

## Báo cáo Quý III

*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

## Điểm tựa giá trị

### Kinh tế vĩ mô

- Việt Nam trải qua Quý III với các điều kiện kinh tế vĩ mô đã được cải thiện, lạm phát được kiểm chế. Tuy nhiên vấn đề trong giai đoạn tới sẽ là câu chuyện tăng trưởng.
- Kinh tế Mỹ và thế giới dự báo sẽ bước vào giai đoạn suy thoái. Năm 2009 nhiều khả năng thế giới sẽ phải đối mặt với suy thoái kinh tế thấp và nguy cơ giảm phát. Dự báo khó khăn có thể sẽ kéo dài đến hết năm 2009.
- Các nguồn lực chủ đạo đóng góp cho tăng trưởng Việt Nam trong nhiều năm qua như xuất khẩu và FDI sẽ gặp khó khăn hơn. Mặc dù tiếp tục củng cố các nguồn này, Việt Nam có thể sẽ dựa nhiều hơn vào tiêu dùng trong nước trong năm 2009.
- Dự báo chính sách tiền tệ có thể bắt đầu được xem xét nới lỏng vào cuối quý I/2009 để chống đỡ giảm tăng trưởng trong điều kiện lạm phát đã có xu hướng giảm. Mặt bằng lãi suất có thể sẽ giảm nhanh với mức giảm có thể đạt khoảng 2-3% ngay trong quý IV/2008.

### Phân tích Thị trường

- Thị trường đã phản ánh rõ quy luật giá trị cũng như sự ảnh hưởng của yếu tố tâm lý trong quý III.
- Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm đang thể hiện sự phân hóa rõ giữa các doanh nghiệp.
- Câu chuyện tăng cung trên thị trường thông qua phát hành thêm và niêm yết mới cổ phiếu cũng đã và sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới thị trường.
- Kết quả kinh doanh của 20 doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất tại sàn HoSE vẫn duy trì được mức tăng trưởng ổn định trong năm nay và năm sau.
- Trong giai đoạn thị trường sụt giảm, sẽ xuất hiện các cơ hội đầu tư theo giá trị. Quy mô, lĩnh vực hoạt động và cơ cấu vốn sẽ là các yếu tố chính để đánh giá tiềm năng của doanh nghiệp trong tương lai.
- VnIndex vào cuối năm 2008 dự kiến sẽ dao động trong khoảng từ 420 đến 540 điểm.

## KINH TẾ VĨ MÔ: Câu chuyện tăng trưởng

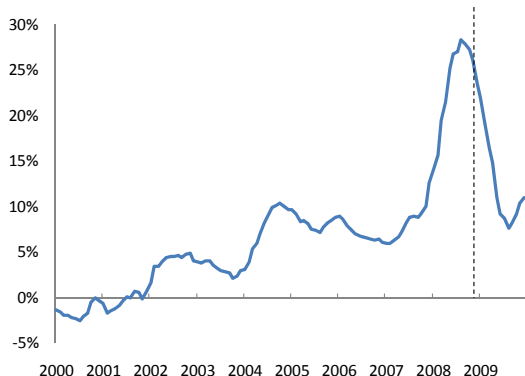
### Tổng quan

Dự báo kinh tế vĩ mô 2008

Chỉ số	2007	09/2008	Ước 2008
GDP (%)	8,4	6,5	6,2
Lạm phát (%)	12,6	27,9	24
Tỉ giá (USD/VNĐ)	16.010	16.700	16.700
Thâm hụt TM (tỷ USD)	-12	-15	-17
FDI (tỷ USD)	21,3	57	65
(giải ngân FDI)	6,8	8,1	10
Dự trữ ngoại tệ (tỷ USD)	23,8	0,7	24,0
Tăng trưởng tín dụng (%)	53,8	18,5	25-27

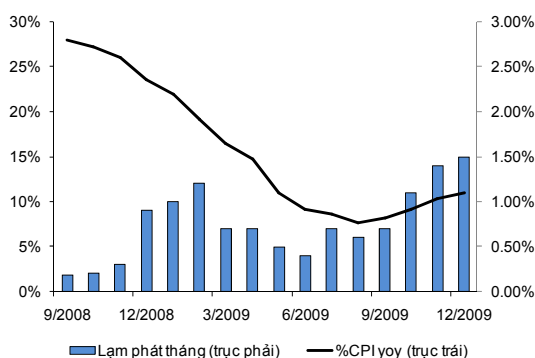
Nguồn: GSO, BVSC

Lạm phát sẽ giảm nhanh trong thời gian tới



Nguồn: IMF, BVSC

Dự báo lạm phát năm 2009 chỉ tăng 10%-12%



Nguồn: IMF, BVSC

Kinh tế Việt Nam đã trải qua quý III/2008 với nhiều kết quả tích cực. Sau giai đoạn 6 tháng đầu năm đầy biến động, có thể nói quý III là giai đoạn chúng ta nhìn thấy được những kết quả được phát huy từ các chính sách và giải pháp ổn định vĩ mô của Chính phủ. Lạm phát về cơ bản đã được kiểm chế, chỉ số CPI so với cùng kỳ đã tăng lên mức cao nhất trong tháng 8 và có dấu hiệu giảm tốc nhanh trong các tháng còn lại của năm. Thâm hụt thương mại giảm mạnh dưới mức 1 tỷ USD/tháng trong cả quý III sau những nỗ lực hạn chế nhập khẩu và đẩy mạnh xuất khẩu của Chính phủ, thậm chí dự kiến cuối năm Việt Nam sẽ có tháng xuất siêu. Cán cân thanh toán và tỷ giá ổn định. Đối với hệ thống ngân hàng, diễn biến lãi suất cho thấy mặt bằng lãi suất đang có dấu hiệu bước vào giai đoạn giảm sau những chuyển biến tích cực từ lạm phát và thanh khoản của hệ thống ngân hàng. Rủi ro nợ xấu tăng liên quan đến các việc cho vay bất động sản sẽ là một thách thức trong quý cuối cùng của năm, tuy nhiên chúng tôi cho rằng vấn đề này không quá lo ngại do vẫn nằm trong tầm kiểm soát.

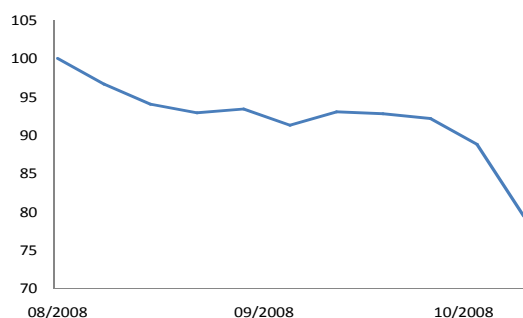
Bước sang quý IV, nỗ lực của Việt Nam trong việc duy trì môi trường vĩ mô ổn định càng trở nên quan trọng, nhất là trong bối cảnh tình hình thế giới có nhiều biến động. Các biến động từ nền kinh tế thế giới đang ngày càng ảnh hưởng rõ rệt hơn đến Việt Nam. Khủng hoảng tài chính thế giới đang diễn ra đã hình thành một bức tranh thế giới hoàn toàn mới. Các nước buộc phải thắt chặt tiêu dùng, tổng cầu nền kinh tế giảm sút, thất nghiệp tăng và lạm phát giảm. Trước tình hình như vậy, vấn đề trọng tâm của Việt Nam trong giai đoạn tới có lẽ sẽ không còn là vấn đề lạm phát mà là câu chuyện của tăng trưởng. Mặt bằng giá hàng xuất khẩu hạ và khả năng giảm sút vốn đầu tư nước ngoài sẽ là thách thức lớn đối với tăng trưởng của Việt Nam, vốn là nước đang phụ thuộc nhiều vào các nguồn lực bên ngoài để phát triển.

### Lạm phát và tăng trưởng trong giai đoạn mới

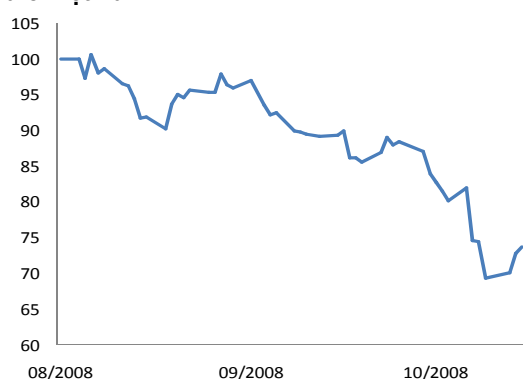
Nhìn vào quá trình tăng trưởng của Việt Nam, có thể cho rằng 2008 là năm Việt Nam phải ổn định lại nền kinh tế sau khi giải quyết những “căn bệnh” của tăng trưởng nóng từ năm 2007. Từ quý III/2008, các chính sách ổn định kinh tế vĩ mô đã cho thấy những kết quả nhất định. Lạm phát là biến số vĩ mô được quan tâm nhất trong năm đối với Việt Nam. Lạm phát cao có nguyên nhân từ cả yếu tố tiền tệ và yếu tố chi phí. Với quan điểm xác định yếu tố tiền tệ là yếu tố chính, Chính Phủ Việt Nam đã quyết liệt sử dụng chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm giảm đà tăng và kiểm chế lạm phát. Sau giai đoạn khó khăn, lạm phát đã được kiểm chế và bắt đầu bước vào giai đoạn giảm sau khi đạt đỉnh điểm vào tháng 8 với mức tăng **28,4%** so với cùng kỳ năm trước.

