

## **Báo cáo chiến lược**

**Số: 3 - 2010**

Thị trường tiếp tục biến động trong biên độ hẹp với thanh khoản thấp khiến việc lướt sóng vào thời điểm hiện tại là khá rủi ro. Chiến lược đầu tư dài hạn có thể thích hợp vào thời điểm hiện tại nhưng việc lựa chọn cổ phiếu cần được tiến hành cẩn trọng.

**Trung Tâm Phân Tích – ACBS**

**30 Tháng 9 2010**

**Chuyên viên Phân tích: Lê Nguyệt Ánh**



# Báo Cáo Chiến Lược

## Số: 3 -2010

### Tình Hình Kinh Tế

*Nhìn chung, các số liệu kinh tế quý 3 đã công bố bởi Tổng cục Thống kê khá lạc quan so với kỳ vọng dù một số vấn đề còn tồn tại như hàng tồn kho vẫn ở mức cao, tăng trưởng đầu tư của khối quốc doanh có thể không hiệu quả và thâm hụt thương mại vẫn đang tăng mạnh.*

*Chỉ số CPI có thể sẽ tăng nhanh hơn trong những tháng cuối năm nhưng vẫn ở trong tầm kiểm soát nếu giá thực phẩm không có biến động đột biến. Do vậy, chúng tôi không cho rằng CPI sẽ gây bất ngờ trong những tháng cuối năm.*

*Về mặt tiền tệ, tỉ giá có thể sẽ được điều chỉnh một lần nữa trong vòng 4 tháng tới trong khi lãi suất có thể sẽ giảm nhẹ nhờ những điều chỉnh của thông tư 13. Nhìn chung, những điều chỉnh đã được công bố có tác động tích cực đến hệ thống ngân hàng nhưng mức độ ảnh hưởng đến từng ngân hàng có khác nhau tùy thuộc vào tình hình tài chính và quy mô phát triển.*

### Diễn Biến Thị Trường

*Kể từ báo cáo trước, xu hướng thị trường hầu như không thay đổi, vẫn tiếp tục tích lũy trong biên độ hẹp với mức giảm điểm nhẹ. Tuy nhiên, tác động giảm nhiều nhất đến thị trường không còn là nhóm cổ phiếu ngân hàng mà là dịch vụ tài chính và bất động sản. Như vậy, tác động tiêu cực của thông tư 13 đến thị trường có thể đã chấm dứt.*

*Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi việc công bố kết quả kinh doanh quý 3, áp lực bán ra từ các định chế và việc cạnh tranh nguồn vốn của các kênh đầu tư khác. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá các chỉ sẽ tiếp tục biến động trong biên độ hẹp trong thời gian tới.*

### Khuyến Nghị Đầu Tư

*Cùng với tình hình thanh khoản thấp và áp lực bán ra từ các định chế tài chính, các doanh nghiệp nhà nước và các đợt phát hành, việc lướt sóng trong thời điểm hiện tại không thực sự thích hợp.*

*Chiến lược đầu tư giá trị có thể phù hợp vào thời điểm hiện tại, đặc biệt là việc tái cấu trúc danh mục đầu tư dài hạn. Dù thị trường đã giảm điểm khá lớn, một số cổ phiếu vẫn đang có mức giá khá cao so với giá trị nội tại. Việc lựa chọn cổ phiếu vào thời điểm hiện tại vẫn cần được tiến hành một cách cẩn trọng.*

*Về triển vọng ngành, chúng tôi khuyến nghị ngành Hàng và Dịch vụ Tiêu dùng. Ngành Ngân hàng cũng có thể xem xét do phần lớn thông tin tiêu cực đã phản ánh vào giá. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm cẩn trọng với cổ phiếu ngành Bất động sản.*

### Mục Lục

Triển Vọng Kinh Tế .....	3
Các vấn đề tiền tệ .....	4
Diễn Biến Thị Trường .....	6
Triển Vọng Đầu tư.....	7

# Triển Vọng Kinh Tế

## GDP tăng trưởng ổn định

	Tỉ trọng	3T2010	6T2010	9T2010	2010F
<b>GDP tăng trưởng theo ngành</b>	<b>100%</b>	<b>105,83</b>	<b>106,16</b>	<b>106,52</b>	<b>106,65</b>
Nông lâm Thủy sản	17,0%	103,45	103,31	102,89	102,90
<b>Công nghiệp &amp; Xây dựng</b>	<b>41,7%</b>	<b>105,65</b>	<b>106,50</b>	<b>107,29</b>	<b>107,34</b>
Khai khoáng	4,4%	100,52	93,52	93,08	93,00
Sản xuất và Chế tạo	24,9%	105,85	107,64	108,29	108,30
Sản xuất điện nước và khí đốt	3,1%	110,40	111,94	111,86	112,00
Xây dựng	9,2%	107,13	109,89	110,25	110,00
<b>Dịch vụ</b>	<b>41,3%</b>	<b>106,64</b>	<b>107,05</b>	<b>107,24</b>	<b>107,50</b>

F: Dự phóng được thực hiện bởi ACBS vào tháng 10/2010

Nguồn: Tổng cục Thống kê và ACBS (2010)

**GDP tăng trưởng tốt hơn dự kiến nhờ ngành sản xuất công nghiệp.**

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (GSO), tăng trưởng GDP quý 3 tăng mạnh ở mức 7,16%, đẩy tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm lên mức 6,52%. Nguyên nhân chính khiến mức tăng GDP quý 3 cao hơn dự kiến là do nhóm ngành Sản Xuất và Chế tạo có mức tăng trưởng vượt bậc lên mức 8,3% trong giai đoạn 9T2010 từ mức 7,64% của sáu tháng đầu năm mặc dù hàng tồn kho vẫn tiếp tục tăng cao trong quý 3.

