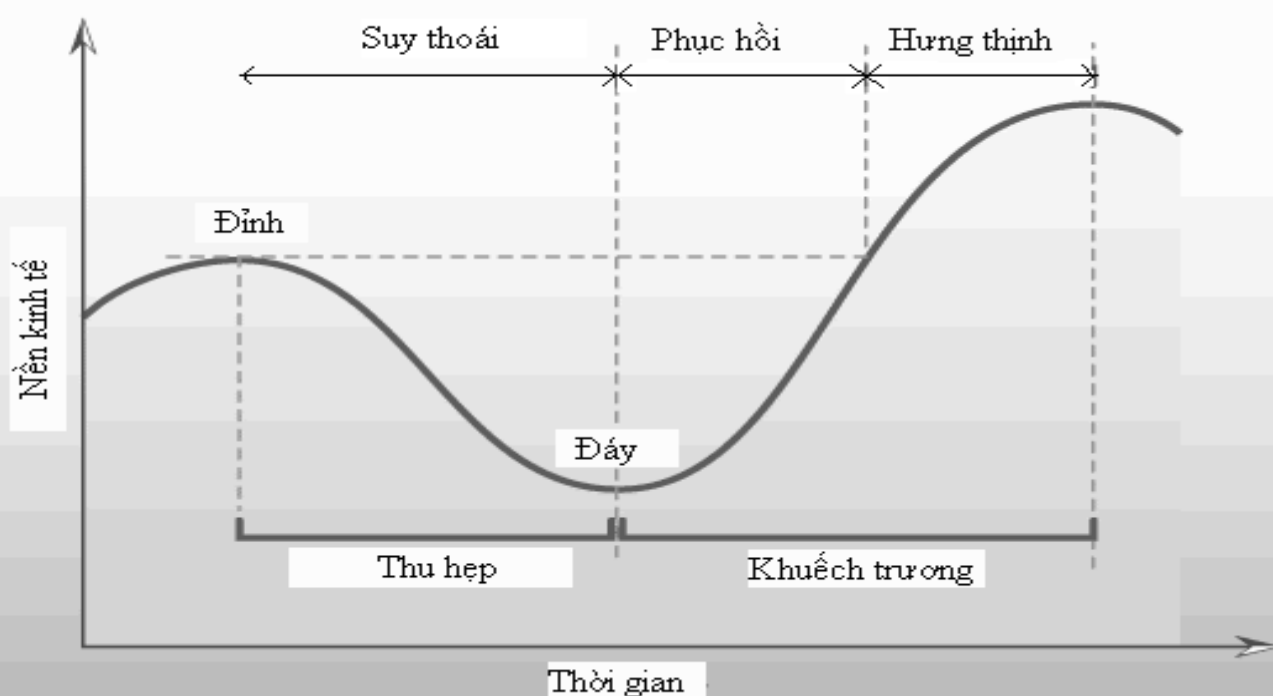


THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2009 – NHỮNG YẾU TỐ TÍCH CỰC



PHÒNG PHÂN TÍCH

Công ty chứng khoán HABUBANK

2C Vạn Phúc – Kim Mã - Ba Đình

Hà Nội

Tel: (04) 3726 3294

Fax: (043) 3726 2305

Email: research@hbbs.com.vn

Website: www.hbbs.com.vn

Tháng 3/2009

MỤC LỤC

| | |
|--|-----------|
| I. BỨC TRANH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ NỀN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2008..... | 4 |
| II. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2009 – NHỮNG YẾU TỐ TÍCH CỰC..... | 7 |
| 1. Thị trường chứng khoán – Thị trường của tương lai | 7 |
| 2. Chính sách kích cầu của Chính phủ | 8 |
| 3. Hạ lãi suất và hỗ trợ lãi suất cho vay | 10 |
| 4. Nguồn vốn ngoại tại Việt Nam vẫn ổn định | 12 |
| 5. Tính chu kỳ của Thị trường chứng khoán..... | 13 |
| III. CƠ HỘI ĐẦU TƯ NĂM 2009..... | 15 |
| PHỤ LỤC..... | 21 |
| TÀI LIỆU THAM KHẢO | 23 |

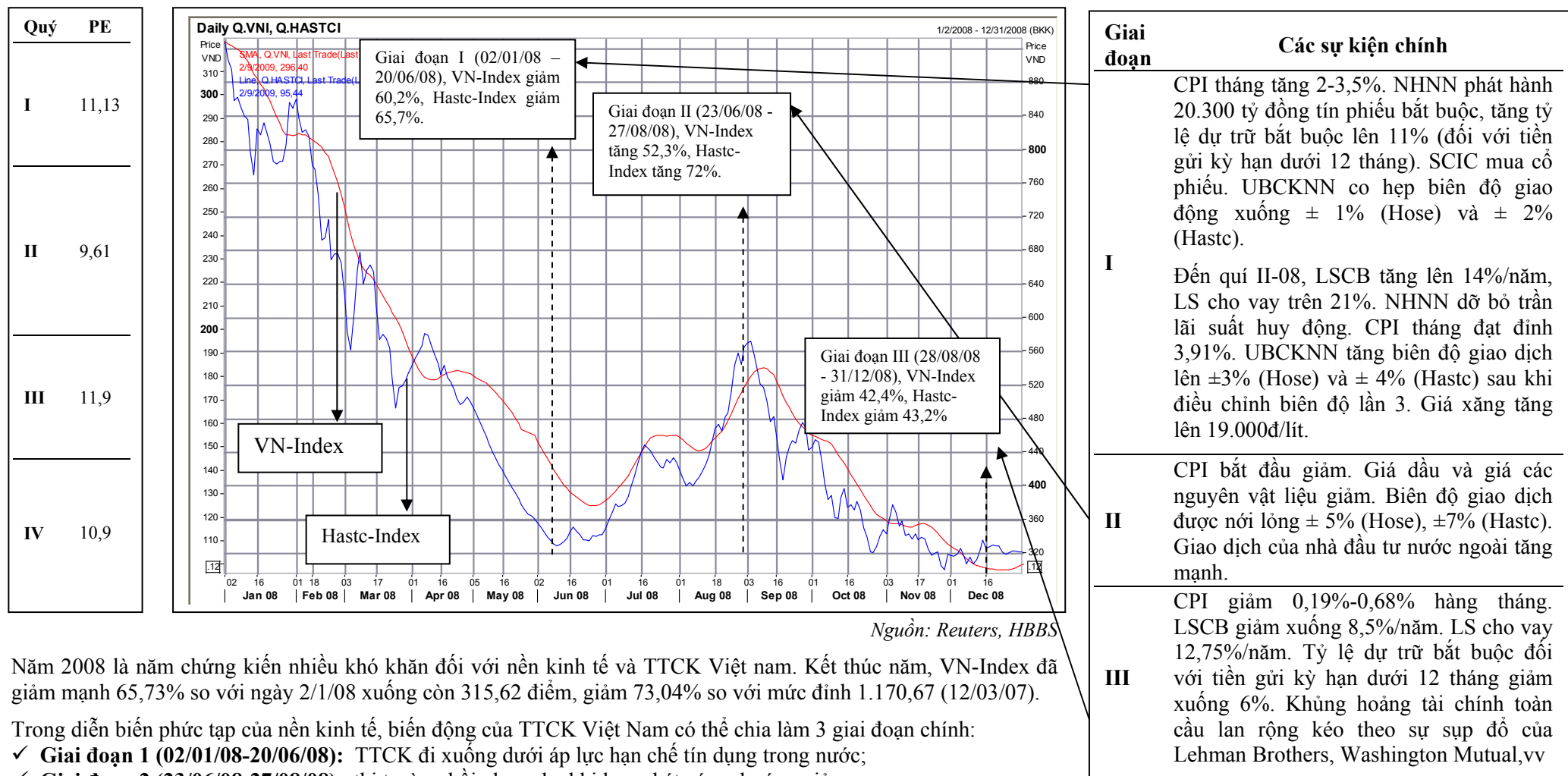
| | |
|---|----|
| Bảng 1 - Biến động của TTCK Mỹ từ năm 1877 đến 2008, tại các thời điểm khủng hoảng và sau khủng hoảng từ 1 năm đến 3 năm..... | 13 |
| Bảng 2 – Mức tăng trưởng lợi nhuận ròng các ngành | 15 |
| Bảng 3 – Cơ cấu Chi phí từng ngành năm 2008 | 16 |
| Bảng 4 - Chất lượng hoạt động từng ngành và nguyên nhân thành công, thất bại của các ngành..... | 17 |
| Bảng 5 – 15 DNNY đáp ứng đủ các tiêu chí chọn lựa..... | 19 |
| | |
| Biểu đồ 1 - Thị trường chứng khoán qua các giai đoạn khủng hoảng | 7 |
| Biểu đồ 2 – Niềm tin nhà đầu tư qua các giai đoạn khủng hoảng | 8 |
| Biểu đồ 3 - Mức biến động giá trị giao dịch và chỉ số CSI300..... | 10 |
| Biểu đồ 4 - Lãi suất cơ bản và lãi suất tiết kiệm, cho vay trong năm 2008 | 10 |
| Biểu đồ 5 - Mối liên hệ giữa lãi suất dài hạn và thị trường chứng khoán Mỹ* | 11 |
| Biểu đồ 6 - Mối liên hệ giữa lãi suất và Thị trường chứng khoán Việt Nam | 11 |
| Biểu đồ 7 - Biến động của VN-Index qua các năm | 14 |
| Biểu đồ 8 - Diễn biến giao dịch trên sàn Hồ Chí Minh trong năm 2008 | 21 |
| Biểu đồ 9 - Diễn biến giao dịch NĐTNN trên hai sàn trong năm 2008..... | 22 |
| | |
| Hình 1 - Các giai đoạn của thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2008..... | 4 |
| Hình 2 - Toàn cảnh nền kinh tế Việt Nam năm 2008 và dự báo 2009-2010 | 5 |

BẢNG VIẾT TẮT

| | |
|--------------------------------|---|
| TTCK | Thị trường chứng khoán |
| NHNN | Ngân hàng Nhà nước |
| UBCKNN | Ủy ban chứng khoán Nhà nước |
| CitiGroup | Citigroup Inc. - một tập đoàn tài chính lớn của Mỹ, có trụ sở tại New York, có hệ thống dịch vụ tài chính lớn nhất trên 107 quốc gia với gần 12.000 lao động. |
| Goldman Sachs | Goldman Sachs Group, Inc. - ngân hàng được thành lập vào năm 1869, có trụ sở tại New York. |
| Merrill Lynch | Merrill Lynch & Co., Inc. – Ngân hàng Mỹ có trụ sở tại New York |
| LNR | Lợi nhuận ròng |
| DNNY | Doanh nghiệp niêm yết |
| GVHB/DT | Giá vốn hàng bán/Doanh thu |
| CPTC/DT | Chi phí tài chính/Doanh thu |
| (CPBH+CPQL)/DT | (Chi phí bán hàng + Chi phí quản lý)/Doanh thu |
| Tổng CP/DT | Tổng chi phí/Doanh thu |
| Thiết bị, DVĐK & HT phân phối | Thiết bị, Dịch vụ Dầu khí và hệ thống phân phối |
| Ga, nước & DV tiện ích đa năng | Ga, nước và dịch vụ tiện ích đa năng |
| Dược phẩm và CNSH | Dược phẩm và công nghệ sinh học |

I. BỨC TRANH THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ NỀN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2008

Hình 1 - Các giai đoạn của thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2008

