

## TÓM TẮT

## KINH TẾ VĨ MÔ

Kinh tế Việt Nam đang và sẽ phải đương đầu với các thách thức không nhỏ về chất lượng tăng trưởng, cân cân thanh toán, thâm hụt ngân sách trên con đường hồi phục sau khi thoát ra khỏi đáy.

Nhìn sang năm 2010, các yếu tố hỗ trợ bên ngoài đối với kinh tế Việt Nam có thể khả quan hơn so với đáy khủng hoảng thế giới của năm 2009 nhờ xuất khẩu và FDI. Sự bền bỉ của khu vực tư nhân sẽ tiếp tục là động lực quan trọng trong cả tiêu dùng và sản xuất đối với nền kinh tế. Lạm phát trong năm 2010 cũng sẽ chịu áp lực lớn hơn chủ yếu do yếu tố trong nước khi có những điều chỉnh đáng kể về giá than, điện và lương cơ bản trong năm cũng như tác động trễ của chính sách tiền tệ nới lỏng.

Tựu chung lại, chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng GDP 6,5% và lạm phát 1 con số trong năm 2010 của chính phủ không đơn giản song cũng không phải là ngoài tầm với. Đánh đổi về ổn định vĩ mô để tăng trưởng vững hơn trong 3-5 năm tới hay là tăng trưởng cao hơn trong năm 2010 với những hệ lụy kèm theo sẽ là một bài toán hóc búa với các nhà hoạch định chính sách.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

**Thị trường thế giới:** Các chỉ số của thị trường chứng khoán thế giới có mức tăng điểm mạnh trong năm 2009, dẫn đầu bởi các thị trường mới nổi, đặc biệt là Trung Quốc nhờ vào việc lãi suất được duy trì ở mức thấp cũng như các biện pháp kích thích kinh tế của các chính phủ đã bước đầu mang lại những tác dụng tích cực. Triển vọng của thị trường chứng khoán thế giới trong năm 2010 vẫn tích cực, tuy nhiên khó có thể diễn biến một chiều mà phụ thuộc nhiều vào mức độ bền vững của sự phục hồi kinh tế thế giới.

**Thị trường Việt Nam:** TTCK Việt Nam sau đợt điều chỉnh mạnh cuối năm đã xuống đến mức giá khá thấp nếu so sánh với các nước Châu Á trong khu vực. Trong khi đó tốc độ tăng trưởng kinh tế 6,5% theo kế hoạch của Chính Phủ dự kiến trong năm 2010 lại là một mức khá cao. Đây chính là lý do thị trường Việt Nam trở nên hấp dẫn đối với NĐTNN.

Mặc dù mức giá đã khá rẻ, nhưng sự phục hồi của thị trường chứng khoán sẽ phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố nội tại của nền kinh tế, hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và các biến động trong điều hành chính sách tiền tệ.

Nếu Chính phủ Việt Nam thực sự tạo được niềm tin rằng kế hoạch tăng trưởng 6,5% có thể đạt được và nền tảng cho tăng trưởng cao hơn ở năm 2011 được xây dựng vững chắc thì TTCK mới có khả năng hồi phục bền vững trong năm 2010. Nếu không, TTCK sẽ ở thể cầm chừng và đi ngang.

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT:

Các vùng hỗ trợ và kháng cự quan trọng của Vn-Index vào tháng 12 năm 2009 được chúng tôi bảo lưu cho nhận định cho tháng 1 năm 2010, bao gồm:

Vùng hỗ trợ 1	Vùng hỗ trợ 2	Vùng kháng cự 1	Vùng kháng cự 2
469-481	425-434	509-520	531-550

## CHỦ ĐỀ TỔNG KẾT NĂM

Dựa vào những giả định vĩ mô trong năm tới, chúng tôi đưa ra nhận định về bức tranh doanh thu lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết trong năm 2010, đồng thời khuyến nghị một số ngành có khả năng sẽ có triển vọng tốt.

Điểm tích cực của 2010 là doanh thu sẽ tăng cao hơn so với năm 2009, ở mức 23% so với 15% năm 2009. Tuy nhiên, tăng trưởng LNST 2010 sẽ thấp hơn do tăng chi phí đầu vào, tăng chi phí lãi vay, giảm hỗ trợ thuế từ chính phủ và yếu tố lợi nhuận đột biến ít có khả năng xuất hiện. Tăng trưởng EPS 2010 đối với nhiều doanh nghiệp có thể giảm do rủi ro pha loãng cổ phiếu.

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị lựa chọn những công ty có yếu tố cơ bản tốt, với mức tăng trưởng tích cực trong những năm tới và mức định giá hợp lý. Trên góc độ ngành, chúng tôi cho rằng một số ngành như nông nghiệp, nguyên vật liệu cơ bản, thủy sản, dược, công nghiệp, bất động sản và ngân hàng sẽ có triển vọng tốt.

1C Ngô Quyền - Hà Nội

ĐT: (844) 3936 6321

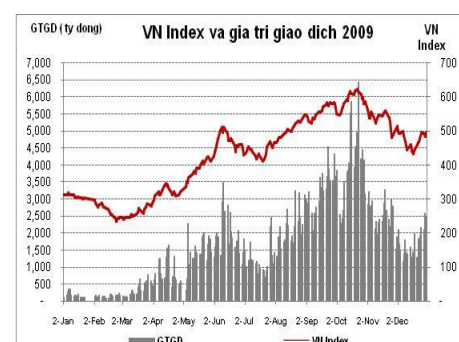
Fax: (844) 3936 6319

[ssiresearch@ssi.com.vn](mailto:ssiresearch@ssi.com.vn)

## NỘI DUNG CHÍNH

Kinh tế vĩ mô	Trang 2
Thị trường Chứng khoán	Trang 4
Phân tích kỹ thuật	Trang 9
Chủ đề tổng kết năm 2009	Trang 12
Cập nhật SSI 30	Trang 15
Thống kê thị trường	Trang 16

## Diễn biến VNIndex và HNX Index



Nguồn: HNX, HOSE

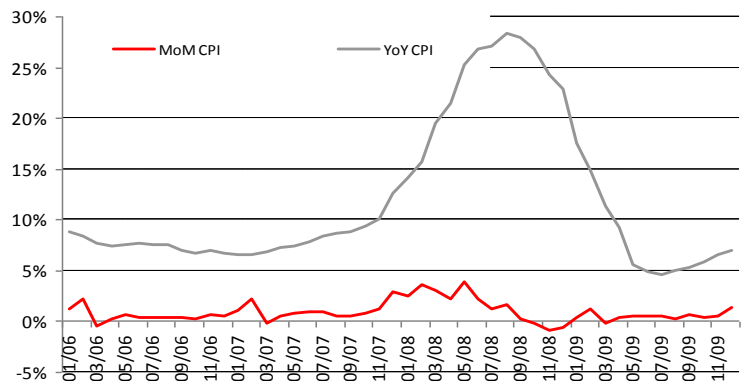
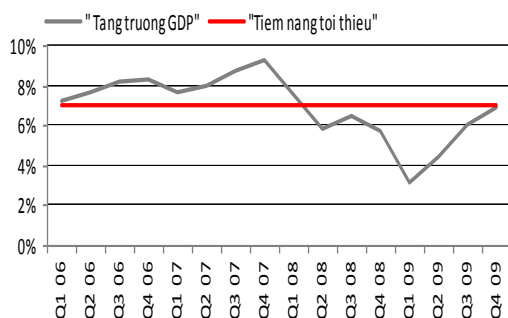
## KINH TẾ VĨ MÔ

### KINH TẾ THẾ GIỚI

- ❖ Kinh tế thế giới năm 2009 có hai pha rõ rệt. Hai quý đầu năm chứng kiến đáy của khủng hoảng và suy thoái kinh tế. Ngoại trừ Úc, các nền kinh tế lớn thuộc G7 như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản rơi vào đáy trong quý 1 và bắt đầu từ quý 3 GDP theo quý tăng trưởng trở lại sau 3 đến 4 quý trước đó liên tục có tăng trưởng âm. Với các nền kinh tế có tăng trưởng như Trung quốc, Ấn Độ (và cả Việt Nam) quý 1 có mức tăng trưởng GDP tính theo năm thấp nhất và mức tăng trưởng này tăng dần qua các quý.
- ❖ Năm 2009 cũng chứng kiến các chính sách kinh tế mạnh mẽ nhất để chống khủng hoảng ở cả hai mặt trận tài khóa và tiền tệ trên phạm vi toàn cầu. Các chính phủ mạnh tay tăng chi đầu tư và chấp nhận thâm hụt ngân sách cao. Lãi suất thấp và tiền tệ nới lỏng được thực thi ở hầu hết các quốc gia trên thế giới. Song trong năm 2009 tăng trưởng tín dụng cao cho doanh nghiệp và tiêu dùng chỉ xảy ra ở các nước đang phát triển mà lại khá ẻo lợt ở các nền kinh tế trong tâm bão khủng hoảng tài chính do hai nguyên nhân mang tính dài hạn. Thứ nhất, người tiêu dùng vốn đã vay nợ quá nhiều trong thời gian trước khi bị giảm tài sản (nhà và chứng khoán) và thu nhập (do thị trường lao động ảm đạm) bắt buộc phải giảm vay nợ mới. Thứ hai, hệ thống ngân hàng đang gồng mình chống chịu hậu quả thua lỗ nặng nề của khủng hoảng tài chính nên tiền bơm ra từ các NHTƯ được các định chế còn tương đối khỏe sử dụng vào các mục đích đầu tư kiếm lời trên thị trường tài chính còn các định chế yếu hơn thì được dùng để đối phó căng thẳng thanh khoản và các thua lỗ tín dụng do khủng hoảng đang còn bộc lộ (năm 2009, Mỹ đóng cửa 140 ngân hàng cỡ nhỏ bị phá sản).
- ❖ Rõ ràng, không chỉ mất 1 vài năm để có thể điều chỉnh sự mất cân đối mang tính cơ cấu của kinh tế thế giới khi tăng trưởng kinh tế toàn cầu quá phụ thuộc vào tiêu dùng tại các nước phát triển và xuất khẩu của các nền kinh tế đang trỗi dậy. Thất nghiệp cao và sự hồi phục chậm của tín dụng là lực cản lớn nhất mang tính cơ cấu dài hạn cho hồi phục kinh tế tại các nước lớn trong năm 2010. Sự bền vững của khu vực tư nhân khi các chính sách kích thích kinh tế được giảm bớt đáng kể trong năm 2010 cũng là một câu hỏi lớn với tất cả các nền kinh tế có hay không tăng trưởng trong năm 2009. Quá trình tái cơ cấu kinh tế hướng vào tiêu dùng nội địa tại các nền kinh tế lớn đang trỗi dậy của châu Á, Mỹ La Tinh hiện được xem là cực tăng trưởng mới của thế giới bắt đầu từ năm 2009 sẽ tiếp tục phát huy tác dụng tích cực trong năm 2010. Theo đánh giá chung, trong năm 2010 sự hồi phục của sản xuất công nghiệp, dịch vụ và GDP của các nước lớn đều sẽ tiếp tục song ở mức độ thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước khủng hoảng. Khả năng chứng kiến một sự hồi phục mạnh mẽ của kinh tế toàn cầu và kèm theo đó là áp lực cao lên mặt bằng giá cả trong năm 2010 là không cao.

