

Thực hiện tháng 1-2009

# Thách thức và chiến lược đầu tư 2009

**Thực hiện :**

*Đội ngũ chuyên viên phân tích  
Công ty chứng khoán VNDirect*

**Hà Nội—Trụ sở chính**  
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền  
Tel : ( 84 4 ) 3941 0510  
Fax : ( 84 4 ) 3941 0500

**Hồ Chí Minh—chi nhánh**  
51 Bến Chương Dương, quận 1  
Tel : ( 84 8 ) 3941 6924  
Fax : ( 84 8 ) 3941 6925

Website : [www.vndirect.com.vn](http://www.vndirect.com.vn)

Xin vui lòng đọc khuyến cáo của chúng tôi ở trang cuối

## Nội dung :

### **I. Thách thức và Chiến lược đầu tư năm 2009**

1.1 Chu kỳ kinh tế và các kênh đầu tư .....	3
1.2 Các kịch bản về nền kinh tế Việt Nam năm 2009.....	4
1.3 Chọn lựa kênh đầu tư .....	6
1.4 Kênh đầu tư vào Thị trường chứng khoán năm 2009.....	7
1.5 Một vài phương án để nhà đầu tư xem xét lựa chọn.....	10

### **II. Phân tích cơ hội và rủi ro khi đầu tư vào một số ngành**

2.1 Ngành Ngân hàng.....	11
2.2 Ngành thủy sản.....	13
2.3 Ngành bất động sản.....	15
2.4 Ngành than.....	17
2.5 Ngành dược.....	18
2.6 Ngành điện.....	19

### **Phụ lục**

<b>1. Tổng kết TTCK 2008 .....</b>	<b>21</b>
<b>2. Các thống kê về kinh tế vĩ mô .....</b>	<b>26</b>

## **Tóm tắt báo cáo :**

Năm 2009 đều được các nhà đầu tư đánh giá là một năm nền kinh tế và TTCK tiếp tục gặp nhiều khó khăn. Việc xác định chúng ta đang ở đâu trong chu kỳ kinh tế sẽ rất quan trọng để dự báo đâu là “đáy” của TTCK để chọn thời điểm tham gia TTCK. Báo cáo của chúng tôi không có ý định đưa ra đâu là thời điểm “đáy” của chu kỳ kinh tế cũng như TTCK Việt Nam nhưng cung cấp các chỉ báo quan trọng để các nhà đầu tư chủ động theo dõi và xác định thời điểm “đáy” cho mỗi cá nhân. Chúng tôi cũng tổng hợp và cung cấp các kịch bản khác nhau về nền kinh tế Việt Nam do các tổ chức, chuyên gia trong và ngoài nước có uy tín dự báo để các nhà đầu tư có được các thông tin đầy đủ nhất về bức tranh tương lai 2009 của nền kinh tế Việt Nam.

Với các nhà đầu tư cá nhân, việc quyết định các kênh để đầu tư và cất giữ tài sản sẽ rất quan trọng do đó chúng tôi cung cấp những phân tích tóm tắt về các kênh đầu tư và cất giữ tài sản như Tiết kiệm, Vàng, Ngoại tệ, Bất động sản trong năm 2009. Đặc biệt với kênh đầu tư chứng khoán, báo cáo đưa ra gợi ý về chiến lược để nhà đầu tư dài hạn và ngắn hạn xem xét lựa chọn. Báo cáo cũng giúp các nhà đầu tư trả lời hai câu hỏi quan trọng nhất: Liệu cổ phiếu trên TTCK Việt Nam có giảm giá sâu nữa không? Và khi nào TTCK Việt Nam phục hồi?

Một phần quan trọng trong báo cáo chúng tôi dành để phân tích các cơ hội và rủi ro khi đầu tư vào một số ngành được nhiều nhà đầu tư quan tâm như Ngân hàng, Thủy sản, Bất động sản, Than, Dược và Điện.

Cuối cùng, trong phần phụ lục của báo cáo, chúng tôi tổng kết về TTCK Việt Nam năm 2008 và cung cấp các thống kê cơ bản về nền kinh tế vĩ mô 2008 như các tư liệu giúp nhà đầu tư nhìn lại quá khứ để vững bước vào tương lai.

Báo cáo này chúng tôi thực hiện với mục đích chính là phục vụ các nhà đầu tư cá nhân của VNDirect.

## Phần I : Thách thức và chiến lược đầu tư năm 2009

### 1.1 Chu kỳ kinh tế và các kênh đầu tư

Trải qua một năm 2008 nhiều biến cố, chúng tôi muốn gửi tới quý vị nhà đầu tư một cái nhìn có tính hệ thống, xâu chuỗi các diễn biến chính của kinh tế vĩ mô, vi mô, cũng như các kênh đầu tư tại Việt Nam qua lý thuyết chu kỳ kinh tế, từ đó chúng ta có thể nhận biết mình đang ở đâu và những diễn biến tiếp theo sẽ diễn ra như thế nào.



Những gì đã diễn ra tại Việt Nam trong hai năm 2007 – 2008 là một ví dụ điển hình của một nền kinh tế phát triển quá nóng với sự tăng vọt của tổng mức đầu tư và tín dụng ngân hàng (bảng 3, bảng 4 phụ lục kinh tế vĩ mô) sau đó xuất hiện những dấu hiệu khủng hoảng cộng hưởng với khủng hoảng tài chính toàn cầu dẫn đến suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Năm 2007 chứng kiến một nền kinh tế Việt Nam dư thừa tiền mặt và tâm lý đầu tư quá mức lạc quan dẫn tới hiện tượng bong bóng của hầu hết các kênh đầu tư như chứng khoán và bất động sản. Năm 2008 là giai đoạn xì hơi ở tất cả các kênh đầu tư này châm ngòi từ sự tăng vọt của lạm phát. Một loạt các biện pháp thắt chặt tiền tệ và tài khoá nhanh chóng được áp dụng khiến dòng tiền lưu thông trong nền kinh tế và các kênh đầu tư đột ngột bị thắt lại. Tăng trưởng tín dụng và sau đó là tăng trưởng GDP suy giảm nhanh chóng (bảng 2 phụ lục kinh tế vĩ mô).

Chứng khoán với đặc tính thanh khoản và nhạy cảm cao đã nhanh chóng xì hơi, mất đi 75% giá trị từ đỉnh cao 1170 điểm đạt được hồi 3/2007. Bất động sản trái với truyền thống đóng băng không giao dịch của những giai đoạn thị trường hạ nhiệt những năm trước đã bắt đầu giảm giá từ cuối quý 1 năm 2008, khởi đầu cho một giai đoạn giảm sâu và chưa chấm dứt.

**Chúng ta đang ở đâu trong chu kỳ kinh tế?** Theo đánh giá của chúng tôi, hai quý đầu năm 2009 nền kinh tế Việt nam sẽ tiếp tục giai đoạn suy giảm tốc độ tăng trưởng GDP (tiếp diễn xu hướng diễn ra trong năm 2008). Mặc dù giai đoạn này lãi suất đã ổn định ở mức thấp nhưng dòng vốn chưa thực sự được khai thông bởi nhu cầu vay vốn từ khu vực tư nhân chưa hồi phục. Nguồn vốn giải ngân từ ngân sách trong gói kích cầu của Chính phủ sẽ là động lực hỗ trợ tăng trưởng chính trong giai đoạn này. Với giả định khối tư nhân bắt đầu tăng cường đầu tư và cá nhân tăng tiêu dùng trở lại trong nửa cuối 2009, nền kinh tế sẽ bắt đầu có động lực tốt hơn để phục hồi và bước vào một giai đoạn tăng trưởng mới từ 2010.

Nhìn về tương lai, giai đoạn suy giảm của giá bất động sản và chứng khoán sẽ chấm dứt khi áp lực giải chấp các tài sản này để trang trải nợ và nhu cầu vốn tối thiểu được thực hiện xong. Sự phục hồi về giá và thanh khoản sẽ quay trở lại với các kênh đầu tư khi dòng tiền lưu thông tốt hơn trong nền kinh tế, chi phí lãi vay thấp, doanh nghiệp và cá nhân bắt đầu mạnh dạn vay vốn đầu tư và tiêu dùng. Tuy nhiên với đặc tính thanh khoản và nhạy cảm cao hơn. Thị trường chứng khoán thông thường sẽ phục hồi trước thị trường bất động sản.

## 1.2 Các kịch bản cho nền kinh tế Việt Nam năm 2009

Có thể tổng hợp 3 kịch bản như sau cho nền kinh tế Việt Nam trong năm 2009 theo 3 cấp độ: Lạc quan, Trung bình, Bi quan thể hiện các phân tích và đánh giá khác nhau của nhiều chuyên gia, tổ chức quốc tế lớn quan tâm đến thị trường Việt Nam cũng như các mục tiêu kế hoạch của Chính phủ Việt Nam. Trong các tổ chức quốc tế, World Bank có đánh giá lạc quan nhất về triển vọng kinh tế cho năm tới, và những đánh giá này cũng phù hợp với các mục tiêu mà Quốc Hội đề ra. Rất nhiều tổ chức khác cho rằng viễn cảnh kinh tế Việt Nam sẽ ở mức Trung bình với các chỉ tiêu phát triển khiêm tốn và cho đây là kịch bản hiện thực nhất. ( Xem bảng tóm tắt các kịch bản kinh tế trang sau)

Cũng như phần lớn các chuyên gia, chúng tôi ủng hộ kịch bản Trung bình với quan điểm tốc độ tăng trưởng GDP của nền kinh tế Việt Nam trong năm 2009 sẽ suy giảm so với năm 2008 do hai động lực chính cho tăng trưởng GDP là tổng mức vốn đầu tư và hoạt động xuất khẩu đều đang suy giảm.

**Các kịch bản cho nền kinh tế vĩ mô Việt Nam 2009**

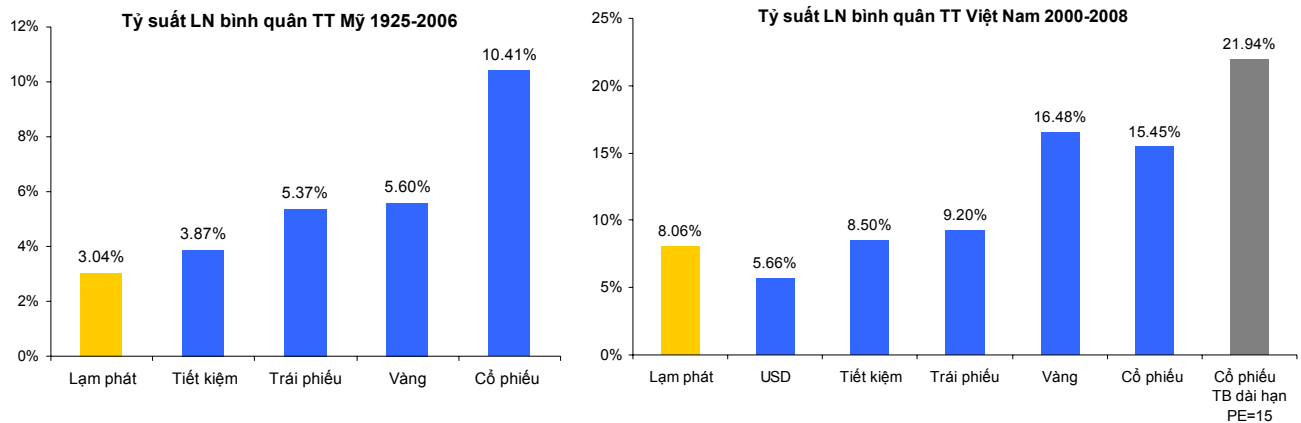
	<b>LẠC QUAN</b>	<b>TRUNG BÌNH</b>	<b>BI QUAN</b>
<b>KỊCH BẢN</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nền kinh tế sẽ chặn được đà suy giảm</li> <li>Chuẩn bị cho giai đoạn tăng trưởng cao những năm sau</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nền kinh tế suy giảm nhưng đà suy giảm sẽ chững lại</li> <li>Mục tiêu củng cố những nền tảng cho sự tăng trưởng bền vững</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nền kinh tế đình đốn kéo dài</li> <li>Nạn thất nghiệp lên đến đỉnh điểm</li> </ul>
	<i>(Quốc Hội, Bộ KH&amp;ĐT, World Bank)</i>	<i>(IMF, BMI, HSBC, Credit Suisse, City Group)</i>	<i>(Deutsche Bank, EIU, CLSA)</i>
<b>Tăng trưởng GDP</b>	6%-6,5%	Xoay quanh 5%	2,6% - 4,1%
<b>Lạm phát</b>	10% - 12%	Dưới 10% -10%	5% - 6%
<b>Xuất khẩu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng trưởng xuất khẩu: 13%</li> <li>Giá trị xuất khẩu đạt 70-72 tỷ USD</li> <li>Giữ được tiềm năng phát triển tốt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Không tăng trưởng, có thể âm tại thị trường Mỹ, EU</li> <li>Giá trị xuất khẩu đạt dưới 65 tỷ USD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giảm trầm trọng (-40%) do suy thoái kinh tế toàn cầu</li> <li>Giá trị xuất khẩu đạt 43,9 tỷ USD</li> </ul>
<b>FDI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giảm nhưng khối lượng còn tương đối lớn, vẫn phục vụ tốt cho nền kinh tế</li> <li>FDI thực hiện: 10 tỷ USD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FDI thực hiện dự kiến: 6,5 tỷ USD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tạm ngừng hoặc chấm dứt các dự án đang dở</li> <li>Hầu như không có dòng vốn mới</li> </ul>
<b>Các cán cân</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thâm hụt thương mại 14 tỷ USD</li> <li>Thâm hụt ngân sách: 4,8% GD</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thâm hụt thương mại: 19 tỷ USD</li> <li>Thâm hụt ngân sách 5-6% GDP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thâm hụt thương mại: 20 tỷ USD</li> <li>Thâm hụt ngân sách: 6,7% GDP</li> </ul>
<b>Tiền tệ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lãi suất cho vay: 8%</li> <li>Tỷ giá cuối năm: VND 17.600-17.800/USD</li> </ul> <p><i>(Tổ nghiên cứu BIDV)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ giá cuối năm VND 18.000/USD-18.200USD</li> <li>Lãi suất cơ bản giảm thêm 1,5-2%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ giá cuối năm VND 18.300-18.500/USD</li> <li>Lãi suất trung bình năm: 6,3%</li> </ul>

*Nguồn: VNDirect tổng hợp*

### 1.3 Chọn lựa kênh đầu tư

Đối với các nhà đầu tư, việc lựa chọn kênh đầu tư và phân bổ tài sản đầu tư luôn là những điều đầu tiên cần cân nhắc. Chúng tôi muốn thông qua biểu đồ dưới đây cung cấp cho các nhà đầu tư một cách nhìn dài hạn về các kênh đầu tư :

**So sánh tỷ suất lợi nhuận trung bình giữa các kênh đầu tư**



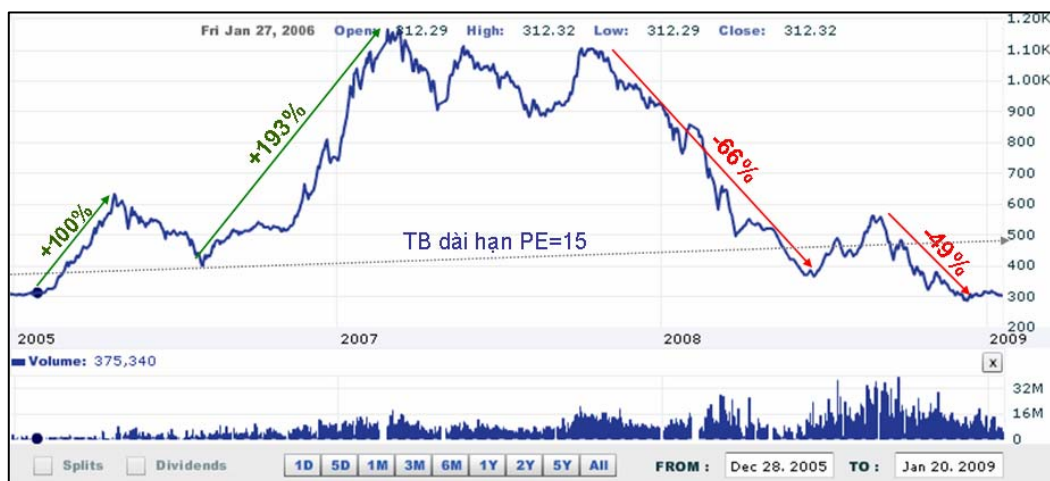
Nguồn: VNDirect tổng hợp

Về lợi nhuận, biểu đồ 1 và biểu đồ 2 gửi tới quý vị nhà đầu tư thống kê mức sinh lời bình quân dài hạn của các kênh đầu tư tại thị trường Mỹ (trong hơn 80 năm) và thị trường Việt Nam (trong 8 năm qua). Tại thị trường Mỹ, cổ phiếu là kênh đầu tư có mức sinh lời bình quân cao nhất ở mức 10,41%/năm. Tại thị trường Việt Nam, đầu tư vào VNindex sau 8 năm cho mức sinh lời bình quân 15,45%/năm, xếp thứ hai sau vàng.