## Giá hàng nông nghiệp xuất khẩu chủ lực của Việt Nam có xu hướng giảm trên thị trường quốc tế

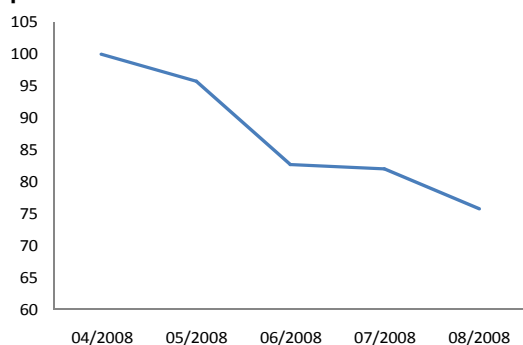
### Cao Su Malaysia



### Cafe Việt nam



### Gạo Thái Lan



(\*) Giá đầu kỳ = 100

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lạm phát sẽ giảm nhanh trong thời gian tới. Bức tranh kinh tế thế giới năm 2009 có thể sẽ là sức cầu suy giảm và một nguy cơ giảm phát. Ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính thế giới sẽ dẫn tới xu hướng thắt chặt chi tiêu tại hầu hết các quốc gia, giá cả hàng hóa trong thương mại quốc tế sẽ giảm, thị trường xuất khẩu các nước sẽ thu hẹp và cạnh tranh về giá ngày càng khó khăn hơn. Theo kinh nghiệm quốc tế của những kỳ khủng hoảng trước đây, dự báo suy thoái toàn cầu sẽ có thể kéo dài đến hết năm 2009 trước khi có thể tăng trưởng trở lại trong giai đoạn 2010-2011.

Xu thế giảm giá hàng hóa đã có thể thấy được ngay trong giai đoạn hiện nay. Giá cả dầu thô và các mặt hàng nguyên nhiên liệu như cao su, gạo, thép đã giảm mạnh. Như vậy, Việt Nam sẽ không tránh khỏi việc giá các mặt hàng chủ chốt sẽ bị cạnh tranh khốc liệt từ xu thế này, xuất khẩu của Việt Nam sẽ càng khó khăn để cạnh tranh với hàng hóa giá rẻ đến từ các đại công xưởng như Trung Quốc, Ấn Độ.

Như vậy có lẽ không cần phải nỗ lực nhiều, chúng tôi cho rằng lạm phát năm 2009 sẽ không còn là mối lo chính của kinh tế Việt Nam, dự báo lạm phát 2009 có thể đạt dưới 12%. Vấn đề chính của Việt Nam có lẽ sẽ là bài toán tăng trưởng, cụ thể là các chính sách thúc đẩy tổng cầu trong giai đoạn tới.

Chúng ta sẽ phân tích kỹ hơn vấn đề tăng trưởng của Việt Nam trong các phần tiếp theo của báo cáo này. Xét một cách tổng quan, tăng trưởng trong năm 2009 sẽ tiếp tục khó khăn và chỉ có thể bùng nổ trở lại trong giai đoạn 2010-2011. Tăng trưởng GDP năm 2009 được dự báo sẽ khó khăn và có thể chỉ đạt mức tăng 5,5%-6%, nguyên nhân khó khăn từ các nguồn tăng trưởng chủ lực như xuất khẩu và thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Trước tình hình như vậy, chúng tôi cho rằng việc Việt Nam có thể sẽ chú trọng hơn đến việc thúc đẩy tiêu dùng trong nước. Trong một nền kinh tế mà tiêu dùng đóng góp đến gần 70% GDP, tăng trưởng qua tăng tiêu dùng nội địa sẽ bù đắp phần nào khó khăn do sụt giảm xuất khẩu để lại. Chính Phủ cần tập trung đẩy mạnh chi tiêu xây dựng cơ sở hạ tầng, các hạng mục thiết yếu. Đặc biệt, Chính Phủ cũng cần tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ, xác định đây là thành phần rất quan trọng trong chiến lược tăng trưởng trong năm 2009.

## Câu chuyện xuất khẩu

Nguy cơ suy thoái kinh tế thế giới trong thời gian tới chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến xuất khẩu của Việt Nam. Với giá trị kim ngạch tương đương 70% GDP, diễn biến bất lợi của xuất khẩu cũng sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng của Việt Nam. Từ nhiều năm nay Việt Nam vẫn duy trì một mức tăng trưởng xuất khẩu khá cao với các mặt hàng thiết yếu và thuộc nhóm đầu các nước xuất khẩu các mặt hàng gạo, cafe, thủy hải sản, cao su... Sau khi kí các hiệp định thương mại song phương và là thành viên của WTO, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tăng lên mạnh mẽ. Có thể thấy trong thời gian vừa qua câu chuyện xuất khẩu

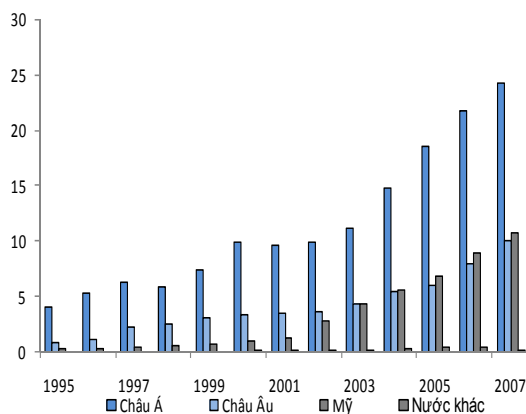
### Các mặt hàng xuất khẩu chủ chốt

	Giá trị xuất khẩu 9 tháng đầu năm (triệu USD)	Tăng trưởng 9 tháng 2008 so với cùng kỳ 2007 (%)
Gạo	2.435	89%
Than đá	1.14	55%
Dầu thô	8.808	52%
Cao su	1.256	33%
Điện tử, máy tính	1.897	25%
Thủy sản	3.323	21%
Dệt, may	6.831	20%
Sản phẩm gỗ	2.03	19%
Giày dép	3.439	18%
Cà phê	1.619	9%

Nguồn: GSO

### Cơ cấu thị trường xuất khẩu của Việt Nam

tỷ USD



Nguồn: GSO, BVSC

của Việt Nam vẫn chủ yếu là xuất khẩu sản phẩm thô và tăng trưởng mạnh nhờ vào việc tăng giá.

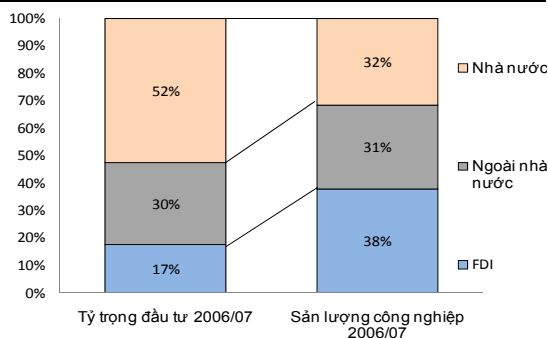
Tình hình sẽ khác đi trong năm 2009 bởi ảnh hưởng của suy thoái kinh tế thế giới. Mặc dù hàng hóa của Việt Nam chủ yếu là những mặt hàng thiết yếu với sức cầu co giãn thấp nên vẫn có thể duy trì tốt thị trường tiêu thụ, song mặt bằng giá các mặt hàng này giảm sẽ ảnh hưởng đến giá trị xuất khẩu sụt giảm đáng kể. Các mặt hàng cơ bản vốn là thế mạnh xuất khẩu của Việt Nam sẽ phải cạnh tranh gay gắt với các đại doanh nghiệp của Trung Quốc, Ấn Độ v.v... vốn cũng đang phải đi tìm thị trường tiêu thụ cho chính họ.

Bảng bên là danh sách 10 mặt hàng xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam trong 9 tháng qua. Trong suốt năm 2008, các mặt hàng cơ bản và mặt hàng thiết yếu như dệt may, giày dép, thủy sản, gỗ, cà phê, cao su... có mức tăng trưởng trung bình 20-25%. Mức tăng này khá ổn định qua thời gian và xấp xỉ với mức tăng trưởng xuất khẩu chung. Dự đoán mức ảnh hưởng của suy thoái kinh tế thế giới đối với các mặt hàng này sẽ không quá lớn do đây là các mặt hàng thiết yếu và có thị trường rộng, độ nhạy cảm với thị trường thấp, ảnh hưởng chủ yếu qua mặt bằng giá giảm. Các mặt hàng còn lại bao gồm dầu thô, gạo, than đá, cao su... trong thời gian qua đã tăng rất mạnh về giá trị (dầu thô 52%, gạo 89%, than 55%). Do đã tăng mạnh nhờ yếu tố giá trước đây, nên khi mặt bằng giá quay đầu, giảm thì tăng trưởng xuất khẩu khỏi mặt hàng này sẽ sụt giảm mạnh. Tính bất ổn định này sẽ khiến nhóm hàng hóa này khó khăn hơn.

Bên cạnh khó khăn chung, Việt Nam vẫn có những khía cạnh tích cực trước xu thế mới khi Việt Nam đã dịch chuyển dần thị trường xuất khẩu từ Mỹ và Châu Âu sang Châu Á. Trong năm 2007, Việt Nam xuất khẩu trên 50% kim ngạch sang Châu Á và trên 20% sang Châu Âu, Châu Mỹ. Do nền kinh tế Châu Á bị ảnh hưởng ít từ đợt suy thoái này, dự báo phần xuất khẩu sang thị trường Châu Á vẫn sẽ không bị ảnh hưởng lớn trong giai đoạn tới. Trong mô hình đánh giá về ảnh hưởng xuất khẩu, chúng tôi đưa ra ba khả năng về xuất khẩu của năm sau, trong đó khả năng xấu nhất kim ngạch xuất khẩu chỉ giảm 10% trong năm 2009. Nếu tích cực, kim ngạch xuất khẩu có thể tăng trưởng 7%. Con số này chúng tôi đánh giá không quá lo ngại với bối cảnh nền kinh tế thế giới hiện nay.

