

Báo cáo tháng 11

Ban biên tập:

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

Phó ban biên tập:
Phạm Quang Huy – Phó Tổng Giám đốc

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

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

TP. Hồ Chí Minh
11A Nguyễn Công Trứ - Q1
Tel: (84-8) 821 8564
Fax: (84-8) 914 7477

Cơ hội nào trong suy thoái ?

Kinh tế vĩ mô

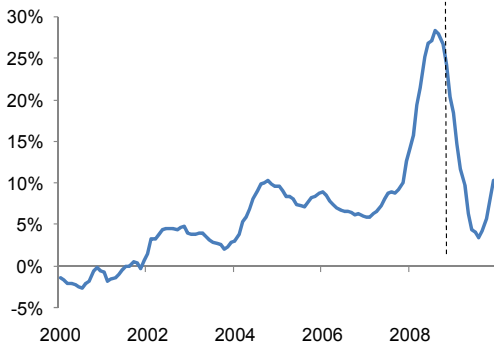
- Chính phủ có thể chuyển hướng chính sách từ mục tiêu kiểm soát lạm phát sang mục tiêu kích cầu nền kinh tế. Lạm phát được dự báo tiếp tục giảm sâu, có thể trở lại mức 4-5% vào thời điểm giữa năm 2009.
- Ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, rủi ro có thể tăng đối với hệ thống ngân hàng và đồng VND. Nợ xấu có thể tăng cao vào cuối năm khi đến hạn của nhiều khoản nợ. Tuy nhiên, việc nới lỏng tiền tệ sẽ giúp các ngân hàng dễ dàng hơn trong việc xử lý
- Khó khăn các nguồn thu ngoại tệ, đặc biệt là xuất khẩu và nợ xấu ngân hàng đang làm cho tỷ giá USD/VND có thể tiếp tục tăng trong ngắn hạn đến cuối năm. Trong năm 2009 tỷ giá USD/VND có thể tăng lên mức 18.500-19.000 nhằm kích thích xuất khẩu và kích cầu.
- Xuất khẩu sẽ thực sự gặp khó khăn trong năm 2009, dự báo giá trị xuất khẩu có thể sẽ giảm 2-3% so với năm 2008.

Phân tích Thị trường

- Thị trường tiếp tục sụt giảm nhưng mức sụt giảm đã chậm hơn hai tháng trước.
- Khối nhà đầu tư nước ngoài vẫn duy trì bán ròng, nhưng giá trị cũng như khối lượng bán ròng đang có xu hướng giảm dần.
- Đầu tư giá trị bắt đầu hấp dẫn khi mà chỉ số P/E của TTCK Việt Nam ở mức tương đối thấp so với trong khu vực.
- Thị trường sẽ dao động xung quanh mức 300 điểm từ nay cho tới cuối năm, nhưng chúng tôi cũng không loại trừ khả năng thị trường có sự phục hồi nhẹ vào thời điểm cuối năm.
- Khuyến nghị tăng tỷ trọng đầu tư đối với ngành Y tế, Dầu khí và Dịch vụ công, giảm tỷ trọng đối với ngành Tài chính, Bất động sản và Công nghệ.

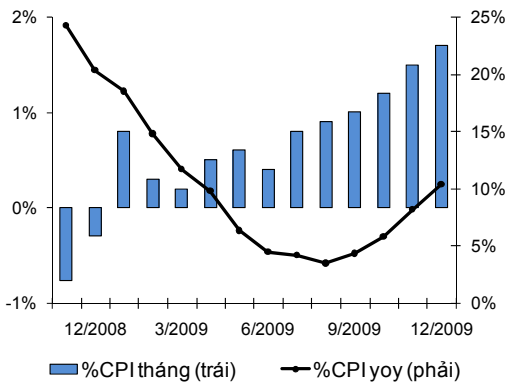
KINH TẾ

Lạm phát tiếp tục giảm sâu



Nguồn: GSO, BVSC

Diễn biến lạm phát năm 2009 - lạm phát đạt mức thấp nhất khoảng 4-5% vào thời điểm quý III



Nguồn: GSO, BVSC

Lạm phát tiếp tục xu thế giảm

Lạm phát được dự báo tiếp tục giảm, thậm chí có thể sẽ giảm sâu trong năm 2009. Xu hướng giảm sâu hơn này được hình thành do suy thoái và đình trệ kinh tế toàn cầu. Từ nay đến cuối năm 2009, chúng tôi dự báo lạm phát tiếp tục giảm, nằm ở mức một con số vào khoảng tháng 04/2009 và thấp nhất vào thời điểm tháng 6-7 năm 2009 với mức lạm phát chỉ khoảng 4-5%. Mức dự báo này được dựa trên tính toán và giả định về diễn biến của *lạm phát tháng*, tùy theo từng thời điểm và tác động của các yếu tố khác nhau đến lạm phát.

Diễn biến sức cầu trong nước suy yếu và mặt bằng giá thế giới tiếp tục giảm, giá lương thực, giá dầu thế giới, giá vật liệu xây dựng và vận tải tiếp tục được dự báo giảm là yếu tố chính khiến cho lạm phát giảm. Sức cầu tiếp tục đạt mức thấp trong xu thế suy thoái chung toàn cầu. Khả năng phục hồi giá cả hàng hóa được cho là có nhiều khả năng xảy ra trong quý IV/2009, khi mà sức cầu có thể bắt đầu tăng trở lại. Dưới tác động của chính sách nới lỏng tiền tệ và các chính sách kích cầu của Chính phủ trong những tháng đầu năm, dự báo lạm phát có thể tăng trở lại trong giai đoạn cuối năm 2009.

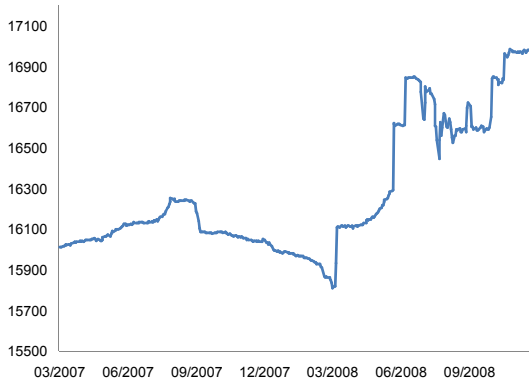
Căn cứ vào tình hình dự báo lạm phát, chúng tôi tiếp tục dự báo diễn biến lãi suất như trong các báo cáo trước: lãi suất tiếp tục có xu hướng giảm theo lạm phát. Mặt bằng lãi suất sẽ được điều chỉnh về mức 10% đến cuối năm và có thể tiếp tục giảm thêm 2-3% nữa, đạt mức thấp nhất tại thời điểm giữa năm 2009. Xu hướng điều hành chính sách lãi suất thể hiện sẽ có sự dịch chuyển từ mục tiêu kiểm soát lạm phát sang mục tiêu kích cầu. Khi lạm phát tạm thời không còn là mối đe dọa chính, thì việc nới lỏng tiền tệ còn có ý nghĩa kích cầu nền kinh tế thông qua việc chấp nhận hạ giá đồng VND để kích thích xuất khẩu. Đây có lẽ sẽ là chiến lược chủ yếu của năm 2009 và có thể được Chính phủ thực hiện ngay.