Một số tài khoản quốc gia	3T2010	6T2010	9T2010	2010F
<b>GDP theo giá thực tế (tỷ VND)</b>	<b>362.895</b>	<b>855.200</b>	<b>1.364.196</b>	<b>1.930.452</b>
Tổng mức đầu tư	146.800	390.100	602.800	843.920
<b>Tiêu dùng cuối cùng</b>	<b>282.945</b>	<b>632.300</b>	<b>999.396</b>	<b>1.376.760</b>
Chi tiêu chính phủ		143.000	269.000	300.300
Hộ gia đình		489.300	730.396	1.076.460
Cán cân thương mại	(66.850)	(167.200)	(238.000)	(305.600)
<b>Sai số</b>				<b>15.372</b>

F: Dự phóng được thực hiện bởi ACBS vào tháng 10/2010

Nguồn: ACBS ước tính từ số liệu của Tổng cục Thống kê và Bộ tài chính (2010)

**Khối quốc doanh đẩy mạnh đầu tư.**

Về mặt sử dụng GDP, đầu tư của khối nhà nước, bao gồm cả các doanh nghiệp quốc doanh đã đóng góp lớn vào việc thúc đẩy tăng trưởng GDP. Riêng trong quý 3, tổng mức đầu tư của khối này tăng tới 84% so với cùng kỳ và đóng góp 0,5% điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP của 9 tháng đầu năm. Điều này đã góp phần thúc đẩy ngành Sản xuất và Xây dựng tăng trưởng mạnh trong quý 3. Tuy nhiên, việc đầu tư của khối quốc doanh thường có tính chất hành chính và kém hiệu quả hơn khối tư nhân và FDI khiến chất lượng tăng trưởng GDP của quý 3 có thể không tốt như mong đợi.

**Đầu tư ngoài quốc doanh và FDI tăng trưởng chậm hơn.**

Khối tư nhân cũng đẩy mạnh đầu tư trong quý 3 với khoảng 100,000 tỷ được giải ngân và đóng góp khoảng 7,3% vào GDP 9 tháng đầu năm. Tuy nhiên, so với cùng kỳ tăng trưởng đầu tư của khối này chỉ đạt khoảng 17%, thấp hơn một chút so với tăng trưởng GDP theo giá thực tế. Với khối FDI, tổng mức đầu tư theo giá thực tế tăng rất thấp, chỉ khoảng 10,7%, gần bằng mức lạm phát. Điều này thấy tăng trưởng đầu tư thực của khối ngoại là rất thấp.

**Tổng mức tiêu dùng tăng mạnh gây áp lực lên cán cân thương mại.**

Tổng mức tiêu dùng của các hộ gia đình có tăng chậm lại trong quý 3 so với cùng kỳ nhưng vẫn cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng GDP nói chung và tăng trưởng của các ngành sản xuất nói riêng. Về mặt tích cực, tổng mức tiêu dùng tăng mạnh sẽ tạo ra thị trường cho các ngành sản xuất phát triển trong những năm tới. Tuy nhiên, vào thời điểm hiện tại, tổng mức tiêu dùng tăng nhanh gây áp

lực lên cán cân thương mại. Thâm hụt thương mại 9 tháng đầu năm (không bao gồm xuất nhập khẩu vàng, bao gồm xuất nhập khẩu dịch vụ) được ước tính ở mức 13 tỷ USD. Do vậy, chúng tôi vẫn ước tính chỉ số này ở mức 16 tỷ USD trong năm nay.

**Thu ngân sách tốt hơn dự toán.**

Về mặt thu chi ngân sách, chi ngân sách hiện vẫn theo kế hoạch trong khi thu ngân sách vượt chỉ tiêu so với tiến độ. Điều này khiến thâm hụt ngân sách trong 9 tháng đầu năm chỉ khoảng 3,3% GDP so với 6,2% GDP trong dự toán ngân sách năm 2010 và mức 5,95% theo đề xuất gần đây của chính phủ.

**Tăng trưởng GDP sẽ đạt mức dự kiến.**

Với các yếu tố như trên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng GDP sẽ đạt mức kỳ vọng của chính phủ và có thể tốt hơn dự kiến do hoạt động đầu tư của khối quốc doanh vẫn đang tăng mạnh nhờ nguồn vốn trái phiếu chính phủ dồi dào đã phát hành trong năm nay.

## CPI tăng nhanh

**CPI tăng 1,3% trong tháng 9.**

Chỉ số giá tiêu dùng CPI đã tăng 1,3% trong tháng 9. Đây là lần đầu tiên chỉ số CPI tăng trên mức 1% trong vòng 6 tháng và đẩy lên lo ngại về khả năng CPI sẽ tăng mạnh trong những tháng cuối năm. Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, nhóm hàng Giáo dục đóng góp tới 0,68 điểm phần trăm vào mức tăng CPI tháng 9 do mùa khai trường.

**Mức tăng CPI vẫn trong tầm kiểm soát.**

Nhiều khả năng, CPI sẽ tiếp tục tăng cao trong những tháng cuối năm do (1) tác động của việc điều chỉnh tỉ giá chưa phản ánh đầy đủ vào giá hàng tiêu dùng do hàng tồn kho trong các doanh nghiệp còn ở mức cao, (2) xu hướng tăng giá thường kỳ vào thời điểm cuối năm và (3) khả năng tăng giá của các mặt hàng thiết yếu như nước và điện trong những tháng cuối năm. Tuy nhiên, mức tăng giá trung bình quý 4 năm 2009 cũng khá cao, khoảng 0,8%/tháng. Do vậy, nếu giá thực phẩm không biến động bất thường, mức tăng giá trung bình trong năm 2010 nhiều khả năng sẽ ở mức 8,5-9%.

