

**Báo cáo nghiên cứu thị trường tháng 7/2009**

# “Sự phân hoá của thị trường”

*Hà nội, ngày 05 tháng 08 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:**

- Tâm trạng ngóng đợi các báo cáo đánh giá về Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh quý II và 6 tháng đầu năm 2009 của các công ty niêm yết + Những nhận định trái chiều về tình hình kinh tế thế giới nói chung, và của Việt nam nói riêng => Sự phân vân và lưỡng lự trong hành vi mua – bán của các nhà đầu tư trong suốt cả giai đoạn tháng 7/2009 vừa qua. Mặc dù, tổng lượng đặt mua và tổng lượng đặt bán của toàn thị trường tại HOSE vẫn được duy trì ở mức cao và tương đối cân bằng (Lượng đặt mua bình quân/phiên đạt 59.314.072 cổ phiếu và Lượng đặt bán bình quân/phiên đạt 52.865.141 cổ phiếu), nhưng tỷ lệ khớp lệnh thành công chỉ đạt mức khiêm tốn (Tỷ lệ KLGD khớp lệnh/Lượng đặt mua đạt mức bình quân trong tháng 7/2009 là 52,85% và Tỷ lệ KLGD khớp lệnh/Lượng đặt bán đạt mức bình quân trong tháng là 59,62%). VNIndex dao động trong dải biên độ khá hẹp (440 điểm +/- khoảng 7%) với KLGD khớp lệnh bình quân/phiên tại HOSE đạt 30.669.513 cổ phiếu.
- Sự điều chỉnh một cách đồng bộ và linh hoạt nhóm các công cụ chính sách (Tiền tệ, Tài khoá, điều hành xuất nhập khẩu,...) đang và sẽ được triển khai trong những tháng cuối năm 2009 nhằm giữ ổn định kinh tế vĩ mô, đạt mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm khoảng 5%, khống chế lạm phát (CPI) ở mức khoảng 7% và bội chi ngân sách dưới 7% sẽ tác động đến TTCK thông qua: ***tác động khác nhau đến khả năng tạo lợi nhuận của các công ty niêm yết trong 02 quý cuối năm 2009; tác động đến nguồn lực tài chính của thị trường; tác động đến niềm tin và kỳ vọng của thị trường.*** Nguồn lực tài chính hạn chế của các nhà đầu tư + Triển vọng lợi nhuận của 02 quý cuối năm 2009 khác nhau của các công ty niêm yết + Xu hướng tham gia mạnh mẽ hơn của Các quỹ đầu tư Danh mục chứng khoán vốn nước ngoài => Sự phân hoá ngày càng gia tăng trên thị trường.

