

Báo cáo 6 tháng Năm 2009

Ban biên tập:

Trưởng ban biên tập:
Nguyễn Quang Vinh - Tổng Giám đốc

Phòng Phân tích
Công ty CP Chứng khoán Bảo Việt
Email: research@bvsc.com.vn
Website: <http://www.bvsc.com.vn>

Hà nội - Trụ sở chính
8 - Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm
Tel: (84-4) 3 928 8080
Fax: (84-4) 3 928 9888

TP. Hồ Chí Minh - Chi nhánh
Số 6 - Lê Thánh Tôn, Quận 1
Tel: (84-8) 3 914 6888
Fax: (84-8) 3 914 7999

TOÀN CẢNH KINH TẾ VĨ MÔ & XU THẾ THỊ TRƯỜNG CƠ HỘI ĐẦU TƯ 2009



LỜI NÓI ĐẦU

Báo cáo *Toàn cảnh kinh tế vĩ mô và xu thế thị trường, những cơ hội đầu tư năm 2009* được Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt thực hiện trong bối cảnh nền kinh tế và thị trường chứng khoán (TTCK) đang bắt đầu bước vào một giai đoạn mới, giai đoạn ổn định để chuẩn bị cho tăng trưởng dài hạn. Báo cáo này tuy có thể chưa phải là một bức tranh chi tiết toàn cảnh, nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ phần nào chia sẻ và cung cấp cho nhà đầu tư những thông tin hữu ích, nổi bật và tổng thể nhất, giúp cho các nhà đầu tư có cái nhìn toàn diện hơn khi đánh giá lại các vấn đề trong 6 tháng đầu năm 2009, từ đó làm cơ sở cho những nhận định mà chính các nhà đầu tư có thể tự dự báo được cho mình trong năm 2009.

Báo cáo được xây dựng bao gồm 2 phần chính với cách thức tiếp cận tổng quan từ nền kinh tế vĩ mô cho đến thị trường chứng khoán. Nội dung báo cáo được triển khai từ góc độ khái quát đến những vấn đề cụ thể với những nghiên cứu kỹ lưỡng và cẩn trọng. Khi phân tích kinh tế vĩ mô, báo cáo đã tập trung đề cập đến những vấn đề chủ đạo của nền kinh tế vĩ mô trong mối quan hệ chặt chẽ tới TTCK; bên cạnh đó, báo cáo cũng đi sâu và cụ thể hơn trong việc phân tích diễn biến, xu hướng vận động của TTCK Việt Nam để làm cơ sở cho việc dự báo chung về xu hướng thị trường trong năm 2009.

Báo cáo được thực hiện với tinh thần làm việc trách nhiệm của Bộ phận nghiên cứu Kinh tế vĩ mô và Chiến lược thị trường thuộc Phòng Phân tích, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt. Trong phạm vi báo cáo, chúng tôi giới hạn các vấn đề được đề cập và độ sâu của phân tích ở một mức độ nhất định, và do vậy chúng tôi rất mong nhận được các ý kiến phản hồi, các ý kiến chia sẻ của các nhà đầu tư, các đồng nghiệp nghiên cứu phân tích.

Mọi ý kiến đóng góp xin vui lòng gửi về địa chỉ research@bvsc.com.vn.

Trân trọng./.

Hà Nội. Tháng 7/2009

BAN BIÊN TẬP

TỔNG QUAN

Vĩ mô

Trong những tháng đầu năm 2009, nền kinh tế Việt Nam tuy chịu ảnh hưởng nặng nề từ suy thoái kinh tế toàn cầu và bị những ảnh hưởng mạnh tới tốc độ tăng trưởng kinh tế, xuất nhập khẩu; nhưng với những chính sách quyết liệt, dứt khoát và đúng hướng của Chính phủ, nền kinh tế đã dần đi vào quỹ đạo ổn định hơn. Sau đây là một số dự báo chính của chúng tôi về nền kinh tế Việt Nam trong năm 2009:

- **Tăng trưởng.** Nền kinh tế Việt Nam sẽ có những cải thiện đáng kể vào thời điểm cuối năm và dự báo tăng trưởng GDP cho cả năm 2009 sẽ đạt ở mức 5,2% - 5,5%.
- **Lạm phát.** Lạm phát được dự báo tiếp tục duy trì ở mức an toàn khi mà chỉ số CPI yoy có thể vẫn sẽ tiếp tục giảm trong 2 tháng tới. Chúng tôi dự báo mức lạm phát có thể sẽ tăng dần trong các tháng tiếp theo cuối năm, tuy nhiên tình hình lạm phát sẽ chưa phải là vấn đề lo ngại trong năm nay. *Lạm phát cho cả năm 2009 nhiều khả năng sẽ chỉ ở mức từ 6% - 8%.*
- **Xuất khẩu.** Dự báo kim ngạch XK sẽ có sự khởi sắc trong các tháng còn lại cuối năm do cầu và mặt bằng giá hàng hóa đang được cải thiện. *Xuất khẩu cho cả năm 2009 nhiều khả năng sẽ tăng trưởng từ 3% - 5%, kịch bản xấu thì xuất khẩu cũng có thể không tăng trưởng hoặc sụt giảm nhẹ.*
- **Thâm hụt thương mại.** Có thể sẽ chỉ dao động quanh mức 10 tỷ USD.
- **Cán cân thanh toán.** Dự báo cán cân thanh toán tổng thể trong năm 2009 vẫn sẽ ở trong *giới hạn an toàn* do thặng dư tài khoản vốn từ các nguồn FDI, ODA và kiều hối có thể bù đắp được phần thâm hụt của cán cân thương mại.
- **Tỷ giá.** Có sự căng thẳng về nguồn cung do các doanh nghiệp XK không chịu bán USD cho ngân hàng. Tuy nhiên khi cần thiết có thể NHNN sẽ áp dụng các chính sách điều chỉnh để cân bằng nguồn ngoại tệ. *Chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ giá cuối năm có thể sẽ ở mức 18.500 - 19.000 đồng/USD.*

Thị trường Chứng khoán

BVSC nhận định, trong ngắn hạn thị trường có thể sẽ chịu những tác động nhất định từ những biện pháp kiểm soát dòng tiền nóng chảy vào TTCK và sự mất cân đối cung cầu tạm thời do việc niêm yết mới, phát hành thêm và IPOs của một số doanh nghiệp. Tuy nhiên chúng tôi giữ nguyên quan điểm nhận định rằng đây chỉ là *giai đoạn điều chỉnh ngắn hạn trong một chu kỳ tăng dài hạn của VnIndex*. Về trung và dài hạn, chúng tôi dự báo thị trường sẽ sớm lấy lại đà tăng trưởng với các yếu tố thuận lợi chính sau:

- **Triển vọng hoạt động SXKD** của các doanh nghiệp từ nay đến cuối năm khá sáng sủa. Hầu hết các doanh nghiệp đầu ngành sẽ đạt và vượt mức doanh thu, lợi nhuận so với kế hoạch.
- **EPS** toàn thị trường của cả năm 2009 được dự báo sẽ tăng 22% - 25%.
- Với những căn cứ đó, ước tính chỉ số P/E của toàn thị trường cho năm 2009 có thể sẽ chỉ ở mức xấp xỉ 13x; mức này nằm trong nhóm các nước có chỉ số P/E thấp trong khu vực và điều này sẽ tạo nên sức hấp dẫn cho TTCK Việt Nam trong việc thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài.

Vào thời điểm cuối năm 2009, chúng tôi dự báo chỉ số VnIndex có thể sẽ ở mức tích cực: 560 điểm.

I. BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ

Tổng quan kinh tế vĩ mô

Sáu tháng đầu năm được xem là giai đoạn “vượt dốc” của kinh tế Việt Nam

Sáu tháng đầu năm 2009 được xem là giai đoạn “vượt dốc” của nền kinh tế Việt Nam trong xu thế chung cùng chịu tác động từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới. Trong nỗ lực vượt qua khủng hoảng, vai trò đầu tàu của Chính phủ đã được nâng cao và các chính sách kích cầu, giải cứu nền kinh tế đã liên tục được đưa ra nhằm tránh cho nền kinh tế Việt Nam bị rơi vào một cuộc suy thoái sâu và trầm trọng hơn. Sau 6 tháng đầu năm, các chính sách này đã chứng tỏ sự thành công và hiệu quả rõ rệt, giúp kinh tế Việt Nam ổn định để có thể sớm trở lại quỹ đạo tăng trưởng.

Chính sách kích cầu bù 4% lãi suất đã khơi thông dòng tín dụng, giúp các DN suy trì sản xuất

Tâm điểm trong chính sách điều hành kinh tế vĩ mô của Chính phủ 6 tháng đầu năm chính là việc thông qua gói kích cầu với hình thức bù 4% lãi suất khi các doanh nghiệp vay vốn tại các ngân hàng thương mại. Đây được coi là liều thuốc cần thiết, hữu hiệu và kịp thời giúp cho các doanh nghiệp duy trì năng lực sản xuất trong bối cảnh kinh tế toàn cầu có nguy cơ đổ vỡ nghiêm trọng. Mặc dù trong giai đoạn đầu triển khai, với mặt bằng lãi suất xuống thấp, các doanh nghiệp đã tận dụng tiền kích cầu để trả nợ cho các khoản vay với lãi suất rất cao lên đến gần 20% trong năm 2008. Mục tiêu kích cầu tuy phần nào bị ảnh hưởng, nhưng xét cho cùng thì việc giúp các doanh nghiệp giảm được một phần đáng kể chi phí vốn sẽ giúp cho hệ thống ngân hàng tránh khỏi nguy cơ nợ xấu tăng cao có thể dẫn đến thiếu thanh khoản và đổ vỡ hàng loạt. Tuy vậy, giai đoạn tiếp sau đã cho thấy hiệu quả tích cực của gói kích cầu khi mà các doanh nghiệp đã tái cơ cấu các khoản nợ, dòng tín dụng chính thức được khơi thông và đạt được sự tăng trưởng khá ấn tượng. Tính đến thời điểm cuối tháng 6, tăng trưởng tín dụng đã đạt tới con số gần **18%** so với cuối năm 2008, đây là một mức tăng mạnh với gia tốc ngày càng lớn và đặc biệt là trong những tháng gần đây khi xét trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng những tháng đầu năm là không đáng kể (dưới 1%).

Với tốc độ tăng trưởng GDP đạt 3,9%, Việt Nam là một trong số ít các nước có tăng trưởng dương trong 6 tháng đầu năm

Được tiếp sức bởi dòng tín dụng mạnh mẽ, tăng trưởng GDP của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm đã đạt đến **3,9%**, một kết quả rất đáng khích lệ khi trên thực tế không có nhiều nước trên thế giới đạt được mức tăng trưởng dương trong 2 quý đầu năm. Lạm phát tiếp tục nằm trong tầm kiểm soát nhờ mặt bằng giá cả hàng hoá thế giới vẫn duy trì ở mức thấp, vì thế lạm phát có thể sẽ chưa phải là mối lo lớn trong những tháng còn lại của năm nay; thay vào đó lạm phát có thể sẽ là câu chuyện của năm 2010 khi mà cung tiền đã đủ thời gian ngấm hết vào nền kinh tế cũng như sự

XNK sụt giảm mạnh trong 2 quý đầu năm nhưng nhiều khả năng sẽ khởi sắc trong những tháng còn lại

TTCK Việt Nam còn nhiều cơ hội với sự cải thiện dần của kinh tế vĩ mô

phục hồi của kinh tế thế giới nhiều khả năng sẽ bắt đầu vào năm 2010.