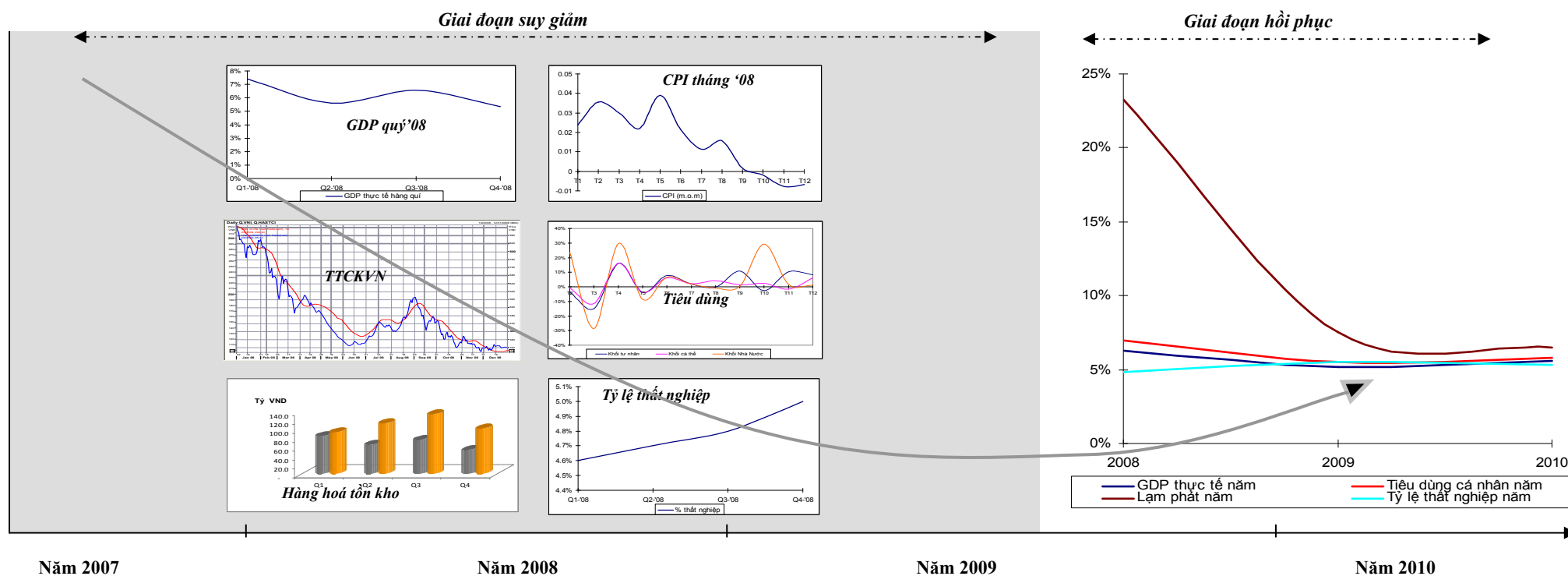


Năm 2008 là năm chứng kiến nhiều khó khăn đối với nền kinh tế và TTCK Việt nam. Kết thúc năm, VN-Index đã giảm mạnh 65,73% so với ngày 2/1/08 xuống còn 315,62 điểm, giảm 73,04% so với mức đỉnh 1.170,67 (12/03/07).

Trong diễn biến phức tạp của nền kinh tế, biến động của TTCK Việt Nam có thể chia làm 3 giai đoạn chính:

- ✓ **Giai đoạn 1 (02/01/08-20/06/08):** TTCK đi xuống dưới áp lực hạn chế tín dụng trong nước;
- ✓ **Giai đoạn 2 (23/06/08-27/08/08):** thị trường hồi phục nhẹ khi lạm phát có xu hướng giảm;
- ✓ **Giai đoạn 3 (28/08/08-31/12/08):** thời kỳ bi quan của TTCK do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế toàn cầu.

Hình 2 - Toàn cảnh nền kinh tế Việt Nam năm 2008 và dự báo 2009-2010



| Chỉ tiêu năm 2008 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
|------------------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Tiêu dùng (%) | | 4,87 | 7,92 | 10,92 |
| Tồn kho hàng lâu bền 2007 (tỷ VNĐ) | 84,80 | 65,00 | 75,90 | 53,30 |
| Tồn kho hàng lâu bền 2008 (tỷ VNĐ) | 93,30 | 113,40 | 133,80 | 101,70 |
| Xuất khẩu từ DN nội địa (%) | 4,70 | 22,60 | 10,90 | -20,80 |
| Nhập khẩu từ DN nội địa (%) | 27,20 | 9,80 | -25,50 | -22,50 |
| GDP hàng quý (%) | 7,40 | 5,61 | 6,56 | 5,36 |
| Tỷ lệ thất nghiệp (%) | 4,60 | 4,70 | 4,80 | 5,00 |
| CPI quý so với cùng kỳ 2007 (%) | 16,30 | 20,34 | 22,76 | 22,97 |
| CPI tháng của tháng cuối quý (%) | 2,99 | 2,14 | 0,18 | -0,68 |
| LSCB (%) | 8,75 | 14,00 | 13,00 | 8,50 |
| LS Cho vay 1 năm (%) | 15,60 | 21,00 | 20,50 | 11,00 |
| Mức tăng trưởng LNDN (%) | | 15,00 | 4,40 | -53,30 |

Nguồn: GSO, VCB, Reuters, CitiGroup, HBBS

Diễn biến thị trường chứng khoán qua 3 giai đoạn năm 2008 nêu trên đã thể hiện rõ tính chất nhạy cảm của TTCK với sức khoẻ nền của kinh tế

Năm 2007 là một năm tăng trưởng quá nhanh cho nền kinh tế Việt Nam. Khi đó, Việt Nam được các nhà đầu tư nước ngoài đánh giá là một trong những môi trường đầu tư đầy tiềm năng. Tuy nhiên, từ quý 2/2008, những chỉ tiêu kinh tế vĩ mô Việt Nam đã bắt đầu phản ánh những biểu hiện suy thoái đầu tiên như GDP giảm, lạm phát và thất nghiệp tăng. Trong thời kỳ khó khăn, với việc thắt chặt chi tiêu của người dân, tiêu dùng cá nhân giảm mạnh, đặc biệt đối với những hàng hoá lâu bền (là loại hàng hóa có thời gian sử dụng dài như ô tô, xe tải, hàng điện lạnh v.v. được chọn làm hàng hóa đại diện cho sức tiêu thụ toàn xã hội). Trong thời điểm này, hàng hóa lâu bền tồn kho trong nền kinh tế Việt Nam gần như tăng gấp đôi con số tương ứng năm 2007 (Hình 2). Tốc độ tăng trưởng tổng giá trị xuất khẩu quý 4 của doanh nghiệp nội địa giảm mạnh (-20,8%) so với quý 3 phản ánh sự cắt giảm nhu cầu tiêu thụ hàng hóa tại các thị trường nhập khẩu lớn. Trước sự suy giảm nhu cầu tiêu thụ hàng hóa trong và ngoài nước, doanh nghiệp phải thu hẹp sản xuất và giảm bớt đầu tư. Những yếu tố này làm giảm GDP thực tế vào cuối năm 2008, sau khi hồi phục nhẹ trong quý 3. Tỷ lệ thất nghiệp cũng có chiều hướng gia tăng dần trong năm 2008 khi doanh nghiệp phải sa thải bớt nhân công. Sau giai đoạn tăng chóng mặt trong nửa đầu năm 2008, CPI giảm mạnh về cuối năm khi nhu cầu tiêu thụ thấp dần, khiến nhà sản xuất phải điều chỉnh giá bán với hy vọng giải toả hàng tồn kho và thu hồi vốn. Trong tình hình đó, NHNN liên tục cắt giảm lãi suất cơ bản, kéo theo “cuộc chạy đua” ngược so với đầu năm của các NHTM trong việc hạ lãi suất cho vay và lãi suất huy động tiền gửi. Những biến động tiêu cực vượt ngoài dự báo đã làm một số lượng lớn doanh nghiệp thiệt hại nặng nề. Theo thống kê kết quả kinh doanh DNNY, tăng trưởng lợi nhuận sau thuế giảm mạnh và tăng trưởng âm với tỷ lệ trên 50% trong quý 4 so với quý 3. Như vậy, có thể nói, nửa sau của năm 2008, nền kinh tế Việt Nam đã bắt đầu giai đoạn suy thoái.

Kinh tế năm 2009 và 2010

Bước sang năm 2009, trong diễn biến chung của kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam tiếp tục trải qua giai đoạn tăng trưởng thấp. Lượng vốn FDI vào Việt Nam sẽ có xu hướng giảm do nhà đầu tư nước ngoài giảm đầu tư hoặc chuyển dòng vốn sang thị trường khác. Sản xuất kinh doanh tiếp tục bị ảnh hưởng và xuất khẩu hàng hoá tăng trưởng chậm do nhu cầu tiêu dùng trong nước và quốc tế chưa có động lực cải thiện.

Tuy nhiên theo chúng tôi, bắt đầu từ cuối năm 2009, nền kinh tế thế giới sẽ dần hồi phục và tác động tích cực tới kinh tế trong nước thông qua sự quay trở lại của dòng vốn FDI và sự gia tăng về nhu cầu nhập khẩu hàng tiêu dùng Việt nam từ các thị trường thế giới. Tiêu dùng nội địa, yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, sẽ tăng dần trong nửa cuối năm 2009 và 2010. Trong khi đó, giá cả của nhiều mặt hàng lương thực thực phẩm và nhiên liệu ổn định sẽ làm giảm sức ép lên lạm phát. Khi tiêu dùng tăng trở lại, doanh nghiệp sẽ khôi phục dần hoạt động sản xuất, đáp ứng nhu cầu trong nước và xuất khẩu. Do đó, nhu cầu sử dụng lao động gia tăng làm giảm tỷ lệ thất nghiệp. Tỷ lệ tăng trưởng GDP thực tế cũng sẽ phản ánh sự hồi phục của nền kinh tế với xu hướng tăng trở lại vào năm 2010.

II. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2009 – NHỮNG YẾU TỐ TÍCH CỰC

TTCK Việt Nam qua 2 tháng đầu năm 2009 đã và đang diễn biến rất phức tạp. Tâm lý bi quan gần như bao trùm toàn thị trường. Để giúp Quý nhà đầu tư có thể cảm nhận được những cơ hội tham gia vào thị trường trong điều kiện “khá an toàn” hiện nay, chúng tôi xin gửi tới Quý vị góc nhìn tích cực về các yếu tố giúp TTCK dần hồi phục trong năm 2009.

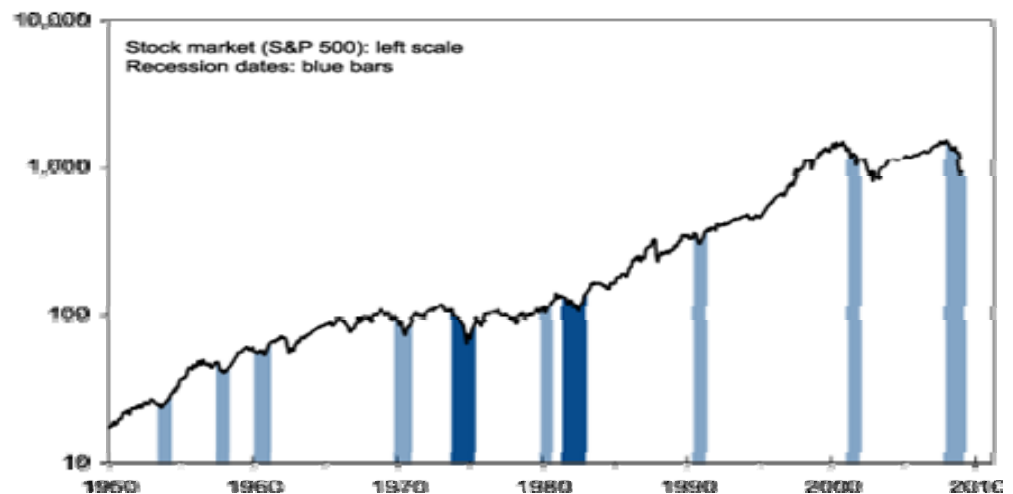
Thị trường chứng khoán phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư đối với xu hướng biến động của nền kinh tế trong tương lai tại thời điểm hiện tại.

1. Thị trường chứng khoán – Thị trường của tương lai

Một trong những biểu hiện tính tương lai của thị trường đó là thuyết chiết khấu dòng tiền. Theo thuyết này, dòng tiền trong tương lai luôn được quy về thời điểm hiện tại theo tỷ lệ chiết khấu nhất định. Chính vì vậy, giá chứng khoán sụt giảm từ năm 2008 cho đến nay đã và đang phản ánh xu hướng biến động của nền kinh tế năm 2009. CitiGroup, Goldman Sachs Global ECS Research dự báo tăng trưởng GDP năm 2010 của Việt Nam lần lượt từ 5,6%, 6,8% và kinh tế Việt Nam có thể hết gặp khó khăn vào năm này. Chính vì vậy, TTCK năm 2009 sẽ phản ánh bức tranh kinh tế cho năm 2010 và diễn biến tích cực hơn.