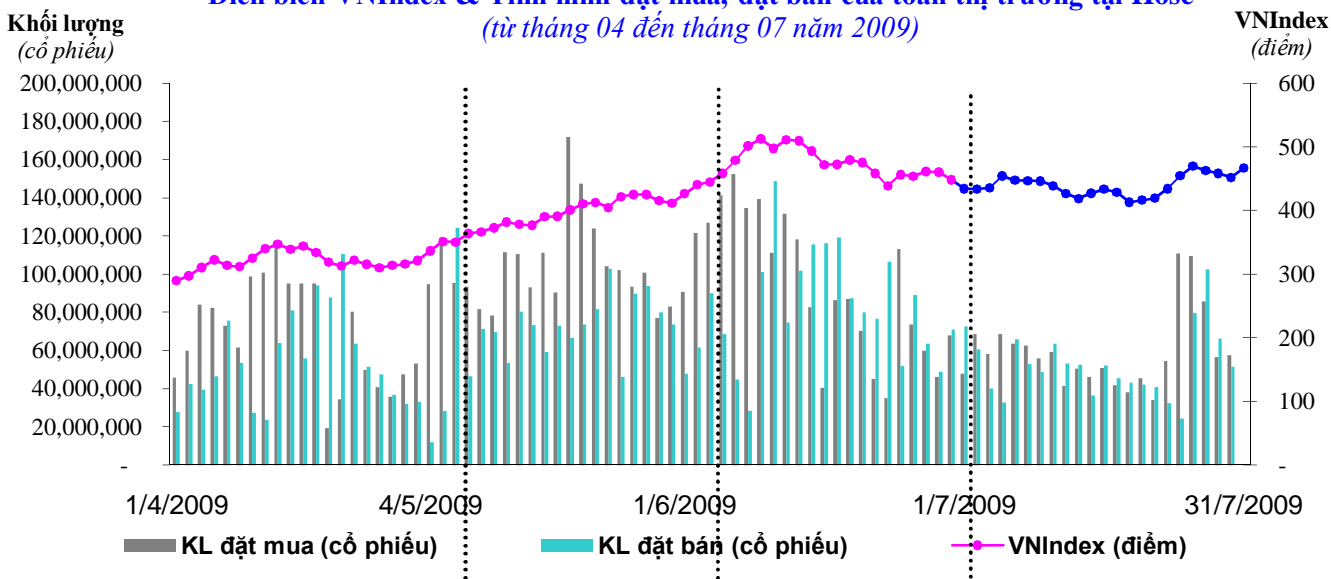


## Những nét nổi bật của thị trường trong tháng 7/2009:

Trong khi chờ đợi các công ty niêm yết công bố Báo cáo tài chính bán niên – cơ sở để thị trường có được cái nhìn đầy đủ hơn về nội lực (sức chịu đựng, cũng như năng lực thích nghi) của doanh nghiệp, những nhận định trái chiều về hiệu quả của các gói kích thích kinh tế, về triển vọng và những nguy cơ đối với nền kinh tế thế giới nói chung và nền kinh tế Việt nam nói riêng, đã khiến các nhà đầu tư trở nên phân vân và lưỡng lự trong hành vi mua - bán của mình. Sự phân vân và lưỡng lự đó đã làm cho tỷ lệ khớp lệnh thành công (tỷ lệ KLGD khớp lệnh/Lượng đặt mua hoặc Tỷ lệ KLGD khớp lệnh/Lượng đặt bán) có xu hướng giảm so với giai đoạn cuối tháng 5 và đầu tháng 6, trong khi tổng lượng đặt mua và bán bình quân của toàn thị trường thay đổi không nhiều (Biểu đồ 1, 2 & 3).

**Biểu đồ 1:**

**Diễn biến VNIndex & Tình hình đặt mua, đặt bán của toàn thị trường tại Hose**  
(từ tháng 04 đến tháng 07 năm 2009)



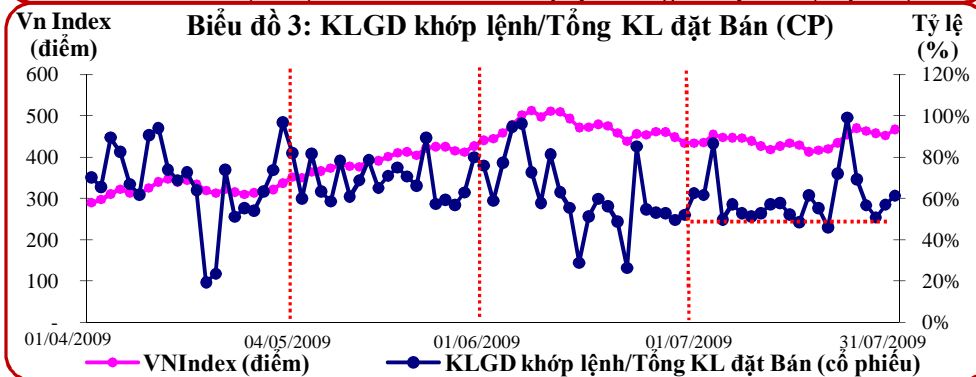
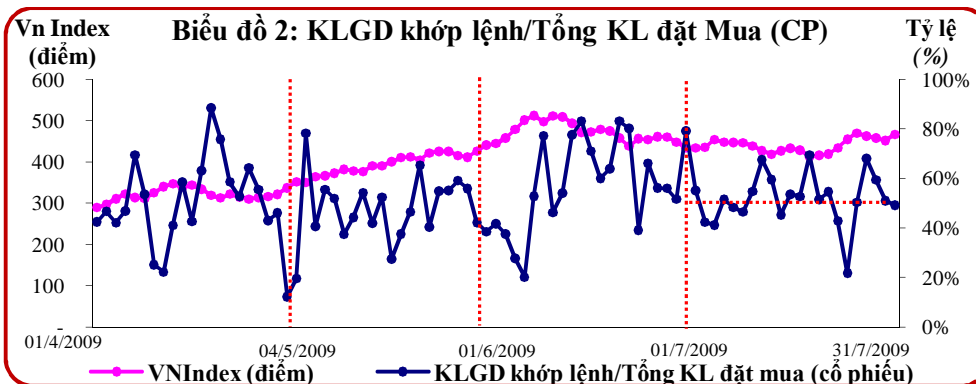
Chỉ tiêu	Tháng 04	Tháng 05	Tháng 06	Tháng 07
VNI (điểm)	↑ 40,96 (14,59%)	↑ 90,01 (27,99%)	↑ 36,65 (8,9%)	↑ 18,47 (4,12%)
KLGD cp bình quân/phiên	33.132.128	46.810.275	47.883.885	30.669.513
KL đặt Mua cp bình quân/phiên	68.336.949	104.137.391	94.314.072	59.314.072
KL đặt Bán cp bình quân/phiên	54.697.997	69.941.405	81.499.006	52.865.141
Tỷ lệ khớp lệnh				
- KLGD khớp lệnh/Tổng KL đặt mua bq phiên(%)	51,91%	46,51%	55,74%	52,85%
- KLGD khớp lệnh/Tổng KL đặt mua bq phiên(%)	65,74%	70,10%	62,70%	59,62%
Sự phân hoá của thị trường *	54,23%	60,30%	50,57%	45,69%