Tỷ giá trong xu thế tăng

Suy thoái kinh tế toàn cầu đang cho thấy có thể có những ảnh hưởng ngày càng rõ nét tới Việt Nam. Tác động của những ảnh hưởng này là mức gia tăng rủi ro của hệ thống ngân hàng và tỷ giá trong thời gian tới. Trong xu thế suy thoái, hệ thống ngân hàng sẽ càng dễ gặp rủi ro hơn. Bên cạnh đó, tỷ giá và sức khỏe của đồng VND cũng là vấn đề cần quan tâm. Tỷ giá hiện đang khá ổn định và trong tầm kiểm soát, tuy nhiên trong thời gian tới nhiều khả năng sẽ nằm trong xu thế tăng. Xu thế này có thể bởi một số nguyên nhân sau:

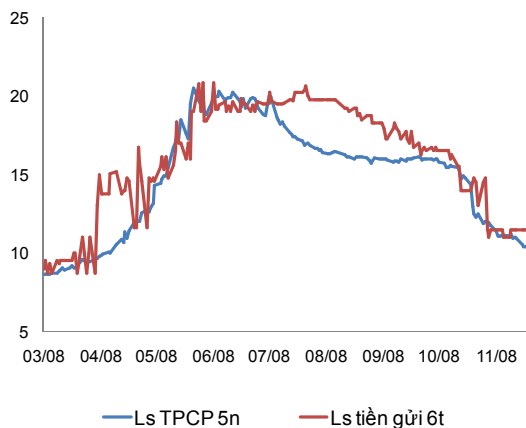
- Các nguồn thu ngoại tệ như xuất khẩu, vốn đầu tư nước ngoài đang giảm khá nhanh. Mặc dù nhập khẩu có giảm, song xu thế giảm giá các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam đang là mối quan ngại lớn đến tăng trưởng. Dầu thô, mặt hàng xuất khẩu có giá trị lớn nhất của Việt Nam hiện nay đã giảm giá rất mạnh. Ngoài ra thủy sản, dệt may

Diễn biến tỷ giá USD/VND



Nguồn: GSO, BVSC

Lãi suất đã giảm và thiết lập mặt bằng mới



Nguồn: Bloomberg, BVSC

và các hàng nông sản chủ lực đều được dự báo rất khó khăn. Cung cầu ngoại hối chênh lệch sẽ gây áp lực lên dự trữ ngoại hối (DTNH), chúng tôi dự báo DTNH đã có thể giảm 3-4 tỷ USD so với thời điểm Thống đốc NHNN công bố 20,7 tỷ USD hồi tháng 7/2008. Tỷ giá có thể được điều chỉnh tăng một cách linh hoạt để phù hợp với diễn biến kinh tế thế giới và trong nước.

- Nợ quá hạn, nợ xấu ngân hàng đang là rủi ro tiềm ẩn trong hệ thống ngân hàng trong thời điểm cuối năm và trong năm tới. Rủi ro này gia tăng chủ yếu do lĩnh vực cho vay bất động sản tiếp tục khó khăn và mặt bằng giá nhà, căn hộ chưa có dấu hiệu tăng trở lại trong ngắn hạn. Nếu NHNN có chủ trương hỗ trợ các ngân hàng xử lý nợ xấu, đồng VND sẽ suy yếu ở một mức nhất định do NHNN có thể sẽ phải bơm thêm tiền vào hệ thống ngân hàng. Nói lòng tiền tệ do vậy cũng góp phần hỗ trợ tốt hơn các ngân hàng khó khăn về nợ xấu. Tuy nhiên, chi phí của việc này cũng sẽ là không nhỏ.
- Nếu xuất khẩu bị tác động mạnh và giảm giá trị đột ngột, NHNN có thể sẽ chủ động hạ giá VND ngay để kích thích xuất khẩu, chống đà suy thoái. Chúng tôi dự báo tỷ giá không ngoại trừ có thể tăng lên mức 18.500 – 19.000 đến cuối năm 2009. Riêng trong năm nay, từ nay đến thời điểm cuối năm, biên độ tỷ giá có thể được điều chỉnh tăng thêm 1%-2% lên mức tối đa 4%-5%. Tỷ giá US\$/VND chính thức có thể đạt mức 17.200- 17.500 vào cuối năm 2008.

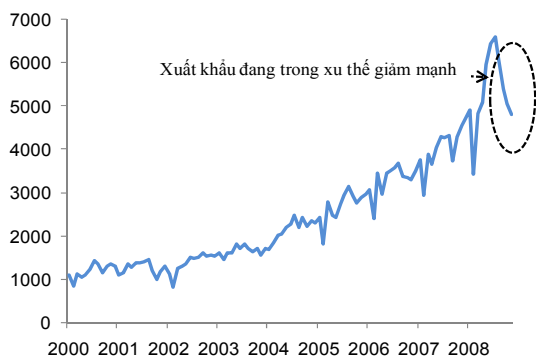
Trong những nguyên nhân trên, thì áp lực tăng tỷ giá từ vấn đề xử lý nợ xấu ngân hàng là đáng kể. Các khoản nợ xấu xuất phát phần lớn do việc cho vay bất động sản và đầu cơ bất động sản từ cuối năm 2007. Sau một năm, đây là thời điểm mà các khoản dư nợ đến hạn chưa được thanh toán bị buộc phải gia hạn, chuyển quá hạn hoặc khoan nợ. Tuy tình hình thị trường bất động sản vẫn chưa sáng sủa song vẫn chưa có nhiều dấu hiệu cho thấy các doanh nghiệp BĐS hay ngân hàng cho vay BĐS đang gặp khó khăn.

Một khả năng làm tăng tỷ giá trong ngắn hạn là nguy cơ rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài. Trong 2 tháng 10 và 11/2008 vừa qua, tổng bán ròng cổ phiếu, trái phiếu của nhà đầu tư nước ngoài đạt gần 1,5 tỷ USD. Mặc dù việc kiểm soát dòng vốn ra, vào tại Việt Nam là khá chặt chẽ và khó xảy ra những đột biến, việc này đã làm tăng sức ép nhất định lên tỷ giá trong ngắn hạn.