Đáng lo ngại nhất trong 6 tháng đầu năm qua là tình hình xuất nhập khẩu có xu hướng sụt giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2008. Xuất khẩu giảm 10% trong khi nhập khẩu giảm với tốc độ mạnh hơn (khoảng 36%). Rõ ràng là cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới đã có những tác động không nhỏ tới một nền kinh tế có độ mở khá lớn như Việt Nam hiện nay. Ngay cả một cường quốc xuất khẩu là Trung Quốc cũng đã phải chịu mức sụt giảm nặng nề (khoảng 20%). Tuy nhiên kim ngạch xuất nhập khẩu được dự báo có thể sẽ có nhiều khởi sắc trong những tháng còn lại của năm 2009, nổi bật là việc nhập siêu đang có tín hiệu và có thể sẽ tăng tốc trở lại. Mặc dù vậy, theo ước tính của chúng tôi thì nhập siêu cũng sẽ chỉ ở mức khoảng 10 tỷ USD trong năm nay, cán cân thanh toán vì thế nhiều khả năng vẫn sẽ ở mức an toàn do thặng dư của các nguồn vốn FDI, ODA và kiều hối có thể vẫn tiếp tục bù đắp được phần thâm hụt thương mại.

Nói tóm lại, dưới tác động tích cực của gói kích cầu và triển vọng phục hồi của kinh tế thế giới, bức tranh kinh tế vĩ mô của Việt Nam đã trải qua giai đoạn ảm đạm nhất và hứa hẹn sẽ có nhiều khởi sắc từ nay cho tới cuối năm. Với bối cảnh đó, TTCK Việt Nam cũng sẽ còn rất nhiều cơ hội để bứt phá trong những tháng còn lại của năm 2009.

Các chỉ tiêu cơ bản	2007	2008	2009E
GDP	8,4%	6,5%	5,2%-5,5%
Lạm phát	12,6%	19,9%	6%-8%
Tỷ giá (Đồng/USD)	16.030	17.500	18.500-19.000
Xuất khẩu	21%	30%	0%-5%
Nhập khẩu	31%	29%	-10%-0%
Thâm hụt TM (Tỷ USD)	-12,4	-17	-10
FDI (Tỷ USD)	21,3	64	50
<i>(Giải ngân FDI - Tỷ USD)</i>	6,8	11	8
Tăng trưởng tín dụng	53,8%	22%	28%-30%

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tăng trưởng đang trong xu thế cải thiện

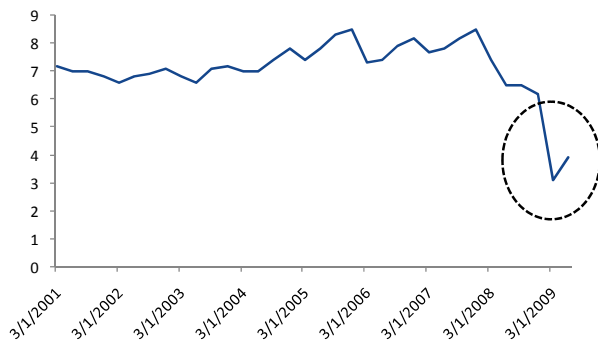
Quý 1 có lẽ là giai đoạn khó khăn nhất của nền kinh tế Việt Nam khi mà mức tăng trưởng của nền kinh tế đã giảm xuống mức 3,1%, mức thấp nhất trong vòng 10 năm qua. Nền kinh tế Việt Nam đã chịu những ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế toàn cầu và từ chính sách thắt chặt tiền tệ thực hiện giữa năm 2008. Các nguồn động lực cho tăng trưởng như xuất khẩu và đầu tư nước ngoài đã

sụt giảm mạnh trong khi sức cầu nội địa tuy không giảm quá mạnh nhưng cũng phần nào chịu ảnh hưởng.

Bất chấp việc các động lực tăng trưởng như XK, FDI suy giảm, GDP của Việt Nam vẫn tăng 3,9% trong 6 tháng đầu năm

Sau giai đoạn suy thoái, GDP của Việt Nam đã có dấu hiệu cải thiện đáng kể khi mà GDP quý 2 đã tăng lên mức 3,9% so với mức 3,1% trong quý 1. Các nguồn động lực cho tăng trưởng như xuất khẩu và đầu tư nước ngoài tuy chưa tăng so với cùng kỳ năm ngoái, nhưng đã bắt đầu có các dấu hiệu khởi sắc đáng kể hơn. Trong quá khứ, độ trễ của các chính sách tiền tệ thường là khoảng 6 tháng, do vậy cung tiền từ gói kích cầu của Chính phủ có thể sẽ bắt đầu phát huy tác dụng mạnh mẽ vào thời điểm quý 3 và nhiều khả năng sẽ cải thiện đáng kể sức cầu nội địa.

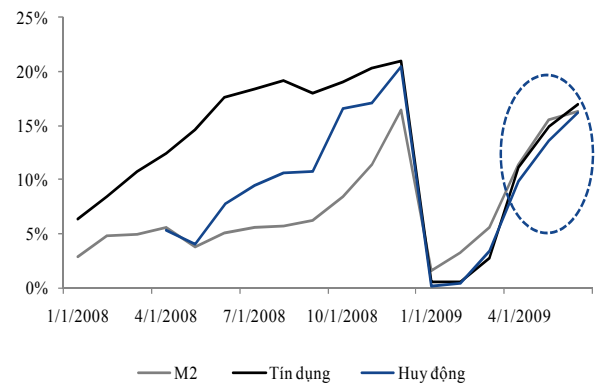
GDP Q2 có xu hướng cải thiện đáng kể so với Q1



Đơn vị: %

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tăng trưởng tín dụng tăng mạnh trong Q2



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong cả năm 2009 sẽ đạt từ 5,2% - 5,5%

Chúng tôi giữ nguyên dự báo mức tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ đạt mức **5,2%-5,5%** trong năm 2009. Mặc dù vậy, diễn biến tăng trưởng sẽ có những dấu hiệu tích cực đặc biệt là vào 2 quý cuối năm. Hơn nữa, thời gian tăng trưởng ở mức thấp trong quý 1 và quý 2 cũng là thời gian cần thiết để Việt Nam có điều kiện cơ cấu lại nền kinh tế theo hướng hiệu quả hơn, loại bỏ những yếu tố tiêu cực còn tồn tại và làm tiền đề cho sự tăng trưởng mạnh mẽ trở lại trong giai đoạn 2010-2011. Do vậy con số tăng trưởng dự báo ở mức 5,2%-5,5% cũng không phải là tiêu cực nếu xét trong bối cảnh chung của kinh tế thế giới.

Lạm phát có xu hướng tăng nhưng khó bùng nổ

Lạm phát được dự báo tăng mạnh trong 2 tháng cuối năm; CPI cho cả năm 2009 có thể sẽ đạt mức 6-8%

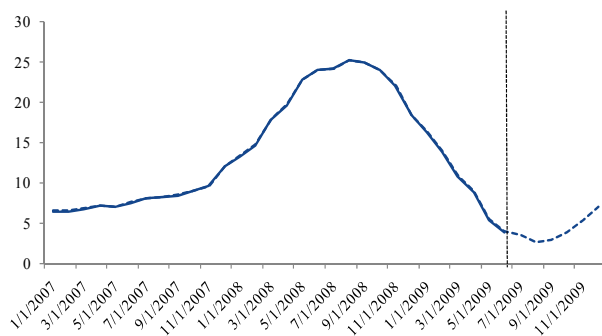
Sau một giai đoạn sụt giảm của chỉ số lạm phát, chỉ số CPI yoy tháng 6 đã giảm xuống mức 3,94%, nhưng xu thế giá cả các mặt hàng đã và đang bắt đầu tăng trở lại. Từ khía cạnh kỹ thuật, chúng tôi vẫn đánh giá CPI yoy của tháng 7 và 8 vẫn sẽ tiếp tục sụt giảm do chỉ số CPI cùng kỳ năm ngoái vẫn ở mức khoảng trên 1%, tuy nhiên chúng tôi đánh giá CPI sẽ tăng dần, đặc biệt vào những tháng cuối năm nay. Dựa trên các mô hình phân tích, chúng tôi giữ nguyên quan điểm và dự báo CPI cả năm 2009 sẽ chỉ ở mức 6%-8%.

Lạm phát nhiều khả năng chưa phải là mối lo lớn trong năm nay

Vì thế chúng tôi đánh giá lạm phát sẽ chỉ có thể là mối ngại của năm 2010 do lượng cung tiền từ gói kích cầu của Chính phủ có độ trễ nhất định (trong quá khứ thường là khoảng 6 tháng). Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro lạm phát bùng nổ như thời điểm cuối năm 2007 và đầu năm 2008 là không cao do:

- Sau một giai đoạn sụt giảm giá mạnh của các hàng hóa do suy thoái kinh tế, các hàng hóa điển hình như là dầu thô đã tăng mạnh từ thời điểm đáy và đã phần nào ảnh hưởng tới lạm phát (điển hình là có tác động mạnh lên giá xăng dầu). Sau một giai đoạn tăng mạnh, hiện mặt bằng giá của đa số các hàng hóa đã bắt đầu có dấu hiệu chững lại và đã tương đối sát với mức dự báo bình quân của các tổ chức lớn trong năm nay. Do vậy, chúng tôi đánh giá rủi ro lạm phát tăng mạnh trở lại do mặt bằng giá hàng hóa tiếp tục tăng là không cao.
- Tuy 6 tháng đầu năm tăng trưởng tín dụng đã đạt tới gần 18% so với cuối năm 2008, nhưng 6 tháng cuối năm tốc độ này khó có thể duy trì ở mức này bởi định hướng kiểm soát của NHNN và nhu cầu tín dụng cũng đã phần nào được giải quyết. Ngoài ra, điểm khác biệt của năm nay chính là nguồn tín dụng có xu hướng chất lượng hơn và tập trung hơn vào các ngành sản xuất nằm trong gói kích cầu.
- Tỷ giá tăng liên tục và bất ổn định của năm ngoái phần nào cũng đã ảnh hưởng tới giá cả các mặt hàng nhập khẩu. Trong năm nay, chúng tôi dự báo tỷ giá sẽ ổn định hơn và điều này đồng nghĩa với việc áp lực tăng giá của các mặt hàng nhập khẩu cũng sẽ thấp hơn.

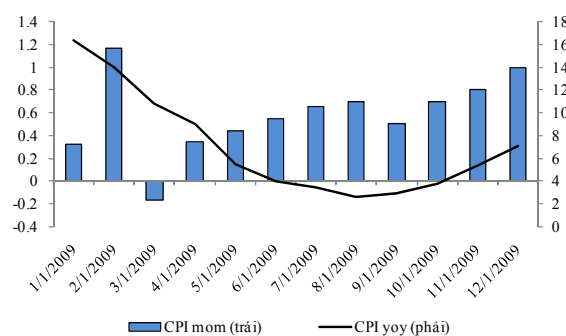
Lạm phát được dự kiến sẽ tăng 7-8% trong năm 2009



Đơn vị: %

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lạm phát đang trên đà tăng nhưng khó bùng nổ



Đơn vị: %

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Xuất khẩu sụt giảm theo xu thế chung

Ảnh hưởng từ khủng hoảng kinh tế thế giới, xuất khẩu của Việt Nam cũng không tránh được xu thế sụt giảm

Xuất khẩu là yếu tố quan trọng xác định xu thế cũng như sự hồi phục, tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Năm 2008 xuất khẩu ước tính đạt khoảng 70% giá trị GDP và tổng giá trị kim ngạch xuất nhập khẩu chiếm tới 1,7 lần GDP. Rõ ràng Việt Nam đã và đang là một

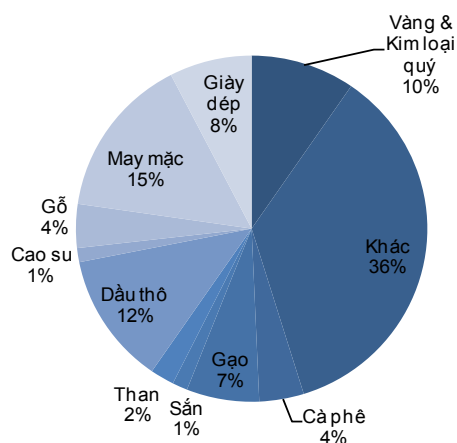
nền kinh tế rất mở, mọi ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế thế giới sẽ có những ảnh hưởng lớn đến xuất khẩu, và do đó quyết định lớn đến tăng trưởng của Việt Nam như là một nước phụ thuộc lớn vào xuất khẩu.

