



Báo cáo nghiên cứu thị trường tháng 8/2009

# “Thay đổi vị thế nắm giữ cổ phiếu”

Hà nội, ngày 09 tháng 09 năm 2009.

Thực hiện: Nhóm Nghiên cứu phân tích - Công ty Chứng khoán Kenanga Việt Nam.

- Phạm Kinh Luân.
- Nguyễn Thanh Tuấn
- Nguyễn Mạnh Tùng.
- Nguyễn Tiến Đức.
- Vũ Minh Chinh.
- Lê Hoàng Lộc.

## Tóm lược chính:

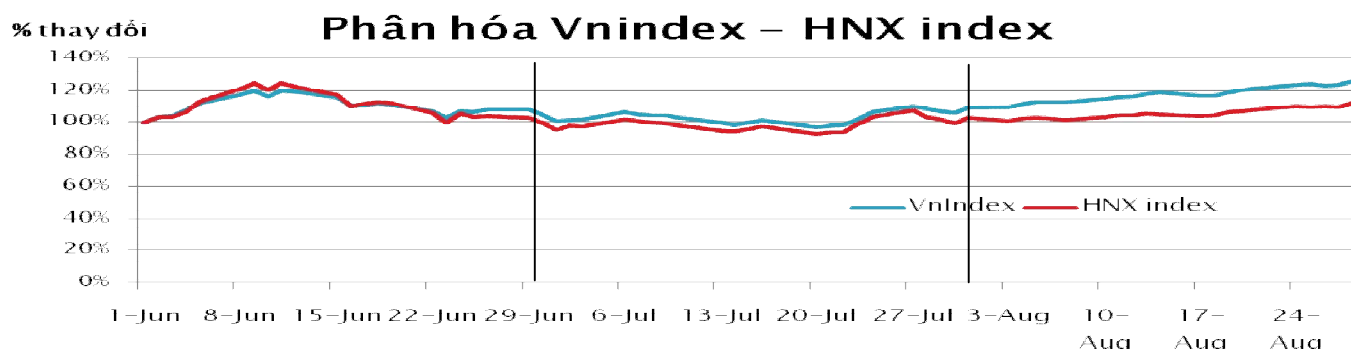
- Những thay đổi đáng kể trong nhận thức và cảm nhận của người đầu tư về 03 phương diện: **khả năng tạo lợi nhuận của doanh nghiệp, yêu cầu về tiêu chuẩn niêm yết và chất lượng các báo cáo tài chính được công bố của doanh nghiệp, tính ưu việt của phương thức giao dịch trên thị trường** đã mở đầu cho quá trình phân hoá và đa dạng hoá mạnh mẽ trên TTCK Việt nam. Sự phân hoá của thị trường đã bắt đầu được thể hiện rõ nét trong tháng 8/2009 qua sự phân hoá giữa 02 sàn HOSE và HNX, sự phân hoá giữa các nhóm cổ phiếu khác ngành nghề và cả trong cùng một ngành nghề;
- Những tín hiệu tích cực về sự phục hồi của các nền kinh tế hàng đầu trên thế giới và của nền kinh tế Việt nam đã đưa TTCK trở lại vị trí là **kênh đầu tư dài hạn hấp dẫn và ưa chuộng hơn** so với các kênh đầu tư khác trong con mắt của các nhà đầu tư. Sự phục hồi của nền kinh tế sau giai đoạn suy thoái đã điều chỉnh lại quan điểm lựa chọn danh mục đầu tư của thị trường và ưu tiên lựa chọn đang được hướng dẫn sang các loại cổ phiếu tăng trưởng. **Thay đổi vị thế nắm giữ cổ phiếu** (thanh lý cổ phiếu này kết hợp với gia tăng vị thế nắm giữ đối với cổ phiếu khác) sẽ tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong tháng 9/2009 này (thời điểm bất đối xứng thông tin về kết quả kinh doanh quý III/2009 rất dễ xảy ra).