Hiện nay Chính phủ đang gặp mâu thuẫn trong việc vừa phải cắt giảm chi tiêu theo kế hoạch đề ra với xu hướng vẫn phải chủ động chi tiêu nhiều hơn nữa để kích cầu nền kinh tế cho phù hợp với tình hình mới. Chúng tôi cho rằng rất có thể Chính phủ sẽ xem xét lại kế hoạch để thực hiện theo yêu cầu cấp bách mới của nền kinh tế. Các gói giải pháp kích cầu, các dự án đầu tư công được đẩy nhanh tiến độ v.v... một phần nằm trong kế hoạch theo xu thế mới của Chính phủ. Một khi các nguồn thu chủ chốt như dầu thô có khả năng giảm mạnh trong năm tới, nói lòng tiền tệ và mạnh chi tiêu sẽ làm đồng VND yếu đi một cách tương đối so với USD. Nhất là khi việc tài trợ cho Chính phủ phải sử dụng đến nguồn dự trữ ngoại hối.

Kim ngạch xuất khẩu trong xu thế giảm mạnh

triệu USD

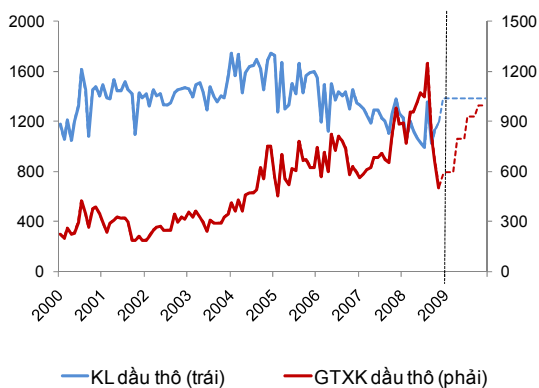


Nguồn: Bloomberg, BVSC

Giá trị xuất dầu thô giảm do giá giảm, mặc dù sản lượng khai thác được duy trì

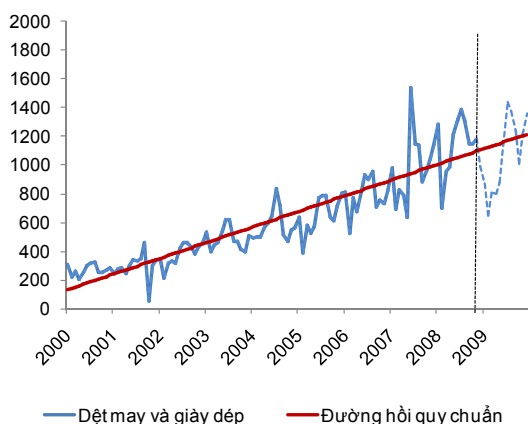
Nghìn tấn

triệu USD



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Dệt may/giày dép cũng dự báo giảm mạnh



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Xuất khẩu vẫn đáng lo ngại

Với bối cảnh nền kinh tế toàn cầu suy thoái như thời điểm hiện nay, có những lý do để lo ngại hơn về tình hình xuất khẩu trong năm sau. Năm 2009, khó khăn của xuất khẩu Việt Nam sẽ đến từ ba phía: (i) tổng cầu thế giới giảm, (ii) giá các mặt hàng xuất khẩu giảm và (iii) cạnh tranh khốc liệt với các nước trong khu vực. Xuất khẩu của Việt Nam có giá trị tương đương khoảng 70% GDP, do vậy XK đóng vai trò vô cùng quan trọng và làm căn cứ để đánh giá tăng trưởng.

Chúng tôi xem xét đánh giá xu hướng của một số mặt hàng chủ lực, chiếm tỷ trọng lớn của Việt Nam trong năm 2009. Trong đó gồm một số mặt hàng như dầu thô (chiếm 17%) và dệt may/giày dép (chiếm 22%). Riêng dầu thô, xu hướng giá còn đóng vai trò quan trọng trong việc ảnh hưởng đến nguồn thu ngân sách của Chính phủ.

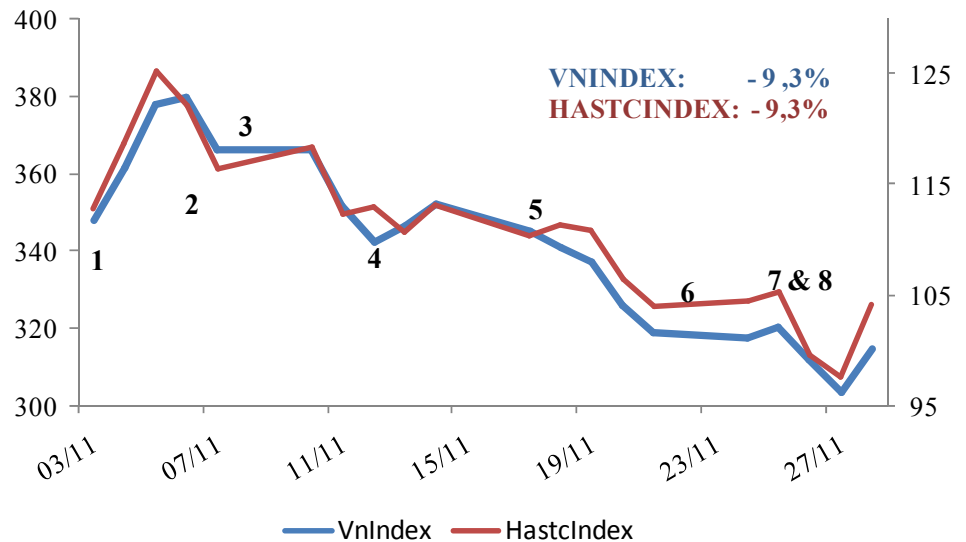
Xuất khẩu dầu thô của Việt Nam trước đây luôn duy trì ở mức độ tương đương với khoảng 1,2 triệu tấn/tháng. Lý do chính của việc tăng giá trị xuất khẩu dầu thô là do mặt bằng giá dầu thô đã tăng mạnh trong thời gian qua, đặc biệt trong giai đoạn đầu và giữa năm 2008. Với xu hướng giảm giá khá nhanh trong nửa cuối năm nay, chúng tôi dự báo giá trị kim ngạch xuất khẩu dầu thô sẽ giảm mạnh trong năm tới. Dựa trên trung bình các dự báo về tình hình giá dầu thô trong năm 2009, chúng tôi dự báo kim ngạch xuất khẩu dầu thô sẽ ở mức 9,9 tỷ USD trong năm 2009, giảm 6% so với kim ngạch của năm 2008 và cao hơn 17% so với giá trị xuất khẩu dầu thô trong năm 2007.