Chúng ta đều biết lợi nhuận bình quân của kênh chứng khoán tại Việt Nam bị ảnh hưởng rất nhiều bởi đợt suy giảm mạnh vừa qua. Tác động của những biến động ngắn hạn này sẽ được giảm bớt khi thời gian lấy số liệu dài hơn. Vì vậy, chúng tôi đưa thêm ước lượng mức sinh lời bình quân dài hạn của TTCK Việt Nam với giả thiết thị trường có mức giá cân bằng trong dài hạn ở P/E = 15 lần (tương đương mức P/E trung bình dài hạn của chỉ số S&P500). Khi đó mức sinh lời bình quân của đầu tư cổ phiếu sẽ đạt gần 22%/năm.

Như vậy, có thể kết luận rằng trong dài hạn cổ phiếu là kênh đầu tư mang lại mức sinh lời bình quân cao nhất. Tuy nhiên khi xem xét quyết định đầu tư đều phải lưu ý hai yếu tố lợi nhuận và rủi ro, lợi nhuận cao hơn luôn đi kèm với rủi ro cao hơn.

**Tỷ lệ sinh lời của thị trường chứng khoán Việt Nam qua 8 năm**



Nguồn: VNDirect

Xét về rủi ro, hình bên minh họa mức lãi/lỗ của đầu tư vào cổ phiếu tại TTCK Việt Nam trong ba năm qua. So với tất cả các kênh đầu tư còn lại, cổ phiếu là tài sản có mức độ dao động giá lớn nhất vì vậy cũng là kênh đầu tư tiềm ẩn rủi ro lớn nhất.



**Để giúp nhà đầu tư có quyết định phân bổ tài sản và lựa chọn kênh đầu tư phù hợp với mức độ chịu đựng rủi ro của mỗi cá nhân, chúng tôi xin phân tích tóm tắt một số kênh đầu tư hoặc cất giữ tài sản khác tại Việt Nam trong năm 2009 như sau:**

**Tiết kiệm:** Với xu hướng lãi suất được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong nửa đầu năm 2009 và ổn định ở mức thấp, lãi suất huy động tiền gửi của các ngân hàng sẽ giảm theo ở tất cả các kỳ hạn. Với mức trung bình hiện nay 7-8%/năm và có thể hạ xuống thấp hơn nữa trong thời gian tới, tiết kiệm sẽ giảm hẳn tính hấp dẫn so với cách đây một vài quý. Đây là kênh lưu trữ tài sản an toàn hơn là một kênh đầu tư sinh lợi trong năm 2009.

**Vàng:** Chúng tôi không có bất kỳ nhận định cụ thể nào về xu hướng giá vàng trong năm 2009. Có quá nhiều yếu tố tác động đến cung cầu vàng để có thể đưa ra một ước đoán đủ chính xác và đáng tin cậy. Từ xưa tới nay vàng luôn đóng vai trò lưu trữ giá trị trong những giai đoạn lạm phát hoặc khủng hoảng tiền tệ. Trong hầu hết các báo cáo và đánh giá của cá nhân và tổ chức uy tín, chúng tôi không thấy nguy cơ lạm phát có thể quay trở lại trong năm 2009. Khả năng phá giá mạnh của VND so với USD cũng không quá nhiều. Do vậy, vai trò của vàng như một kênh sinh lời trong năm 2009 sẽ là không rõ ràng.

**USD:** Nếu không có những cú sốc lớn về cán cân thanh toán và sự tăng giá mạnh của USD so với các đồng tiền khác trên thế giới, VND khó có thể mất giá mạnh trong năm 2009. Trong các kịch bản dự đoán chính của các tổ chức trong và ngoài nước, VND nhiều khả năng sẽ giảm giá từ từ và có kiểm soát so với USD lên mức 17.800-18.500VND/USD cuối năm 2009. Chúng tôi tin vào khả năng giảm giá có kiểm soát của VND hơn là một kịch bản mất giá mạnh gây sốc trong năm nay. Thêm vào đó, mỗi khi có những cú sốc tăng giá USD, độ lệch giữa giá mua và bán ra luôn là khá lớn, khiến cho việc hiện thực hóa lợi nhuận của nhà đầu tư bị ảnh hưởng. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư không nên mua USD vào khi độ lệch giá mua-bán lớn. Mua USD và gửi ngân hàng là một lựa chọn tốt trong năm 2009 khi nhà đầu tư muốn bảo toàn tài sản trước những biến động kinh tế.

**Bất động sản:** Nếu như bất động sản (BDS) mang lại lợi nhuận cao cho nhà đầu tư trong năm 2007 thì năm 2008 là năm chứng kiến sự sụt giảm mạnh của kênh đầu tư này. Một số thống kê cho thấy giá BDS mặc dù đã giảm mạnh so với đỉnh điểm cuối năm 2007 nhưng mặt bằng chung vẫn cao hơn từ 50% – 80% so với đầu 2007. Bên cạnh đó, năm 2009 áp lực giảm giá BDS vẫn tồn tại. Cụ thể là nhu cầu chuyển nhượng căn hộ cũng như dự án BDS còn cao do áp lực trả nợ ngân hàng, cộng với gói kích cầu của Chính phủ sẽ bao gồm việc tăng cung cho sản phẩm nhà ở phổ thông có giá thấp. Với các nhà đầu tư cá nhân, việc đầu tư vào BDS thời điểm này đồng nghĩa với việc chấp nhận rủi ro giá tiếp tục có thể giảm và khả năng bị đọng vốn.

Tuy nhiên, thị trường BDS 2009 đã có một số yếu tố hỗ trợ tích cực như giảm giá vật liệu xây dựng và giảm lãi suất cho vay. Điều này giúp kích thích các dự án đang dở dở hoàn thành, đồng thời làm cho các dự án chưa triển khai hấp dẫn và khả thi hơn dưới góc độ của chủ đầu tư dự án. Bên cạnh đó, nhu cầu thực về nhà ở luôn là rất lớn là điểm tựa về dài hạn của kênh đầu tư BDS.

Một điểm đáng lưu ý đối với các nhà đầu tư cá nhân là nếu đầu tư vào các sản phẩm BDS đã hoàn thành thì vẫn có khả năng cho thuê để mang lại dòng tiền đều đặn. Với mặt bằng lãi suất đang trong xu hướng hạ thấp thì việc sử dụng đòn bẩy tài chính để mua BDS; sau đó dùng dòng tiền cho thuê để chi trả lãi vay trong thời gian chờ đợi BDS tăng giá trở lại hoàn toàn là một sự lựa chọn đáng để xem xét.

## **1.4 Kênh đầu tư vào Thị trường chứng khoán năm 2009**

**Dự báo về TTCK luôn là công việc khó khăn.** Nhìn lại năm 2008, đã có rất nhiều chuyên gia nhiều kinh nghiệm, tổ chức uy tín trong và ngoài nước đưa ra những dự báo khác nhau về TTCK Việt Nam. Không ai trong số họ đưa ra được một kịch bản chính xác cho VNIndex.

Chúng tôi có quan điểm nền kinh tế thế giới đang ở một trong những kỳ khủng hoảng trầm trọng nhất trong lịch sử, năm 2009 tiếp tục là một năm TTCK sẽ có nhiều biến động phức tạp. Trong một môi trường nhiều biến động như hiện nay, thay vì đưa ra những ước đoán không đủ tin cậy, chúng tôi muốn gửi tới quý vị nhà đầu tư những gợi ý để tự mình có thể đánh giá được tình hình và đưa ra các quyết định đầu tư hợp lý. Với mục tiêu

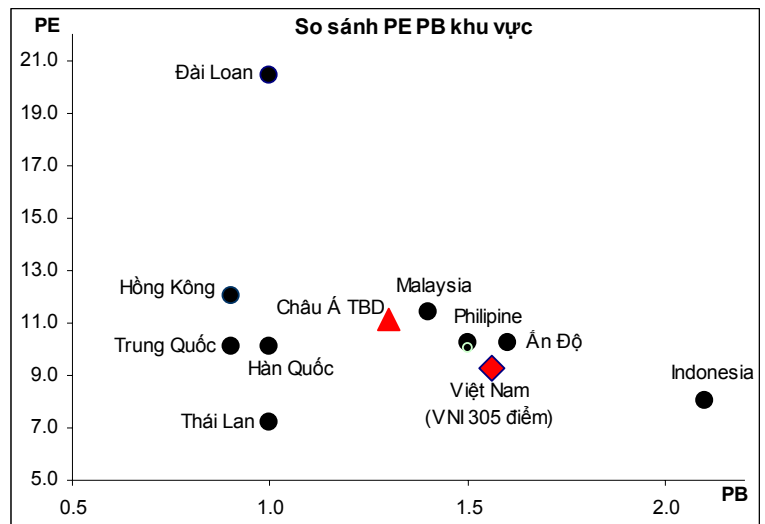
báo cáo này chủ yếu phục vụ các nhà đầu tư cá nhân là khách hàng của chúng tôi, báo cáo sẽ chỉ đề cập tới đầu tư cổ phiếu trên TTCK mà không đề cập đến đầu tư trái phiếu.

Hai câu hỏi quan trọng nhất mà bất kỳ nhà đầu tư nào cũng quan tâm:

### Câu hỏi 1: Giá cổ phiếu còn có thể giảm mạnh nữa không?

*Đầu tiên, điều này phụ thuộc việc giá cổ phiếu hiện nay đang ở mức nào.*

Theo phương pháp định giá phổ biến và đơn giản nhất, VNIndex ở 300-310 điểm sẽ cho chúng ta mức P/E 2008 là 9,2-9,5 lần. Mức P/E trung bình của chỉ số S&P500 của Mỹ trong hơn 100 năm qua là trên 15 lần. P/E trung bình của các thị trường CK mới nổi thường có mức P/E cao hơn các nước phát triển vì có tiềm năng tăng trưởng tốt hơn. TTCK Việt Nam còn quá non trẻ để có thể tính được mức P/E bình quân đầy đủ ý nghĩa. Tháng 3 năm 2007 chứng kiến TTCK có mức P/E > 35 lần và với thị trường hiện nay P/E 15 lần sẽ tương ứng với VNIndex ở 480 điểm. Như vậy khủng hoảng và suy thoái đang làm cho hệ số P/E của thị trường thấp hơn mức bình quân dài hạn khoảng 60%.



*Nguồn: HSBC, VNDirect*

So sánh với lịch sử P/E của các thị trường khác: S&P500 có mức P/E bình quân thấp nhất lịch sử là 5 lần, thấp hơn nhiều mức 9,3 lần hiện nay của VNIndex. Chỉ số MSCI Châu Á (trừ Nhật Bản) có mức P/E thấp nhất trong khủng hoảng 1997 là 10 lần và đã giảm xuống mức kỷ lục 7 lần vào tháng 10/2008 vừa qua. Như vậy, so với các mức thấp nhất trong lịch sử tại các thị trường chứng khoán khác, mức 9,2-9,5 lần hiện nay của VNIndex chưa phải là mức thấp kỷ lục.

Hình trên so sánh hệ số P/E và P/B của Việt Nam đầu năm 2009 với các thị trường trong khu vực. Trong đó Việt Nam có hệ số P/E (9,3 lần) thấp hơn mức trung bình của khu vực (11,1 lần) nhưng hệ số P/B (1,56 lần) cao hơn mức trung bình (1,3 lần).

*Thứ hai, khả năng điều tồi tệ hơn có thể xảy ra với nền kinh tế Việt Nam và thế giới trong năm 2009 dẫn đến một đợt suy giảm mạnh nữa của TTCK hay không?*

Thực tế 2008 đã chứng minh, những kịch bản không tưởng nhất đã trở thành hiện thực. Sự sụp đổ với hiệu ứng domino của thị trường tài chính và nền kinh tế Mỹ cũng như toàn cầu chưa chấm dứt. Không ai dám chắc điều tồi tệ nhất đã ở lại với năm 2008. Như đã trình bày ở phần các kịch bản của nền kinh tế Việt Nam năm 2009, chúng tôi cho rằng (và hy vọng) nền kinh tế Việt Nam sẽ diễn biến theo kịch bản Trung bình và sẽ có nhiều tin xấu tiếp tục được đưa ra ít nhất là trong nửa đầu năm 2009. TTCK thường phản ứng tiêu cực với các tin xấu, đặc biệt là những tin bất ngờ. Tuy vậy, hầu hết chúng ta đều đã biết và đang dự đoán kịch bản này và VNIndex đã giảm tới 66% trong năm 2008. Điều đó đồng nghĩa với việc các dự báo xấu về tương lai đã ít nhiều phản ánh vào giá cổ phiếu hiện tại. Nếu không có những tin quá xấu mới và khốc liệt hơn, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ khó giảm sâu so với mức hiện nay.