Một yếu tố nữa là xuất khẩu của Việt Nam từ những mặt hàng như dệt may, giày dép, thủy sản, điện tử,... giá trị gia tăng chủ yếu là gia công. Khi mặt bằng giá hàng hóa giảm, cả giá xuất khẩu và nhập khẩu đều giảm, yếu tố giá cả xuất khẩu giảm sẽ được bù một phần bởi yếu tố nhập khẩu các nguyên liệu đầu vào rẻ hơn. Nhìn chung những mặt hàng gia công sẽ chịu sự tác động xấu ít hơn là những mặt hàng nguyên liệu nếu chỉ xét tác động của yếu tố giá, tuy nhiên lợi nhuận biên thấp sẽ khiến Việt Nam cạnh tranh ngày một khó hơn trước sức ép giảm giá - cạnh tranh hàng dệt may của Việt Nam với Trung Quốc là một ví dụ.

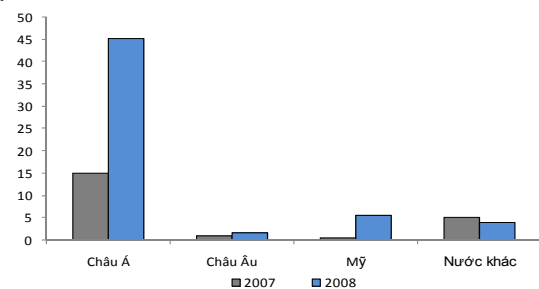
### FDI hàng năm chiếm 20% tổng vốn, song tạo ra gần 40% giá trị sản lượng công nghiệp



Nguồn: IMF, BVSC

### Nguồn vốn FDI cam kết theo lãnh thổ

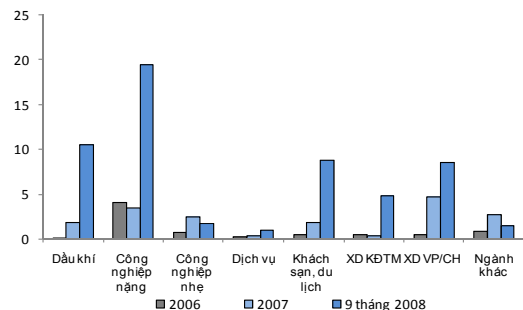
tỷ USD



Nguồn: GSO, BVSC

### Nguồn vốn FDI cam kết theo ngành nghề

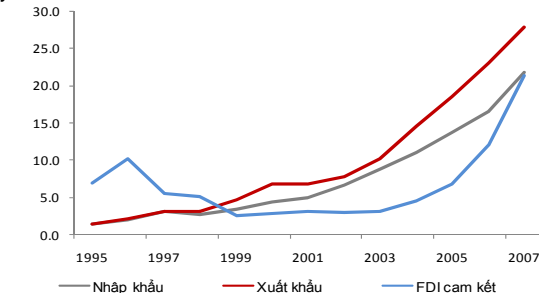
tỷ USD



Nguồn: GSO, BVSC

### Xuất/Nhập khẩu có vốn đầu tư nước ngoài và nguồn vốn FDI cam kết trong 10 năm qua

tỷ USD



Nguồn: GSO, BVSC

Viễn cảnh sáng sủa hơn về lạm phát cũng là một yếu tố làm tăng khả năng cạnh tranh hàng xuất khẩu của Việt Nam. Trong một môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt, lạm phát có xu hướng giảm sẽ làm tăng tỷ giá thực, kích thích xuất khẩu, đồng thời làm giảm áp lực đối với việc tăng chi phí đầu vào, chẳng hạn như yêu cầu tăng lương của nguồn lao động (chi phí nhân công) trong thời kỳ lạm phát.

## Dòng vốn FDI

Cùng với xuất khẩu, vốn FDI đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng của Việt Nam. Lượng vốn FDI hàng năm chiếm khoảng 20% tổng vốn đầu tư, song đã tạo ra khoảng 40% giá trị sản lượng công nghiệp. Riêng đối với lĩnh vực xuất khẩu, FDI có mối liên hệ trực tiếp và là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu mạnh mẽ trong hơn 10 năm qua.

Một trong các điểm sáng của kinh tế Việt Nam năm 2008 là cam kết FDI trong 9 tháng đầu năm đã ở mức kỷ lục 57 tỷ USD, cao gấp 5 lần so với cùng kỳ năm 2007, trong đó thực hiện đã đạt đến 8,1 tỷ USD. Vấn đề quan tâm trong bối cảnh hiện nay là liệu Việt Nam có thể tiếp tục hấp dẫn nguồn vốn này không, và hiệu quả giải ngân số vốn này ra sao?

Trước viễn cảnh suy thoái của kinh tế thế giới, chúng tôi cho rằng sẽ có cả yếu tố thuận lợi và khó khăn đối với việc thu hút FDI. Về mặt tích cực, trong tình hình khó khăn chung của thế giới, FDI sẽ chảy đến nơi nào thuận lợi và hấp dẫn theo quy luật “nước chảy chỗ trũng”. Việt Nam với những lợi thế riêng của mình sẽ vẫn là điểm đến tốt của dòng vốn FDI: tiềm năng phát triển lớn, tình hình chính trị ổn định, giá nhân công vẫn rẻ, tiêu chuẩn chấp thuận về công nghệ và môi trường thấp v.v... Ngoài ra, Châu Á chiếm tới 80% trong tổng nguồn vốn FDI cam kết cho tới thời điểm hiện tại. Khi Châu Á không phải là tâm điểm của giai đoạn khó khăn này, nguồn vốn từ các nước này sẽ không bị ảnh hưởng nhiều.

Xét về cơ cấu FDI, trong năm nay đã có sự dịch chuyển số vốn đăng ký theo hướng tăng đối với khối công nghiệp (chiếm khoảng 60% tổng số vốn đăng ký). Các ngành này có đặc thù đầu tư dài hạn, sản phẩm gồm nhiều mặt hàng thiết yếu. Vốn đăng ký đối với lĩnh vực này tương đối ổn định và có độ nhạy cảm thấp với khó khăn bên ngoài. Xem xét quan hệ giữa vốn đăng ký FDI và kim ngạch xuất nhập khẩu trong hơn 10 năm qua, có thể thấy tại Việt Nam giá trị xuất khẩu được tạo ra từ khối doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài mang lại vẫn lớn (lớn hơn cả vốn FDI đăng ký). Điều này sẽ tiếp tục hấp dẫn dòng vốn FDI đổ vào đầu tư trong lĩnh vực xuất khẩu tại Việt Nam do vẫn còn có tiềm năng mang lại lợi nhuận cao.

Tuy nhiên, khó khăn trong thời gian tới là những thách thức không nhỏ đối với việc thu hút FDI. Ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính và kinh tế toàn cầu đương nhiên sẽ dẫn đến việc giảm tổng vốn FDI trên toàn thế giới. Các nước cung cấp FDI sẽ trì hoãn hoặc tạm ngừng giải ngân dự án do đang gặp những



khó khăn về vốn (điều này đang có dấu hiệu xảy ra đối với một số dự án ODA tại Việt Nam). Một vấn đề đáng quan tâm nữa là trong năm nay FDI hiện đang tập trung khá nhiều vào xây dựng bất động sản và các dự án công nghiệp lớn. Chúng tôi dự báo bất động sản sẽ tiếp tục khó khăn trong thời gian tới, điều này sẽ kéo dài thời hạn và giảm tốc độ giải ngân số vốn đã đăng ký. Hơn nữa việc đầu tư vào bất động sản cũng sẽ không hy vọng mang lại thành quả quá lớn. Việc tập trung vào các dự án công nghiệp lớn như những dự án sản xuất thép và lọc dầu với số vốn đăng ký hàng tỷ USD sẽ tăng rủi ro khả năng thực hiện. Đó là chưa kể đến các vấn đề về tính phù hợp về công nghệ và nhu cầu cần thiết tại Việt Nam đối với việc thực hiện các dự án lớn này.

Trong tương lai, để đối phó với đà sụt giảm FDI, Việt Nam có thể sẽ phải chú trọng đến vấn đề nâng cao chất lượng, đặc biệt là nguồn lao động. Các yếu tố dài hạn hơn như giáo dục và y tế cần được quan tâm hơn nữa để có được nguồn lao động chất lượng hơn. Các chính sách minh bạch hóa hơn cũng là vấn đề quan trọng nâng cao sức cạnh tranh của Việt Nam trong thu hút dòng vốn này.