### KINH TẾ VIỆT NAM

- ❖ Cùng trong xu thế của chậm đáy rồi hồi phục của thế giới, kinh tế Việt Nam cũng có những bước chuyển tích cực rõ ràng qua từng quý. Tăng trưởng GDP so với cùng kỳ năm trước thấp nhất ở mức 3,1% trong quý 1 và tăng lên mức cao nhất 6,9% trong quý 4 để đạt mức tăng cả năm 5,32%, cao hơn so với mục tiêu điều chỉnh 5,2% trong kỳ họp quốc hội giữa năm. Lạm phát được khống chế ở mức 6,88%, mức thấp nhất trong 6 năm qua. Chính sách kích thích kinh tế với gói bù lãi suất và mức tăng trưởng tín dụng 37,7% cùng với kích thích tài khóa đẩy thâm hụt ngân sách lên mức 7% của GDP đã có những tác dụng tích cực với kinh tế. Sự bền bỉ của khu vực tư nhân cũng được thể hiện rõ qua mức tăng tiêu dùng vẫn khá ổn định khi tổng mức tiêu thụ hàng hóa bán lẻ tăng khoảng 11% về khối lượng so với cùng kỳ năm trước sau khi chỉ tăng khoảng 7% trong năm 2008. Các chỉ số về tăng trưởng công nghiệp, dịch vụ là những động lực chính cho tăng trưởng kinh tế đều cho thấy mức tăng thấp hơn mức tiềm năng và bình quân của thời kỳ trước 2008. Sản lượng công nghiệp tăng 7,6% so với mức tiềm năng 10-11%, trong khi đó dịch vụ tăng khoảng 6,6% so với mức tiềm năng 7,5-8%.



- ❖ Thách thức phát sinh trên con đường hồi phục kinh tế của Việt Nam không phải nhỏ. Nhập siêu đã quay trở lại trên ngưỡng 10 tỷ USD, đạt 12 tỷ USD. Thâm hụt cán cân vãng lai ước ở mức 9% GDP so với ngưỡng ổn định dưới 5% GDP nên có. Thâm hụt cán cân thanh toán ước tính 1,8 tỷ USD trong khi tổng dự trữ ngoại hối của Việt Nam ước ở mức 17-18 tỷ USD vào cuối năm nay. Phát hành trái phiếu để huy động vốn cho đầu tư công rất khó khăn trong năm 2009 trong khi áp lực trả gốc nợ chính phủ sẽ gia tăng đáng kể từ năm 2010. ICOR trong năm 2009 đã tăng lên 8 so với mức 6,6 trong năm 2008 cho thấy chất lượng của tăng trưởng vẫn chưa có nhiều cải thiện khi tăng trưởng dựa quá nhiều vào tăng vốn đầu tư mà chưa tạo ra tăng năng suất và hiệu quả lao động. Với mức tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2009 trong khi lãi suất bị đóng khung đã tạo ra mất cân đối đáng kể về cung cầu tiền tệ, tín dụng, đẩy lãi suất huy động và cho vay của thị trường lên một mặt bằng khá cao so với đầu năm 2009. Nguồn cung tín dụng đã thất lại đáng kể một cách tự nhiên mặc dù NHNN chưa sử dụng biện pháp thắt chặt tiền cơ sở.
- ❖ Nhìn sang năm 2010, các yếu tố hỗ trợ bên ngoài đối với kinh tế Việt Nam có thể khả quan hơn so với đáy khủng hoảng thế giới của năm 2009 khi chúng ta có thể kỳ vọng vào tăng trưởng trở lại của kim ngạch xuất khẩu và sự ổn định của dòng vốn FDI. Sự bền bỉ của khu vực tư nhân sẽ tiếp tục là động lực quan trọng trong cả tiêu dùng và sản xuất đối với nền kinh tế. Những thách thức trong năm 2009 vẫn tiếp tục tồn tại song các yếu tố tiền tệ tín dụng dần ổn định sẽ tạo đà tăng trưởng vững chắc hơn cho nền kinh tế trong nửa sau năm 2010. Cán cân thanh toán quốc tế trong năm 2010 cũng vẫn duy trì thâm hụt nhẹ và tỷ giá VND có thể tiếp tục được điều chỉnh giảm khoảng 4-5% cho phù hợp.
- ❖ Lạm phát trong năm 2010 cũng sẽ chịu áp lực lớn hơn chủ yếu do yếu tố trong nước khi có những điều chỉnh đáng kể về giá than, điện và lương cơ bản trong năm cũng như tác động trễ của chính sách tiền tệ nới lỏng. Yếu tố giá thế giới cũng không có áp lực lớn khi giá nguyên liệu cơ bản sẽ khó tăng mạnh như năm 2009 trong bối cảnh kinh tế thế giới nhiều khả năng hồi phục từ từ. Với sự thận trọng hơn của chính sách tiền tệ và sức cầu không hồi phục mạnh trên diện rộng, mức tăng giá cũng sẽ được khống chế một phần khi các nhà sản xuất không thể chuyển toàn bộ áp lực tăng chi phí đầu vào sang người tiêu dùng ở các lĩnh vực có sự cạnh tranh cao.
- ❖ Tựu chung lại chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng GDP 6,5% và lạm phát 1 con số trong năm 2010 của chính phủ không phải là nhiệm vụ đơn giản song cũng không phải là ngoài tầm với. Đánh đổi về ổn định vĩ mô để tăng trưởng vững hơn trong 3-5 năm tới hay là tăng trưởng cao hơn trong năm 2010 với những hệ lụy kèm theo sẽ là một bài toán hóc búa với các nhà hoạch định chính sách.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI

*Các chỉ số của thị trường chứng khoán thế giới có mức tăng điểm mạnh trong năm 2009, dẫn đầu bởi các thị trường mới nổi, đặc biệt là Trung Quốc nhờ vào việc lãi suất được duy trì ở mức thấp cũng như các biện pháp kích thích kinh tế của các chính phủ đã bước đầu mang lại những tác dụng tích cực. Triển vọng của thị trường chứng khoán thế giới trong năm 2010 vẫn tích cực, tuy nhiên khó có thể diễn biến một chiều mà phụ thuộc nhiều vào mức độ bền vững của sự phục hồi kinh tế thế giới.*

#### Các chỉ số chứng khoán chính trên thế giới trong năm 2009

Chỉ số	31/12/2008	31/12/2009	% Chênh lệch
DJI AVE	8776.39	10428.05	18.82%
S&P500	903.25	1115.1	23.45%
NASDAQ COMPOSITE	1577.03	2269.15	43.89%
NIKKEI	8859.56	10546.44	19.04%
HANG SENG	14387.48	21872.5	52.02%
SHANGHAI COMPOSITE	1820.8	3277.14	79.98%
DAX	4810.2	5957.43	23.85%
FTSE 100	4434.17	5412.88	22.07%
CAC 40	3217.97	3936.33	22.32%

Nguồn: Bloomberg

- ❖ Thị trường chứng khoán thế giới có một năm 2009 giao dịch rất thành công, với việc tăng điểm mạnh trên tất cả các thị trường chính (riêng thị trường Mỹ có mức tăng điểm cao nhất kể từ năm 2003). Các thị trường mới nổi, đặc biệt là Trung Quốc, có mức tăng điểm mạnh nhất, tiếp sau là các nền kinh tế phát triển. Đà giảm điểm của năm 2008 kéo dài trong những tháng đầu năm, và sau khi chạm đáy vào trung tuần tháng Ba, các chỉ số đều tăng điểm liên tục trở lại cho đến cuối năm với khá ít các giai đoạn điều chỉnh. Điều này có được là nhờ việc lãi suất được duy trì ở mức thấp và các chương trình hỗ trợ kinh tế của các chính phủ đã bắt đầu mang lại những dấu hiệu khả quan đối với kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cũng như bước đầu khôi phục được niềm tin của người tiêu dùng. Niềm tin của nhà đầu tư đã dần dần được phục hồi với việc chỉ số VIX giảm khá mạnh và duy trì ở mức thấp hơn thời điểm Lehman Brothers phá sản. Giá cả hàng nguyên liệu cơ bản cũng phục hồi cùng với thị trường, được hỗ trợ thêm bởi sự yếu đi của đồng USD, Đáng chú ý là giá vàng có giai đoạn tăng khá mạnh vào cuối năm và giữ vững ở mức 1100 USD/ounce, nhờ việc nhu cầu mua vàng từ các ngân hàng trung ương bất ngờ tăng cao.
- ❖ Mối quan tâm của nhà đầu tư có lẽ sẽ tập trung vào tác động của việc chấm dứt các biện pháp kích thích kinh tế cũng như việc tăng lãi suất của các ngân hàng trung ương đối với thị trường chứng khoán. Theo chúng tôi trong ngắn hạn điều này có thể có tác động tiêu cực đến thị trường, nhưng rõ ràng các động thái này là cần thiết để kiểm chế lạm phát và cùng với những dấu hiệu tích cực rõ ràng hơn về sự hồi phục của nền kinh tế, nhu cầu đầu tư sẽ vẫn có thể tiếp tục tăng lên. Đối với quý I/2010, khi tác động của các biện pháp kích thích kinh tế vẫn duy trì ở mức cao, cộng với căng thẳng trên thị trường lao động vẫn tồn tại thì các doanh nghiệp tiếp tục có cơ hội cải thiện doanh thu và lợi nhuận, và điều này sẽ giúp thị trường tăng điểm. Khó khăn có thể sẽ đến vào quý II hoặc đầu quý III, thời điểm FED có thể sẽ tăng lãi suất và tác động của các biện pháp kích thích kinh tế đã phai nhạt dần. Nhưng việc doanh nghiệp có thể tiếp tục tuyển dụng trở lại để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của nền kinh tế (để bù đắp khoảng cách giữa tiêu dùng và sản xuất, hiện vẫn đang ở mức cao) sẽ phát ra tín hiệu tích cực đối với các nhà đầu tư trong các quý cuối của năm 2010. Triển vọng của thị trường chứng khoán thế giới trong năm 2010 nhìn chung tích cực để hòa nhập với sự hồi phục của nền kinh tế thế giới, nhưng phụ thuộc nhiều vào tính bền vững của đợt hồi phục này.



## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

## NHÌN LẠI TTCK VIỆT NAM 2009

Năm 2009 đã chứng kiến sự hồi phục của TTCK Việt nam sau thời kỳ suy thoái của năm 2008. VNIndex năm 2009 đã tăng 57% so với mức giảm 66% của năm 2008. Nhìn lại cả năm 2009 thì TTCK Việt nam đã trải qua 5 giai đoạn chính như sau:

## Năm giai đoạn của TTCK Việt nam năm 2009 và những yếu tố tác động



Nguồn: Reuters, SSI

- Giai đoạn đầu năm từ 2/1 đến 24/2:** là giai đoạn tiếp nối chuỗi giảm điểm từ năm 2008 và mức đáy 234,66 của VNIndex đã thiết lập vào ngày 24/2. Trong giai đoạn này, các biện pháp hỗ trợ kinh tế của Việt Nam mới thực hiện từ cuối tháng 1 chưa đủ thời gian để phát huy tác dụng. TTCK thế giới vẫn bị bao trùm trong sự hoài nghi về con số thiệt hại mà các ngân hàng Mỹ phải gánh chịu và nguy cơ phá sản của các ngân hàng vẫn còn rất lớn.
- Giai đoạn phục hồi nhanh 25/2 – 10/6:** VNIndex đã tăng 118% trong 72 ngày với 3 đợt sóng lên, các sóng càng về sau càng có tốc độ tăng nhanh. NĐT trong nước, trong đó có phần quan trọng của các nhà đầu tư cá nhân, đã mạnh dạn mua vào ở vùng đáy và giúp TTCK lấy lại được động lực. Tiếp theo đó, các gói kích thích kinh tế quy mô lớn được chính phủ các nước áp dụng đã làm tăng niềm tin của giới đầu tư. TTCK thế giới bắt đầu phục hồi đã tiếp thêm đà cho TTCK Việt nam.

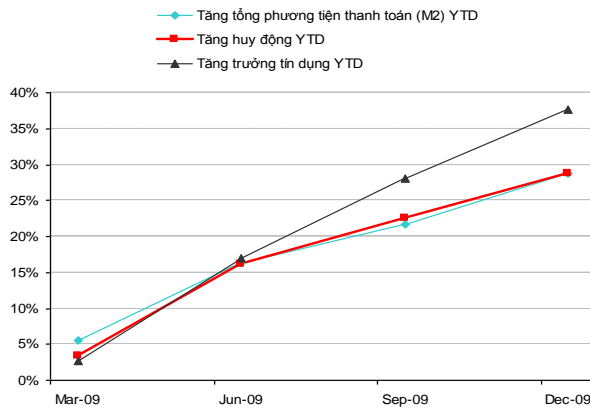
Tăng trưởng tín dụng và giải ngân vốn hỗ trợ lãi suất của Việt nam tăng nhanh từ tháng 3 (tăng trưởng tín dụng tháng 4 và 5 là 4,8% và 4,2%). Thời gian này chưa có sự kiểm tra chặt chẽ đối với việc sử dụng tín dụng đúng mục đích nên nhiều khả năng một phần tín dụng mới đã làm tăng luồng tiền cho TTCK (chỉ từ giữa tháng 6, NHNN mới có những văn bản yêu cầu kiểm tra sát sao việc cho vay tiêu dùng, đầu tư bất động sản và chứng khoán). Ban đầu nhiều NĐT tổ chức còn nghi ngại về xu hướng tăng nhưng sau đó cũng đã bắt đầu vào cuộc. Trong thời gian này cũng xuất hiện sự tham gia tích cực trở lại của NĐTNN với 2 đợt mua thấp bán cao rất nhịp nhàng (xem chart mua-bán của NĐTNN).

- Giai đoạn điều chỉnh từ 12/6-20/7:** sau một thời gian tăng nóng, sự điều chỉnh đến như một tất yếu. Tuy nhiên trong giai đoạn này không có nhiều thông tin tiêu cực mà ngược lại, những biện pháp kích thích kinh tế đã bắt đầu phát huy tác dụng. Sản xuất công nghiệp ước tính tăng 8,2% trong tháng 6 (cao hơn 7,2% của tháng 7 và hơn hẳn mức 2,5% của quý 1), chỉ số bán lẻ tăng 8,8% (cuối năm 2008 là 6,5%), ước tính GDP cuối 2009 được điều chỉnh tăng lên so với trước (trong kịch bản lạc quan, GDP 2009 được ước tính là 4,9%). Sự điều chỉnh mang tính kỹ thuật của thị trường Việt Nam trong khi TTCK thế giới lại tăng điểm khá mạnh đã tạo ra một sự kìm nén đối với sức cầu. Và khi được giải tỏa, sức cầu đã làm VNIndex bật mạnh trong những ngày cuối tháng 7 và sau đó là đợt sóng lên kéo dài 3 tháng.
- Giai đoạn tăng điểm từ 22/7-22/10:** nếu như đợt tăng điểm trong giai đoạn đầu năm phần nào đền bù niềm tin và luồng tiền thì đợt tăng điểm lần này có thêm sự hỗ trợ mạnh bởi các dấu hiệu hồi phục kinh tế trong nước và quốc tế. GDP quý 2 của Đức và Pháp, 2 nền kinh tế lớn nhất Châu Âu tăng trưởng dương 0,3% sau khi giảm 4 quý trước đó. GDP của Nhật tăng 0,9% và Mỹ giảm -1%, thấp hơn so với dự báo -1,5%.

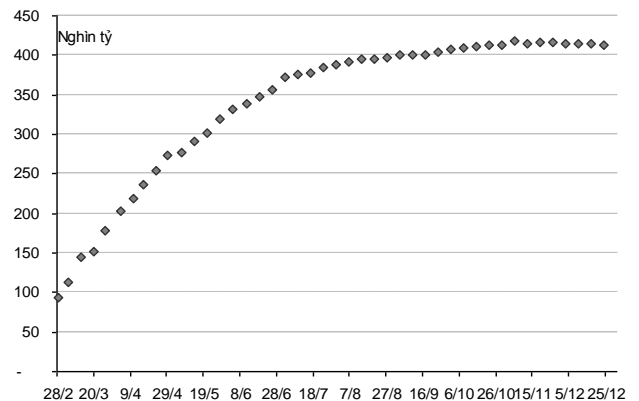
Đầu tháng 8 cũng đã có đề xuất cho gói kích thích kinh tế thứ 2 và nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng trong năm 2009 từ 27% lên 30%, điều này thêm củng cố cho luồng tiền đổ vào TTCK. Các thông tin về KQKD và chia thưởng cổ phiếu được tận dụng để nâng giá cổ phiếu. Nhóm cổ phiếu BĐS được chú ý từ cuối tháng 8 đã trở thành động lực kéo thị trường vào tháng 9 trong bối cảnh thị trường BĐS khá khởi sắc so với đầu năm nhờ luồng tiền từ gói kích thích kinh tế.

Cuối tháng 9, đầu tháng 10 mặc dù thị trường điều chỉnh do đã tăng điểm khá mạnh trong 2 tháng nhưng luồng tiền từ đòn bẩy tài chính trong tháng 10 đã một lần nữa làm tăng sức cầu và đẩy thị trường lên đỉnh cao mới. Chính bởi lượng đòn bẩy lớn, TTCK trở nên rất nhạy cảm với các chính sách vĩ mô và tiền tệ, đây chính là tiền đề để cho đợt điều chỉnh kéo dài cho đến hết năm 2009.

**Tăng trưởng tín dụng tăng liên tục kể từ quý 2 cho đến hết năm. Một phần trong đó đã chảy vào TTCK**



**Vốn hỗ trợ lãi suất được giải ngân nhanh trong thời gian từ tháng 2 đến tháng 6 thúc đẩy tăng trưởng tín dụng**

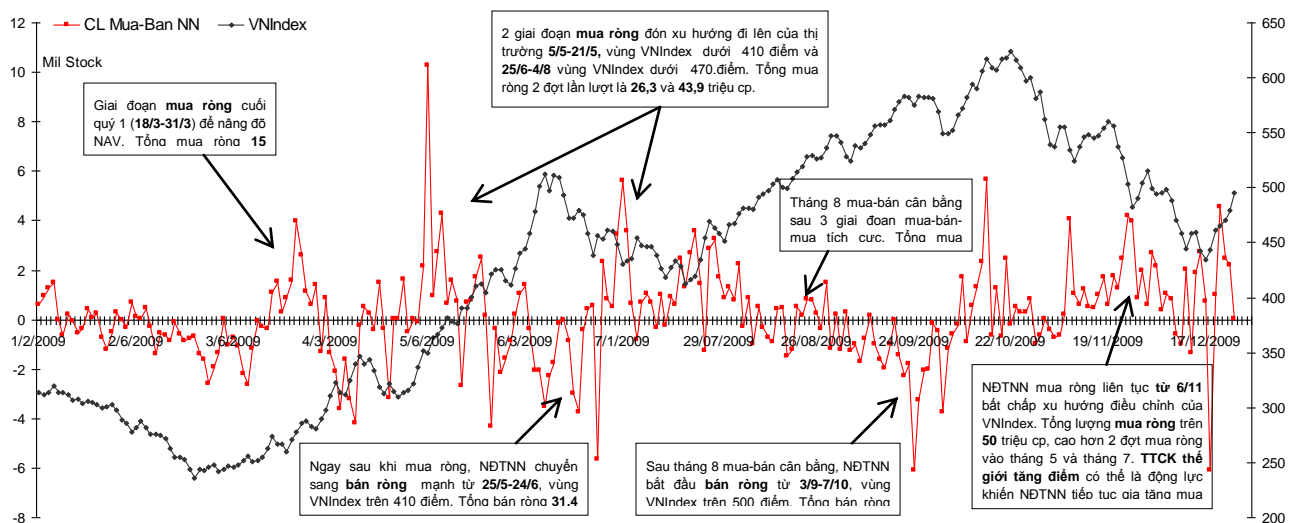


Nguồn: NHNN

5. **Đợt điều chỉnh từ 23/10 đến cuối năm:** bắt đầu bằng phiên ngày thứ 6, 23/10 với KLGD kỷ lục thị trường bắt đầu chu kỳ điều chỉnh bởi nhiều thông tin không tích cực từ chính sách vĩ mô và tiền tệ. Bên cạnh các tin đồn về thắt chặt chính sách tiền tệ khiến thị trường nhiều lúc chao đảo, sự căng thẳng thanh khoản của hệ thống ngân hàng và diễn biến bất thường của giá vàng, ngoại tệ cũng có những tác động lớn đến TTCK.

Nhưng tác động mạnh nhất đến thị trường phải kể đến việc NHNN bất ngờ quyết định nâng lãi suất cơ bản vào cuối tháng 11. Sự điều chỉnh này thể hiện sự thay đổi trong chính sách vĩ mô từ hỗ trợ tăng trưởng sang hướng ổn định vĩ mô (kèm theo là hạn chế nới lỏng tín dụng) sau khi kỳ họp Quốc Hội kết thúc.

**Chart. Diễn biến mua-bán đáng chú ý của khối NĐT nước ngoài trong năm 2009**



Nguồn: Reuters, HOSE, SSI

## Yếu tố hỗ trợ TTCK tăng điểm trong năm 2009

Nhìn lại 2 đợt tăng điểm trong năm 2009 có thể thấy có 2 yếu tố hỗ trợ quan trọng là yếu tố cơ bản của doanh nghiệp và yếu tố luồng tiền cho TTCK

- ❖ Xét ở khía cạnh doanh nghiệp, kết quả kinh doanh của các công ty niêm yết đã có sự cải thiện đáng kể so với cuối năm 2008.