**Tóm tắt lại,** chúng ta đều biết rằng giá các cổ phiếu đang được chào bán ở mức 60% thấp hơn mức trung bình dài hạn của thị trường. Tuy khả năng VNIndex giảm xuống mức thấp hơn nữa trong năm 2009 là có thể nhưng chúng tôi chủ quan nhận định rằng VNIndex sẽ khó giảm sâu khỏi mức hiện nay ngoại trừ trường hợp hiếm hoi xảy ra một cú sốc mới rất lớn và tồi tệ đe dọa sự an nguy của toàn bộ nền kinh tế Việt Nam hoặc bắt buộc một nhóm lớn các nhà đầu tư phải bán tháo cổ phiếu đang nắm giữ. Với những hiểu biết hiện nay, chúng tôi chưa thấy khả năng xảy ra những nguy cơ này.



## **Câu hỏi 2: Khi nào thì TTCK Việt nam thực sự phục hồi?**

Như đã nói ở phần trên, dự báo thời điểm phục hồi của nền kinh tế và TTCK là công việc khó khăn và ít khi chính xác.

Thống kê 22 lần suy thoái kinh tế Mỹ từ năm 1900 tới nay, có tới 19 lần TTCK phục hồi trước khi suy thoái kinh tế chạm đáy với thời gian trung bình là trước ba đến sáu tháng. Có những dấu hiệu khác nhau đưa ra chỉ báo rằng nền kinh tế đã đi vào những giai đoạn đỡ bất ổn định hơn. Trong trường hợp hiện nay của Việt Nam, **chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư đặc biệt chú ý tới một số chỉ báo sau:**

- Lãi suất ổn định ở mức thấp và trở nên hợp lý hơn với doanh nghiệp vay đầu tư và cá nhân vay tiêu dùng. Đồng thời lãi suất thấp sẽ làm giảm sức hấp dẫn của kênh tiết kiệm, tăng sức hấp dẫn của các kênh đầu tư khác như cổ phiếu và BĐS.
- Tỷ giá ổn định trở lại với độ lệch giá bán-mua hẹp và thanh khoản tốt. Tỷ giá ổn định luôn là một chỉ báo vĩ mô quan trọng với một nền kinh tế có độ mở cao như Việt Nam (xét trên tỷ lệ xuất khẩu/GDP, nhập khẩu/GDP, FDI/GDP). Khi áp lực tăng tỷ giá giảm đi, nhà đầu tư (cả trong và ngoài nước) sẽ bớt lo lắng về khả năng mất giá của đồng nội tệ và các tài sản được định giá bằng đồng nội tệ. Khi đó dòng tiền đầu tư sẽ chảy nhiều hơn sang các kênh tài sản khác trong đó có cổ phiếu.
- Gợi kích cầu đầu tư của Chính phủ được giải ngân. Các chính sách sẽ chưa mang lại kết quả khi chưa thực sự được triển khai. Với dòng tiền được giải ngân, nhu cầu hàng hóa và lao động sẽ bắt đầu được kích thích giúp nền kinh tế có sức bật mới.
- Dư nợ tín dụng ngân hàng cho đầu tư và tiêu dùng bắt đầu tăng trở lại. Điều này chứng tỏ tâm lý sợ rủi ro đã giảm đi và dòng vốn bắt đầu được lưu thông trở lại trong nền kinh tế, dấu hiện rõ nét nhất của sự phục hồi tăng trưởng.

Còn rất nhiều chỉ báo kinh tế vĩ mô như xuất nhập khẩu, đầu tư trực tiếp và gián tiếp của nước ngoài, kiều hối, tăng trưởng GDP,... tuy nhiên khi bốn chỉ báo vĩ mô trên được thực thi, nền tảng cho một sự phục hồi đã được hé lộ và TTCK sẽ có đà đi lên vững chắc hơn.

**Ngoài những chỉ báo vĩ mô mang tính dài hạn, nhà đầu tư cũng cần quan tâm tới các chỉ báo mang tính cung cầu quyết định sự lên xuống của thị trường trong ngắn hạn:**

- Tính thanh khoản của thị trường được cải thiện. Ở mức thanh khoản dưới 15 triệu cổ phiếu/phiên cho cả hai sàn như những tuần đầu 2009, thị trường sẽ không có đủ sức sống để tạo nên một xu hướng phục hồi.
- Độ lớn trung bình lệnh của toàn thị trường được cải thiện. Điều này thể hiện nhà đầu tư lớn đã bắt đầu quay trở lại và nhìn chung thị trường đã bớt dè dặt trong việc ra quyết định mua/bán.
- Mức độ mua bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài: TTCK non trẻ của Việt Nam trong vài năm qua chứng kiến vai trò quan trọng của nhà đầu tư nước ngoài trong việc dẫn dắt tâm lý và xu hướng đầu tư của toàn thị trường. Nếu nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục bán ròng, thị trường sẽ khó có thể phục hồi và ngược lại, khi họ tích cực mua ròng sẽ tạo một tâm lý vững tin cho nhà đầu tư trong nước đi theo.
- Giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán thế giới và trong khu vực: khi thị trường quốc tế phục hồi, cổ phiếu Việt Nam sẽ trở nên rẻ tương đối do đó thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư quốc tế.

## 1.5 Một vài phương án cho nhà đầu tư xem xét lựa chọn

**Với nhà đầu tư dài hạn** (Những người có tiền nhàn rỗi muốn tìm một kênh đầu tư có khả năng sinh lời cao thay thế kênh tiết kiệm, không có thời gian để quan tâm sát sao TTCK hàng ngày)

Khủng hoảng và suy thoái kinh tế sẽ tạo môi trường tốt cho nhà đầu tư dài hạn lựa chọn các cổ phiếu tốt nhất được chào bán với mức giá rẻ.

Với các công ty tốt với mức sinh lời cao và ổn định, rủi ro dài hạn khi nhà đầu tư mua vào ở mức giá thấp như hiện nay (nhiều công ty có  $P/E < 10$  hoặc  $P/B < 1$ ) là nhỏ, trong khi tiềm năng sinh lời khi thị trường phục hồi là rất lớn.

Đa phần các kịch bản của các chuyên gia và tổ chức trong và ngoài nước đánh giá nền kinh tế Việt Nam sẽ phục hồi vào nửa cuối 2009 và rõ nét hơn là từ 2010 (mà TTCK thường có phản ứng đi trước từ 3 đến 6 tháng). Trong một điều kiện kinh tế phát triển bình thường, các công ty đầu ngành hoạt động hiệu quả của Việt Nam có mức P/E trung bình là 15. Như vậy, mua các cổ phiếu của các công ty này với P/E (bền vững) nhỏ hơn 10 trong năm 2009 và nắm giữ 2-3 năm tới có thể mang lại cho nhà đầu tư mức sinh lời trên 20%/năm (so với mức 7-8%/năm hiện nay của kênh gửi tiết kiệm).

Rủi ro có thể xảy ra là khi 2009, 2010 tiếp tục chứng kiến những biến cố lớn của kinh tế Việt Nam và thế giới khiến cuộc khủng hoảng kéo dài tới nhiều năm sau. TTCK vẫn sẽ phục hồi về với mức trung bình dài hạn, nhưng không phải là trong 2-3 năm.

Rủi ro khác đối với nhà đầu tư dài hạn là lựa chọn sai cổ phiếu để đầu tư. Cách tốt nhất nhà đầu tư có thể làm trong trường hợp này là lựa chọn các công ty đầu ngành, lựa chọn các ngành ít bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng hoặc có tiềm năng bật lên cao. Nhà đầu tư cũng có thể xem xét đầu tư vào một chứng chỉ quỹ có tính đại diện cho toàn thị trường.

**Với nhà đầu tư ngắn hạn** (Những người luôn theo sát TTCK và ưa thích mạo hiểm, lướt sóng)

Năm 2009 là năm sẽ chứng kiến những hậu quả của khủng hoảng 2008 và có thể là những dấu hiệu của phục hồi của nền kinh tế. Trong một năm với nhiều biến chuyển sẽ hứa hẹn có nhiều sóng lớn trên TTCK. Sự mất giá gần 70% của hầu như tất cả các cổ phiếu sẽ khó có thể lặp lại. Thay vào đó sẽ là sự phân hóa giữa các ngành nghề và các cổ phiếu trong ngành. Rủi ro đan xen cơ hội.

Với gói kích cầu của Chính phủ, chính sách nới lỏng tiền tệ và khả năng tăng giá USD, mỗi ngành nghề và mỗi doanh nghiệp sẽ chịu ảnh hưởng rất khác nhau. Thông thường, trong điều kiện kinh tế khó khăn và nhu cầu suy giảm, các doanh nghiệp có khả năng cạnh tranh yếu và tình hình tài chính không lành mạnh sẽ bị đào thải. Các doanh nghiệp đầu ngành có uy tín, được quản lý tốt sẽ vượt qua khó khăn và vươn lên chiếm lĩnh thị phần chuẩn bị cho một chu kỳ tăng trưởng mới.

Những nhà đầu tư nhìn trước được các cơ hội dựa trên những đánh giá đúng, kịp thời về tình hình ngành và từng doanh nghiệp sẽ có cơ hội chiến thắng.

## Phần 2 : Phân tích cơ hội và rủi ro khi đầu tư vào một số ngành

### 2.1 Ngành Ngân hàng

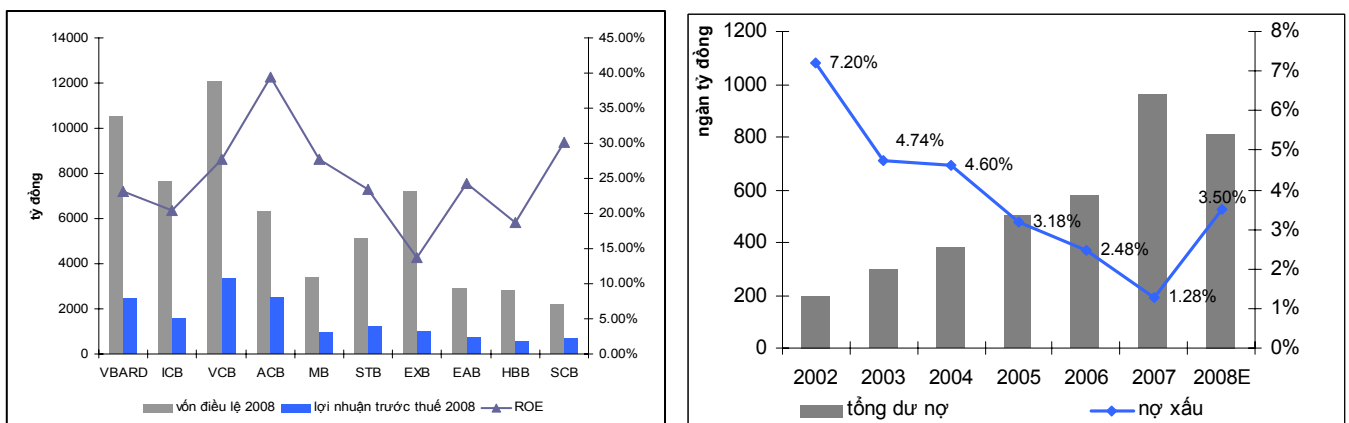
#### Tình hình ngành Ngân hàng 2008

Ngành Ngân hàng đã trải qua một năm đầy biến động. Lãi suất cơ bản dao động mạnh khiến các ngân hàng liên tục phải thay đổi lãi suất cho vay và lãi suất huy động. Đợt chạy đua lãi suất huy động bắt đầu diễn ra vào tháng 3 năm 2008, đỉnh cao vào tháng 8, 9 với mức lãi suất huy động rất cao (xung quanh mức 17-18%/năm cho hầu hết các kỳ hạn). Các ngân hàng phải chịu chi phí huy động vốn rất cao, trong khi đầu ra là hoạt động tín dụng bị thắt chặt do lãi suất cho vay quá cao.

Trong quý 4, Ngân hàng nhà nước đã 6 lần điều chỉnh giảm lãi suất cơ bản (từ 14% xuống 7%) từ đó trần lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại cũng giảm theo tương ứng và hiện đang là 10,5%. Tuy vậy hoạt động tín dụng của ngân hàng vẫn còn gặp nhiều khó khăn khi ngân hàng vẫn phải chịu chi phí huy động cao, kỳ hạn dài, trong khi đầu ra không đảm bảo ổn định.

Kết quả kinh doanh các ngân hàng đã công bố vẫn khả quan, tuy tỷ lệ nợ xấu có gia tăng.

#### So sánh hiệu quả hoạt động của một số NHTM tại Việt Nam



Nguồn: VNDirect tổng hợp

#### Thách thức 2009:

Thu nhập từ tín dụng sẽ còn giảm sút trong hai quý đầu năm do chi phí huy động bình quân cao trong khi lãi suất cho vay liên tục hạ. Nhu cầu đầu tư và tiêu dùng trong nền kinh tế chưa được kích thích, khả năng giải ngân tín dụng sẽ không cao trong nửa đầu năm 2009.

Trong khi đó một số ngân hàng có sự mất cân đối trong nguồn vốn và có vấn đề về nợ xấu sẽ mất nhiều thời gian và chi phí để giải quyết hậu quả để lại từ những đợt tăng giảm lãi suất và dự trữ bắt buộc trong năm 2008.

Khả năng có thu nhập đột biến từ mua bán trái phiếu sẽ không còn cao như 2008 do lãi suất sẽ khó biến động mạnh trong năm nay.

Nợ xấu gia tăng do thị trường bất động sản vẫn chưa hồi phục, dự báo nợ xấu toàn hệ thống có thể lên tới 9% vào cuối năm 2009 (theo nhóm nghiên cứu BIDV).

## Cơ hội

Ngành Ngân hàng sẽ chứng kiến phân hoá trong năm 2009. Nhóm ngân hàng quản lý tốt việc cân đối nguồn vốn giữa vốn vay và huy động, vốn ngắn và dài hạn, chất lượng các khoản vay sẽ có khả năng bứt phá mạnh về lợi nhuận và thị phần từ giai đoạn giữa năm khi mặt bằng lãi suất ổn định trở lại, chi phí vốn huy động đã bình ổn và dư nợ tín dụng bắt đầu được cải thiện.

Ngoài ra, một số ngân hàng có trạng thái tiền mặt tốt trong năm 2008 đã kịp mua một lượng trái phiếu rất lớn đủ để đảm bảo một phần lợi nhuận cho 2009 khi được bán ra hiện thực hóa lợi nhuận.

Nhìn chung, cổ phiếu ngành Ngân hàng đã xuống mức giá thấp nhất trong nhiều năm qua, tiềm năng tăng trưởng dài hạn là khá vững chắc. Khi nền kinh tế có dấu hiệu hồi phục, nhóm ngành này sẽ nằm trong nhóm tiên phong trong việc tăng giá.

Quyết định mở room (nếu có) cho nhà đầu tư nước ngoài thêm 5% có thể là động lực khiến nhóm cổ phiếu này tăng giá, do khối đầu tư nước ngoài vẫn luôn muốn có cổ phiếu ngân hàng trong danh mục đầu tư của họ. BIDV là ngân hàng lớn sẽ IPO trong năm 2009, và một số ngân hàng sẽ niêm yết trên sàn chính thức sẽ tăng sự lựa chọn cho nhóm cổ phiếu ngân hàng.