Đối với ngành dệt may và giày dép, chúng tôi đánh giá nhu cầu trong năm sau chắc chắn sẽ giảm do nhu cầu tiêu dùng trong năm sau sẽ giảm 7% so với năm 2008. Sau khi điều chỉnh theo chu kỳ nhập hàng và xem xét tình trạng xu thế giảm thiểu hàng tồn kho của các tổ chức bán lẻ trên thế giới, chúng tôi đánh giá kim ngạch xuất khẩu sẽ giảm mạnh nhất trong 6 tháng đầu năm sau. Theo tính toán của chúng tôi xuất khẩu may mặc và giày dép sẽ được cải thiện vào thời điểm cuối năm, kim ngạch xuất khẩu dệt may và giày dép sẽ ở mức 12,7 tỷ USD trong năm sau.

Đối với các mặt hàng xuất khẩu còn lại, có thể cho rằng khả năng tăng trưởng so với năm 2008 là rất khó khăn. Với cách tính của chúng tôi nếu giả thiết các mặt hàng khác (ngoài dầu thô và dệt may/giày dép) không tăng trưởng trong năm sau, chúng tôi dự báo tổng kim ngạch xuất khẩu trong năm sau có thể sẽ đạt khoảng 62-65 tỷ USD, giảm 2,3% so với năm 2008.

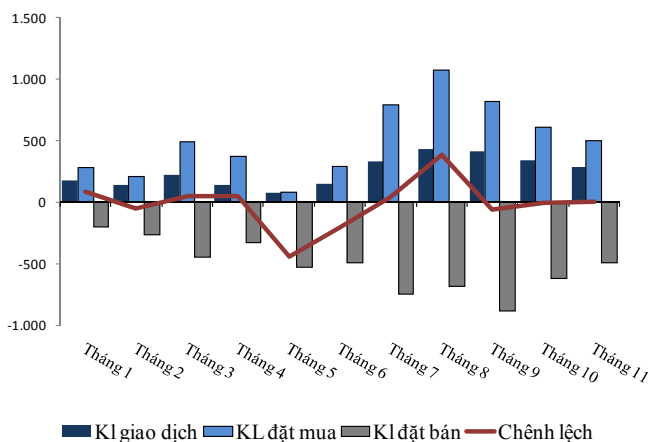
BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG

Diễn biến thị trường trong tháng 10



- (1) 03/11: NHNN tiếp tục giảm lãi suất cơ bản từ 13% xuống 12%; giảm lãi suất tái cấp vốn từ 14% xuống 13%, lãi suất tái chiết khấu từ 12% xuống 11%, lãi suất cho vay qua đêm từ 14% xuống 13%; giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng Đồng Việt Nam 1% và ngoại tệ 2%;
- (2) 06/11: Ngân hàng Nhà nước thông báo tiếp tục nới rộng biên độ giao dịch tỷ giá USD/VND từ 2% lên 3%;
- (3) 08/11: Giá bán lẻ xăng dầu các loại đồng loạt giảm thêm 1.000 đồng/lít;
- (4) 11/11: Nhiều ngân hàng đồng loạt công bố áp dụng biểu lãi suất huy động mới theo đó lãi suất huy động kỳ hạn trên 1 năm chỉ còn từ 10% - 12%;
- (5) 15/11: Giá xăng và dầu hỏa tiếp tục giảm thêm 1.000 đồng/lít, riêng dầu mazut giảm 1.500 đồng/lít;
- (6) 20/11: Lãi suất cơ bản tiếp tục từ 12% xuống 11%; lãi suất tái cấp vốn giảm từ 13% xuống 12%, lãi suất tái chiết khấu giảm từ 11% xuống 10%, lãi suất cho vay qua đêm giảm từ 13% xuống 12%; tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng Đồng Việt Nam giảm thêm 2%;
- (7) 25/11: Chỉ số CPI tháng 11 được công bố giảm 0,76% so với tháng 10;
- (8) 25/11: FED tuyên bố sẽ chi 800 tỷ USD để hỗ trợ thị trường tài chính Mỹ.

Khối lượng giao dịch đặt mua, bán tại sàn HoSE



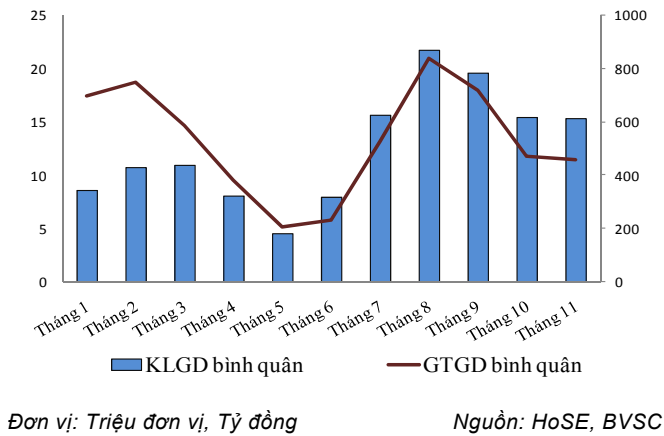
Đơn vị: Triệu cổ phiếu, CC quỹ

Nguồn: HoSE, BVSC

Diễn biến chung

Tháng 11, thị trường tiếp tục đón nhận nhiều thông tin hỗ trợ từ các chính sách điều tiết vĩ mô của Chính phủ. Lãi suất cơ bản và các loại lãi suất tái cấp vốn, chiết khấu, cho vay qua đêm cũng như tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã được Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh giảm xuống 2 đợt chỉ riêng trong tháng 11.

Khối lượng giao dịch, giá trị giao dịch bình quân phiên tại sàn HoSE



Sang đầu tháng 12, lãi suất cơ bản đã tiếp tục điều chỉnh xuống và chỉ còn ở mức 10%. Chỉ số CPI tháng 11 cũng tiếp tục giảm thêm 0,76%. Nhìn chung, các chính sách kinh tế đang được Chính phủ thực hiện một cách linh hoạt theo cơ chế thị trường và đang mang lại các kết quả khá tích cực.

Tuy nhiên, diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam đã cho thấy giương như những thông tin hỗ trợ của nền kinh tế trong nước đã chưa mang lại phản ứng tích cực. Trong khi đó, cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu đã trực tiếp gây nên những ảnh hưởng tiêu cực với thị trường.

