

2009



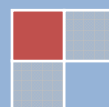
ĐÓN GIÓ MỚI

Kết thúc một tháng đầy biến động, VNIndex đóng cửa với một phiên tăng điểm ấn tượng, tuy nhiên mối quan ngại về một xu hướng rõ ràng cho thị trường trong ngắn hạn vẫn còn khá lớn khi một bộ phận dòng tiền vẫn đang đứng ngoài thị trường và chờ thời điểm tốt hơn để giải ngân. Điều này đã khiến cho thanh khoản của thị trường giảm dần trong những phiên giao dịch cuối tháng.

Tuy vậy, chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh trong thời gian qua mang tính chất tâm lý nhiều hơn là một xu hướng đi xuống. Dù những biến động mạnh của giá vàng và giá USD khiến nhà đầu tư quan ngại về triển vọng và tình hình kinh tế vĩ mô trong nước cũng như trên thế giới, những quyết định điều chỉnh chính sách vĩ mô được đưa ra vào cuối tháng 11 đã giúp hạ nhiệt các thị trường này. Đường như sự điều chỉnh 28% từ đỉnh của thị trường đã cơ bản phản ánh đầy đủ những yếu tố tiêu cực và sự kỳ vọng về những chính sách vĩ mô tích cực đã tạo khiến thị trường đảo chiều nhanh chóng trong các phiên cuối tháng.

Nhìn xa hơn, chúng tôi cho rằng các chính sách vĩ mô được đưa ra trong thời gian qua là rất phù hợp và sẽ hỗ trợ nhiều cho các mục tiêu trong trung và dài hạn. Theo quan điểm của chúng tôi, đợt giảm điểm này chủ yếu mang tính chất kỹ thuật. Ngoại trừ các biến động về ngoại hối và tỷ giá, các chỉ báo kinh tế khác vẫn đều rất lạc quan và thậm chí đã vượt kỳ vọng.

Chúng tôi vẫn tin tưởng triển vọng đi lên của thị trường trong trung và dài hạn, sự điều chỉnh trong ngắn hạn dường như đã tạo ra những cơ hội mua vào lớn hơn. Chúng tôi cũng cho rằng đây là thời điểm thích hợp để nhà đầu tư quan sát, lựa chọn những cổ phiếu có tiềm năng cơ bản tốt và tái cơ cấu danh mục.



Tổng quan thị trường

Kết thúc tháng 11 đầy biến động, VNIndex đóng cửa tăng ở mức 504,12 điểm, tuy nhiên nếu so với tháng trước VNIndex đã giảm 83 điểm, tương đương 14,2% trong khi đó HNXIndex giảm 37,85 điểm so với tháng trước, tương đương 18,8%. Thị trường đã chạm đáy ngắn hạn 461,48 điểm đối với VNIndex và 146,35 điểm cho HNXIndex. Mỗi quan ngại dòng tiền một phần chảy sang các kênh đầu tư khác, tính thanh khoản ngắn hạn của các ngân hàng thương mại và những tin đồn liên quan tới các chính sách vĩ mô đã gia tăng áp lực bán giải chấp hoặc cắt lỗ của các nhà đầu tư. Nguồn cung áp đảo đã khiến VNIndex phá ngưỡng hỗ trợ 500 điểm từng được xem là rất mạnh, hiện tượng tất cả các cổ phiếu cùng giảm sàn đã có cơ hội lặp lại.

Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài

Nhà đầu tư nước ngoài đã tận dụng cơ hội mua vào khi thị trường giảm điểm, nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục mua ròng với khối lượng và giá trị lớn trong tháng 11. Trên HOSE, giá trị mua ròng của NĐTNN đạt 943,4 tỷ đồng, tương đương với khối lượng mua ròng 21,7 triệu cổ phiếu. Trên HNX, giá trị mua ròng của NĐTNN đạt 243,2 tỷ đồng, tương đương khối lượng 5,2 triệu cổ phiếu. Nhà đầu tư nước ngoài vẫn tiếp tục mua vào các cổ phiếu blue chip, trong tháng 11 nhà đầu tư nước ngoài tập trung mua mạnh các cổ phiếu nhóm tài chính – ngân hàng. Lực mua mạnh đối với các cổ phiếu nhóm tài chính – ngân hàng trong đó nhà đầu tư nước ngoài đóng góp một phần tương đối lớn đã giúp thị trường tránh khỏi một đợt suy giảm sâu hơn trong cuối tháng 11.

Bình luận thị trường.

Tin đồn và những cú sốc tâm lý

Thị trường chứng khoán có thể đã không giảm sâu và quá nhanh và sự hồi phục đi lên có thể sẽ sớm hơn nếu thị trường không bị tác động bởi một loạt các tin đồn không có cơ sở, từ việc gói kích thích kinh tế thứ 2 sẽ không được thông qua cho tới việc dòng tiền sẽ bị rút ồ ạt ra khỏi thị trường chứng khoán được truyền qua nhà đầu tư qua tin nhắn, email.

