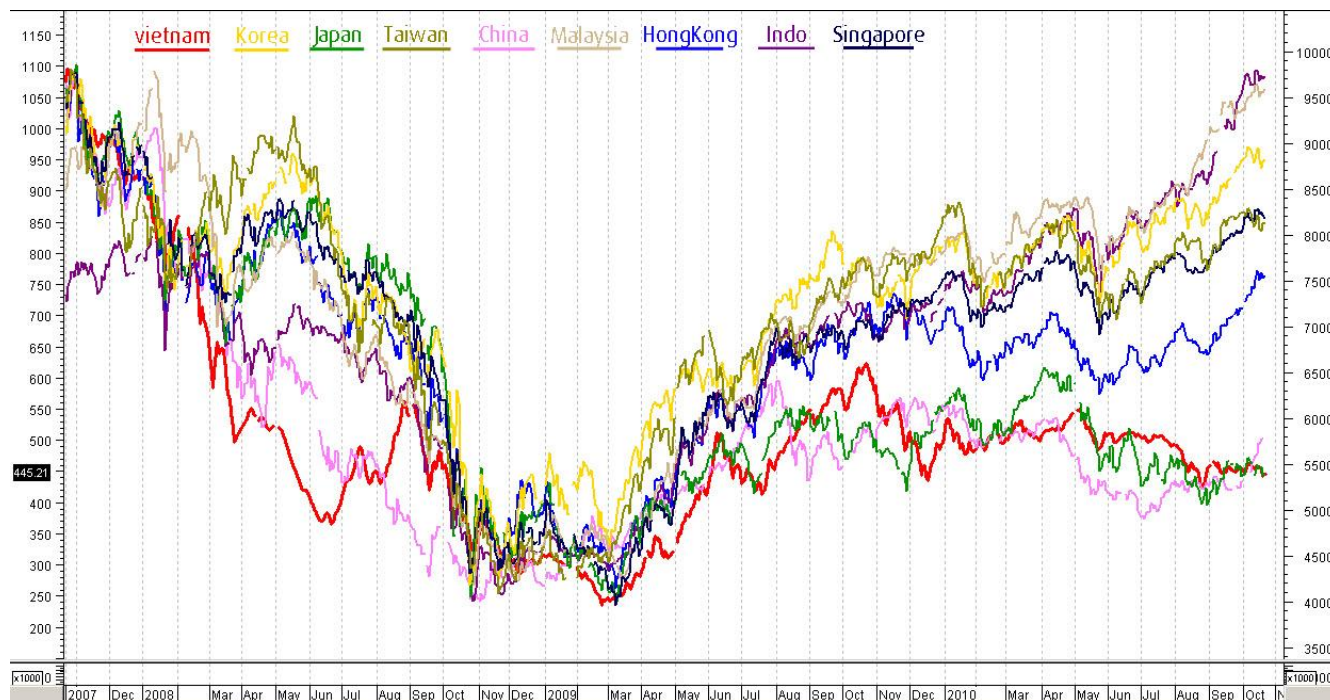


## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM ĐANG 'RẺ' NHẤT KHU VỰC?

### Khu vực hồi phục mạnh, chứng khoán trong nước đi xuống

Tính đến thời điểm hiện tại, các chỉ số khu vực đều phục hồi mạnh, nhiều chỉ số đã quay trở lại hoặc gần đạt mức đỉnh của năm 2007 – 2008 trước khi khủng hoảng kinh tế xảy ra:



So sánh Vn-Index với các chỉ số khu vực khác – Nguồn Yahoo Finance, Bloomberg, SME

Năm 2010, đúng như dự đoán của các tổ chức tài chính thế giới có uy tín, khu vực Châu Á Thái Bình Dương và các thị trường mới nổi tiếp tục có bước tăng trưởng ấn tượng. Ngoài Nhật Bản đang gặp nhiều khó khăn do nền kinh tế giảm phát trong một thời gian dài, chỉ còn Trung Quốc và Việt Nam là vẫn thụt lùi khá xa so với đỉnh 2007 - 2008. Nếu so với Hàn Quốc, Singapore, Indonesia, Đài Loan, Hong Kong, ... thì VN-Index đang đi sau khoảng 30% - 40%.