## Dự báo

Cổ phiếu ngành Ngân hàng nhiều khả năng sẽ đi ngang trong trạng thái tích lũy một vài tháng tới. Nếu không có những tác động quá xấu đến nền kinh tế vĩ mô, thì mức giá hiện nay có thể coi là khá an toàn và hấp dẫn để đầu tư dài hạn. Tuy nhiên khả năng bứt phá của nhóm cổ phiếu này trong ngắn hạn không cao và chỉ thực sự khả quan sớm nhất khi tín dụng và lợi nhuận biên rộng được cải thiện.

**Thông kê đến hết năm 2008**

Mã cổ phiếu	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	EPS(đồng)	P/E	P/B	ROE(%)	ROA(%)
STB (18.000đ/cp)	5.116	2.017	8.92	1.2	12.95	1.8
ACB (28.000đ/cp)	6.331	3.396	8.24	2.2	29.27	2.26
VCB (30.000đ/cp)	12.101	1.993	15.55	2.6	19.93	1.52
Vietinbank (20.000đ/cp)	7.626	1.476	13.89	1.8	9.7	0.83

Nguồn: VNDirect

So với khu vực, cổ phiếu ngân hàng Việt Nam vẫn được giao dịch với mức P/E, P/B cao hơn mức trung bình. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của các ngân hàng Việt Nam khá tốt, thể hiện ở chỉ tiêu ROE cao hơn hẳn mức trung bình toàn khu vực. Trong dài hạn, lĩnh vực kinh doanh ngân hàng ở Việt Nam vẫn được đánh giá là hấp dẫn với nhà đầu tư trong và ngoài nước do có động lực tăng trưởng mạnh từ cơ cấu dân số trẻ và mức độ sử dụng dịch vụ ngân hàng thấp.

**So sánh với ngành Ngân hàng trong khu vực**

	P/E 2008	P/B 2008	ROE 2008(%)
China	9.4	1.8	20.4
India	10.4	1.2	11.9
Korea	3.8	0.5	13.2
Taiwan	12.9	0.8	6.0
Indonesia	8.2	1.5	19.0
Thailand	6.5	0.8	13.3
Malaysia	10.4	1.7	16.2
Singapore	9.2	1.0	10.7
Hongkong	12.7	1.4	11.4
Philippin	14.2	1.1	7.8
Vietnam	9.6	1.9	18.5
<b>Trung bình</b>	<b>9.7</b>	<b>1.2</b>	<b>13.4</b>

Nguồn: Credit Suisse, VNDirect

## 2.2 Ngành Thủy sản

Năm 2008, tôm đông lạnh và cá tra, basa là những mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, chiếm tới gần 70% kim ngạch xuất khẩu thủy sản. Xu hướng này sẽ còn duy trì trong năm 2009 và các năm tiếp theo.

### Phân ngành tôm đông lạnh

Tổng kết năm 2008, xuất khẩu tôm đông lạnh của Việt Nam ước đạt 191 nghìn tấn với kim ngạch đạt 1.625 tỷ USD, tăng 18.8% về lượng và tăng 7.7% về giá trị so với năm 2007. Như vậy, tôm vẫn đứng đầu về kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam, cá tra, basa đứng ở vị trí thứ hai song tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu tôm đã giảm, chỉ còn chiếm 36% tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản so với trên 40% của năm 2007, khoảng cách giữa tôm và cá tra, basa ngày càng xích gần hơn.

Là ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam trong những năm qua, song hoạt động chế biến xuất khẩu tôm đông lạnh của Việt Nam đang mất dần ưu thế của mình:

- ➡ Các thị trường chủ chốt là Nhật và Mỹ đều đã bão hòa nhu cầu, khó có khả năng tăng trưởng trong tương lai.
- ➡ Giá xuất khẩu tôm đông lạnh trung bình có xu hướng giảm.
- ➡ Thị trường thế giới có xu hướng ưa chuộng tôm thẻ chân trắng thay vì tôm sú như trước đây, trong khi các nước khác đã khắc phục được hạn chế và đẩy mạnh phát triển nuôi loại tôm này thì Việt Nam vẫn chưa có hướng đi rõ ràng.
- ➡ Nguồn cung tôm nguyên liệu trở nên bất ổn.

### Thách thức:

Chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, xuất khẩu tôm đông lạnh trong năm 2009 càng thêm khó khăn: Thị trường Nhật, Mỹ đang rơi vào suy thoái; xu hướng tiêu dùng tôm cỡ nhỏ và trung bình có giá thấp và xu hướng chuyển sang các loại thủy sản khác có giá thấp hơn (như cá tra, basa) được hình thành rõ. Hiệp hội các Doanh nghiệp chế biến xuất khẩu thủy sản Việt Nam (Vasep) dự báo năm 2009 xuất khẩu mặt hàng tôm sẽ giảm mạnh.

### Cơ hội:

Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trong lĩnh vực Tôm đông lạnh xuất khẩu đã giảm rất sâu trong năm 2008. Hai đại diện của nhóm ngành này là MPC và CAD hiện đều có giá cổ phiếu thấp hơn giá trị sổ sách. Như vậy những kết quả xấu của 2008 và nguy cơ 2009 đã ít nhiều phản ánh vào giá. Khi những khó khăn thách thức trên qua đi và kết quả sản xuất kinh doanh đi dần vào ổn định, chúng ta có thể kỳ vọng một sức bật của nhóm cổ phiếu này. Tuy vậy điều này có lẽ sẽ không đến sớm trong năm 2009.

### Điểm qua tình hình sản xuất kinh doanh của một số doanh nghiệp trong ngành đã niêm yết:

Công ty cổ phần thủy hải sản Minh Phú (MPC) năm 2008 vẫn khẳng định được thế mạnh của mình ở mảng hoạt động kinh doanh chính là xuất khẩu tôm, sản lượng và kim ngạch xuất khẩu đều vượt kế hoạch. Điểm yếu dẫn đến kết quả kinh doanh thua lỗ của MPC trong năm 2008 là vay nợ nhiều trong điều kiện lãi suất tăng cao, dự phòng trích lập cho đầu tư tài chính ngắn hạn lớn.

Từ cuối năm 2008, xuất khẩu tôm của MPC có chiều hướng giảm sút và sẽ còn tiếp tục giảm trong năm 2009 do thị trường xuất khẩu chính của MPC là Mỹ nhu cầu đang co lại. Tuy nhiên, nếu so sánh với các doanh nghiệp



xuất khẩu tôm khác của Việt Nam thì MPC vẫn có lợi thế do chủ động được nguyên liệu, có thể linh hoạt thay đổi kích cỡ sản phẩm, đáp ứng nhu cầu tiêu dùng tôm cỡ nhỏ và trung bình đang tăng lên. Lãi suất giảm, chính sách ưu đãi về thuế TNDN và khả năng hồi phục của thị trường chứng khoán cuối năm tới sẽ là những nhân tố cải thiện kết quả kinh doanh của MPC trong năm 2009.

Công ty kinh doanh xuất nhập khẩu thủy sản Cái Đôi Vàm (CAD) có kết quả kinh doanh năm 2008 khá hơn MPC do vay nợ ít và không đầu tư tài chính. Song điểm yếu của CAD lại ở việc không chủ động được nguyên liệu nên gặp khó khăn trong điều kiện nguồn nguyên liệu bấp bênh. Thực tế, kim ngạch xuất khẩu năm 2008 của CAD chỉ đạt chưa đến 60% kế hoạch. Mặt khác, CAD từ trước tới nay tập trung xuất khẩu tôm cỡ lớn trong khi thị trường chính của CAD là Mỹ lại đang có xu hướng tiêu dùng tôm cỡ nhỏ và trung bình nên ít nhiều gặp khó khăn về nguồn nguyên liệu. Nằm trong xu thế chung của ngành, CAD rõ ràng đang đứng trước nhiều khó khăn hơn là thuận lợi, do vậy triển vọng trong năm 2009 của CAD là không mấy sáng sủa.

### **Phân ngành cá tra, basa**

Năm 2008 ghi nhận sự kiện kim ngạch xuất khẩu cá tra, basa đạt mức cao kỷ lục 1,45 tỷ USD với sản lượng ước đạt 641 nghìn tấn, tăng 65,6% về kim ngạch và tăng 48,4% về lượng so với năm 2007. Tuy nhiên, đây cũng là năm bộc lộ rõ nét những tồn tại của ngành trong điều kiện kinh tế trong nước và thế giới gặp khủng hoảng. Cụ thể:

- Xuất khẩu cá tra, basa bị phụ thuộc vào một số thị trường lớn như EU, Nga, Ucraina nên khi các thị trường này gặp khó khăn vào cuối năm 2008, hoạt động xuất khẩu đã sụt giảm nghiêm trọng.
- Cạnh tranh không lành mạnh giữa các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu cá tra đã kéo giá xuất khẩu xuống; Chất lượng và kiểm soát chất lượng cá tra, basa xuất khẩu chưa đảm bảo, đặc biệt là xuất khẩu vào thị trường Nga.
- Vùng nguyên liệu không ổn định, mối liên kết giữa doanh nghiệp và người nuôi cá lỏng lẻo, tiềm ẩn nhiều nguy cơ.
- Thức ăn cho cá bị một số doanh nghiệp lũng đoạn, làm giá.

### **Thách thức:**

Bước sang năm 2009, ngành chế biến xuất khẩu cá tra, basa đứng trước nhiều khó khăn:

- Thị trường Nga đã tạm ngừng nhập khẩu cá tra, basa của Việt Nam từ cuối tháng 12/2008 và chưa biết đến bao giờ được nối lại, thị trường Ucraina hạn chế nhập khẩu do khủng hoảng kinh tế còn kéo dài trong năm 2009
- Thị trường Mỹ có thể được mở rộng do người tiêu dùng có xu hướng chuyển sang sử dụng các thực phẩm có giá trị dinh dưỡng cao với giá rẻ song giá xuất khẩu nhìn chung sẽ giảm
- Kim ngạch xuất khẩu sang EU ít có khả năng tăng trưởng, có thể giảm nhẹ
- Nguy cơ thiếu nguyên liệu cục bộ trong những tháng đầu năm 2009 do hiện nay diện tích nuôi thả cá tra toàn vùng ĐBSCL đã giảm 50%
- Giá thức ăn cho cá vẫn đang ở mức cao và dự kiến tới cuối quý I/2009 mới có thể giảm mạnh được.

### **Cơ hội:**

Cũng giống như tình hình các doanh nghiệp nhóm ngành tôm, cổ phiếu các doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu cá tra, basa hiện đang ở mức giá xoay quanh hoặc thấp hơn giá trị sổ sách. Tuy vậy, không giống như nhóm ngành tôm, chúng tôi đánh giá cao năng lực cạnh tranh của mặt hàng cá tra, basa phi lê trên thị trường thế giới.

Ba năm phát triển vượt bậc của kim ngạch xuất khẩu cũng như tốc độ mở rộng thị trường đã khẳng định sức cạnh tranh của mặt hàng này. Theo đánh giá của chúng tôi, nhóm ngành này đang trong giai đoạn tái cơ cấu để giải quyết các vấn đề nội tại của chuỗi giá trị ngành để hình thành nên những mô hình bền vững hơn. Vấn đề các doanh nghiệp đang gặp phải sẽ tiếp diễn trong một vài quý tới và có thể phải tới quý 3 mới có những biến chuyển lớn về kết quả kinh doanh. Tuy vậy, chúng tôi đề xuất quý nhà đầu tư đặc biệt lưu tâm nhóm ngành này và cụ thể là các doanh nghiệp đầu ngành có sức cạnh tranh và khả năng vượt qua khủng hoảng để phát triển.

### **Điểm qua tình hình sản xuất kinh doanh của một số doanh nghiệp trong ngành đã niêm yết:**

Thời gian tới thị trường Nga gặp khó khăn, ANV & AGF sẽ là hai doanh nghiệp bị ảnh hưởng lớn nhất. Trường hợp thị trường Nga được nối lại thì ANV có khả năng khôi phục thị trường nhanh hơn do mới đây ANV đã ký kết được văn bản hợp tác kinh tế trên lĩnh vực nông, thủy, hải sản với Cục nguồn lực Dư trữ lương thực thực phẩm thành phố Moscow - một đối tác có nhu cầu lớn và đáng tin cậy.

ACL là doanh nghiệp đi đầu xuất khẩu cá tra, basa sang Trung Đông, một thị trường còn nhiều tiềm năng, tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu của ACL sang thị trường này tương đối lớn, kể đó là châu Á và EU nên ACL sẽ có nhiều cơ hội phát triển trong năm 2009 nếu biết tận dụng lợi thế của mình và giải quyết tốt bài toán nguyên liệu. Doanh nghiệp xuất khẩu nhiều vào Mỹ là VHC có khả năng ít bị ảnh hưởng và có cơ hội tăng trưởng trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, VHC còn có lợi thế so với các doanh nghiệp khác là chủ động được khoảng 20% nhu cầu nguyên liệu.

Đối với các doanh nghiệp xuất khẩu nhiều vào EU như ABT, FBT, kết quả kinh doanh có khả năng tiếp tục được duy trì hoặc giảm sút không nhiều. Riêng FBT có lợi thế hơn ABT do đã tự chủ được 50% - 60% nguồn nguyên liệu.

So sánh các doanh nghiệp Việt Nam với một số doanh nghiệp cùng ngành trên thế giới ở 1 số chỉ tiêu:

Chỉ tiêu	ANV	VHC	AGF	ACL	FBT	ABT	MPC	CAD	OME	HQS
Vốn hóa (triệu USD)	72.60	35.47	11.04	10.96	16.32	10.63	42.82	7.01	80.83	87.14
EPS 2008 ước tính (đồng)	1.617	2.932	1.143	7.328	701	5.688	-753	545	N/A	N/A
P/E (lần)	11.56	6.85	12.77	2.82	26.38	3.92	-13.80	27.34	4.86	16.32
P/B (lần)	0.77	1.38	0.30	1.40	0.77	0.50	0.77	0.65	0.61	1.21
ROA (%)	3.96	10.72	1.09	17.66	1.36	10.20	5.70	0.43	6.95	32.88
ROE (%)	6.62	17.32	2.38	49.51	2.94	11.59	-4.19	2.36	11.85	38.30

Nguồn: VNDirect

(OME) Omega Protein Corporation (US)

(HQS) HQ Sustainable Maritime Industries, Inc. (China)

## **2.3 Ngành Bất động sản**

### **Thách thức:**

Thị trường bất động sản (BDS) trong năm 2009 dự kiến sẽ vẫn còn nhiều khó khăn. Lý do chủ yếu vẫn do thời hạn trả nợ và lãi vay ngân hàng đã tới, tạo áp lực lên tình hình tài chính của các nhà đầu tư (NĐT). Do hầu hết các hợp đồng vay vốn đều được thế chấp bằng BDS, khi NĐT không có tiền trả nợ thì ngân hàng sẽ thanh lý tài sản thế chấp. Điều này dẫn tới nguồn cung tăng và giá BDS càng chịu thêm áp lực giảm.