Trong lần điều chỉnh này, tâm lý của nhà đầu tư dường như bị tác động khá nhiều khi thiếu các tin tức hỗ trợ mạnh. Các báo cáo kết quả kinh doanh đều đã được công bố, thông tin về gói kích thích kinh tế thứ 2 cũng đã được

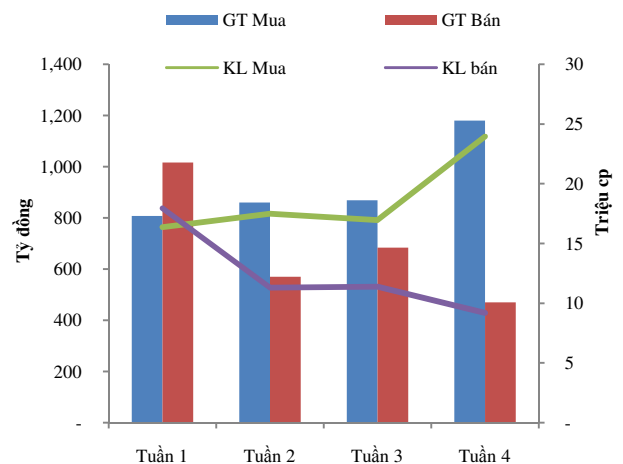
HOSE



HNX



Giao dịch NĐTNN tại HOSE



hệ lộ, đây là một trong số những nguyên nhân để nhà đầu tư bán ra chốt lời. Việc nhà đầu tư không xử lý kỹ lưỡng thông tin nhận được và đưa ra những quyết định vội vàng cũng đã khiến áp lực bán trở nên lớn hơn, áp lực điều chỉnh tiếp tục trở nên sâu hơn khi nhà đầu tư quyết bán cổ phiếu với bất cứ giá nào.

Tuy nhiên, áp lực bán giải chấp cũng không phải là mối quan ngại lớn.

Một trong những quan ngại của nhà đầu tư hiện nay về xu hướng đi lên của thị trường đó là áp lực bán để trả các khoản vay cầm cố chứng khoán. Thực sự, trong thời gian qua áp lực giải chấp cũng là một trong số những nguyên nhân khiến thị trường điều chỉnh mạnh hơn. Cho tới cuối

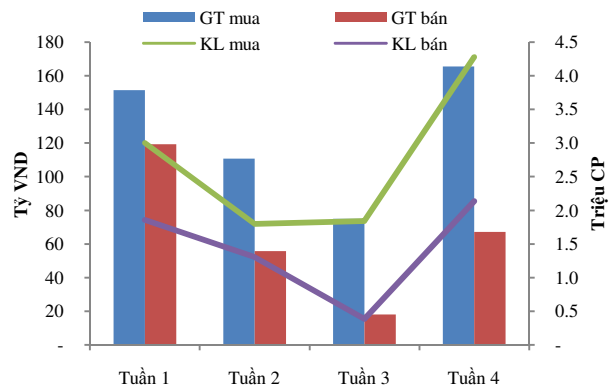
tháng 11, áp lực giải chấp đã giảm đi rất nhiều so với thời điểm giữa tháng khi thị trường giảm từ 580 điểm trở về 462 điểm. Như chúng tôi đã từng đề cập, áp lực giải chấp sẽ lên mạnh nhất khi VNIndex giảm về dưới 450 điểm. Tuy vậy, khi thị trường đảo chiều tăng mạnh vào cuối tháng 11, rất nhiều nhà đầu tư đã tận dụng cơ hội này để chốt lời hoặc thanh lý một phần danh mục của mình, cú đảo chiều này cũng giúp giá nhiều cổ phiếu vượt qua mức giá bắt buộc phải bị xử lý bán. Do vậy, áp lực giải chấp trong một số phiên sắp tới sẽ không còn là mối quan ngại lớn như trong một số phiên thị trường giảm rất mạnh.

Lãi suất cơ bản tăng và tác động tới tình hình kinh tế vĩ mô.

Lãi suất cơ bản đã được điều chỉnh tăng trong thời điểm hợp lý nhằm giúp các ngân hàng thương mại gặp khó khăn về thanh khoản và huy động từ các tổ chức và dân cư. Rõ ràng, lãi suất cơ bản thấp cộng với cơ chế trần lãi suất huy động đã đưa các ngân hàng gặp khó khăn, đẩy họ vào cuộc đua huy động vốn nhưng lãi suất huy động thấp dường như không khuyến khích được nhu cầu gửi tiền vào ngân hàng và dần dần, chênh lệch lãi suất huy động và cho vay bị thu hẹp sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới NIM của các ngân hàng thương mại. Động thái tăng lãi suất của Ngân hàng Nhà nước, theo quan điểm của chúng tôi sẽ tốt hơn cho trung và dài hạn cho dù trong ngắn hạn, các kênh đầu tư khác như bất động sản, chứng khoán, kim loại quý và thậm chí là thị trường chứng khoán sẽ phải chịu tác động không nhỏ do luồng tiền đã dịch chuyển một phần sang các ngân hàng thương mại.