## Những nét nổi bật của thị trường trong tháng 8/2009:

Số liệu thống kê về tình hình giao dịch tại HOSE & HNX trong tháng 8 cho thấy:

- Mặc dù vẫn cùng nhịp dao động cùng lên và cùng xuống khá gắn kết (với hệ số đồng biến vào khoảng 0,97), diễn biến của 02 chỉ số VNIndex và HNX Index ngày càng có sự phân hoá về cường độ dao động (Biểu đồ 1). Sàn HOSE, so với Sàn HNX, có xu hướng thu hút được sự quan tâm ngày càng nhiều hơn của thị trường và điều đó được thể hiện không chỉ ở mức độ biến động của chỉ số VNIndex, mà còn ở qui mô giao dịch qua từng phiên (tỷ lệ khối lượng khớp lệnh/khối lượng báo giá bình quân có xu hướng tăng dần qua các tháng - Số liệu tại Biểu đồ 1). Sự phân hoá này có lẽ là hệ quả tất yếu của **những thay đổi trong nhận thức và cảm nhận của thị trường về mức độ rủi ro** liên quan đến tính minh bạch thông tin (điều kiện niêm yết và yêu cầu về công bố thông tin tại HOSE cao hơn tại HNX) và tính khách quan của phương thức giao dịch (HOSE áp dụng phương thức giao dịch trực tuyến, trong khi HNX vẫn tiếp tục phương thức giao dịch qua trung gian là các công ty chứng khoán);

**Biểu đồ 1:** Sự phân hoá giữa HOSE & HNX (Nguồn: HSX&HNX)



	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8
KLGD Khớp lệnh bình quân (CP)	49,390,484	52,070,656	32,676,151	52,078,998
KLGD Báo giá bình quân (CP)	28,767,010	29,401,232	16,702,909	25,959,670
Tỷ lệ KLGD khớp lệnh/KLGD báo giá (lần)	1.72	1.77	1.96	2.01

- Ấn tượng về kết quả kinh doanh 06 tháng đầu năm 2009 tốt hơn mong đợi của nhiều nhóm công ty, diễn biến giá cả của một số loại 2hàng hoá trên thị trường thế giới, những điều chỉnh trong chính sách vĩ mô, những tuyên bố về chính sách,... đã kích thích trí tưởng tượng phong phú khác nhau của thị trường và tạo ra sự phân hoá đáng kể giữa các nhóm cổ phiếu (Bảng 1). Mặc dù, những nhận định, đánh giá và sự ngoại suy về triển vọng lợi nhuận những tháng cuối năm 2009 của ngành và công ty (do các tổ chức và cá nhân thường xuyên công bố) còn mang tính khiên cưỡng và suy diễn, nhưng một điều không thể phủ nhận được là **khả năng tạo lợi nhuận của doanh nghiệp** đang được thị trường đặc biệt quan tâm khi lựa chọn cổ phiếu để mua bán.

**Bảng 1:** Sự phân hoá của một số nhóm cổ phiếu tại HOSE (Nguồn: HSX)

Giai đoạn	Vn Index	Nhóm CP được NĐTNN mua ròng (DPM, FPT, HPG, PPC)	Nhóm CP Tài chính (BVI, BVH, CTG, PVF, SSI, STB, VCB)	Nhóm CP Mía đường (BHS, LSS, SBT)	Nhóm CP Bánh kẹo (BBC, KDC, NKD)	Nhóm CP sản xuất và kinh doanh Sắt Thép (VIS, HMC, HSG, SMC)
% Thay đổi giá						
Tháng 8	16.85%	10.40%	5.26%	39.77%	42.92%	49.34%
Tháng 7	5.10%	11.94%	-0.88%	9.24%	13.01%	23.64%
Khối lượng GD Bình quân						
Tháng 8	50,238,918	3,364,198	10,658,617	2,065,883	1,058,709	1,248,042
Tháng 7	30,699,513	2,303,645	11,531,411	921,805	299,573	412,535

## Xu hướng của TTCK Việt nam trong tháng 9/2009:

### Bối cảnh kinh tế thế giới:

- Nhìn chung, cho tới thời điểm hiện nay các nhà kinh tế học đều đồng thuận cho rằng:

- Khủng hoảng kinh tế đã chấm dứt;
- Nền kinh tế thế giới đang chuẩn bị bước vào giai đoạn tăng trưởng trở lại từ vùng đáy của sự suy thoái vừa qua;
- Và, không còn nguy cơ nào khiến nền kinh tế thế giới trượt dốc trở lại nữa.