(\*) Số mã cổ phiếu tăng/Tổng số mã cổ phiếu của toàn thị trường (%)

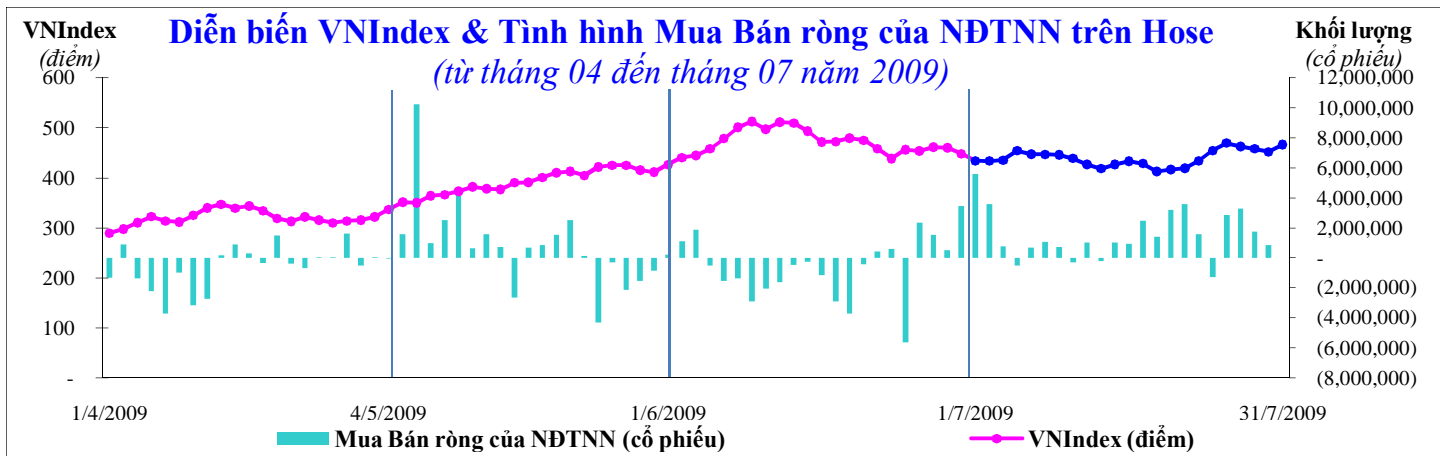


**Sự tăng trưởng** vượt trội trên TTCK của các nền kinh tế mới nổi so với TTCK của các nền kinh tế phát triển trong giai đoạn phục hồi hiện nay, đang hấp dẫn dòng vốn đầu tư gián tiếp của các Quỹ đầu tư Danh mục Chứng khoán vốn nước ngoài và TTCK Việt nam cũng không phải là ngoại lệ. Những số liệu thống kê cho thấy (Biểu đồ 4) Nhà đầu tư nước ngoài vẫn:

- Tiếp tục mua ròng với tổng lượng mua ròng trong tháng 7/2009 là 35.735.700 cổ phiếu
- Hoạt động mua – bán được tập trung chủ yếu vào một số mã cổ phiếu có tầm ảnh hưởng lớn đến chỉ số VNIndex;
- Ngưỡng giá mua – bán ở một số cổ phiếu được định hình tương đối rõ trên cơ sở khả năng tạo lợi nhuận của bản thân doanh nghiệp.