Trong 6 tháng đầu năm, với sự lao dốc của giá cả các loại hàng hoá trên thế giới cũng như sự co lại của các thị trường truyền thống như Mỹ, EU, Nhật... kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam vì thế cũng không tránh khỏi xu thế sụt giảm chung.

Hầu hết các mặt hàng XK chủ lực đều sụt giảm mạnh

Về tổng quan, xuất khẩu trong nửa đầu năm 2009 của Việt Nam đã cho thấy sự sụt giảm đáng kể đối với một số mặt hàng chủ lực. Các mặt hàng đóng góp nhiều vào giá trị gia tăng của Việt Nam (còn gọi là 12 mặt hàng chủ lực) thì chỉ có xuất khẩu gạo là có mức tăng trưởng dương. Nhờ yếu tố tăng giá, gạo đã có mức tăng trưởng xuất khẩu ấn tượng là **24%** và đạt giá trị **1,8 tỷ USD**, đây là một trong số ít các mặt hàng có khả năng sẽ vượt chỉ tiêu xuất khẩu trong năm nay. Ngoài gạo, xuất khẩu sản cũng đạt được kết quả khá ấn tượng với mức tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái, kim ngạch xuất khẩu đã đạt 368 triệu USD. Dệt may, một mặt hàng có tỷ trọng giá trị lớn trong danh mục xuất khẩu (chiếm 15%), cũng may mắn chỉ giảm nhẹ **1,3%** sau rất nhiều những khó khăn trong 3 tháng đầu năm.

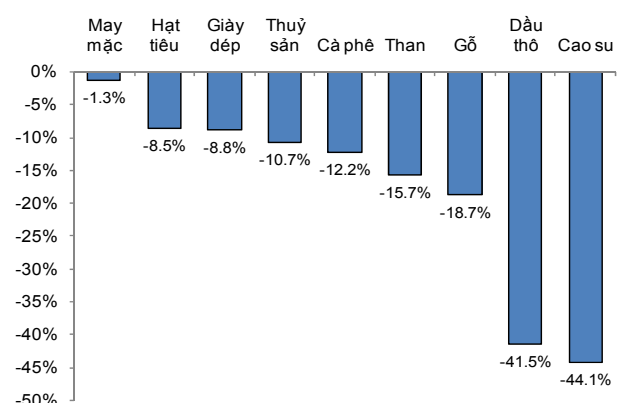
Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam trong Q1



Đơn vị: %

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Hầu hết các mặt hàng XK chủ lực đều sụt giảm mạnh



Đơn vị: %

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Sự đột biến của XK vàng đóng góp lớn vào thành tích xuất siêu của Việt Nam trong quý I

Đóng góp nhiều nhất và khá bất ngờ trong cơ cấu danh mục xuất khẩu quý I là sự tăng trưởng đột biến của xuất khẩu vàng và đá quý. Với kim ngạch 2,6 tỷ USD, giá trị của vàng chiếm **9,6%** tổng giá trị xuất khẩu. Nguyên nhân đột biến của xuất vàng là tận dụng xu thế tăng giá khá cao của thị trường thế giới, Việt Nam đã tranh thủ tái xuất mạnh. Xu hướng này có phần ngược lại so với thời điểm giữa năm 2008 khi mà Việt Nam đã nhập khẩu khá nhiều vàng. Đóng góp của vàng và đá quý đã giúp cho kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam chỉ sụt giảm ở mức nhẹ khoảng 10%; nếu không tính vàng thì mức sụt giảm của xuất khẩu sẽ cao gấp đôi với mức khoảng 20% - Do vậy thực trạng xuất khẩu của Việt Nam sau 6 tháng đầu năm là tương đối

đáng lo ngại về con số kết quả.

Cụ thể là các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam đều giảm như Dầu thô 42%, Cao su 44%, Gỗ 19%, Café 12%, Thủy sản 11% và Giấy dếp 9%... Những mặt hàng này có hệ số co giãn với sức cầu không cao nên giá trị giảm chủ yếu do mặt bằng giá giảm mạnh khi sức cầu đối với các mặt hàng này sụt giảm.

Phục hồi nhưng mức tăng trưởng sẽ thấp

Khả năng XK phục hồi trong 6 tháng cuối năm được đánh giá cao, mặc dù vậy mức tăng trưởng nhiều khả năng sẽ thấp

Mặc dù nhận thức rõ những khó khăn, chúng tôi cho rằng tăng trưởng trở lại của xuất khẩu trong những tháng tiếp theo là có khả năng. Việc dự báo xuất khẩu hồi phục sớm và sẽ tốt hơn trong các quý tiếp theo trong năm được dựa trên cơ sở về sự phục hồi của giá các mặt hàng nguyên liệu cơ bản. Đồng thời, với các gói kích thích kinh tế rất mạnh tay của các nền kinh tế lớn, thị trường xuất khẩu của Việt Nam hứa hẹn sẽ có mức cải thiện đáng kể khi nền kinh tế thế giới dần phục hồi. Một số điểm đáng chú ý về khả năng hồi phục của xuất khẩu Việt Nam có thể kể đến như:

Giá hàng hoá cơ bản tăng trở lại và triển vọng kinh tế thế giới phục hồi sẽ giúp xuất khẩu của Việt Nam khởi sắc.

- *Khả năng phục hồi từ việc giá dầu thô đang tăng trở lại.* Trong 6 tháng đầu năm, xuất khẩu dầu thô sụt giảm mạnh so với năm 2008, tỷ trọng giá trị xuất khẩu dầu thô trong 2 quý đầu năm chỉ chiếm 12% tổng giá trị xuất khẩu, giảm so với mức trung bình 17% các năm trước đó. Tuy nhiên, xuất khẩu dầu thô hoàn toàn có cơ hội tăng trở lại khi mà giá dầu thô đã liên tục có những cải thiện trong thời gian gần đây. Theo mức dự báo trung bình của các tổ chức lớn thì giá dầu cuối năm 2009 có thể sẽ đạt mức 70 USD/thùng.
- *Mặt bằng giá hàng hoá cơ bản cải thiện.* Mặc dù giá cả hàng hóa cơ bản trên thế giới chưa thực sự tăng rõ ràng, nhưng các hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như cao su, gạo, café đang có mức cải thiện đáng kể. Đây là những mặt hàng cơ bản và có mức cầu co giãn thấp. Việc cắt giảm sản lượng do sức cầu suy giảm sẽ dẫn tới việc giá cả các mặt hàng này sẽ tăng nhanh chóng khi sức cầu được hồi phục trở lại. So với thời điểm đầu năm, giá cao su và café đã tăng do nguồn cung trên thế giới sụt giảm tại một số nước chủ chốt.
- *Kinh tế thế giới mà nổi bật là kinh tế Mỹ đang cho những tín hiệu chạm đáy* khi tình hình sản xuất, bán lẻ và nhà đất đang dần được cải thiện. Việc phục hồi của kinh tế Mỹ sẽ có ảnh hưởng rất lớn đối với xuất khẩu của Việt Nam vì thị trường này chiếm khoảng 20% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, và cũng là thị trường chủ lực của các mặt hàng như dệt may, giày dếp, thủy sản, đồ gỗ...

Tuy vậy nhiều khả năng tăng trưởng của xuất khẩu trong cả năm nay sẽ ở mức không cao, nguyên nhân là do trong 6 tháng đầu năm

Trong kịch bản lạc quan, xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ tăng trưởng từ 3%-5% trong năm nay

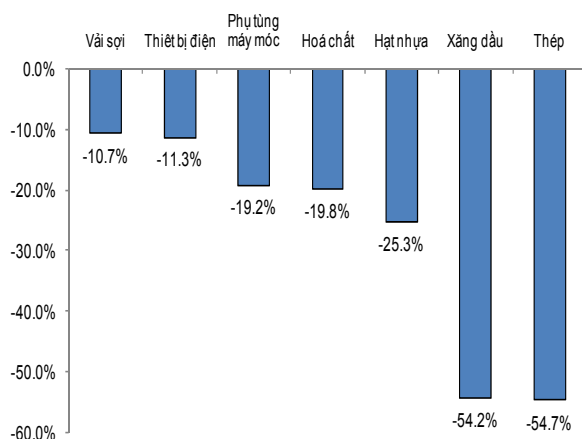
xuất khẩu đã sụt giảm 10%. Do đó để có mức tăng trưởng dương, xuất khẩu trong 6 tháng cuối năm sẽ phải đạt ở mức trên 10% - Đây là một nhiệm vụ tương đối khó khăn trong bối cảnh sự phục hồi của kinh tế thế giới còn chưa thật sự rõ ràng và các doanh nghiệp xuất khẩu vẫn còn khó tiếp cận các thị trường mới. Trong kịch bản lạc quan, xuất khẩu có thể sẽ đạt mức tăng trưởng từ 3-5%; mặc dù vậy, chúng tôi thiên về kịch bản xuất khẩu trong cả năm 2009 nhiều khả năng sẽ không tăng trưởng, thậm chí không ngoại trừ khả năng giảm nhẹ so với năm 2008.

Nhập khẩu sẽ tăng trong các tháng cuối năm

6 tháng đầu năm, nhập siêu của Việt Nam suy giảm hơn 80% so với cùng kỳ năm ngoái

Áp lực lớn nhất đối với cán cân thanh toán của Việt Nam là vấn đề nhập siêu. Trong 6 tháng đầu năm 2009, mức nhập siêu của Việt Nam là **2,3 tỷ USD**, giảm hơn 80% so với cùng kỳ năm ngoái. Việc nhập khẩu suy giảm với tốc độ mạnh hơn so với xuất khẩu đã làm cho nhập siêu ở mức tương đối thấp. Trong 2 quý đầu năm, nhập khẩu đã giảm hơn 30% (gấp 3 lần mức giảm của xuất khẩu), các mặt hàng nhập khẩu chủ lực đều suy giảm rất mạnh như xăng dầu 54%, thép 55%, hoá chất 20%, máy móc thiết bị 19%... Một điều dễ nhận thấy là kim ngạch nhập khẩu giảm phần nhiều là do giá nhập khẩu các mặt hàng này thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi khối lượng hàng nhập không giảm nhiều.