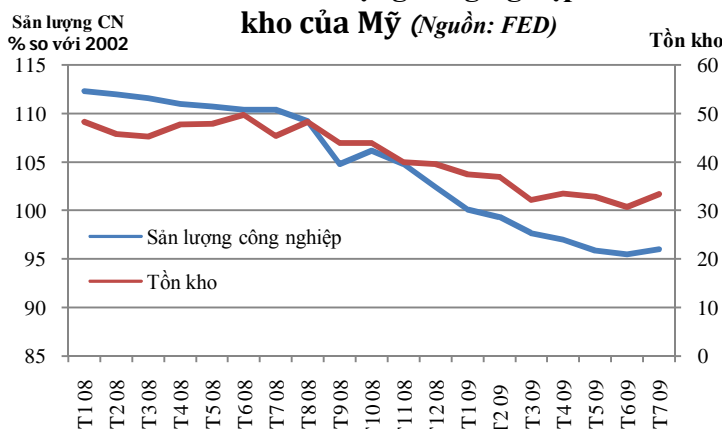
- Các nền kinh tế hàng đầu của thế giới lần lượt tuyên bố đã ra khỏi cơn suy thoái và những tín hiệu tích cực của sự phục hồi đã dần xuất hiện. Tuy vậy, sự phục hồi này mới chỉ là sự phục hồi về mặt kỹ thuật (thể hiện ở sự tăng trưởng GDP và tăng trưởng sản xuất công nghiệp so với vùng đáy của giai đoạn suy thoái) nhờ các gói kích cầu khổng lồ của Chính phủ các nước, trong khi đầu tư của doanh nghiệp vẫn chưa phục hồi và tiêu dùng cá nhân vẫn tiếp tục sụt giảm. Ví dụ: sản xuất công nghiệp của Hoa kỳ đã tăng trở lại do sự sụt giảm mạnh hàng tồn kho trong quý II/2009 và các doanh nghiệp phải đẩy mạnh sản xuất để lưu kho, trong khi công suất sử dụng thiết bị vẫn còn ở mức thấp (Biểu đồ 2 & 3). Đối với Trung Quốc, sự phục hồi chủ yếu là kết quả của việc tăng vọt các khoản cho vay do Chính phủ chỉ định từ hệ thống ngân hàng (trong 6 tháng đầu năm 2009, các khoản vay mới đạt khoảng 1.100 tỷ USD, gần gấp đôi tổng lượng cho vay của cả năm 2008) và việc đầu tư mạnh mẽ của Chính phủ. Theo đánh giá của Giám đốc phụ trách Bộ phận Trung Quốc của JP Morgan, đầu tư vào tài sản cố định (FAI) của Trung Quốc đã tăng mạnh trong 7 tháng đầu năm 2009 (tăng 32,9 % so với cùng kỳ năm ngoái), trong đó đầu tư vào bất động sản chiếm khoảng 22,2 % của FAI.

Con đường phục hồi của các nền kinh tế hàng đầu, từ sự phục hồi về kỹ thuật đến sự phục hồi bền vững và thực chất (thể hiện đồng thời ở sự tăng trưởng GDP, tăng trưởng sản xuất, tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp và sự phục hồi tiêu dùng của người dân) sẽ còn nhiều khó khăn và phức tạp. Sự thay đổi trong những tín hiệu phục hồi đó sẽ được phản ánh thông qua sự điều chỉnh của các TTCK chủ chốt và sẽ nhanh chóng ảnh hưởng gián tiếp đến tâm lý nhất thời trên TTCK nước ta. Kênh tác động thứ hai đến TTCK nước ta là thông qua sự tác động, với một độ trễ thời gian nhất định, đến triển vọng sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết.

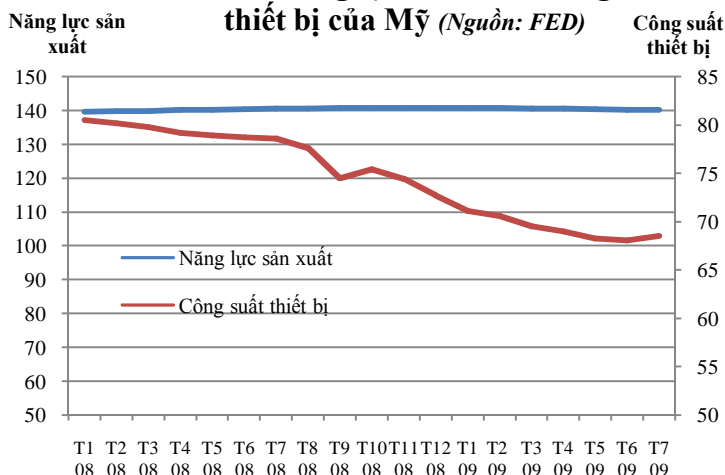
Nền kinh tế thế giới bắt đầu phục hồi trở lại sau giai đoạn suy thoái không có nghĩa là thị trường tiêu thụ đối với hàng hoá (đặc biệt là các hàng tiêu dùng và thực phẩm) của Việt nam đã được rộng mở và dòng vốn đầu tư sẽ lại ào ạt đổ vào nước ta. Bên cạnh các cơ hội, cũng còn đặt ra nhiều thách thức mà các doanh nghiệp Việt nam phải tính đến. Đó là:

