quả kinh doanh quý II của các doanh nghiệp, nhiều doanh nghiệp lớn đã có mức tăng trưởng mạnh về lợi nhuận như: VNM, ACB, HPG...Các doanh nghiệp đầu tư tài chính được hoàn nhập dự phòng khi thị trường chứng khoán phục hồi, các doanh nghiệp Bất động sản được dự báo có kết quả kinh doanh thuận lợi do có tiềm năng lớn về diện tích đất nền, các dự án đã triển khai chuẩn bị đi vào giai đoạn bán và ghi nhận doanh thu, lợi nhuận. Dòng tiền tiếp tục chảy mạnh vào thị trường chứng khoán khiến giá trị giao dịch liên tiếp lập các kỷ lục mới.

Giai đoạn điều chỉnh từ nửa cuối tháng 10: Mặc dù đón nhận nhiều tin tích cực liên quan đến thị trường như: Chính phủ dự định tiếp tục thực hiện gói kích cầu 2, lãi suất cơ bản được giữ ổn định ở mức 7%. Tuy nhiên, do tăng trưởng tín dụng đã ở mức trên 30%, nên xuất hiện tâm lý lo ngại về việc thắt chặt chính sách tiền tệ trong các tháng cuối năm nhằm tránh sự quay trở lại của lạm phát khiến nhiều nhà đầu tư chốt lời mạnh và chuyển hướng đầu tư. Kết hợp cùng sự không ổn định của dòng tiền trong thị trường đã khiến thị trường giảm nhanh và mạnh.

Bối cảnh kinh tế thuận lợi, chính sách tiền tệ hỗ trợ thị trường chứng khoán, kết quả kinh doanh tốt hơn kỳ vọng, cung cổ phiếu mới chất lượng tốt, nhà đầu tư được hỗ trợ mạnh về nguồn tiền là nền tảng cho thị trường tăng trưởng trong giai đoạn vừa qua. Với các đặc điểm về điều kiện trên, thị trường đã diễn biến với những tính chất đặc thù như: biến động nhanh và mạnh, thanh khoản cao, dòng tiền luân lượt được định hướng đến các ngành có kỳ vọng kết quả kinh doanh tốt.

Thị trường Việt Nam, mức tăng trưởng ấn tượng

Tính đến ngày 30/10/2009, VnIndex nằm trong 10 chỉ số chứng khoán có mức tăng trưởng nhanh nhất trên thế giới, chỉ đứng sau một số thị trường như: Peru, Nga,.. Còn so sánh với mức tăng của thị trường Mỹ, thị trường Anh, hay chỉ số CSI của thị trường Trung Quốc, chỉ số VnIndex đều thể hiện mức tăng trưởng ấn tượng. So với mức đáy, VnIndex đã tăng 149%, HnxIndex tăng 157%, trong khi các thị trường khác đều có mức tăng dưới 100%. Chỉ số FTSE của Anh, DJ

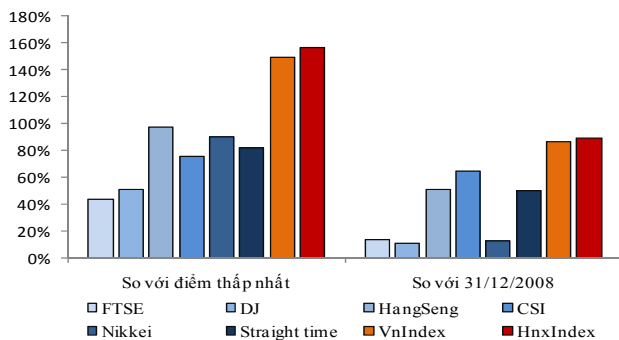
Trong quá trình đi lên của VnIndex, các giai đoạn điều chỉnh là hợp lý và cần thiết, tuy nhiên mức độ điều chỉnh nông, sâu phụ thuộc nhiều vào đặc tính của dòng tiền trong thị trường

Chứng khoán Việt Nam tăng trưởng mạnh nhất, nhưng hiện tại chưa phải đắt nhất.

của Mỹ chỉ tăng khoảng 50%.

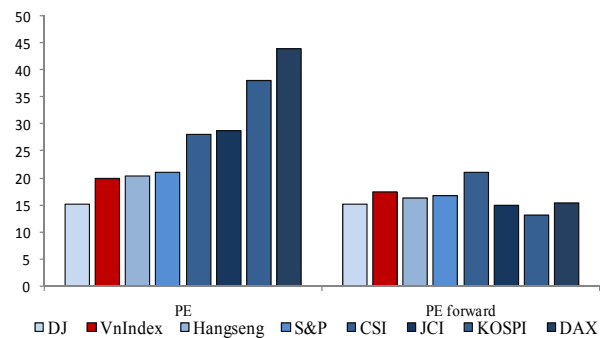
Nếu so với thời điểm 31/12/2008, chỉ số VnIndex cũng có mức tăng ấn tượng, VnIndex tăng 86%, trong khi các thị trường phát triển tăng ở mức dưới 20%, còn thị trường các nước đang phát triển tăng mạnh hơn nhưng cũng chỉ ở mức 50%.

Tỷ lệ thay đổi của một số chỉ số trên thế giới so với 31/12/2008 và mức điểm thấp nhất trong vòng 1 năm



Nguồn: Bloomberg, HoSE, BSC

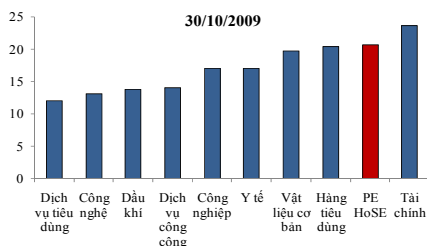
Chỉ số P/E của một số thị trường tại ngày 30/10/2009



Nguồn: HoSE, Bloomberg, BSC

Tuy là một trong những thị trường tăng trưởng mạnh nhất, tuy nhiên xét trên chỉ số P/E thị trường Việt Nam hiện vẫn ở trung bình, không quá cao so với các thị trường đang phát triển khác. Mức P/E tính đến ngày 30/10 tại HoSE đạt 20.6 trong P/E của Jakarta Composite Index đạt 28, CSI đạt 28, Kospi đạt 28.

Chỉ số P/E các ngành tại HoSE



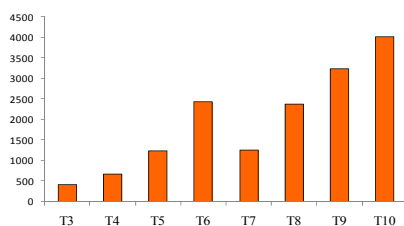
Nguồn: HoSE, HNX, BSC

Giá cổ phiếu ở thị trường Việt Nam hiện vẫn chưa phải đắt nhất do thị trường đã có giai đoạn sụt giảm trong năm 2008 trước khi thị trường thế giới sụt giảm. Chính điều này đã khiến mặc dù VnIndex tăng ở nhóm dẫn đầu trong giai đoạn gần đây nhưng chỉ số P/E vẫn ở mức trung bình so với các thị trường khác. Bên cạnh đó, cũng không thể phủ nhận kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam có sự hồi phục nhanh đã góp phần giúp chỉ số P/E của Việt Nam vẫn duy trì ở mức trung bình so với các thị trường khác.

Tuy nhiên, nếu xét chỉ số P/E forward năm 2009, thì P/E của VnIndex tương đối cao so với các thị trường khác, đây cũng là nhân tố khiến động lực tăng trong quý tới của VnIndex không còn mạnh như giai đoạn vừa rồi.

Bên cạnh mức tăng mạnh về giá, trong quý III, thị trường chứng khoán Việt Nam còn chứng kiến mức tăng mạnh về khối lượng, giá trị giao dịch, thể hiện sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán.

Giá trị giao dịch trung bình/phiên các tháng tại HoSE



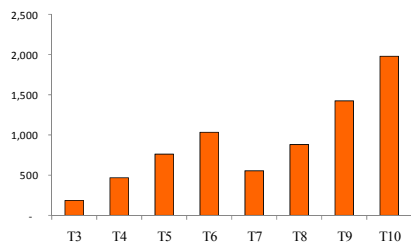
Nguồn: HoSE, HNX, BSC

Tháng 10, thanh khoản trên thị trường đạt mức kỷ lục

Thanh khoản của thị trường trong 6 tháng qua, được cải thiện và có mức tăng trưởng rất mạnh. Trung bình các phiên giao dịch tại HoSE trong tháng 9, đạt mức trên 4000 tỷ/phiên, còn tại HNX đạt 1900 tỷ/phiên, giá trị giao dịch cao nhất từ trước đến nay.

Giá trị giao dịch duy trì ở mức cao liên tục trong thời gian dài do thị trường chứng khoán thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư, trong bối cảnh các kênh đầu tư khác chưa thực sự hấp dẫn. Kỳ vọng về khả năng sinh lời của thị trường chứng khoán, do quá trình sụt giảm liên tục trong 2 năm đã thúc đẩy nhiều nhà đầu tư đến và ở lại với thị trường. Sự hấp dẫn của thị trường có thể coi là yếu tố quan trọng nhất để thu hút nguồn tiền, tuy nhiên giá trị giao dịch tăng đột biến còn đến từ yếu tố cung và cầu của thị trường.