Nếu xét trên quan điểm dài hạn về tăng lãi suất cơ bản, có thể thấy được những tác dụng tích cực: a. Tăng lãi suất cơ bản sẽ tháo gỡ được áp lực huy động vốn trong khi tăng tính thanh khoản của các ngân hàng nhằm phục vụ tốt hơn cho nhu cầu vốn tăng mạnh vào cuối năm; b. Ngoài việc bình ổn khả năng thanh khoản của ngân hàng cũng như tỷ giá và giá vàng, tác động của việc tăng lãi suất tới giảm lạm phát cũng rất đáng được kỳ vọng khi Việt Nam vẫn phải nhập phần lớn nguyên vật liệu để phục vụ sản xuất trong nước và xuất khẩu. Chúng tôi dự tính, nếu trong năm 2010 đi cùng đà tăng trưởng trở lại của nền kinh tế thế giới, giá nguyên vật liệu sẽ không còn thấp như trong năm 2009, giá nguyên vật liệu tăng đi kèm với biến động mạnh về tỷ giá sẽ làm tăng áp lực lạm phát của Việt Nam trong năm 2010; c. Tỷ lệ lãi suất cơ bản ở mức 8%, theo chúng tôi là hợp lý cho việc phát hành trái phiếu chính phủ, trong một vài tháng gần đây lãi suất cơ bản thấp dường như không khuyến khích các nhà đầu tư tham gia các đợt đấu thầu trái phiếu. Sự thành công của các đợt phát hành trái phiếu chính phủ sẽ có ý nghĩa rất lớn nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách khi chỉ tiêu này dự kiến sẽ chiếm tới 6.8 GDP trong năm 2010. Lãi suất cơ bản được duy trì trong 10 tháng cùng chương trình hỗ trợ lãi suất đã phát huy được vai trò của mình khi đã nhanh chóng đưa nền kinh tế vượt ra khỏi khó khăn và bước sang một chu kỳ hồi phục mới, tăng lãi suất cơ bản là một trong những biện pháp có thể áp dụng nền kinh tế đã bắt đầu tăng trưởng trở lại. Chúng tôi tin rằng khi những vấn đề trong ngắn hạn được giải quyết và tạo tiền đề cho sự ổn định trong trung và dài hạn, lòng

Giao dịch NĐTNN tại HNX



Nguồn: HOSE, HNX, SBS

tin vào nền kinh tế sẽ là nhân tố tích cực hướng dòng tiền tìm tới thị trường chứng khoán như một kênh đầu tư hiệu quả và đầy hấp dẫn.

Thanh khoản của hệ thống ngân hàng và sự hồi phục của thị trường chứng khoán

Thanh khoản của hệ thống ngân hàng và sự ảnh hưởng của dòng tiền chảy vào thị trường chứng khoán có mối liên quan rất chặt chẽ. Trong những tháng gần đây, thanh khoản của các ngân hàng thương mại luôn là mối quan tâm hàng đầu của các nhà đầu tư. Trên thực tế, mặc dù gói kích thích kinh tế thứ nhất đã phát huy được vai trò của mình, tuy vậy, nhu cầu cao đối với tín dụng giá rẻ đã khiến cho tăng trưởng tín dụng tăng cao vào những tháng cuối năm.

Tính thanh khoản của ngân hàng là sự quan tâm hàng đầu nhằm duy trì sự ổn định của hệ thống ngân hàng và tăng trưởng kinh tế bền vững, tất nhiên, dòng tiền sẽ có xu hướng đi vào các ngân hàng trong một vài tháng sắp tới với mục tiêu lớn nhằm ổn định tính thanh khoản của các ngân hàng và kiềm chế lạm phát tăng cao trước khi trở lại các doanh nghiệp và dân cư khi điều kiện kinh tế thuận lợi hơn. Chúng tôi cũng thấy rằng, tăng lãi suất cơ bản hiện tại là một động thái hỗ trợ tăng chênh lệch lãi suất huy động và cho vay nhằm chuẩn bị cho các ngân hàng tiến hành hoạt động cho vay thuận lợi hơn trong năm tới khi chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng mới của toàn hệ thống ngân hàng được đặt ra.

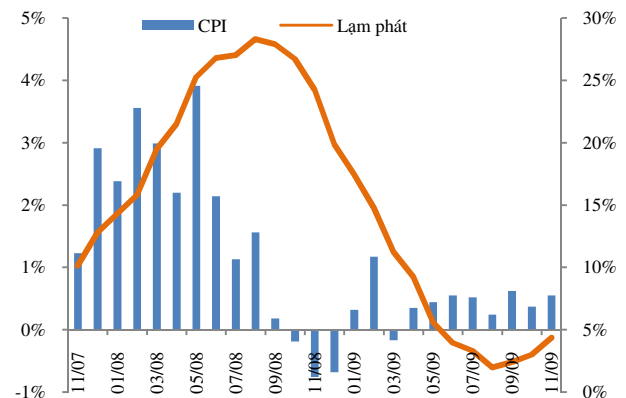
Như vậy, biến động mạnh của thị trường chứng khoán luôn đi cùng với sự biến động liên tục của dòng tiền qua các kênh đầu tư khác nhau như kim loại quý, ngoại tệ, bất động sản, những kênh này thường là nguyên nhân của bong bóng tài sản, hơn là khi dòng tiền đi qua hệ thống ngân hàng. Theo quan điểm của chúng tôi, việc áp dụng những chính sách mới được đưa ra liên quan tới tỷ giá và lãi suất sẽ giúp các ngân hàng hấp thụ được luồng tiền nhàn rỗi trong nền kinh tế và sau đó định hướng các dòng tiền này cho các mục tiêu phát triển kinh tế ổn định hơn, cho dù các chính sách này có thể tạo ra những cú sốc trong ngắn hạn. Nhưng cuối cùng, khi luồng tiền trong thị trường được định hướng rõ ràng và trở nên ổn định hơn, đây sẽ là động lực cho tăng trưởng kinh tế bền vững nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng.