Ngành xây dựng & vật liệu xây dựng có thể nói là ngành được hưởng lợi trực tiếp nhiều nhất từ gói kích thích kinh tế do nhiều dự án xây dựng cơ sở hạ tầng được tập trung giải ngân bằng nguồn vốn nhà nước. Một số ngành sản xuất và hàng tiêu dùng nhờ có giá nguyên vật liệu giảm thấp trong suy thoái nên đã gia tăng được tỷ suất lợi nhuận và có tăng trưởng lợi nhuận tốt. Các doanh nghiệp có đầu tư tài chính đã có nguồn thu lớn từ hoàn nhập dự phòng và lãi đầu tư chứng khoán trong khi các doanh nghiệp bất động sản cũng có hoạt động tốt hơn nhờ luồng tiền từ gói kích thích kinh tế đã làm ấm lại thị trường BĐS. Ngành ngân hàng sau một năm 2008 vô cùng khó khăn cũng có điều kiện thuận lợi trong năm 2009 với mức tăng trưởng tín dụng cao, lợi nhuận lãi biên được cải thiện và có thêm các nguồn thu từ đầu tư tài chính.

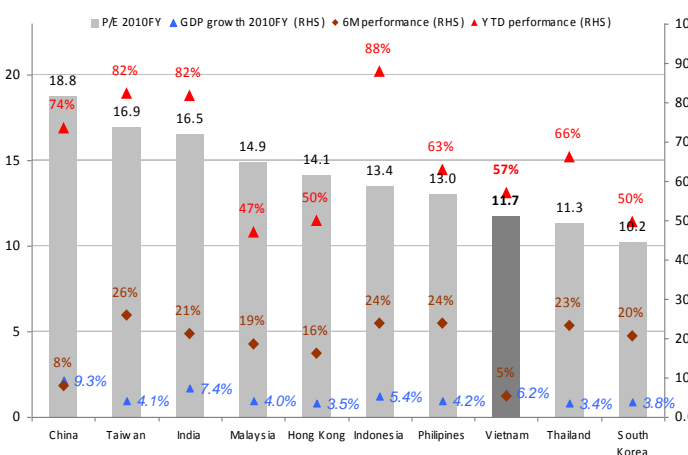
Lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết đã được cải thiện nhanh từ quý 2 và luôn có xu hướng cao hơn so với kỳ vọng trước đó. Chúng tôi đã liên tục điều chỉnh tăng ước tính lợi nhuận của các công ty để theo kịp sự tăng trưởng nhanh này. Vào tháng 4/2009 chúng tôi ước tính tăng trưởng LNST năm 2009 của 30 công ty trong rổ SSI30 là 8,4%, đến tháng 6, tỷ lệ tăng trưởng này đã được điều chỉnh tăng lên 27,6%. Tháng 7 tăng lên 33%, tháng 8 là 43,9% và đến tháng 9 là 51%.

- ❖ Luồng tiền đầu tư chứng khoán là yếu tố khó đo lường nhưng lại có một sức mạnh rất lớn. Kênh quan trọng nhất của luồng tiền này là từ hệ thống ngân hàng. Cả 2 đợt hồi phục của thị trường đều có dấu ấn của việc nới lỏng chính sách tiền tệ và khi có sự căng thẳng đối với luồng tiền ở các ngân hàng, TTCK đều bước vào giai đoạn điều chỉnh.

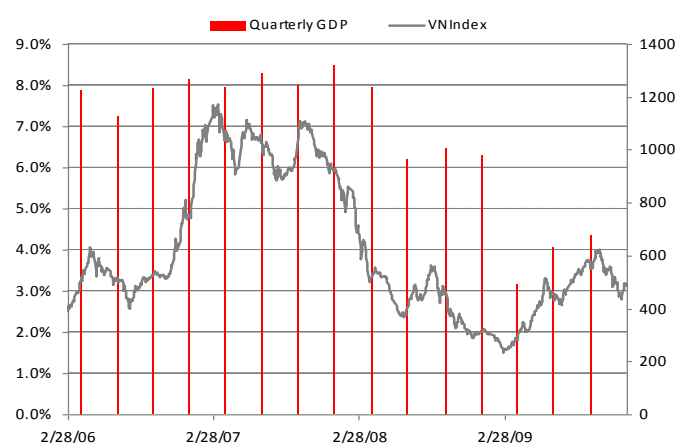
Gần đây nhất là đợt tăng điểm trong tháng 10 với lượng cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán tăng đột biến đã đẩy thị trường lên đỉnh cao nhất của năm mặc dù cuối tháng 9 chúng tôi đã có cảnh báo về rủi ro vĩ mô có thể xảy ra. Tuy nhiên ngay sau đó, những thông tin về việc thắt chặt tiền tệ đã ngay lập tức tác động đến sức cầu. Do thời gian được vay ngắn, nhiều nhà đầu tư phải bán ra để trả nợ và càng làm tăng áp lực bán ra khi thị trường giảm điểm. Đây chính là tác dụng tiêu cực của việc dùng đòn bẩy tài chính khi các khoản đầu tư chứng khoán vẫn bị coi là rủi ro cao và luôn được NHNN kiểm soát chặt chẽ.

## NHẬN ĐỊNH NĂM 2010

### So sánh định giá, tăng trưởng GDP và diễn biến giá của các thị trường trong khu vực



### VNIndex & tăng trưởng GDP hàng quý (QoQ)



Nguồn: Bloomberg, Reuters, SSI estimates

TTCK Việt nam sau đợt điều chỉnh mạnh cuối năm đã xuống đến mức giá khá thấp nếu so sánh với các nước trong khu vực. Trong khi đó tốc độ tăng trưởng kinh tế 6,2%<sup>1</sup> dự báo trong năm 2010 của Việt nam lại là một mức khá cao, chỉ thấp hơn mức dự báo 9,3% của Trung Quốc và 7,4% của Ấn độ. Đây chính là lý do thị trường Việt nam trở nên hấp dẫn đối với NĐTNN.

<sup>1</sup> Mức dự báo 6,2% được tính bằng trung bình dự báo tăng trưởng GDP của Chính phủ Việt nam, IMF, ADB và WB (Nguồn: Reuters)

Mặc dù mức giá đã khá rẻ, nhưng sự phục hồi của TTCK Việt nam sẽ phụ thuộc rất nhiều vào các yếu tố nội tại của nền kinh tế, hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và các biến động trong điều hành chính sách tiền tệ.

Tăng trưởng GDP QoQ của Việt nam giảm sâu xuống mức thấp nhất trong vòng nhiều năm vào quý 1/2009 và TTCK cũng giảm xuống mức thấp nhất trong thời gian này. Khi GDP bắt đầu có tăng trưởng, TTCK cũng bắt đầu hồi phục. Ở mức tăng trưởng GDP là 5% trong năm 2009, thấp hơn mức tiềm năng của một nền kinh tế đang phát triển là 6,5% thì sự hồi phục của TTCK trong năm 2009 chưa thể nói sẽ được tiếp nối trong năm 2010.

Theo quan điểm của chúng tôi, tăng trưởng GDP của Việt nam phải trên 6,5% thì mới có thể tạo đà đủ mạnh để TTCK tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Tuy nhiên mức tăng trưởng này phải đi kèm với sự ổn định vĩ mô mà hai yếu tố quan trọng là ổn định lạm phát và tỷ giá. Nếu đảm bảo được cả 2 vấn đề là tăng trưởng kinh tế và ổn định vĩ mô thì không chỉ doanh nghiệp sẽ có tăng trưởng mà chính sách tiền tệ cũng sẽ được giữ ổn định, tránh được những cú sốc cho thị trường. Tuy nhiên trong thực tế, sẽ có nhiều yếu tố nảy sinh làm chính sách điều hành của Chính phủ phải thay đổi và đây chính là những ẩn số của TTCK. Trên chặng đường đi của TTCK sẽ luôn có những đợt điều chỉnh, năm 2010 sẽ vẫn nằm trong quy luật này.

Năm 2010 sẽ là năm khẳng định sự phục hồi kinh tế cho Việt nam với mục tiêu tăng trưởng GDP mà Chính Phủ đề ra là 6,5%. Nếu Chính phủ Việt nam thực sự tạo được niềm tin rằng mục tiêu tăng trưởng này có thể thực hiện và nền tảng cho tăng trưởng cao hơn ở năm 2011 được xây dựng vững chắc thì TTCK mới có khả năng hồi phục bền vững trong năm 2010. Nếu không, TTCK sẽ ở thể cầm chừng và đi ngang.

Nguồn cung cho TTCK chắc chắn sẽ tiếp tục tăng trong năm 2010. Có khá nhiều công ty đang chuẩn bị niêm yết trong đó phải kể đến một loạt các ngân hàng thương mại lên sàn để có điều kiện thuận lợi hơn cho việc huy động vốn. Năm 2009, một số doanh nghiệp niêm yết đã khá thành công trong việc tăng vốn và phát hành trái phiếu. Sang năm 2010, TTCK sẽ tiếp tục đóng góp vai trò cơ bản là kênh huy động vốn hiệu quả cho doanh nghiệp. Chúng ta sẽ tiếp tục chứng kiến sự mở rộng về quy mô của TTCK trong năm 2010 với số lượng công ty niêm yết và tổng mức vốn hóa thị trường.

Trong ngắn hạn, quyết định đóng cửa sàn vàng mới đây có thể sẽ khiến một lượng tiền nhất định từ kênh đầu tư vàng chuyển sang chứng khoán. Một số quy định liên quan đến giao dịch ký quỹ, quy định cho phép bán chứng khoán sớm hơn thời gian T+4 hay quy định kéo dài thời gian giao dịch trong ngày cũng có thể sẽ được ban hành. Nếu điều này thành hiện thực thì tính thanh khoản trên thị trường sẽ tăng lên đáng kể.