Giá trị giao dịch trung bình/phiên các tháng tại HNX



Nguồn: HoSE, HNX, BSC

Biến động giá của các cổ phiếu mới niêm yết

STT	Mã CK	Giá khởi điểm	Giá ngày 30/10	% thay đổi
1	CSM	50	114	128%
2	DIG	66	123	86%
3	VNI	30	38.9	30%
4	VPH	36	90	150%
5	RDP	18	28.2	57%
6	ATA	24	38.7	61%
7	HLG	36	37.2	3%
8	D2D	48	68	42%
9	AAM	45.6	63.5	39%
10	MCG	30	50	67%
11	PHR	43	43.5	1%
12	DHC	17.4	24.4	40%
13	PHT	30	41.4	38%
14	VNL	31.2	28.4	-9%
15	CTG	40	34.8	-13%
16	VCB	60	52	-13%
17	TMP	24	22.8	-5%
18	BVH	46	36.5	-21%

Nguồn: HoSE, HNX, BSC

Kết quả kinh doanh là mục tiêu theo đuổi của dòng tiền trong thị trường.

Nguồn cung mới có kết quả kinh doanh tốt và tiềm năng tăng trưởng

Trong quý III, nhiều doanh nghiệp lớn được niêm yết, như VCB, CTG, BVH, DIG, CSM, EIB... đây là những doanh nghiệp lớn, có vị thế trong ngành, và một số doanh nghiệp còn có kết quả kinh doanh ấn tượng. Việc niêm yết mới các cổ phiếu với giá niêm yết hợp lý, đúng thời điểm đã góp phần tạo thêm thanh khoản cho toàn thị trường. Một phần không nhỏ nguồn vốn trước đây giao dịch ở OTC đã được chuyển vào giao dịch trên thị trường niêm yết.

Thành công của các cổ phiếu niêm yết mới, xuất phát từ mặt bằng giá OTC thấp hơn nhiều so với mặt bằng giá các cổ phiếu đang niêm yết do thời gian dài thị trường OTC trầm lắng. Việc lựa chọn mức giá ngày đầu niêm yết hợp lý cũng là nhân tố khiến các cổ phiếu mới niêm yết hấp dẫn hơn so với thời kỳ trước.

Công cụ tài chính của các công ty chứng khoán hỗ trợ dòng tiền

Mức tăng đột biến từ giá trị giao dịch, có sự đóng góp từ dòng tiền cơ sở tăng, đó là dòng tiền đầu tư dài hạn của các quỹ, tổ chức tài chính, của các nhà đầu tư mới tham gia trở lại vào thị trường. Tuy nhiên nhân tố góp phần vào mức tăng trưởng theo cấp số nhân về thanh khoản của thị trường có lẽ xuất phát từ những công cụ hỗ trợ về vốn mà các công ty chứng khoán hỗ trợ nhà đầu tư.

Đặc điểm vận động của dòng vốn trong giai đoạn quý III vừa qua là sự vận động liên tục của dòng tiền lần lượt vào các nhóm ngành. Giai đoạn vừa qua, ít xuất hiện hiện tượng các mã ồ ạt tăng trần, mà nguồn tiền có sự tập trung, phân nhóm trong từng chu kỳ. Yếu tố đầu tiên khiến đặc tính này trở nên rõ nét là yếu tố về kỳ vọng kết quả kinh doanh của từng nhóm ngành. Bên cạnh đó là đặc tính của dòng tiền trong thị trường. Dòng tiền chiếm ưu thế trong thị trường giai đoạn vừa qua dường như không phải dòng tiền của các nhà đầu tư tổ chức, mang tính dài hạn mà đó là dòng tiền mang tính ngắn hạn. Điều này có thể nhận thấy thông qua diễn biến của các blue chips có mức ổn định cao, mức tăng không mạnh bằng VnIndex, đặc biệt là các mã blue chips đã niêm yết từ khá lâu trên sàn như: DPM, PVD, hay HPG. Với đặc tính đặt nặng mục tiêu đạt lợi nhuận cao ngay trong ngắn hạn, tính linh hoạt cao và mức độ xoay vòng liên tục trên cơ sở tìm kiếm các cơ hội đầu tư mới. Dòng tiền thường tập trung vào những mã có quy mô tầm trung và nhỏ, có tin chia thưởng hoặc các thông tin về lợi nhuận mang tính đột biến. Các mã mới niêm yết có mặt bằng giá thấp cũng thu hút được sự quan tâm của dòng tiền.

Kết quả kinh doanh, định hướng dòng tiền

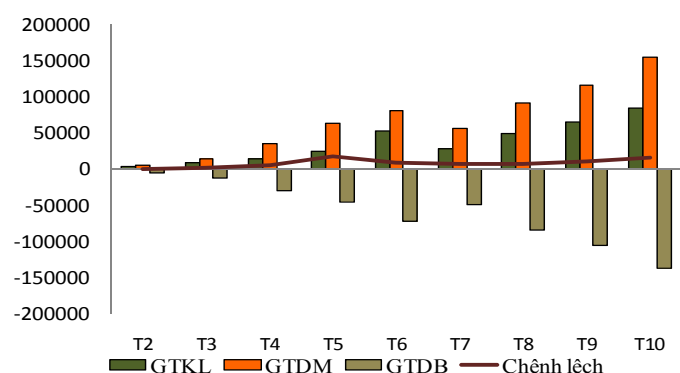
Trong quý II, thị trường được dẫn dắt bởi các doanh nghiệp ngân hàng, tài chính và các doanh nghiệp ngành vật liệu cơ bản, do tính đột biến về kết quả kinh doanh nhờ vào các khoản hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính, dự phòng giảm giá hàng tồn kho... Sang quý III, dòng tiền đã được định hướng lại và tăng dần tỷ trọng đầu tư vào các doanh nghiệp bất động sản, các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp, hàng tiêu dùng. Một mặt do mức tăng giá của các mã niêm yết trong các ngành này trong quý II chưa cao, bên cạnh đó do đã xuất hiện các yếu tố về sự ổn định chung của kinh tế nên sự lựa chọn vào các ngành sản xuất, hưởng lợi khi kinh tế hồi phục là hợp lý.

Kể từ tháng 7, dòng tiền liên tục chảy vào thị trường, điều này thể hiện rõ nét ở giá trị giao dịch và giá trị đặt mua tăng liên tục qua các tháng. Dòng tiền chảy liên tục vào thị trường khiến chỉ số VnIndex giữ được mức tăng, tuy nhiên tỷ lệ tăng giữa các ngành luôn có sự hoán đổi do dòng tiền trong từng giai đoạn luôn tìm đến các ngành có khả năng sinh lời cao.

Tỷ lệ giá trị giao dịch trong ngành bất động sản tăng từ 14% trong tháng 6, lên lần lượt 17%, và 22% trong tháng 8 và 9,10. Ngược lại, tỷ trọng đầu tư vào

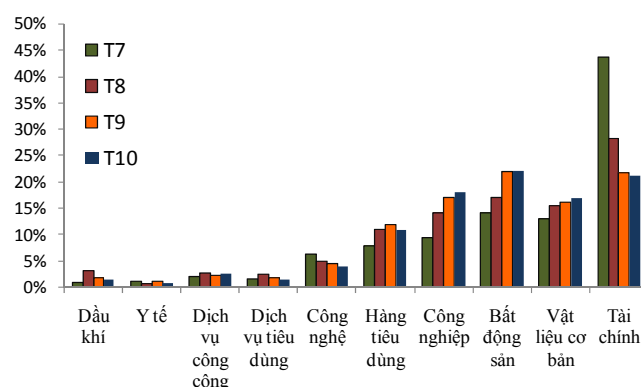
ngành ngân hàng, tài chính lại có mức giảm từ 44% trong tháng 6 xuống còn 21% trong tháng 10.

Diễn biến giá trị đặt mua, đặt bán theo tháng



Nguồn: HoSE, BSC

Tỷ trọng GTGD các ngành so với toàn thị trường



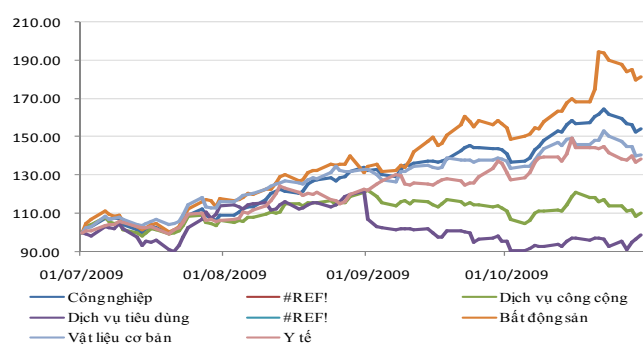
Nguồn: HoSE, BSC

Sau quý II tăng trưởng ấn tượng, ngành ngân hàng, tài chính tăng không còn mạnh trong quý III một mặt do P/E của ngành tài chính đã ở mức cao so với các nhóm ngành khác, mặt khác do việc tăng vốn và áp lực cung niêm yết bổ sung khiến cổ phiếu nhóm ngành này trở nên khó tăng hơn so với cổ phiếu các nhóm ngành khác.

Trong 4 tháng qua, ngành bất động sản có mức tăng ấn tượng nhất tăng 70%, ngành công nghiệp và ngành vật liệu cơ bản cũng có mức tăng trên 40%. Mức tăng ấn tượng của các ngành này, do kỳ vọng mạnh của nhà đầu tư vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành.

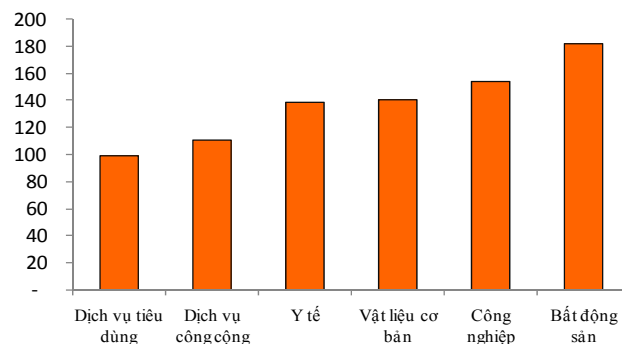
Các ngành Dịch vụ công cộng, dầu khí, y tế có biến động không quá lớn do tính ổn định trong kết quả kinh doanh đều trong các thời kỳ, bên cạnh đó các ngành này cũng không giảm quá sâu trong giai đoạn trước nên động lực tăng mạnh không nhiều.