**Mức lạm phát thực có thể cao hơn số liệu báo cáo.**

Tuy nhiên, chúng tôi muốn lưu ý là mức tăng giá tiêu dùng công bố bởi Tổng cục Thống kê thấp hơn nhiều so với mức lạm phát trong tính toán GDP (GDP deflator). Hiện mức lạm phát trong tính toán GDP ở mức khoảng 10,61%<sup>1</sup> trong 9 tháng đầu năm. Do vậy, mức tăng giá hàng hóa thật có thể cao hơn số liệu được báo cáo.

## Các Vấn Đề Tiền Tệ

### Tỉ giá

**Tỉ giá chợ đen luôn cao hơn mức giá trần.**

Sau đợt điều chỉnh tỉ giá của ngân hàng nhà nước, chưa bao giờ giảm xuống dưới tỉ lệ trần 19,500 đồng cho 1 USD như Ngân Hàng Nhà Nước (NHNN) mong đợi. Câu hỏi phổ biến của giới đầu tư, đặc biệt là khối ngoại, về tỉ giá USD/VND là liệu NHNN sẽ có tiếp tục điều chỉnh tỉ giá trong 3 tháng cuối năm. Theo lý thuyết về chênh lệch lãi suất giữa 2 đồng tiền, VND có thể sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm khoản 2% trong 3 tháng cuối năm.

<sup>1</sup>Do mức lạm phát (GDP deflator) trong tính toán GDP theo giá thực tế (nominal GDP) và GDP theo giá so sánh (real GDP) có khác biệt lớn so với số liệu CPI công bố bởi Tổng cục Thống kê, chúng tôi sử dụng thuật ngữ mức tăng CPI để chỉ mức tăng giá tiêu dùng, chỉ tiêu này thống nhất với số liệu CPI công bố của tổng cục thống kê. Mức lạm phát được đề cập ở đây nhằm chỉ mức lạm phát trong tính toán GDP (GDP deflator).

**NHNN có thể tiếp tục điều chỉnh tỉ giá.**

**Dự trữ ngoại hối có thể không tăng như dự kiến.**

**Điều chỉnh Thông tư 13 có thể chưa đáp ứng mong đợi của nhà đầu tư.**

**Nâng cao thanh khoản hệ thống ngân hàng.**

Trong cuộc họp Chính phủ tháng 9, Thủ tướng đã chỉ đạo Ngân hàng Nhà nước và Bộ Tài chính thực hiện các biện pháp kích thích xuất khẩu và hạn chế thâm hụt thương mại. Như vậy, việc điều hành tỉ giá của Ngân hàng Nhà nước có thể sẽ hơi nghiêng về việc ưu tiên xuất khẩu hơn là giữ tỉ giá ổn định.

Trước đợt điều chỉnh tỉ giá, một số ngân hàng giữ trạng thái USD dương khá lớn thông qua việc cho vay bằng USD nhiều hơn huy động bằng USD. Trong một số báo cáo công bố bởi ngân hàng nhà nước, con số này có thể lên đến 2 tỷ USD. Các ngân hàng sẽ phải cân bằng lại trạng thái ngoại hối trong giai đoạn từ bây giờ đến cuối năm do việc nắm giữ USD quá lớn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập từ lãi vay của các ngân hàng này. Đây là lý do chính khiến một số ngân hàng đẩy mạnh huy động USD ngay sau đợt điều chỉnh tỉ giá. Động thái cân bằng trạng thái ngoại hối này của các ngân hàng có thể sẽ làm tăng nhẹ nguồn cung USD và làm dịu bớt căng thẳng USD trong những tháng cuối năm

Như vậy, chúng tôi cho rằng tỉ giá có thể sẽ điều chỉnh khoảng 2% nữa trong vòng 4 tháng. Tuy nhiên, khó có thể tiên liệu Ngân hàng Nhà nước sẽ điều chỉnh trước hay sau 31/12/2010.

Trong dài hạn, niềm tin vào giá trị của VND tùy thuộc vào dự trữ ngoại hối quốc gia. Ngân hàng Nhà nước đã cam kết sẽ tăng dự trữ ngoại hối lên mức 12 tuần nhập khẩu, tương đương khoảng 20-21 tỷ USD, vào cuối năm nay. Như vậy, dự trữ ngoại hối sẽ phải tăng khoảng 4-5 tỷ USD so với số liệu hồi tháng 6. Tuy nhiên, theo các số liệu về cung tiền, nhiều khả năng Ngân hàng Nhà nước chưa thực hiện mua một khối lượng ngoại tệ đáng kể nào kể tháng 6. Tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng (M0) tăng khá mạnh 3,17% (khoảng 10.000 tỷ) trong tháng 8 so với mức tăng 5% của cả 7 tháng đầu năm. Tuy nhiên, hơn một nửa mức tăng cung tiền này được đẩy ra thông qua thị trường mở chứ không phải mua USD. Do vậy, việc Ngân hàng Nhà nước mua vào USD, nếu có, có thể là không đáng kể.