Tính tương lai của thị trường chứng khoán còn được thể hiện rõ khi so sánh mức độ phản ứng của thị trường chứng khoán với lòng tin của nhà đầu tư. Theo Tiến sỹ Steve Sjuggerud¹, chuyên gia nghiên cứu về thị trường chứng khoán: “Giá cổ phiếu thường chạm đáy ở giữa thời điểm cuộc khủng hoảng, và niềm tin của nhà đầu tư lại thường chạm đáy ở cuối cuộc khủng hoảng.”² Giá cổ phiếu chạm đáy vào giữa thời điểm cuộc khủng hoảng, vì nó phản ánh tương lai và thể hiện sự hồi phục của nền kinh tế trước khi sự hồi phục đó thực sự xảy ra. Nhưng ngược lại, lòng tin của nhà đầu tư thường khó hồi phục khi thị trường đã lao dốc vì họ thường quan tâm đến hoàn cảnh khủng hoảng hiện tại. Hai biểu đồ dưới đây sẽ minh họa điều đó.

Biểu đồ 1 - Thị trường chứng khoán qua các giai đoạn khủng hoảng



(Giai đoạn khủng hoảng được hiển thị màu xanh)

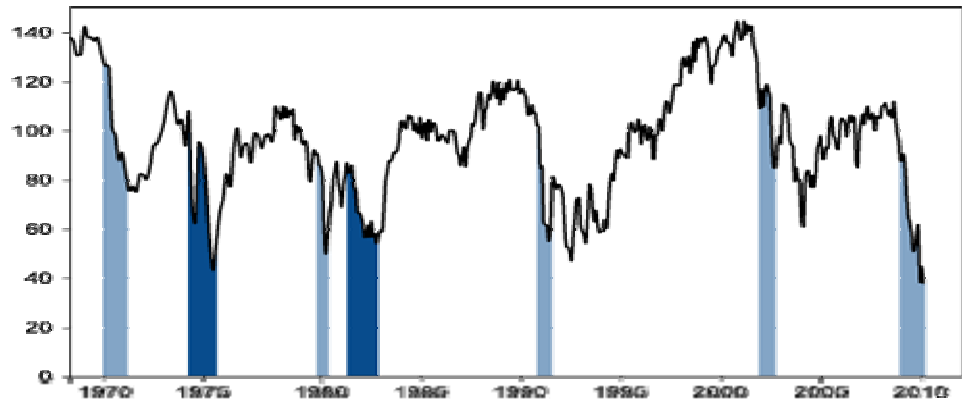
Nguồn: 16/01/2009, Thống kê bởi Tiến sỹ Steve Sjuggerud, Báo Dailywealth.

Theo biểu đồ trên, giá cổ phiếu đã chạm đáy vào phần nửa sau của hai cuộc khủng hoảng dài nhất (1973-75 và 1981-82).

¹ Tiến sỹ Steve Sjuggerud là giám đốc điều hành của nhiều phòng nghiên cứu, là chuyên gia đầu tư toàn cầu. Ông thường là tác giả của nhiều bài báo và đầu sách trên The New York Times, WSJ.com, sách của Barron và Steve. Là tác giả của loại sách “Kinh doanh và đầu tư” bán chạy nhất trên Amazon.com

² Theo bài báo “The Recession Has Bottomed”, bởi Tiến sỹ Steve Sjuggerud, 16/1/2009

Biểu đồ 2 – Niềm tin nhà đầu tư qua các giai đoạn khủng hoảng



(Giai đoạn khủng hoảng được hiển thị màu xanh)

Nguồn: 16/01/2009, Thống kê bởi Tiến sỹ Steve Sjuggerud, Báo Dailywealth.

Biểu đồ 2 chỉ ra rằng, niềm tin của nhà đầu tư đã chạm đáy vào ngay gần cuối các cuộc khủng hoảng lớn (1973-75 và 1981-82). Theo biểu đồ trên, tại thị trường Mỹ hiện nay, niềm tin của nhà đầu tư đã thấp hơn rất nhiều so với các đợt khủng hoảng trước.

Có thể nói những biểu hiện tại TTCK Mỹ đều có thể xảy ra tại TTCK Việt Nam

Hiện nay, VN-Index đang ở dưới mức 235 điểm (giảm trên 34% so với đầu năm 2009) được tạo ra bởi tâm lý bi quan của nhà đầu tư. Sự bi quan về thị trường vào thời điểm hiện tại sẽ có thể kéo dài trong tương lai bởi tính chất quán tính của tâm lý. Do vậy, nếu áp dụng kinh nghiệm từ thị trường Mỹ “Giá cổ phiếu thường chạm đáy ở giữa thời điểm cuộc khủng hoảng, và niềm tin của nhà đầu tư lại thường chạm đáy ở cuối cuộc khủng hoảng”, thì VN-Index có thể đang xoay quanh vùng đáy do kinh tế Việt Nam đã suy giảm từ quý 3/2008. Đây chính là cơ hội để đầu tư trước khi thị trường có tín hiệu phục hồi.

2. Chính sách kích cầu của Chính phủ

Kích cầu là biện pháp không thể thiếu để giúp thoát suy giảm kinh tế

John Maynard Keynes (1883-1948), người khai sinh ra kinh tế học vĩ mô hiện đại đã nói: kích cầu là việc thực hiện các biện pháp tăng chi tiêu của Chính phủ để tăng tổng cầu của nền kinh tế hay giảm thuế suất các loại thuế để kích thích sản xuất và tiêu dùng hoặc áp dụng đồng thời cả hai biện pháp trên.

Hiện nay chính sách kích cầu đã và đang được các nước trên thế giới áp dụng để đưa nền kinh tế thoát khỏi suy thoái, trong đó có Mỹ, Anh, Đức và Trung Quốc. Đặc biệt Trung Quốc là nước đã có những thành công nhất định từ chính sách kích cầu của mình.

Chính sách kích cầu của Mỹ

Kinh tế Việt nam sẽ có cơ hội tăng trưởng khi chính sách kích cầu của Mỹ, Anh, Đức phát huy tác dụng giúp kinh tế toàn cầu hồi phục.

| | Tháng 02/2008 | Tháng 10/2008 | Tháng 02/2009 |
|-----------------|---|---|---|
| Giá trị | 152 tỷ USD | 700 tỷ USD | 787 tỷ USD |
| Mục đích | Giảm thuế cho người dân | + Cứu trợ hệ thống ngân hàng + Mua lại các khoản nợ xấu (các khoản liên quan đến CK được đảm bảo bởi danh mục cho vay thế chấp bất động sản (MBS) và nghĩa vụ nợ có đảm bảo (CDO)) | + Nhằm tạo ra khoảng 3,5-4 triệu việc làm thông qua chương trình đầu tư không lỗ của chính phủ. + Thúc đẩy chi tiêu, tiêu dùng thông qua các biện pháp cắt giảm thuế |
| Tiến độ | Đã giải ngân 152 tỷ USD trong năm 2008, thêm 16 tỷ trong năm 2009 | Hiện đã giải ngân được một nửa số tiền (350 tỷ USD) | |

Chính sách kích cầu của Anh

| Tháng 11/2008 | |
|-----------------|---|
| Giá trị | 20 tỷ GBP |
| Mục đích | Cắt giảm thuế hàng hóa và dịch vụ - thuế VAT, từ 17,5% xuống 15% - mức thấp nhất mà luật của Liên minh châu Âu cho phép Việc cắt giảm thuế này sẽ mang lại cho người tiêu dùng tương đương 12,5 tỷ GBP |

Chính sách kích cầu của Đức

| | Tháng 10/2008 | Tháng 11/2008 | Tháng 2/2009 |
|-----------------|---|---|---|
| Giá trị | 500 tỷ Euro | 23 tỷ Euro | 50 tỷ Euro |
| Mục đích | Giải cứu hệ thống tài chính, bao gồm : + Bảo đảm nợ + Rút vốn + Mua lại tài sản mất tính thanh khoản | + Giảm thuế mua ô tô + Cung cấp vốn vay cho DN vừa và nhỏ + Đầu tư vào đường xá | + Đầu tư xây dựng + Nâng cấp hệ thống đường sắt, trường học + Giảm một số loại thuế |

Chính sách kích cầu của Trung Quốc

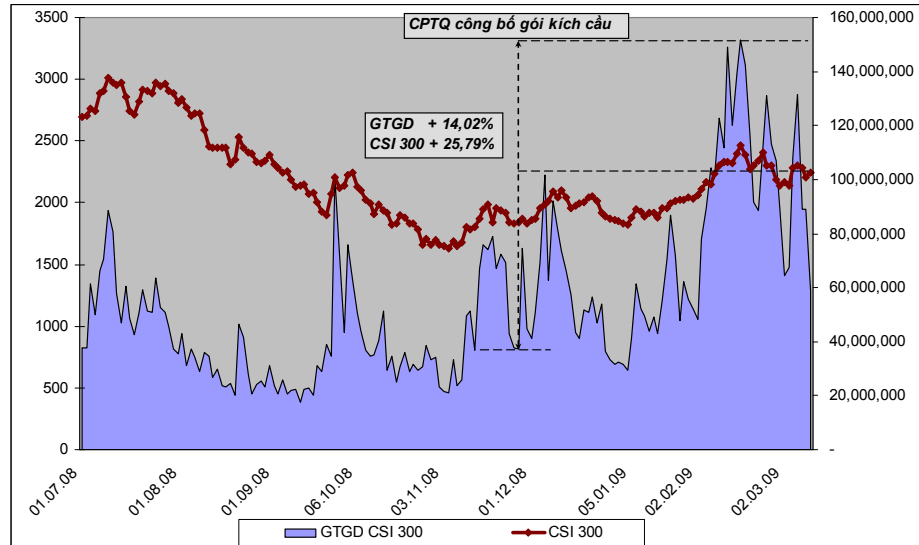
Ngày 10/11/08, Chính phủ Trung Quốc đã công bố gói kích thích tăng trưởng kinh tế trị giá 4.000 tỷ nhân dân tệ (khoảng 586 tỷ USD), tương ứng với 15% GDP hàng năm, nhằm đẩy mạnh tăng trưởng và nhu cầu tiêu dùng trong nước. Số tiền này được chi tiêu từ cuối quý 4/2008 đến cuối năm 2010 (khoảng 9 quý).

Trung Quốc là nước có tỷ lệ tiết kiệm được coi là cao nhất thế giới, việc Chính phủ nước này chú trọng nhiều đến xây dựng cơ sở hạ tầng khi đưa ra gói kích thích tăng trưởng được đánh giá là có hiệu quả cao hơn nhiều so với việc sử dụng các biện pháp phúc lợi xã hội hoặc cắt giảm thuế, vì nó sẽ góp phần nâng cao tính cạnh tranh của Trung Quốc trên thị trường quốc tế trong tương lai. Theo đánh giá của một số chuyên gia, khó có thể ước tính được hiệu quả của gói kích cầu trong ngắn hạn mặc dù nó hứa hẹn triển vọng kinh tế tốt trong dài hạn. Trong khi đó, Merrill Lynch cho rằng nếu không có gói kích cầu này, GDP của Trung Quốc năm 2009 sẽ chỉ ở mức trên 5% so với mức 9,5% năm 2008 (ước tính). Gói kích cầu sẽ đủ sức tạo động lực cho GDP của nước này tăng trưởng thêm 3% tới mức 8,6% năm 2009, 8,5% năm 2010 và sẽ là nền kinh tế lớn duy nhất trên thế giới tăng trưởng trong năm 2009. *Theo CitiGroup, mỗi 1% tăng thêm trong mức tăng trưởng GDP của Trung Quốc sẽ giúp nền kinh tế của các nước khác trong khu vực châu Á tăng trưởng thêm 0,5%.*

Sau một thời gian đi xuống, chỉ số CSI 300³ có chiều hướng đi lên từ ngày 11/11/08 từ mức 1.781,36 điểm lên 2.240,78 điểm (10/3/09), tương ứng tăng 25,79%. Giá trị giao dịch của các cổ phiếu thuộc chỉ số này được cải thiện rõ rệt, đạt đỉnh ngày 16/2/09 với mức tăng gần 195% so với ngày 11/11/08, giá trị giao dịch trong ngày 10/3/09 cũng lớn hơn 14%. Điều này cho thấy niềm tin của nhà đầu tư đã được nâng lên rõ rệt khi Chính sách kích cầu của Chính phủ phát huy tác dụng.