Diễn biến chỉ số các ngành trong quý III



Nguồn: HoSE, BSC

Mức tăng chỉ số các ngành trong quý III



Nguồn: HoSE, BSC

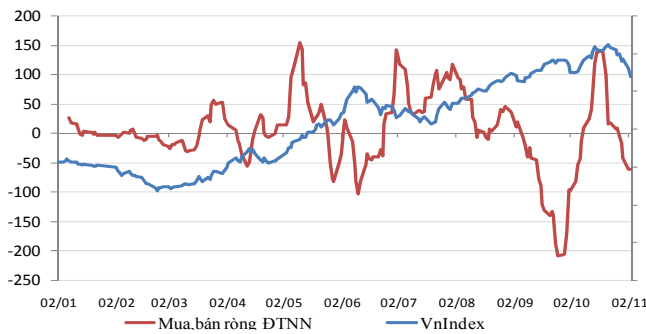
Nhà ĐTNN tận dụng xu thế thị trường

Không giải ngân mua vào liên tục như giai đoạn tháng 2, tháng 3, giai đoạn mà dòng tiền của khối nhà ĐTNN đã tạo cú huých khởi đầu cho đợt tăng trưởng của thị trường. Diễn biến mua bán của nhà ĐTNN kể từ quý III cho thấy việc mua bán linh hoạt của nhà ĐTNN. Việc tận dụng các diễn biến sóng của thị

trường trở nên rõ nét hơn, nhiều khả năng đây là sự kết hợp giữa tỷ trọng phần vốn lướt sóng của các quỹ đầu tư dài hạn và dòng tiền đầu cơ ngắn hạn.

Diễn biến kể từ đầu tháng 2 cho thấy, nhà ĐTNN giải ngân mua ròng ở vùng VnIndex dưới 500-520, khi VnIndex vượt lên vùng trên 550-580 diễn biến bán của nhà ĐTNN lần 1 ắt xu thế mua vào.

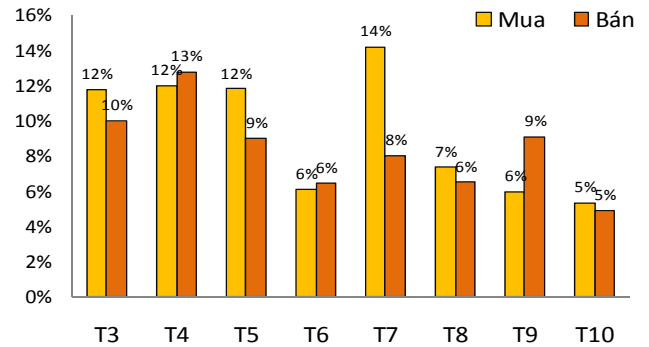
Biến động của VnIndex và giao dịch mua-bán ròng của nhà ĐTNN



Nguồn: HoSE, BSC

Đơn vị: tỷ đồng, điểm

Giao dịch của nhà ĐTNN theo thời gian



Nguồn: HoSE, BSC

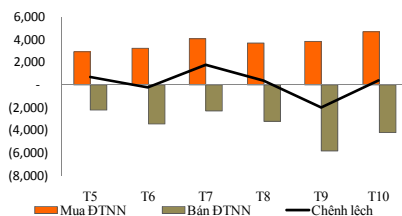
Đơn vị: tỷ đồng

Indochina Capital thoái vốn, chưa xuất hiện thêm quỹ đầu tư dài hạn mới, sự linh hoạt theo tính chất ngắn hạn của dòng vốn nhà ĐTNN được thể hiện rõ nét

Kể từ tháng 6/2009, tỷ trọng giao dịch của khối nhà ĐTNN có xu hướng giảm dần, một mặt do luồng tiền vào của khối này chưa có dấu hiệu tăng, mặt khác do giá trị giao dịch trên cả 2 sàn niêm yết tăng mạnh, đột biến nhờ vào dòng tiền của khối nhà đầu tư trong nước. Với tỷ trọng giao dịch thấp so với giá trị giao dịch toàn thị trường, có thể thấy việc nhà ĐTNN bám sát với xu thế thị trường sẽ hiệu quả hơn nhiều so với việc đầu tư tạo xu thế. Điều này đã được thể hiện trong cách hành xử của nhà ĐTNN trong giai đoạn vừa qua.

Trong tháng 9, diễn biến mua bán của nhà ĐTNN có biến động lớn, giá trị bán ròng của nhà ĐTNN trong tháng 9 tăng mạnh do quỹ Indochina Capital thực hiện hoạt động thoái vốn. Giá trị bán của ICV trong tháng 9 đạt 1216 tỷ, tương đương 66 triệu USD chiếm 20.7% giá trị bán của nhà ĐTNN, và 60.8% giá trị bán ròng của nhà ĐTNN trong tháng. Giá trị danh mục cổ phiếu niêm yết còn lại của ICV khoảng 35 triệu USD (khoảng 643 tỷ VND), áp lực bán của ICV trong thời gian tới sẽ không mạnh như trong tháng 9 vừa qua.

Diễn biến mua, bán của nhà ĐTNN



Việc cơ cấu lại danh mục được ưu tiên, với mức thanh khoản thị trường như trong 4 tháng vừa qua, nhiều mã cổ phiếu được niêm yết khá lâu trên sàn như: REE, VFMVF1, VCG... đã được một số nhà ĐTNN bán ra, trong khi các mã mới niêm yết như EIB, CSM, DIG, BCI lại thu hút được sự quan tâm.

Tăng trưởng 31% trong quý III, VnIndex được hỗ trợ bởi những thông tin tích cực đến từ diễn biến của kinh tế thế giới, kinh tế trong nước, từ kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, sự bùng nổ của giá trị giao dịch cùng chuỗi ngày tăng điểm liên tục trong tháng 9 cho thấy các nhân tố hỗ trợ thị trường khác như sự hỗ trợ về tài chính của các công ty chứng khoán, ngân hàng với nhà đầu tư, sự hấp dẫn của các cổ phiếu mới niêm yết. Như chúng tôi đã đề cập ở phần trên, các đặc điểm của thị trường trong giai đoạn vừa qua, xuất phát từ bối cảnh kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng bắt đầu bước vào giai đoạn phục hồi, chính sách tiền tệ có những đặc điểm hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường chứng khoán, và yếu tố quan trọng quyết định sự hấp dẫn của thị trường chứng khoán so với các kênh đầu tư khác là kết quả kinh doanh tốt của các doanh nghiệp niêm yết.

II. CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG TRONG QUÝ III

i. Kinh tế thế giới, kinh tế Việt Nam có dấu hiệu phục hồi. Chính sách tiền tệ và nới lỏng góp phần khơi thông nguồn tiền trở lại thị trường chứng khoán.

Kinh tế thế giới xác lập đáy, kinh tế Việt Nam lấy lại đà tăng, chính sách tiền tệ nới lỏng là điều kiện nền tảng cho thị trường chứng khoán tăng trưởng ấn tượng

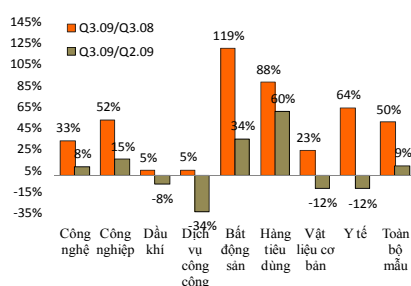
Kinh tế thế giới đón nhận những thông tin tích cực, nỗ lực của Chính phủ các nước trong việc vực dậy nền kinh tế đã có kết quả thuận lợi. Tăng trưởng GDP của nhiều nước đã dương trở lại, sau nhiều quý liên tiếp giảm sút. GDP của Đức tăng 0.3%, của Pháp tăng 0.3% trong khi của Nhật tăng 0.9%, GDP của Mỹ trong quý III đã tăng trở lại, với mức 3.5%. Những số liệu ấn tượng về GDP, cũng như những chỉ số về việc làm, doanh số bán nhà... tăng là cơ sở khiến lòng tin của nhà đầu tư tăng mạnh. Việc xuất hiện những thông tin bản lề, cùng kết quả kinh doanh thuận lợi của nhiều doanh nghiệp lớn trong quý II đã khiến thị trường chứng khoán thế giới phản ứng rất tích cực.

Trong quý III, nền kinh tế Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ chính sách ngăn chặn đà suy giảm kinh tế, chính sách kíp thời của Chính phủ đã giúp các doanh nghiệp và nền kinh tế gượng dậy từ những khó khăn trong quý IV/2008. Tính đến quý III/2009, tốc độ tăng GDP có dấu hiệu tăng trở lại, quý III/2009 tăng 5,8% (trong khi GDP quý I/2009 đạt 3,1% so với cùng kỳ năm 2008, quý II/2009 đã tăng 4,5%). Sau 9 tháng, GDP đã tăng 4,6% so với cùng kỳ năm 2008.