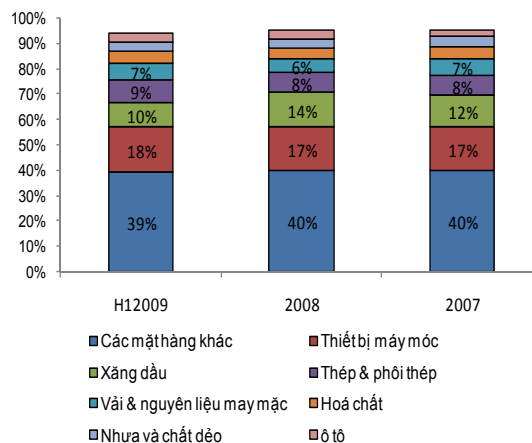
NK các mặt hàng chủ lực sụt giảm mạnh chủ yếu do giá giảm



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Cơ cấu NK các mặt hàng chủ lực không có nhiều biến động, ngoại trừ NK xăng dầu có tỷ trọng giảm xuống

Cơ cấu NK các mặt hàng chủ lực không có nhiều thay đổi



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Cơ cấu nhập khẩu trong 6 tháng đầu năm cũng không có nhiều biến động so với 2 năm gần đây, về cơ bản thì các mặt hàng chủ lực như xăng dầu, máy móc thiết bị, thép, dệt may... vẫn chiếm tới 60% tổng giá trị nhập khẩu. Đáng chú ý là tỷ trọng nhập khẩu xăng dầu đang có xu hướng giảm từ 14% năm 2008 xuống còn 12% trong nửa đầu năm 2009. Việc Nhà máy lọc dầu Dung Quất chính thức đi vào hoạt động cùng với việc giá xăng dầu thế giới lao dốc với biên độ mạnh là nguyên nhân chính dẫn tới sự sụt giảm về giá trị nhập khẩu xăng

Thâm hụt thương mại nhiều khả năng sẽ chỉ trên dưới 10 tỷ USD cho cả năm 2009

dầu. Dự báo trong một vài năm tới, khi mà Nhà máy lọc dầu Dung Quất vận hành đầy đủ với 100% công suất sẽ góp phần giảm lượng nhập khẩu xăng dầu đáng kể cho Việt Nam. Tỷ trọng xăng dầu trong tổng giá trị nhập khẩu cũng do đó mà giảm dần và củng cố thêm sự an toàn chung của cán cân thanh toán.

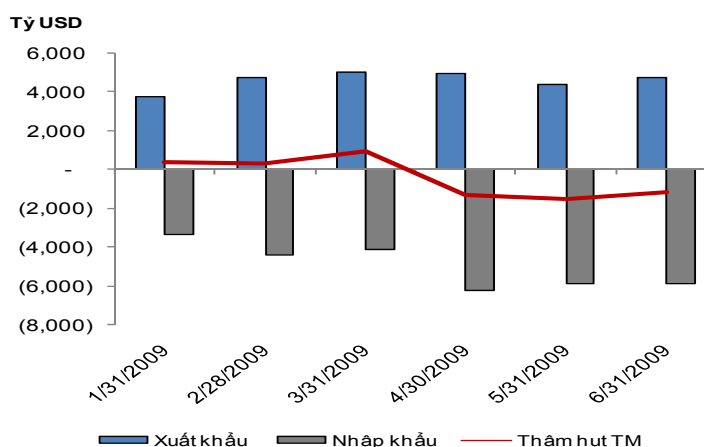
Dự báo từ nay cho tới cuối năm, thâm hụt thương mại sẽ tăng dần do nhập khẩu nhiều khả năng sẽ tăng tốc vào những tháng cuối năm. Tuy vậy, nhập siêu cuối 2009 nhiều khả năng cũng sẽ chỉ ở mức quanh **10 tỷ USD**. Điều này đồng nghĩa với việc từ nay cho tới cuối năm, mỗi tháng Việt Nam sẽ nhập siêu khoảng 1,2 tỷ USD (xấp xỉ mức trung bình của năm 2008).

Cán cân thanh toán tổng thể vẫn sẽ ở mức an toàn

Cán cân thanh toán tổng thể có thể sẽ vẫn ở mức an toàn khi các nguồn FDI, ODA, kiều hối bù đắp được phần thâm hụt của cán cân thương mại

Với mức nhập siêu như vậy thì cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam chưa phải là điều đáng phải lo ngại khi mà các nguồn vốn FDI, ODA và kiều hối hoàn toàn có thể bù đắp được phần cán cân thương mại thâm hụt. Vốn FDI trong nửa đầu 2009 tuy gây nhiều thất vọng cả về số vốn đăng ký mới (khoảng 6,6 tỷ USD) lẫn giải ngân (hơn 4 tỷ USD), nhưng các nguồn vốn này vẫn có khả năng sẽ tăng mạnh trở lại vào cuối năm. Theo Bộ Kế hoạch và đầu tư, có rất nhiều dự án đang chờ được cấp phép đầu tư vào Việt Nam, FDI giải ngân dự kiến vẫn hoàn thành chỉ tiêu 8 tỷ USD. Vốn ODA cuối năm có thể đạt khoảng 2 tỷ USD trong khi 6 tháng đầu đã giải ngân được 1,27 tỷ USD, đạt hơn 60% kế hoạch. Bên cạnh đó, với sự đóng góp của dòng kiều hối ước tính đạt khoảng hơn 1 tỷ USD, *cán cân thanh toán tổng thể vẫn sẽ ở ngưỡng an toàn và không gây quá nhiều áp lực lên tỷ giá hối đoái.*

Tổng quan cán cân thương mại 6 tháng đầu năm



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tỷ giá ổn định trong 6 tháng đầu năm

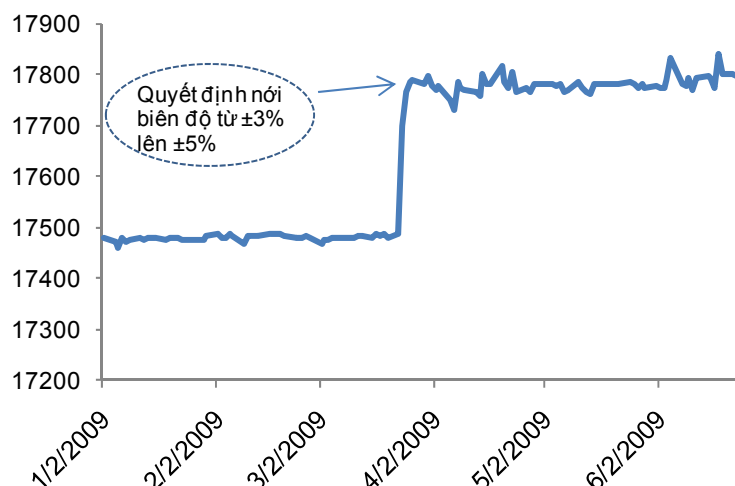
Quyết định nới rộng biên độ giao

Nhìn lại 6 tháng đầu năm 2009, có thể thấy câu chuyện tỷ giá

dịch tỷ giá lên 5% của NHNN khiến tỷ giá tăng vọt

đã diễn ra không quá căng thẳng như nhiều dự báo trước đó. Tỷ giá hầu như đi ngang trong suốt 3 tháng đầu năm và sau đó vọt sau quyết định nới biên độ dao động tỷ giá từ $\pm 3\%$ lên $\pm 5\%$ của NHNN vào ngày **23/3/2009**. Từ thời điểm đó cho đến nay, tỷ giá hầu như không có biến động nhiều và hoàn toàn đang nằm trong tầm kiểm soát của NHNN.

Tỷ giá chỉ tăng vọt sau quyết định nới biên độ của NHNN



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Quyết định nâng biên độ tỷ giá được đánh giá là bước đi chủ động của NHNN

Trở lại với điểm nhấn đáng lưu ý là quyết định nới biên độ giao dịch tỷ giá thêm $\pm 2\%$, chúng tôi cho rằng đây là một bước đi tương đối linh hoạt và hợp lý của NHNN xét trong bối cảnh kinh tế vĩ mô lúc đó đang có nhiều thuận lợi. Trong cả quý 1, Việt Nam đã lần đầu tiên xuất siêu 1,6 tỷ USD sau nhiều năm. Mặc dù việc xuất siêu có phần đóng góp rất lớn từ sự đột biến trong hoạt động xuất khẩu vàng và đá quý (1,5 tỷ USD), tuy nhiên việc cân cân thương mại thặng dư đã hầu như không gây ra sức ép nào lên tỷ giá. Bên cạnh đó, lạm phát trong cả quý 1 cũng chỉ tăng nhẹ 1,32% so với cuối năm 2008, điều này tạo điều kiện cho việc tăng tỷ giá sẽ không kéo theo nguy cơ lạm phát. Trong bối cảnh như vậy, quyết định nâng biên độ tỷ giá của NHNN được coi là một bước đi khôn ngoan và thể hiện sự chủ động giảm giá VNĐ nhằm hỗ trợ cho xuất khẩu thay vì những lần bị động, chạy theo tỷ giá do sức ép của thâm hụt thương mại chúng ta thường thấy trước đây.

Căng thẳng nguồn cung USD trong thời gian gần đây chủ yếu do tâm lý găm giữ, kỳ vọng tỷ giá lên của các DN XK

Tuy nhiên, trong giai đoạn tháng 4 và tháng 5 đã xuất hiện tình trạng căng thẳng về nguồn cung USD bán cho các doanh nghiệp nhập khẩu tại một số NHTM. Nguyên nhân là do các doanh nghiệp xuất khẩu giữ và không chịu bán USD cho ngân hàng vì 2 lý do: 1) *Tâm lý găm giữ với kỳ vọng tỷ giá tăng*, 2) *Các doanh nghiệp này dùng USD như một khoản thế chấp để vay vốn kích cầu*. Việc căng thẳng USD trong thời gian này hoàn toàn do yếu tố tâm lý. Sau một loạt

các biện pháp chấn chỉnh thị trường ngoại hối của NHNN như thanh tra nghiệp vụ mua bán USD của các NHTM, nghiêm cấm báo chí đưa tin về tỷ giá trên thị trường tự do, siết chặt quy định các loại hàng hoá phải niêm yết giá bằng VNĐ..., tỷ giá đã bình ổn trở lại.

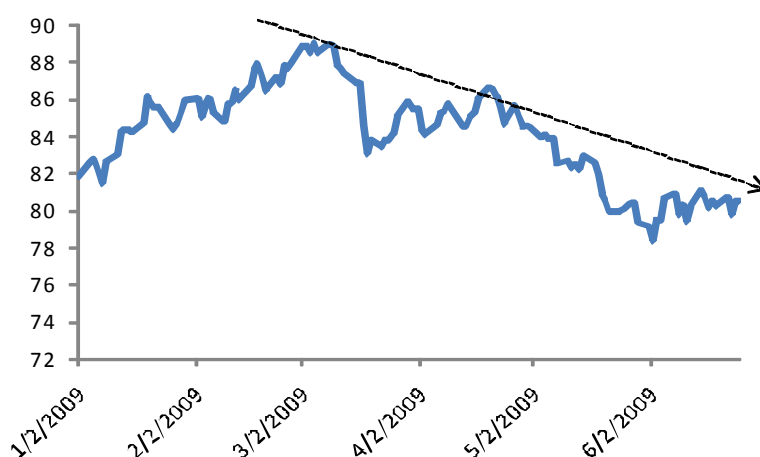
Tiếp tục xu hướng tăng trong vòng kiểm soát

Cán cân thanh toán tổng thể an toàn sẽ giúp tỷ giá không phải chịu nhiều sức ép

Chúng tôi cho rằng 6 tháng cuối năm sẽ không có nhiều sức ép đối với tỷ giá. Một số nguyên nhân có thể kể đến là:

- Đồng USD trên thế giới có xu hướng ngày càng yếu đi do thâm hụt ngân sách khổng lồ của Mỹ.
- Thâm hụt thương mại của Việt Nam dự báo sẽ tăng dần từ nay cho tới cuối năm nhưng sẽ ở mức vừa phải (khoảng 10 - 12 tỷ USD).
- Các nguồn vốn FDI, ODA và kiều hối trong 6 tháng đầu năm tuy gây thất vọng nhưng nhiều khả năng sẽ tăng tốc trở lại vào cuối năm.