CPI sẽ thấp hơn dự kiến

Không như những năm trước, chỉ số giá tiêu dùng kết thúc tháng 11 năm nay với mức tăng 0,55%, thấp hơn mức dự báo của chúng tôi trong báo cáo tháng trước. Số liệu thống kê cho thấy mức tăng của chỉ số CPI tháng 11 trong các năm trước thường tăng gấp đôi hoặc hơn thế nữa so với tháng 10 năm nay. Như vậy CPI tháng 11 tăng ở mức trung bình đang giúp làm giảm áp lực lạm phát trong thời gian tới, tính tới thời điểm này lạm phát 12 tháng mới chỉ tăng 4,35% so với cùng kỳ trong khi mục tiêu cả năm là dưới 7%. Chúng tôi đánh giá mức tăng trong tháng vừa rồi là vừa phải,

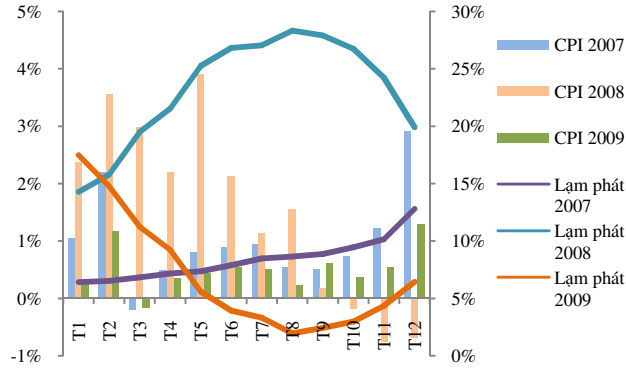
không cao như một số nhận định trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng tăng nhanh và giải ngân các dự án đầu tư được đẩy mạnh về cuối năm. Cụ thể trong tháng vừa rồi, mặt bằng giá của các nhóm hàng trong rổ CPI không có sự đột biến nào ngoài nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng khá mạnh, tăng 0,88% so với tháng trước đó do tác động của thiên tai đẩy giá của các mặt hàng lương thực tăng tới 2,22% so với tháng 10. Nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng đứng thứ 2 trong tháng này với mức tăng lên tới 0,75% so với tháng trước. Tuy nhiên, điều này không gây bất ngờ bởi thị trường bất động sản đã tăng khá nóng trong thời gian vừa qua và thậm chí có phần tạo ra hiệu ứng bong bóng do yếu tố đầu cơ. Biến động giá xăng dầu thế giới và trong nước luôn tạo áp lực lớn lên CPI; không nằm ngoài quy luật, mức độ tăng của CPI tháng vừa rồi đã tăng mạnh hơn so với tháng 10 sau khi giá xăng dầu được điều chỉnh tăng vào cuối tháng 10.

Lạm phát 12 tháng

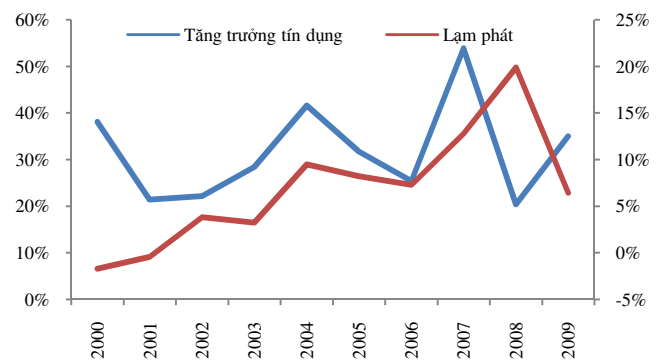


Nguồn: SBS, GSO

Lạm phát và dự báo



Tương quan TTĐD & Lạm phát



Nhìn chung mức tăng vừa phải của CPI tháng 11 phần nào đang làm dịu nỗi lo lạm phát tăng cao trong thời gian tới. Có thể nói kế hoạch kiềm chế lạm phát năm nay của Việt Nam chắc chắn là sẽ đạt được ngay cả khi CPI tháng 12 có thể sẽ tăng gấp đôi, tăng khoảng 1,3%, so với tháng trước đó. Sở dĩ chúng tôi đưa ra mức dự báo CPI trong tháng tới cao như vậy là do giá xăng dầu đã tiếp tục tăng lên 800-1000 đồng/ lít kể từ 20/11. Nếu giả định của chúng tôi là đúng thì lạm phát cả năm sẽ tăng khoảng 6,43%, nằm trong mức từ 6-7% mà chúng tôi đã dự báo.

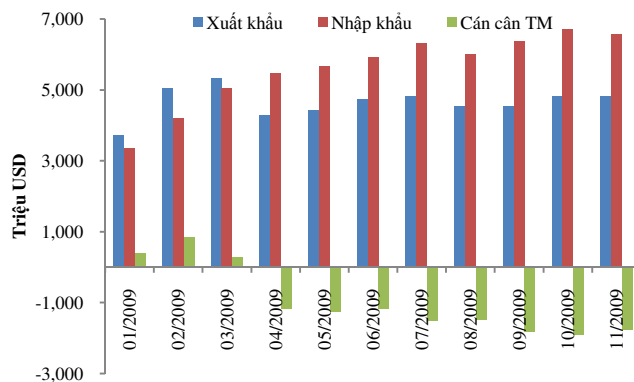
Tuy nhiên động thái tăng lãi suất cơ bản lên mức 8% của Chính Phủ sẽ tác động tích cực lên việc kiềm chế rủi ro lạm phát tăng cao trong năm sau. Thực tế cho thấy sau khi tăng trưởng tín dụng leo thang, lạm phát sẽ bắt đầu tăng lên trong khoảng vài tháng sau đó nên chúng tôi đánh giá chính sách tiền tệ này là cần thiết và hợp lý cho các mục tiêu kinh tế vĩ mô trong trung và dài hạn.