- Tái cân đối lại nền kinh tế sau khủng hoảng là yêu cầu sống còn đang đặt ra đối với các nền kinh tế trên thế giới. Kèm theo đó sẽ là sự thay đổi trong cơ cấu hàng hoá xuất nhập khẩu;
- Giá cả hàng hoá cơ bản có xu hướng tăng. Điều đó sẽ làm gia tăng sức ép lạm phát do yếu tố chi phí đẩy đối với nền kinh tế quá phụ thuộc vào nguyên phụ liệu nhập khẩu để sản xuất cho nhu cầu tiêu dùng trong nước và xuất khẩu như nước ta;
- Tiêu dùng cá nhân vẫn tiếp tục sụt giảm tại các thị trường xuất khẩu chủ lực của nước ta. Trong lúc nhu cầu tiêu thụ chưa hồi phục, việc gia tăng các qui định nhằm đảm bảo Vệ sinh an toàn thực phẩm, đảm bảo an toàn cho người sử dụng, về truy suất nguồn gốc theo chuỗi sản xuất kinh doanh,... sẽ tạo ra nhiều trở ngại cho các doanh nghiệp Việt nam trong việc tiếp cận và thâm nhập thị trường của các nước;
- Đàm phán và ký kết các Hiệp định Thương mại tự do (FTA) song phương và đa phương trên cơ sở cam kết tuân thủ các qui chế của WTO đang trở thành xu thế và trào lưu giữa các nước thành viên WTO. Việc đàm phán và ký kết các FTA nhằm cắt giảm thuế quan hơn nữa và tạo điều kiện hơn nữa cho sự giao lưu hàng hoá giữa các nước, bên cạnh việc tạo thuận lợi cho hàng hoá của Việt Nam thâm nhập vào các thị trường bên ngoài, cũng tạo nên những thách thức đối với những hàng hoá được sản xuất cho tiêu dùng nội địa.

**Biểu đồ 2: Sản lượng công nghiệp và tồn kho của Mỹ (Nguồn: FED)**



**Biểu đồ 3: Năng lực sản xuất, Công suất thiết bị của Mỹ (Nguồn: FED)**



**Bối cảnh nền kinh tế Việt Nam những tháng cuối năm:**

Gói kích thích kinh tế lần một được triển khai đồng bộ và quyết liệt trong những tháng đầu năm 2009 đã giúp cho nền kinh tế nước ta: chặn được đà suy giảm, cân bằng trở lại và lấy lại đà tăng trưởng. GDP của cả nước trong 6 tháng đầu năm đạt mức tăng trưởng 3,9% (cùng kỳ năm trước đạt 6,5%). Sản lượng sản xuất của nhiều mặt hàng công nghiệp đã tăng dần qua từng tháng trong năm 2009 và trong 8 tháng đầu năm 2009 giá trị sản xuất công nghiệp đã tăng 5,6% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, sự phục hồi này chưa thể gọi là bền vững vì:

- Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 8 tháng đầu năm 2009 (nếu loại trừ yếu tố giá) tăng khoảng 9,3% so với cùng kỳ năm trước, nhưng bình quân chung tiêu dùng giảm gần 3,5%. Tiêu dùng của Chính phủ tăng hơn 9%, trong khi đó tiêu dùng cuối cùng của hộ gia đình theo giá so sánh lại giảm gần 5%;
- Sản xuất và giá trị sản lượng công nghiệp tăng, nhưng kéo theo đó là sự gia tăng lượng hàng tồn kho (Biểu đồ 4);
- Hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, nhìn chung vẫn “giậm chân tại chỗ”. Điều đó được thể hiện ở con số giải ngân của gói hỗ trợ lãi suất trung và dài hạn (cho đến thời điểm hiện nay gói hỗ trợ này chỉ mới giải ngân được vài chục nghìn tỷ VND) và được thể hiện ở giá trị nhập khẩu máy móc thiết bị trong thời gian qua (nhập khẩu máy móc thiết bị giảm 22% so với cùng kỳ) (Biểu đồ 5).