USD Index liên tục suy yếu trong 6 tháng đầu năm



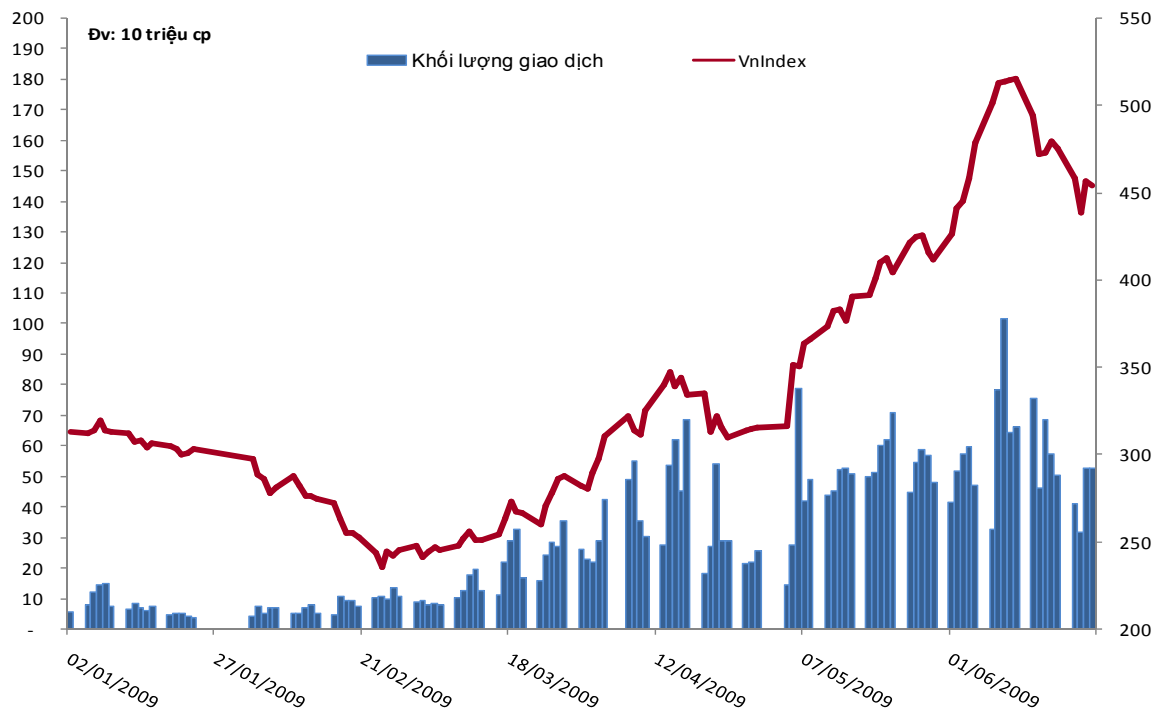
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Dự báo tỷ giá VND/USD có thể sẽ ở khoảng 18.500 - 19.000 vào thời điểm cuối năm 2009

Tuy nhiên, nhằm hỗ trợ hơn nữa cho hoạt động xuất khẩu, NHNN nhiều khả năng sẽ tiếp tục nới lỏng tỷ giá một cách có chủ đích. Bên cạnh đó, chính sách kích cầu cũng sẽ làm cho VNĐ yếu đi tương đối so với USD do một lượng lớn tiền đồng được cung ra thị trường. Việc nới lỏng tỷ giá của NHNN cũng sẽ gặp nhiều thuận lợi khi mà lạm phát vẫn hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát (lạm phát yoy tháng 6 chỉ là 3,94%). Từ những nhận định trên, chúng tôi tiếp tục giữ nguyên dự báo tỷ giá VND/USD có thể sẽ ở mức **18.500** đến **19.000** đồng/USD vào thời điểm cuối năm 2009.

II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG

Diễn biến chung



Nhìn lại diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam nửa đầu năm 2009, có thể chia thành 2 giai đoạn chính.

Thị trường tiếp tục đà suy giảm trong 2 tháng đầu năm và bắt đầu hồi phục kể từ tháng 3.

Giai đoạn suy giảm. Trong tháng 1 và tháng 2, thị trường tiếp nối đà giảm của năm 2008 và tạo đáy khi chỉ số VnIndex chạm ngưỡng 235,5 điểm vào ngày 24/2/2009, giảm tới gần 80% so với mức đỉnh 1.170,67 điểm được thiết lập vào ngày 12/03/2007; trong khi đó mức giảm của HNX-Index là gần 83% khi chỉ số này chạm tới ngưỡng 78,06 điểm. Cổ phiếu thuộc các ngành dịch vụ tài chính, bất động sản, công nghiệp và dầu khí bị ảnh hưởng nặng nề nhất khi giá các cổ phiếu này sụt giảm tới hơn 30% do các khoản trích lập dự phòng khá lớn trong năm 2008. Trong giai đoạn này thị trường bất động sản cũng gần như đóng băng, giá hàng hóa giảm mạnh cũng đã làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp. Cùng với việc giảm giá chứng khoán hàng loạt, quy mô giao dịch của thị trường cũng bị sụt giảm mạnh xuống mức trung bình mỗi phiên chỉ có khoảng 7 triệu đơn vị cổ phiếu và chứng chỉ quỹ được giao dịch.

Các hoạt động cho vay đầu tư, cầm cố chứng khoán được kích hoạt trở lại đã tạo nên các phiên giao dịch với khối lượng kỷ lục.

Giai đoạn phục hồi. Bước sang tháng 3, TTCK trong nước đã dần ổn định trở lại và thanh khoản của thị trường đã đạt tới mức cao nhất vào tháng 5, khi quy mô giao dịch trung bình mỗi phiên tại HoSE đã lên tới trên 50 triệu đơn vị cổ phiếu và chứng chỉ quỹ, tại HNX cũng đạt tới gần 27,5 triệu đơn vị.

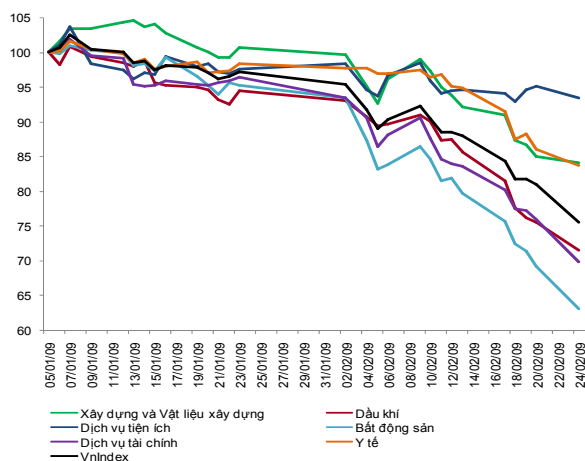
Khối lượng giao dịch tăng mạnh một phần là do nhiều công ty chứng khoán và các ngân hàng đã mạnh tay kích hoạt lại các hoạt động repo cũng như cầm cố chứng khoán và điều này đã góp phần làm tăng độ khuếch đại của lượng tiền trên thị trường.

Các ngành tài chính ngân hàng, vật liệu cơ bản có sự hồi phục mạnh nhất bởi kỳ vọng của người đầu tư vào các khoản hoàn nhập dự phòng, cũng như xu thế tăng trở lại của giá hàng hóa cơ bản

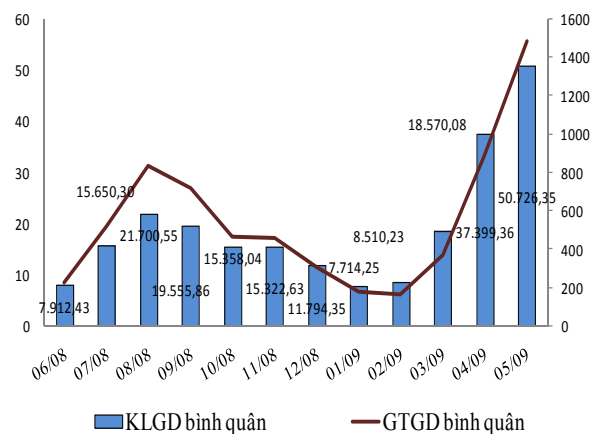
Trong giai đoạn hồi phục này, cổ phiếu ngành dịch vụ tài chính, ngân hàng có mức tăng mạnh bởi người đầu tư kỳ vọng các khoản hoàn nhập dự phòng giảm giá chứng khoán đã trích lập trong năm 2008 có thể sẽ đem lại lợi nhuận đột biến. Ngoài ra, các ngành khai thác tài nguyên cũng có sức hồi phục mạnh mẽ không kém khi mà giá các loại hàng hóa như dầu thô, cao su có xu hướng tăng trở lại. Trung bình 3 nhóm cổ phiếu trên đã tăng giá gấp 2,4 lần so với mức giá tại vùng đáy (mức tăng trung bình toàn thị trường giai đoạn này là 82%). Ngược trở lại, các ngành có mức giảm giá ít nhất trong giai đoạn sụt giảm của thị trường lại hồi phục chậm hơn so với thị trường như nhóm cổ phiếu ngành dịch vụ công cộng, y tế và chế biến thực phẩm đồ uống... chỉ tăng khoảng 40% so với mức giá tại đáy khủng hoảng.

Tuy nhiên sang tháng 6, đà tăng của thị trường cũng đã bắt đầu có biểu hiện chững lại khi các thông tin tích cực đã phần nào được phản ánh vào quá trình liên tục tăng mạnh của giá cổ phiếu từ cuối quý I. Tính đến cuối tháng 6, thị trường đã có một đợt điều chỉnh đáng kể khi chỉ số VnIndex giảm khoảng 12% và HNX-Index giảm 18% so với các mức đỉnh hình thành trong tháng 5.

Diễn biến của các chỉ số phân loại theo ngành



Khối lượng và giá trị giao dịch bình quân tại HoSE



Nguồn: BVSC Đơn vị: Triệu đơn vị và tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

Động thái của NĐTNN

Nhà đầu tư nước ngoài thể hiện chiến lược cơ cấu lại danh mục đầu tư, tập trung vào các mã cổ phiếu tài chính ngân hàng, vật liệu cơ bản và công nghệ

Trong 6 tháng đầu năm, thị trường cũng đã chứng kiến những diễn biến giao dịch trái chiều từ khối đầu tư nước ngoài.

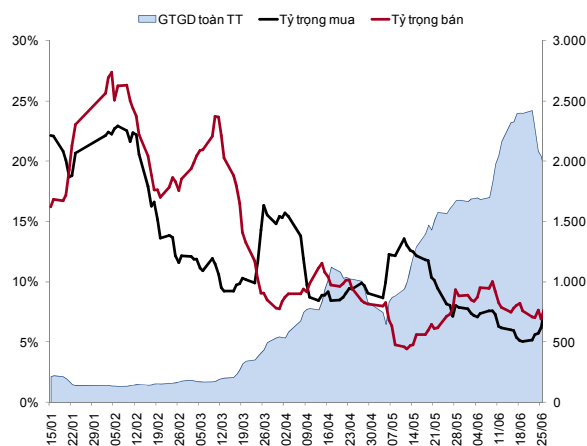
Trong giai đoạn từ đầu năm tới cuối tháng 3/2009, khối ngoại đẩy mạnh bán ròng cổ phiếu các ngành hàng tiêu dùng (chủ yếu ở nhóm thủy sản và đồ gia dụng). Đến cuối tháng 3/2009, khối ngoại đã tăng

dần lượng mua vào khi thị trường có những dấu hiệu hồi phục rõ ràng hơn. Trong khi các ngành bất động sản, tài chính bị bán ra mạnh (trong đó STB chiếm tỷ trọng lớn), thì các ngành vật liệu cơ bản (HPG, DPM) và công nghệ (chủ yếu là FPT) được khối ngoại mua vào với quy mô lớn. Điều này là hợp lý do đây là các ngành được hưởng lợi nhiều nhất khi nền kinh tế bước ra khỏi giai đoạn suy thoái và nhu cầu cũng như giá cả các mặt hàng vật liệu cơ bản phục hồi trở lại. Bước sang tháng 6, khối ngoại đã quay trở lại mua mạnh các mã cổ phiếu ngành tài chính ngân hàng.