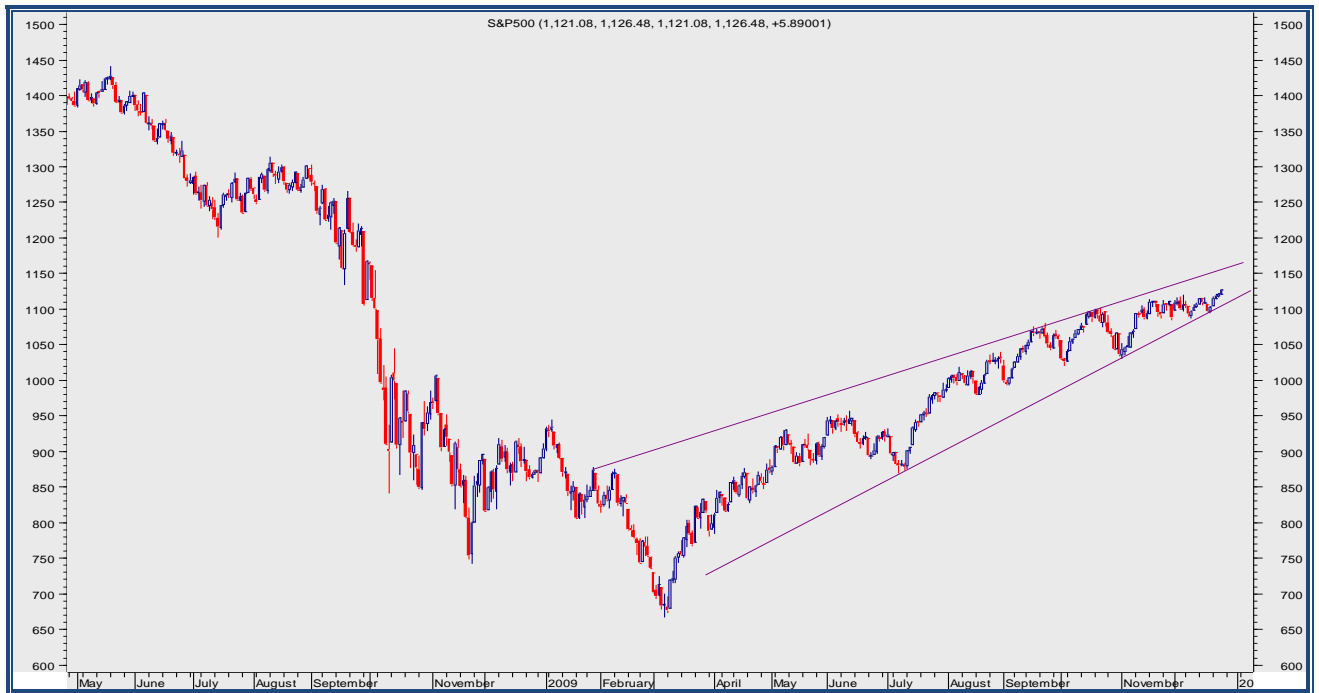
Cùng với sự phát triển về quy mô của thị trường, thanh khoản tốt sẽ tạo sức hút mạnh hơn đối với những luồng tiền lớn còn đang cân nhắc đầu tư vào Việt nam. Đây là lý do khiến giới đầu tư nước ngoài sẽ quan tâm hơn tới Việt Nam trong năm 2010 bên cạnh sự hồi phục của kinh tế toàn cầu.



## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

### I. Thị trường chứng khoán Mỹ

Chỉ số S&P 500 và Dow Jones của Mỹ đều tiếp tục hình thành mô hình giảm điểm ( Rising Wedge), mô hình đã từng xảy ra với thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ tháng 2 đến cuối tháng 10 năm 2009. Như vậy bất cứ sự phá vỡ nào xuống biên dưới của mẫu hình Rising Wedge đều tạo nên xu hướng điều chỉnh giảm của cả hai chỉ số quan trọng của TTCK Mỹ. Chúng tôi cho rằng với mô hình hiện tại, sự điều chỉnh giảm của thị trường chứng khoán Mỹ có thể xảy ra ngay trong tháng 1 hoặc chậm nhất đầu tháng 2 năm 2010 và tác động đến thị trường chứng khoán thế giới, trong đó có Việt Nam về mặt tâm lý cùng xu hướng trong ngắn hạn



**Biểu đồ S&P 500 theo ngày**



**Biểu đồ Dow Jones theo ngày**

## II. Thị trường chứng khoán Việt Nam

Khép lại phiên giao dịch ngày 30 tháng 11, Vn-Index đóng cửa ở 495,36 điểm, giảm 8,76 điểm (-1,74%) so với phiên đóng cửa cuối tháng 11. Mặc dù vậy, tính từ mức đáy ngày 17 tháng 12 ở mốc 434, 87 điểm, chỉ số Vn-Index đã hồi phục được gần 61 điểm, tương đương với mức tăng gần 14%.



**Biểu đồ Vn-Index theo ngày**

Mẫu hình đảo chiều giảm điểm Head & Shoulders Top có độ tin cậy cao kéo dài 3 tháng từ tháng 9 đến tháng 11 đã hoàn thiện mức giảm về vùng hỗ trợ 425-434 điểm và hồi phục trở lại vào đúng thời điểm chốt NAV cuối năm 2009 với nhiều mã cổ phiếu lên giá mạnh một cách đột biến. Hiện tại chỉ số Vn-Index đang tiệm cận đường Neck Line lần thứ hai, sau lần thứ nhất không thành công vào cuối tháng 11 và sự hiệu chỉnh có thể sẽ xảy ra ở vùng này vào các phiên giao dịch kế tiếp.

Sau khi vượt qua mốc kháng cự của đường Fibonacci Retracement 23,6%, chỉ số Vn-Index đang tiến dần về mốc kháng cự 507 điểm của Fibonacci Retracement 38,2%. Chỉ báo MACD đã có tín hiệu tích cực, tuy vậy vẫn vận động phía dưới đường Zero Line cho những tín hiệu chưa chắc chắn về xu thế tăng hiện tại.



**Biểu đồ Vn-Index theo tuần**

Chỉ số Vn-Index theo biểu đồ tuần vẫn tiếp tục vận động phía dưới đường xu hướng tăng giá Trend Line kéo dài từ tháng 3 đến tháng 10 năm 2009, cũng như đường trung bình động 14 tuần và 20 tuần. Để xác lập được kênh tăng giá trung hạn chỉ số Vn-Index cần vượt qua đường trung bình động 14 tuần (đường màu xanh) một cách thuyết phục kèm khối lượng giao dịch tăng cao, và điểm mấu chốt là đường trung bình động 14 tuần phải vận động lên phía trên đường trung bình động 20 tuần để xác nhận xu hướng lên giá trung hạn, hoặc ngược lại xu thế giảm từ đỉnh 633 điểm sẽ vẫn tiếp diễn trong thời gian tới.

### III. Kết luận và Khuyến nghị

*Một năm giao dịch đầy những dấu ấn thăng trầm và bất ngờ đã qua đi, một năm mới tràn ngập những kỳ vọng của giới đầu tư cho thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ bắt đầu vào tuần sau. Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ không giảm điểm vào tuần đầu tiên của năm 2010.*

*Lịch sử của thị trường chứng khoán Việt Nam hơn 9 năm qua có 4 lần tăng điểm và 5 lần thị trường giảm điểm vào tháng 1. Như vậy xác suất cho thị trường tăng hoặc giảm vào tháng 1 là khá cân bằng. Dòng tiền chảy vào thị trường chứng khoán vẫn là vấn đề then chốt cho xu hướng của thị trường sắp tới. Liệu dòng tiền còn tiếp tục vào thị trường một cách mạnh mẽ như thời điểm cuối năm hay không? Gợi ý của chúng tôi là hãy theo dõi chặt chẽ khối lượng và giá trị giao dịch của ít nhất 1 tuần giao dịch đầu năm mới để xác nhận xu thế và chiến thuật đầu tư cho tháng 1. Các vùng hỗ trợ và kháng cự quan trọng của Vn-Index vào tháng 12 năm 2009 được chúng tôi bảo lưu cho nhận định cho tháng 1 năm 2010, bao gồm:*

Vùng hỗ trợ 1	Vùng hỗ trợ 2	Vùng kháng cự 1	Vùng kháng cự 2
469-481	425-434	509-520	531-550

*Chúng tôi sẽ có những báo cáo chi tiết và cập nhật sát với thị trường thực tế trong các báo cáo tuần và ngày. Mong các quý vị tiếp tục theo dõi và đón đọc.*

## CHỦ ĐỀ TỔNG KẾT NĂM 2009

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT 2010

Dựa vào những giả định vĩ mô trong năm tới, chúng tôi đưa ra nhận định về bức tranh doanh thu lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết trong năm 2010, đồng thời khuyến nghị một số ngành có khả năng sẽ có triển vọng tốt.

**1. Đà phục hồi kinh tế trở nên rõ nét hơn, nền kinh tế thế giới và Việt Nam từng bước tăng tốc dần → Doanh thu 2010 của các doanh nghiệp tăng trưởng khá tích cực.**

Theo ước tính mới nhất của chúng tôi cho các doanh nghiệp thuộc danh sách phân tích của SSI, doanh thu 2010 được dự đoán tăng trưởng khoảng 23% so với năm 2009. Đây là con số khá tích cực so với mức tăng trưởng doanh thu bình quân ước tính cho năm 2009 là 15%.

**2. Lạm phát của 2010 được dự đoán sẽ cao hơn của 2009. Giá hàng hóa cơ bản (đặc biệt là lương thực, thực phẩm), giá điện, than sẽ tăng lên, lương cơ bản cũng sẽ tăng. → Tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực, đặc biệt là những doanh nghiệp khó có khả năng chuyển chi phí tăng vào giá bán.**

Trong khi lạm phát của năm 2009 là 6.88%, CPI đã bắt đầu tăng từ quý 4Q2009 và nhiều khả năng năm 2010 sẽ ở mức cao hơn. Trong năm 2010, giá hàng hóa cơ bản được dự đoán sẽ tăng đặc biệt là giá lương thực thực phẩm. Giá điện và giá than sẽ tăng trong năm 2010 và tăng lương cơ bản sẽ bắt đầu có hiệu lực từ 1/5/2010. Những yếu tố trên tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp, nhất là những doanh nghiệp khó có khả năng chuyển được mức tăng của chi phí đầu vào vào giá bán, ví dụ như các doanh nghiệp hàng tiêu dùng, dược. Mặt khác, cũng cần lưu ý là giá hàng hóa cơ bản tăng lại có thể có ảnh hưởng tích cực đối với một số công ty nguyên vật liệu cơ bản như thép hoặc than.

**3. Các chính sách hỗ trợ kinh tế của Chính phủ (như cho vay bù lãi suất ngắn hạn, miễn/giảm/hoàn thuế) đỡ bỏ dần. Rủi ro lạm phát khiến chính sách tiền tệ dự đoán sẽ điều hành theo hướng thận trọng hơn, lãi suất thị trường theo chiều hướng tăng → Với những yếu tố hỗ trợ ít hơn năm 2009, dự đoán lợi nhuận sau thuế 2010 sẽ tăng trưởng chậm hơn mức tăng của doanh thu, điều này trái ngược với bức tranh 2009.**

Năm 2010, hỗ trợ của chính phủ sẽ không còn nhiều như 2009: Chương trình cho vay bù lãi suất ngắn hạn chấm dứt và hỗ trợ chỉ tập trung vào một số ngành nghề và doanh nghiệp nhất định như xuất khẩu hoặc nông nghiệp. Đồng thời chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ tiếp tục tăng trong năm 2010. Hơn nữa trong năm 2009, các doanh nghiệp cũng đẩy mạnh vay dài hạn, phát hành trái phiếu và trái phiếu chuyển đổi để tận dụng mức lãi suất thấp. Tổng hợp các yếu tố này, chi phí lãi vay của các doanh nghiệp niêm yết trong danh sách phân tích của chúng tôi năm 2010 ước tính tăng khá mạnh so với năm 2009.

Rủi ro thâm hụt ngân sách năm 2010 cũng khiến cho các chính sách ưu đãi thuế cho doanh nghiệp khó có thể tiếp tục. Mặt khác, các khoản lợi nhuận bất thường (các khoản hoàn nhập dự phòng, định giá lại bất động sản) trong năm 2009 khó có thể lặp lại trong năm 2010.