**Biểu đồ 4**



Giao dịch của toàn thị trường

Chỉ tiêu	Tháng 04	Tháng 05	Tháng 06	Tháng 07
KL Mua/Tổng KLGD khớp lệnh cp bình quân/phiên	6,74%	6,72%	6,61%	11,73%
KL Bán /Tổng KLGD khớp lệnh cp bình quân/phiên	8,46%	5,26%	7,43%	6,65%
KL Mua Bán ròng (cp)	(11.895.420)	16.238.270	(12.543.970)	35.735.700

Giao dịch 10 mã có vốn hoá lớn ( BVH, DPM, FPT, HAG, HPG, ITA, PPC, PVD, VNM, VSH)

Chỉ tiêu	Tháng 04	Tháng 05	Tháng 06	Tháng 07
KL Mua/Tổng KLGD khớp lệnh cp bình quân/phiên	19,13%	27,11%	20,09%	41,65%
KL Bán /Tổng KLGD khớp lệnh cp bình quân/phiên	13,8%	12,97%	14,73%	13,55%
KL Mua Bán ròng (cp)	5.723.490	18.972.290	9.389.662	27.532.210

## Xu hướng của TTCK Việt nam trong tháng 8 và những tháng cuối năm 2009 :

Kết luận của Bộ Chính trị, Nghị quyết của Quốc hội và của Chính phủ đã khẳng định: Mục tiêu phát triển kinh tế xã hội tổng quát của nước ta trong năm 2009 là *Ngăn chặn suy giảm kinh tế, giữ ổn định kinh tế vĩ mô, duy trì tăng trưởng kinh tế và đảm bảo an sinh xã hội*. Tùy theo diễn biến của nền kinh tế thế giới và tình hình cụ thể của nền kinh tế nước ta, *thứ tự ưu tiên* trong mục tiêu chính sách sẽ được điều chỉnh cho phù hợp với từng giai đoạn và kéo theo đó là sự điều chỉnh linh hoạt hệ thống các gói giải pháp chính sách đồng bộ.

*“Ngăn chặn suy giảm kinh tế, kích thích nhu cầu tăng trưởng”* là mục tiêu ưu tiên của Chính phủ trong những tháng đầu năm 2009, khi nền kinh tế thế giới đang “rơi tự do” và sản xuất trong nước bị đình đốn. Để khôi phục lại sản xuất và duy trì đà tăng trưởng, gói các giải pháp chính sách đồng bộ đã được triển khai. Trong đó nổi bật nhất là gói hỗ trợ lãi suất ngắn hạn 4% (sẽ kết thúc vào 31/12/2009) và gói hỗ trợ lãi suất 4% kỳ hạn 24 tháng (kết thúc vào năm 2011). Những cố gắng nỗ lực đó đã mang lại những kết quả đáng khích lệ (Bảng 1).

**Bảng 1: Tình hình phát triển kinh tế xã hội của Việt nam trong 6 tháng đầu năm 2009.**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Tốc độ tăng quý I/2009 so với quý I/2008 (%)</b>	<b>Tốc độ tăng quý II/2009 so với quý II/2008 (%)</b>	<b>Tính chung tốc độ tăng 6 tháng đầu năm 2009 so với 6 tháng đầu năm 2008 (%)</b>
<b>GDP</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>
<b>Nông lâm nghiệp và thủy sản</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,25</b>
<i>Nông nghiệp</i>	(0,5)	1,2	0,78
<i>Thủy sản</i>	3,4	3,9	3,71
<b>Công nghiệp và xây dựng</b>	<b>1,5</b>	<b>5,2</b>	<b>3,48</b>
<i>Công nghiệp</i>	0,7	4,0	2,42
<i>Công nghiệp khai thác mỏ</i>	4,5	10	7,30
<i>Công nghiệp chế biến</i>	(0,3)	2,4	1,09
<i>Xây dựng</i>	6,9	9,8	8,74
<b>Dịch vụ</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
<i>Thương mại</i>	6,6	6	6,53
<i>Tài chính, tín dụng</i>	5,2	7,3	6,37
<i>Vận tải kho bãi và thông tin liên lạc</i>	8,2	8,3	8,28