Giai đoạn từ cuối tháng 5 đến tháng 6, khối này đã tranh thủ giai đoạn thị trường tăng nóng để bán ròng trong đó tập trung vào các cổ phiếu phòng thủ như cổ phiếu của các ngành dịch vụ công cộng, y tế hoặc một số mã cổ phiếu bất động sản khi triển vọng hồi phục của ngành này là chưa rõ ràng. Tuy nhiên, khi thị trường liên tục giảm điểm trong các phiên đầu tháng 7, khối ngoại đã tận dụng cơ hội này để mua ròng các mã cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng tốt thuộc các lĩnh vực công nghệ, công nghiệp, vật liệu cơ bản và đặc biệt mua ròng trở lại với quy mô lớn cổ phiếu các ngành tài chính, bất động sản. Điều này đã cho thấy rõ sự tích cực trong quan điểm đánh giá của các nhà đầu tư nước ngoài đối với triển vọng hồi phục của nền kinh tế Việt Nam trong tương lai.

Đánh giá một cách tổng quan, có thể thấy khối đầu tư nước ngoài đã có một chiến lược đầu tư và cơ cấu danh mục hợp lý, mang tính chiến lược dài hạn. Chúng tôi cho rằng, với triển vọng khá lạc quan của nền kinh tế trong nước cũng như quốc tế, rất có thể khối đầu tư nước ngoài vẫn sẽ tiếp tục duy trì động thái tích cực cũng như tăng cường dòng vốn giải ngân vào TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

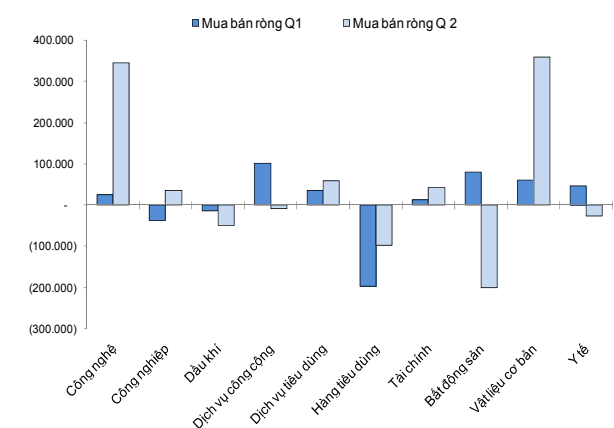
Tỷ trọng GD của NĐTNN so với toàn thị trường



Đơn vị: %, Tỷ VND

Nguồn: HoSE, BVSC

Giá trị giao dịch ròng của NĐTNN phân theo ngành



Đơn vị: % và tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

Tương quan cung cầu của thị trường

Yếu tố cung

Cùng với đà hồi phục của thị trường, lượng cung cổ phiếu đã tăng lên qua các hoạt động niêm yết lần đầu, niêm yết bổ sung, IPOs. Lượng cung này có thể sẽ còn tiếp tục tăng lên.

Sau giai đoạn hồi phục của thị trường, nhiều doanh nghiệp đã xúc tiến trở lại quá trình cổ phần hóa, IPOs và niêm yết chính thức tại các sở giao dịch.

Riêng trong tháng 6, số lượng các cổ phiếu được niêm yết lần đầu đã tăng đột biến với sự góp mặt của 2 mã cổ phiếu mới là BVH (niêm yết hơn 573 triệu cổ phiếu) và VCB (niêm yết hơn 112 triệu cổ phiếu). Tiếp tục trong tháng 7, VietinBank cũng đã chính thức niêm yết tại HoSE trên 134 triệu cổ phiếu với mã CTG.

Bên cạnh đó thị trường cũng đã đón nhận một lượng cổ phiếu phát hành tăng vốn đáng kể của các doanh nghiệp, trong đó nguyên nhân một phần xuất phát từ yêu cầu về quy mô vốn điều lệ đối với các doanh nghiệp niêm yết tại HoSE phải đạt tối thiểu 80 tỷ đồng trước thời điểm 08/8/2009.

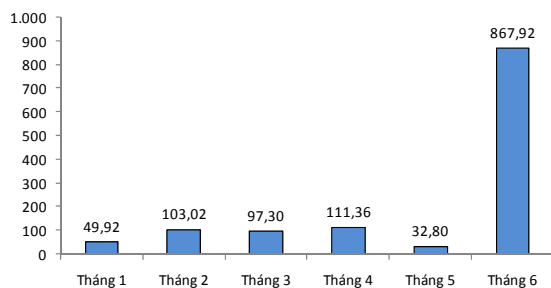
Trong giai đoạn 6 tháng cuối năm, có thể sẽ có thêm 2 doanh nghiệp lớn là Cao su Phước Hòa (trên 78 triệu cổ phiếu lưu hành) và Tổng Công ty Bia rượu nước giải khát Sài Gòn - Sabeco (trên 128 triệu cổ phiếu lưu hành) sẽ tham gia niêm yết giao dịch.

Trong ngắn hạn, việc tăng cung có thể sẽ có những ảnh hưởng tới đà tăng của thị trường. Tuy nhiên về dài hạn, điều này sẽ làm tăng tính hấp dẫn của thị trường.

Ngoài ra, nếu quá trình IPOs đảm bảo theo kế hoạch và được đẩy nhanh trở lại thì cũng có thể sẽ thu hút một phần vốn đầu tư vào nguồn cung này. Tuy nhiên, với tiến trình như hiện tại thì việc tiến hành IPOs các doanh nghiệp lớn như MobiPhone, VinaPhone hay Vietnam Airlines... khó có thể thực hiện ngay trong năm 2009.

Xét về ngắn hạn, việc niêm yết mới, phát hành thêm hoặc các đợt IPOs sẽ làm tăng lượng cung hàng hóa ra thị trường và có thể có những ảnh hưởng nhất định tới đà tăng của thị trường; tuy nhiên xét về dài hạn, điều này sẽ giúp cho thị trường được cải thiện cả về lượng và chất, thể hiện sự phát triển của thị trường, tạo thêm tính thanh khoản và tăng thêm tính hấp dẫn của thị trường.

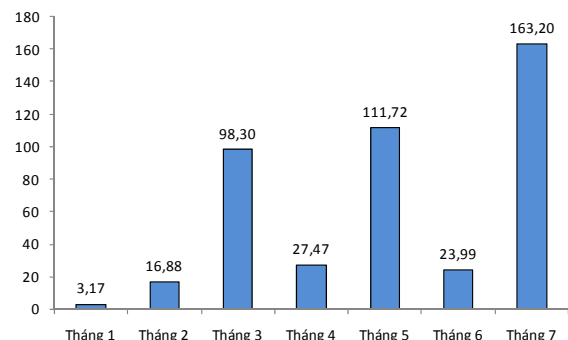
Khối lượng niêm yết mới lần đầu



Đơn vị: Triệu CP

Nguồn: HSX, HNX, BVSC

Khối lượng niêm yết bổ sung



Đơn vị: Triệu CP

Nguồn: HSX, HNX, BVSC

Yếu tố cầu

Với đà tăng nóng của thị trường, lượng cầu trong ngắn hạn đang chứng lại.

Nguồn tiền tín dụng đang được điều chỉnh và giám sát chặt chẽ hơn.

Nguồn tiền từ khối đầu tư nước ngoài vẫn còn hạn chế, chưa có thêm những nguồn tiền mới.

Tuy nhiên, với tiềm năng của một thị trường mới nổi, rất có thể sẽ có thêm những dòng tiền mới được thu hút vào thị trường.

Với đà tăng nóng trong giai đoạn trước, nguồn tín dụng đầu tư chứng khoán được kích hoạt và góp phần tạo nên giai đoạn giao dịch với quy mô đột biến. Tuy nhiên, luồng tiền này đang có dấu hiệu chứng lại khi mà các cơ quan chức năng đã bước đầu có những biện pháp quản lý chặt chẽ hơn.

Về phía các nhà đầu tư nước ngoài, trong thời gian qua nguồn vốn từ các quỹ đầu tư nước ngoài cũng đang từng bước quay trở lại với thị trường, đặc biệt là giai đoạn mua ròng từ cuối tháng 5 trở lại đây.

Thống kê lượng tiền mặt của các quỹ đầu tư nước ngoài có quy mô lớn (chúng tôi chỉ thống kê được 1 số ít các quỹ có công bố NAV đều đặn) cho thấy tỷ lệ tiền mặt của các quỹ này vào thời điểm 31/5/2009 chỉ còn khoảng 19% trên tổng giá trị tài sản, xấp xỉ khoảng 5.900 tỷ (thay đổi không đáng kể so với thời điểm cuối quý 1). Trong khi đó, lượng mua ròng của khối ngoại từ 31/5 đến nay vào khoảng 1,200 tỷ. Như vậy, với tốc độ giải ngân như hiện tại thì nguồn tiền của khối ngoại có thể sẽ sớm bị hạn chế và lượng cầu từ khối này sẽ khó tạo nên yếu tố đột biến cho thị trường.

Tuy nhiên, cũng không loại trừ khả năng các quỹ sẽ đẩy mạnh tái cơ cấu danh mục đầu tư, giảm tỷ trọng nắm giữ trái phiếu và tăng tỷ trọng đầu tư vào cổ phiếu. Chúng tôi cũng lưu ý trong giai đoạn vừa qua lượng các quỹ lớn mới cũng đã bắt đầu tham gia vào thị trường và trong mẫu thống kê của chúng tôi chưa có đủ tất cả danh sách các quỹ hiện đang giao dịch ở Việt Nam. Với tiềm năng và triển vọng của mình, TTCK Việt Nam có thể sẽ thu hút được thêm những dòng vốn đầu tư mới từ các quỹ đầu tư quốc tế.

(31/03/2009)	NAV (triệu VND)	Cổ phiếu	Trái phiếu	Tiền mặt	Khác
VFMVF1	1,618	940	328	269	81
VFMVF4	669	448	-	221	-
Vietnam Opportunities Fund (VOF)	10,238	4,075	82	1,566	4,515
Vietnam Growth Fund	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Vietnam Enterprise Investments Limited	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Vietnam Dragon Fund Limited	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Indochina capital (29/04/2009)	3,596	1,830	608	1,154	4
Vietnam Holding	805	742	N/A	N/A	N/A
DWS Vietnam Fund Limited (DWS)	3,771	2,093	471	551	656
(31/05/2009)					
VFMVF1	1,946	1,097	245	481	82
VFMVF4	840	617	-	223	-
Vietnam Opportunities Fund (VOF)	11,655	5,256	82	1,853	4,464
Vietnam Growth Fund (18/6/2009)	4,319	3,412	216	648	43
Vietnam Enterprise Investments Limited (18/6/2009)	897,575	780,890	17,952	98,733	-
Vietnam Dragon Fund Limited(18/6/2009)	279,440	229,141	5,589	44,710	-
Indochina capital (29/04/2009)	4,037	2,313	521	1,207	-
Vietnam Holding	1,057	N/A	N/A	N/A	N/A
DWS Vietnam Fund Limited (DWS)	4,414	2,459	490	622	839

Nguồn: Báo cáo của các quỹ

Như vậy trong ngắn hạn lượng cầu đang có biểu hiện tạm thời chững lại, nhưng rất có thể sức cầu sẽ dần được cải thiện cùng với sự hồi phục của nền kinh tế nói chung cũng như những cải thiện tích cực của thị trường chứng khoán nói riêng.