Như vậy, trong khi mức tăng của doanh thu là 23% năm 2010, LN từ hoạt động SXKD ước tính sẽ tăng 15,7% so với 2009, và LNST năm 2010 dự đoán tăng 15,5% (khi chúng tôi thử tính mức tăng trưởng mà không có HAG và KBC – hai công ty bất động sản có mức doanh thu lợi nhuận lớn nhất trong danh sách thì doanh thu tăng 22% và LNST tăng 10.3% so với 2009). Điều này hoàn toàn trái ngược với bức tranh của 2009: tăng trưởng doanh thu chỉ là 15% trong khi tăng trưởng LN từ hoạt động SXKD là 40%.

**Kết luận**, điểm tích cực của năm 2010 là doanh thu sẽ tăng cao hơn so với năm 2009, ở mức 23% so với 15% năm 2009. Tuy nhiên, tăng trưởng LNST 2010 sẽ thấp hơn do tăng chi phí đầu vào, chi phí lãi vay cao hơn, đỡ bỏ hỗ trợ thuế từ chính phủ và yếu tố lợi nhuận đột biến ít có khả năng xuất hiện hơn 2009. Tăng trưởng EPS 2010 đối với nhiều doanh nghiệp có thể giảm do rủi ro pha loãng cổ phiếu.

### KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị lựa chọn những công ty có yếu tố cơ bản tốt, với mức tăng trưởng tích cực trong những năm tới và mức định giá hợp lý. Trên góc độ ngành, chúng tôi cho rằng một số ngành như nông nghiệp, nguyên vật liệu cơ bản, thủy sản, dược, công nghiệp, bất động sản và ngân hàng sẽ có triển vọng tốt, cụ thể như sau:

❖ **Thủy sản** là một ngành xuất khẩu mũi nhọn của Việt Nam và luôn được Chính phủ ưu tiên hỗ trợ. Sang năm 2010 ngành thủy sản dự báo sẽ có tiềm năng tăng trưởng tích cực hai con số và khả năng vượt dự báo về lợi nhuận. Một số công ty niêm yết đáng quan tâm bao gồm: HVG, MPC và ABT.

- ❖ **Bất động sản** tiếp tục là ngành tiềm năng trong 2010, với nhu cầu về phân khúc nhà ở trung bình ổn định. Một số công ty niêm yết chúng tôi cho rằng có triển vọng tốt bao gồm: HAG, TDH, BCI, SJS và DIG.
- ❖ **Nguyên vật liệu cơ bản:**
  - **Cao su tự nhiên:** kỳ vọng sẽ có tăng trưởng lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận kinh doanh cải thiện nhờ giá bán trung bình trong năm sau cao hơn năm nay, giúp bù lại phần sản lượng khai thác giảm do hoạt động thanh lý cây cao su. Cao su cũng là một trong những mặt hàng xuất khẩu mũi nhọn, vì vậy được hưởng lợi khi USD tăng giá và xuất khẩu cũng được ưu tiên hỗ trợ của Chính phủ. Các doanh nghiệp cao su vay thường vay nợ ít, có nhiều tiền mặt nên hưởng lợi trong xu hướng tăng lãi suất hiện tại. Các công ty tiêu biểu của ngành hiện đang niêm yết gồm PHR, DPR, TRC và HRC. Trong đó, mức định giá của HRC và TRC hiện đang hấp dẫn hơn tương đối.
  - **Ngành khai khoáng, than:** sẽ được lợi khi xu hướng giá hàng hóa tiếp tục tăng trong 2010. Các công ty niêm yết tiêu biểu gồm có NBC, TC6.
  - **Thép:** sẽ có triển vọng tiêu thụ tương đối tốt nhờ phát triển cơ sở hạ tầng tiếp tục là lĩnh vực chiến lược thu hút đầu tư nước ngoài trong dài hạn (lưu ý sự kiện đại lễ 1000 năm Thăng Long Hà nội sẽ được tổ chức vào cuối năm 2010 và một loạt các dự án hạ tầng ở miền Bắc sẽ được hoàn thành trước đại lễ này). HPG và Pomina là những doanh nghiệp chúng tôi quan tâm nhất.
- ❖ **Nông nghiệp:** tiếp tục là một trong những ngành được ưu tiên phát triển của Chính phủ, trong đó ngành giống cây trồng và chăn nuôi ước tính tăng trưởng 2010 khoảng 20%. Cổ phiếu niêm yết tiêu biểu bao gồm NSC, SSC, DBC.
- ❖ **Dược:** Các công ty Dược tiếp tục có triển vọng tăng trưởng doanh thu ít nhất 15% trong năm 2010. Một số công ty đã triển khai xây dựng xong nhà máy với các sản phẩm mới năm 2010 ví dụ như IMP, SPM sẽ có triển vọng tăng trưởng khá tốt. Kể từ cuối 2009 và đầu 2010 sẽ có thêm nhiều công ty Dược mới lên sàn để nhà đầu tư lựa chọn.
- ❖ **Ngành Công nghiệp** sẽ có tiềm năng tăng trưởng tốt trong giai đoạn đầu của phục hồi sau khủng hoảng. Cổ phiếu niêm yết tiêu biểu bao gồm PAC, REE (mảng điều hòa).
  - **Nhựa xây dựng:** hiện tại các doanh nghiệp ngành nhựa xây dựng có định giá khá hấp dẫn, đặc biệt khi nhìn vào kết quả kinh doanh tăng trưởng vượt bậc của năm 2009. Sang năm sau, trong khi doanh thu nhiều khả năng tiếp tục tăng trưởng với triển vọng khả quan của thị trường xây dựng, giá nguyên liệu đầu vào tăng lên sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận. Nhưng với vị thế và năng lực tốt, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp đầu ngành vẫn sẽ đạt những kết quả kinh doanh khả quan trong năm sau. Lựa chọn của chúng tôi khi cân nhắc đầu tư vào ngành nguyên vật liệu xây dựng bao gồm 2 công ty nhựa Tiền Phong (NTP) và nhựa Bình Minh (BMP).
- ❖ **Công nghệ thông tin:** Tăng trưởng doanh thu toàn ngành liên tục đạt mức trên 20% trở lên trong vòng 5 năm trở lại đây, kể cả trong năm vừa rồi khi nền kinh tế thế giới gặp khó khăn. Trong năm tới và các năm tiếp theo, khi thị trường xuất khẩu phần mềm phục hồi và nền kinh tế trong nước phát triển vững, ngành CNTT được dự báo tiếp tục tăng trưởng cao. Các công ty đã niêm yết và cổ phần hóa mà chúng tôi phân tích như FPT, HIG, hay CMC đều được mong đợi có mức tăng trưởng từ 25% - 50% trong năm tới.
- ❖ **Ngành bảo hiểm:** Xu hướng trong năm 2010 có tác động tích cực lên các doanh nghiệp bảo hiểm từ 2 góc độ (1) Doanh thu phí bảo hiểm vẫn được kỳ vọng có tăng trưởng (tuy tăng trưởng có thể ở mức thấp trong bối cảnh nền kinh tế hiện tại) (2) Trong khi chính sách thắt chặt tín dụng của Chính phủ, lãi suất tăng ảnh hưởng tiêu cực lên nhiều doanh nghiệp sản xuất, chính sách này lại ảnh hưởng tích cực lên lợi nhuận đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm do phần lớn các khoản đầu tư là tiền gửi ngân hàng và trái phiếu. Cộng với những nguồn thu mới từ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm ở trên sẽ đóng góp thêm vào danh mục đầu tư và lợi nhuận.
- ❖ **Ngành ngân hàng** sẽ có những cải thiện về cơ bản trong năm 2010. Sự nới lỏng hơn trong đầu năm 2010 của chính sách tiền tệ và đà phục hồi kinh tế rõ ràng hơn trong năm 2010 sẽ là yếu tố hỗ trợ tốt cho ngành ngân hàng: Tăng trưởng tín dụng những quý đầu năm sẽ cao hơn so với cuối năm 2009 do áp lực về chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng không còn. Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay ở trạng thái ổn định và xu hướng nâng lãi suất cơ bản sẽ có lợi hơn cho ngành ngân hàng do các ngân hàng có thể nâng lãi suất cho vay. Đồng thời, ngành ngân hàng đã đi sau thị trường một quãng khá xa trong thời gian cuối năm 2009 do chính sách tiền tệ bị thắt chặt.