*Nguồn : Tổng cục thống kê.*



### Trong bối cảnh:

- Các nền kinh tế hàng đầu trên thế giới - những thị trường tiêu thụ hàng hoá chủ lực của nước ta, đang dần thoát khỏi cuộc khủng hoảng để tăng trưởng trở lại vào giai đoạn cuối năm 2009 và đầu năm 2010;

- Để tạo đà cho nền kinh tế và các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh của nước ta nắm bắt và tận dụng được cơ hội khi nền kinh tế thế giới phục hồi và tăng trưởng trở lại, hoạt động đầu tư (đầu tư công, đầu tư tư nhân) cần thiết và sẽ được đẩy mạnh trong những tháng cuối năm 2009;

- Việc đẩy mạnh hoạt động đầu tư sẽ làm cho nền kinh tế nước ta phải đối mặt với 03 rủi ro lớn. Đó là: Nguy cơ tái lạm phát, Nguy cơ thâm hụt cán cân thanh toán và Nguy cơ thâm hụt ngân sách.

Trong bối cảnh đó, thứ tự ưu tiên trong mục tiêu chính sách của những tháng cuối năm 2009 đã có sự điều chỉnh. Như Nghị quyết phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 6 năm 2009 cho thấy, **“Ổn định kinh tế vĩ mô”** nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm khoảng 5%, không chế lạm phát (CPI) ở mức khoảng 7% và bội chi ngân sách dưới 7% sẽ là mục tiêu ưu tiên trong công tác chỉ đạo điều hành của Chính phủ trong những tháng cuối năm 2009. Để đạt được mục tiêu ưu tiên đó, một loạt các giải pháp đồng bộ (đặc biệt là các giải pháp về tiền tệ, tài khoá và điều hành xuất nhập khẩu) đang và sẽ được triển khai một cách linh hoạt nhằm thúc đẩy hoạt động đầu tư (đầu tư công và đầu tư tư nhân) để tạo đà cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo, đồng thời ngăn chặn và giảm thiểu 03 nguy cơ nêu trên. Cụ thể:

- Hoạt động đầu tư công vào các lĩnh vực hạ tầng kỹ thuật then chốt của nền kinh tế sẽ được đẩy mạnh trong những tháng cuối năm 2009 và điều đó sẽ tạo thuận lợi cho việc giải ngân các nguồn vốn ODA, FDI và thu hút các nguồn vốn tư nhân khác;

- Giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng xuống mức 25% - 27% sẽ làm giảm hệ số tạo tiền (vòng xoáy tạo tiền) thông qua hoạt động tín dụng của hệ thống các NHTM và điều đó sẽ góp phần làm giảm áp lực của việc bơm tiền vào nền kinh tế thông qua chính sách tài khoá (đẩy mạnh hoạt động giải ngân từ nguồn vốn ngân sách) đối với lạm phát;

- Giảm lãi suất tiền gửi từ 3,6%/năm xuống 1,2%/năm đối với khoản tiền dự trữ bắt buộc của các NHTM gửi tại NHNN, trong khi giữ nguyên lãi suất cơ bản là 7%/năm (đồng nghĩa với lãi suất cho vay tối đa là 10,5%/năm) và kiểm soát chặt chẽ hoạt động cho vay tiêu dùng, cho vay đầu tư chứng khoán,...(những lĩnh vực được cho vay theo lãi suất thoả thuận) sẽ thúc đẩy các NHTM phải xem xét và cân nhắc lại mức lãi suất huy động cho phù hợp. Điều đó sẽ có ảnh hưởng tích cực đến mặt bằng lãi suất của các đợt phát hành TPCP trong những tháng còn lại cuối năm 2009;

- Giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng, không nói lỏng điều kiện cho vay, xiết chặt hoạt động cho vay vào các lĩnh vực phi sản xuất (tiêu dùng, chứng khoán, kinh doanh bất động sản,...) và tăng cường công tác kiểm tra giám sát sẽ hướng các luồng vốn được các NHTM huy động từ xã hội đổ vào các lĩnh vực hoạt động sản xuất, vào lĩnh vực phát triển hạ tầng kinh tế kỹ thuật then chốt thông qua kênh TPCP và ngăn ngừa nguy cơ hình thành bong bóng trên các loại thị trường khác nhau như: bất động sản, chứng khoán, hàng hoá, nguyên vật liệu nhập khẩu,...;