Nhập siêu tăng về cuối năm

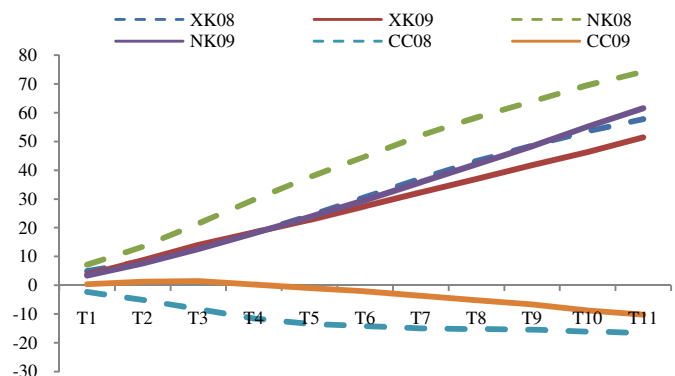
Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong tháng 11 đạt 4,8 tỷ USD, tương đương với tháng 10, nâng tổng kim ngạch xuất khẩu kể từ đầu năm tới nay lên mức 51,4 tỷ USD trong khi đó tổng kim ngạch nhập khẩu đã lên tới 61,6 tỷ USD sau khi nhập khẩu tháng 11 đạt 6,55 tỷ USD.

Như vậy nhập siêu của Việt Nam tính đến nay đã lên tới gần 10,7 tỷ USD, trong đó riêng tháng 11 nhập siêu tới 1,75 tỷ USD. Doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu trước thời điểm các chính sách ưu đãi nhập khẩu kết thúc vào cuối năm trong khi tỷ giá USD/VND lại tăng mạnh là nguyên nhân chính khiến khoảng cách giữa xuất khẩu và nhập khẩu nói rộng trong tháng vừa qua.

XNK theo tháng



Dự báo XNK



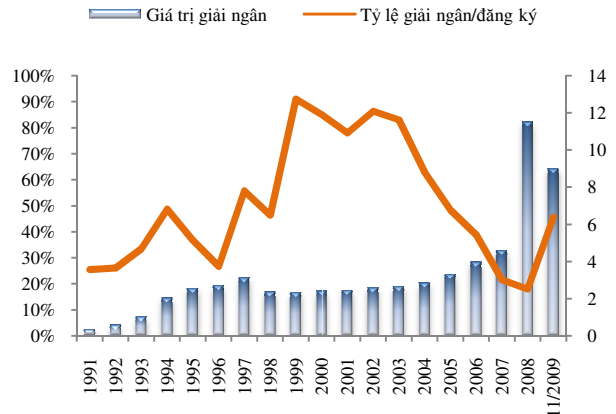
Nguồn: SBS, GSO

Trước tình hình căng thẳng của thị trường ngoại tệ và nhập siêu liên tục tăng, NHNN đã quyết định tăng mức tỷ giá USD/VND bình quân liên ngân hàng đồng thời thu hẹp biên độ tỷ giá giữa thị trường chính thức và phi chính thức. Động thái này ngay lập tức giúp hạ nhiệt thị trường ngoại tệ nhờ đó sẽ hạn chế nhập khẩu, tăng tính cạnh tranh cho các mặt hàng xuất khẩu trong bối cảnh nhập siêu có thể lên trên 12 tỷ USD trong năm nay. Tuy nhiên, một số mặt hàng xuất khẩu lại phải nhập nguyên liệu đầu vào và ngược lại (như dầu thô, dệt may) nên việc thay đổi tỷ giá cần đi kèm với những chính sách hỗ trợ, ưu đãi cho những mặt hàng nằm trong nhóm xuất khẩu đặc biệt và các giải pháp giảm nhập khẩu những hàng hóa không thiết yếu.

Đẩy nhanh giải ngân FDI & ODA

Thu hút vốn FDI trong tháng 11 của Việt Nam đạt 800 triệu USD nâng tổng thu hút vốn từ đầu năm lên mức 19,7 tỷ USD. So với tháng trước thì khả năng thu hút vốn của tháng này đã giảm đi rõ rệt, nhưng thực tế cho thấy vốn FDI đăng ký mới thường giảm và giải ngân lại tăng vào thời điểm một năm tài khóa chuẩn bị trôi qua. Giải ngân vốn FDI trong tháng vừa rồi đạt 1 tỷ USD, cao hơn 200 triệu USD so với tháng trước, đã giúp nâng tổng vốn giải ngân năm nay lên mức 9 tỷ USD. Như vậy Việt Nam đã hoàn thành 98,5% kế hoạch thu hút và 90% kế hoạch giải ngân vốn FDI đề ra cho năm 2009, một kết quả khá khả quan trong bối cảnh kinh tế toàn cầu còn nhiều khó khăn và khả năng thu hút nguồn vốn này của các nước trong khu vực vẫn duy trì ở mức trung bình và thấp.

Giải ngân FDI



Nguồn: MPI

Việc nhiều tổ chức đánh giá Việt Nam là một trong những quốc gia đối phó tốt với khủng hoảng và sớm lấy lại đà tăng trưởng, khoảng 5,2-5,5% trong năm nay tạo tiền đề cho các tổ chức ký kết các hiệp định hỗ trợ vốn cho Việt Nam trong thời gian tới. Chúng tôi dự báo thu hút và giải ngân vốn ODA cả năm nay sẽ đạt lần lượt khoảng năm 5,1-5,3 tỷ USD và 2,9-3,1 tỷ USD.