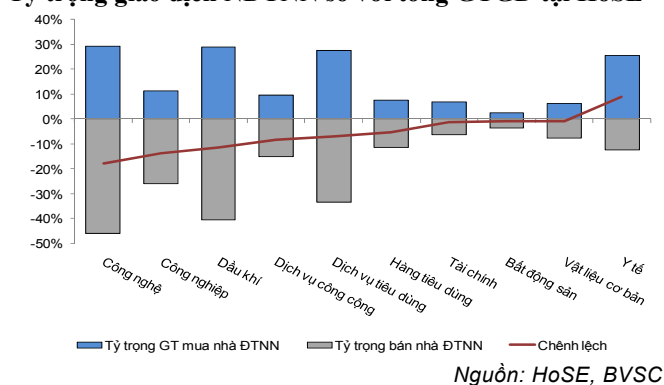
Sau giai đoạn giảm mạnh trong tháng 9 và tháng 10, các chỉ số chứng khoán trong tháng 11 vẫn tiếp tục giảm mặc dù tốc độ giảm đã chậm hơn (chỉ số VnIndex và HsctIndex đều có mức giảm khoảng 9,3% so với cuối tháng 10). Mức dao động trong các phiên giao dịch không lớn với tương quan cung, cầu luôn duy trì ở mức thấp và khá cân bằng. Khối lượng giao dịch tiếp tục giảm xuống sau khi đạt mức cao nhất trong tháng 8. Lượng cung không lớn nhưng lượng cầu cũng chỉ duy trì ở mức thấp nên thị trường chưa thể hồi phục khi mà dòng tiền vẫn chưa trở lại với thị trường.

Giao dịch của NĐTNN

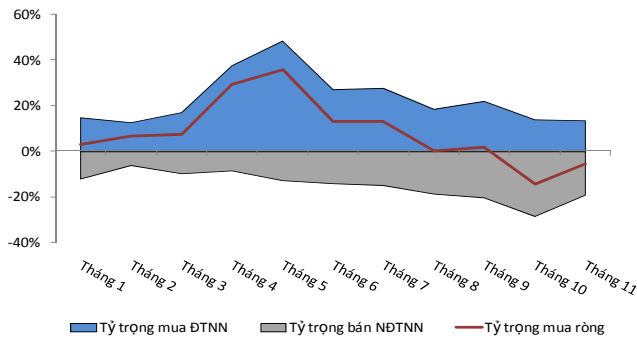
Tháng 11, khối đầu tư nước ngoài vẫn tiếp tục bán ròng với tổng giá trị bán ròng trong tháng là trên 571 tỷ đồng. Con số này đã giảm khá mạnh so với lượng bán ròng trong tháng 10 là trên 1.545 tỷ đồng. Xét về tỷ lệ mua/bán của các nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi cũng nhận thấy tỷ lệ bán ròng của khối này đang có chiều hướng giảm đi sau khi đạt mức đỉnh trong tháng 10.

Phân tích theo nhóm ngành, ta có thể thấy khối đầu tư nước ngoài vẫn bán ròng ở đa số các nhóm ngành ngoại trừ ngành Y tế. Các ngành Công nghệ, Công nghiệp, Dầu khí vẫn có tỷ trọng bán ròng chiếm trên 10% đến 20% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường. Điều này là hoàn toàn hợp lý bởi đã suy thoái của nền kinh tế thế giới đang được dự báo là sẽ kéo dài, do đó các nhóm ngành trên khó có khả năng đạt mức tăng trưởng tốt trong năm tới. Tuy nhiên, tỷ trọng bán ra của các nhà đầu tư nước ngoài tại tất cả các nhóm ngành trong tháng 11 đều đã thấp hơn so với tháng 10. Đối với ngành Y tế, đây là nhóm ngành mà trong thời gian trước khối ngoại không đầu tư nhiều, do đó trong giai đoạn hiện nay các cổ phiếu ngành y tế cũng không có áp lực bán ra quá mạnh. Bên cạnh đó, trong các báo cáo trước, chúng tôi vẫn nhận định đây là lĩnh vực có khả năng hoạt động ổn định và ít chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Đây có thể là nguyên nhân chính để khối ngoại mua ròng nhóm ngành y tế trong tháng 11 vừa qua.

Tỷ trọng giao dịch NĐTNN so với tổng GTGD tại HoSE



Tỷ trọng giao dịch NĐTNN phân theo ngành



Nguồn: HoSE, BVSC

So sánh tương quan P/E các nước

Nước	Chỉ số	20/06/2008	27/08/2008	05/12/2008
Mỹ	Dow Jones	14.91	14.05	10.42
Nhật Bản	Nikkei 225	27.38	24.87	15.59
Anh	FTSE 100	10.81	11.05	7.19
Úc	ASX 200	13.62	14.34	9.45
Hồng Kông	Hang Seng	13.23	12.95	8.50
Singapore	Straits Times	10.86	9.84	5.49
Hàn Quốc	KOSPI	13.45	11.03	7.97
Trung Quốc	Shanghai SE	22.10	18.49	15.66
Ấn Độ	BOMBAY 500	30.05	29.06	17.29
Thái Lan	SET	13.72	10.13	6.31
Malaysia	KL Composite	12.99	11.30	9.58
Philippine	PSEi	11.42	12.35	9.47
Đài Loan	TAIEX	13.55	11.58	8.58
Việt Nam	VnIndex	11.70	15.94	8.01
Trung Bình		15.70	14.78	9.97

(Để đảm bảo tính tổng quan, phép tính đã loại các yếu tố đột biến gồm một số công ty có PE trên 50 như VPL, RIC và những công ty có kết quả kinh doanh thua lỗ, EPS âm, như BBT, REE)

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Dựa vào những diễn biến nêu trên, chúng tôi tin rằng tỷ trọng bán ra của khối đầu tư nước ngoài sẽ tiếp tục giảm đi và có thể đạt mức mua ròng ở một số nhóm ngành khi mà mặt bằng giá có thể sẽ tiếp tục giảm xuống mức hấp dẫn. Tuy nhiên, nguyên nhân mà khối đầu tư nước ngoài bán ròng trong thời gian qua không chỉ là vấn đề lợi nhuận của chính các doanh nghiệp Việt Nam, mà quan trọng hơn là do những rủi ro hệ thống từ nguy cơ suy thoái của nền kinh tế toàn cầu và một số hạn chế về việc vận hành (thanh khoản và mức minh bạch) của TTCK Việt Nam. Vì vậy, kể cả khi giá trị cơ bản của cổ phiếu đã trở về mức hấp dẫn, thì khối này có thể vẫn sẽ duy trì một danh mục đầu tư có tỷ lệ an toàn cao. Vấn đề trong giai đoạn tới không phải là nguy cơ bán ròng của khối ngoại, vì theo chúng tôi xu thế này sẽ tiếp tục yếu đi, nhưng việc lượng tiền thoát ra khỏi thị trường không được bù đắp trở lại sẽ khiến thị trường khó có thể tăng trưởng.