Nếu Ngân hàng Nhà nước không thể thực hiện cam kết tăng dự trữ ngoại hối, niềm tin của khối ngoại vào đồng VND có thể sẽ suy giảm. Tuy nhiên, việc thực hiện cam kết không hề dễ dàng với Ngân hàng Nhà nước do tỉ giá hiện nay khá nhạy cảm và có thể tăng mạnh nếu nhu cầu gia tăng. Trong vài ngày qua, tỉ giá trên thị trường chợ đen đã tăng đến mức USD/VND 19.850 do chênh lệch giá vàng quốc tế và giá vàng trong nước.

## THÔNG TƯ 13 VÀ NHỮNG THAY ĐỔI

Trước hết, Thông tư 13 không phải là thông tin mới trên thị trường và Thông tư này là một phần trong cam kết của Thống đốc NHNN Nguyễn Văn Giàu về việc tăng cường tính ổn định của hệ thống tài chính. Thông Tư 13 tác động đến 5 lĩnh vực chính: tỉ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR), giới hạn tín dụng cho đối với khách hàng hoặc nhóm khách hàng, tỉ lệ dự trữ thanh khoản tối thiểu, hạn mức đầu tư vào các đơn vị khác và tỉ lệ cho vay tối đa từ nguồn vốn huy động. Trong ngắn hạn, các quy định này sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các ngân hàng nhưng lại tác động tích cực đến tính an toàn hệ thống trong dài hạn.

Những sửa đổi của thông tư 13 được công bố trong thông tư 19 bao gồm 4 điểm chỉnh sửa sau đây:

- (1) Ngân hàng thương mại được cho vay tối đa 85% từ nguồn vốn huy động. Sửa đổi này cho phép các ngân hàng thương mại sử dụng các nguồn vốn khác như vốn chủ sở hữu, vốn dự phòng rủi ro tín dụng vào hoạt động tín dụng. Các ngân hàng có quy mô tài sản nhỏ nhưng vốn chủ sở hữu như các



ngân hàng vừa tăng vốn lên 3.000 tỷ và EIB được hưởng lợi lớn nhất từ sửa đổi này.

- (2) Thông tư 19 cũng cho phép sử dụng nguồn vốn tiền gửi của Kho bạc Nhà nước làm vốn huy động. Nhóm ngân hàng quốc doanh được hưởng lợi lớn nhất từ sửa đổi này do Kho bạc Nhà nước hiện đang gửi khoảng 33.000 tỷ tại Agribank, 9.400 tỷ tại BIDV, 8.300 tỷ tại Vietcombank (mã: VCB) và 1.400 tỷ tại Vietinbank (mã: CTG). Tuy nhiên, thống đốc cũng lưu ý quy định này có thể được sửa đổi trong thời gian tới.
- (3) 25% tiền gửi không kỳ hạn của các tổ chức kinh tế được tính vào vốn lưu động. Theo quan điểm của ACBS, các ngân hàng quốc doanh cũng được hưởng lợi nhiều nhất từ quy định này do nguồn vốn lớn của các doanh nghiệp quốc doanh.
- (4) Tiền vay liên ngân hàng có kỳ hạn từ 3 tháng trở lên được tính vào vốn huy động.

Như vậy, không phải tất cả các ngân hàng đều được hưởng lợi như nhau từ việc điều chỉnh thông tư 13. Nhóm ngân hàng quốc doanh và các ngân hàng có quy mô tài sản nhỏ so với vốn chủ sở hữu sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ việc điều chỉnh.

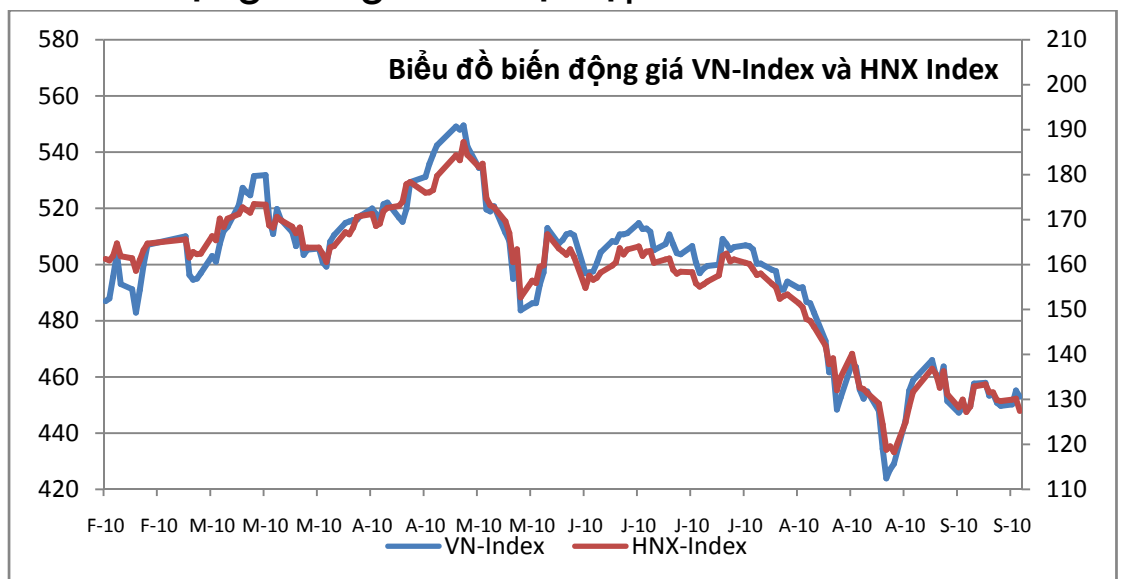
Với điểm thay đổi (4), lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn từ 3 tháng trở lên có thể sẽ tăng nhẹ trong khi lãi suất huy động có thể giảm nhẹ do áp lực huy động vốn của các ngân hàng nhỏ không còn cao như thời gian trước. Cũng với điểm này, nguồn vốn cho chứng khoán và bất động sản có thể được cải thiện đôi chút do các ngân hàng có quy mô tài sản nhỏ so với vốn chủ sở hữu ít chịu áp lực về việc duy trì chỉ số CAR.