Nếu như trước đây, sự thiếu hụt vốn của NĐT trong nước có thể được bù đắp bằng sự tham gia của các NĐT nước ngoài qua việc chuyển nhượng dự án hoặc liên kết kinh doanh thì trong thời điểm hiện tại ngay cả các NĐT nước ngoài cũng gặp rất nhiều khó khăn. Do những lý do trên, thị trường BDS trong năm 2009 sẽ vẫn ở trong một vòng xoáy luẩn quẩn và chưa thể bứt phá mạnh về giá và thanh khoản. Thị trường sẽ chỉ dành cho những NĐT có nhu cầu thật thay vì đầu cơ như trước đây.

Năm 2009 sẽ vẫn là một năm ảm đạm của phân khúc đất nền dự án mặc dù giá đã xuống thấp. Nếu có nhu cầu về nhà ở thì NĐT sẽ chọn các căn hộ hoặc nhà phố chứ không phải đất nền. Phân khúc căn hộ cao cấp vẫn tiếp tục xu hướng giảm giá và ít giao dịch. Phân khúc căn hộ bình dân có khả năng là điểm sáng duy nhất của thị trường BĐS trong năm 2009 do nhu cầu thật và hỗ trợ từ gói kích cầu kinh tế của Chính phủ.

Các doanh nghiệp BĐS “ăn nên làm ra” trong quá khứ đã phải đối mặt với nhiều thách thức trong năm 2008. Dự kiến trong năm 2009, những công ty mở rộng sản xuất kinh doanh sang BĐS có thể sẽ phải quay về với ngành nghề chính của mình. Những chủ đầu tư gặp áp lực về tài chính có thể sẽ phải bán lại dự án để tránh nguy cơ phá sản. Những doanh nghiệp vượt qua được khó khăn sẽ là những công ty vay nợ ít, có nguồn vốn dồi dào, và quỹ đất ở những vị trí đắc địa.

### Cơ hội:

Mặc dù thị trường BĐS vẫn còn nhiều khó khăn trong năm 2009, một số doanh nghiệp trong ngành vẫn có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận. Như đã nhấn mạnh ở trên, nhu cầu về nhà ở vẫn ở mức cao, đặc biệt là nhà ở mức trung bình. Những doanh nghiệp hoạt động trong phân khúc này như TDH, SC5, NTL chắc chắn sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu thật trong dân. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay xuống thấp cộng với vật liệu xây dựng giảm giá sẽ giúp các doanh nghiệp này cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Các doanh nghiệp hoạt động trong phân khúc BĐS công nghiệp như ITA và KBC vẫn có dòng tiền mặt từ tiền cho thuê đất. Nhu cầu về BĐS công nghiệp vẫn còn, tuy nhiên có suy giảm so với quá khứ do ảnh hưởng từ khủng hoảng kinh tế thế giới dẫn đến các doanh nghiệp trong và ngoài nước co hẹp sản xuất. Tuy nhiên, vấn đề của các doanh nghiệp trong phân khúc này là tầm nhìn và chiến lược phát triển dài hạn. Trong trường hợp của ITA, công ty đã mở rộng hoạt động kinh doanh ra khỏi phân khúc BĐS công nghiệp và tham gia vào các dự án BĐS nhà ở và cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên việc triển khai nhiều dự án lớn đòi hỏi nhu cầu vốn lớn mà trong thời điểm hiện tại không phải dễ dàng. Ngược lại, đối với KBC thì công ty cần phải tìm kiếm nguồn doanh thu mới sau khi diện tích cho thuê của khu công nghiệp đã được lấp đầy.

Mặc dù phân khúc đất nền dự án được đánh giá là sẽ trầm lắng trong năm 2009 nhưng một số doanh nghiệp như SJS đã chuyển nhượng được một phần diện tích đất nền và hạch toán một phần doanh thu vào năm 2008. Nguồn thu từ việc chuyển nhượng này sẽ giúp đảm bảo chỉ tiêu tăng trưởng trong năm 2009. Điều này chứng tỏ với những dự án ở vị trí tốt, chi phí đền bù và giải tỏa thấp, cộng với tình hình tài chính lành mạnh sẽ giúp những doanh nghiệp BĐS vượt qua giai đoạn ảm đạm của thị trường.

Chỉ tiêu tài chính các cổ phiếu ngành bất động sản								
Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đ)	EPS	P/E	P/B	ROA(%)	ROE(%)	Nợ/vốn	EBITDA
HAG	10,879	3,657	16.54	2.84	7.54	17.16	1.22	54,814,191,000
HBC	240.40	527	30.19	0.45	0.79	1.50	0.76	5,834,044
HDC	178	5,110	4.29	1.32	7.20	30.78	3.27	11,775,898,516
ITA	3,359	2,875	8.83	0.81	6.58	9.13	0.38	97,160,863,000
KBC	6,195	4,916	9.40	2.45	16.49	26.04	0.57	291,052,763,531
NTL	561	9,331	3.67	2.36	21.81	64.41	1.94	7,588,959,554
RCL	76	5,392	5.60	1.68	6.72	30.04	3.50	3,952,854,534
SJS	2,200	7,990	6.88	1.75	20.48	25.36	0.23	117,552,522,517
SZL	490	9,998	4.90	2.19	15.06	44.60	1.95	50,241,278,461
TDH	803	5,189	6.13	0.93	9.74	15.19	0.53	46,651,211,974
SC5	203	4,280	4.60	1.17	4.48	25.34	4.64	6,040,219,880
VIC	9,600	2,056	38.90	5.03	5.52	12.94	1.28	109,293,795,845

Nguồn: Webside VNDirect ( số liệu báo cáo được tính 4 quý gần nhất đến hết quý 3/2008)

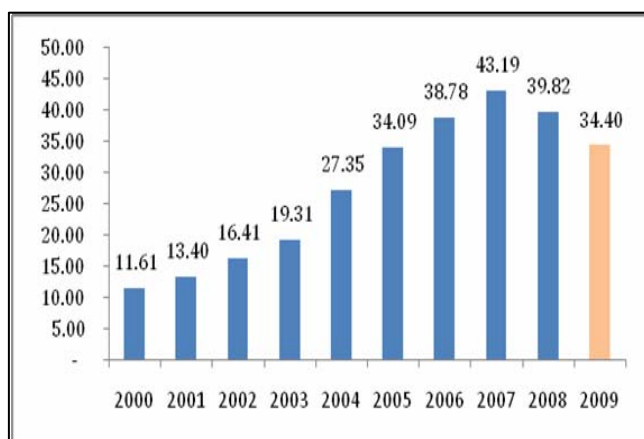
## 2.4 Ngành Than

### Đặc điểm thị trường than thế giới năm 2009:

Giá than trên thế giới vẫn chưa thoát khỏi xu hướng giảm giá của hàng hóa khi các nhà đầu tư trên thế giới vẫn tiếp tục bán ròng để duy trì việc nắm giữ tiền mặt khi dự báo nền kinh tế thế giới tiếp tục đi xuống trong năm 2009, khiến nhu cầu tiêu thụ hàng hóa tiếp tục sụt giảm. Trong năm 2009, nhu cầu than trên thế giới sẽ giảm so với năm 2008 do các lý do sau:

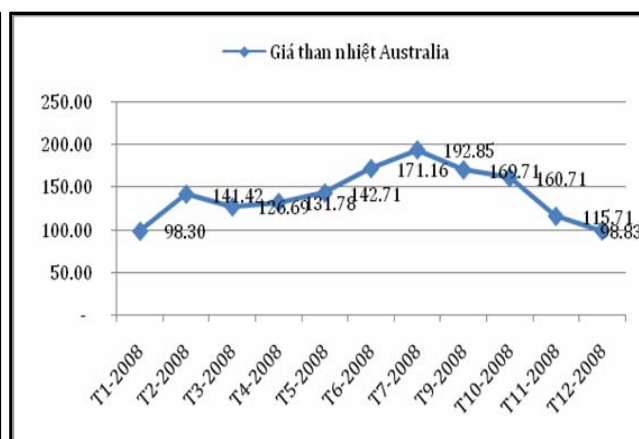
- Trung Quốc, chiếm tới 30-40% tổng sản lượng thép toàn cầu và cũng là thị trường tiêu thụ than chủ yếu trên thế giới được dự báo trong năm tới tăng trưởng kinh tế sẽ chậm lại, khiến nhu cầu về luyện thép và kim loại cũng như điện giảm rõ rệt, trong khi đó, nhu cầu về thép giảm sẽ có xu hướng tái sử dụng than cám có chất lượng thấp để thay thế cho than nhiệt khiến cho nhu cầu về than sụt giảm mạnh hơn.
- Bên cạnh đó, hầu hết điện từ Trung Quốc đều được sản xuất từ nguồn nhiệt điện, tính tới hết tháng 11, sản lượng điện của Trung Quốc đã giảm 4% so với cùng kỳ năm trước.
- Trong những năm trước, việc tắc nghẽn trong các tuyến đường vận chuyển than và chi phí vận chuyển cao cũng là nguyên nhân khiến cho cầu về than lớn hơn cung. Trong năm 2009, khi giá cước vận chuyển và các cảng tiêu thụ than chủ yếu không còn tắc nghẽn do nhu cầu vận tải giảm khiến cho việc giao dịch than thuận tiện hơn.
- Nhu cầu tiêu thụ giảm tiếp tục khiến dự trữ than tại các thị trường chính tiếp tục tăng lên, cụ thể tại Trung Quốc, dự trữ than của các nhà máy điện đã tăng 40% so với đầu năm 2008, đủ cho 20 ngày sản xuất.

**Sản lượng than của Việt Nam từ năm 2000**



Nguồn: CEIC, Vinacomin

**Giá than nhiệt Australia (USD)**



Nguồn: Indexmundi.com

### Thách thức:

Sản lượng sản xuất than của Việt Nam giảm. Hiện tại than xuất khẩu của Việt Nam chiếm khoảng 50% sản lượng than hàng năm của Việt Nam. Khi nhu cầu than tại các thị trường xuất khẩu truyền thống giảm, kéo theo sự sụt giảm về sản lượng than khai thác trong nước. Tính tới cuối tháng 12/2008, tổng sản lượng than khai thác của Việt Nam đạt 39.82 triệu tấn, giảm 7.81% so với cuối năm 2007. Theo dự báo của Tập đoàn than và khoáng sản Việt Nam, trong năm 2009, sản lượng than xuất khẩu của Việt Nam chỉ có thể đạt khoảng 17 triệu tấn, tức là sản lượng than khai thác trong nước năm 2009 chỉ có thể đạt 34-35 triệu tấn, giảm 11% so với năm 2008. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ than trong nước trong ngắn hạn cũng giảm do nhu cầu của các doanh nghiệp sản xuất thép, xi măng, giấy giảm xuống.

Doanh thu và lợi nhuận của các công ty khai thác than trong nước sẽ không bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong năm 2009 do chính sách đảm bảo về thu nhập của lực lượng lao động và việc làm của Chính phủ đối với ngành than. Các biện pháp hỗ trợ như thanh toán ứng trước cho các công ty than, các công ty khai thác than luôn được đảm bảo sẽ có doanh thu và lợi nhuận ngay cả khi hàng tồn kho tăng cao. Tuy vậy, doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất than vẫn có thể bị ảnh hưởng do sản lượng than thương mại bán cho TKV sẽ giảm và hơn nữa, TKV sẽ hạ định mức lợi nhuận của các công ty than từ mức 5% như hiện tại, xuống còn 3-4%.

#### Cơ hội:

Một nhân tố tích cực cho cổ phiếu ngành than đó là vốn điều lệ của các doanh nghiệp thấp, số lượng cổ phiếu giao dịch tự do trên thị trường không nhiều (do nhà nước vẫn giữ tỷ lệ nắm giữ chi phối ít nhất 51%). Hơn nữa, nếu xét về các yếu tố cơ bản, các doanh nghiệp ngành than không thể đạt được doanh thu và lợi nhuận đột biến nhưng bù lại, đó là sự đảm bảo về doanh thu và lợi nhuận và dòng tiền của doanh nghiệp khá cao do các doanh nghiệp áp dụng khấu hao nhanh, định mức khấu hao hàng năm lớn, tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt của các công ty nói chung khá cao, P/E hiện tại của ngành thấp và các công ty trên không tham gia nhiều vào việc đầu tư tài chính khiến **cổ phiếu ngành than rất thích hợp cho mục đích đầu tư dài hạn.**

Chỉ tiêu tài chính các cổ phiếu ngành than								
Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đ)	EPS	P/E	P/B	ROA(%)	ROE(%)	Nợ/vốn	EBITDA
NBC	197.4	9,871	3.33	1.5487	9.95	46.47	3.39	5,555,610,180
TC6	290	5,826	4.98	1.6768	6.13	33.69	4.37	28,296,600,958
TCS	205	4,721	4.34	1.2879	5.12	29.66	4.71	29,510,142,786
TDN	184	8,398	2.74	1.3227	10.29	48.30	3.60	40,828,178,244
THT	153.79	2,480	6.81	1.3696	3.71	20.10	4.07	16,575,981,839

Nguồn: Webside VNDirect ( số liệu báo cáo được tính 4 quý gần nhất đến hết quý 3/2008)

## 2.5 Ngành Dược

#### Đặc điểm của ngành dược Việt Nam

- Thị trường Việt Nam với dân số đông, Việt Nam là quốc gia có thời tiết khắc nghiệt. Do vậy nhu cầu sử dụng các sản phẩm dược phẩm để phòng và chữa bệnh của người dân rất cao. Hơn nữa, hầu hết các doanh nghiệp trong ngành dược đều chưa hoạt động hết công suất thiết kế.
- Tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp trong ngành tương đối ổn định qua các năm, nhưng hiện tại các doanh nghiệp dược phẩm không thể chủ động tăng giá bán sản phẩm mà phải được sự đồng ý của các cơ quan chức năng. Do vậy, chỉ những doanh nghiệp nào có danh mục sản phẩm đa dạng, sản phẩm có tính chuyên biệt và đặc trị cao mới có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ở mức cao.
- Doanh thu và lợi nhuận của ngành mang tính mùa vụ. Cụ thể, trong quý 4, doanh thu và lợi nhuận của ngành đạt cao nhất do đây là thời gian các nhà thuốc và bệnh viện tăng cường mua dự trữ thuốc để phục vụ nhu cầu tăng cao trong những tháng gần Tết.
- Cạnh tranh trong ngành ngày càng lớn. Kể từ ngày 1/1/2009, các doanh nghiệp nước ngoài được trực tiếp nhập khẩu mà không phải thông qua ủy thác trong nước. Tuy nhiên, quyền phân phối vẫn thuộc quyền của các doanh nghiệp trong nước.