Với kết quả khả quan từ nguồn vốn FDI và ODA như vậy, chúng tôi cho rằng kinh tế Việt Nam đang dần hồi phục sau khủng hoảng và ngày càng thu hút được sự chú ý của giới đầu tư nước ngoài. Những nguồn vốn này sẽ hỗ trợ rất nhiều cho cán cân thanh toán khi thâm hụt thương mại có xu hướng tăng.

Bình luận một số thay đổi trong chính sách của NHNN

Đã từ khá lâu, sự tồn tại của 2 “thị trường” ngoại tệ với 2 tỷ giá khác nhau đã tạo ra nhiều khó khăn, bất cập đối với hoạt động liên quan tới tỷ giá cũng như tạo ra những khó khăn nhất định đối với công tác điều hành quản lý. Việc tỷ giá tự do liên tục cao hơn tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng đã làm cho các ngân hàng gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận với nguồn ngoại tệ và khó có khả năng đáp ứng nhu cầu của các nhà nhập khẩu. Cán cân thương mại liên tục thâm hụt trong thời gian dài lại góp phần tạo thêm áp lực giảm giá đối với đồng Việt Nam. Nhu cầu đô la lại được đẩy lên cao hơn nữa để nhập vàng khi giá vàng thế giới liên tục phá những mốc kỷ lục mới. Áp lực đó lại được tiếp sức bởi dòng tiền đầu cơ trong nước vốn rất linh hoạt và nhạy cảm đã đẩy tỷ giá tự do lên tới mức kỷ lục khi có lúc tỷ giá tự do đã cao hơn 12% so với tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng.

Trước áp lực đó, Ngân hàng nhà nước đã tiến hành đồng thời một loạt các chính sách điều chỉnh liên quan đến tỷ giá và biên độ giao dịch. Tỷ giá chính thức đã tăng thêm trên 927 đồng, tương đương với mức giảm giá 5,44% của đồng Việt Nam; đồng thời biên độ giao dịch đã thu hẹp từ mức +-5% xuống +-3%. Sau những quyết định thay đổi này, đồng Việt Nam đã giao dịch ở mức 3,35% thấp hơn so với ngày trước đó.

Chúng tôi nhận thấy đây là chính sách mạnh tay của Ngân hàng Nhà nước và ngay sau động thái này, thị trường tự do đã có những phản ứng tức thì khi tỷ giá giảm xuống còn khoảng 19.400 đồng/USD, thu hẹp khoảng cách xuống còn 4,8% so với tỷ giá liên ngân hàng sau điều chỉnh.

Mặc dù tâm lý thị trường có những phản ứng rất khác nhau tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây là một sự điều chỉnh **tích cực cho trung và dài hạn**. Ngoài việc thu hẹp khoảng cách giữa 2 thị trường và ổn định thị trường ngoại tệ, việc này còn hỗ trợ tích cực đối với cán cân thương mại, cán cân thanh toán, ổn định tỷ giá và góp phần thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam trong trung và dài hạn.

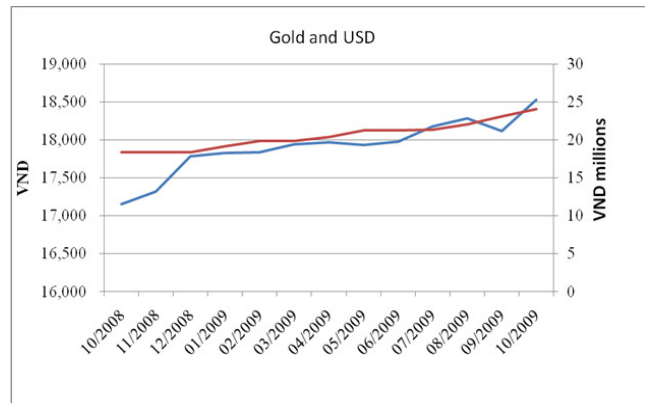
Tuy vậy, sau động thái điều chỉnh nói trên thì **hai tỷ giá vẫn có sự khác biệt** và như vậy vẫn còn sự tồn tại của 2 “thị trường”. Vấn đề chúng tôi đang rất quan tâm là liệu có những giải pháp nào khác được đưa ra để thu hẹp sự khác nhau giữa 2 thị trường này. Trước kia chúng tôi đã từng nhắc tới khả năng NHNN áp dụng chính sách kết hối và điều này cũng được báo chí nhắc tới trong thời gian gần đây, tuy nhiên cho đến thời điểm hiện tại chúng tôi nhận thấy có rất ít khả năng chính sách này sẽ được áp dụng. Việc yêu cầu các Tổng Công ty, Tập đoàn nhà nước bán lại ngoại tệ cho ngân hàng sẽ tạo ra một nguồn cung ngoại tệ khá tích cực trong thời điểm hiện tại, tuy nhiên thực tế khả năng hỗ trợ tỷ giá cũng chưa chắc chắn khi chưa có được con số ước lượng đáng tin cậy về nguồn này.

Chúng tôi nhận thấy vốn đầu tư gián tiếp (FII) là 1 nguồn có khả năng thu hẹp và mang lại sự cân bằng giữa hai thị trường, như đã từng xảy ra trong một số thời điểm trước đây. Tuy nhiên trong năm 2009, lượng vốn FII ước tính đã rút ra khoảng 500 triệu và chúng tôi cho rằng hiện tại chưa phải là thời điểm thuận lợi trong thu hút FII. Điều này có lẽ sẽ đến vào cuối năm 2010 và sang năm 2011. Sau đợt điều chỉnh vừa rồi, chúng tôi cho rằng sẽ có rất ít khả năng NHNN tiếp tục thực hiện những chính sách điều chỉnh mạnh tỷ giá trong 3 quý đầu năm 2010, thay vào đó sự điều chỉnh sẽ được thực hiện từ từ thông qua công cụ tỷ giá liên ngân hàng.