³ Chỉ số tổng hợp theo dõi biến động của 300 cổ phiếu có tính thanh khoản lớn nhất trên hai sàn giao dịch chứng khoán Thượng Hải và Thâm Quyển

Biểu đồ 3 - Mức biến động giá trị giao dịch và chỉ số CSI300



Nguồn: Bloomberg, HBBS

Chính sách kích cầu của Việt Nam

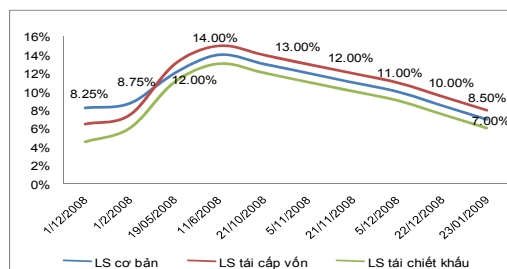
*Trên thực tế,
Chính phủ đã bắt
đầu chủ trương
tăng chi tiêu kết
hợp với giảm thuế
suất để kích thích
sản xuất và tiêu
dùng.*

Ngày 11/12/08, Chính phủ ra Nghị quyết số 30/2008/NQ-CP về 12 giải pháp chính nhằm ngăn chặn suy giảm, duy trì tăng trưởng kinh tế và bảo đảm an sinh xã hội, trong đó có 8 giải pháp đẩy nhanh tốc độ chi tiêu của Chính phủ. Ngày 13/01/09, Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 03/2009/TT-BTC về việc giảm 30% thuế TNDN quý 4/2008 và năm 2009 đối với doanh nghiệp có vốn điều lệ không quá 10 tỷ đồng hoặc doanh nghiệp có số lao động hợp đồng trên ba tháng bình quân quý 4/2008 không quá 300 người. Ngoài ra, Chính phủ còn thực hiện các biện pháp khác như nới lỏng chính sách tiền tệ (giảm lãi suất; tăng cung tiền thông qua giảm tỉ lệ dự trữ bắt buộc v.v.); điều chỉnh tăng tỷ giá VND/USD kích thích xuất khẩu.

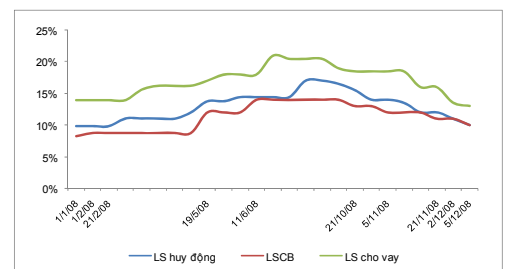
Nếu Chính phủ kiểm soát tốt chất lượng gói kích cầu, không đầu tư vào các dự án thâm hụt vốn và ảnh hưởng không tốt đến tình hình xuất khẩu, thì tỷ lệ thất nghiệp sẽ có chiều hướng giảm, từ đó mức tiêu thụ hàng hóa nội địa tăng, kích thích sản xuất trong nước, làm giảm mức thâm hụt ngân sách. Có thể thấy Chính phủ đã và đang sử dụng tổng hợp các công cụ tài chính – hành chính trong chính sách kích cầu để ngăn chặn đà suy giảm kinh tế. Theo chúng tôi, chính sách kích cầu của Chính phủ sẽ hỗ trợ nền kinh tế thoát khỏi suy giảm và là yếu tố hỗ trợ thị trường chứng khoán tăng trưởng trở lại. Tuy vậy, tác dụng của chính sách kích cầu cũng như những chính sách khác, luôn có độ trễ nhất định và có thể thể hiện rõ tác dụng từ quý 3/2009.

3. Hạ lãi suất và hỗ trợ lãi suất cho vay

Biểu đồ 4 - Lãi suất cơ bản và lãi suất tiết kiệm, cho vay trong năm 2008



*Lãi suất cơ bản được hạ thấp khi kinh tế
suy giảm*



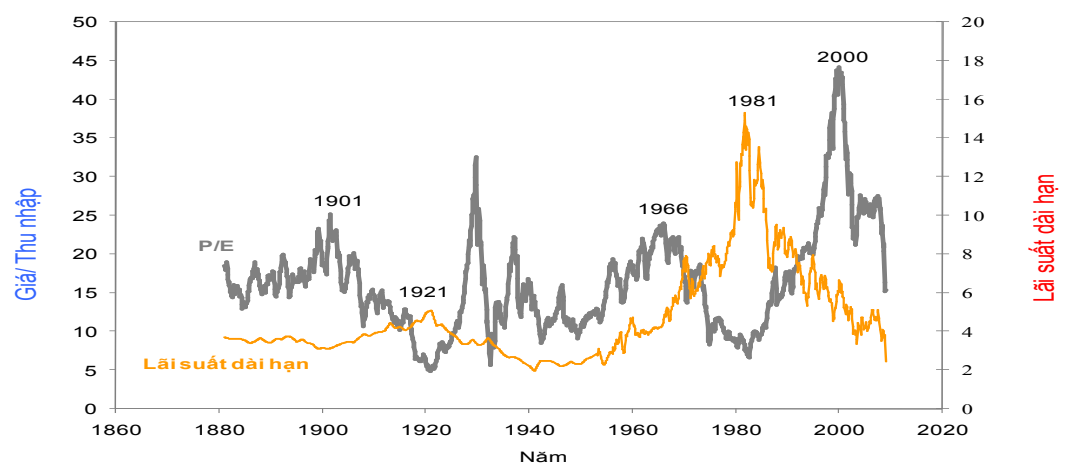
*Lãi suất tiết kiệm và cho vay lần lượt
giảm*

Kênh đầu tư vào TTCK, vàng, bất động sản hấp dẫn hơn khi lãi suất thấp

Khi lãi suất bị cắt giảm, kênh đầu tư gửi tiết kiệm sẽ không còn là kênh hấp dẫn so với các kênh đầu tư thay thế khác. Nhà đầu tư sẽ chuyển hướng tìm kiếm lợi nhuận trên TTCK, bất động sản hay thị trường vàng. Lãi suất cơ bản được hạ thấp cũng tạo điều kiện để lãi suất cho vay tiêu dùng, cho vay đầu tư giảm, khiến người dân chi tiêu nhiều hơn, doanh nghiệp giảm áp lực lãi vay khi sử dụng vốn vay mở rộng sản xuất. Những điều kiện này sẽ thúc đẩy kinh tế dần hồi phục. Mặt khác, trong bối cảnh trên, thu nhập kỳ vọng trên một cổ phiếu (EPS) của doanh nghiệp có thể được cải thiện, là điều kiện để tăng giá chứng khoán (P).

Tại Mỹ, khi lãi suất được cắt giảm, thị trường chứng khoán thường có xu hướng tăng và ngược lại. Biểu đồ dưới đây cho thấy chỉ số thị trường PE biến động ngược chiều với độ biến động của lãi suất dài hạn.

Biểu đồ 5 - Mối liên hệ giữa lãi suất dài hạn và thị trường chứng khoán Mỹ*

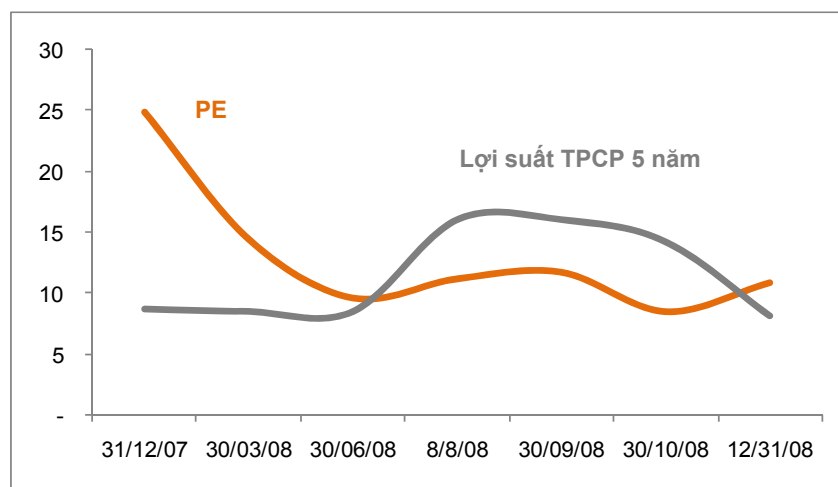


(*) Biểu đồ này sử dụng hệ số PE trung bình của chỉ số S&P 500 của Đại học Princeton được cập nhật tới hết Tháng 12/2008

Nguồn: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Tương tự TTCK Mỹ, mối liên hệ giữa lãi suất (lợi suất trái phiếu CP 5 năm) và PE thị trường niêm yết tại Việt Nam cũng cho thấy mối liên hệ tương quan tỷ lệ nghịch.

Biểu đồ 6 - Mối liên hệ giữa lãi suất và Thị trường chứng khoán Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, HBBS

Hạ lãi suất và hỗ trợ lãi suất cho vay – Động thái tích cực của Chính phủ giúp các DN tháo gỡ khó khăn và tồn tại

Trong 6 tháng đầu năm, khi lạm phát của Việt Nam tăng mạnh từ 16,3%/năm (quý 1) - 20,34%/năm (quý 2), NHNN đã phải sử dụng chính sách thắt chặt tiền tệ, hạn chế tín dụng và đầu tư để kiềm chế lạm phát. Khi lạm phát suy giảm và nền kinh tế rơi vào tình trạng giảm phát, NHNN lập tức thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ thông qua việc liên tục hạ lãi suất. Hạ lãi suất là một trong các biện pháp kích thích tăng trưởng, chống suy thoái kinh tế. Một biện pháp khác để giảm lãi suất là hỗ trợ lãi suất cho vay, cũng giúp các ngành nghề sản xuất kinh doanh tồn tại.

Việc hỗ trợ lãi suất cho vay theo QĐ 131 tương đương hỗ trợ 17.000 tỷ đồng (1 tỷ USD) để tạo ra 420.000 tỷ đồng vốn vay lãi suất thấp

Động thái gần đây nhất của Chính phủ là vào ngày 23/01/09, lãi suất cơ bản được giảm lần thứ 6 (tính từ 11/06/08) từ 8,5%/năm xuống 7%/năm. Cũng tại ngày này, Thủ tướng Chính phủ ra quyết định 131/QĐ-TTg hỗ trợ lãi vay cho các khoản vay bằng đồng Việt Nam có thời hạn tối đa 8 tháng. Mức lãi suất hỗ trợ khách hàng vay là 4%, tính trên số tiền vay và thời hạn cho vay thực tế, nằm trong khoảng thời gian từ 1/2 đến 31/12/09. Các đối tượng ngành nghề được vay ưu đãi bao gồm: ngành Nông nghiệp và lâm nghiệp; Thủy sản; Công nghiệp chế biến; Sản xuất và phân phối điện, khí đốt và nước; Xây dựng; Thương nghiệp; Sửa chữa xe có động cơ, ôtô, xe máy, đồ dùng cá nhân và gia đình; Khách sạn nhà hàng; Vận tải, kho bãi và thông tin liên lạc; Hoạt động khoa học và công nghệ v.v. Với chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ, doanh nghiệp sản xuất sẽ vượt qua khó khăn và có cơ hội tăng trưởng trở lại.