#### Cơ hội :

Tuy các doanh nghiệp trong ngành dược thuộc nhóm ngành có tính chất phòng vệ, nhưng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành vẫn ở mức cao so với các doanh nghiệp niêm yết tại HASTC và HOSE, do nhu cầu sử dụng các sản phẩm thuốc chữa bệnh và chăm sóc sức khỏe của người dân ngày càng lớn. Hiện tại sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng được 40% nhu cầu của người dân. Theo tiêu chuẩn của WTO và



UNCTAD, hiện các doanh nghiệp dược của Việt Nam nằm trong cấp độ 2,5-3 tức là sản xuất được một số thuốc generics( thông dụng) và xuất khẩu được một số sản phẩm tân dược. Xu hướng trong những năm tới sản xuất trong nước sẽ tăng lên do các công ty dược nước ngoài tăng cường đầu tư sản xuất tại thị trường Việt Nam nhằm tận dụng lợi thế ưu đãi về thuế, hơn nữa khi sản xuất trong nước giá thành sản phẩm sẽ có tính cạnh tranh cao hơn khi các công ty này tham gia đấu thầu cung cấp thuốc cho các khách hàng lớn.

Chúng tôi có trao đổi với một số công ty trong ngành và được biết trong quý 4 năm nay, các công ty đều dự tính doanh thu và lợi nhuận năm vượt chỉ tiêu. Tình hình thời tiết khắc nghiệt hơn trong quý 4 làm tăng nhu cầu sử dụng các loại thuốc kháng sinh và viêm nhiễm. Các công ty đều thực hiện chính sách chiết khấu bán hàng cho các đại lý do vậy việc tiêu thụ hàng tăng rất mạnh, đây cũng là một trong những lý do khiến doanh thu trong quý này cao nhất trong năm.

### **Rủi ro khi đầu tư vào ngành dược:**

Các doanh nghiệp sản xuất tân dược trong nước chủ yếu phải nhập khẩu 90% nguyên vật liệu từ nước ngoài, do vậy biến động về giá cả nguyên vật liệu tại nước sản xuất, tỷ giá hối đoái, giá cước vận chuyển cao khi giá dầu mỏ tăng cao là những yếu tố ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Bên cạnh đó, sự cạnh tranh của các loại thuốc ngoại với chất lượng sản phẩm cao, cùng với tâm lý sinh ngoại của người Việt cũng gây khó khăn cho việc tiêu thụ sản phẩm của các doanh nghiệp trong nước.

Theo quyết định số 19/2005/QĐ-BYT, các doanh nghiệp sản xuất tân dược buộc phải áp dụng tiêu chuẩn GMP-WHO sau 1/7/2008 và 1/1/2011 đối với các doanh nghiệp dược liệu. Nếu không đáp ứng được tiêu chuẩn trên, các doanh nghiệp sẽ phải giải thể hoặc sáp nhập vào các doanh nghiệp đạt tiêu chuẩn trên.

### **Triển vọng cổ phiếu ngành dược năm 2009**

Trong năm 2009, triển vọng của ngành dược vẫn được đảm bảo do quyền phân phối thuộc về các công ty dược trong nước. Hơn thế nữa, nhu cầu của thị trường trong nước tương đối ổn định và việc các công ty dược nước ngoài tăng cường sản xuất trong nước khiến nhu cầu tiêu thụ thuốc nội địa tăng. Tuy nhiên, giá nguyên vật liệu nhập từ nước ngoài theo như chúng tôi liên hệ với các công ty dược, vẫn không giảm ngay cả khi giá hàng hóa trên thế giới, cước vận chuyển đều giảm. Hơn nữa, các công ty dược vẫn giao dịch với giá cao hơn P/E thị trường

<b>Chỉ tiêu tài chính các cổ phiếu ngành dược</b>								
<b>Mã cổ phiếu</b>	<b>Vốn hóa (tỷ đ)</b>	<b>EPS</b>	<b>P/E</b>	<b>P/B</b>	<b>ROA(%)</b>	<b>ROE(%)</b>	<b>Nợ/vốn</b>	<b>EBITDA</b>
DCL	320.740	4,943	6.68	1.2437	9.57	18.63	0.93	15,079,980,689
DHG	2,240.000	7,039	15.91	3.2834	14.19	20.64	0.44	38,932,716,980
DHT	88.224	2,038	10.50	-	-	-	-	-
DMC	654.075	5,074	9.36	1.3965	11.34	14.92	0.31	25,586,237,964
IMP	798.698	4,792	14.29	1.581	9.73	11.06	0.13	16,830,191,330
MKV	9.600	1,101	8.72	0.8595	4.86	9.86	1.02	641,529,212
OPC	222.768	3,982	6.83	0.9603	12.90	14.06	0.08	5,975,987,137
TRA	321.600	4,319	9.31	1.2475	9.19	13.40	0.45	16,087,690,640

*Nguồn: Webside VNDirect ( số liệu báo cáo được tính 4 quý gần nhất đến hết quý 3/2008)*

## 2.6 Ngành Điện

### Cơ hội :

Tốc độ tăng trưởng của ngành điện tăng nhanh và cung vẫn chưa đủ cầu: Tốc độ tăng trưởng nhu cầu điện bình quân trong giai đoạn 2000 – 2005 là từ 15 – 17%/năm trong khi đó tốc độ tăng trưởng về sản xuất điện ở nước ta chỉ ở mức trung bình là 15%/năm. Như vậy lượng cung về ngành điện còn thiếu trầm trọng. Theo ngân hàng thế giới dự báo, công suất của hệ thống điện Việt Nam phải tăng gấp đôi trong vòng 5 năm từ 2006 đến 2010 để đáp ứng nhu cầu điện dự kiến tăng trưởng ở mức 16%/ năm.

Việt Nam đang trong quá trình hình thành thị trường điện cạnh tranh, xoá bỏ tính độc quyền trong khâu sản xuất và phân phối và quá trình chuyển đổi này sẽ mang lại cho nhà đầu tư những cơ hội đầu tư ở cả khâu sản xuất và khâu phân phối. Tuy nhiên việc đầu tư vào sản xuất gặp nhiều rủi ro do thời gian thu hồi vốn dài, lãi suất thấp do đó đầu tư vào các cổ phiếu ngành điện sẽ hấp dẫn hơn. Hiện nay đa phần các doanh nghiệp ngành điện vẫn có tỷ trọng nắm giữ lớn (trên 51%) của EVN nên rõ ràng các doanh nghiệp vẫn sẽ nhận được những sự hỗ trợ rất lớn trong các hoạt động sản xuất và kinh doanh.

Trong bối cảnh nền kinh tế gặp khó khăn thì cổ phiếu ngành điện được coi là ngành ít chịu ảnh hưởng xấu nhất cho nên sẽ có ít rủi ro và thích hợp để đầu tư. Hơn thế nữa các công ty phát điện là những công ty có nguồn tiền khấu hao lớn, có cơ hội để tham gia đầu tư phát triển các dự án nhà máy điện mới. Giá điện có xu hướng tăng trong tương lai, đây cũng là yếu tố để các nhà đầu tư có quyền kỳ vọng các công ty phát điện có cơ hội tăng doanh thu.

### Thách thức và rủi ro :

Các công ty phát điện đều có nguồn tiền khấu hao lớn có thể tham gia đầu tư các dự án mới, đây chính là yếu tố quan trọng để các công ty có thể tăng trưởng tuy nhiên việc tham gia đầu tư vào dự án mới thường chậm chễ và kéo dài nhiều năm.

Rủi ro khi đầu tư vào ngành điện tuy không nhiều nhưng khả năng thu được lợi nhuận lớn cũng sẽ không cao. Đa phần những doanh nghiệp ngành điện hiện nay đều là những doanh nghiệp có nguồn vốn lớn nên rất cần ban lãnh đạo cần phải có tầm và kiểm soát tốt hoạt động của công ty.

Với các công ty thủy điện rủi ro lớn nhất là yếu tố thời tiết, việc “mưa thuận gió hoà” sẽ quyết định các nhà máy có nhiều nước để phát điện hay không. Trong số các công ty phát điện thì Phả Lại (PPC) là công ty đang phải đương đầu với rủi ro tỷ giá đồng Yên tăng và rủi ro này chưa thấy sẽ giảm bớt trong 2009. Thách thức có các doanh nghiệp thuộc ngành điện Việt Nam có thể gặp phải sự cạnh tranh đến từ các doanh nghiệp điện của Trung Quốc trong thời gian tới khi Việt Nam có nhu cầu nhập khẩu điện

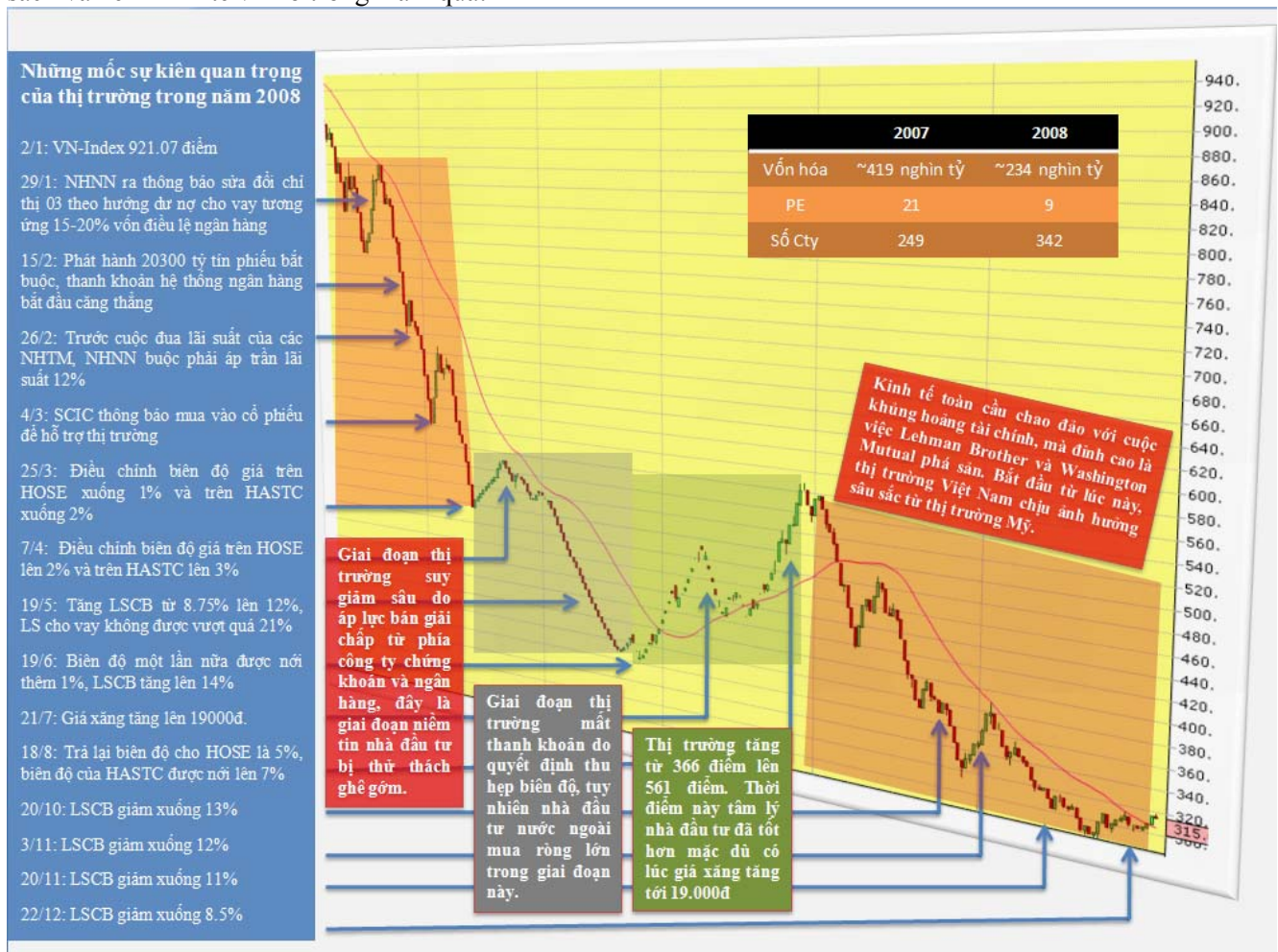
Chỉ tiêu tài chính các cổ phiếu ngành Điện								
Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đ)	EPS	P/E	P/B	ROA(%)	ROE(%)	Nợ/vốn	EBITDA
RHC	71	4,364	5.06	1.16	11.20	22.85	1.03	5,961,022,192
KHP	174	2,295	4.36	0.82	5.56	18.83	2.38	16,607,591,013
HJS	66	2,430	4.53	0.89	4.59	19.63	3.27	5,311,188,132
NLC	77	5,515	2.79	0.99	17.65	35.43	1.00	7,141,731,757
UIC	81	1,576	6.41	0.66	3.18	10.31	2.24	7,492,796,283
VSH	3,877	2,951	9.55	1.83	16.12	19.20	0.19	60,606,771,856
TBC	851	2,445	5.48	1.13	19.99	20.63	0.03	66,325,052,281
SJD	404	2,309	5.85	1.11	5.75	19.04	2.31	55,283,001,843
PPC	6,035	2,684	6.89	1.47	8.84	21.34	1.41	260,043,989,142

Nguồn: Webside VNDirect (số liệu báo cáo được tính 4 quý gần nhất đến hết quý 3/2008)

## Phụ lục 1: Tổng kết thị trường 2008

Thị trường chứng khoán Việt Nam kết thúc năm 2008 trong tâm trạng vui ít lo nhiều. Nếu nhìn lại quãng thời gian một năm qua thì quả là một nỗi thất vọng to lớn: chỉ số VNIndex giảm 66% và HASTC-Index giảm 68%, nhiều đợt IPO và phát hành thêm bị thất bại, sai phạm trong lĩnh vực chứng khoán gia tăng kèm theo nỗi lo lợi nhuận suy giảm của các công ty chứng khoán lẫn doanh nghiệp niêm yết.