## PHỤ LỤC : Dự đoán tăng trưởng và định giá các công ty niêm yết 2010

Mã	Tên Công Ty	Sector	Price (31/12/ 09)	Vốn Hóa (Tỷ VND)	T.Trưởng 2009		T.Trưởng 2010		Tỷ lệ cổ tức / giá	P/B H.Tại	2009 P/E	2010 P/E
					D.Thu	LN	D.Thu	LN				
HAG	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	Bất động sản	78,000	21,018	115.6%	69.5%	41%	73%	n.a.	4.6	16.2	9.3
HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	Kim loại công nghiệp	58,500	11,487	-5.0%	50.9%	61%	24%	5.1%	2.4	8.9	7.2
FPT	CTCP Phát triển đầu tư Công nghệ FPT	Phần mềm & Dịch vụ máy tính	79,000	11,367	6.3%	14.9%	16%	20%	n.a.	3.8	11.8	9.9
DCL	CTCP Dược phẩm Cửu Long	Dược phẩm & Công nghệ sinh học	59,000	573	20.3%	29.4%	12%	11%	4.2%	2.0	9.6	8.7
SJS	CTCP ĐT - PT Đô thị và KCN Sông Đà	Bất động sản	80,000	8,000	332.0%	341.6%	15%	-6%	2.5%	5.6	15.2	16.1
HT1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	Xây dựng & VLXD	15,300	1,682	26.6%	98.8%	98%	-56%	6.5%	1.2	10.9	24.7
PVT	Tổng CTCP Vận tải Petro Việt Nam	Vận tải công nghiệp	15,300	3,500	48.8%	-82.2%	20%	325%	n.a.	2.3	285.0	67.0
STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	Ngân hàng	24,100	16,148	n.a	56.5%	n.a.	16%	n.a.	1.7	10.8	9.3
DIG	Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	Bất động sản	75,500	7,550	106.0%	99.0%	10%	10%	4.6%	6.7	14.5	13.2
GMD	CTCP Đại lý Liên Hiệp Vận Chuyển	Vận tải công nghiệp	78,000	3,705	-6.6%	LN 2008 âm	5%	-9%	n.a.	1.6	11.5	12.6
PVS	Tổng Cty CP Dịch Vụ Kỹ Thuật Dầu Khí	Phân phối dịch vụ & Thiết bị dầu khí	31,600	5,530	21.9%	-8.8%	-1%	14%	4.7%	2.2	11.3	9.9
PVD	CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí	Phân phối dịch vụ & Thiết bị dầu khí	67,500	14,210	6.5%	-8.2%	34%	13%	n.a.	3.4	16.8	14.9
DPR	CTCP Cao Su Đồng Phú	Hóa chất	58,000	2,320	-9.6%	-6.3%	19%	6%	2.6%	3.2	10.6	10.0
ACB	Ngân hàng Thương mại Á Châu	Ngân hàng	37,200	23,644	n.a	1.1%	n.a.	17%	6.2%	2.4	12.9	11
BCC	CTCP Xi măng Bim Sơn	Xây dựng & VLXD	13,200	1,263	25.9%	6.3%	38%	-63%	7.6%	1.0	5.5	15.0
BMP	CTCP Nhựa Bình Minh	Xây dựng & VLXD	65,500	2,277	34.5%	181.7%	16%	-11%	3.1%	3.6	8.4	9.4
HOM	CTCP Xi măng Hoàng Mai	Xây dựng & VLXD	14,700	1,058	n.a	n.a	7%	6%	6.8%	1.2	6.9	6.5
BCI	CTCP Đầu tư & Xây dựng Bình Chánh	Bất động sản	61,000	3,306	21.8%	76.8%	64%	12%	2.8%	2.8	14.9	13.3
BMI	Tổng CTCP Bảo Hiểm Bảo Minh	Bảo hiểm phi nhân thọ	22,500	1,699	-5.4%	23.1%	10%	13%	n.a.	0.8	10.0	8.8
CSM	CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam	Ô tô & Phụ tùng ô tô	73,500	2,389	17.5%	3416.9%	19%	-44%	1.6%	4.8	7.6	13.6
DHG	CTCP Dược Hậu Giang	Dược phẩm & Công nghệ sinh học	114,000	3,039	10.0%	109.1%	10%	-9%	2.2%	3.5	11.3	12.4
DMC	CTCP Xuất nhập khẩu y tế Domesco	Dược phẩm & Công nghệ sinh học	60,000	1,050	13.0%	44.2%	17%	5%	3.0%	2.1	11.6	11.1
DPM	TCTy Phân bón và Hóa Chất Dầu khí	Hóa chất	34,000	12,886	4.0%	-5.1%	20%	34%	3.8%	2.5	9.8	7.3
NTP	CTCP Nhựa Thiều Niên Tiền Phong	Xây dựng & VLXD	109,200	2,366	37.2%	125.8%	10%	-19%	2.7%	4.4	6.8	8.4
ANV	CTCP Nam Việt	Sản xuất thực phẩm	17,400	1,142	-43.6%	-177.1%	59%	LN 2009 âm	2.9%	0.8	LN âm	7.6
IMP	CTCP Dược phẩm Imexpharm	Dược phẩm & Công nghệ sinh học	84,500	985	14.0%	22.2%	24%	9%	n.a.	1.8	13.8	12.6
KBC	CTCP Phát Triển Đô Thị Kinh Bắc	Bất động sản	58,000	11,204	29.9%	127.9%	63%	63%	n.a.	3.8	17.5	10.8
BBC	CTCP Xi măng Bim Sơn	Sản xuất thực phẩm	28,500	440	12.0%	144.6%	28%	2%	4.2%	0.9	8.6	8.5
KDC	CTCP Kinh Đô	Sản xuất thực phẩm	60,500	4,750	3.1%	LN 2008 âm	12%	-30%	4.0%	1.9	10.3	14.6
MPC	CTCP Thủy hải sản Minh Phú	Sản xuất thực phẩm	33,100	2,317	0.0%	LN 2008 âm	15%	25%	4.5%	2.2	11.3	9.1
NKD	CTCP Chế biến TP Kinh Đô Miền Bắc	Sản xuất thực phẩm	38,500	568	18.0%	10425.2%	16%	-14%	6.2%	2.2	5.7	6.6
PHR	CTCP Cao su Phước Hòa	Hóa chất	39,100	3,160	-19.1%	-17.3%	18%	8%	3.1%	3.2	11.3	10.4
PPC	CTCP Nhiệt Điện Phả Lại	Điện	18,900	6,145	10.7%	LN 2008 âm	-19%	-37%	2.6%	1.4	7.7	13.2
PVF	TCT Tài chính Cổ phần Dầu khí VN	Tài chính tổng hợp	29,200	14,600	n.a	1420.9%	36%	52%	1.5%	2.2	19.3	12.7
PNJ	CTCP Vàng bạc Phú Nhuận	Hàng hóa cá nhân	59,500	2,380	117%	56%	-28%	14%	n.a	2.4	12.2	10.7
REE	CTCP Cơ điện lạnh	Bất động sản	44,500	3,606	-5.9%	LN 2008 âm	9%	-14%	2.2%	1.5	8.9	10.3
TAC	Dầu Thực vật Tường An	Sản xuất thực phẩm	24,400	463	-16.7%	-655.3%	n.a.	LN 2009 âm	6.6%	2.0	LN âm	n.a.
TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	Điện	19,500	1,238	-18.3%	-14.9%	-1%	-18%	6.4%	1.5	9.0	10.9
TRC	CTCP Cao Su Tây Ninh	Hóa chất	58,000	1,740	-19.0%	-15.8%	26%	15%	2.6%	3.1	10.4	9.1
VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại Thương VN	Ngân hàng	47,000	56,874	n.a	40.2%	n.a.	11%	2.6%	3.6	16.1	14.5
VNM	CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk)	Sản xuất thực phẩm	75,000	26,344	25.3%	72.6%	20%	0%	4.0%	4.5	12.2	12.2
VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	Điện	16,700	3,444	-7.4%	-16.8%	7%	4%	9.0%	1.5	11.2	10.8
Total				301,090	15.3%	48%	23%	15.5%		2.7	12.9	10.4

## CẬP NHẬT SSI30

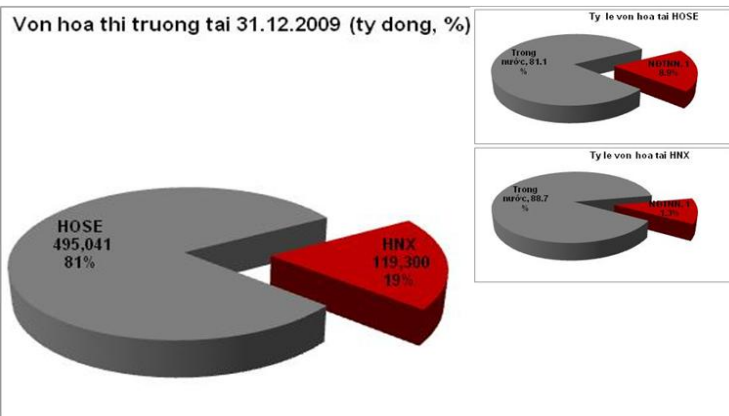
Mã	Ngành	Giá đóng cửa 31/12/2009	Diễn biến giá từ đáy thị trường 24/02/09	Diễn biến giá theo tháng	Diễn biến giá từ 31/12/2008	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	P/E 2009	P/E 2010	P/B 3Q09	Tỷ lệ cổ tức/giá 2009	Tăng trưởng 2009 so với 2008	
											EBIT	LNST
ACB	Ngân hàng	37,200	63.1%	1.1%	34%	23,644	8.8	9.0	2.4	6.2%	10.9%	22.1%
HAG	Bất động sản	78,000	146.1%	15.6%	86%	21,018	16.2	9.3	4.6	n.a.	n.a	69.5%
PVF	Tài chính tổng hợp	29,200	116.3%	-3.9%	50%	14,600	19.3	12.7	n.a	1.5%	n.a	1420.9%
BVH	Bảo hiểm nhân thọ	30,600	n.a.	13.3%	n.a.	17,535	20.6	18.9	2.1	2.6%	80.7%	72.0%
DPM	Hóa chất	34,000	26.8%	-10.5%	-2%	12,886	9.8	7.3	2.5	3.8%	5.2%	-5.1%
STB	Ngân hàng	24,100	151.8%	-4.4%	72%	16,148	10.8	9.3	1.7	n.a.	70.6%	56.5%
VNM	Sản xuất thực phẩm	75,000	105.9%	-4.4%	81%	26,344	12.2	12.2	4.5	4.0%	63.0%	72.6%
HPG	Kim loại công nghiệp	58,500	140.7%	-5.6%	86%	11,487	8.9	7.2	2.4	5.1%	62.9%	50.9%
PVD	Thiết bị dầu khí	67,500	104.8%	2.3%	26%	14,210	16.8	14.9	3.4	n.a.	9.5%	-8.2%
FPT	Phần mềm & Dịch vụ máy tính	79,000	113.5%	-0.6%	61%	11,367	11.8	9.9	3.8	n.a.	27.6%	14.9%
SSI	Tài chính tổng hợp	84,500	350.9%	8.3%	233%	12,958	19.7	14.4	2.8	n.a.	n.a	162.2%
KBC	Bất động sản	58,000	236.9%	-10.7%	40%	11,204	17.5	10.8	3.8	n.a.	39.0%	-38.5%
VCG	Xây dựng & VLXD	52,800	303.1%	5.2%	218%	9,772	23.2	20.2	3.8	2.3%	n.a	-2.3%
PPC	Điện	18,900	6.8%	-4.1%	1%	6,145	7.7	13.2	1.4	2.6%	4.1%	LN 2008 âm
DIG	Bất động sản	75,500	n.a.	24.6%	n.a.	7,550	14.5	13.2	6.7	4.6%	577.4%	99.0%
SJS	Bất động sản	80,000	368.0%	8.1%	273%	8,000	15.2	16.1	5.6	2.5%	302.4%	341.6%
PVS	Thiết bị dầu khí	31,600	39.8%	-7.9%	3%	5,530	11.3	9.9	2.2	4.7%	51.2%	-8.8%
VCB	Ngân hàng	47,000	n.a.	2.4%	n.a.	56,874	16.1	14.5	3.6	2.6%	66.8%	40.2%
KDC	Sản xuất thực phẩm	60,500	323.3%	12.2%	181%	4,750	10.3	14.6	1.9	4.0%	53.8%	-642.9%
VSH	Điện	16,700	-6.2%	-13.5%	-11%	3,444	11.2	10.8	1.5	9.0%	-12.2%	-16.8%
GMD	Vận tải công nghiệp	78,000	311.0%	2.0%	160%	3,705	11.5	12.6	1.6	n.a.	8.7%	-290.4%
REE	Bất động sản	44,500	167.3%	-5.3%	115%	3,606	8.9	10.3	1.5	2.2%	35.0%	-362.3%
HSG	Xây dựng & VLXD	49,800	413.4%	1.6%	163%	2,841	6.2	5.7	3.0	n.a.	n.a	n.a
PHR	Hóa chất	39,100	n.a.	0.5%	n.a.	3,160	11.3	10.4	3.2	3.1%	n.a	n.a
DHG	Dược phẩm & Công nghệ sinh học	114,000	53.5%	-6.6%	28%	3,039	11.3	12.4	3.5	2.2%	83.5%	109.1%
PVI	Bảo hiểm phi nhân thọ	27,000	35.0%	2.7%	-16%	2,796	14.4	12.7	1.2	3.7%	29.3%	12.8%
CSM	Ô tô & Phụ tùng ô tô	73,500	n.a.	8.0%	n.a.	2,389	7.6	13.6	4.8	1.6%	196.6%	3416.9%
PVT	Vận tải công nghiệp	15,300	92.9%	41.2%	46%	3,500	285.0	67.0	2.3	n.a.	8.5%	-82.2%
MPC	Sản xuất thực phẩm	33,100	224.5%	-7.3%	188%	2,317	11.3	9.1	2.2	4.5%	-22.3%	-589.4%
PNJ	Hàng hóa cá nhân	59,500	n.a.	-3.3%	n.a.	2,380	12.2	10.7	2.4	n.a.	57.7%	56.0%
<b>SSI30</b>						<b>325,199</b>	<b>13.4</b>	<b>12.3</b>				