## Yếu tố nội và vai trò các doanh nghiệp vừa và nhỏ

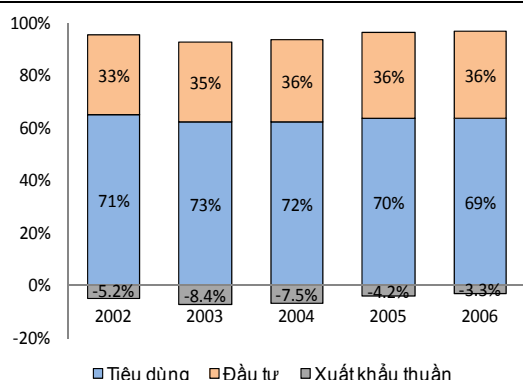
Trước viễn cảnh khó khăn từ các yếu tố ngoài, năm 2009 có thể là năm mà Việt Nam cần dựa nhiều hơn vào yếu tố cầu nội địa để tăng trưởng. Tương tự như Trung Quốc, khi thặng dư thương mại sụt giảm và xuất khẩu không còn là động lực tuyệt đối trong năm 2008, Trung Quốc đã bắt đầu hướng tới việc dựa vào thị trường trong nước để thúc đẩy tăng trưởng. Điều này là phù hợp trong giai đoạn khi lạm phát giảm nhiệt và tăng trưởng có nguy cơ chậm lại. Giống như cơ cấu GDP của Trung Quốc, tiêu dùng tại Việt Nam hiện đang đóng góp tới 70% GDP. Thúc đẩy tiêu dùng nội tại sẽ có thể bù được mất mát do xuất khẩu hay đầu tư nước ngoài sụt giảm. Nếu chiến lược hướng nội này được Chính phủ Việt Nam lưu ý hơn, rất có thể năm 2009 là năm lên ngôi của các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Thị trường cho hàng tiêu dùng sẽ có tiềm năng hơn.

## Hạ lãi suất để kích thích tăng trưởng

Đối với Việt Nam, nguy cơ lạm phát quay trở lại vẫn còn tiềm ẩn nên sử dụng các chính sách tiền tệ luôn cần được thực hiện với sự thận trọng. Mặc dù thận trọng song khó có thể trì hoãn. Trước tình hình thế giới biến động mạnh mẽ, các quốc gia trên thế giới đồng loạt cắt giảm lãi suất để chống suy thoái, Việt Nam chắc chắn không thể nằm ngoài quy luật, nhất là khi mặt bằng lãi suất tại Việt Nam đang cao một cách đáng ngạc nhiên, gây tổn hại lớn đến sản xuất trong nước. Chênh lệch lãi suất sẽ khiến áp lực vốn lên Việt Nam ngày càng cao. Nhu cầu hạ lãi suất đối với lĩnh vực sản xuất đang rất khẩn thiết.

Chúng tôi cho rằng việc hạ lãi suất chỉ còn là vấn đề thời gian. Hiện nay, nhu cầu huy động vốn cũng giảm nhiệt nên động lực

**Năm 2009 Việt Nam có thể dựa vào tiêu dùng trong nước nhiều hơn - tiêu dùng chiếm đến 70% trong cơ cấu GDP của Việt Nam**



Nguồn: GSO, BVSC

duy trì lãi suất cao để hút vốn sẽ không nhiều. Hơn nữa tăng lãi suất để hút thêm vốn vào ngân hàng sẽ không hiệu quả khi lãi suất cao (tâm lý sợ rủi ro với ngân hàng đưa ra mức lãi cao). Như vậy việc duy trì lãi suất cao không có lợi cho cả doanh nghiệp và ngân hàng. Doanh nghiệp gặp khó khăn và các ngân hàng cũng không có động lực tăng tín dụng do lợi nhuận thấp và rủi ro cao.

Đối với những lo ngại về nguy cơ lạm phát tăng trở lại khi lãi suất giảm, chúng tôi cho rằng nếu vẫn kiểm soát tốt tăng trưởng tín dụng trong khi hạ mặt bằng lãi suất thì sẽ không ảnh hưởng nhiều đến lạm phát, vì bản chất của lạm phát là do tăng cung tiền và tăng tín dụng. Sau 9 tháng, tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống ngân hàng mới đạt khoảng 19%, mức tăng này là khá an toàn. Đến cuối năm tổng mức tăng tín dụng có thể chưa đạt mức trần 30%, dự báo có thể sẽ chỉ đạt khoảng 25-27%. Riêng về lạm phát, chúng tôi dự báo mức tăng CPI trong 12 tháng tới sẽ tăng dưới 12%. Lạm phát tháng 10 có thể lần đầu tiên là tháng có giá trị âm. Lạm phát kỳ vọng giảm thấp hơn lãi suất hiện tại là yếu tố đã bảo đảm lãi suất thực dương.

Các lập luận đối với việc huy động tiền liên quan đến vấn đề lãi suất thực dương, rằng phải duy trì lãi suất cao để bù lạm phát có lẽ sẽ không còn hợp lý trong bối cảnh hiện nay. Thực tế viễn cảnh lạm phát được dự báo là sẽ giảm mạnh trong thời gian tới. Cụ thể trong thời gian tháng 9 và tháng 10, lạm phát hàng tháng luôn thấp hơn lãi suất huy động tháng (khoảng 1,2%/tháng). Lãi suất thực trong 2 tháng này đã dương và người gửi tiền đang dần thấy rõ xu hướng này. Thực tế lượng huy động tại các ngân hàng đã tăng khá nhiều trong tháng 9 vừa qua, khi người dân có xu hướng gửi tiết kiệm sớm để “chạy lãi suất”.

Với bối cảnh như vậy, chúng tôi dự đoán mặt bằng lãi suất có thể sẽ hạ nhanh trong thời gian ngắn tới. Việc giảm lãi suất huy động có thể được thực hiện với sự đồng thuận chung từ phía các ngân hàng thông qua ý kiến của Hiệp hội ngân hàng. Tuy nhiên, có thể không cần thực hiện những chính sách mang tính hành chính, chính thị trường sẽ thực hiện việc này. Do vậy có thể không cần hạ lãi suất cơ bản trước, mà có thể chờ khi lãi suất thị trường tự động giảm, lãi suất cơ bản sẽ được điều chỉnh cho phù hợp.

Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất có thể hạ ít nhất 2%-3% ngay trong quý IV năm nay. Đối với chính sách tiền tệ nhiều khả năng thời điểm thích hợp để bắt đầu nới lỏng nhằm kích thích tăng trưởng sẽ là khoảng thời gian cuối quý I đến đầu quý II/2009.

### **Kết luận**

- Việt Nam trải qua Quý III với các điều kiện kinh tế vĩ mô đã được cải thiện. Lạm phát được kiềm chế, tuy nhiên vẫn đề trong giai đoạn tới sẽ là câu chuyện tăng trưởng.
- Kinh tế Mỹ và thế giới dự báo sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm và nguy cơ giảm phát, dự báo có thể kéo dài

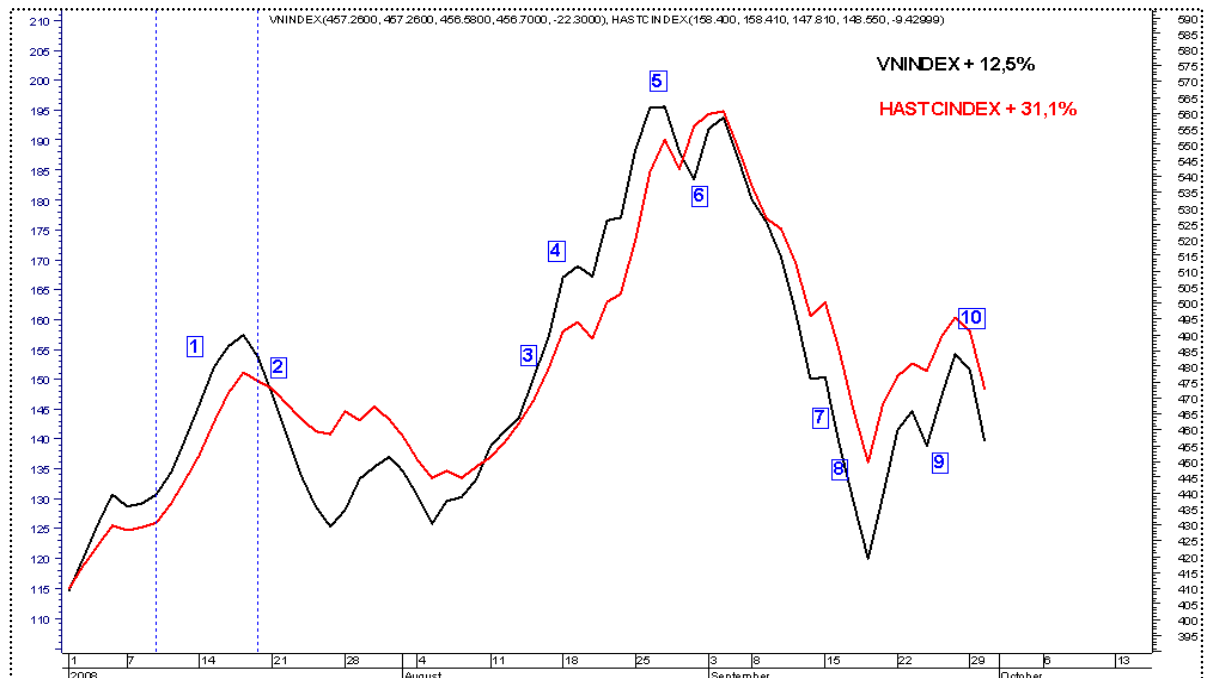
hết năm 2009. Giai đoạn 2010-2011 mới có thể là thời điểm kinh tế thế giới hồi phục

- Các nguồn lực chủ đạo tạo tăng trưởng cho Việt Nam trong nhiều năm qua như xuất khẩu và FDI có thể sẽ gặp khó khăn hơn trong giai đoạn tới. Mặc dù tiếp tục tăng trưởng các nguồn này, năm 2009 Việt Nam cần dựa hơn vào tiêu dùng trong nước. Chính phủ cần nâng cao thêm vai trò và tạo điều kiện thuận lợi cho khối doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs)
- Dự báo chính sách tiền tệ có thể bắt đầu được nới lỏng vào cuối quý I đến đầu quý II năm 2009 để chống nguy cơ đình trệ kinh tế, trong điều kiện lạm phát đã có xu hướng giảm. Trong khi đó, mặt bằng lãi suất có thể sẽ giảm nhanh với mức giảm khoảng 2-3% ngay trong quý IV/2008