Lãi suất năm 2009 sẽ tiếp tục ở mức thấp

Theo chúng tôi, lãi suất năm 2009 sẽ tiếp tục ở mức thấp so với năm 2008 vì một số lý do: Thứ nhất, chính sách hỗ trợ lãi suất vay vốn được duy trì trong cả năm 2009; Thứ hai, kinh tế trong nước chưa thực sự hồi phục, giá hàng hóa khó có điều kiện tăng làm lạm phát có thể ở mức thấp; Thứ ba, mặt bằng lãi suất của Việt Nam cao hơn so với một số thị trường vốn trong khu vực. Như vậy, trong bối cảnh hiện nay, lãi suất đang là một yếu tố tích cực đối với sự hồi phục của TTCK Việt Nam thời gian tới.

4. Nguồn vốn ngoại tại Việt Nam vẫn ổn định

Theo World bank, tính đến tháng 11 năm 2008, có 858 tổ chức tài chính nước ngoài được cấp mã số giao dịch tại thị trường Việt Nam, cao gấp 5 lần so với thời điểm trước tháng 6 năm 2006. 30% trong số họ đã đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Số còn lại đang trong quá trình nghiên cứu hay chỉ đầu tư vào các DNNN lớn cổ phần hóa thuộc lĩnh vực ngân hàng, viễn thông. Các tổ chức nước ngoài bao gồm: các công ty quản lý quỹ nước ngoài, các tập đoàn chứng khoán, tập đoàn ngân hàng, các tổ chức quỹ từ thiện v.v. Tính đến tháng 12 năm 2008, tổng giá trị chứng khoán nắm giữ của các tổ chức tài chính nước ngoài trên TTCK niêm yết ước đạt 4,6 tỷ USD (theo UBCK) giảm gần 4 tỷ USD so với thời điểm giá trị danh mục đầu tư lớn nhất vào đầu năm 2008.

Hiện nay có 42 công ty quản lý và 21 quỹ đầu tư trên TTCK. Khoảng ¼ danh mục của họ đầu tư vào chứng khoán niêm yết và phần còn lại đầu tư vào cổ phiếu OTC⁴. Một điểm đáng lưu ý là khoảng **80% dòng vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK là quỹ đóng**⁵ có thời gian hoạt động từ 5 – 10 năm (World bank). **Do đó nguồn vốn ngoại tại Việt Nam từ các quỹ đóng được coi là nguồn vốn dài hạn và ổn định.** Nguồn vốn này được lưu chuyển qua các kênh đầu tư khác nhau trên thị trường như cổ phiếu niêm yết, cổ phiếu OTC và trái phiếu v.v.

Một số động thái tích cực từ các quỹ

Theo hãng tin Bloomberg, hiện nay các quỹ đầu tư của Việt Nam đang tiến hành huy động vốn bất chấp tình trạng sụt giảm của các TTCK. VinaCapital, quỹ đầu tư lớn nhất của Việt Nam với tổng tài sản trị giá 1,9 tỷ USD đang thảo luận với nhà đầu tư để thành lập các quỹ

⁴ Theo World bank

⁵ Quỹ đóng là quỹ đầu tư chỉ phát hành chứng chỉ quỹ một lần duy nhất ra công chúng và không được mua lại cổ phần từ các nhà đầu tư và cũng không được phát hành bổ sung. Nhà đầu tư sẽ mua bán cổ phiếu trên thị trường thứ cấp mà không ảnh hưởng tới nguồn vốn của quỹ. Tổng vốn huy động của quỹ luôn cố định và không biến đổi trong suốt thời gian hoạt động.

đầu tư bất động sản và cổ phiếu chưa niêm yết. Dragon capital group cũng có khả năng sẽ thành lập các quỹ mới trong năm 2009.

Theo dự đoán của các chuyên gia kinh tế, đến quý III năm 2009 tình hình kinh tế Việt nam sẽ dần đi vào ổn định và tăng trưởng trở lại vào năm 2010. Do đó chúng tôi có cơ sở để kỳ vọng rằng nguồn vốn từ các quỹ đóng trên có thể là một trong những động lực góp phần thúc đẩy thị trường.

5. Tính chu kỳ của Thị trường chứng khoán

Nhà đầu tư, tỷ phú Warren Buffet⁶ đã từng nói: "Hãy biết sợ khi người khác đang tham lam và tham lam khi mọi người đang sợ hãi", do vậy là nhà đầu tư thông minh, chiến lược mua cổ phiếu của bạn là mua dần vào lúc thị trường khủng hoảng nhất. Không chỉ dựa vào kinh nghiệm của Warren Buffet mà thống kê thực tế cho thấy TTCK thường được hồi phục trở lại sau 1 năm giảm điểm, cụ thể như sau:

Chu kỳ hồi phục của TTCK Mỹ sau các đợt suy giảm

Bảng 1 - Biến động của TTCK Mỹ từ năm 1877 đến 2008, tại các thời điểm khủng hoảng và sau khủng hoảng từ 1 năm đến 3 năm

| Thời điểm | 12 tháng giảm điểm | P/E sau giảm điểm | 1 năm sau | 3 năm sau |
|-------------------|--------------------|-------------------|------------|------------|
| 6 - 1877 | -34% | | 25% | 75% |
| 11 - 1907 | -37% | 10,6 | 41% | 49% |
| 10 - 1930 | -36% | 18,2 | -43% | -47% |
| 6 - 1932 | -66% | 5,6 | 118% | 112% |
| 3 - 1938 | -43% | 12,4 | 20% | -3% |
| 5 - 1970 | -26% | 14,7 | 30% | 37% |
| 9 - 1974 | -41% | 8,0 | 32% | 52% |
| 7 - 1982 | -18% | 7,4 | 52% | 78% |
| 8 - 1988 | -21% | 14,1 | 34% | 51% |
| 9 - 2001 | -28% | 25,3 | -22% | 7% |
| Trung bình | | | 29% | 41% |

Nguồn: 7/10/2008, Thống kê bởi Tiến sỹ Steve Sjuggerud, Báo Dailywealth

*Mức tăng điểm
sau các đợt khủng
hoảng*

Sau khi nghiên cứu dữ liệu thị trường chứng khoán Mỹ 150 năm, Tiến sỹ Steve Sjuggerud⁷ đã đưa ra nhận định rằng “Nếu trong thời gian tới không xảy ra thêm cuộc đại khủng hoảng nào thì bây giờ là thời điểm mua cổ phiếu”⁸.

Từ năm 1970 đến 2008, 12 tháng giảm điểm nhất của TTCK Mỹ là vào năm 1974, giảm 41%, nhưng 1 và 3 năm sau đợt suy giảm này thị trường đã tăng lần lượt là 32% và 52%. Vào năm 1932, sau khi TTCK Mỹ giảm 66% (mức giảm nhất từ năm 1877 – 1938), thì thị trường bất ngờ tăng mạnh lên đến 118% sau 1 năm và tăng 112% sau 3 năm. Tóm lại, **từ năm 1877 đến năm 2001, thị trường Mỹ đã tăng trung bình 29% sau 1 năm khủng hoảng và tăng 41% sau 3 năm khủng hoảng.**

*Mức PE hấp dẫn
tại các thời điểm*

PE của thị trường khủng hoảng vào các năm 1932 và 1982 đều ở mức thấp nhất, lần lượt là 5,6 và 7,4. Đây là cơ hội để 1 năm sau đợt khủng hoảng, thị trường đã có khả năng bật

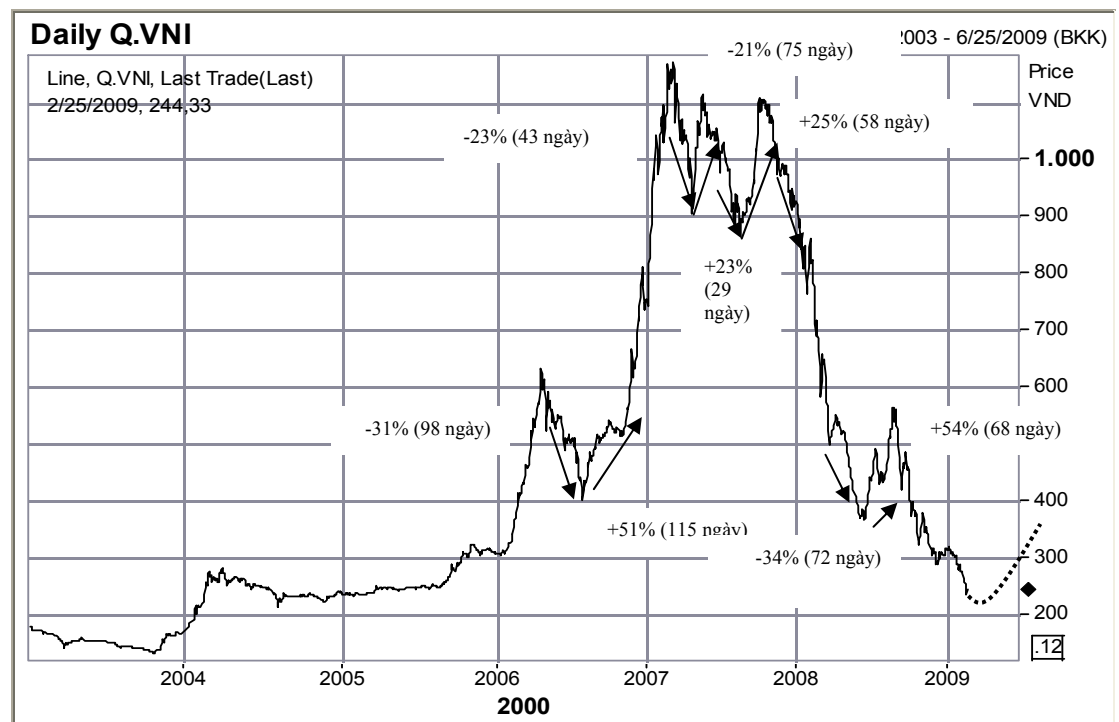
⁶ Warren Buffet là nhà tỷ phú giàu thứ 2 thế giới với tài sản lên tới hơn 44 tỷ USD và trong 10 năm tới nữa, gia tài của ông sẽ lên đến con số 100 tỷ USD, là một nhà đầu tư chứng khoán, doanh nhân và một nhà nhân đạo người Mỹ.

⁸ Theo bài báo “If It Ain't the Next Depression, It's Time to Buy”, bởi Tiến sỹ. Steve Sjuggerud, 07/10/ 2008.

mạnh lên đến 118% (sau năm 1932) và 52% (sau năm 1982). Điều này càng được chứng minh khi số liệu từ bảng trên cho thấy, PE tại các năm khủng hoảng 1930 và 2001 đều ở mức cao là 18,2 và 25,3 đã không tạo đà cho thị trường hồi phục mà ngược lại thị trường tiếp tục giảm 43% (1 năm sau 1930) và giảm 22% (1 năm sau 2001). Tại ngày 6/3/2009, mức PE của Index S&P 500 là 9,43 (theo Reuters), là mức thấp thứ ba so với đợt khủng hoảng 1974, 1982 trong giai đoạn 1970 – 2009. Đây chính là cơ sở để TTCK Mỹ có thể sớm hồi phục. Theo các thống kê trên, chúng ta có thể thấy TTCK thường hồi phục lại sau 1 năm khủng hoảng mạnh.

Chu kỳ hồi phục của TTCK Việt Nam

Biểu đồ 7 - Biến động của VN-Index qua các năm



Nguồn: Reuters, HBBS

Qua thống kê trên, VN-Index đã trải qua 4 lần thị trường dạng đáy lên đỉnh (Bottoms up). Chúng tôi thấy sau các lần suy giảm mạnh, VN-Index đều hồi phục khá nhanh. Các mức hồi phục thường cao hơn các mức suy giảm. Thời gian hồi phục ngắn hơn thời gian suy giảm. Khi thị trường đã trải qua đợt suy giảm mạnh thì đợt hồi phục sẽ có thể được hình thành tiếp sau đó, đây là yếu tố nhà đầu tư không nên bỏ qua, nhất là vào thời điểm VN-Index đã xuống như hiện nay.

III. CƠ HỘI ĐẦU TƯ NĂM 2009

Trước khi có thể xác định được chiến lược đầu tư vào ngành gì, thời điểm nào, chúng tôi xin điểm qua tình hình hoạt động kinh doanh của ngành đại diện trên hơn 300 công ty đang niêm yết tại Hose và Haste trong năm 2008 (dựa trên số liệu quý 4 và năm 2008 các doanh nghiệp niêm yết – DNNY vừa công bố).