Đầu tư giá trị

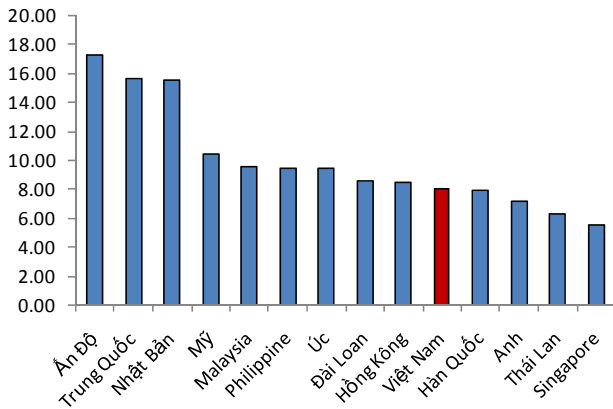
Nhìn lại thời điểm đáy suy thoái trước của VnIndex tại 366 điểm vào ngày 20/06, chỉ số P/E của Việt Nam đứng ở mức khá thấp (11,7 lần) so với trung bình các nước đã chọn mẫu (15,7 lần). Trong suốt giai đoạn từ trước đó đến thời điểm này, khối nước ngoài duy trì lượng mua ròng khá ổn định.

Khi thị trường Việt Nam bước vào giai đoạn hồi phục, tăng lên 561,85 điểm vào ngày 27/08, các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã trở nên đắt tương đối so với mặt bằng chung của các nước khác, được thể hiện qua chỉ số P/E đạt 15,94 lần so với P/E trung bình 14,78 lần. Khối nước ngoài đã bắt đầu hoạt động tăng bán và đã kéo dài cho đến thời điểm hiện tại.

Tính đến thời điểm 05/12, chỉ số P/E của Việt Nam đã giảm xuống khá thấp (đạt 8,01 lần so với mức 9,97 lần của các nước trong mẫu). P/E của Việt Nam xấp xỉ với Hàn Quốc, chỉ cao hơn thị trường Thái Lan đang có bất ổn về chính trị và 2 thị trường Anh và Singapore vốn được đánh giá là 2 nước chịu ảnh hưởng lớn từ sự suy thoái của nền kinh tế thế giới. Như vậy có thể nhận thấy, mức độ hấp dẫn của thị trường chứng khoán Việt Nam đang dần trở lại đối với các nhà đầu tư giá trị.

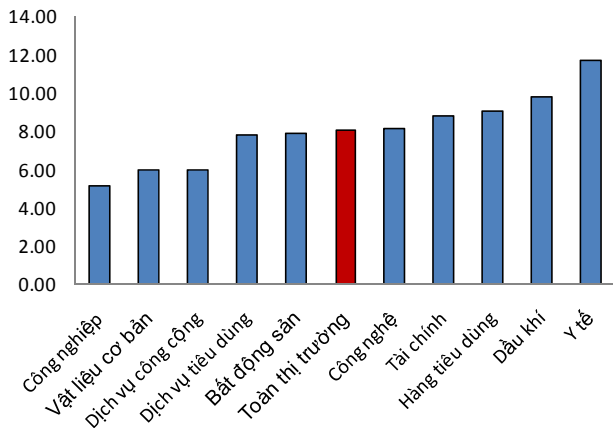
Tuy nhiên, nhìn chung các nhà đầu tư trong thời gian gần đây đang có xu hướng hạn chế rủi ro, thay vì tìm kiếm các cơ hội đầu tư tăng trưởng. Điều này được thể hiện qua việc so sánh tương quan mặt bằng chỉ số P/E của các nước phát triển với các thị trường mới nổi khác. Ngoại trừ Trung Quốc và Ấn Độ vốn được xem là 2 thị trường mới nổi khá phát triển đang có chỉ số P/E vẫn đứng ở mức tương đối cao, các thị trường mới nổi được xem là kém phát triển hơn, trong đó có Việt Nam, thì

P/E các nước tại 05/12



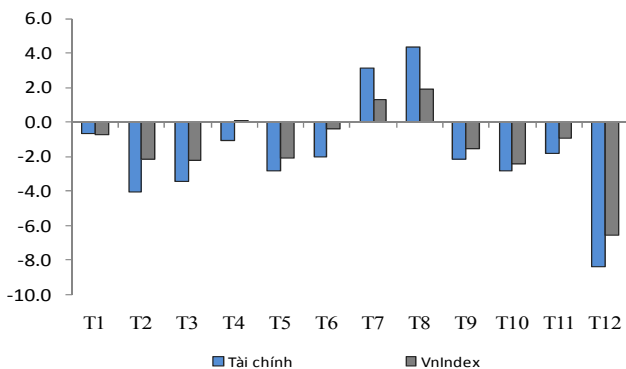
Nguồn: HoSE, BVSC

P/E theo nhóm ngành tại 05/12



Nguồn: HoSE, BVSC

So sánh diễn biến ngành tài chính với chỉ số VnIndex



Nguồn: HoSE, BVSC

P/E đã sụt giảm khá mạnh, lùi về ngang bằng, thậm chí thấp hơn mức P/E của các thị trường phát triển.

Xét tương quan chỉ số P/E theo nhóm ngành, công nghiệp, vật liệu cơ bản và dịch vụ công đang có mức P/E thấp tương đối hơn so với những ngành khác. Công nghiệp và vật liệu cơ bản là 2 ngành mà đầu ra chịu ảnh hưởng nhiều nhất của suy thoái kinh tế. Nổi bật là những khó khăn đối với ngành vận tải (thuộc nhóm ngành công nghiệp) và nhóm ngành vật liệu cơ bản do giá vật liệu cơ bản giảm mạnh. Ngành dịch vụ công vốn là ngành tăng trưởng ổn định, mặt bằng P/E thường thấp hơn những ngành khác. Thêm vào đó sự sụt giảm của cổ phiếu PPC, chiếm tỷ trọng vốn hóa lớn trong ngành (hơn 50%), do kết quả kinh doanh chịu ảnh hưởng bất lợi bởi rủi ro biến động tỷ giá, đã góp phần làm giảm mặt bằng P/E của nhóm ngành này. Tuy nhiên chúng tôi nhận định đây chỉ là khó khăn đối với cổ phiếu PPC nói riêng, cổ phiếu ngành dịch vụ công nói chung vẫn khá ổn định do đầu ra ít chịu ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế, đây được xem là các cổ phiếu phòng thủ tốt trong giai đoạn hiện nay.

Y tế là nhóm ngành hiện có mặt bằng P/E cao nhất trên thị trường (11,69 lần), cũng được xem là một nhóm cổ phiếu phòng thủ tốt bởi ít chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế do yếu tố đầu ra chủ yếu phục vụ nhu cầu tiêu dùng nội địa, giá cả được giữ tương đối ổn định. Đây cũng là nhóm ngành giữ giá tốt nhất trên thị trường trong giai đoạn sụt giảm vừa qua.