**Tác động không đồng đều đến các ngân hàng.**

**Lãi suất huy động có thể sẽ giảm nhẹ.**

## Diễn Biến Thị Trường

### Biến động trong biên độ hẹp



Nguồn: HSX, HNX và ACBS

Trong vài tuần qua, cả hai chỉ số tiếp tục biến động trong biên độ hẹp ở mức 430-460 đối với VN-Index và 120-140 với HNX-Index. Thanh khoản thị trường vẫn ở mức thấp. Việc giá vàng và giá USD chợ đen tăng mạnh trong những ngày vừa qua cũng đã thu hút một phần dòng tiền đầu cơ ra khỏi thị trường. Trong vài

**Xu hướng thị trường chưa được xác lập.**

**Ngành Dịch vụ Tài chính và Bất động sản tác động tiêu cực đến thị trường.**

phiên gần đây, việc tăng nóng của một số cổ phiếu có vốn hóa lớn nhưng thanh khoản thấp như BVH, VIC và MSN đã đẩy thị trường tăng nhẹ. Tuy nhiên, xu hướng mới của thị trường vẫn chưa được xác lập.

Đáng lưu ý, nhóm cổ phiếu ngân hàng, nhóm cổ phiếu bị tác động nhiều nhất bởi Thông tư 13 không phải là các cổ phiếu tác động nhiều nhất đến mức giảm của chung VN-Index. Nhóm cổ phiếu kéo VN-Index giảm điểm mạnh nhất trong quý 3 là nhóm cổ phiếu Dịch vụ Tài chính (PVF, SSI, SBS và OGC) và Bất động sản (VIC, DIG, HAG và ITA). Điều này cho thấy các tác động tiêu cực của Thông tư 13 có thể đã hoàn toàn phản ánh vào giá. Xu hướng giảm giá hiện tại của các cổ phiếu trên có thể là do nhận định thận trọng hơn của giới đầu tư về triển vọng dài hạn của thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản.

## Triển Vọng Đầu tư

### Các yếu tố tác động đến thị trường

Cùng với việc điều chỉnh thông tư 13 đã được công bố và tình hình vĩ mô dự kiến không có những biến động lớn trong 3 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng (1) Kết quả Kinh doanh quý 3, (2) áp lực tăng nguồn cung từ các doanh nghiệp nhà nước, ngân hàng và các đợt phát hành cùng với (3) việc các kênh đầu tư khác cạnh tranh nguồn vốn với thị trường niêm yết là các yếu tố chính tác động tới xu hướng thị trường trong 3 tháng cuối năm.

#### Áp lực tăng nguồn cung

Áp lực tăng nguồn cung trong những tháng cuối năm có thể tăng mạnh từ phía các doanh nghiệp quốc doanh phải thoái vốn khỏi các khoản đầu tư trái ngành, các ngân hàng thương mại phải thoái vốn khỏi các ngân hàng khác và các khoản đầu tư cổ phiếu nhằm tăng tỉ lệ an toàn vốn (CAR). Hơn nữa, nhiều doanh nghiệp niêm yết, bao gồm cả các doanh nghiệp sản xuất và tài chính, có chiến lược giảm tỉ lệ nắm giữ cổ phiếu nhằm thu hồi vốn cho hoạt động kinh doanh chính. Như vậy, áp lực bán ra từ các định chế là đáng kể trong thời gian tới trong khi nguồn cung vẫn tiếp tục tăng từ các cổ phiếu mới niêm yết cũng như các đợt phát hành thêm.

Trong khi nguồn cung tăng mạnh thì lực cầu không tăng tương ứng. Hiện tại, lực mua vào chủ yếu đến từ khối ngoại và nhà đầu tư cá nhân.

Với xu hướng biến động ở mức giá thấp như hiện tại, lực cung và cầu có vẻ như cân bằng do các định chế không bán ra ở mức giá thấp có thể gây thua lỗ. Tuy nhiên, áp lực bán ra có thể sẽ tăng khi thị trường tăng điểm và cản trở đà tăng của thị trường.

#### Các kênh đầu tư khác

Các kênh đầu tư khác như trái phiếu, cổ phiếu chưa niêm yết và vàng đang cạnh tranh nguồn vốn thị trường niêm yết và cản trở đà tăng của thị trường. Trong khi các ngân hàng phải tăng mức đầu tư vào Trái phiếu Chính phủ để dự trữ thanh khoản, các định chế tài chính trong nước khác lại có cơ hội đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp hiện đang có lợi suất cao và các cổ phiếu chưa niêm yết đang có mức giá hấp dẫn và ngành nghề đa dạng. Trong khi đó, với việc giá vàng biến động mạnh như hiện nay, một phần nguồn tiền của nhà đầu tư cá nhân sẽ đổ về kênh này.