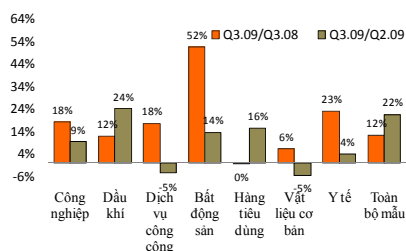
Chính sách tiền tệ trong quý III, tiếp tục hỗ trợ việc đưa tiền vào lưu thông, với mức lãi suất cơ bản được duy trì ở mức 7%, hạn mức tăng trưởng tín dụng được điều chỉnh quanh mức 30%. Bên cạnh chính sách hỗ trợ lãi suất, các chính sách về hỗ trợ thuế cho doanh nghiệp, cũng đã góp phần tạo thêm nguồn lực cho doanh nghiệp vượt qua khó khăn.

ii. Kết quả kinh doanh thuận lợi, nhân tố chính thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư

So sánh lợi nhuận cùng kỳ, và kỳ trước



So sánh doanh thu cùng kỳ, và kỳ trước



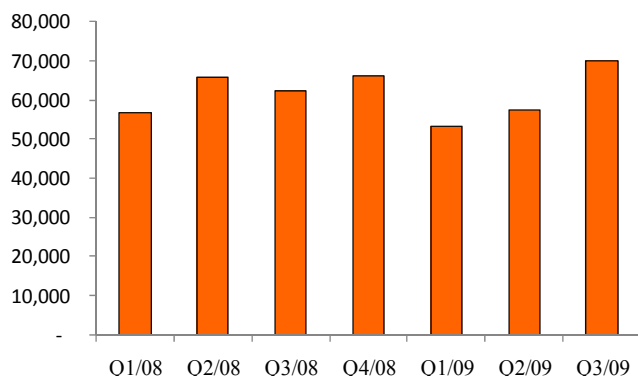
Mức tăng trưởng mạnh của thị trường trong quý II và quý III trên nền tảng tín hiệu tốt của kinh tế thế giới, kinh tế Việt Nam, bên cạnh đó còn là những thông tin thuận lợi về kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Qua phân tích mẫu gồm 310 doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận của các doanh nghiệp này có sự hồi phục kể từ quý I/2009 và liên tục có mức tăng trưởng về lợi nhuận trong quý II, III/2009. Tổng mức lợi nhuận của các doanh nghiệp này có mức sụt giảm mạnh trong quý IV/2008, tổng lợi nhuận đạt số âm.

Tổng lợi nhuận trong quý II tăng 67% so với quý I, và quý III tăng 9% so với quý II. Nếu so với cùng kỳ năm 2008, lợi nhuận trong quý II và III/2009 của các doanh nghiệp cũng tăng mạnh, tăng trên 30% so với cùng kỳ. Trong các ngành, ngành bất động sản có mức tăng mạnh nhất so với cùng kỳ, tăng 119%. Các ngành khác như: ngành hàng tiêu dùng, ngành y tế, ngành công nghiệp cũng có mức tăng trưởng về lợi nhuận cao, trên 30% so với cùng kỳ năm 2008.

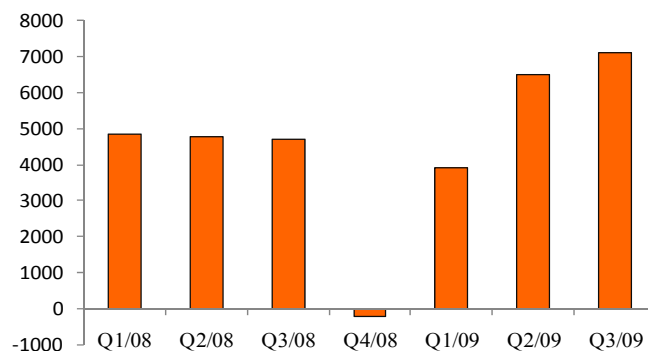
Cùng với mức tăng về lợi nhuận, doanh thu trong quý III của các doanh nghiệp cũng có mức tăng ấn tượng, so với cùng kỳ 2008 tăng 12%, so với quý II/2009 tăng 22%. Ngành bất động sản là ngành có mức tăng doanh thu mạnh nhất so với cùng kỳ, đạt trên 50%. So sánh mức tăng doanh thu, lợi nhuận của quý III/2009 so với cùng kỳ năm 2008 có thể nhận thấy, lợi nhuận có tốc độ tăng nhanh hơn. Điều này có thể được lý giải bởi chi phí đầu vào của các doanh nghiệp trong năm 2008 cao hơn so với mặt bằng giá hiện nay. Tuy nhiên, quá trình hưởng lợi do hàng tồn kho giá thấp sẽ không kéo dài quá lâu, khi giá vốn của các doanh nghiệp đang có xu hướng tăng.

Doanh thu của doanh nghiệp sản xuất niêm yết



Nguồn: BSC, HoSE, HNX

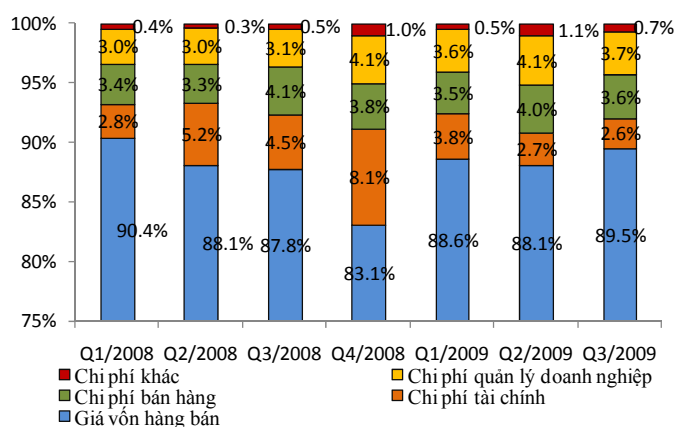
Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp niêm yết



Nguồn: BSC, HoSE, HNX

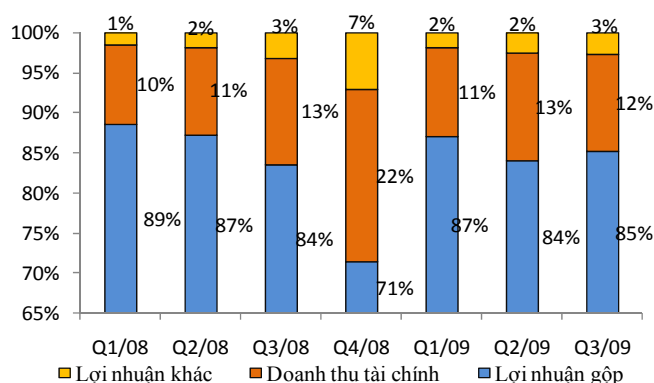
Nhìn sát hơn vào sự phục hồi về lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp trong quý II/2009, có thể thấy bên cạnh việc kiểm chế lạm phát, giảm chi phí đầu vào của các doanh nghiệp. Chính sách hỗ trợ lãi suất, cũng như sự hồi phục của thị trường chứng khoán đã góp phần không nhỏ vào việc giảm chi phí của các doanh nghiệp sản xuất và doanh nghiệp đầu tư tài chính. Chi phí tài chính của các doanh nghiệp trong quý III/2009 đã giảm còn 26% so với quý I/2009 và giảm đến 77% so với quý IV năm 2008.

Cơ cấu chi phí các doanh nghiệp



Nguồn: BSC, HoSE, HNX

Cơ cấu lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết

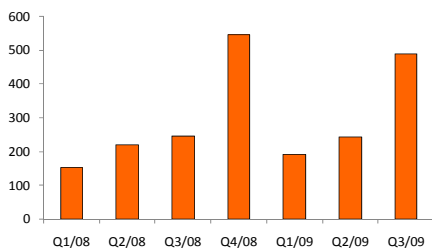


Nguồn: BSC, HoSE, HNX

Biến động lợi nhuận khác của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu

Từ cơ cấu chi phí, cơ cấu lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết, có thể thấy các doanh nghiệp niêm yết được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ lãi suất, từ chính sách điều hành lãi suất ở mức thấp như hiện nay. Tỷ trọng chi phí tài chính giảm từ 8.1% trong quý IV/2008 xuống còn 2.6% trong quý III/2009.

Cơ cấu lợi nhuận của các doanh nghiệp có thể nhận thấy tỷ trọng lợi nhuận đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn giữ ở mức cao, và không có xu hướng giảm (95%). Mặc dù có hiện tượng bán một phần tài sản, hoặc bán các tài sản đầu tư tài chính khiến một số doanh nghiệp có lợi nhuận đột biến, nhưng đây không phải là xu hướng trên bề rộng. Đối với các doanh nghiệp lớn, hoạt động cốt lõi vẫn giữ vai trò quyết định chính đến tăng trưởng lợi nhuận, đóng góp từ lợi nhuận khác chiếm tỷ trọng thấp, và không có xu hướng tăng. Phân tích diễn biến trên thị trường, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp chúng tôi thấy rằng, lợi nhuận khác mang tính đột biến chủ yếu diễn ra ở các doanh nghiệp có quy



Hưởng lợi từ chính sách kích cầu khiến chi phí vốn của các doanh nghiệp giảm mạnh, kết hợp cùng chi phí đầu vào thấp giúp các doanh nghiệp thu được mức tăng trưởng tốt về lợi nhuận. Kết quả kinh doanh thuận lợi là cơ sở nền tảng cho sự phục hồi của thị trường chứng khoán.

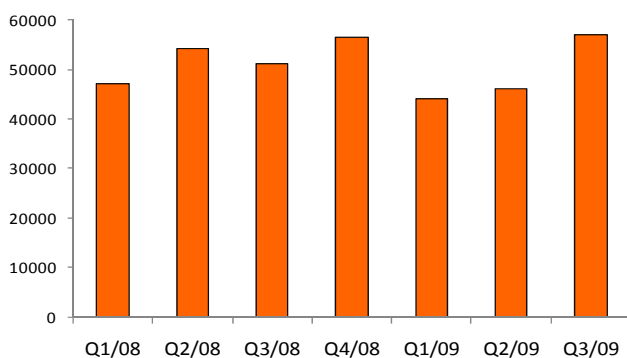
mô vốn trung bình và nhỏ.