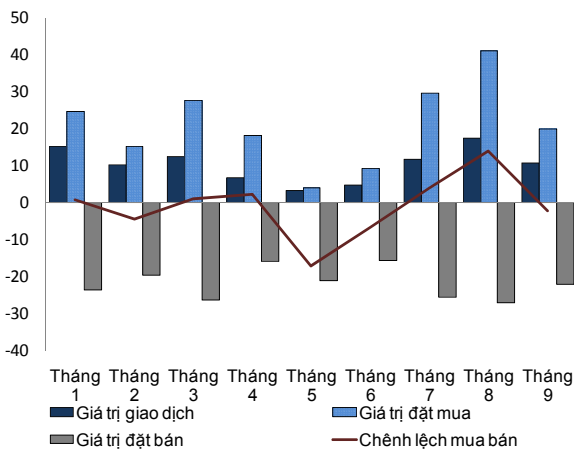
## BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG

### Diễn biến thị trường trong quý III



- (1) Từ 09/07 - 18/07/2008, các ngân hàng lần lượt hạ lãi suất cho vay.
- (2) 21/07/2008, Liên bộ Tài chính - Công Thương quyết định điều chỉnh tăng giá xăng, dầu.
- (3) 14/08/2008, Liên bộ Tài chính - Công Thương quyết định điều chỉnh giảm giá xăng, dầu.
- (4) 18/08/2008, nâng biên độ giao dịch, tại HoSE từ (+/-) 3% lên (+/-) 5%, tại HaSTC từ (+/-) 4% lên (+/-) 7%.
- (5) 27/08/2008 Liên bộ, Bộ Tài chính và Bộ Công Thương tiếp tục điều chỉnh giảm giá xăng, dầu trên thị trường.
- (6) 29/08/2008 NHNN công bố 02 quyết định: Quyết định 1906/QĐ-NHNN về giữ nguyên lãi suất cơ bản là 14%/năm và Quyết định 1907/QĐ-NHNN về tăng lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc từ 1,2%/năm lên 3,6%/năm.
- (7) 15/09/2008, Ngân hàng đầu tư của Mỹ là Lehman Brothers Holdings Inc nộp đơn xin bảo lãnh phá sản, Cục dự trữ liên bang Mỹ tiếp quản tập đoàn bảo hiểm lớn nhất nước Mỹ là AIG.
- (8) 16/09/2008, Liên bộ Tài chính - Công Thương quyết định điều chỉnh giá dầu diesel và giữ nguyên giá xăng.
- (9) 25/09/2008, NHNN tiếp tục công bố 02 quyết định: Quyết định 2131/QĐ-NHNN về giữ nguyên lãi suất cơ bản và Quyết định 2133/QĐ-NHNN về tăng lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc lên 5% thay cho mức 3,6%/năm.
- (10) 29/09/2008, Hạ viện Mỹ bất ngờ không thông qua kế hoạch giải cứu thị trường tài chính Mỹ khiến các thị trường chứng khoán thế giới sụt giảm mạnh.

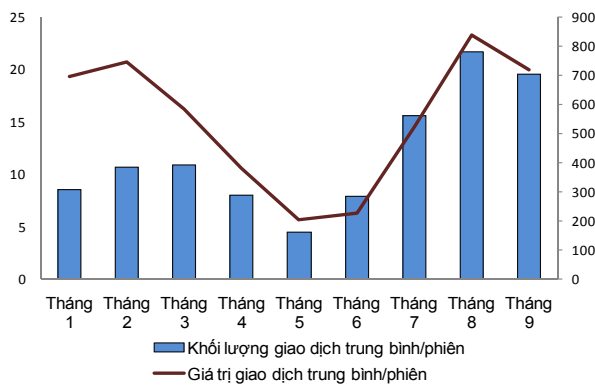
### Giá trị giao dịch đặt mua, bán tại sàn HoSE



Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

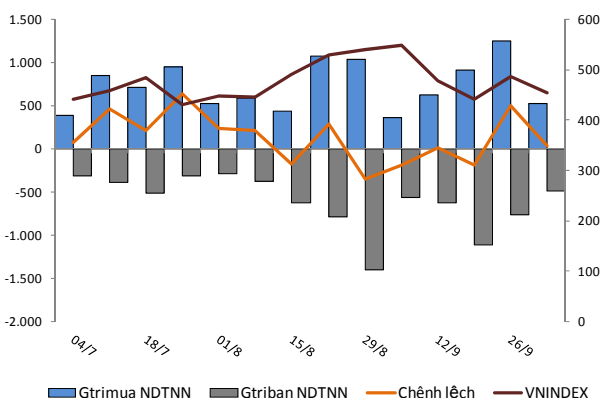
### Khối lượng giao dịch, giá trị giao dịch bình quân phiên tại sàn HoSE



Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

### Giá trị mua, bán của nhà đầu tư nước ngoài tại HoSE



Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

## Diễn biến chung

Sau diễn biến không mấy khả quan trong 6 tháng đầu năm, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có sự hồi phục khá ấn tượng trong giai đoạn tháng 7 và tháng 8. Tính từ mức đáy được xác lập từ cuối tháng 6 đến mức đỉnh đạt được cuối tháng 8, chỉ số VnIndex đã tăng tới 53,5% còn chỉ số HascIndex cũng tăng mạnh trên 80%.

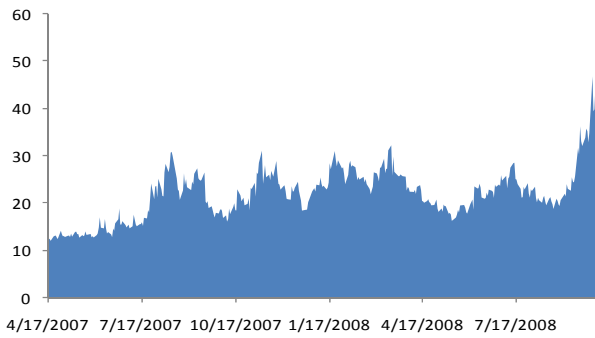
Những tín hiệu tích cực từ kinh tế vĩ mô trong khi giá cổ phiếu đã xuống mức rất hấp dẫn chính là nguyên nhân hỗ trợ niềm tin cho các nhà đầu tư và kéo dòng tiền chảy vào thị trường. Đặc biệt, sau khi biên độ dao động giá được điều chỉnh lên mức 5% tại sàn HoSE và 7% tại sàn HaSTC từ ngày 18/08, tính thanh khoản được cải thiện và giao dịch đã thực sự sôi động với nhiều phiên tổng giá trị giao dịch đạt trên 1.500 tỷ đồng tại cả 2 sàn giao dịch. Nếu như trong quý II, giá trị giao dịch cổ phiếu và chứng chỉ quỹ tại sàn HoSE chỉ là trên 15 nghìn tỷ thì sang quý III, con số này đã tăng gấp 3 lần lên mức trên 45 nghìn tỷ đồng. Giá trị giao dịch bình quân của một phiên trong tháng 8 đã vượt cả thời kỳ giao dịch sôi động trong những tháng đầu năm. Đây là mức tăng mạnh so với giai đoạn quý II và thể hiện rõ sức hấp dẫn của thị trường trong nửa đầu quý III.

Tuy nhiên, sau khi đạt được sự hưng phấn trong giao dịch vào cuối tháng 8, thị trường đã chững lại với việc các chỉ số chứng khoán đi xuống và quy mô giao dịch bắt đầu giảm dần. Trong tháng 9, xu thế chính của thị trường là giảm với việc chỉ số VnIndex đã mất đi khoảng 19% còn chỉ số HascIndex cũng mất tới gần 24% so với mức đỉnh cuối tháng 8. Có thể nhận thấy rằng bên cạnh các yếu tố nội tại, xu thế giảm này chịu khá nhiều tác động của các thông tin không khả quan của thị trường tài chính thế giới.

Về phía các nhà đầu tư nước ngoài, nếu như trong tháng 7 và nửa đầu tháng 8, các nhà đầu tư nước ngoài vẫn duy trì mức mua ròng thì từ nửa cuối tháng 8 đến hết tháng 9, đã dần xuất hiện những đợt bán ra khá mạnh của khối này. Theo dõi diễn biến giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài tại sàn HoSE, chúng tôi nhận thấy các đợt bán mạnh của khối đầu tư nước ngoài thường xuất hiện khi thị trường tăng nóng hoặc có các thông tin xấu từ thị trường tài chính thế giới.

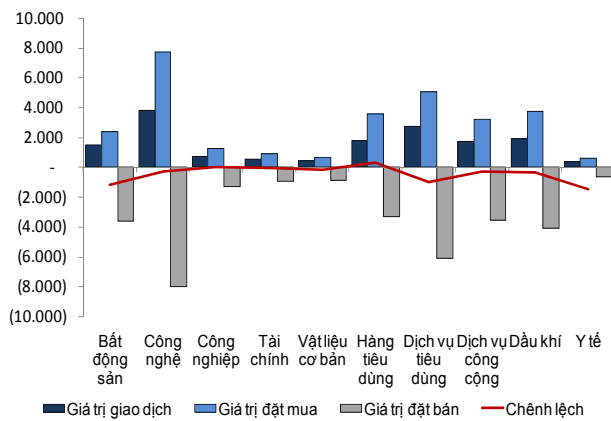
Nếu như thị trường đi lên trong tháng 7 và tháng 8 là biểu hiện của việc các yếu tố rủi ro nội tại của nền kinh tế trong nước đã được giảm thiểu thì thị trường sụt giảm trong tháng 9 chủ yếu là do niềm tin của nhà đầu tư đã dần mất đi trước những rủi ro từ nền kinh tế toàn cầu. Chúng tôi sẽ lần lượt phân tích các yếu tố chính ảnh hưởng tới thị trường trong phần dưới đây.