Triển vọng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

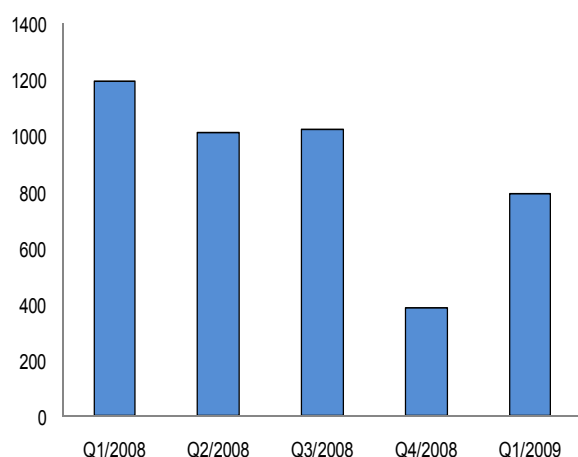
Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp được dự báo có thể sẽ giảm nhẹ trong quý III và kỳ vọng tăng trở lại trong quý IV/2009

Theo chúng tôi dự báo, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp được dự báo có thể sẽ giảm nhẹ trong quý 3 và kỳ vọng tăng trở lại trong quý 4/2009. Từ quý 3/2009 chi phí sản xuất của các doanh nghiệp sẽ dần tăng lên do giá các nguyên vật liệu đầu vào đang có xu thế hồi phục, trong khi nguồn nguyên vật liệu dự trữ tại các mức giá thấp đã được sử dụng đáng kể trong quý 2. Giá bán các sản phẩm đầu ra nhiều khả năng sẽ tăng chậm hơn do chính sách kích cầu của Chính phủ thường có độ trễ khi phát huy hiệu quả. Tuy nhiên bước sang quý 4, tốc độ tăng của cầu (được thể hiện qua tốc độ tăng giá các sản phẩm đầu ra của doanh nghiệp) có thể sẽ bắt kịp theo tốc độ tăng giá của các nguồn nguyên vật liệu sản xuất đầu vào.

EPS của cả năm 2009 được dự báo sẽ có những cải thiện đáng kể so với EPS bình quân 4 quý gần nhất tính đến thời điểm hiện tại

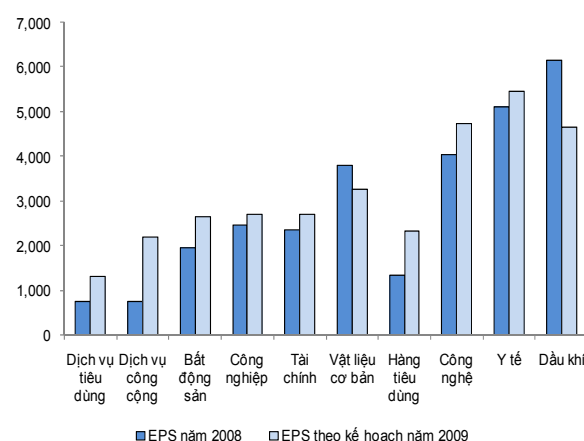
EPS của cả năm 2009 được dự báo sẽ có những cải thiện đáng kể so với mức EPS bình quân 4 quý gần nhất tính đến thời điểm hiện tại. Nếu nhìn vào diễn biến EPS của thị trường thì có thể thấy quý 4/2008 là quý khó khăn nhất đối với các doanh nghiệp khi phải chịu ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế và sự sụt giảm của TTCK, dẫn đến sự sụt giảm về doanh thu, lợi nhuận và bên cạnh đó là các khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho, dự phòng cho đầu tư tài chính. Quý 2/2009 được xem là quý có nhiều yếu tố tích cực về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh do các doanh nghiệp được hưởng lợi từ chi phí đầu vào thấp và các khoản hoàn nhập dự phòng, nên EPS đã tăng mạnh trở lại. Trong quý 3 và quý 4 tới đây, tuy EPS nhìn chung của toàn thị trường có thể sẽ không cao bằng quý 2 vừa qua, nhưng hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp sẽ dần lấy lại đà tăng trưởng và sẽ có những bước tiến khả quan hơn nhiều so với quý 3/2008 và quý 4/2008.

Diễn biến EPS bình quân thị trường qua các quý



Nguồn: BVSC

So sánh EPS kế hoạch 2009 và thực hiện 2008



Nguồn: BVSC

Đa số các doanh nghiệp đều đặt mục tiêu lợi nhuận trong năm 2009 cao hơn so với kết quả năm 2008

Nếu nhìn vào kế hoạch lợi nhuận năm 2009 của các doanh nghiệp, có thể thấy đa số các doanh nghiệp đều đặt mục tiêu cao hơn so với kết quả đã đạt được trong năm 2008, ngoại trừ 2 ngành vật liệu cơ bản và dầu khí có kế hoạch lợi nhuận năm 2009 thấp hơn so với kết quả đã đạt được trong năm 2008 do trong năm 2008 các doanh nghiệp thuộc 2 nhóm ngành này được hưởng lợi khá lớn từ việc giá các mặt hàng cơ bản trên thế giới tăng mạnh, giúp cho lợi nhuận năm 2008 có sự tăng trưởng khá cao.

KHLN 2009 và dự báo của BVSC cho một số doanh nghiệp đầu ngành

DN	Kế hoạch LN 2009 (Tỷ đồng)	Dự báo của BVSC (Tỷ đồng)	So sánh
VCB	2,523	3,180	26.0%
ACB	2,292	2,300	0.3%
DHG	134	153	14.3%
DPM	990	1,541	55.7%
DPR	71	105	48.5%
GMD	101	224	121.2%
HPG	920	950	3.3%
PPC	297	884	197.6%
SJS	373	400	7.2%
STB	1,216	1,200	-1.3%
VNM	1,303	1,535	17.8%
VSH	292	331	13.4%
Tổng	10,512	12,803	21.8%

Nguồn: BVSC

Khả năng các doanh nghiệp vượt kế hoạch lợi nhuận trong năm nay là rất cao và trong thời gian sắp tới có khả năng sẽ có một loạt các doanh nghiệp thực hiện điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận của năm 2009 theo chiều hướng tích cực hơn

Mặt khác, nếu nhìn vào kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm và dựa trên dự báo lợi nhuận của một số doanh nghiệp đầu ngành của chúng tôi, có thể thấy rằng khả năng các doanh nghiệp đạt mức lợi nhuận vượt kế hoạch năm nay là rất cao và có khả năng sẽ vượt khoảng 22%-25% kế hoạch đã đề ra. Thêm vào đó, cùng với sự hồi phục của nền kinh tế và thị trường chứng khoán, cũng cần phải lưu ý đến các khoản hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính, giảm giá hàng tồn kho chưa được dự tính vào kế hoạch năm cũng như trong chính

các số liệu dự báo của BVSC. Như vậy trong thời gian sắp tới rất có thể sẽ có một loạt các doanh nghiệp thực hiện việc điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận của năm 2009 theo chiều hướng tích cực hơn.

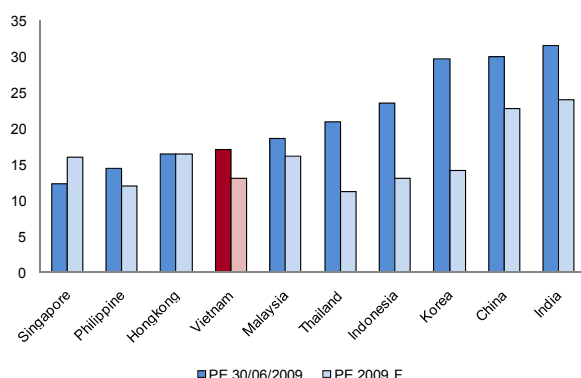
Đầu tư giá trị và sức hấp dẫn của TTCK Việt Nam

Chỉ số P/E của toàn thị trường dự tính cho năm 2009 có thể chỉ ở mức xấp xỉ 13.x

BVSC nhận định, với triển vọng về hoạt động sản xuất kinh doanh như đã phân tích ở trên thì chỉ số P/E của toàn thị trường dự tính cho cả năm 2009 theo mức giá đóng cửa ngày 30/6/2009 có thể chỉ đứng ở mức xấp xỉ 13.x, thấp hơn đáng kể so với P/E bình quân 4 quý gần nhất hiện đang ở mức 17.x. Mức P/E này được xem là khá hấp dẫn cho các nhà đầu tư giá trị đối với một nước đang phát triển, có tốc độ phục hồi và tăng trưởng kinh tế tương đối nhanh như Việt Nam.

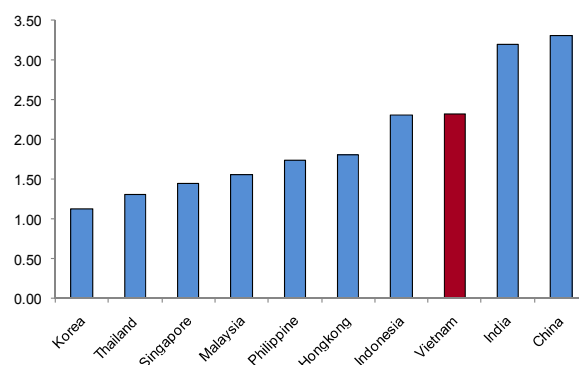
Thêm vào đó, nếu so sánh với các nước trong khu vực, cả mức P/E thời điểm 30/6/2009 và mức P/E dự tính cho năm 2009 (P/E 2009F), thì P/E của Việt Nam đều đang đứng ở tốp dưới. Cụ thể mức P/E 2009F của Việt Nam đang đứng ở mức trung bình thấp cùng nhóm với Thái Lan, Indonesia và Philippine, điều này sẽ tạo lợi thế tương đối trong việc thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp từ các tổ chức đầu tư toàn cầu.

So sánh tương quan P/E một số nước Châu Á tại thời điểm 30/6/2009 và dự báo năm 2009



Nguồn: Bloomberg, BVSC

So sánh tương quan P/B một số nước Châu Á tại thời điểm 30/6/2009



Nguồn: Bloomberg, BVSC

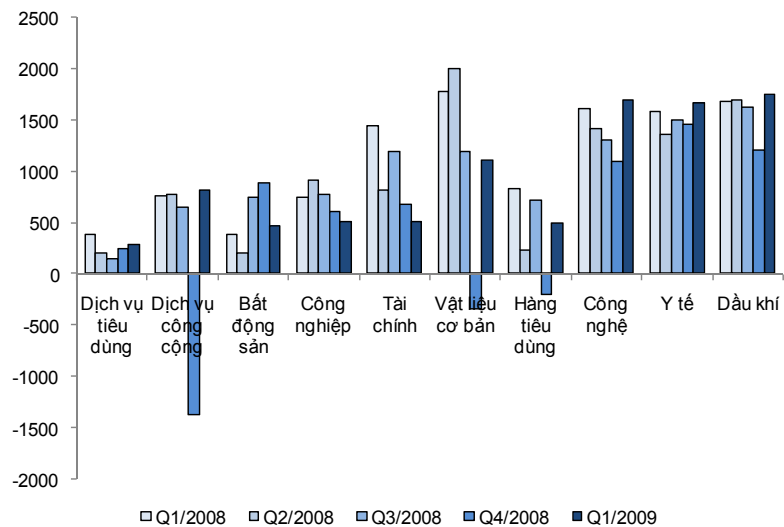
Chỉ số P/E của Việt Nam đang đứng ở mức trung bình thấp so với các nước trong khu vực

Chỉ số P/B của Việt Nam tuy đang ở mức khá cao, nhưng vẫn được xem là hấp dẫn bởi những đặc điểm đặc thù của Việt Nam

Ở một góc độ khác, mặc dù chỉ số P/B của Việt Nam tuy đang ở mức khá cao (2,32 lần), nhưng cũng cần phải lưu ý đến một đặc điểm khá đặc thù ở Việt Nam đó là giá trị sổ sách của doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp Nhà nước được cổ phần hoá, vẫn chưa phản ánh hết giá trị thực của doanh nghiệp đó, đặc biệt là giá trị các tài sản của doanh nghiệp khi mà giá thị trường hiện đã tăng lên khá cao so với thời điểm định giá nhưng vẫn chưa được đánh giá lại. Như vậy, nhiều khả năng các tổ chức đầu tư nước ngoài khi tìm hiểu cũng sẽ hết sức quan tâm đến điều này và cân nhắc xem Việt Nam là điểm đến lý tưởng cho dòng vốn đầu tư của họ.