## THỐNG KÊ THỊ TRƯỜNG

### TỔNG QUAN

Quy mô thị trường	HOSE	HNX
Số lượng CP niêm yết	200	257
Thị giá vốn (tỷ đồng)	495.014	119.300
Trong đó, NĐTNN nắm giữ	18,9%	11,3%
CP niêm yết mới năm 2009	48	72
Vốn hóa niêm yết mới	194,581	37,627

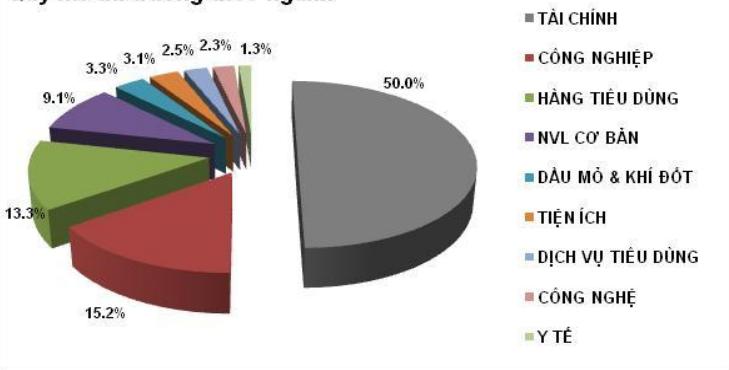
Von hóa thị trường tại 31.12.2009 (tỷ đồng, %)



### QUY MÔ THỊ TRƯỜNG THEO NGÀNH (%)

Ngành	Tỷ lệ
Tài chính	50,0%
Công nghiệp	15,2%
Hàng tiêu dùng	13,3%
Vật liệu cơ bản	9,1%
Dầu mỏ & Khí đốt	3,3%
Tiện ích	3,1%
Dịch vụ tiêu dùng	2,5%
Công nghệ	2,3%
Y tế	1,3%
<b>Tổng</b>	<b>100%</b>

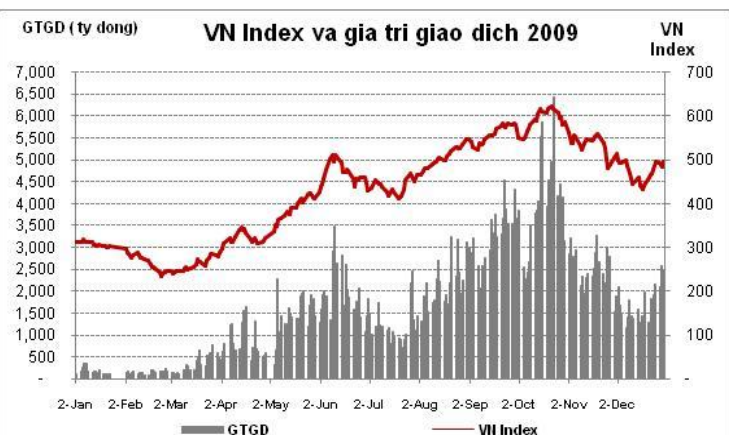
Quy mô thị trường theo ngành



### GIAO DỊCH TỔNG HỢP

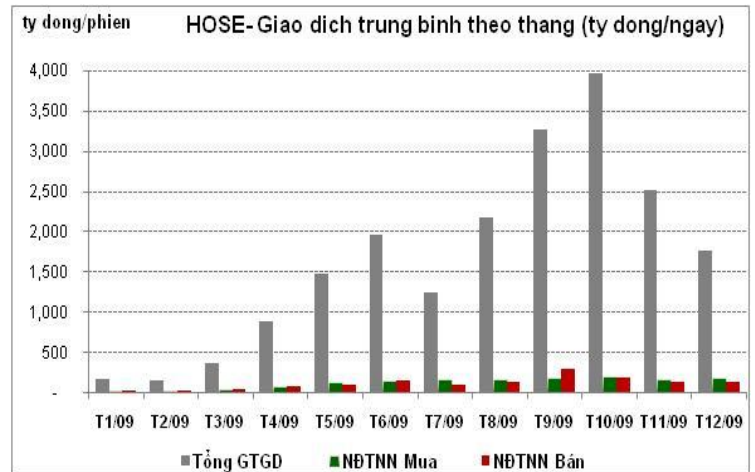
	HOSE
Chỉ số Indexes (31/12/09)	494.77
Tăng/giảm trong năm 2009	56,8%
KLGD trung bình năm 2009	44.1
Tăng/giảm so với 2008	247%
GTGD trung bình năm 2009	1.712
Tăng/giảm so với 2008	237%
GTGD ròng của NĐTNN (Mua – Bán, tỷ đồng)	3.126

	HNX
Chỉ số Indexes (31/12/09)	168.17
Tăng/giảm trong năm 2009	60,0%
KLGD trung bình năm 2009	22.9
Tăng/giảm so với 2008	270%
GTGD trung bình năm 2009	786
Tăng/giảm so với 2008	242%
GTGD ròng của NĐTNN (Mua – Bán, tỷ đồng)	414

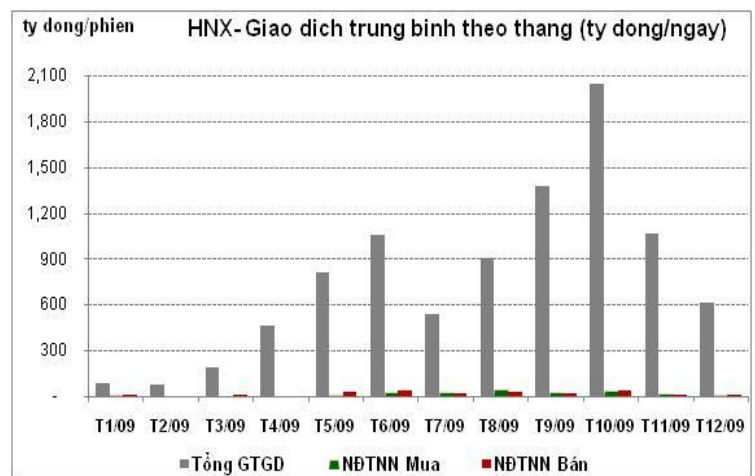


**GIAO DỊCH TRUNG BÌNH THEO THÁNG (tỷ đồng/phần)**

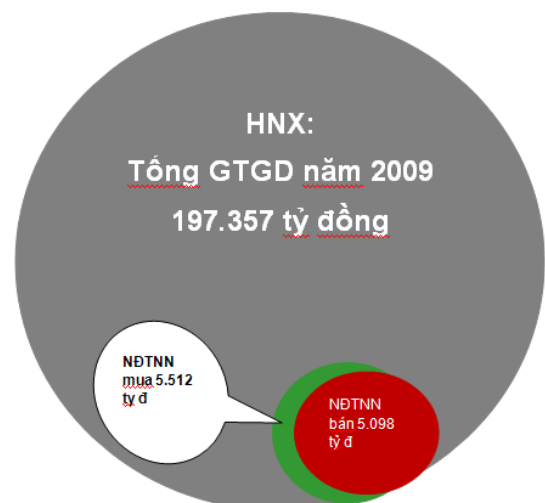
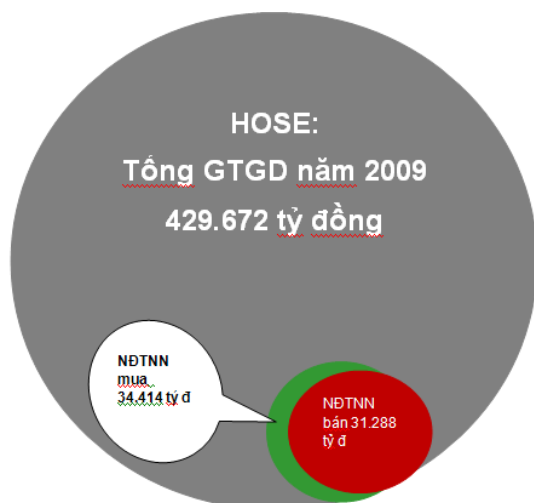
HOSE	Tổng GTGD	NĐTNN mua	NĐTNN bán
Tháng 1	181	39	34
Tháng 2	165	29	33
Tháng 3	367	49	42
Tháng 4	888	79	86
Tháng 5	1.484	144	110
Tháng 6	1.970	148	156
Tháng 7	1.257	178	101
Tháng 8	2.178	167	139
Tháng 9	3.283	192	295
Tháng 10	3.967	216	201
Tháng 11	2.517	181	134
Tháng 12	1.777	186	138



HNX	Tổng GTGD	NĐTNN mua	NĐTNN bán
Tháng 1	86	15	14
Tháng 2	79	3	3
Tháng 3	189	4	14
Tháng 4	467	4	7
Tháng 5	807	14	27
Tháng 6	1.060	26	39
Tháng 7	537	34	22
Tháng 8	901	48	27
Tháng 9	1.376	29	25
Tháng 10	2.042	41	38
Tháng 11	1.062	24	12
Tháng 12	611	16	13

**GIAO DỊCH NĐTNN**

Tỷ đồng	HOSE	HNX	Tổng
Tổng GTGD năm 2009	429.672	197.357	627.029
Tổng NĐTNN mua	34.414	5.512	39.926
Tỷ lệ	8,0%	2,8%	6,4%
Tổng NĐTNN bán	31.288	5.098	36.386
Tỷ lệ	7,3%	2,6%	5,8%
GTGD ròng của NĐTNN (Mua-Bán)	3.126	414	3.540



Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

KHỎI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ		ssiresearch@ssi.com.vn
Lê Lệ Hằng	Giám đốc khối	hangltl@ssi.com.vn
Nguyễn Đức Hùng Linh	Giám đốc TVĐT	linhndh@ssi.com.vn
Nguyễn Hồng Dung	Giám đốc Phân tích	dzungnh@ssi.com.vn
Nguyễn Thanh Hà	Giám đốc PT Kinh tế	hantc@ssi.com.vn
Hoàng Việt Phương	Phó GĐ TVĐT	phuonghv@ssi.com.vn
Phạm Minh Quân	Phụ trách dự án	quanpm@ssi.com.vn
Nguyễn Thu Huyền	Chuyên viên cấp cao	huyenntt@ssi.com.vn
Tô Thùy Linh	Chuyên viên cấp cao	linhtt@ssi.com.vn
Phạm Lưu Hưng	Chuyên viên Phân tích	hungpl@ssi.com.vn
Phạm Phương Linh	Chuyên viên Phân tích	linhpp@ssi.com.vn
Nguyễn Đức Minh	Chuyên viên Phân tích	minhnd@ssi.com.vn
Vũ Cường	Chuyên viên Phân tích	cuongv@ssi.com.vn
Nguyễn Quỳnh Nga	Chuyên viên Phân tích	nganq@ssi.com.vn
Nguyễn Công Hiệp	Chuyên viên Phân tích	hiepncc@ssi.com.vn
Trần Tuyết Ngọc	Trợ lý Khối	ngocthnn@ssi.com.vn