Tùy theo nguồn trích dẫn và phương pháp tính, chỉ số P/E của Việt Nam tại ngưỡng VN-Index 450 điểm dao động khoảng từ 10x – 15x, tức là không thấp hơn các nước khác. Tuy nhiên, Việt Nam có một số đặc điểm khác biệt làm 'méo mó' ước tính chỉ số P/E của toàn bộ thị trường: (i) 5% các công ty có giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất thường có chỉ số P/E rất cao so với mặt bằng chung như VCB, BVH, CTG, HAG, VIC, ... nhưng lại đóng góp lớn vào tỷ trọng VN-Index (~50%); (ii) Nhiều cổ phiếu có số lượng cổ phiếu lưu hành nhỏ giọt mặc dù quy mô vốn điều lệ lớn, do đó giữ giá rất tốt mặc dù chỉ số định giá cao. Các cổ phiếu này đều có đặc điểm là nguồn cung hạn chế nên rất dễ bị 'thao túng' giá.

Do việc pha loãng và phát hành thêm nên mặc dù Vn-Index đang cách xa so với đáy năm 2009, nhiều cổ phiếu đã trở về mức giá của giai đoạn này. Nếu bỏ qua hai yếu tố nêu trên, P/E của 80% số mã chứng khoán trên thị trường hiện nay đã lùi về ngưỡng 5x – 7x, tức là 'rẻ' hơn nhiều so với bất kỳ thị trường nào khác trong khu vực.

Đặc biệt, một số mã CP ít được chú ý thậm chí đang có tiềm năng trả cổ tức/thị giá lớn hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng hiện nay (11%). Nếu thị trường tiếp tục đi xuống hoặc mặt bằng lãi suất giảm, số lượng mã CP thuộc nhóm này sẽ ngày càng tăng.

Mã CK	% Cổ tức (dự kiến)	Giá (21/10)	Cổ tức/thị giá
CAD	16.7%	7.3	22.8%
VTC	13.2%	8.2	16.1%
TLH	20.9%	13.2	15.8%
HST	11.2%	7.5	15.0%
APG	14.4%	9.9	14.6%
BTS	11.8%	8.3	14.2%
APC	17.2%	13.2	13.1%
DCT	12.1%	9.3	13.0%
VDS	13.6%	10.5	13.0%
VIG	10.9%	8.5	12.8%
GGG	16.5%	12.9	12.8%
VID	13.2%	10.5	12.5%
MCO	15.2%	12.2	12.4%
BST	12.6%	10.2	12.4%
CSG	12.0%	9.9	12.1%
DDM	7.9%	6.6	12.0%
BCC	10.6%	8.9	12.0%
TPH	9.9%	8.3	11.9%
VNE	13.0%	11	11.8%
SGD	11.5%	9.8	11.8%
SBT	13.4%	11.7	11.5%
NVB	10.5%	9.2	11.4%
VHH	12.1%	10.9	11.1%
TAS	10.2%	9.3	11.0%

*Một số mã CP có tỷ lệ cổ tức/thị giá dự kiến > lãi suất tiền gửi tiết kiệm (11%)*

### Kinh tế vĩ mô Việt Nam có thực sự đáng lo ngại?

Sau khi cuộc khủng hoảng nợ Châu Âu lắng dịu, thị trường thế giới nhìn chung tăng trưởng ấn tượng. Dow Jones có tháng tăng mạnh nhất từ trước đến nay và đứng vững ở ngưỡng 11,000 điểm. Các chỉ số trong khu vực Châu Á thậm chí còn tăng trưởng mạnh hơn. Việt Nam là một thị trường hiếm hoi lùi bước cả về điểm số và thanh khoản. Nguyên nhân được nhắc đến nhiều nhất là môi trường vĩ mô chưa đạt được kỳ vọng của nhà đầu tư, thông tin hỗ trợ chưa đủ mạnh để thu hút dòng tiền trở lại thị trường. Câu hỏi đặt ra là so với các nước khác trong khu vực, kinh tế vĩ mô Việt Nam có thực sự đáng lo ngại?