### Chỉ số biến động CBOE - VIX



Nguồn: Bloomberg

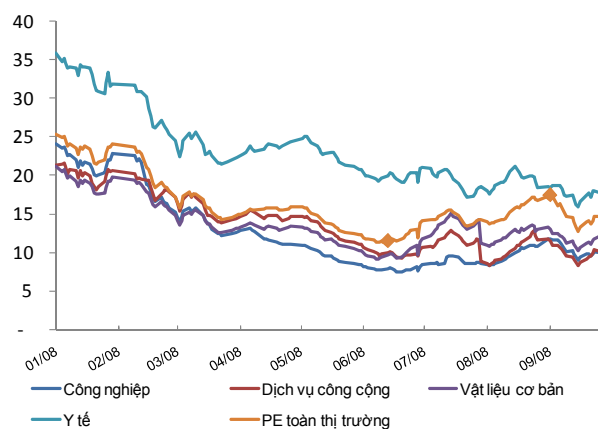
### Giá trị đặt mua, đặt bán theo ngành tại HoSE trong tháng 9



Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

### Diễn biến chỉ số PE hiện tại



Nguồn: HaSTC, HOSE, BVSC

## Yếu tố tâm lý

Cuối quý III, đặc biệt là trong tháng 9, diễn biến của thị trường đã thể hiện rõ sự ảnh hưởng của yếu tố tâm lý đối với giá cổ phiếu.

Như đã phân tích ở trên, tác động của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới trực tiếp và gián tiếp đến nền kinh tế Việt Nam được nhận định là không lớn. Tuy nhiên những tác động tiêu cực tới tâm lý nhà đầu tư là khá rõ nét. Mức độ chịu rủi ro và hấp dẫn đối với các tài sản có tính chất rủi ro cao như chứng khoán đang có xu hướng giảm trên toàn cầu. Điều này được thể hiện rõ với chỉ số biến động của CBOE (CBOE Volatility Index – VIX) – đây là một chỉ số đo mức độ “sợ hãi” của nhà đầu tư – đã tăng lên mức kỷ lục trong giai đoạn vừa qua.

Cùng với việc thị trường điều chỉnh giảm, tâm lý dao động của các nhà đầu tư đã được thể hiện rõ qua các phiên giao dịch một chiều. Các yếu tố cơ bản khá tích cực về tình hình kinh tế vĩ mô trong nước đã bị lấn át bởi tâm lý bi quan của đám đông. Lượng đặt bán ròng được thể hiện ở hầu hết các ngành, các công ty bất kể kết quả và triển vọng kinh doanh là tốt hay xấu. Trong giai đoạn thị trường sụt giảm, thị trường đặc biệt nhạy cảm với các thông tin xấu trong khi các thông tin hỗ trợ mang tính dài hạn như các đợt giảm giá xăng, dầu, sự cải thiện của chỉ số giá tiêu dùng,... thường lại không có tác động lớn.

Tuy nhiên chúng tôi nhận định, yếu tố tâm lý thường mang tính ngắn hạn và không có tác động trong dài hạn. Các nhà đầu tư sẽ sớm thoát ly tâm lý ảnh hưởng bởi sự biến động của các thị trường quốc tế để nhìn trở lại những yếu tố nội tại, triển vọng phát triển của nền kinh tế Việt Nam nói chung cũng như của các doanh nghiệp nói riêng để xác định lại phương hướng đầu tư của mình.

## Quy luật giá trị

Để phân tích về mặt bằng giá trị của cổ phiếu, chúng tôi sử dụng chỉ số P/E và phương pháp so sánh để đánh giá diễn biến của thị trường trong giai đoạn vừa qua.

Trong quý II, sau khi thị trường đã trải qua một đợt sụt giảm sâu, chỉ số PE toàn thị trường đã giảm xuống mức khá thấp là 10,5 và đây là mức P/E rất hấp dẫn để đầu tư. Theo chúng tôi, đây chính là động lực chính của đợt tăng điểm mạnh trong giai đoạn đầu của quý III.

Tuy nhiên, sau giai đoạn tăng khá nóng, tại mức đỉnh của thị trường trong tháng 8, chỉ số P/E của thị trường đã ở mức 16,7. Đây là mức khá cao nếu so sánh tương quan với các thị trường mới nổi cũng như các thị trường khác trong khu vực và việc giá cổ phiếu điều chỉnh giảm là tất yếu.

Khởi đầu đợt điều chỉnh vào cuối tháng 8, đầu tháng 9 là do

## So sánh tương quan chỉ số P/E (ước tính) của một số nước Châu Á

Nước/Thành Phố	Chỉ số	P/E	
		2008 E	2009 E
Hồng Kông	Hang Seng	10,58	9,37
Trung Quốc	CSI 300	12,31	10,08
Trung Quốc	Shanghai SE	14,55	11,77
Singapore	Straits Times	10,04	8,79
Đài Loan	TAIEX	9,83	9,71
Hàn Quốc	KOSPI	10,04	8,79
Ấn Độ	BOMBAY 500	11,68	9,72
Malaysia	KL Composite	10,74	10,00
Pakistan	Karachi 100	9,08	8,04
Phillipine	PSEi	11,14	9,96
Thái Lan	SET	7,45	6,98
<b>Việt Nam</b>	<b>VnIndex</b>	<b>10,74</b>	<b>9,55</b>
<b>Trung bình</b>		<b>10,68</b>	<b>9,40</b>

Nguồn: Bloomberg, BVSC

tác động của quy luật giá trị, đưa chỉ số P/E toàn thị trường về mức hợp lý. Tuy nhiên, trong giai đoạn tiếp sau đó, tin tức bất ổn từ nền kinh tế thế giới đã tiếp tục, đẩy VnIndex giảm khá nhanh và mạnh. Dựa trên mức giá thị trường ngày 9/10/2008 chúng tôi đã ước tính chỉ số P/E của Việt Nam và một số thị trường chứng khoán Châu Á cho thời điểm cuối năm 2008 và 2009 (Bảng bên). Có thể nhận thấy, mức P/E của Việt Nam đã quay trở lại xấp xỉ với mức bình quân trong khu vực. Có một điểm cần lưu ý, trong số các thị trường được chọn mẫu, bao gồm cả một vài thị trường đã khá phát triển như Hồng Kông, Singapore, Hàn Quốc. Ở những thị trường này, chỉ số P/E thường thấp hơn so với các nước đang phát triển khác. Ngoài ra, Thái Lan và Pakistan đang có những bất ổn về chính trị nên chỉ số P/E của 2 thị trường này đứng ở mức rất thấp. Kết hợp với những diễn biến khả quan kinh tế vĩ mô và triển vọng phát triển dài hạn của các doanh nghiệp Việt Nam, có thể nói mức giá hiện tại của các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện đã rất hợp lý và sẽ thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư theo trường phái cơ bản cả trong và ngoài nước.

## Kết quả kinh doanh

### Quy mô vốn hóa

#### Chỉ số lợi nhuận theo quy mô vốn hóa

Quy mô vốn hóa	Các chỉ số lợi nhuận	Q1 07	Q2 07	Q3 07	Q4 07	Q1 08	Q2 08
Lớn	ROE (%)	4,03	5,38	3,78	4,97	6,49	7,70
	ROA (%)	4,05	5,32	3,84	4,83	5,88	6,95
	Biên lợi nhuận sau thuế (%)	14,31	17,14	22,56	29,60	24,73	22,83
	Biên lợi nhuận gộp (%)	16,84	21,17	20,46	22,84	32,56	32,89
Trung	ROE (%)	3,63	4,41	5,47	7,23	4,61	3,55
	ROA (%)	2,19	2,44	2,89	3,87	2,46	1,93
	Biên lợi nhuận sau thuế (%)	11,16	14,56	11,05	17,30	13,39	10,06
	Biên lợi nhuận gộp (%)	15,73	20,56	24,11	23,39	21,99	25,94
Nhỏ	ROE (%)	4,38	4,15	4,72	4,20	4,06	3,96
	ROA (%)	2,18	2,11	2,19	2,30	2,38	2,14
	Biên lợi nhuận sau thuế (%)	6,55	7,20	8,79	9,85	11,72	7,66
	Biên lợi nhuận gộp (%)	16,76	17,34	17,99	17,54	22,91	18,79

Nguồn: BVSC

(\*) Công ty Lớn là 20 công ty có vốn hóa lớn nhất thị trường (74% vốn hóa của sàn HoSE). Công ty Trung là 70 công ty có vốn hóa giá trị vốn hóa tiếp theo (chiếm 22% vốn hóa của sàn HoSE) và công ty Nhỏ là số công ty còn lại (chiếm 4% vốn hóa).

Để đánh giá tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp trong năm 2008 và 2009, chúng tôi nhìn lại hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp trong 2 quý đầu năm 2007 so với 2 quý đầu năm 2008. Mẫu nghiên cứu được chọn là các doanh nghiệp đã được niêm yết từ đầu năm 2007 để có đủ số liệu báo cáo tài chính quý I, II năm 2007. Chúng tôi sử dụng các chỉ số ROE, ROA, biên lợi nhuận sau thuế và biên lợi nhuận gộp để đánh giá tình hình hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp.