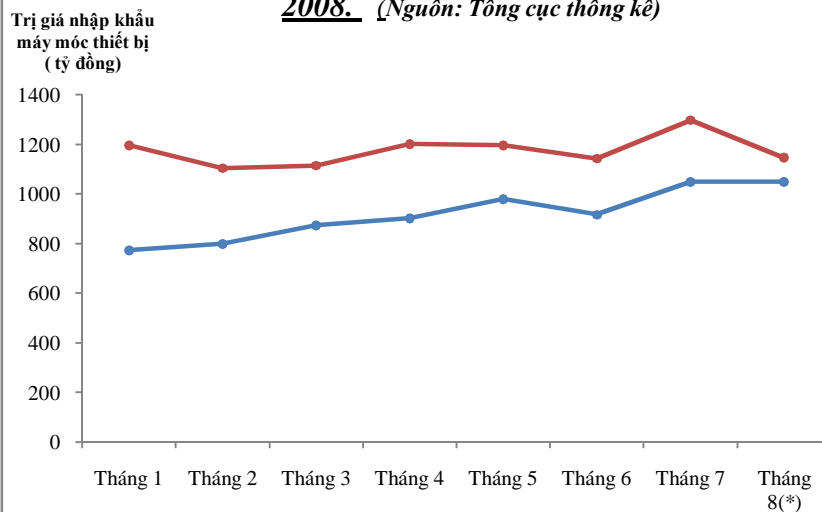
Để tạo đà cho sự hồi phục bền vững của các doanh nghiệp sau khủng hoảng, bên cạnh cần một nền kinh tế vĩ mô ổn định (đây là mục tiêu chính sách ưu tiên của Chính phủ trong những tháng còn lại của năm 2009), thị trường còn đang ngóng chờ một gói kích cầu (hay gói kích thích kinh tế) tiếp theo sẽ được triển khai. Tuy nhiên, sự kỳ vọng quá mức vào gói kích thích kinh tế mới của Chính phủ như một “liều thuốc tiên” đối với doanh nghiệp sẽ dẫn đến những ngộ nhận khi nhận định và đánh giá về triển vọng lợi nhuận của các công ty niêm yết trong 02 quý cuối năm 2009, vì:

- Thực tế kết quả kinh doanh 06 tháng đầu năm 2009 cho thấy, mặc dù Gói kích cầu đầu tiên còn mang tính “dàn đều”, nhưng không phải ngành nào, lĩnh vực nào và doanh nghiệp nào cũng phát huy được hiệu quả;
- Gói kích thích thứ hai, nếu có, sẽ mang tính “trọng tâm” và “lựa chọn”. Kết quả là sự phân hoá giữa các ngành, các doanh nghiệp lại càng lớn.

**Tóm lại:** Con đường để đưa nền kinh tế thế giới nói chung, và nền kinh tế Việt nam nói riêng, trở lại mức tăng trưởng của thời kỳ trước suy thoái, còn rất nhiều khó khăn và trở ngại. Nhưng dù sao đi nữa, sự phục hồi về kỹ thuật của nền kinh tế thế giới và nền kinh tế Việt Nam đã góp phần đưa TTCK trở lại vị trí là **kênh đầu tư dài hạn hấp dẫn và an toàn hơn** so với các kênh đầu tư khác trong con mắt của các nhà đầu tư