	Việt Nam	Hàn Quốc	Nhật Bản	Đài Loan	Trung Quốc	Malaysia	Hong Kong	Indonesia	Singapore
Tăng trưởng GDP 2010(f)	6.50%	5.20%	1.00%	5.10%	9.50%	6.80%	3.80%	5.80%	6.50%
CPI 2010(f)	8.50%	3.30%	1.20%	1.20%	2.60%	3.30%	2.70%	6.80%	2.90%
Tăng trưởng GDP thực 2010(f)	-2.00%	1.90%	-0.20%	3.90%	6.90%	3.50%	1.10%	-1.00%	3.60%
Tỷ giá so với USD (1/1/2010- 22/10/2010)	8.69%	-2.03%	-18.85%	-0.45%	-2.06%	-10.96%	-0.44%	-2.98%	-6.93%
Lãi suất cho vay	14.00%	6.80%	1.50%	3.30%	2.20%	6.30%	3.50%	6.50%	1.20%
LS Trái phiếu CP (5 năm)	11.33%	4.50%	0.29%	0.75%	6.03%	4.00%	1.50%	7.25%	1.00%
Tăng trưởng tín dụng 2010(f)	25.00%	4.70%	N/A	-0.70%	17.00%	6.00%	11.10%	8.00%	8.00%
Chính sách tiền tệ	Nới lỏng	Ổn định	Nới lỏng	Thắt chặt	Thắt chặt	Thắt chặt	Ổn định	Ổn định	Thắt chặt

*So sánh thị trường Việt Nam với một số nước khác trong khu vực – Nguồn BMI, Bloomberg, HSBC*

- **Chính sách tiền tệ:** Nhìn chung năm 2010 là năm các nước thực hiện định hướng thắt chặt hoặc lạc quan nhất là ổn định chính sách tiền tệ do lạm phát có dấu hiệu tăng sau khi nền kinh tế hồi phục. Gần đây, Trung Quốc cũng tiến hành tăng lãi suất cơ bản sau thời gian dài không thay đổi. Do đó, với định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ, thị trường chứng khoán trong nước đúng ra phải được hưởng lợi nhiều nhất. Ngay cả các thị trường khác đối mặt với chính sách tiền tệ thắt chặt các chỉ số chính vẫn tăng điểm. Do đó, có thể nhận thấy nới lỏng hay thắt chặt chính sách tiền tệ nếu được thực hiện tốt, ổn định tăng trưởng kinh tế vĩ mô đều có khả năng hỗ trợ thị trường tài chính một cách tích cực.
- **Tăng trưởng tín dụng:** Tính đến giữa tháng 9/2010, tăng trưởng tín dụng của Việt Nam chạm ngưỡng 18%. Với mục tiêu 25% tăng trưởng tín dụng năm 2010, Việt Nam gấp nhiều lần các nước khác trong khu vực, kể cả trừ đi yếu tố lạm phát. Ví dụ so với Indonesia, tăng trưởng tín dụng của Việt Nam cao gấp hơn 3 lần, tăng trưởng thực đều âm nhưng tính từ đầu năm đến nay thị trường chứng khoán Indonesia đi trước Việt Nam gần 20%, xấp xỉ quay trở về đỉnh năm 2007 - 2008. Như vậy, 'kỳ vọng' hay 'lo lắng' của NĐT về mức tăng trưởng tín dụng của Việt Nam ảnh hưởng đến nguồn cung tiền vào nền kinh tế và thị trường chứng khoán hiện nay dường như hơi quá nếu so với các thị trường khác.
- **Lạm phát:** Lạm phát của Việt Nam hiện nay đang thuộc loại cao nhất trong khu vực. Tuy nhiên, nếu so với lịch sử lạm phát của nước ta trong 10 năm trở lại đây, CPI 2010 chỉ ở mức trung bình. Nếu đầu tư vào các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng trên 20%/năm thì tăng trưởng thực vẫn ở mức ấn tượng. Trong các chu kỳ tăng điểm mạnh của VN-Index trước đây, lạm phát của Việt Nam không hề thấp hơn, như vậy thị trường có phản ứng quá mạnh đối với mặt bằng chỉ số CPI hiện nay?
- **Mặt bằng lãi suất cho vay:** Mặt bằng lãi suất cho vay của Việt Nam hiện nay quá cao so với các nước khác, một phần là do lạm phát, nhưng một phần quan trọng hơn là do mức chênh lệch (spread) tạo khoảng cách quá lớn. Trong khi ngân hàng khẳng định không thể hạ lãi suất vì sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh thì vẫn có được các khoản lợi nhuận kếch xù. Nếu NHNN mạnh tay thì không có lý do gì mặt bằng lãi suất không thể giảm thêm.