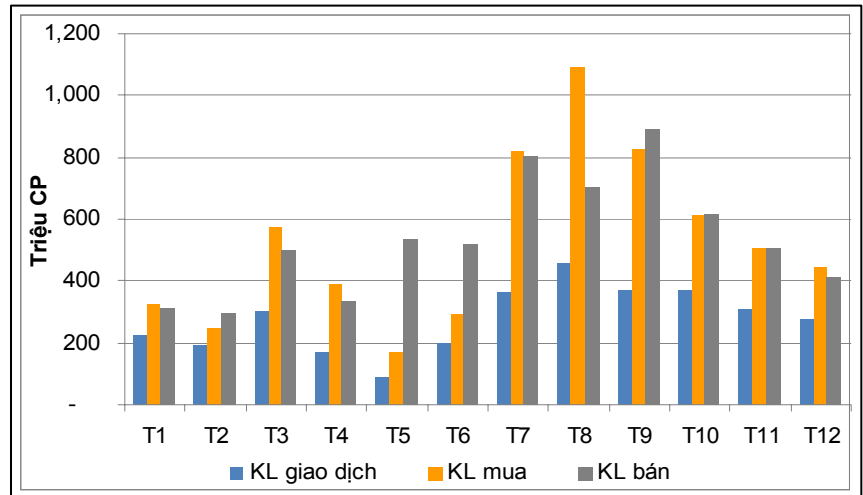
**Tổng kết năm 2008, TTCK có 3 giai đoạn thăng trầm chính:** 2 quý đầu năm thị trường sụt giảm theo đà giảm điểm từ cuối 2007, thị trường hồi phục lại trong tháng 7, 8 rồi lại suy giảm trong 4 tháng cuối năm. Các bước thăng trầm của TTCK năm qua gắn chặt với các yếu tố kinh tế vĩ mô và các chính sách của Chính phủ và các cơ quan quản lý. Chúng ta có thể điểm qua một vài dấu mốc của thị trường chịu tác động rõ rệt của chính sách và nền kinh tế vĩ mô trong năm qua:



**Vốn hoá thị trường** sau một năm giảm tới hơn một nửa, nếu cuối năm 2007 quy mô của thị trường niêm yết chiếm 40% GDP, thì sang năm 2008 mức vốn hoá chỉ còn hơn 234 nghìn tỷ đồng. Năm 2008 cũng chỉ còn duy nhất ACB là cổ phiếu có mức vốn hoá trên 1 tỷ đô la, trong khi con số này cuối năm 2007 là 6 công ty. Sự suy giảm của giá chứng khoán cũng đẩy P/E trung bình của thị trường giảm từ mức 21 xuống chỉ còn 9. Rõ ràng 2008 là năm thử thách niềm tin, lòng kiên nhẫn của nhà đầu tư một cách ghê gớm, khi chứng khoán sa sút cũng là lúc các kênh đầu tư khác lên ngôi, đó là bất động sản vào đầu năm, USD vào giữa năm, vàng và trái phiếu vào cuối năm.

**Bảng so sánh KLGD so với KL mua-bán qua từng tháng trên HOSE**

**Tính thanh toán** của thị trường cũng sụt giảm nghiêm trọng. Thanh toán chỉ được cải thiện tốt hơn vào 3 tháng của quý 3 khi thị trường tăng điểm, còn trong giai đoạn siết chặt biên độ, khối lượng giao dịch cổ phiếu giảm mạnh, có những phiên giao dịch thậm chí chưa đến 1 triệu cổ phiếu trên HOSE. Giá trị giao dịch trung bình một tháng toàn thị trường chỉ có 16.658 tỷ đồng, tương đương giao dịch hơn 750 tỷ đồng một phiên.



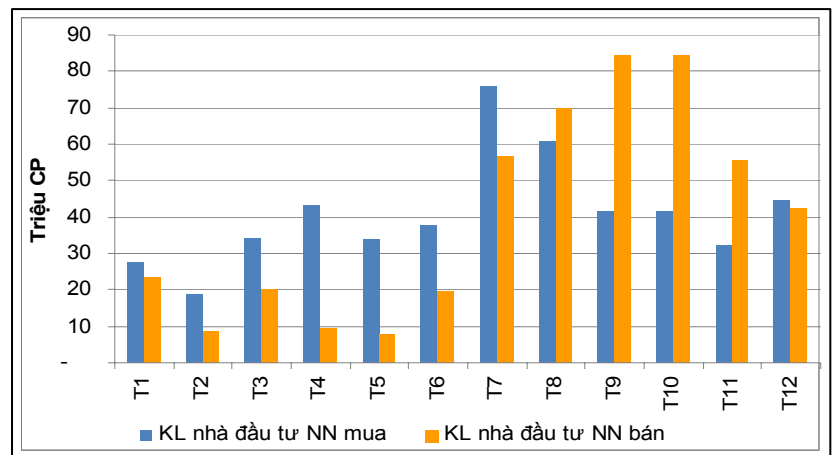
Nguồn: VNDirect

**Tổng kết các đợt IPO năm qua cũng không thành công:** có 62 công ty tiến hành cổ phần hoá và đấu giá thông qua HOSE và HASTC, nhưng phần lớn không bán được hết số cổ phần. Một vài đợt đấu giá tiêu biểu như Sabeco, Habeco không bán được hết số cổ phần, cuối năm đợt đấu giá Vietinbank thành công với mức giá trúng thấp nhất là 20.000đ. Mức giá khởi điểm quá cao là nguyên nhân chính gây ra hiện tượng này, cùng với đó là sức thu hút của các đợt IPO đã kém hơn trước rất nhiều. Cũng vì vậy mà kế hoạch cổ phần hóa các tổng công ty, tập đoàn mà Chính phủ đề ra trong quyết định số 1729/QĐ-TTg không thực hiện được. Theo thống kê thì chỉ có 73/272 doanh nghiệp đã cổ phần hoá trong năm 2008, đạt 28% kế hoạch đề ra. Giờ đây, những doanh nghiệp như Vinatex, BIDV, Vietnam Airlines sẽ phải chờ đợi đến 2009 để được cổ phần hóa.

**Bảng so sánh khối lượng mua-bán của nhà đầu tư nước ngoài trên hai sàn**

**Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài năm qua cũng là điều rất đáng quan sát.**

Nửa năm đầu tiên họ mua ròng. Chênh lệch mua-bán rất lớn ngay cả khi thị trường kém thanh khoản nhất do thu hẹp biên độ. Tuy nhiên mọi chuyện thay đổi kể từ tháng 8 khi bóng ma khủng hoảng kinh tế thế giới lan tới Việt Nam. Nhà đầu tư nước ngoài bán ròng với khối lượng rất lớn, làm giảm đáng kể tỷ lệ nắm giữ chứng khoán Việt Nam của khối này, giảm gần 4 tỷ USD so với đầu năm.



Nguồn: VNDirect

**Đứng trên phương diện quản lý thị trường,** năm 2008 cũng là năm nhiều thách thức đối với các cơ quan quản lý, 4 lần thay đổi biên độ trong một năm là quá nhiều và cũng chưa hề có tiền lệ. Việc SCIC tuyên bố bỏ tiền cứu thị trường cũng chỉ kích VNIndex lên một vài phiên, nhưng không thể kéo thị trường qua được cơn khủng hoảng. Rồi chuyện thị trường OTC mãi vẫn chưa được đưa vào quản lý, giao dịch không sàn cũng phải chờ đến đầu năm 2009 mới triển khai, các sản phẩm mới của thị trường như bán khống, giao dịch ký quỹ (margin)...vẫn chỉ đang được nghiên cứu, và còn rất nhiều kế hoạch đề ra đầu năm nhưng rồi đều không đạt được. 2008 cũng là năm nhiều vi phạm trong lĩnh vực chứng khoán bị xử lý. Một mặt nó cho thấy sự ra đời của các văn bản quy phạm pháp luật điều chỉnh hoạt động chứng khoán đã đi vào thực tế, nhưng mặt khác nó cho thấy những tồn tại



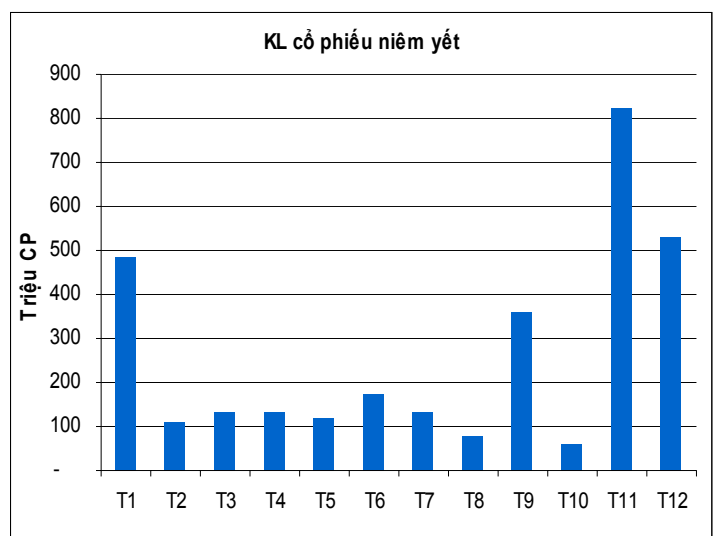
của thị trường mà trước đây chưa bị phát hiện. Sự cố Bông Bạch Tuyết là một ví dụ. Ngày 11/7 cổ phiếu Bông Bạch Tuyết bị tạm ngừng giao dịch do thua lỗ 2 năm liên tiếp và đứng trước nguy cơ phá sản. Tuy nhiên, đằng sau sự việc này đã cho thấy những vấn đề về kiểm toán báo cáo và chế độ báo cáo tài chính của công ty niêm yết. Rất may sau đó BBT đã được giao dịch trở lại, nhưng không biết còn bao nhiêu công ty nữa đang ở tình trạng của BBT nhưng chưa bị phát hiện. 2008 cũng là năm đầu tiên có xử phạt trường hợp công ty cổ phần không đăng ký là công ty đại chúng, cũng như xử phạt nhà đầu tư về giao dịch nội gián. Nhưng đây cũng mới chỉ là những trường hợp điển hình nhất, con số vi phạm nhưng chưa bị xử phạt chắc chắn còn lớn hơn rất nhiều.

**Để đi tìm câu trả lời cho câu hỏi: "Thị trường suy giảm vì đâu", chúng ta có thể điểm qua một vài nguyên nhân chính như sau:**

*Thứ nhất, thị trường suy giảm theo chu kỳ sau khi đã phát triển nóng và thị trường chịu ảnh hưởng lớn theo nền kinh tế vĩ mô.* Trong một năm 2008 đầy biến động đối với kinh tế Việt Nam khi tỷ lệ lạm phát lên tới 2 con số, kinh tế thế giới vướng vào cuộc khủng hoảng tài chính có quy mô toàn cầu thì thị trường chứng khoán Việt Nam, với thước đo là hần thừa biểu của nền kinh tế, cũng không tránh khỏi suy thoái. Tuy nhiên, thị trường đã có những phản ứng từ khá sớm trước khi những nguy cơ tiềm ẩn của nền kinh tế hiện rõ. Và đó cũng là điều dễ hiểu để giải thích tại sao chỉ số chứng khoán của Việt Nam nằm trong nhóm đứng đầu thế giới về mức độ mất điểm.

*Thứ hai, đã có một sự mất cân đối nghiêm trọng về cung-cầu trên thị trường.* Nếu như năm 2007 thị trường ở tình trạng thừa cầu thiếu cung, thì điều ngược lại đã diễn ra trong năm 2008. Về phía cung, 62 đợt IPO đã hút của thị trường hơn 6000 tỷ, cùng với đó, lượng cổ phiếu niêm yết bổ sung và niêm yết mới trung bình mỗi tháng đưa vào thị trường hơn 260tr cổ phiếu. Trong khi nguồn tiền vào thị trường ngày càng hạn hẹp: chỉ thị 03 về cho vay chứng khoán được siết chặt hơn, tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng yếu kém hồi đầu năm cũng khiến các ngân hàng dừng mọi hoạt động đầu tư và cho vay vào chứng khoán, kênh đầu tư vào lãi suất tiết kiệm, vàng, USD trở nên hấp dẫn hơn... Lượng cung tăng khiến thị trường "bội thực", cầu bị siết lại làm thị trường thiếu lực đỡ, chứng khoán giảm là tất yếu.

**Bảng lượng cung cổ phiếu lên thị trường trong năm**



Nguồn: VNDirect

Trên thực tế, thị trường đã hai lần phải chịu áp lực giải chấp rất mạnh hồi đầu năm và cuối năm, và đó cũng là hai đợt suy giảm sâu của VNIndex. Lần đầu tiên áp lực giải chấp đến từ phía các công ty chứng khoán và các ngân hàng trong thời điểm thanh khoản của hệ thống ngân hàng là cực kỳ căng thẳng. Lần thứ hai là áp lực bán từ phía nhà đầu tư nước ngoài. Trong 3 tháng cuối năm, khối này đã bán ra một lượng lớn cổ phiếu cộng trái phiếu, lượng tiền mà nhà đầu tư nước ngoài rút ra khỏi thị trường trong thời kỳ này lên tới gần 30.000 tỷ. Áp lực bán mạnh và bán "bằng mọi giá" đã đẩy VNIndex xuống mức đáy 286 điểm cuối tháng 11-2008. Điều này rất khác những gì đã diễn ra hồi đầu năm khi nhà đầu tư nước ngoài là bên mua ròng ngay cả khi thị trường giảm điểm sâu và mất thanh khoản.

*Và cuối cùng, thị trường suy giảm cũng một phần là do nhà đầu tư đã nhìn nhận lại giá trị thực của các doanh nghiệp niêm yết.* Quay trở lại thời kỳ đầu năm 2007, đó là thời kỳ "mua là thắng, bán là thua", cổ phiếu tăng giá bất kể tốt xấu. Cộng với những nhận định lạc quan về nền kinh tế và lợi nhuận của các công ty niêm yết tăng trưởng đáng ngạc nhiên, giá trị cổ phiếu đã bị thổi phồng lên rất cao. Theo thống kê 30 cổ phiếu trong rổ SSI 30, thì mức tăng trưởng doanh thu 2007 của 30 công ty niêm yết chiếm 70% giá trị vốn hóa toàn thị trường đạt tới 56,3%, mức tăng trưởng lợi nhuận còn ngạc nhiên hơn, 113,7%. Tuy nhiên 2008 đã không còn những điều thần kỳ.



Sau 9 tháng đầu năm đã có 15 công ty báo lỗ, hàng chục công ty buộc phải điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận. Theo thống kê 25 công ty có vốn hóa lớn nhất thị trường cuối năm 2007, thì có 16/25 công ty tăng trưởng EPS âm, 3 công ty thông báo lỗ, 14 công ty có ROA thấp hơn năm ngoái. Mảng đầu tư tài chính đã không còn là "mỏ vàng" cho các doanh nghiệp khai thác, mà giờ trở thành gánh nặng thua lỗ. Cổ phiếu thưởng, cổ phiếu phát hành thêm giờ cũng chỉ nhận được sự thờ ơ của cổ đông, khi nhiều đợt phát hành có mức giá thậm chí cao hơn mức giá giao dịch trên sàn.