Theo dõi chỉ số ROE của các doanh nghiệp theo quy mô vốn chủ sở hữu, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp có quy mô vốn lớn có xu hướng duy trì được tỷ lệ ROE, lợi nhuận biên ổn định hơn so với các doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ trong giai đoạn hiện nay.

Quan sát 20 công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất tại HOSE có thể thấy hoạt động kinh doanh chính của các công ty này vẫn đang có sự tăng trưởng tốt trong 2 Quý đầu năm 2008. Các chỉ tiêu sinh lời như ROA, ROE trong Quý I và Quý II năm 2008 đều cao hơn khá nhiều so với 4 Quý năm 2007. Tỷ suất lợi nhuận gộp của nhiều công ty thậm chí còn tăng mạnh do được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá của các mặt hàng vật liệu cơ bản hoặc do có chính sách dự trữ hàng tồn kho hợp lý. Bên cạnh đó, đa phần các công ty này đã phát hành tăng vốn mạnh trong năm 2007 nên có lợi thế về vốn sản xuất kinh doanh, giúp giảm bớt áp lực về chi phí lãi vay trong bối cảnh lãi suất thị trường tăng mạnh.

Tuy nhiên, trong nửa đầu năm 2008 do sự sụt giảm từ hai thị trường chứng khoán và bất động sản nên nhiều khoản đầu tư tài chính của các công ty này đã phải chịu lỗ hoặc trích lập dự phòng rủi ro lớn dẫn đến biên lợi nhuận sau thuế có xu hướng giảm sút so với 2 Quý cuối năm 2007. Biên lợi nhuận sau thuế giảm trong khi biên lợi nhuận gộp vẫn tăng mạnh thể hiện việc sản xuất kinh doanh chính của 20 doanh nghiệp này vẫn phát triển ổn định.

Đối với các doanh nghiệp có giá trị vốn hóa trung bình và nhỏ chúng ta có thể thấy các chỉ số hiệu quả sử dụng vốn như ROA, ROE trong quý I/2008 đã tăng nhẹ so với quý I/2007. Bước sang quý II/2008, các chỉ số này đã bắt đầu giảm so với quý II/2007 và quý I/2008. Như vậy, sau khoảng 2 quý kể từ quý IV/07, thời điểm xuất hiện những dấu hiệu bất ổn của kinh tế vĩ mô, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp bắt đầu phản ánh những khó khăn này.

Chúng tôi cho rằng những diễn biến xấu nhất của kinh tế vĩ mô Việt Nam đã rơi vào quý II và nửa đầu quý III, như vậy nhiều khả năng kết quả kinh doanh của các ngành, các doanh nghiệp sẽ vẫn tiếp tục bị ảnh hưởng thêm 2 quý nữa. Với độ trễ khoảng 2 quý để các thay đổi trong môi trường kinh doanh tác động được đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp, nhiều khả năng đến quý II/2009 các doanh nghiệp sẽ lấy lại được đà tăng trưởng ổn định.

Chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của quý III, IV năm 2008 và năm 2009 sẽ có sự phân hóa rõ giữa các nhóm doanh nghiệp theo quy mô vốn hóa. 20 công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất HOSE sẽ tiếp tục duy trì kết quả kinh doanh tốt trong năm 2008 và có mức tốc độ tăng trưởng EPS ở mức khoảng 10-15% trong năm 2009. Khối doanh nghiệp này có thương hiệu, quy mô vốn lớn và mức độ tín nhiệm tín dụng cao sẽ thuận lợi hơn trong việc tiếp cận với các nguồn vốn với chi phí thấp. Bên cạnh đó, giai đoạn khó khăn hiện tại lại là cơ hội cho các doanh nghiệp lớn bứt phá, tạo ra lợi thế, tranh thủ nắm bắt cơ hội mở rộng thị phần và tăng nhanh về quy mô so với các doanh nghiệp cùng ngành đang gặp khó khăn về vốn. Khối doanh nghiệp có mô vốn trung bình và nhỏ sẽ gặp khó khăn hơn trong giai đoạn tới khi các doanh nghiệp này sẽ phần nào bị mất thị phần do khối này sẽ gặp khó khăn hơn do chi phí tăng cao cũng như khả năng triển khai dự án.

### **Toàn cảnh doanh nghiệp**

Khi phân theo ngành, các ngành có mức giảm ROE tương đối mạnh có thể đề cập đến như bất động sản, công nghệ, y tế và hàng tiêu dùng. Đây có thể là những bằng chứng cho thấy diễn biến không thuận lợi của môi trường kinh doanh đã tác động lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, kết quả quý II năm 2008 cho thấy doanh nghiệp bắt đầu chịu tác động từ biến động kinh tế vĩ mô. So sánh ROE quý II năm 2008 với ROE quý II năm 2007, chỉ còn 2 ngành duy trì được mức độ



**So sánh tỷ lệ ROE các Quý I, II năm 2008 với cùng kỳ năm 2007**

Ngành	Q1/2007	Q2/2007	Q1/2008	Q2/2008	Chênh lệch Q1/08- Q1/07	Chênh lệch QII/08- QII/07
Công nghệ	8%	7%	5%	2%	-3.2%	-5.1%
Công nghiệp	4%	5%	5%	4%	0.8%	-0.8%
Dầu khí	4%	11%	8%	9%	4.1%	-2.3%
Dịch vụ công cộng	6%	6%	6%	6%	-0.1%	0.2%
Dịch vụ tiêu dùng	5%	4%	5%	3%	-0.4%	-0.8%
Hàng tiêu dùng	6%	6%	5%	3%	-1.8%	-3.0%
Vật liệu cơ bản	8%	7%	6%	6%	-2.3%	-1.2%
Y tế	8%	7%	5%	4%	-2.8%	-3.2%
Bất động sản	6%	6%	1%	0%	-5.0%	-5.8%

**Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu và lợi nhuận ròng quý I, quý II năm 2008 so với cùng kỳ năm 2007**

Ngành	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu (Q1/08- Q1/07)	Tỷ lệ tăng lợi nhuận ròng (Q1/08- Q1/07)	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu (QII/08- QII/07)	Tỷ lệ tăng lợi nhuận ròng (QII/08- QII/07)
Công nghệ	86%	14%	8%	-70%
Công nghiệp	95%	132%	54%	29%
Dầu khí	132%	352%	82%	45%
Dịch vụ công cộng	15%	13%	17%	22%
Dịch vụ tiêu dùng	62%	48%	58%	27%
Hàng tiêu dùng	53%	11%	50%	-27%
Vật liệu cơ bản	59%	16%	58%	31%
Y tế	74%	11%	30%	-30%
Bất động sản	105%	-70%	81%	-93%

Nguồn: BVSC

**Chỉ số ROE của các doanh nghiệp theo hệ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu**

Nợ phải trả/vốn chủ sở hữu	Q1/2007	Q2/2007	Q3/2007	Q4/2007	Q1/2008	Q2/2008
0-0.5	6%	5%	4%	4%	4%	4%
0.5-1	6%	8%	6%	6%	5%	4%
1-1.5	6%	5%	5%	6%	6%	6%
1.5-2	7%	7%	4%	8%	6%	2%
2<	3%	9%	7%	6%	5%	4%

Nguồn: BVSC

hiệu quả sử dụng vốn, đó là ngành vật liệu cơ bản và dịch vụ công cộng trong khi các ngành khác đều có mức hiệu quả sử dụng vốn giảm. Diễn biến của ROE phần nào phản ánh được mức độ ngoài cuộc của 2 ngành trên với những biến động của kinh tế vĩ mô.

Phân tích sâu hơn về sự giảm sút của ROE (của các doanh nghiệp niêm yết từ đầu năm 2007) chúng tôi nhận thấy lượng vốn chủ sở hữu có mức tăng trưởng mạnh trên tất cả các ngành từ năm 2007 đến nửa đầu năm 2008, đây cũng là nhân tố tác động trực tiếp khiến chỉ số ROE giảm do các doanh nghiệp thường mất khoảng thời gian đủ dài để các dự án sử dụng vốn phát hành thêm có thể phát huy hiệu quả. Tuy nhiên, ROE của các ngành giảm không chỉ do việc tăng vốn mạnh mà còn do lợi nhuận sau thuế 2 quý đầu năm 2008 của nhiều ngành giảm về giá trị tuyệt đối so với cùng kỳ năm 2007.

Có thể nhận thấy, những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu thấp đã duy trì được chỉ số ROE và chỉ số lợi nhuận biên ổn định do ít bị tác động của biến động lãi suất. Các doanh nghiệp có hệ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu lớn hơn 1,5 có mức giảm ROE tương đối mạnh và không ổn định. Bên cạnh đó, kết quả kinh doanh của không ít các doanh nghiệp còn chịu tác động bởi xu hướng đi xuống của thị trường chứng khoán do tham gia đầu tư tài chính, tỷ lệ trích lập dự phòng của các doanh nghiệp này ở mức cao, ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh chung.

Những biến đổi về hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp và so sánh tương quan giữa các ngành được nhà ĐTNN đánh giá sớm, và họ đã có những bước đi phù hợp với hoàn cảnh. Đó là sự dịch chuyển nguồn vốn từ ngành dịch vụ tiêu dùng, ngành hàng tiêu dùng, công nghệ sang các ngành duy trì được kết quả kinh doanh thuận lợi như vật liệu cơ bản, dầu khí và dịch vụ công cộng.