Biến động chung của toàn thị trường, và của từng ngành riêng biệt trong 2 quý qua, đã phản ánh rất rõ cơ sở về lợi nhuận kinh doanh của các ngành.

Kết quả lợi nhuận quý II và quý III của các doanh nghiệp được hỗ trợ bởi một số nguyên nhân:

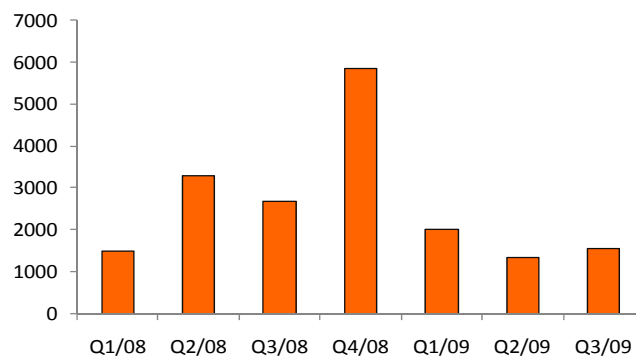
- Một là, các doanh nghiệp thuộc ngành bất động sản, công nghiệp xây dựng, vật liệu cơ bản như nhựa, xi măng, sắt thép, cao su tiếp tục duy trì được giá vốn hàng bán thấp nhờ giá nguyên, nhiên vật liệu đầu vào giảm so với cuối năm 2008 cộng với việc thu hưởng chương trình kích cầu của Chính phủ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.
- Hai là, các doanh nghiệp đầu tư tài chính tiếp tục đạt doanh thu tài chính cao và/hoặc giảm chi phí tài chính nhờ hoàn nhập dự phòng tài chính và chương trình hỗ trợ lãi suất của chính phủ, nhất là những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính lớn trong lĩnh vực bất động sản và xây dựng. Ngoài ra, các doanh nghiệp tiến hành bán cổ phiếu quỹ nhưng đã góp phần làm tăng EPS hay ít nhất là không làm pha loãng cổ phiếu đã hỗ trợ khá tốt tâm lý nhà đầu tư.
- Ba là, thị trường xuất khẩu đối với một số mặt hàng như thủy sản, dệt may đang phục hồi cùng với việc giảm bớt rào cản nhập khẩu là yếu tố thúc đẩy doanh thu xuất khẩu của các doanh nghiệp.
- Bốn là, yếu tố có thể được xem là quan trọng nhất và là động lực thúc đẩy thị trường tăng trưởng liên tục trong hai tháng 8 và 9 là kỳ vọng về các công ty bất động sản và xây dựng có bất động sản sẽ tập trung hạch toán doanh thu vào 6 tháng cuối năm 2009 từ các dự án quan trọng dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010.

Diễn biến giá vốn hàng bán qua các quý



Nguồn: BSC, HoSE, HNX

Chi phí tài chính của các doanh nghiệp qua các quý



Nguồn: BSC, HoSE, HNX

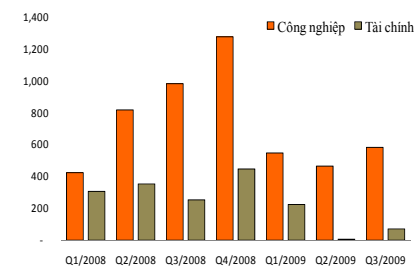
Chi phí tài chính ngành công nghiệp, bất động sản

Có thể nhận thấy chi phí tài chính của các doanh nghiệp giảm mạnh kể từ quý IV/2008, do mặt bằng lãi suất thấp và chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ. Chi phí tài chính trong quý II, III/2009 của các doanh nghiệp (trong mẫu nghiên cứu) giảm chỉ bằng 26% so với quý IV/2008.

• Ngành bất động sản

Lợi nhuận của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết từ năm 2008, trong quý II cũng có mức tăng mạnh so với quý I/2009

Yếu tố chính làm cổ phiếu BĐS thu hút được nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư là doanh nghiệp đang nắm giữ quỹ đất lớn, có vị trí đắc địa tại các khu vực phù



Nguồn: HoSE, HNX, BSC Đơn vị: tỷ đồng

Hưởng lợi từ giá đầu vào thấp, chính sách kích cầu của Chính phủ, nhiều doanh nghiệp ngành vật liệu cơ bản có mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng

hợp với hướng mở rộng của các đô thị lớn như TPHCM và Hà Nội hay tại các tỉnh công nghiệp như Vũng Tàu, Đồng Nai... Trong khi đó, đất nền có xu hướng tăng giá và giao dịch đất ngày càng ầm lên nên nhiều nhà đầu tư kỳ vọng các doanh nghiệp sẽ thu được lợi nhuận lớn trong ngắn hạn đồng thời giá trị tài sản của doanh nghiệp sẽ tăng trong tương lai, kéo giá cổ phiếu tăng theo. Điển hình một số doanh nghiệp có quỹ đất lớn được nhà đầu tư đặc biệt quan tâm là DIG có quỹ đất sạch 19 triệu m² tại Đồng Nai, Vũng Tàu, Vĩnh Phúc; SJS với dự án Nam An Khánh, Tiên Xuân; BCI sở hữu quỹ đất 876 ha ngoại thành TP HCM; HAG với một loạt dự án chung cư hỗn hợp tại các vị trí đẹp ở TP HCM.

• Ngành vật liệu cơ bản

Nhóm cổ phiếu vật liệu cơ bản tiếp tục có mức tăng mạnh phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư. Nguyên nhân là do một loạt doanh nghiệp ngành nhựa, sắt thép, cao su công bố lợi nhuận đột biến vượt xa dự báo của các chuyên gia.

Nhóm cổ phiếu ngành thép tiếp tục có mức tăng trưởng tốt do tiêu thụ thép trong quý III có mức tăng trưởng mạnh. Trong đó mảng thép xây dựng có mức tăng trưởng mạnh nhất so với cùng kỳ năm ngoái. Trong tháng 8, vào thời điểm mùa mưa chuẩn bị bắt đầu cũng như là tháng 7 âm lịch, mức tiêu thụ đã bất ngờ tăng lên 401 ngàn tấn cao hơn mức trung bình các tháng trước là 350 ngàn tấn. Sản phẩm ống thép và tôn mạ, mức tiêu thụ của tháng 8 cũng cao hơn mức tiêu thụ trung bình từng tháng từ đầu năm tới nay. Nguyên nhân của tiêu thụ tăng mạnh nhờ hưởng lợi từ gói kích cầu các công trình xây dựng và cơ sở hạ tầng được khởi động trở lại và hoạt động xây dựng của khu vực dân doanh sôi động.

Các doanh nghiệp ngành nhựa đều có sự tăng trưởng vượt bậc về lợi nhuận trong quý II và III.09. Một mặt nhờ sự trượt giá của nguyên liệu trong khi giá bán sản phẩm được giữ ổn định và tăng. Do giá dầu mỏ giảm và nhu cầu từ thị trường châu Á thu hẹp cộng với nguồn cung bổ sung từ Trung Quốc, giá các nguyên vật liệu chính như hạt nhựa PVC, PE-HD, PVC... thấp hơn so với thời điểm cuối năm 2008 tương ứng là 19%, 12,9% và 10,9%. Theo đó, giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp ước giảm trung bình từ 5 - 7%. Mặt khác, nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng nhựa tiếp tục tăng mạnh nhờ hiệu ứng tích cực từ gói kích cầu của Chính phủ trong lĩnh vực XDCB.

Doanh thu quý III của hầu hết các doanh nghiệp sản xuất cao su tự nhiên ước tăng khoảng 90% nhờ giá bán tăng 30% so với quý trước, 67% so với quý I và gần gấp đôi so với cuối năm 2008 (từ 1.100 USD/tấn vào cuối năm 2008 lên tới 2.170 USD/tấn hiện nay) và duy trì ổn định khối lượng tiêu thụ được xem là yếu tố thúc đẩy sự tăng trưởng lợi nhuận.

III. CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG TRONG QUÝ IV VÀ DỰ BÁO

1. Kinh tế thế giới trên đà hồi phục, các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp tiếp tục được thực hiện.

Trong quý IV, các yếu tố vĩ mô nhìn chung sẽ vẫn ổn định và hỗ trợ thị trường. Yếu tố lạm phát sẽ vẫn được dự báo ở mức 6-7% do vậy sẽ không ảnh hưởng tiêu cực lên thị trường. Tuy nhiên, yếu tố đáng lo ngại có lẽ sẽ nằm ở việc có khả năng Chính phủ sẽ siết lại tín dụng khi tăng trưởng tín dụng đang ở mức cao và có khả năng dẫn đến việc duy trì đòn bẩy không còn như trước, và yếu tố tâm lý có thể ảnh hưởng tiêu cực đối với thị trường. Lãi suất cơ bản cũng được dự báo có khả năng điều chỉnh tăng trong tháng cuối năm 2009, do vậy cũng có thể tác động tới thị trường, mặc dù chúng tôi đánh giá việc tăng lãi suất cơ bản về bản chất sẽ không quá ảnh hưởng đến thị trường.

Nhìn chung, các chính sách điều hành vĩ mô của Chính phủ Việt Nam trong

thời gian qua được đánh giá cao, và có thể nhìn nhận là thành công với các gói kích cầu hỗ trợ doanh nghiệp. Tăng trưởng kinh tế đạt kỳ vọng trong khi vẫn không tạo ra những bất ổn đáng kể là những yếu tố vĩ mô tốt nhất tiếp tục hỗ trợ thị trường

Kinh tế thế giới cũng đang cho thấy những tín hiệu tích cực bởi các dấu hiệu phục hồi, đặc biệt từ kinh tế Mỹ. Dự báo trong thời gian tới, thị trường Mỹ có thể tiếp tục bước vào một giai đoạn “uptrend” mới, sau giai đoạn thử thách trong thời gian qua

Các doanh nghiệp sẽ có chi phí đầu vào tăng do có thể chịu mất bằng lãi suất cao hơn.