Các ngành đáng lưu ý

Ngành tài chính

Diễn biến chỉ số cụ thể của các ngành cho thấy ngành tài chính là ngành luôn có những biến động mạnh hơn các ngành khác, mức giảm mạnh hơn khi thị trường sụt giảm, tăng nhanh hơn khi thị trường tăng. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi ngành tài chính (ngân hàng) sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong thời gian tới do tín dụng vẫn chưa được khai thông, lãi suất cho vay của các ngân hàng giảm mạnh trong khi huy động trước đó lại ở mức lãi suất cao. Ngoài ra thị trường chứng khoán giảm mạnh, tính thanh khoản thấp cũng gây ra nhiều khó khăn cho tài chính. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính, đầu tư tài chính sẽ chịu áp lực lớn trong việc trích lập dự phòng đầy đủ trong năm 2008 do khả năng thị trường chứng khoán chưa thể phục hồi ngay trong năm nay và có thể kéo dài sang năm 2009. Việc trích lập dự phòng đầy đủ, hiện thực hoá các khoản lỗ sẽ giúp doanh

ngành đầu tư tài chính tránh được áp lực trong năm 2009. Với dự đoán này, chúng tôi cho rằng trong quý IV số doanh nghiệp đầu tư tài chính có kết quả kinh doanh bất lợi sẽ tăng lên.

Ngoài ra, năm 2007 là năm mà Việt Nam có mức tăng trưởng tín dụng cao, đặc biệt là giai đoạn cuối năm. Đây cũng là nguyên nhân tạo nên những cơn sốt trên thị trường chứng khoán và bất động sản. Phần lớn những khoản vay này sẽ đáo hạn hoặc phải trả một phần nợ gốc vào giai đoạn cuối năm 2008 và đầu năm 2009. Như vậy, với nhiều người đi vay không có khả năng huy động nguồn tiền để trả nợ, việc bán ra các tài sản khác có tính thanh khoản như chứng khoán để thu hồi tiền mặt dường như là một giải pháp hợp lý nhất. Tuy rất khó có thể định lượng, nhưng chúng tôi cho rằng điều này cũng có thể sẽ tạo thêm gánh nặng cho thị trường trong thời gian từ nay đến cuối năm.

Ngành vật liệu cơ bản và vật liệu xây dựng

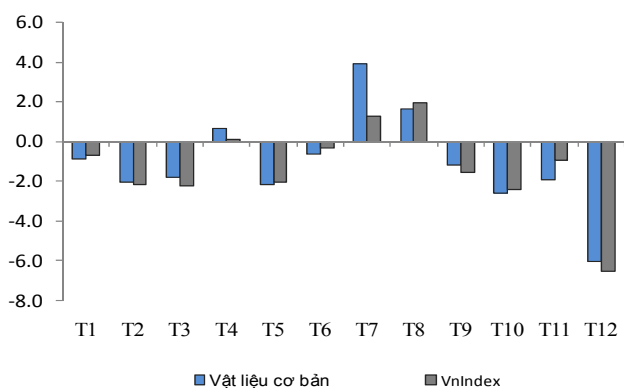
Ngành vật liệu cơ bản và vật liệu xây dựng có mức giảm điểm mạnh hơn mức giảm của chỉ số VnIndex trong các tháng 10, tháng 11 khi cầu thế giới về các mặt hàng của ngành này bắt đầu sụt giảm mạnh. Nhiều nhà đầu tư tổ chức lo ngại việc này sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, do sự sụt giảm doanh thu cũng như việc phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho sẽ làm cho lượng cung cổ phiếu ngành vật liệu cơ bản tăng mạnh. Tuy nhiên, với các gói hỗ trợ nhằm kích cầu mạnh tay của Chính phủ các nước và Việt Nam trong giai đoạn vừa qua, thì khả năng chuyển biến của ngành này có thể sẽ rất nhanh. Đặc biệt khi đa số các gói giải pháp tập trung vào kích thích đầu tư công và cơ sở hạ tầng. Chúng tôi tuy chưa đưa ra khuyến nghị nên mua cổ phiếu ngành này ở thời điểm hiện tại, nhưng nhà đầu tư cũng nên theo dõi biến động cổ phiếu các doanh nghiệp đầu ngành trong thời gian tới do các chuyển biến vĩ mô có thể có các thay đổi tương đối nhanh.

Dự báo thị trường

Trong giai đoạn vừa qua chúng ta có thể thấy tuy giá trị cơ bản của các cổ phiếu đã ở mức thấp, nhưng thị trường vẫn chưa có một phản ứng theo xu thế tích cực. Vấn đề nằm ở chỗ tuy chỉ số cơ bản như P/E đang ở mức tương đối hấp dẫn, nhưng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận (Earnings) của doanh nghiệp trong năm sau còn quá mờ mờ và có khá nhiều yếu tố rủi ro. Do đó, nếu không có các chuyển biến thực sự tích cực từ kinh tế vĩ mô, thì thị trường sẽ khó có thể duy trì được một đà tăng mạnh trong dài hạn.

Trong trung hạn, chúng tôi thấy rằng điểm sáng sẽ là thời điểm các biện pháp nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN thực sự phát huy tác dụng. Cho tới thời điểm hiện tại, các biện

So sánh diễn biến ngành vật liệu cơ bản với chỉ số VnIndex



Nguồn: HoSE, BVSC

pháp nói lỏng tiền tệ của NHNN mới chỉ mang tính chất cung tiền vào hệ thống ngân hàng qua việc giảm dự trữ bắt buộc, trong khi các ngân hàng vẫn chưa đẩy mạnh được việc cho vay. Ngoài ra, các chính sách nói lỏng tiền tệ của NHNN sẽ thực sự phát huy tác dụng khi giá trị của các khoản nợ xấu (NPL) đã được xác định chính thức và bước đầu được kiểm soát. Các chỉ số đáng lưu ý trong thời gian tới là khi lãi suất cơ bản giảm về mức trung bình của năm 2006 (khoảng 8,25%), tốc độ tăng trưởng tín dụng của khối ngân hàng sẽ phải lớn hơn mức trung bình của hai năm nay (khoảng 3,1%/tháng).