**Việc phát hành thêm và niêm yết lần đầu của các doanh nghiệp**

Trong giai đoạn gần đây, một loạt các doanh nghiệp đã thực hiện phát hành thêm cổ phiếu, chủ yếu là để chia cổ tức hoặc phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông. Việc này về bản chất là không yêu cầu thêm một lượng vốn đầu tư từ thị trường vào doanh nghiệp, nhưng lại có tác động tiêu cực đến tâm lý của các nhà đầu tư. Thêm vào đó, vào thời điểm lượng cổ phiếu này được chính thức giao dịch trên thị trường, sẽ có một bộ phận nhà đầu tư tranh thủ bán ra khiến lượng cung tăng đột biến, làm “loãng” thị trường. Tuy điều này chỉ mang tính ngắn hạn, nhưng cũng có những ảnh hưởng không tốt đến diễn biến thị trường.

Thực tế cho thấy, trong giai đoạn vừa qua, khi một lượng lớn các cổ phiếu (khoảng 427 triệu đơn vị) được niêm yết và chính thức giao dịch, được tập trung vào những ngày cuối tháng 8



**Một số cổ phiếu phát hành thêm và chính thức niêm yết lần đầu với khối lượng lớn**

Mã	Số cổ phiếu phát hành thêm	Ngày chính thức giao dịch
<b>BMP</b>	2.808.116	28/08/2008
<b>KDC</b>	10.115.211	29/08/2008
<b>VID</b>	1.949.849	29/08/2008
<b>CMC</b>	1.520.000	29/08/2008
<b>HPG</b>	56.103.998	05/09/2008
<b>NKD</b>	2.216.947	05/09/2008
<b>ST8</b>	818.267	05/09/2008
<b>SC5</b>	1.720.000	08/09/2008
<b>STB</b>	66.701.667	10/09/2008
<b>PVI</b>	8.550.000	06/10/2008
<b>TPC</b>	10.146.000	07/10/2008
<b>PVT</b>	75.600.000	Sắp tới
<b>CDC</b>	6.400.000	Sắp tới
<b>TDH</b>	2.250.000	Sắp tới
<b>(Chính thức niêm yết lần đầu)</b>		
<b>VCG</b>	149.985.150	05/09/2008
<b>VNA</b>	20.000.000	09/09/2008
<b>SZL</b>	10.000.000	09/09/2008
<b>Tổng số</b>	<b>426.885.205</b>	

Nguồn: HoSE, HaSTC

đến đầu tháng 9 (Bảng bên), các chỉ số thị trường chung đã sụt giảm. Tất nhiên sự sụt giảm của thị trường còn do tác động của các yếu tố tiêu cực khác. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, nếu thời điểm các cổ phiếu niêm yết lần đầu hoặc phát hành thêm được chính thức giao dịch có một lộ trình phù hợp hơn, không tập trung vào một thời điểm thì thị trường chung đã không bị ảnh hưởng quá tiêu cực.

Ở một khía cạnh khác, khi doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu, sẽ tạo sức ép cho ban quản trị doanh nghiệp cũng như những nghi ngại từ phía các nhà đầu tư về việc liệu doanh nghiệp có đảm bảo duy trì được tốc độ tăng trưởng EPS. Điều này cũng gây tác động không nhỏ đến tâm lý của nhà đầu tư và diễn biến giá cổ phiếu trên thị trường.

Trong giai đoạn sắp tới, sẽ tiếp tục có thêm một số lượng cung khá lớn ra thị trường. Ước tính từ nay đến cuối năm, hệ thống ngân hàng sẽ cần xấp xỉ 11.000 tỉ đồng. Thêm vào đó, sẽ có khoảng 30 doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu trên sàn HoSE và HaSTC từ nay đến cuối năm trong đó một số doanh nghiệp có quy mô cổ phiếu lưu hành tương đối lớn. Chưa kể tới một số đợt IPO của các doanh nghiệp lớn từ cuối 2008 sang năm 2009 như MHB, VietInBank, MobiFone, BIDV,...

Như vậy, chúng tôi cho rằng trong giai đoạn tới để thị trường có thể phát triển ổn định cần có thêm nhân tố hỗ trợ mới từ phía cầu. Tuy tình hình tài chính thế giới đang có nhiều biến động, nhưng việc giải ngân của các quỹ nước ngoài, đặc biệt là các quỹ đầu tư thuộc khu vực Châu Á theo dự đoán sẽ tiếp tục được duy trì khi các yếu tố vĩ mô của Việt Nam đang có chuyển biến tích cực và tiềm năng tăng trưởng về dài hạn của các doanh nghiệp khá tốt. Và quan trọng hơn, yếu tố cầu trong nước cũng cần được kích thích để khơi thông dòng vốn chảy vào thị trường. Các chính sách hỗ trợ thị trường để có thể cải thiện mức cầu và việc điều chỉnh lượng cung cho hợp lý là điều được trông đợi từ phía các cơ quan chức năng.

## Dự báo thị trường

### Dự báo TTCK Việt Nam vào thời điểm cuối năm

	Bất ổn	Ổn định	Tích cực
Lạm phát (chỉ số CPI tháng)	>26%	24%	22-24
Thâm hụt thương mại (tỷ USD)	>18	16	14-16
Giải ngân FDI (tỷ USD)	<8,5	10	>10
Tăng trưởng GDP	<6%	6,2%-6,5%	>6,5%
Lãi suất cơ bản	>14%	12%-14%	12%
Xác suất xảy ra (%)	20%	50%	30%
<b>Dự báo VnIndex (cuối năm)</b>	<b>417</b>	<b>460</b>	<b>540</b>

(\*) 20 công ty lớn nhất chiếm 74% tổng vốn hóa tại sàn HoSE

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để dự báo VnIndex vào thời điểm cuối năm. Chúng tôi sử dụng cơ sở dự báo dựa trên EPS 2008 của 20 công ty có mức vốn hóa lớn nhất sàn HoSE\*, cùng việc xác định chỉ số P/E hợp lý ở thời điểm cuối năm 2008.

Chúng tôi đã điều chỉnh lại mức dự báo tại thời điểm cuối năm do TTCK thế giới đã có những biến động khá tiêu cực trong giai đoạn vừa qua và mức giá của các chỉ số đang dao động rất lớn. Từ thời điểm dự báo trước (30/06/2008), các chỉ số chứng khoán chính của thế giới như Dow Jones, FTSE 100, MSCI World Index và MSCI Emerging Index đã giảm khoảng 30%. Tuy yếu tố này không ảnh hưởng trực tiếp tới TTCK Việt nam, những điều này sẽ làm ảnh hưởng tới tương quan P/E của thế giới và Việt Nam, giảm mức P/E có thể chấp nhận được tại TTCK Việt Nam. Căn cứ trên những phân tích về tình

hình vĩ mô, tình hình thị trường và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trong năm nay và 2009, chúng tôi dự báo thị trường vào thời điểm cuối năm 2008, chỉ số VnIndex sẽ ở mức 417-540 điểm. Khả năng lớn nhất là khả năng ổn định, VnIndex sẽ ở mức 460 điểm; trong trường hợp tích cực VnIndex sẽ ở mức 540 điểm và ngược lại trong trường hợp tiêu cực VnIndex sẽ ở mức 417 điểm.

### **Khuyến nghị**

Trên cơ sở những phân tích trên, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh quý III của các doanh nghiệp có giá trị vốn hóa lớn có thể vẫn sẽ vẫn khả quan. Trong khi đó, các doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ gặp những khó khăn nhất định. Với bối cảnh nền kinh tế thế giới đang bất ổn như hiện tại, tâm lý các nhà đầu tư vẫn đang bị ảnh hưởng, thì giá trị thực của doanh nghiệp đang chưa được quan tâm đúng mức. Tuy nhiên, khi các lo ngại về khủng hoảng tài chính giảm dần trong lúc những yếu tố nội tại của nền kinh tế Việt Nam vẫn duy trì ở mức ổn định thì các nhà đầu tư sẽ nhìn lại giá trị cơ bản của các doanh nghiệp để ra quyết định đầu tư phù hợp. Lúc đó thị trường sẽ bước vào giai đoạn ổn định nhưng sẽ có sự phân hoá giữa các nhóm cổ phiếu. Các cổ phiếu có tiềm năng trong thời gian tới là các cổ phiếu phòng thủ. Loại cổ phiếu này thường sẽ duy trì được kết quả kinh doanh ổn định trong mọi hoàn cảnh kinh tế như các tác động tiêu cực từ tình hình lạm phát, chi phí vốn cao và giảm tổng cầu của nền kinh tế thế giới.

Theo nhận định của chúng tôi, những ngành hợp lý để đầu tư cho danh mục đầu tư dài hạn là các ngành như dịch vụ công cộng, hàng tiêu dùng (thiết yếu), vật liệu cơ bản, dầu khí và y tế.

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo quý 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 Linh**

Chiến lược thị trường

[linhptt@bvsc.com.vn](mailto:linhptt@bvsc.com.vn)

**Ths. Phạm Tiến Dũng**

Chiến lược thị trường

[dungpt@bvsc.com.vn](mailto:dungpt@bvsc.com.vn)

**Cn. Hoàng Anh Tuấn**

Phân tích đầu tư

[tuanhoang@bvsc.com.vn](mailto:tuanhoang@bvsc.com.vn)

**Ths. Tống Minh Tuấn**

Kinh tế Vĩ mô

[tuantm@bvsc.com.vn](mailto:tuantm@bvsc.com.vn)

**Ths. Nguyễn Xuân Bình**

Phân tích đầu tư

[binhnx@bvsc.com.vn](mailto:binhnx@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