Kinh tế tiếp tục tăng trưởng, tuy nhiên lo ngại lạm phát có nguyên nhân từ tiền tệ sẽ khiến chính sách tiền tệ chặt chẽ hơn, điều này sẽ khiến dòng tiền vào thị trường chứng khoán bị hạn chế phần nào. Kênh đầu tư giá trị khác sẽ trở nên hấp dẫn hơn.

Các doanh nghiệp sẽ chịu chi phí vốn cao hơn: Chính sách hỗ trợ lãi suất trong 2 quý vừa qua, đã giúp các doanh nghiệp tiếp cận dễ dàng hơn với nguồn vốn, chi phí vốn khoảng 30%. Những lợi thế này sẽ không còn trong quý tới.

Dòng tiền vào thị trường sẽ được quản lý chặt hơn: Các khoản vay hỗ trợ lãi suất bắt đầu đến hạn thanh toán với các ngân hàng, do các khoản vay hỗ trợ lãi suất là các khoản vay với thời hạn dưới 6 tháng. Nguồn tiền được thu về hệ thống ngân hàng sẽ giúp các ngân hàng thêm thanh khoản, nhưng mặt khác cũng khiến các doanh nghiệp trở nên thanh khoản kém hơn trong giai đoạn sắp tới. Việc có thúc đẩy được đầu ra hay không sẽ quyết định việc thành công của các khoản vay đầu tư phát triển của các doanh nghiệp.

Các thị trường, kênh đầu tư dần hấp dẫn hơn: Sau thời kỳ lập đáy, thị trường chứng khoán đang có mức tăng, và trở thành kênh đầu tư hấp dẫn nhất hiện nay. Tuy nhiên, trong thời gian tới, việc điều chỉnh lãi suất cơ bản là cần thiết khi đo bản thân kênh gửi tiết kiệm cũng trở nên hấp dẫn hơn. Thị trường Bất động sản cũng là sự ưu tiên kế tiếp khi thị trường chứng khoán đã tạo mặt bằng giá mới.

2. Kết quả kinh doanh ổn định trở lại, ít tính đột biến

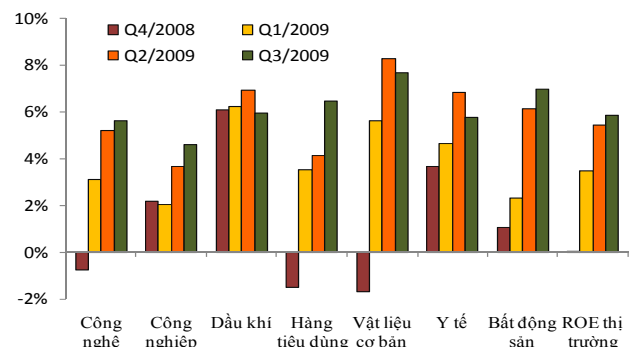
Diễn biến ROE của toàn thị trường từ quý IV/2008 đến quý III/2009 cho thấy sự hồi phục mạnh, tốc độ hồi phục nhanh khi doanh nghiệp vượt qua quý IV/2008. Tuy nhiên tốc độ tăng giảm dần trong quý II/2009 đến quý III/2009. So với mức ROE trung bình các quý của năm 2008 là 4.5%, thì ROE của các doanh nghiệp trong quý II và quý III/2009 lần lượt là 5.7% và 5.9%.

Sự hồi phục mạnh mẽ của các ngành vật liệu cơ bản, công nghiệp, hàng tiêu dùng và ngành bất động sản trong quý II, quý III, điều này thể hiện rõ nét ở sự hồi phục trong lợi nhuận và hiệu quả sử dụng vốn. Đây là những ngành có mức tăng trưởng ROE mạnh trong quý II và quý III. Sự vươn lên mạnh về hiệu quả kinh doanh của các ngành này cũng chính là nhân tố chính thu hút dòng tiền thị trường chảy vào các ngành này trong thời gian vừa qua.

ROE các ngành từ quý I/2008

	Q1/08	Q2/08	Q3/08	Q4/08	Q1/09	Q2/09	Q3/09
Công nghệ	4%	2%	4%	-1%	3%	5%	6%
Công nghiệp	4%	4%	3%	2%	2%	4%	5%
Dầu khí	7%	8%	7%	6%	6%	7%	6%
Dịch vụ công cộng	6%	5%	5%	-10%	6%	7%	5%
Dịch vụ tiêu dùng	3%	2%	1%	2%	2%	3%	3%
Hàng tiêu dùng	4%	3%	4%	-1%	4%	4%	6%
Vật liệu cơ bản	9%	10%	6%	-2%	6%	8%	8%
Y tế	5%	4%	4%	4%	5%	7%	6%
Bất động sản	2%	2%	3%	1%	2%	6%	7%
ROE thị trường	5%	4%	4%	0%	3%	5%	6%

ROE một số ngành trong kể từ quý IV/2008



ROE của thị trường và các ngành tăng liên tục kể từ quý IV/2008, nhưng có tốc độ tăng giảm dần do ROE các đã đến sát ngưỡng trong bối cảnh điều kiện kinh tế thuận lợi. Khi mức tăng ROE trong các quý tới không có biến động quá lớn so với quý III có thể là nguyên nhân khiến mức tăng của thị trường cũng không còn mạnh như trong 2 quý vừa qua do tính đột phá trong kết quả kinh doanh không còn.

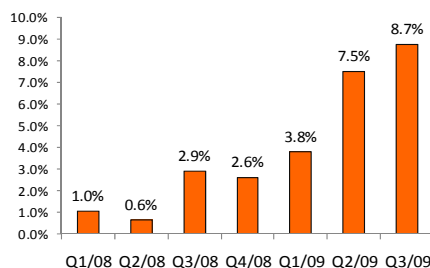
Trong quý IV, lợi nhuận của các doanh nghiệp chịu tác động từ một số nguyên nhân sau:

- Bối cảnh kinh tế vĩ mô trong quý IV chưa thể có cải thiện đáng kể và mạnh hơn so với sự cải thiện của quý III so với quý II. Hoạt động xuất khẩu còn chậm và chỉ cải thiện ở một số ngành như thủy sản, dệt may, giấy dếp.
- Lạm phát dự kiến và sự điều chỉnh tăng giá của một số mặt hàng cơ bản (ví dụ như giá than tăng 30%) sẽ làm tăng giá của nguyên nhiên vật liệu đầu vào khác xét theo góc độ cân đối liên ngành. Theo đó, giá vốn hàng bán của hầu hết các doanh nghiệp sẽ tăng, khấu trừ lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp.
- Một số doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực bất động sản có thể chuyển hạch toán doanh thu bán hàng từ quý IV.09 sang năm 2010, kéo lợi nhuận công bố xuống thấp hơn mức kỳ vọng của nhà đầu tư.

Mức tăng nhanh của ROE trong quý I, II và III được thể hiện bằng mức tăng nhanh của chỉ số VnIndex. Trong quý tới, ROE sẽ ổn định quanh mức của quý III, điều này sẽ khiến tính đột biến của kết quả kinh doanh không còn nhiều từ đó thị trường sẽ có phản ánh tương tự, tính ổn định cao hơn.

Dựa trên bối cảnh kinh tế, dự báo chính sách chúng tôi thực hiện nghiên cứu phân tích và dự báo một số ngành ngành.

ROE theo quý ngành Bất động sản



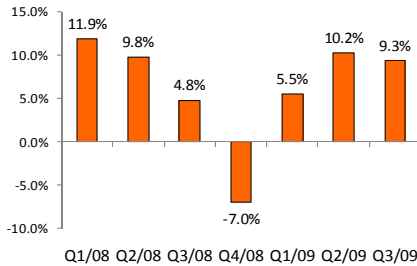
Ngành bất động sản, kì vọng lợi nhuận tăng đột biến trong nửa cuối năm 2009. Một đặc điểm riêng của nhóm ngành bất động sản là doanh thu được hạch toán tập trung vào thời điểm cuối năm. Vì vậy trong nửa đầu năm 2009 rất nhiều doanh nghiệp bất động sản lớn trên sàn mới chỉ được hạch toán một phần nhỏ doanh thu từ những đợt bán hàng. Phần còn lại sẽ được hạch toán tập trung vào nửa sau năm 2009. Tiêu biểu như NTL đã bán được 6 ha đất Trại Trôi nhưng mới chỉ hạch toán doanh thu của 2 ha trong 6 tháng đầu năm, DIG có khoản người mua trả trước lên tới gần 800 tỷ trong quý 2, HAG có dự án An Tiến đã bán được hàng chưa hạch toán, HDC có dự án Sao Mai Bến Đình đã chuyển nhượng hết chưa hạch toán... Đây chính là cơ sở vững chắc cho kì vọng của nhà đầu tư về lợi nhuận các doanh nghiệp sẽ tăng mạnh trong quý III, quý IV và ổn định trong các năm tiếp theo.

Tuy nhiên, với việc chính sách hỗ trợ lãi suất sẽ dần hết hạn và giảm dần sẽ khiến việc tiếp cận nguồn vốn chi phí thấp của các doanh nghiệp bất động sản không còn. Chi phí đầu vào cho các công trình tăng lên, do giá các nguyên liệu như thép, xi măng... đã tăng lên khi nhu cầu tăng trở lại. Bên cạnh những khó khăn từ chi phí đầu vào tăng lên, các doanh nghiệp bất động sản còn gặp khó khăn về đầu ra, do chính sách thuế Bất động sản được áp dụng từ 26/09/2009; từ nguồn cung tăng do số lượng dự án đi vào giai đoạn hoàn thành tăng, nhu cầu của người sử dụng hiện chưa tăng cao.