**Áp lực bán ra từ các ngân hàng, doanh nghiệp nhà nước và các đợt phát hành.**

**Hạn chế đà tăng của thị trường.**

**Vàng, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu OTC đang hút nguồn vốn của thị trường niêm yết.**

**Dòng vốn ngân hàng vẫn hạn chế trong khi dòng tiền margin lại không ổn định.**

**Ít có khả năng KQKD quý 3 sẽ có nhiều đột biến.**

**EIB được lựa chọn trong nhóm cổ phiếu ngân hàng.**

**Dịch vụ Tài chính và Bất động sản chưa hấp dẫn.**

**Hàng và Dịch vụ Tiêu dùng nhiều tiềm năng.**

**Các doanh nghiệp thép có thể có lợi nhuận tốt từ hàng tồn kho.**

Với các yếu tố trên cùng với việc tỉ số rủi ro của ngân hàng khi cho vay chứng khoán vẫn ở mức 250% khiến dòng tiền vào thị trường niêm yết khó có khả năng tăng cao trong thời gian tới trong khi dòng tiền “nóng” từ hoạt động margin không ổn định và khó hỗ trợ thị trường trong trung hạn.

### **Kết quả Kinh doanh Quý 3**

Nhìn chung, chúng tôi không kỳ vọng kết quả kinh doanh quý 3 sẽ tăng đột biến, đặc biệt là các công ty có vốn hóa lớn. Do vậy, ít có khả năng kết quả kinh doanh quý 3 sẽ phát động xu hướng tăng mới cho toàn thị trường dù một vài doanh nghiệp có thể sẽ có ảnh hưởng tích cực.

Nhóm cổ phiếu ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng lớn, có thể sẽ có kết quả kinh doanh tốt hơn quý 2 do chênh lệch lãi suất tăng và việc giá trái phiếu chính phủ tăng mạnh trong thời gian qua. Tuy nhiên, lợi nhuận theo báo cáo sẽ không tăng mạnh do phần lớn các ngân hàng (trừ ACB) sẽ phải trích lập thêm chi phí dự phòng tín dụng chung. Vào thời điểm cuối quý 2, phần lớn các ngân hàng (trừ ACB) mới trích chi phí dự phòng chung ở mức 0,45% tổng dư nợ từ nhóm 1 đến 4 trong khi quy định của Ngân hàng Nhà nước là 0,75%.

Về mặt phân tích cơ bản, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu EIB trong nhóm cổ phiếu ngân hàng do (1) ít chịu áp lực tăng vốn trong thời gian tới, (2) được hưởng lợi từ việc điều chỉnh thông tư 13 và (3) có thể có lợi nhuận đột biến từ trạng thái vàng và ngoại hối trong quý 3.

Ngành dịch vụ tài chính, bao gồm cả các công ty chứng khoán, và bất động sản có thể không có kết quả kinh doanh quý 3 thuận lợi do tình hình thiếu thanh khoản trên cả thị trường bất động sản lẫn thị trường chứng khoán trong khi hoạt động tư doanh khó đạt kết quả cao trong tình hình hiện nay. Hơn nữa, mức P/E của hai ngành này vẫn đang ở mức khá cao so với thị trường trong khi lợi nhuận và tăng trưởng trong tương lai chưa thực sự chắc chắn.

Ngành hàng và dịch vụ tiêu dùng được hưởng lợi từ mức tăng trưởng ấn tượng của doanh thu tiêu dùng. Tuy nhiên, yếu tố cơ bản của các công ty trong ngành không thực sự đồng đều. KDC, NKD và BBC có thể có doanh thu cao trong mùa Trung thu. Tuy nhiên, việc KDC và NKD đang tiến hành thủ tục sát nhập và các rủi ro liên quan có thể khiến giới đầu tư bớt quan tâm vào kết quả kinh doanh theo mùa vụ. Với BBC, mua Trung thu vừa qua có thể không hoàn toàn thành công. VNM có thể có lợi nhuận bất thường từ việc bán nhà máy café cho Trung Nguyên sẽ được ghi nhận trong quý 3 trong khi hoạt động sản xuất kinh doanh chính vẫn tăng trưởng ổn định. PNJ có thể được hưởng lợi từ việc vàng tăng giá. VNS được kỳ vọng sẽ có lợi nhuận tốt từ việc bán đất tại Thủ Khoa Huân.

Trong các mã trong ngành, chúng tôi lựa chọn VNM, PNJ và VNS do có hoạt động sản xuất kinh doanh chính ổn định, triển vọng ngành lạc quan và có thể ghi nhận lợi nhuận cao trong quý 3. Riêng với BBC, chúng tôi cho rằng nên đợi kết quả kinh doanh quý 3 được công bố trước khi ra quyết định đầu tư.

Trong ngành Vật liệu Xây dựng, các công ty thép có thể sẽ có lợi nhuận tốt trong quý 3 do giá thép tăng cao trong giai đoạn này cùng với mức hàng tồn kho lớn vào cuối quý 2. Mức P/E của các công ty nay hiện cũng khá hấp dẫn so với trung bình thị trường. Tuy nhiên, có một số yếu tố đặc thù cần xem xét khi đầu tư vào các cổ phiếu này như HSG và POM có cổ đông lớn chi phối đa số quyền biểu quyết, kết quả kinh doanh của VIS có thể biến động mạnh do ít chủ động nguồn nguyên liệu trong khi HPG lại có hoạt động kinh doanh quá đa ngành. Sau khi



**Bảo hiểm và Dầu khí có thể không phù hợp với phần lớn nhà đầu tư.**

**Lướt sóng có thể quá rủi ro vào thời điểm hiện tại.**

**Yếu tố cơ bản của các cổ phiếu trên sàn không đồng đều.**

xem xét các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu HSG, HPG và VIS hiện có mức giá hấp dẫn hơn POM.