Trong khi chưa có những nguồn hỗ trợ mạnh và nếu thâm hụt thương mại tiếp tục ở mức cao, sự tồn tại của 2 thị trường và sự chênh lệch giữa hai loại tỷ giá có thể tiếp tục tạo ra những vấn đề cần giải quyết trong thời gian tới.

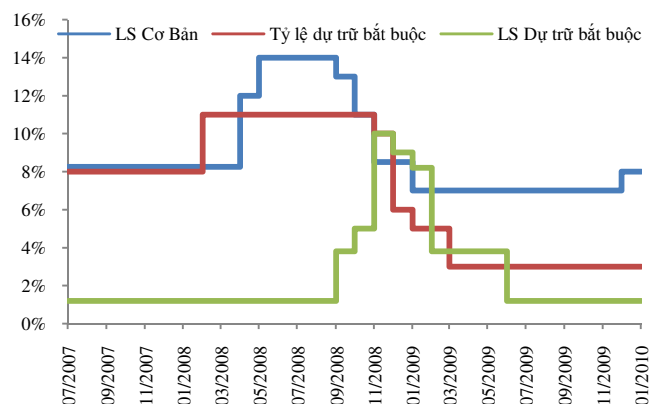
Bên cạnh sự điều chỉnh tỷ giá, NHNN cũng đồng thời tăng lãi suất cơ bản từ 7% lên 8%, đây là đợt điều chỉnh đầu tiên kể từ đầu năm và đánh dấu việc NHNN giảm bớt mức độ nới lỏng tiền tệ sau khi tốc độ tăng trưởng đã lên tới 36% sau 11 tháng đầu năm. Ngoài ra chính sách này cũng giúp phòng ngừa rủi ro lạm phát cho năm 2010 sau thời kỳ tăng trưởng tín dụng mạnh và giúp giảm áp lực lên tỷ giá bằng cách thu hút nguồn tiền tiết kiệm, giảm dòng tiền đầu cơ

Giá vàng và đô la



Nguồn: SBS, GSO, CEIC

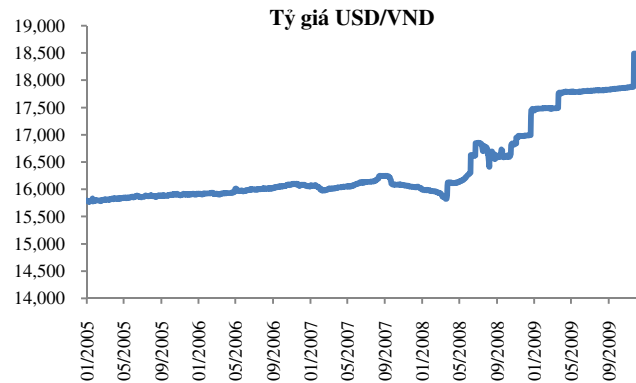
Biến động lãi suất



vào tỷ giá và tăng tính hấp dẫn của trái phiếu.

Với việc lãi suất cơ bản tăng thêm 1%, lãi suất vay vốn của các doanh nghiệp sẽ tăng thêm từ 3% đến 5% vào năm 2010. Điều này chắc chắn sẽ tác động lên tốc độ tăng trưởng tín dụng và do đó chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2010 sẽ thấp hơn so với năm 2009. Chúng tôi dự báo lãi suất cơ bản sẽ được giữ ổn định ở mức này, ít nhất cho đến hết Q1 năm 2010.

Tỷ giá hối đoái



Nguồn: SBS, CEIC

Khuyến nghị đầu tư

Mặc dù thị trường đã điều chỉnh 28% cho tới đáy 462 điểm vào cuối tháng 11, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, sự sụt giảm này mang tính chất kỹ thuật nhiều hơn. Nhưng trong dài hạn, sự hồi phục kinh tế, lạm phát được kiểm soát, giảm thâm hụt thương mại và tăng trưởng bền vững là kết quả của các chính sách vĩ mô hợp lý sẽ là động lực hỗ trợ mạnh cho thị trường chứng khoán. Nói cách khác, tâm lý không vững vàng đã từng đẩy thị trường giảm sâu và gây ra áp lực bán giải chấp đã tạo ra một đợt điều chỉnh kỹ thuật chứ không phải là một kênh xu hướng đi xuống. Cơ hội mua vào sẽ trở nên lớn và rõ ràng hơn trong những phiên thị trường giảm sâu, trong khi đó thị trường sẽ bật lên mạnh hơn sau khi thị trường chạm mức giá hấp dẫn.

Như chúng tôi đã nói, chi phí lãi vay của các doanh nghiệp trong năm 2010 sẽ tăng lên từ 3-5% so với năm 2009. Với giả định lạc quan về sự phục hồi tăng trưởng sau khủng hoảng của các doanh nghiệp, tăng trưởng doanh thu cao hơn sẽ bù đắp được cho tăng trưởng chi phí. Chúng tôi lạc quan dự báo tăng trưởng gộp lợi nhuận bình quân của các doanh nghiệp sẽ đạt mức bình quân 10% cho toàn thị trường.