1. Chất lượng hoạt động các ngành năm 2008

Bảng 2 – Mức tăng trưởng lợi nhuận ròng các ngành

Đơn vị: tỷ VNĐ

| STT | Các Ngành | Lợi nhuận ròng | | |
|------------------------|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------|
| | | 2007 | 2008 | 2008/2007 |
| 1 | Kim loại công nghiệp | 729.806 | 1.250.528 | 71% |
| 2 | Khai khoáng | 271.719 | 447.322 | 65% |
| 3 | Thiết bị, DVĐK & HT phân phối | 940.863 | 1.546.854 | 64% |
| 4 | Các dịch vụ hỗ trợ | 42.198 | 68.973 | 63% |
| 5 | Công nghiệp cơ khí | 37.996 | 55.788 | 47% |
| 6 | Hàng hoá phục vụ mục đích giáo dục | 4.036 | 5.296 | 31% |
| 7 | Dược phẩm và công nghệ sinh học | 371.181 | 416.959 | 12% |
| 8 | Bảo hiểm phi nhân thọ | 456.066 | 478.219 | 5% |
| 9 | Dịch vụ viễn thông di động | 874.159 | 912.117 | 4% |
| 10 | Ngân hàng* | 3.157.690 | 3.276.059 | 4% |
| 11 | Hóa chất | 2.111.532 | 2.109.194 | 0% |
| 12 | Vật liệu xây dựng | 1.207.330 | 1.189.640 | -1% |
| 13 | Công trình xây dựng | 1.127.523 | 1.110.675 | -1% |
| 14 | Dịch vụ bán lẻ nói chung | 205.804 | 201.493 | -2% |
| 15 | Thực phẩm chế biến | 1.543.197 | 1.501.585 | -3% |
| 16 | Phương tiện truyền thông | 56.639 | 51.872 | -8% |
| 17 | Bất động sản | 2.434.642 | 2.171.111 | -11% |
| 18 | Đồ dùng cá nhân | 184.344 | 160.267 | -13% |
| 19 | Công nghiệp vận tải | 1.167.147 | 821.124 | -30% |
| 20 | Ga. nước & DV tiện ích đa năng | 109.124 | 75.986 | -30% |
| 21 | Công nghiệp nói chung | 138.574 | 90.755 | -35% |
| 22 | Du lịch & giải trí | 163.972 | 87.369 | -47% |
| 23 | Nông sản & thủy hải sản | 1.288.790 | 634.630 | -51% |
| 24 | Điện | 1.346.654 | 499.427 | -63% |
| 25 | Đồ gia dụng | 261.069 | 63.925 | -76% |
| 26 | Phần cứng và TB phần cứng | 412.805 | 671 | -100% |
| 27 | Giấy và các chế phẩm từ gỗ | 107.893 | (22.243) | -121% |
| 28 | Thuốc lá. Rượu & nước giải khát | 146.227 | (34.136) | -123% |
| 29 | Thiết bị điện & điện tử | 474.348 | (129.430) | -127% |
| 30 | Tài chính nói chung | 1.795.994 | (589.354) | -133% |
| Toàn thị trường | | 23.169.321 | 18.452.681 | -20% |

Nguồn: HBBS

(*) Số liệu của Ngành ngân hàng trên chỉ được tính dựa trên số liệu của ACB, STB do vậy không mang tính đại diện cho ngành nên ngành này sẽ không được bình luận.

Từ bảng trên cho thấy, chỉ có **10 ngành nghề** có mức tăng trưởng lợi nhuận ròng (LNR) dương và **20 ngành nghề** có mức tăng trưởng LNR âm của năm 2008 so với năm 2007. **Năm 2008, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng toàn thị trường đã giảm đi 20% so với năm 2007.**

Bốn ngành có mức tăng trưởng LNR 2008/2007 trên 60% là ngành: Kim loại công nghiệp; Khai khoáng; Thiết bị Dịch vụ dầu khí và hệ thống phân phối; Các dịch vụ hỗ trợ. Bốn ngành có mức giảm LNR 2008/2007 dưới 120% là ngành: Giấy và các chế phẩm từ gỗ; Thuốc lá, rượu và nước giải khát; Thiết bị điện và điện tử; và ngành Tài chính nói chung.

Bảng 3 – Cơ cấu Chi phí từng ngành năm 2008

| STT | Các ngành | 2008 | | | |
|-----|---------------------------------------|--|-------------|----------------|--------------|
| | | GVHB/DT | CPTC/DT | (CPBH+CPQL)/DT | Tổng CP/DT |
| 1 | Bất động sản | 53,4% | 8,9% | 10,3% | 72,6% |
| 2 | Ngân hàng* | 80,0% | 0,0% | 0,0% | 80,0% |
| 3 | Bảo hiểm phi nhân thọ | 51,8% | 11,1% | 22,1% | 85,1% |
| 4 | Hóa chất | 77,1% | 2,9% | 6,3% | 86,3% |
| 5 | Thiết bị, DVĐK & HT phân phối | 83,0% | 3,8% | 5,6% | 92,4% |
| 6 | Thực phẩm chế biến | 77,8% | 2,9% | 12,6% | 93,4% |
| 7 | Dược phẩm và công nghệ sinh học | 67,5% | 1,2% | 24,8% | 93,6% |
| 8 | Khai khoáng | 81,9% | 2,0% | 10,6% | 94,5% |
| 9 | Kim loại công nghiệp | 89,6% | 2,7% | 2,9% | 95,1% |
| 10 | Vật liệu xây dựng | 84,1% | 4,5% | 7,1% | 95,7% |
| 11 | Công nghiệp cơ khí Phương tiện truyền | 84,6% | 4,1% | 7,0% | 95,7% |
| 12 | thông | 80,7% | 1,4% | 13,9% | 96,1% |
| 13 | Hàng hoá phục vụ mục đích giáo dục | 85,9% | 0,4% | 10,2% | 96,4% |
| 14 | Dịch vụ viễn thông di động | 90,0% | 1,4% | 5,5% | 96,9% |
| 15 | Công nghiệp nói chung | 87,4% | 4,4% | 5,5% | 97,3% |
| 16 | Các dịch vụ hỗ trợ | 80,2% | 0,4% | 16,8% | 97,3% |
| 17 | Công nghiệp vận tải | 81,8% | 10,8% | 5,2% | 97,8% |
| 18 | Đồ dùng cá nhân | 81,8% | 6,2% | 10,0% | 98,0% |
| 19 | Công trình xây dựng | 88,8% | 4,2% | 5,2% | 98,2% |
| 20 | Nông sản & thủy, hải sản | 83,6% | 7,5% | 8,1% | 99,2% |
| 21 | Dịch vụ bán lẻ nói chung | 92,8% | 2,9% | 4,1% | 99,8% |
| 22 | Thuốc lá, rượu & nước giải khát | 83,4% | 4,0% | 12,6% | 100,0% |
| 23 | Ga, nước & DV tiện ích đa năng | 93,2% | 1,5% | 5,9% | 100,6% |
| 24 | Điện | 70,1% | 30,6% | 2,6% | 103,3% |
| 25 | Phần cứng và TB phần cứng | 88,8% | 9,1% | 6,2% | 104,1% |
| 26 | Thiết bị điện & điện tử | 85,6% | 15,0% | 6,8% | 107,3% |
| 27 | Giấy và các chế phẩm từ gỗ | 91,6% | 11,3% | 5,4% | 108,2% |
| 28 | Du lịch & giải trí | 59,3% | 27,0% | 22,5% | 108,8% |
| 29 | Đồ gia dụng | 82,5% | 11,3% | 15,1% | 108,8% |
| 30 | Tài chính nói chung | 99,2% | 7,2% | 7,7% | 114,1% |
| | Toàn thị trường | 83,6% | 4,9% | 6,7% | 95,2% |
| | | Ngành có mức tăng trưởng Lợi nhuận ròng dương | | | |
| | | Ngành có mức tăng trưởng Lợi nhuận ròng âm | | | |

Nguồn: HBBS

Theo Bảng 3 - cơ cấu chi phí, tổng chi phí toàn thị trường chiếm 95,2% doanh thu cho thấy các ngành nghề đều có khả năng tạo ra lợi nhuận. Tuy nhiên ba ngành có Tổng CP/DT rất thấp như ngành: Bất động sản (72,6%); Hóa chất (86,3%); Thực phẩm chế biến (93,4%) đều không thể tạo tăng trưởng LNR năm 2008 so với năm 2007.

Ba ngành có mức tăng trưởng LNR dương và đồng thời có Tổng CP/DT thấp là ngành: Bảo hiểm phi nhân thọ (85,1%); Thiết bị, DVĐK & HT phân phối (92,4%); Dược phẩm và công nghệ sinh học (93,6%).

Bảng 4 - Chất lượng hoạt động từng ngành và nguyên nhân thành công, thất bại của các ngành

| STT | Các Ngành | Tăng trưởng DT | Tăng trưởng LNR | GVHB/DT | Tổng CP/DT | Các nguyên nhân |
|-----|------------------------------------|----------------|-----------------|-----------|------------|---|
| | | 2008/2007 | 2008/2007 | 2008/2007 | 2008 | |
| 1 | Kim loại công nghiệp | 50% | 71% | -4% | 95.1% | 1. Nhu cầu lớn hơn nguồn cung khi doanh thu của 10 ngành này trung bình tăng 49%. 2. Giá bán tăng nhanh hơn giá nguyên liệu đầu vào làm tỷ lệ GVHB/DT giảm. 3. Khai thác tài sản hiệu quả. 4. Có nhiều đơn đặt hàng thể hiện qua việc tăng doanh thu. 5. Lợi nhuận tăng từ nguồn thu nhập bán thanh lý tài sản. 6. Kinh tế biến động, nhiều rủi ro, nhu cầu tư vấn, hỗ trợ, bảo hiểm gia tăng. 7. Lợi nhuận chủ yếu đến từ kinh doanh tiền tệ và dịch vụ ngân hàng. 8. Lợi nhuận từ đầu tư trái phiếu. |
| 2 | Khai khoáng | 33% | 65% | -1% | 94.5% | |
| 3 | Thiết bị, DVĐK & HT phân phối | 45% | 64% | -2% | 92.4% | |
| 4 | Các dịch vụ hỗ trợ | 53% | 63% | 3% | 97.3% | |
| 5 | Công nghiệp cơ khí | 52% | 47% | 0% | 95.7% | |
| 6 | Hàng hoá phục vụ mục đích giáo dục | 21% | 31% | 1% | 96.4% | |
| 7 | Dược phẩm và công nghệ sinh học | 19% | 12% | 2% | 93.6% | |
| 8 | Bảo hiểm phi nhân thọ | 45% | 5% | -18% | 85.1% | |
| 9 | Dịch vụ viễn thông di động | 23% | 4% | 5% | 96.9% | |
| 10 | Ngân hàng | 145% | 4% | 17% | 80.0% | |
| 11 | Hóa chất | 33% | 0% | 3% | 86.3% | 1. Cung lớn hơn cầu khi một số ngành giảm doanh thu. 2. Chi phí tài chính tăng mạnh, khó vay vốn do chính sách tiền tệ thắt chặt để kiềm chế lạm phát của Nhà nước. 4. Do lạm phát, tỷ giá biến động, chất lượng quản lý không tốt nên chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng mạnh. 5. Trích lập dự phòng rất lớn từ đầu tư tài chính khi thị trường chứng khoán khủng hoảng. 6. Lỗ do chênh lệch tỷ giá (chủ yếu từ các khoản vay ngoại tệ). 7. Trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho khi mua giá cao. 8. Không cạnh tranh được với các mặt hàng nhập khẩu. |
| 12 | Vật liệu xây dựng | 21% | -1% | 1% | 95.7% | |
| 13 | Công trình xây dựng | -4% | -1% | 3% | 98.2% | |
| 14 | Dịch vụ bán lẻ nói chung | 74% | -2% | 0% | 99.8% | |
| 15 | Thực phẩm chế biến | 18% | -3% | -2% | 93.4% | |
| 16 | Phương tiện truyền thông | 15% | -8% | -1% | 96.1% | |
| 17 | Bất động sản | 19% | -11% | -3% | 72.6% | |
| 18 | Đồ dùng cá nhân | 22% | -13% | 0% | 98.0% | |
| 19 | Công nghiệp vận tải | 43% | -30% | 1% | 97.8% | |
| 20 | Ga, nước & DV tiện ích đa năng | 39% | -30% | 1% | 100.6% | |
| 21 | Công nghiệp nói chung | 33% | -35% | 0% | 97.3% | |
| 22 | Du lịch & giải trí | 17% | -47% | 4% | 108.8% | |
| 23 | Nông sản & thủy, hải sản | 28% | -51% | -1% | 99.2% | |
| 24 | Điện | 10% | -63% | -1% | 103.3% | |
| 25 | Đồ gia dụng | -31% | -76% | 9% | 108.8% | |
| 26 | Phần cứng và TB phần cứng | -17% | -100% | 3% | 104.1% | |

| | | | | | |
|------------------------|---------------------------------|------------|-------------|-----------|--------------|
| 27 | Giấy và các chế phẩm từ gỗ | 35% | -121% | 3% | 108.2% |
| 28 | Thuốc lá, rượu & nước giải khát | 24% | -123% | 3% | 100.0% |
| 29 | Thiết bị điện & điện tử | 23% | -127% | 2% | 107.3% |
| 30 | Tài chính nói chung | -9% | -133% | 31% | 114.1% |
| Toàn thị trường | | 29% | -20% | 2% | 95.2% |