Với các ngành Bảo hiểm và Dầu khí, kết quả kinh doanh dự kiến không có biến động lớn và phần lớn các doanh nghiệp sẽ hoàn thành kế hoạch. Tuy nhiên, việc đầu tư vào các cổ phiếu này cần xem xét các yếu tố như mức P/E hiện vẫn khá cao, tác động của việc nhận chuyển giao các khoản đầu tư của Vinashin đến các công ty Dầu khí là chưa rõ ràng và hiệu quả của việc mở rộng đầu tư hàng loạt tại các công ty này có thể không cao như mong đợi. Như vậy, các ngành này có thể không phù hợp với phần lớn nhà đầu tư trên sàn.

## Chiến lược đầu tư

**Với những đánh giá như trên, chúng tôi không cho rằng đây là thời điểm thích hợp để đầu tư lướt sóng do xu hướng mới của thị trường chưa được xác lập. Tuy nhiên, với mức P/E trung bình toàn thị trường khoảng 10 như hiện nay, thị trường Việt Nam hiện khá hấp dẫn đối với chiến lược đầu tư dài hạn do các thị trường trong khu vực hiện có mức P/E khoảng 13-18.**

**Tuy nhiên, các yếu tố cơ bản của các cổ phiếu niêm yết khá khác nhau. Một số cổ phiếu hiện vẫn đang ở mức cao hơn kết quả định giá dù giá thị trường đã giảm khá nhiều. Do vậy, đây cũng là thời điểm thích hợp để tái cấu trúc danh mục đầu tư dài hạn.**

**Chúng tôi cho rằng ngành Hàng và Dịch vụ Tiêu dùng khá hấp dẫn ở thời điểm hiện tại. Ngoài ra, các doanh nghiệp thép có thể có lợi nhuận tốt trong quý 3 trong khi các tin xấu của ngành Ngân hàng có thể đã phản ánh hết vào giá. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng với cổ phiếu Bất động sản.**

# Dự Phóng Kinh Tế

	2008	2009	3T2010	6T2010	9T2010	2010F	2011F
<b>GDP (theo giá 1994, nghìn tỉ đồng)</b>	<b>489.8</b>	<b>515.9</b>	<b>103.7</b>	<b>244.9</b>	<b>384.1</b>	<b>550.2</b>	<b>590.9</b>
<b>GDP (theo giá thực tế, nghìn tỉ đồng)</b>	<b>1477.7</b>	<b>1645.5</b>	<b>362.9</b>	<b>855.2</b>	<b>1364.2</b>	<b>1930.5</b>	<b>2218.1</b>
<b>Tăng trưởng GDP (Năm trước = 100)</b>	<b>106.17</b>	<b>105.32</b>	<b>105.83</b>	<b>106.16</b>	<b>106.52</b>	<b>106.65</b>	<b>107.38</b>
<i>Theo ngành:</i>							
<b>Nông lâm thủy sản</b>	<b>104.07</b>	<b>101.83</b>	<b>103.45</b>	<b>103.31</b>	<b>102.89</b>	<b>102.90</b>	<b>103.50</b>
<b>Công nghiệp và xây dựng</b>	<b>106.11</b>	<b>105.52</b>	<b>105.65</b>	<b>106.50</b>	<b>107.29</b>	<b>107.34</b>	<b>108.29</b>
Khai khoáng	96.17	107.62	100.52	93.52	93.08	93.00	102.00
Sản xuất và chế biến	109.94	102.76	105.85	107.64	108.29	108.30	108.00
Sản xuất điện nước và khí đốt	110.49	109.02	110.40	111.94	111.86	112.00	110.00
Xây dựng	99.62	111.36	107.13	109.89	110.25	110.00	111.00
<b>Dịch vụ</b>	<b>107.18</b>	<b>106.63</b>	<b>106.64</b>	<b>107.05</b>	<b>107.24</b>	<b>107.50</b>	<b>108.00</b>
<b>CPI (Năm trước = 100)</b>	<b>122.97</b>	<b>106.88</b>	<b>108.51</b>	<b>108.75</b>	<b>109.75</b>	<b>110</b>	<b>107</b>
<b>Tiêu dùng (giá thực tế, nghìn tỉ đồng)</b>	<b>1,085</b>	<b>1,198</b>	<b>283</b>	<b>632</b>	<b>999</b>	<b>1,377</b>	<b>1,556</b>
<b>Đầu tư (giá thực tế, nghìn tỉ đồng)</b>	<b>611</b>	<b>116</b>	<b>147</b>	<b>390</b>	<b>603</b>	<b>801</b>	<b>868</b>
Quốc doanh	174.4	57.4	71	167	227	246.5	252.4
Ngoài quốc doanh	244.1	19.3	28	120	222	339.5	400.3
FDI	192.4	39.6	48	103	154	215.0	215.0
<b>FDI giải ngân (triệu USD)</b>			<b>2,497</b>	<b>5,400</b>	<b>8,000</b>	<b>10,859</b>	<b>10,488</b>
Nhập khẩu (bao gồm cả dịch vụ, triệu USD)	69,785	61,366	14,000	32,100	72,660	60,000	69,000
Xuất khẩu (bao gồm cả dịch vụ, triệu USD)	88,614	75,637	17,500	38,900	60,544	76,000	82,080
<b>Cán cân thương mại (triệu USD)</b>	<b>(18,829)</b>	<b>(14,271)</b>	<b>(3,500)</b>	<b>(6,800)</b>	<b>(12,116)</b>	<b>(16,000)</b>	<b>(13,080)</b>
<b>M2 (nghìn tỉ đồng)</b>	<b>1601</b>	<b>2018</b>	<b>2064</b>	<b>2211</b>	<b>N.A</b>	<b>2502</b>	<b>3127</b>
<b>Tăng trưởng M2</b>	<b>20%</b>	<b>26%</b>	<b>2%</b>	<b>10%</b>	<b>N.A</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>
<b>Tổng mức tín dụng</b>	<b>1,275</b>	<b>1,756</b>	<b>1,808</b>	<b>1,941</b>	<b>2,098</b>	<b>2,142</b>	<b>2,678</b>
<b>Tăng trưởng tín dụng</b>	<b>25%</b>	<b>38%</b>	<b>3%</b>	<b>11%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>	<b>25%</b>
<b>USD/VND (thị trường ngân hàng)</b>		<b>18,500</b>	<b>19,100</b>	<b>19,100</b>	<b>19,500</b>	<b>19,800</b>	<b>20,500</b>
<b>USD/VND (thị trường chợ đen)</b>		<b>19,300</b>	<b>19,200</b>	<b>19,150</b>	<b>19,700</b>	<b>20,100</b>	<b>20,500</b>
<b>Lãi suất cơ bản</b>			8%	8%	8%	8%	8%
<b>Lãi suất cho vay sản xuất</b>	0	0	16%	14%	16%	14%	12%