- Hoạt động sản xuất trên thế giới và trong nước đang dần hồi phục sẽ kéo giá cả hàng hoá và nguyên vật liệu tăng trở lại. Kiểm soát chặt chẽ hoạt động tín dụng và hoạt động ngoại hối sẽ giúp ngăn ngừa hoạt động đầu cơ hàng hoá và nguyên vật liệu, và hệ lụy của việc đầu cơ hàng nhập khẩu sẽ là áp lực về ngoại tệ để thanh toán như đã từng xảy ra đối với trường hợp sắt thép trong những tháng đầu năm 2008.

- .....

Sự điều chỉnh thứ tự ưu tiên trong mục tiêu chính sách của Chính phủ và hàng loạt các giải pháp đồng bộ đang và sẽ được triển khai trong những tháng cuối năm 2009 sẽ tác động trực tiếp và gián tiếp đến sự phân hoá của TTCK Việt nam thông qua 03 kênh sau:

1. *Tác động vào khả năng tạo lợi nhuận trong 02 quý cuối năm của các công ty niêm yết.* Số liệu thống kê 6 tháng đầu năm 2009 về tình hình phát triển của nền kinh tế nước ta (Bảng 1) và kết quả kinh doanh bán niên vừa được công bố của các công ty niêm yết cho thấy, nền kinh tế khởi sắc, nhưng không phải ngành và lĩnh vực nào cũng khởi sắc như nhau và ngay các công ty trong cùng một ngành cũng có những kết quả lợi nhuận khác



nhau. Trong những tháng cuối năm 2009, thực lực của công ty sẽ quyết định khả năng lợi nhuận.

2. *Tác động vào dòng vốn đổ vào TTCK.* Hoạt động đầu tư và kinh doanh cổ phiếu, về thực chất, là hoạt động đầu tư và kinh doanh khả năng tạo ra lợi nhuận của công ty phát hành ra loại cổ phiếu đó. Thị giá của cổ phiếu luôn biến động và còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nữa, nhưng nhìn chung, không thể thoát ly quá xa so với khả năng tạo ra lợi nhuận của công ty (những kỷ lục về giá của cổ phiếu ở thời buổi sơ khai mông muội của TTCK Việt nam chắc chỉ còn là những kỷ niệm buồn). Sự phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp và những điều chỉnh trong chính sách tiền tệ sẽ làm dịu bớt đáng kể nguồn vốn luân chuyển ngắn hạn trong thị trường. ***Nguồn vốn hạn hẹp*** khiến cho người đầu tư trở nên thận trọng và tính toán hơn trên cơ sở xem xét khả năng tạo ra lợi nhuận của các công ty phát hành khi đưa ra các quyết định đầu tư của mình.

3. *Tác động đến niềm tin và kỳ vọng của thị trường.* Sự ổn định của môi trường kinh tế vĩ mô sẽ có tác động đáng kể đến việc lựa chọn ***hệ số P/E thích hợp của nhà đầu tư*** và sẽ thu hút ***luồng vốn gián tiếp*** của các Quỹ đầu tư danh mục chứng khoán vốn dành cho các thị trường mới nổi. Thực tế giao dịch mua bán của những nhà đầu tư này trong thời gian qua đã cho thấy, hoạt động mua bán ròng của họ gắn bó chặt chẽ với việc xem xét khả năng tạo ra lợi nhuận của bản thân công ty phát hành.

***Tóm lại:*** Cùng với sự trưởng thành, thị trường đã trở nên chú trọng nhiều hơn vào khả năng tạo ra lợi nhuận của các công ty niêm yết khi đưa ra các quyết định đầu tư của mình. Trên cơ sở khả năng tạo lợi nhuận khác nhau trong 02 quý cuối năm của các công ty niêm yết, sự hạn hẹp về nguồn vốn khả dụng và cách thức đầu tư của những dòng vốn đầu tư gián tiếp mới sẽ làm cho thị trường ngày càng trở nên phân hoá hơn và lành mạnh hơn.