Nguồn: HBBS

Từ bảng trên cho thấy, tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2008/2007 toàn thị trường là 29%. 10 nhóm ngành tăng trưởng LNR có tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình là 49%. 20 nhóm ngành không tăng trưởng LNR có tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình là 20%. Cũng từ bảng 4 trên, tỷ lệ GVHB/DT toàn thị trường chỉ tăng 2% năm 2008 so với năm 2007. Do vậy nguyên nhân chính làm LNR của DNNY giảm 20% năm 2008 so với năm 2007, không phải do chi phí giá vốn tăng mà chính từ chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp, và chi phí tài chính. Như vậy nếu DNNY quản lý tốt các loại chi phí trên và giữ vững sức cạnh tranh GVHB của mình thì khả năng tồn tại và tăng trưởng trong năm 2009 vẫn lớn.

2. Chất lượng hoạt động các DNNY năm 2008

Để có thể xác định chất lượng hoạt động của các DNNY trong năm 2008, một số tiêu chí lựa chọn được chúng tôi đưa ra như sau:

1. Vốn hóa thị trường của mỗi DNNY từ 500 tỷ đồng trở lên – thể hiện tính thanh khoản của cổ phiếu trên thị trường.
2. Tỷ lệ lợi nhuận gộp cao – thể hiện lợi thế về giá vốn của DNNY.
3. Số ngày hàng tồn kho năm 2008 giảm so với năm 2007 – thể hiện khả năng bán hàng của DNNY.
4. Tỷ trọng Đầu tư tài chính/Tổng tài sản thấp – thể hiện độ rủi ro tài sản đang nắm giữ.
5. Lợi nhuận ròng năm 2008 tăng trưởng so với năm 2007 – thể hiện khả năng tạo ra lợi nhuận của DNNY.
6. Lợi nhuận ròng quý 4/2008 chỉ thấp hơn so với quý 4/2007 tối đa 30% - thể hiện việc kinh tế trong nước suy giảm đã ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng từng DNNY như thế nào.

Sau khi chọn lọc và xếp hạng trên 300 DNNY, có 15 DNNY tiêu biểu thỏa mãn các điều kiện trên như sau:

Bảng 5 – 15 DNKY đáp ứng đủ các tiêu chí chọn lựa

Đơn vị: tỷ VNĐ

| MCK | Ngành | Vốn hóa tỷ VND | Số ngày HTK | | | ĐTTC /TTS | LN gộp (%) | | | LNST tỷ VND | | | LNST Q4 tỷ VND | | | DT tỷ VND | | | Điểm |
|-----|-----------------------|-------------------|-------------|------|---------|--------------|---------------|------|------|----------------|---------|------|-------------------|---------|------|--------------|---------|------|------|
| | | | 27/02/09 | 2007 | 2008 | | " +/- " | 2008 | 2007 | 2008 | " +/- " | 2007 | 2008 | " +/- " | 2007 | 2008 | " +/- " | 2007 | |
| PVS | Thiết bị, DVĐK & HTPP | 4,253 | 9 | 9 | 0 | 7% | 9% | 10% | 1% | 319 | 521 | 63% | 94 | 237 | 152% | 8,662 | 5,776 | -33% | 26 |
| VNM | Thực phẩm chế biến | 13,058 | 126 | 117 | -9 | 16% | 27% | 32% | 5% | 963 | 1,241 | 29% | 212 | 208 | -2% | 8,239 | 6,648 | -19% | 25 |
| PVD | Thiết bị, DVĐK & HTPP | 7,137 | 8 | 23 | 15 | 3% | 26% | 32% | 6% | 572 | 927 | 62% | 170 | 175 | 3% | 3,720 | 2,739 | -26% | 25 |
| FPT | Dịch vụ viễn thông ĐĐ | 6,048 | 45 | 15 | -30 | 5% | 15% | 10% | -5% | 737 | 839 | 14% | 313 | 330 | 6% | 33,811 | 13,499 | -60% | 24 |
| VNR | Bảo hiểm phi nhân thọ | 2,171 | 0 | 0 | 0 | 63% | 16% | 39% | 23% | 73 | 164 | 124% | 6 | 44 | 626% | 636 | 307 | -52% | 24 |
| PVT | Công nghiệp vận tải | 936 | 20 | 10 | -9 | 19% | 21% | 20% | -1% | 19 | 65 | 248% | 6 | 12 | 92% | 1,112 | 314 | -72% | 23 |
| TBC | Điện | 864 | 59 | 70 | 11 | 13% | 51% | 71% | 20% | 80 | 180 | 126% | 9 | 42 | 374% | 245 | 170 | -30% | 23 |
| VSH | Điện | 3,451 | 51 | 43 | -8 | 34% | 55% | 63% | 9% | 257 | 371 | 44% | 130 | 95 | -27% | 484 | 370 | -23% | 22 |
| VCG | Công trình xây dựng | 2,190 | 189 | 129 | -61 | 16% | 14% | 5% | -9% | 275 | 312 | 13% | 109 | 161 | 49% | 3,260 | 7,048 | 116% | 22 |
| ACB | Ngân hàng | 15,890 | 0 | 0 | 0 | 44% | 39% | 25% | -14% | 1,760 | 2,207 | 25% | 582 | 1,014 | 74% | 10,662 | 1,311 | -88% | 21 |
| IMP | Dược phẩm và CNSH | 600 | 195 | 169 | -25 | 23% | 43% | 43% | 0% | 55 | 62 | 14% | 9 | 15 | 70% | 562 | 452 | -20% | 21 |
| TDH | Bất động sản | 587 | 1,507 | 489 | -1,018 | 52% | 43% | 51% | 9% | 163 | 188 | 15% | 47 | 104 | 122% | 598 | 189 | -68% | 21 |
| DHG | Dược phẩm và CNSH | 2,057 | 140 | 157 | 17 | 6% | 53% | 53% | 0% | 128 | 139 | 9% | 39 | 34 | -13% | 1,513 | 1,269 | -16% | 20 |
| BCC | Vật liệu xây dựng | 995 | 246 | 541 | 294 | 0% | 25% | 20% | -5% | 139 | 210 | 51% | 43 | 59 | 38% | 1,936 | 1,547 | -20% | 20 |
| CII | Bất động sản | 698 | 12,008 | 4 | -12,004 | 58% | 100% | 81% | -19% | 96 | 147 | 54% | 15 | 34 | 132% | 229 | 177 | -23% | 19 |

Nguồn: HBBS

Chú ý: Danh sách trên có thể bị thay đổi khi BCTC kiểm toán 2008 và Q1/2009 của DNKY được công bố vì danh sách này dựa trên BCTC quý 4/2008 chưa kiểm toán vừa công bố.

Kết luận: Tùy theo chiến lược đầu tư, các nhà đầu tư có thể sử dụng kết quả nhóm ngành, DNKY ở các bảng trên để hỗ trợ việc cơ cấu lại danh mục đầu tư của mình.

3. Thời điểm đầu tư

Thị trường chứng khoán với chức năng là thị trường huy động vốn nên luôn đi trước hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Theo thống kê BCTC kiểm toán năm 2007 của 276 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, chu kỳ lưu thông tiền mặt bình quân khoảng 160 ngày. Đây là thời gian tính từ lúc đồng tiền được dùng để đầu tư (mua nguyên liệu đầu vào, sản xuất, lưu kho, và bán hàng) cho đến khi thu tiền về. Trong khi đó, khoản 4, điều 21 – Luật Chứng khoán quy định thời hạn chào bán chứng khoán ra công chúng tối đa là 90 ngày kể từ ngày nhận được giấy chứng nhận của UBCK. Một cách tương đối, thời điểm bắt đầu huy động vốn của doanh nghiệp cho đến khi tạo ra tiền lợi nhuận hay thời điểm đầu tư là khoảng 250 ngày trước khi hoạt động kinh doanh tạo ra lợi nhuận.

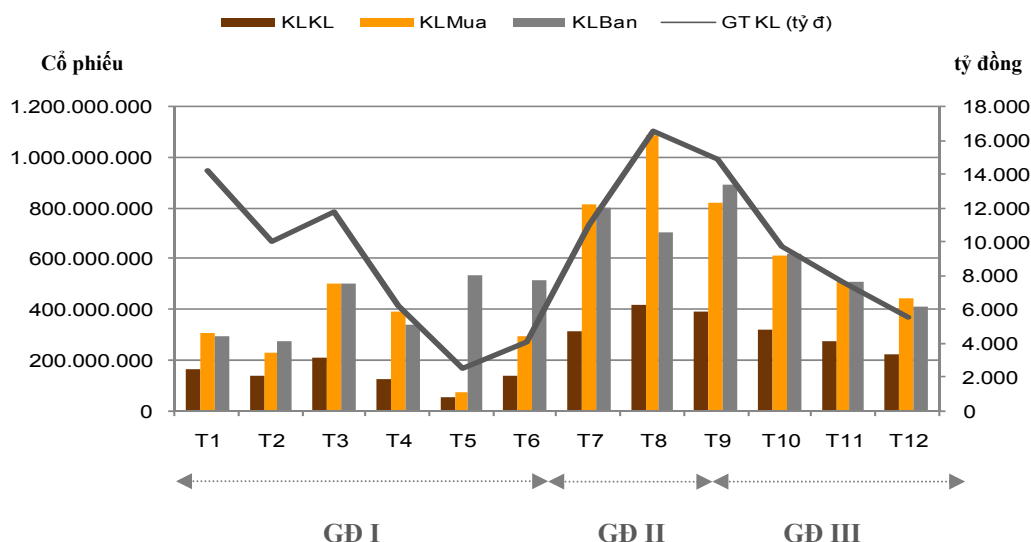
Như vậy, với nhiều dự báo về sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam vào đầu năm 2010, có thể thấy thời điểm đầu tư thích hợp cho nhà đầu tư là từ tháng 4 năm 2009. Đây cũng là thời điểm mà nhà đầu tư có nhiều thông tin nhất sau khi các BCTC kiểm toán năm 2008 cũng như kế hoạch kinh doanh năm 2009 được công bố đầy đủ.

PHỤ LỤC

Thông kê thị trường năm 2008

Tính thanh khoản của cổ phiếu thể hiện ở khối lượng giao dịch khớp lệnh của toàn thị trường trong tháng biến thiên cùng chiều với chỉ số VN-Index.