F: dự phóng bởi ACBS vào tháng 10/2010.

Nguồn: GSO, MOIT, MPI, MOF và ACBS (2010)

## Chứng thực của chuyên viên phân tích

Các chuyên viên phân tích được nêu tên ở trang đầu tiên, là những người chịu trách nhiệm chính cho việc lập báo cáo này, chứng thực rằng các ý kiến cũng như các quan điểm hay dự báo được nêu trong báo cáo này phản ánh đúng ý kiến, quan điểm hay dự báo của cá nhân mình về vấn đề được trình bày. Không có bất kỳ một khoản thu nhập nào của các chuyên viên phân tích có nguồn gốc phát sinh, trực tiếp hay gián tiếp, từ các đề nghị, quan điểm hay dự báo cụ thể của mình trong báo cáo.

## Phân phối báo cáo

Báo cáo này chỉ dành cho các khách hàng của ACBS tại Việt Nam. Trong trường hợp khách hàng nhận hay sử dụng báo cáo này ngoài lãnh thổ Việt Nam, trách nhiệm của khách hàng là đảm bảo rằng việc nhận hay sử dụng báo cáo này được pháp luật nước sở tại cho phép. Nếu khách hàng không thể đảm bảo hoặc pháp luật nước sở tại không cho phép thì khách hàng nên hoàn trả báo cáo lại nguyên vẹn cho ACBS hoặc tiêu hủy bản báo cáo đồng thời thông báo cho ACBS về việc mình không thể tiếp tục nhận các báo cáo tương tự.

## Tuyên bố miễn trách của ACBS

Báo cáo này chỉ được phát hành với mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng của ACBS có tham gia hoạt động kinh doanh chứng khoán, nó không nhằm mục đích quảng cáo hay mời gọi khách hàng mua hoặc bán bất kỳ một loại chứng khoán cụ thể nào. Mặc dù thông tin trong báo cáo được ACBS thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không đưa ra bất kỳ một đảm bảo hoặc cam kết nào về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin đã cung cấp trong bản báo cáo. NỘI DUNG BẢN BÁO CÁO NÀY CÓ THỂ BỊ THAY ĐỔI MÀ ACBS KHÔNG CẦN PHẢI THÔNG BÁO CHO KHÁCH HÀNG.

Khách hàng không nên xem bản báo cáo này như là một bản phân tích toàn diện và đầy đủ đối với bất kỳ chứng khoán nào được nêu trong bản báo cáo. Khách hàng hoàn toàn chịu trách nhiệm đối với bất kỳ khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại nào phát sinh từ việc khách hàng thực hiện đầu tư dựa trên các ý kiến, quan điểm, đề nghị hoặc thông tin trong báo cáo này. ACBS được miễn trừ mọi trách nhiệm đối với các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại phát sinh trực tiếp hoặc gián tiếp cho khách hàng bắt nguồn từ việc sử dụng bản báo cáo này của khách hàng, bất kể các khoản lỗ, tổn thất hoặc thiệt hại này phát sinh từ các sai sót, khiếm khuyết, lỗi hoặc sự không chính xác của nội dung bản báo cáo.

Trong bản báo cáo có chứa đựng hoặc sử dụng các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích của chuyên viên phân tích, đây là các giả định, quan điểm và phương pháp của cá nhân không phải của ACBS nên ACBS không chịu trách nhiệm về tính đúng đắn và hợp lý của chúng. Trong tương lai, ACBS có thể phát hành các bản báo cáo có những đề nghị, quan điểm hoặc dự báo trái ngược hoàn toàn với nội dung của bản báo cáo này.

Mặc dù ở thời điểm hiện tại, ACBS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ lợi ích vật chất nào có liên quan đến công ty được phân tích như đã công bố bên trên. Tuy nhiên, trong tương lai ACBS và chuyên viên phân tích có quyền mua, bán các cổ phiếu của công ty cũng như thực hiện các hoạt động làm phát sinh mối quan hệ lợi ích vật chất với công ty được phân tích.

@ ACBS giữ mọi quyền sở hữu đối với bản báo cáo này. Không một ai được phép sao chép hoặc gửi toàn bộ hoặc một phần nội dung bản báo cáo cho một bên thứ ba mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản từ ACBS.