	Mã cổ phiếu	EPS 2007	Trailing EPS 2008	Tăng trưởng	ROA 2007	ROA 2008	Tăng trưởng	ROE 2007	ROE 2008	Tăng trưởng	LN 2008 do DN công bố
1	VNM	5,497	7,104	29.24%	17.8%	21.19%	19.31%	22.81%	27.23%	19.37%	1230 tỷ
2	DPM	3,499	4,606	31.66%	23.2%	29.53%	27.45%	30.42%	36.69%	20.61%	1379.2 tỷ
3	STB	2,469	2,346	-4.96%	2.2%	1.70%	-21.28%	22.86%	18.26%	-20.14%	1069 tỷ
4	ACB	6,692	2,285	-65.86%	2.1%	1.78%	-13.57%	36.50%	42.40%	16.16%	2198.16 tỷ
5	PPC	2,527	2,684	6.23%	8.5%	8.84%	3.81%	21.57%	21.34%	-1.08%	báo cáo lỗ
6	SSI	7,201	2,492	-65.40%	9.2%	5.58%	-39.53%	21.33%	12.37%	-42.02%	252 tỷ
7	PVD	5,193	6,972	34.27%	13.2%	16.19%	22.61%	31.24%	44.27%	41.70%	927 tỷ
8	FPT	7,985	5,546	-30.55%	13.8%	12.75%	-7.39%	38.02%	36.32%	-4.48%	839 tỷ
9	KBC	3,650	4,916	34.69%	9.9%	16.49%	66.18%	14.80%	26.04%	75.94%	
10	SJS	8,982	7,990	-11.04%	23.2%	20.48%	-11.79%	28.27%	25.36%	-10.31%	175 tỷ
11	BVS	14,306	-	-100.00%	12.1%	0.00%	-100.00%	35.31%	0.00%	-100.00%	báo cáo lỗ
12	VIC	3,367	2,056	-38.92%	8.5%	5.52%	-34.85%	14.62%	12.94%	-11.50%	139.32 tỷ
13	HPG	4,864	6,731	38.36%	13.5%	23.79%	76.25%	20.57%	33.54%	63.05%	850 tỷ
14	PVS	3,191	2,281	-28.52%	6.6%	6.94%	4.70%	27.92%	30.32%	8.57%	
15	ITA	3,780	2,875	-23.93%	7.8%	6.58%	-15.86%	11.15%	9.13%	-18.12%	295 tỷ
16	PVI	1,610	2,986	85.48%	5.5%	6.12%	10.69%	14.35%	14.24%	-0.75%	
17	VSH	1,868	2,951	58.00%	10.4%	16.12%	54.40%	12.71%	19.20%	51.10%	370.8 tỷ
18	SAM	3,613	2,172	-39.87%	6.4%	5.03%	-21.35%	8.12%	6.03%	-25.71%	
19	BMI	1,758	1,691	-3.78%	4.3%	3.88%	-9.05%	6.47%	7.90%	22.22%	145 tỷ
20	GMD	4,267	-	-100.00%	6.2%	0.00%	-100.00%	8.93%	0.00%	-100.00%	
21	REE	5,059	-	-100.00%	10.1%	0.00%	-100.00%	12.96%	0.00%	-100.00%	
22	ANV	5,611	5,327	-5.07%	15.8%	11.99%	-24.08%	21.99%	19.94%	-9.33%	106.1 tỷ
23	KDC	4,769	3,596	-24.59%	7.3%	6.37%	-12.85%	9.16%	8.62%	-5.93%	
24	DHG	6,416	7,039	9.72%	13.6%	14.19%	4.18%	20.18%	20.64%	2.25%	137 tỷ
25	MPC	2,711	268	-90.12%	8.9%	0.79%	-91.12%	17.57%	1.91%	-89.14%	

Nguồn: VNDirect

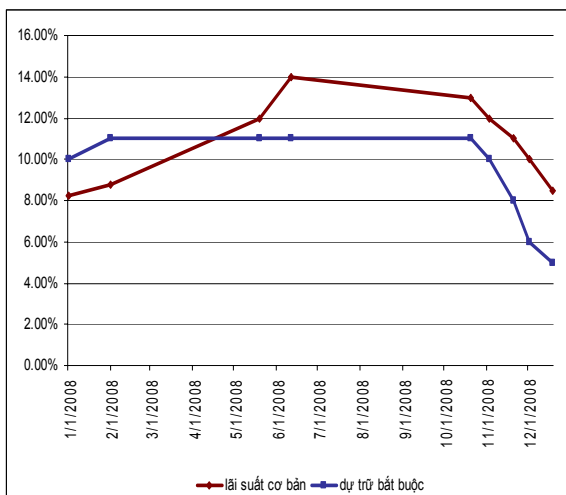
**Tuy nhiên không phải tất cả những gì diễn ra trong năm 2008 đều là thất bại, thị trường chứng khoán Việt Nam năm vừa qua cũng có những bước phát triển mới.** Luật chứng khoán sau khi chính thức đưa vào thực hiện đã ít nhiều phát huy tác dụng, tiền gửi của nhà đầu tư tại công ty chứng khoán được chuyển qua cho ngân hàng quản lý, chính thức giao dịch không sàn đối với Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (nay đã đổi thành Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội), đã có khung pháp lý cho việc quản lý giao dịch chứng khoán của công ty đại chúng chưa niêm yết (gọi tắt là thị trường UPCOM).

Năm 2008 cũng là năm tăng về “lượng” như tăng về số lượng tài khoản mới mở (hiện tại đã có gần 500.000 tài khoản giao dịch chứng khoán), tăng về số lượng công ty chứng khoán (số lượng chính thức đã được cấp phép hoạt động là 101 công ty), tăng về số lượng công ty niêm yết (đã có thêm 88 công ty lên sàn trong năm 2008).

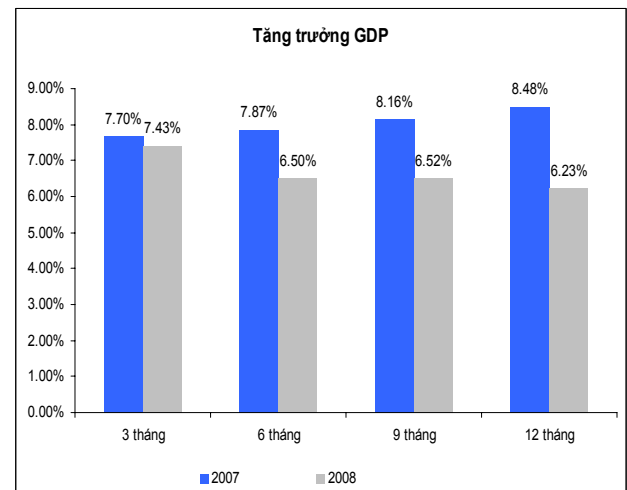
Năm 2008 cũng là năm thành công của thị trường trái phiếu. Sau khi đi vào hoạt động thị trường trái phiếu chuyên biệt trên HASTC, tính thanh khoản của trái phiếu được cải thiện rõ rệt kèm với đó là sự quan tâm ngày càng lớn của các quỹ đầu tư nước ngoài, các ngân hàng thương mại, quỹ và công ty chứng khoán được thể hiện bằng khối lượng giao dịch trái phiếu chiếm 56,54% tổng khối lượng giao dịch trên HASTC trong suốt năm 2008. Những biến động trên thị trường trái phiếu cũng là cơ hội tốt để ngân hàng, công ty chứng khoán chốt lời trong một năm kiếm tiền từ thị trường cổ phiếu trở nên quá khó khăn.

Nếu đứng ở thời điểm cuối năm 2007 và đầu năm 2008, sẽ có rất ít người tưởng tượng được bức tranh của thị trường chứng khoán Việt Nam như hiện nay. VNIndex đang chỉ còn ở ngưỡng quanh 300 điểm là một thực tế cần phải chấp nhận, đa số nhà đầu tư đã mất tiền trong năm vừa qua, đã có một bộ phận rời bỏ thị trường. Những người còn ở lại thì cũng hy vọng một năm 2009 thị trường sẽ vượt qua được thời kỳ suy giảm, khởi sắc trở lại và tìm thấy những điều tốt đẹp hơn vào nửa sau của năm 2009.

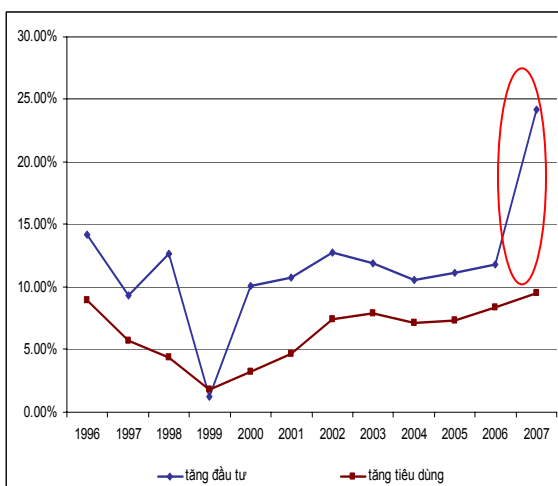
## Phụ lục 2: Thống kê các chỉ số vĩ mô cơ bản



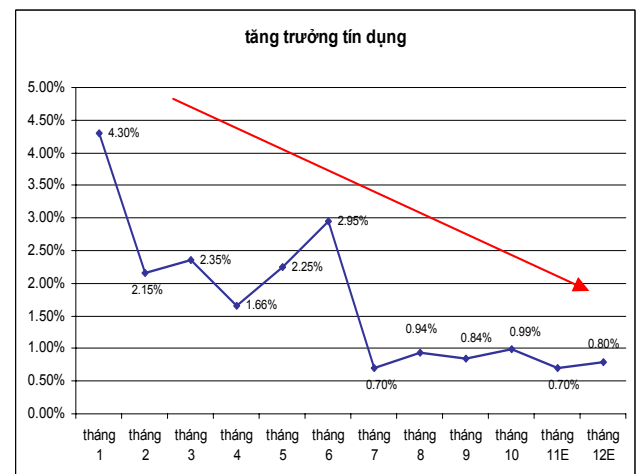
Bảng 1: Lãi suất cơ bản và dự trữ bắt buộc qua các tháng



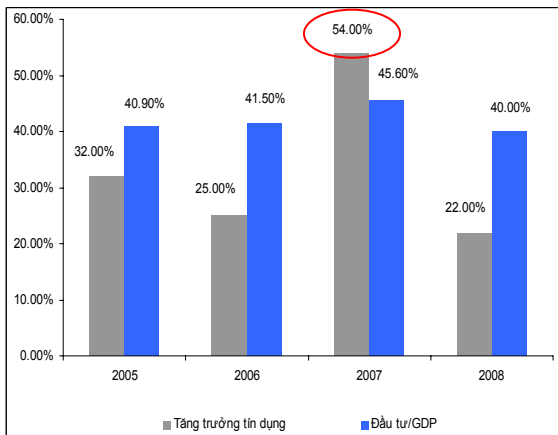
Bảng 2: Tăng trưởng GDP theo quý 2007-2008



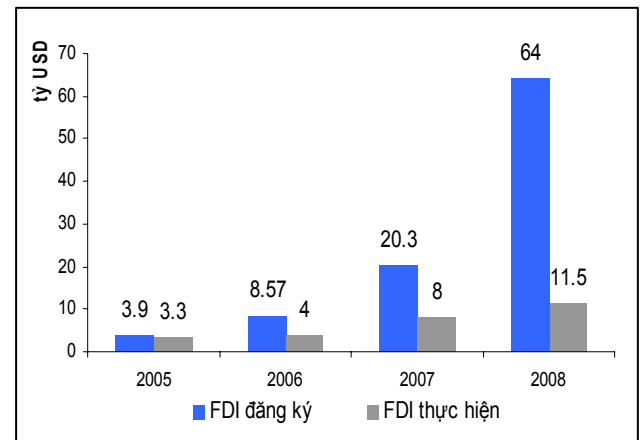
Bảng 3: Tỷ lệ tăng trưởng đầu tư và tiêu dùng hàng năm



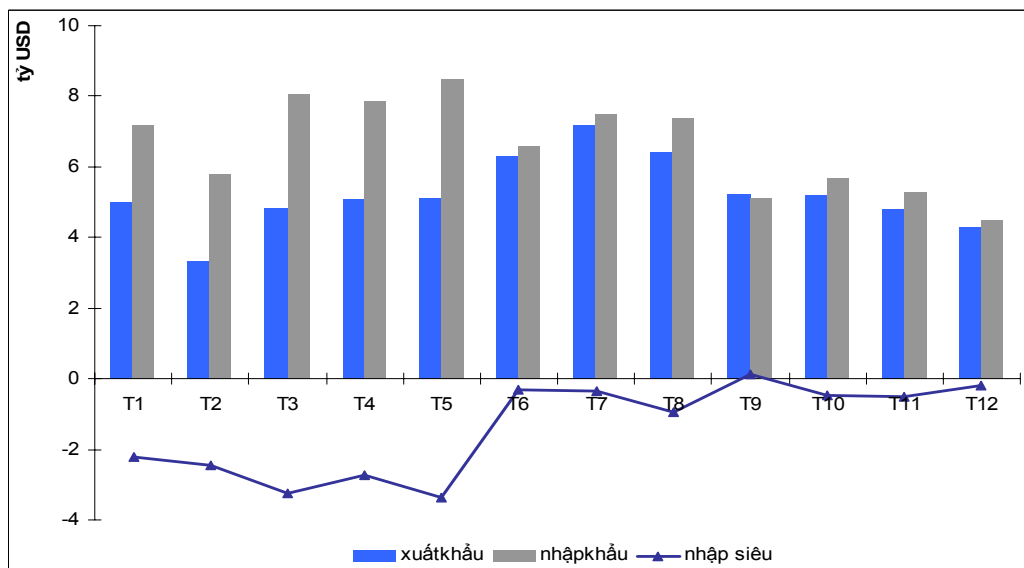
Bảng 4: Tỷ lệ tăng trưởng tín dụng



Bảng 5: Tỷ lệ tăng trưởng tín dụng và đầu tư



Bảng 6: FDI đăng ký và FDI thực hiện qua các năm



Bảng 7: Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu các tháng năm 2008

## Nhóm thực hiện báo cáo

Lê Chí Phúc	<a href="mailto:phuc.lechi@vndirect.com.vn">phuc.lechi@vndirect.com.vn</a>
Nguyễn Việt Quang	<a href="mailto:quang.nguyenviet@vndirect.com.vn">quang.nguyenviet@vndirect.com.vn</a>
Đặng Nguyên Cường	<a href="mailto:cuong.dang@vndirect.com.vn">cuong.dang@vndirect.com.vn</a>
Vũ Việt Bảo	<a href="mailto:bao.vu@vndirect.com.vn">bao.vu@vndirect.com.vn</a>
Hồng Nguyệt Minh	<a href="mailto:minh.hong@vndirect.com.vn">minh.hong@vndirect.com.vn</a>
Phùng Quang Việt	<a href="mailto:viet.phung@vndirect.com.vn">viet.phung@vndirect.com.vn</a>
Nguyễn Mai Phương	<a href="mailto:phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn">phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn</a>

## Khuyến cáo sử dụng

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của nhóm chuyên viên phân tích - Công ty chứng khoán VNDirect. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Nhóm thực hiện đã dựa trên những thông tin được coi là đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Báo cáo cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra quyết định mua bán hoặc đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm hoặc toàn bộ hoặc một số phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

Bản quyền: Bản báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty chứng khoán VNDirect. Mọi sự sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của VNDirect đều trái luật.

## Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

### Hà Nội

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng  
Hà Nội – Việt Nam  
Tel: +84-4-941 0510  
Fax: +84-4-972 4600

### TP. Hồ Chí Minh

51 Bến Chương Dương, Q1  
TP.HCM – Việt Nam  
Tel: +84-8-9.146.925  
Fax: +84-8-9.146.922