Triển vọng kết quả kinh doanh một số nhóm ngành

EPS ngành qua các quý



Nguồn: BVSC

Dịch vụ công cộng và y tế là các nhóm ngành có tình hình kinh doanh khá ổn định, ngoại trừ yếu tố bị tác động đột biến do trích lập dự phòng biến động tỷ giá của CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC). Hai nhóm ngành này được dự báo sẽ có mức tăng trưởng **ổn định** trong năm nay khi mà nhu cầu các sản phẩm đầu ra vẫn sẽ duy trì và tăng dần theo đà phục hồi của nền kinh tế.

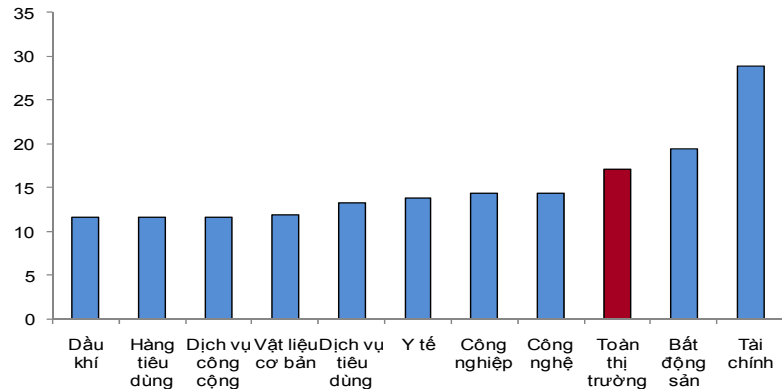
Nhóm ngành **dầu khí** tuy có kết quả kinh doanh giảm đáng kể trong quý 4/2008 nhưng lại đã có sự phục hồi mạnh mẽ trở lại ngay trong quý 1/2009. Tuy giá dầu thế giới trong thời gian tới có thể sẽ còn trải qua những biến động khó lường, nhưng đối với các doanh nghiệp đầu ngành như PVD, PVS thì tình hình kinh doanh vẫn được dự báo là **khá ổn định** từ nay tới cuối năm do đã ký kết được các hợp đồng cho thuê giàn khoan cũng như cung ứng các dịch vụ liên quan với mức giá khá hợp lý.

Công nghiệp, vật liệu cơ bản và hàng tiêu dùng là các nhóm ngành chịu sự sụt giảm khá mạnh về EPS trong quý 4/2008 cũng như quý 1/2009, tuy nhiên trong thời gian tới khi nền kinh tế phục hồi thì các nhóm ngành này sẽ sớm **lấy lại đà tăng trưởng nhanh** khi mà nhu cầu và giá các sản phẩm đầu ra lấy lại đà tăng. Riêng với ngành vật liệu cơ bản, các doanh nghiệp còn có thể tận dụng được nguồn nguyên vật liệu dự trữ giá rẻ để góp phần làm tăng biên lợi nhuận cho doanh nghiệp, đặc biệt là trong quý 2 này.

Bất động sản và tài chính là hai nhóm ngành gặp khá nhiều khó khăn trong các quý cuối năm 2008 và cả quý 1/2009. Tuy nhiên bắt đầu từ thời điểm quý 2/2009, hai nhóm ngành này được dự báo là sẽ **được hưởng lợi khá nhiều** từ các chính sách kích cầu cũng như sự

hồi phục của nền kinh tế và thị trường. Bên cạnh đó, việc hạch toán các khoản lợi nhuận đến từ các dự án bất động sản của các doanh nghiệp trong ngành và lợi nhuận từ các khoản đầu tư tài chính của nhóm ngành tài chính được xem là nhân tố hết sức tiềm năng hỗ trợ cho kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp từ nay đến cuối năm.

So sánh tương quan P/E ngành tại thời điểm 30/6/2009



Nguồn: BVSC

So sánh cụ thể tương quan P/E ngành thì có thể thấy thị trường hiện đang phản ánh khá chính xác triển vọng hoạt động kinh doanh của các ngành. Tài chính và bất động sản hiện đang thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư, đặc biệt là ngành tài chính với mức P/E đã lên tới xấp xỉ 29.x - Đây được xem là các ngành sẽ được hưởng lợi nhiều nhất khi nền kinh tế và thị trường chứng khoán bước vào giai đoạn hồi phục. Kế đến là ngành công nghệ và công nghiệp, đây cũng là những ngành sẽ sớm lấy lại được đà tăng trưởng nhanh cùng với sự đi lên của nền kinh tế. Ngành hàng tiêu dùng và ngành vật liệu cơ bản có vẻ như đang đi trễ hơn tiềm năng vốn có của nó và đang đứng cùng tốp với các ngành vốn được xem là có tình hình kinh doanh ổn định như dầu khí và dịch vụ công cộng.

Dự báo thị trường 6 tháng cuối năm

Như chúng tôi đã trình bày trong báo cáo năm 2008, chúng tôi chia diễn biến của thị trường trong năm 2009 thành ba giai đoạn chính. Giai đoạn khó khăn nhất của thị trường (quý 1), giai đoạn phục hồi (quý 2 và quý 3) và giai đoạn tăng trưởng ổn định (quý 4).

Chúng ta có thể đánh giá giai đoạn khó khăn nhất của nền kinh tế cũng như TTCK đã qua, khi mà các chỉ số kinh tế thế giới cũng như trong nước bắt đầu đã được cải thiện hoặc chỉ ít thì tốc độ suy giảm cũng đã dừng lại. Qua đánh giá, chúng tôi cho rằng thị trường hiện đang nằm trong giai đoạn hồi phục và đặc thù của giai đoạn này là thị trường sẽ có những biến động khi các thông tin tích cực và tiêu cực đan xen với nhau. Quan điểm của chúng tôi trong thời gian tới đây như sau:

Ngắn hạn

Trong ngắn hạn TTCK Việt Nam đang trải qua một giai đoạn khá khó khăn khi mà cung cổ phiếu (niêm yết, phát hành thêm và IPOs) đang có xu hướng gia tăng trong khi lực cầu phần nào bị giảm sút bởi những quan ngại về tăng trưởng tín dụng sẽ có xu hướng chững lại trong vòng kiểm soát. Ngoài ra, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh quý 3 của các doanh nghiệp sẽ khó có thể có các yếu tố để tạo ra mức tăng trưởng đột biến như trong giai đoạn quý 2 khi giá hàng hóa tăng mạnh, lãi suất cũng sẽ phần nào làm tăng chi phí đầu vào của các doanh nghiệp và các khoản hoàn nhập dự phòng tài chính, hàng tồn kho cũng phần nào đã cân bằng. Chúng tôi đánh giá khả năng giảm sâu của thị trường là không cao vì lượng cầu dựa trên đầu tư giá trị ở vùng giá thấp trong thời điểm hiện tại vẫn sẽ duy trì ở mức cao khi kinh tế thế giới vẫn tiếp tục có các chuyển biến tích cực. Chúng tôi đánh giá thị trường sẽ dao động ngang trong ngắn hạn với mức trong biên độ $\pm 10\%$ xung quanh ngưỡng 450 điểm cho tới thời điểm cuối tháng 9. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sẽ có phân hóa mạnh giữa các mã cổ phiếu và các nhóm ngành theo kết quả kinh doanh hiện tại cũng như kỳ vọng về tiềm năng tăng trưởng.

Chiến lược đầu tư hợp lý nhất trong giai đoạn này là tích lũy các cổ phiếu có các chỉ số cơ bản tốt và nằm trong các nhóm ngành có cơ hội phục hồi và tăng trưởng nhanh nhất khi nền kinh tế phục hồi như các ngành Tài chính Ngân hàng, Vật liệu cơ bản, Công nghiệp.

Tăng tỷ trọng	Giữ nguyên	Giảm tỷ trọng
Công nghiệp	Y tế	Dịch vụ công cộng
Tài chính	Hàng tiêu dùng	Công nghệ
Vật liệu cơ bản	Dịch vụ tiêu dùng	
	Bất động sản	
	Dầu khí	

Trung và dài hạn

Đứng trên quan điểm trung và dài hạn, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của nền kinh tế cũng như của TTCK Việt Nam và kỳ vọng thị trường khả năng sẽ có các bước đột phá vào thời điểm cuối năm khi mà nền kinh tế thế giới cũng như trong nước bắt đầu khởi sắc. Chúng tôi đưa ra 2 kịch bản cho thị trường trong năm 2009 như sau:

Kinh tế vĩ mô	Tiêu cực	Tích cực
Tăng trưởng GDP (%)	< 5%	5,2% - 5,5%
Lạm phát (%)	> 8	6 - 8
Tỷ giá (Đồng/USD)	> 19.500	18.500-19.000
Thâm hụt thương mại (Tỷ USD)	> 12	9 - 10
FDI (Tỷ USD giải ngân)	4 - 6	6 - 8
Dự báo VnIndex cuối năm	420	560

Nhận định của chúng tôi được dựa trên cơ sở dự báo EPS 2009 sẽ tăng 22%-25% (chưa tính hoàn nhập dự phòng) đối với 30 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất trong các ngành (3 doanh nghiệp mỗi ngành) ở trên sàn HoSE. Giá trị vốn hóa của 30 công ty này chiếm tới 80% giá trị vốn hóa của sàn HoSE, do đó các thay đổi về EPS của các công ty trên sẽ có ảnh hưởng lớn tới kỳ vọng của nhà đầu tư và chỉ số VnIndex. Ngoài ra, chúng tôi cũng so sánh tương quan các chỉ số với các thị trường khác trong khu vực và cho một mức chiết khấu để xác định chỉ số P/E hợp lý vào thời điểm cuối năm 2009.

Với các diễn biến khá thuận lợi của nền kinh tế cũng như dự báo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh lạc quan của các doanh nghiệp, chúng tôi điều chỉnh dự báo theo chiều hướng tích cực hơn và ***dự báo chỉ số VnIndex sẽ dao động quanh mức 560 điểm vào thời điểm cuối năm 2009.***

Đứng trên quan điểm đầu tư trung và dài hạn, chúng tôi đánh giá đây có thể được xem là thời điểm hợp lý để đầu tư vào các ngành sẽ phục hồi mạnh mẽ khi nền kinh tế phục hồi như như Công nghiệp, Vật liệu cơ bản, Hàng tiêu dùng và Bất động sản.

Tăng tỷ trọng	Giữ nguyên	Giảm tỷ trọng
Công nghiệp	Dầu khí	Y tế
Tài chính	Công nghệ	Dịch vụ công cộng
Vật liệu cơ bản	Dịch vụ tiêu dùng	
Bất động sản		
Hàng tiêu dùng		

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản tin cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, 2009.

Phòng phân tích Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Ts. Phạm Thành Thái Lĩnh

Chiến lược thị trường

linhptt@bvsc.com.vn**Hoàng Anh Tuấn**

Phân tích đầu tư

tuanhoang@bvsc.com.vn**Ths. Nguyễn Xuân Bình**

Phân tích đầu tư

binhnx@bvsc.com.vn**Trần Hải Yến**

Kinh tế vĩ mô

yenth@bvsc.com.vn**Nguyễn Đức Thi**

Chiến lược thị trường

thind@bvsc.com.vn

Thông tin liên hệ

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research@bvsc.com.vnWebsite: www.bvsc.com.vn**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Số 6 Lê Thánh Tôn, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999