*Lãi suất cho vay cao ảnh hưởng như thế nào tới thị trường chứng khoán?* Bỏ qua tác động tới chính sách vĩ mô, lãi suất cao sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của nhiều doanh nghiệp. Tuy nhiên, không phải doanh nghiệp nào cũng sử dụng nhiều vốn vay từ ngân hàng. Trong thời gian qua khi thị trường giảm điểm, hầu như tất cả các cổ phiếu đều đi xuống như nhau, kể các công ty ít vay vốn ngân hàng và có kết quả kinh doanh khả quan như các công ty cao su tự nhiên, công nghệ thông tin, .... Tâm lý phản ứng tiêu cực của NĐT do đó sẽ tạo ra nhiều cơ hội đầu tư giá trị.

- **Tỷ giá:** Trong tháng 10, thị trường ngoại tệ lại biến động mạnh, tỷ giá USD/VND một lần nữa vượt qua ngưỡng tâm lý 20,000. Ba nguyên nhân chính được sử dụng để lý giải biến động tỷ giá lần này bao gồm: (i) giá vàng thế giới tăng, giá vàng trong nước cao hơn thế giới, do đó có hiện tượng thu gom USD trên thị trường tự do để đi mua vàng lậu; (ii) các khoản vay bằng ngoại tệ đầu năm đã đến hạn trả; (iii) Việt Nam chưa thu hút được dòng tiền nóng từ nước ngoài để cân đối nguồn ngoại tệ.

Nếu đồng nội tệ mất giá ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường chứng khoán thì tại sao thời gian qua đồng USD mất giá tương đối so với các đồng tiền chủ chốt khác, thị trường chứng khoán Mỹ vẫn tăng trong khi thâm hụt thương mại của Mỹ âm tương tự như Việt Nam? Nên coi tỷ giá là công cụ điều tiết nền kinh tế; và với tỷ giá trên thị trường tự do như hiện nay rất gần với tỷ giá được các tổ chức quốc tế đánh giá là 'cân bằng' đối với Việt Nam –

mức 20,500 năm 2011<sup>1</sup> - thì đây có thể xem là tin tức tốt lành đối với cán cân thương mại của nước ta trung và dài hạn.