Xét trên nền tảng của các yếu tố cơ bản, tăng trưởng 10% lợi nhuận sau thuế cũng đồng nghĩa với EPS của cổ phiếu tăng lên 10% nếu bỏ qua yếu tố pha loãng cổ phiếu, nếu tốc độ tăng trưởng lợi nhuận được giữ ổn định, P/E năm 2010 của thị trường sẽ tiếp tục giảm. Đối với nhóm blue chip dẫn đầu, P/E của nhóm này theo tính toán của chúng tôi hiện ở mức 12,5 lần, thấp hơn 17% so với khi thị trường ở mức 600 điểm. Bên cạnh P/E, chỉ số P/B của thị trường cũng cho thấy rằng mức giá của thị trường so với giá trị sổ sách hiện tại là hấp dẫn và P/B sẽ trở nên hấp dẫn hơn nhiều khi thị trường điều chỉnh mạnh. Trong năm 2009, giá trị sổ sách của nhiều cổ phiếu được cải thiện đáng kể do các công ty thực hiện tăng vốn thành công, kèm theo đó là xu hướng thích nhận cổ tức bằng cổ phiếu cũng giúp các công ty duy trì được lợi nhuận chưa phân phối ở mức khá cao.

Cho tới thời điểm hiện tại, sự điều chỉnh sâu đã khiến cơ hội đầu tư trở nên rõ ràng và phong phú hơn. Khi thị trường đã điều chỉnh giảm nhanh hơn nhiều so với khi đi lên đã khiến chúng tôi tin rằng, đợt điều chỉnh sâu và mạnh này sẽ là cơ sở cho một đợt tăng giá vững chắc mới. Có thể, xu hướng đi lên qua từng ngành sẽ được lặp lại. Tuy vậy, một rủi ro đối với lợi nhuận trong quý 4 của các doanh nghiệp đó là nhiều doanh nghiệp có thể sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá đầu tài chính hoặc rủi ro biến động tỷ giá cũng như rủi ro về giá nguyên vật liệu đầu vào tăng lên. Chiến lược đầu tư hợp lý trong thời gian tới đó là tập trung vào những cổ phiếu có các yếu tố cơ bản tốt, ít chịu rủi ro về tỷ giá cũng như dự phòng và đạt tăng trưởng tốt trong năm 2010. Trong thời gian vừa qua, nhà đầu tư đã sử dụng đòn bẩy tài chính như là một công cụ rất hữu hiệu, tuy nhiên, khi chi phí lãi vay hiện tại đang lên cao từ việc tăng lãi suất cơ bản, thì việc giảm tỷ lệ sử dụng đòn bẩy tài chính cũng sẽ là một quyết

định hợp lý.

Ngành	CP	Giá TT	EPS2009	EPS2010	Dự phóng P/E		Kỳ vọng P/E	
					2009	2010	2009	2010
Tài chính								
1	VCB	47,000	4,300	4,500	12	11	15	20
2	ACB	39,000	3,680	3,800	11	11	15	17
3	STB	25,300	3,100	3,267	9	9	15	15
Cao su								
4	TRC	68,500	4,800	6,200	15	11	14	15
5	DPR	59,500	4,600	6,000	13	10	14	15
6	DRC	120,000	22,000	12,500	7	12	8	15
7	CSM	87,500	12,000	7,900	8	13	8	15
Thép								
8	HPG	62,500	7,000	7,000	10	10	13	15
9	HLA	29,300	4,300	4,100	9	9	11	12
10	HSG*	46,900	3,400	5,500	16	10	12	14
Thực phẩm								
11	VNM	79,000	7,000	6,000	12	14	16	18
12	NKD	42,000	7,000	7,500	8	8	11	14
13	LSS	39,900	5,000	5,000	9	9	12	12
14	KDC	78,000	7,900	5,500	11	15	12	15
Nhựa								
15	NTP	109,000	13,665	9,500	9	13	13	15
16	BMP	119,000	13,000	9,000	11	15	13	15
Bất động sản								
17	ITC	74,000	5,500	5,500	16	16	15	15
18	TDH	90,500	7,500	8,000	14	13	13	15
19	DIG	99,000	10,000	10,000	12	12	13	15
20	BCI	57,500	3,700	4,000	19	17	15	15
21	CII	56,000	6,750	6,500	10	10	13	13
22	HAG	65,000	9,000	10,000	8	7	13	15
Khác								
23	DPM	36,300	3,600	4,200	11	10	12	15
24	PVD	85,500	8,200	8,000	10	10	13	15
25	VSC	88,500	11,000	11,300	10	10	12	12
26	PPC	19,000	3,000	3,000	8	8	10	11
27	VSH	18,400	2,765	2,700	13	13	10	11

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN

Văn phòng TP.HCM

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q3, TP.HCM, Việt Nam

Tel : 84-8-62686868 ; Fax : 84-8-62595939

Văn phòng Hà Nội

Tầng 6, 7, 88 Lý Thường Kiệt, Hà Nội, Việt Nam

Tel : 84-4-39428076 ; Fax : 84-4-39410233

Hỗ trợ khách hàng

Tel: 84-8-914 7417, 84-8-914 7418

Email: support@sbsc.com.vn

Web: www.sbsc.com.vn

Liên hệ

Lê Bá Hoàng Quang – Trưởng phòng phân tích CNHN

quang.lbh@sbsc.com.vn

Trần Vũ Ngọc – ngoc.tv@sbsc.com.vn

Nguyễn Quý Thịnh – thinh.nq@sbsc.com.vn

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của chuyên viên phân tích tại ngày đưa ra bản báo cáo. Bản báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản báo cáo này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản báo cáo này