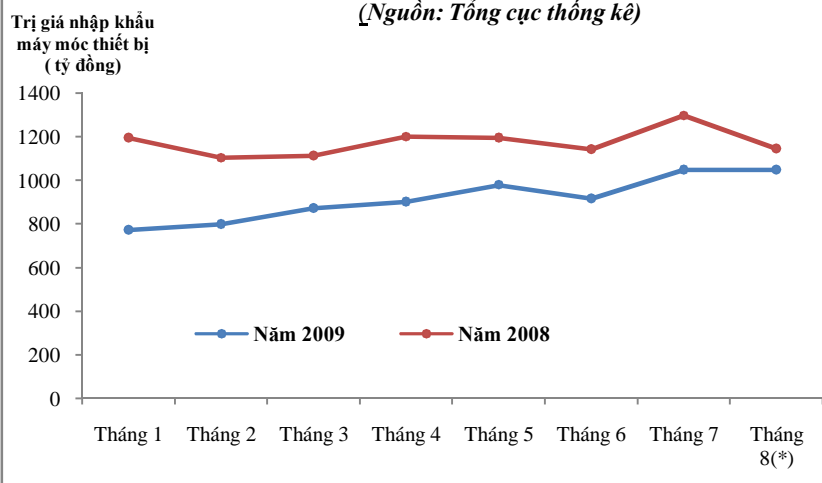
**Biểu đồ 5: Diễn biến giá trị nhập khẩu máy móc thiết bị các tháng năm 2009 so với cùng kỳ năm 2008.**

**2008.** (Nguồn: Tổng cục thống kê)



**Biểu đồ 5: Diễn biến giá trị nhập khẩu máy móc thiết bị các tháng năm 2009 so với cùng kỳ năm 2008.**

(Nguồn: Tổng cục thống kê)







Cùng với sự phân hoá ngày càng mạnh mẽ, hoạt động giao dịch nhằm **thay đổi vị thế nắm giữ cổ phiếu (bao gồm sự kết hợp giữa thanh lý cổ phiếu hoặc nhóm cổ phiếu này với việc gia tăng vị thế nắm giữ đối với cổ phiếu hoặc nhóm cổ phiếu khác)** sẽ là xu hướng nổi bật trên TTCK Việt nam trong tháng 9/2009 này, vì những lý do sau:

Sự phục hồi sau giai đoạn suy thoái của nền kinh tế thế giới nói chung và của nền kinh tế Việt nam nói riêng, tuy còn nhiều khó khăn và trở ngại, đã trở thành động lực đưa TTCK trở lại vị trí vốn có của mình – là **kênh đầu tư dài hạn hấp dẫn và ưa chuộng hơn** so với các kênh đầu tư khác trong con mắt của các nhà đầu tư;

- Cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, quan điểm lựa chọn cổ phiếu để đầu tư và nắm giữ đã thay đổi. **Cổ phiếu tăng trưởng** sẽ là ưu tiên được các nhà đầu tư lựa chọn;
- Lợi nhuận đột biến của các doanh nghiệp trong 06 tháng đầu năm 2009 ( chủ yếu là nhờ nguồn hàng tồn kho giá thấp, nhờ việc hoàn nhập các loại dự phòng và nhờ tăng được vòng luân chuyển thương mại do tác dụng phụ của chính sách hỗ trợ lãi suất tạo ra) chắc chắn sẽ không thể lặp lại được trong những tháng cuối năm 2009;
- Sự phục hồi sau giai đoạn suy thoái diễn ra không đồng đều trong mọi ngành và lĩnh vực của nền kinh tế thế giới nói chung, và nền kinh tế Việt nam nói riêng, sẽ làm thay đổi không chỉ diện mạo của từng ngành và lĩnh vực, mà còn làm thay đổi cả vị thế cạnh tranh của từng doanh nghiệp.
- Như thực tế đã cho thấy, Gói kích thích kinh tế lần 1, tuy được dàn đều, nhưng hiệu quả đối với từng ngành và từng doanh nghiệp lại khác nhau. Do đó, việc nhấn mạnh tính trọng tâm và lựa chọn của Gói kích thích kinh tế lần 2 (nếu có) sẽ càng cho thấy sự phân hoá. Phục hồi được hay không, phục hồi nhanh hay chậm, đã tăng trưởng lợi nhuận bền vững hay nhất thời,... sẽ tùy thuộc vào thực lực và khả năng thích ứng của từng doanh nghiệp.

Để hiện thực hoá được mục tiêu **Thay đổi vị thế nắm giữ cổ phiếu**, các chiến thuật và tác nghiệp khác nhau chắc chắn sẽ được các nhà đầu tư lớn thi triển đồng thời và chính sự kết hợp đồng bộ các chiến thuật khác nhau trong bối cảnh quý III/2009 sắp kết thúc (khi khả năng bất đối xứng thông tin rất dễ xảy ra) sẽ khiến cho thị trường trở nên sôi động và thị trường rất dễ bị mất phương hướng.