Biểu đồ 8 - Diễn biến giao dịch trên sàn Hồ Chí Minh trong năm 2008



Nguồn: HBBS, ATP, www.hsx.org.vn

Giai đoạn I (02/01/08 – 20/06/08) – thị trường suy giảm đợt 1 : biểu đồ trên cho thấy khối lượng giao dịch khớp lệnh trên sàn Hồ Chí Minh nói riêng có dấu hiệu giảm mạnh từ mức trung bình trên 150 triệu cổ phiếu/tháng xuống còn hơn 50 triệu cổ phiếu (tháng 5). Giá trị giao dịch trên thị trường này cũng sụt giảm từ mức trung bình trên 10.000 tỷ đồng/tháng xuống còn 2.500 tỷ đồng (tháng 5). Thêm vào đó, nhu cầu mua cổ phiếu của nhà đầu tư sụt giảm mạnh từ gần 500 triệu cổ phiếu vào tháng 3/08 xuống còn hơn 70 triệu cổ phiếu vào tháng 5 trong khi lực bán vẫn duy trì ở mức cao (trên 500 triệu cổ phiếu/tháng).

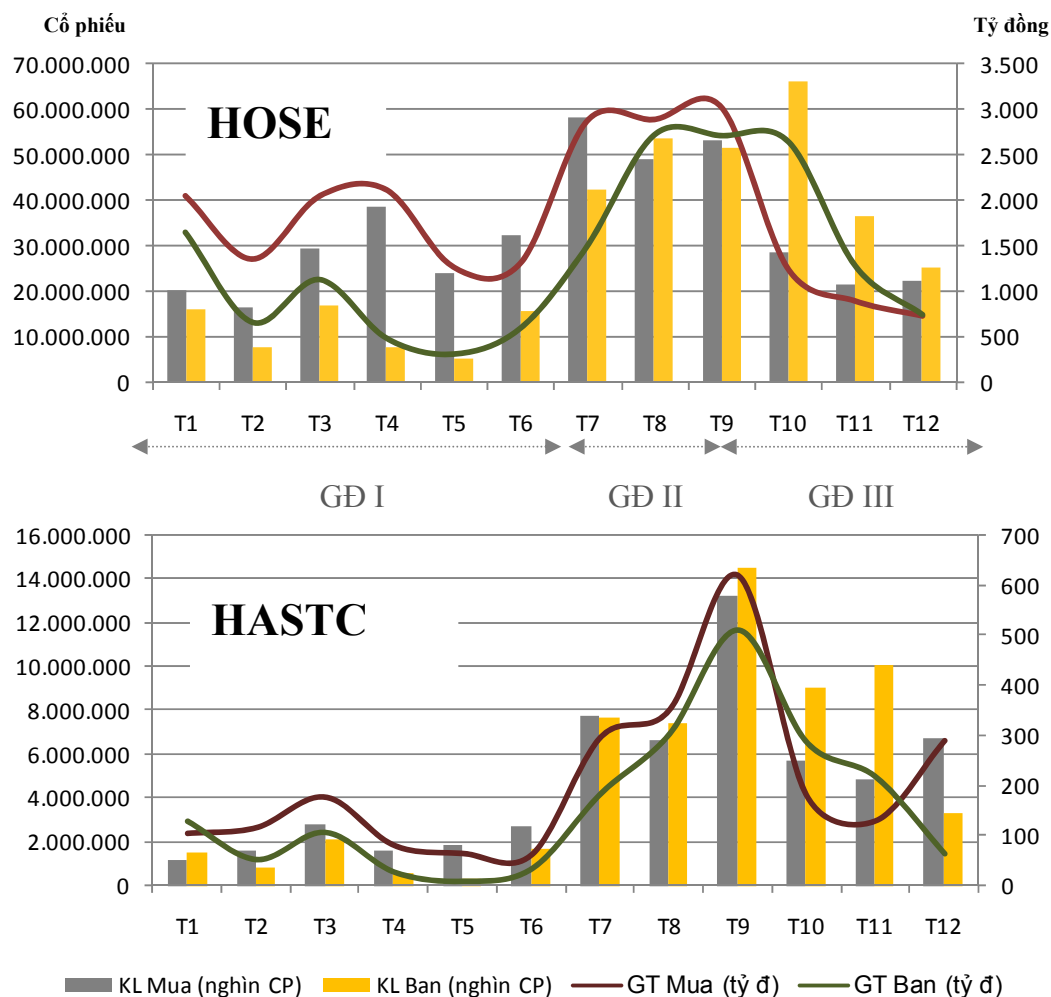
Giai đoạn II (23/06/08 – 27/08/08) - thị trường tăng nhẹ: trong giai đoạn này, khối lượng giao dịch khớp lệnh trên sàn tăng gấp ba lần từ 136 triệu cổ phiếu vào tháng 6 lên trên 400 triệu vào tháng 8. Tổng dư mua trong tháng này đạt mức 673 triệu cổ phiếu và VN-Index cũng đạt đỉnh 561.85 điểm vào 27/08.

Giai đoạn III (28/08/08 – 31/12/08) – thị trường sụt giảm đợt 2. Sau khi đạt mức đỉnh vào tháng 8, tổng số cổ phiếu được giao dịch khớp lệnh giảm dần xuống còn gần 200 triệu cổ phiếu vào cuối năm 2008. Giá trị giao dịch tương ứng giảm từ hơn 16.500 tỷ đồng vào tháng 8 xuống chỉ còn gần 5.500 tỷ đồng vào tháng 12. Đây là giai đoạn thị trường chứng khoán Việt Nam chịu nhiều tác động từ chứng khoán thế giới.

Tính trung bình trong năm 2008, khối lượng giao dịch khớp lệnh đạt 230 triệu cổ phiếu/tháng, tương đương 9.500 tỷ đồng.

Giao dịch nhà đầu tư nước ngoài

Biểu đồ 9 - Diễn biến giao dịch NĐTNN trên hai sàn trong năm 2008



Nguồn: HBBS, ATP, www.hsx.org.vn, www.hastc.org.vn

Bất chấp thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu có dấu hiệu đi xuống từ cuối năm 2007 kéo dài đến hết tháng 6/08, khối đầu tư nước ngoài vẫn duy trì mua ròng từ tháng 2/08 trên cả hai sàn đến hết tháng 7/08 (biểu đồ 9). Do ảnh hưởng thực sự từ cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới, từ tháng 8/08, khối ngoại đã thay đổi chiến lược giao dịch qua việc bán ra nhiều số cổ phiếu đang nắm giữ. Chính những động thái này đã ảnh hưởng không nhỏ đến tâm lý của nhà đầu tư trong nước trong giai đoạn nửa cuối năm 2008 khiến lượng mua giảm dần đến hết năm.

Trong giai đoạn nửa đầu năm 2008, tổng khối lượng giao dịch mua và bán của khối này trên cả hai sàn chỉ xấp xỉ 41 triệu cổ phiếu/tháng. Tuy nhiên giai đoạn nửa cuối năm 2008, lượng giao dịch tăng lên gần 101 triệu cổ phiếu/tháng. Nếu tính theo giá trị giao dịch, chỉ tiêu này tăng từ mức trung bình 2.654 tỷ đồng/tháng (tương đương 150,8 triệu USD) nửa đầu năm lên 2.808 tỷ đồng/tháng vào nửa cuối năm (tương đương 159,5 triệu USD). Trung bình, khối này mua vào 33 triệu cổ phiếu/tháng và bán ra 29 triệu cổ phiếu/tháng trên sàn Hồ Chí Minh và trên sàn Hà Nội, mua 4.7 triệu cổ phiếu/tháng, bán 4.9 triệu cổ phiếu/tháng. Tính cả năm 2008, khối này đã mua ròng hơn 5.900 tỷ đồng cổ phiếu (tương đương 335,23 triệu USD).

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. “2008: Giá trị danh mục của khối ngoại giảm 4 tỷ USD xuống còn 4.6 tỷ USD”. Báo Đầu tư chứng khoán 21/01/2009
2. Các văn bản Pháp luật Ngân hàng về lãi suất từ năm 1988 – 2008. <http://vbqppl1.moj.gov.vn>
3. CEB Working paper No 08/023. “*The financial storms in Vietnam’s transition economy: A reasoning on the 1991 – 2008 period*”. August 2008
4. Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright. “*Bài thảo luận chính sách số 4: Thay đổi cơ cấu: Giải pháp kích thích có hiệu lực duy nhất*”. Đại học Harvard. 1/01/2009
5. David Harper. CFA. “*Forces behind the interest rate*”. “*Try to predict the interest rate*”. FRM. <http://www.investopedia.com/articles/03/122203.asp>
6. Jim Mueller. “*How interest rate affects the stock markets*”. <http://www.investopedia.com/articles/06/interestaffectsmarket.asp>
7. “*Làn sóng thứ 3. không phải chờ lâu*”. Vietnamnet
8. “*Life Beyond the Credit Crisis*” Phòng nghiên cứu cổ phiếu Credit Suisse, 19/12/2008.
9. TS. Nguyễn Kim Anh. ThS. Nguyễn Hồng Thắng. “*Nhìn lại lộ trình tự do hóa lãi suất của Việt Nam*”. Học viện Ngân hàng
10. Robert Shiller. “*Irrational Exuberance*”. Đại học Princeton. 2000. 2005. Dữ liệu sử dụng đã được cập nhật tới hết tháng 12/2008. <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>
11. Sài gòn tiếp thị. 2008
12. Tiến sỹ. Steve Sjuggerud, “*If It Ain't the Next Depression, It's Time to Buy*”, 07/10/2008.
13. Tiến sỹ Steve Sjuggerud , “*The Recession Has Bottomed*”, 16/1/2009.
14. “*Vietnam development report 2009: Capital matters*”. Tháng 12/2008
15. “*Vietnam Funds Seeking Cash as Emerging Markets Slum*”. Bloomberg
16. <http://www.hastc.org.vn/>
17. <http://www.hsx.vn/>

Danh sách người thực hiện báo cáo

| | |
|------------------------------|---|
| Đỗ Hồng Điệp | <u>diepdh@hbbs.com.vn</u> |
| Đặng Thị Mỹ Phương | <u>phuongdtm@hbbs.com.vn</u> |
| Phạm Tùng Lâm | <u>lampt@hbbs.com.vn</u> |
| Nguyễn Thị Hoàng Mai | <u>mainth@hbbs.com.vn</u> |
| Đinh Xuân Tiến | <u>tiendx@hbbs.com.vn</u> |
| Nguyễn Thị Ngọc Lan | <u>lanntn@hbbs.com.vn</u> |
| Trần Đỗ Quyên | <u>quyentd@hbbs.com.vn</u> |
| Đào Thị Thu Hằng | <u>hangdtt@hbbs.com.vn</u> |
| Nguyễn Thị Ngọc Huyền | <u>huyenntn@hbbs.com.vn</u> |
| Vũ Thị Quỳnh Trang | <u>trangvtq@hbbs.com.vn</u> |

Điều khoản miễn trừ

Tài liệu này do Công ty Chứng Khoán Habubank (“Habubank Securities”), một công ty con trực thuộc Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội - Habubank phát hành. Các nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở các thông tin tin cậy, nhưng chúng tôi không có bất cứ cam kết hay đảm bảo gì đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các thông tin trong nghiên cứu này. Các quan điểm mà chúng tôi đưa ra có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Tài liệu này được phục vụ mục đích lưu hành rộng rãi. Tất cả các khuyến nghị đưa ra trong tài liệu này đều không nhằm phục vụ các mục tiêu đầu tư cụ thể, hay nhu cầu riêng của bất kỳ người đọc cụ thể nào.

Tài liệu này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, không nhằm thay đổi quyết định của người đọc. Các nhà đầu tư nên được tư vấn về tài chính và pháp luật để ra các quyết định đầu tư. Habubank Securities không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại trực tiếp hay gián tiếp phát sinh từ việc sử dụng hoặc liên quan đến tài liệu này theo bất cứ hình thức nào. Tài liệu này không phải là một lời đề nghị hay mời gọi mua bán bất cứ loại chứng khoán nào. Bất kỳ ai muốn biết thêm thông tin, kể cả việc làm rõ bất cứ chi tiết nào trong điều khoản miễn trừ này, hoặc muốn thực hiện giao dịch đối với bất cứ loại chứng khoán nào đã được đề cập trong tài liệu này vui lòng liên hệ với Habubank Securities để được phục vụ.