Nhìn vào các yếu tố cơ bản, chúng tôi đánh giá thị trường có thể sẽ khó có một đợt sụt giảm sâu trong thời gian tới. Mặc dù vậy, với bối cảnh nền kinh tế như hiện tại thì tiềm năng phục hồi nhanh chóng của thị trường cũng không phải là cao do còn khá nhiều yếu tố khó khăn ở phía trước. Tuy nhiên chúng tôi cũng không loại trừ khả năng thị trường phản ứng tích cực trong ngắn hạn vào thời điểm cuối năm khi mà hàng loạt thông tin tích cực sẽ hỗ trợ thị trường. Do đó chúng tôi đánh giá VnIndex nhiều khả năng sẽ dao động xung quanh mức 320-350 cho tới cuối năm.

Khuyến nghị

Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị đầu tư vào các ngành có tính chất ổn định, ít chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế và có khả năng duy trì được kết quả kinh doanh khả quan trong năm sau như ngành Y tế, Dịch vụ công và Dầu khí. Đặc biệt đối với ngành Y tế, chúng tôi đánh giá năm sau có thể sẽ vẫn duy trì được mức tăng lợi nhuận khả quan khi chi phí đầu vào đang trong đà giảm mạnh và nhu cầu đầu ra vẫn tiếp tục duy trì ở mức độ ổn định. Sau đây là nhận định tỷ trọng nắm giữ cổ phiếu theo ngành và 5 công ty đáng lưu ý ở thời điểm hiện tại (trang sau).

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

Mã	Các chỉ số chính			P/E 2008	P/B 2008	Mức giá nên mua	Giá kỳ vọng	Ưu điểm chính	Rủi ro chính
	EPS 2007	EPS 2008(E)	EPS 2009(F)						
VNM	5.497	7.417	8.558	9,71	2,55	70.000 - 80.000	136.000	<ul style="list-style-type: none"> - Doanh nghiệp đầu ngành sữa, chiếm trên 30% thị phần => khả năng điều phối giá nếu các chi phí đầu vào tăng đột biến - Tốc độ tăng trưởng cao – 16%/năm - Khả năng mở rộng thị phần sau vụ Melamine. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tỷ lệ nguyên vật liệu nhập khẩu chiếm 60-70% tổng nguyên vật liệu sản xuất => rủi ro tỷ giá và nguồn - Kinh doanh thực phẩm nhạy cảm với vệ sinh an toàn - Đầu tư tài chính lớn => rủi ro tài chính - P/E vẫn ở mức tương đối cao so với thị trường
VSH	1.850	3.131	1.952	8,40	1,66	26.000-28.000	35.000	<ul style="list-style-type: none"> - Hoạt động ổn định, có luồng tiền khấu hao lớn - Có nhiều dự án điện mới => khả năng tăng doanh thu - Có khả năng điều tiết lợi nhuận từ hoạt động tài chính (sở hữu 3 triệu PPC với giá vốn 10.200/cp) 	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng điện phụ thuộc vào thời tiết (không kiểm soát được)
DPM	3.476	5.263	4.492	6,19	2,70	32.000-35.000	75.000	<ul style="list-style-type: none"> - Nhà máy sản xuất phân đạm có sản lượng và thị phần lớn nhất VN => Có khả năng điều phối giá - Trữ giá khí ga đầu vào với giá 2\$/mmBTU đến năm 2013 thì được nâng lên \$3.6/mmBTU, thấp hơn với giá trung bình thế giới bây giờ là 4\$/mmBTU - Khấu hao nhanh, dòng tiền nhàn rỗi lớn 	<ul style="list-style-type: none"> - Cạnh tranh tăng từ nhà máy đạm Cà mau (công suất 800k/năm) và đạm từ Trung quốc - Trích lập dự phòng – DPM nhập một lượng phân bón lớn với giá cao trong quý II, tương đương với \$438/tấn. Giá phân bón đã giảm hơn 50%. - Giá dầu thô giảm – Mức dự báo trung bình trong năm 2009 là \$64/thùng => Giá đạm giảm - Tính minh bạch (quỹ từ thiện)
IMP	4.676	5.555	6.018	10,44	1,3	57.000-63.000	91.964	<ul style="list-style-type: none"> - Một trong các công ty dược phẩm hàng đầu với 4,7% thị phần - Nhà máy sản xuất thuốc sắp được đưa vào hoạt động (dự kiến doanh thu 250 tỷ trong năm) - Doanh nghiệp hàng đầu thực hiện sản xuất thuốc nhượng quyền => cải thiện về chất lượng và công nghệ - Hệ thống phân phối tốt 	<ul style="list-style-type: none"> - Có thể năm sau sẽ phải vay thêm 70 tỷ để sử dụng làm vốn lưu động - Có thể sẽ điều chỉnh lợi nhuận trong năm nay do nhà máy đi vào hoạt động chậm

DCL	4.442	5.471	7.067	4,72	0,9	27.000-30.000	73.213	<ul style="list-style-type: none"> - Một trong công ty duy nhất sản xuất sản phẩm vỏ nang cứng đặc thù với biên lợi nhuận cao - Hiện đang hoàn thiện nhà máy và nhiều khả năng đưa vào sản xuất trong năm 2009 - Chi phí đầu vào đang giảm mạnh trong khi giá bán thuốc vẫn tương đối ổn định 	<ul style="list-style-type: none"> - Kết quả kinh doanh quý IV có thể sẽ không thực sự tốt do thời tiết khá xấu => phần nào ảnh hưởng tới chi phí đầu vào. - Vốn hóa nhỏ, thanh khoản trung bình
------------	-------	-------	-------	------	-----	---------------	--------	--	---

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo tháng của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường diễn ra trong tháng và dự báo xu thế trong thời gian tới. Báo cáo không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào. 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. 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. Nhà đầu tư cũng nên tìm sự hỗ trợ từ các tư vấn của mình trước khi đưa ra quyết định.

Tất cả những số liệu, thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không bảo đảm rằng các nguồn thông tin này là 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. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản báo cáo cũng sẽ có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

Bản 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, 2008.

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Kinh tế vĩ mô & Chiến lược thị trường

Phòng Phân tích

Ts. Phạm Thành Thái Lĩnh

Chiến lược thị trường

linhptt@bvsc.com.vn

Ths. Tống Minh Tuấn

Kinh tế Vĩ mô

tuanm@bvsc.com.vn

Ths. Nguyễn Xuân Bình

Phân tích đầu tư

binhnx@bvsc.com.vn

Cn. Trần Hải Yến

Kinh tế Vĩ mô

yenth@bvsc.com.vn

Cn. Hoàng Anh Tuấn

Phân tích đầu tư

tuanhoang@bvsc.com.vn

Liên hệ

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm

Tel: (84-4)-928 8080

Fax: (84-4)-928 9899

Chi nhánh Hồ Chí Minh

11A Nguyễn Công Trứ, Quận I

Tel: (84-8)-821 8564

Fax: (84-8)-914 7477