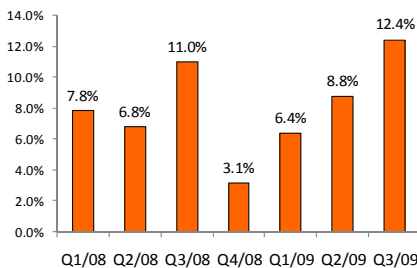
Ngành vật liệu cơ bản: Các ngành như thép, cao su, nhựa nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì được biên lợi nhuận lớn trong quý III, và quý IV, tuy nhiên kể từ quý I năm 2010, những lợi thế về chi phí đầu vào rẻ không còn sẽ khiến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp này giảm dần. Sự điều chỉnh ổn định trở lại của kết quả kinh doanh, sẽ khiến diễn biến của thị trường cũng dần điều chỉnh ổn định ở mặt bằng giá mới. Duy trì lợi nhuận trong quý IV, nhưng lợi nhuận biên có

khả năng giảm dần vào các quý tiếp

ROE quý ngành thép theo



ROE theo quý ngành cao su



- **Thép:** Vào các tháng cuối năm 2009, giải ngân xây dựng tốt hơn nên tiêu thụ thép, đặc biệt là thép xây dựng tiếp tục có cơ hội tăng trưởng tốt. Tuy nhiên lợi nhuận biên của các doanh nghiệp ngành thép trong quý IV/2009 và năm 2010 sẽ không thể cao như nửa đầu năm 2009 do không còn hưởng nguyên liệu đầu vào giá rẻ và nguy cơ thừa thép hiện hữu. Trong giai đoạn vừa qua, nhà đầu tư thường có xu hướng đầu tư dựa trên nền tảng lợi nhuận đột biến trong năm 2009 khiến giá của cổ phiếu ngành thép được đẩy lên rất nhanh, do vậy khi xu hướng lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành thép trở về trạng thái ổn định trong các quý tới, cổ phiếu ngành thép không tránh khỏi sự điều chỉnh giảm trong thời gian tới.

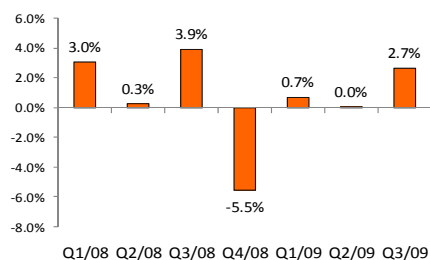
- **Xi măng:** Giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp xi măng trong quý này sẽ tăng do giá nguyên, nhiên vật liệu để sản xuất xi măng tăng (ví dụ giá than tăng khoảng 30% trong quý IV làm giá thành xi măng tăng khoảng 3%, giá điện năm 2010 tiếp tục điều chỉnh tăng, giá thạch cao, bao giấy...). Vì vậy EPS dự kiến trong quý IV sẽ thấp hơn so với quý III.2009 nên khó có thể hấp dẫn nhà đầu tư tuy P/E dự kiến 2009 của ngành là khá thấp.

- **Nhựa:** Mặc dù nhu cầu tiêu thụ được dự báo duy trì ở mức cao nhưng giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp sẽ tăng trở lại trong quý này theo giá nguyên liệu khiến EPS chỉ đạt/hoặc thấp hơn so với quý III.09. EPS 2009 của BMP và NTP dự kiến đạt tương ứng là 15.170 VND/cổ phiếu và 13.460 VND/cổ phiếu đưa mức P/E bình quân của cả ngành thấp hơn 8 lần. Vì vậy, ngành nhựa vẫn được xem là ngành đáng quan tâm đầu tư trong quý IV.2009.

- **Cao su:** Giả sử yếu tố giá được duy trì như hiện nay (có thể còn tăng) và quý IV thường là mùa cao điểm về tiêu thụ cao su trong cả năm (bình quân đóng góp 40% tổng doanh thu cả năm), việc cắt giảm chi phí sản xuất tối đa do kinh tế khó khăn để đảm bảo lợi nhuận từ đầu năm (ví dụ giá vốn hàng bán của DPR giảm 16,2% từ từ mức trung bình 18,5 triệu VND/tấn xuống 15,5 triệu VND/tấn, TRC giảm 18,1% triệu VND/tấn từ mức trung bình 22 triệu VND/tấn xuống 18 triệu VND/tấn) sẽ giúp lãi gộp của các doanh nghiệp dự kiến tăng đáng kể trong quý IV và cả năm 2009. Ngoài ra, chúng tôi dự báo các công ty sẽ hoàn thành sớm và vượt xa kế hoạch kinh doanh năm 2009 nhờ giá bán cao su tăng gần gấp đôi so với mức giá được sử dụng khi lập kế hoạch kinh doanh năm 2009. Như vậy, triển vọng kết quả kinh doanh 2009 của các công ty cao su tự nhiên là khá tốt. Tuy nhiên, với mức giá cao su trung bình khoảng 2.050 USD/tấn như hiện nay, PE dự kiến của ngành sẽ là 20 lần, gần bằng PE của toàn thị trường tính đến hết quý II (khoảng 22). Vì vậy, nhiều khả năng kết quả kinh doanh dự kiến năm 2009 của ngành đã được phản ánh vào giá khiến cho tốc độ tăng giá cổ phiếu trong quý IV dự kiến chỉ đạt thấp.

Ngành thủy sản: Cổ phiếu ngành thủy sản đã có sự bứt phá mạnh mẽ trong quý III.2009 nhờ xuất khẩu có sự cải thiện rõ rệt so với 6 tháng đầu năm theo sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ, Nhật, EU. Đây cũng là yếu tố giúp doanh thu của các doanh nghiệp có sự tăng trưởng khá so với đầu năm 2009. Ngoài ra, nguồn nguyên liệu tôm trở nên dồi dào khi bước vào vụ thu hoạch kể từ tháng 6 đã giúp giảm giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp so với 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, giá xuất khẩu trung bình cá tra, ba sa và tôm tiếp tục giảm có thể tác động một phần tới doanh thu xuất khẩu. Theo dự báo của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, 4 tháng cuối

ROE theo quý ngành thủy sản



năm xuất khẩu có thể đạt 1,75 tỉ USD, nâng kim ngạch 2009 lên 4,4 tỉ USD, tương đương 2008. Theo đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành dự kiến sẽ đạt khá tốt. EPS 2009 của một số doanh nghiệp đại diện như Công ty CP Thủy sản Bến Tre đạt gần 6.600 VND/cổ phiếu, Công ty CP Thủy sản Minh Phú ước đạt 3.100 VND/cổ phiếu, đưa mức P/E dự kiến của ngành xuống vùng từ 12-15 lần.

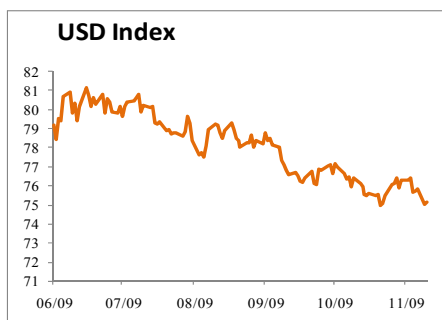
• Ngành tài chính:

Hạn mức tăng trưởng tín dụng năm 2009 là 30% và tính đến 30/10 đã đạt 33%, vì vậy dư nợ tăng trưởng tín dụng cho quý IV là khá hạn chế. Ngoài ra, nếu không có sự điều chỉnh tăng lãi suất cơ bản hay hạn mức tín dụng được mở áp dụng từng ngân hàng thì kết quả kinh doanh quý IV của ngành khó có sự đột biến tích cực.

3. Nhóm nhân tố khác

Trong dài hạn, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ tiếp tục là địa điểm đầu tư hấp dẫn, nhưng trong ngắn hạn những lo ngại về sự tăng giá của USD sẽ là rào cản với dòng vốn vào thị trường chứng khoán.

Diễn biến chỉ số đồng USD



Sự quay trở lại dòng vốn nhà ĐTNN trong dài hạn

Về trung và dài hạn, với giả định kinh tế thế giới đã xác lập được vùng đáy và bước vào giai đoạn hồi phục. Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện đang có sự đa dạng hơn về hàng hóa, cũng những tín hiệu tích cực về tính thanh khoản sẽ là những nhân tố hấp dẫn các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài.

Sự hấp dẫn của các cổ phiếu trên thị trường Việt Nam không chỉ đến từ khả năng sinh lời với tốc độ tăng trưởng cao của các doanh nghiệp mà còn đến từ giá trị các tài sản của các doanh nghiệp khi được định giá lại. Với tầm nhìn dài hạn, và chấp nhận đầu tư trong thời gian dài sự hấp dẫn của thị trường Việt Nam còn rất lớn đối với các tổ chức nước ngoài.

Tuy nhiên, sự mất giá của USD liên tục trong thời gian qua, cũng trở thành một rủi ro đối với nhà ĐTNN khi chuyển đầu tư sang các thị trường khác không dùng USD, do khả năng phục hồi của đồng USD trong dài hạn. Việc chuyển đổi ngược từ các ngoại tệ khác về USD trong bối cảnh USD tăng giá sẽ làm giảm hiệu quả đầu tư của nhà ĐTNN, đặc biệt ở các nước mà các công cụ trên thị trường tài chính chưa phát triển khiến khả năng phòng tránh rủi ro từ việc mất giá đồng tiền khó khăn hơn.

Công cụ tài chính, đòn bẩy tạo lượng cầu trên thị trường

Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, các công cụ tài chính trên thị trường sẽ tiếp tục phát triển, lợi ích mang lại của các công cụ này đã được thể hiện, và đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định diễn biến, thanh khoản trong giai đoạn vừa qua của thị trường. Khi thị trường còn trong xu hướng lên, những tiện ích trong việc hỗ trợ tài chính cho nhà đầu tư phát huy tối đa hiệu quả, nhưng khi thị trường có xu hướng điều chỉnh giảm, những mặt trái khi đó mới xuất hiện và khó lường. Rủi ro từ công cụ đòn bẩy tài chính do chưa có hành lang pháp lý chặt chẽ, cũng như các công cụ quản lý rủi ro của nhà đầu tư cá nhân trong nước chưa có, sẽ là những nguy cơ tiềm ẩn với bản thân các nhà đầu tư cá nhân, các công ty chứng khoán và thị trường chứng khoán nói chung.

Nguồn cung cổ phiếu lớn là rào cản lớn đối với đà tăng của VnIndex

Nhiều hàng mới khiến thị trường sẽ có vốn hoá lớn, đòi hỏi nhu cầu về vốn lớn hơn, để thực hiện giao dịch. Sự khác biệt đột tăng điểm trong năm nay, đó là thị trường niềm yết tuy có nóng lên, và được giao dịch mạnh, nhưng các cổ phiếu

Dòng tiền nóng giúp thị trường đi lên cao hơn khi xu hướng thuận lợi và đẩy thị trường xuống sâu hơn khi xu hướng bất lợi.

Niêm yết mới và niêm yết bổ sung cổ phiếu sẽ tạo thêm sự lựa chọn cho nhà đầu tư nhưng cũng khiến sức ì của VnIndex tăng lên.

OTC không ảm lên đồng loạt mà có sự chọn lựa, đặc biệt nhắm đến các cổ phiếu chuẩn bị niêm yết có kết quả kinh doanh tốt.

Nguồn cung trên thị trường niêm yết liên tục tăng trong thời gian qua, từ việc niêm yết mới các cổ phiếu như: CTG, VCB, EIB, từ việc niêm yết bổ sung của các cổ phiếu phát hành thêm trong quý III. ACB niêm yết thêm 134 triệu cổ phiếu, STB niêm yết 158 triệu, VNM niêm yết 175 triệu... Các cổ phiếu như Habeco, Sabeco sẽ tiếp tục niêm yết trong thời gian tới, tạo thêm sự lựa chọn cho nhà đầu tư. Kế hoạch IPO các doanh nghiệp lớn như Mobifone, Vietnam Airlines sẽ thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài, nhà đầu tư tổ chức tham gia. Không loại trừ khả năng một phần tiền dành cho kế hoạch đầu tư niêm yết hiện nay sẽ được chuyển sang cho những cơ hội đầu tư tiềm năng này. Nguồn cung lớn đòi hỏi nguồn tiền trong thị trường tăng tương ứng để thị trường giữ được thanh khoản như hiện nay.

Tuy nhiên, trong quý tới, khi thị trường niêm yết đã xác lập mặt bằng giá mới, và mức tăng trưởng âm của các cổ phiếu mới niêm yết sẽ thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư với các cổ phiếu OTC, có chất lượng, hiện đang ở mặt bằng giá thấp hơn so với mặt bằng giá của thị trường niêm yết. Dòng tiền sẽ chuyển dần sang các cổ phiếu OTC chất lượng tốt chờ đợi niêm yết, diễn biến đó có thể sẽ tạo mặt bằng giá mới của các cổ phiếu này ngoài OTC, và tạo giá niêm yết cao hơn khi niêm yết tại HoSE. VnIndex nhiều khả năng sẽ không được hưởng lợi nhờ những cổ phiếu mới niêm yết.

IV. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG

Để dự báo chỉ số VnIndex trong quý tới, chúng tôi dựa trên việc dự báo mức P/E chấp nhận của thị trường trong các kịch bản về kinh tế, và dựa trên dự báo về tốc độ tăng EPS của các doanh nghiệp niêm yết.

Các nhân tố tác động đến thị trường

Yếu tố vĩ mô

Kỳ vọng tăng trưởng và thanh khoản vẫn là 2 yếu tố chính tác động tới thị trường. Ngoài ra, có thể kể đến một số yếu tố gây lo ngại và rủi ro đối với thị trường như lạm phát, rủi ro đồng VND, liên quan đến tình trạng nhập siêu của Việt Nam v.v... Trong quý IV, các nhân tố này tiếp tục tác động lên thị trường, tuy nhiên, mức độ tác động không còn mạnh như trong 2 quý II, và quý III do tính bất ngờ của các nhân tố này không còn thay vào đó là sự đi lên ổn định của các nhân tố.

Diễn biến về điều kiện kinh tế, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp theo chiều hướng tích cực, tuy nhiên hiện thị trường đang bị điều chỉnh bởi các yếu tố mang tính kỹ thuật, đó là dòng tiền trong thị trường.

- Đối với tăng trưởng, mức tăng trên 5% được chúng tôi xem xét là mức tích cực, đáp ứng được kỳ vọng dự báo năm nay tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ đạt trên 5%.
- Đối với yếu tố thanh khoản, các quyết định về siết chặt tín dụng vẫn là tiêu điểm và sự chú ý của thị trường từ nay đến cuối năm. Với mức tăng trưởng tín dụng thực tế hiện đã xấp xỉ 35%, sẽ có khả năng NHNN sẽ thực hiện các biện pháp siết chặt tín dụng.
- Lạm phát mặc dù chưa tăng cao trong năm 2009, song các yếu tố tiềm ẩn tăng trở lại sẽ tác động xấu tới thị trường nếu các tháng còn lại của năm tăng đột biến. Trong kịch bản tích cực, lạm phát sẽ rơi trong khoảng 6%-8%. Lạm phát cao quá 8% hoặc dưới 6% đều được xem là tiêu cực.
- Rủi ro đối với VND có thể gây nên những bất ổn đối với TTCK, nhất là tác động lên động thái của NĐTNN. Trong những nguyên nhân mất giá của VND so với USD năm nay, thì tình trạng nhập siêu của Việt Nam đóng vai

trò chủ yếu. Nhập siêu cuối năm được dự báo ở mức 11-12 tỷ USD

Yếu tố doanh nghiệp

Bước sang quý IV, chúng tôi dự kiến tăng trưởng EPS quý sau so với quý trước của phần lớn doanh nghiệp sẽ chậm lại (dự kiến chỉ tăng khoảng 7,24% so với quý III trong khi quý III ước tăng 10,8% so với quý II). Tuy nhiên, nếu xem xét EPS dự kiến cả năm 2009 so với EPS lũy kế đến hết quý III.2009 thì tốc độ tăng trưởng ước đạt 14,5%. Một phần EPS lũy kế đến hết quý III.2009 đạt thấp là do lợi nhuận quý IV.2008 của phần lớn doanh nghiệp sụt giảm mạnh. Sự tăng trưởng EPS cả năm 2009 là cơ sở cho thấy P/E dự kiến năm 2009 (ước đạt 17,5 lần) sẽ thấp hơn mức hiện tại (20,2 lần). Tuy mức P/E dự kiến năm 2009 có giảm xuống so với mức P/E hiện tại nhưng nếu so với các P/E forward của các thị trường khác, thì cổ phiếu niêm yết ở HoSE không còn hấp dẫn nếu xét về P/E.

Dựa trên việc dự báo mức tăng EPS, cũng như dự báo mức P/E chấp nhận được của thị trường trong các kịch bản về bối cảnh kinh tế, chúng tôi dự báo chỉ số VnIndex với 2 kịch bản sau

Nội dung	Kịch bản 1	Kịch bản 2
Tăng trưởng GDP	<5,0%	>5,0%
Lạm phát	<6% hoặc >8%	6%-8%
Tăng trưởng tín dụng	Bị siết chặt	Không bị siết chặt
Thâm hụt thương mại	>12 tỷ USD	<12 tỷ USD
Chứng khoán thế giới	Đà hồi phục chậm lại	Tiếp tục hồi phục
VnIndex	480-520	580-620

Với những thông tin hiện tại về kinh tế vĩ mô và doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng chỉ số VnIndex sẽ có diễn biến theo kịch bản 2.

Dự báo của chúng tôi dựa trên việc phân tích những yếu tố cơ bản tác động đến thị trường, những yếu tố khác tác động đến thị trường như dòng tiền trong thị trường, chất lượng, số lượng và giá của các cổ phiếu mới niêm yết sẽ có tác động khiến thị trường được đẩy cao hoặc thấp hơn so với vùng giá chấp nhận được về mặt giá trị của thị trường.



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

Phòng Giao dịch BSC Nam Kỳ Khởi Nghĩa

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 8214803
Fax: 84 8 8214804

Phòng Giao dịch Hàng Tre

20 Hàng Tre - Hoàn Kiếm - Hà Nội
Tel: 3 9261278, 3 9261276
Fax: 3 9261279

Nhóm Phân tích

Kinh tế vĩ mô

Tổng Minh Tuấn
Nguyễn Thị Thu Trang
Nguyễn Ngọc Ánh

Phân tích ngành

Phạm Xuân Anh
Trần Thăng Long
Đỗ Thanh Phong
Nguyễn Gia Cẩn
Bùi Nguyệt Ánh
Trần Thị Kim Oanh
Vũ Phương Nga

Phân tích thị trường

Bùi Nguyên Khoa
Phạm Tiến Dũng
Nguyễn Ngọc Tuấn
Nguyễn Quang Hào

Trưởng nhóm phân tích

Vũ Thắng Bình

Khuyến cáo sử dụng: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tháng. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Chứng khoán BIDV