- **Dòng tiền nóng từ nước ngoài:** Một trong các lý do được nhận định là tác động tiêu cực tới thị trường chứng khoán thời gian qua là thị trường thiếu dòng tiền 'nóng' từ khối ngoại. Nếu dòng tiền nóng thực sự chỉ có ưu điểm thì tại sao gần đây hàng loạt các thị trường mới nổi như Brazil, Thái Lan, ... lại tìm cách hạn chế bằng nhiều chính sách khác nhau? Mặt khác, nếu dòng tiền nóng chưa tìm đến Việt Nam vì lý do tỷ giá thì khi tỷ giá trở lại ngưỡng cân đối hơn như đã phân tích ở trên thì dòng tiền nóng này sẽ tìm đến Việt Nam. Đây là cơ hội lớn cho thị trường chứng khoán trong thời gian tới – tất nhiên là còn phụ thuộc vào điều hành chính sách về tỷ giá của NHNN.

### Lựa chọn kênh đầu tư nào?

Với tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, dòng tiền vẫn liên tục đổ vào nền kinh tế dù là trực tiếp hay gián tiếp. Hiện nay NĐT có những sự lựa chọn nào? Vàng, ngoại tệ, Bất động sản, hay chứng khoán sẽ là kênh đầu tư hấp dẫn nhất trong 1 năm tới?

Giả định NĐT kỳ vọng 20% lợi nhuận trong vòng 1 năm tới thì để đạt được 20% lợi nhuận NĐT có 1 số lựa chọn sau:

1. Giá vàng phải tăng từ mức 3.3 triệu/chỉ hiện nay lên 3.96 triệu/chỉ.
2. Giá USD/VND phải tăng từ mức 20,100 VND hiện nay lên 24,120. Nếu tính cả 5% lãi suất gửi tiết kiệm bằng USD thì tỷ giá cũng phải dừng ở mức 23,115.
3. Giá bất động sản phải tăng 20% trong điều kiện cơ hội lướt sóng dự án chung cư và đất nền ngày càng bị thắt chặt, thị trường địa ốc cũng đang bị đóng băng cục bộ như thị trường chứng khoán, và tốc độ hồi phục thường song song hoặc chậm hơn thị trường chứng khoán. Sử dụng 'đòn bẩy tài chính' trong lĩnh vực BĐS hiện nay cũng hạn chế tương đối sau thông tư 13.
4. VN-Index tăng lên 528 điểm

Trong 4 khả năng trên, khả năng nào cũng có cơ hội xảy ra, tuy nhiên việc giá vàng tăng lên xấp xỉ 4 triệu VND/lượng trong vòng 1 năm tới khó trở thành hiện thực khi giá thế giới đang quay trở lại ngưỡng 1300 USD/ounce. Nếu dự đoán về tỷ giá cân bằng ở ngưỡng 20,500 như nhận định của các tổ chức quốc tế thì ngưỡng 23,115 là kỳ vọng quá cao. Để đầu tư vào thị trường BĐS, NĐT cũng cần số vốn tương đối lớn trong điều kiện 'lướt sóng' bị hạn chế.

Như vậy, mặc dù hiện nay thị trường chứng khoán đang đối mặt với một số tin tức không tích cực và rủi ro trong ngắn hạn, khả năng giảm điểm vẫn tồn tại, đây vẫn là lựa chọn khả thi nhất. So sánh với các thị trường khác trong khu vực, thị trường chứng khoán Việt Nam dường như đang phản ứng quá mạnh với lo ngại về nền kinh tế vĩ mô. Chúng tôi nhận định muộn nhất là đầu năm 2011, thị trường tài chính được hứa hẹn tiềm ẩn nhiều cơ hội lớn đối với NĐT trung và dài hạn, thậm chí cả dòng tiền 'nóng'.

---

<sup>1</sup> Theo nhận định của Ngân hàng Credit Agricole ngày 11/10/2010

## KHỐI PHÂN TÍCH - ĐẦU TƯ

Nguyễn Việt Hùng – Giám Đốc Khối

Lê Văn Bình – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Đạt – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thùy Anh – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quốc Duy – Chuyên viên phân tích

### TRỤ SỞ CHÍNH:

39 Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-4) 22205678 (ext: 408)

Fax: (84-4) 22205668

Email: [research@sme.vn](mailto:research@sme.vn)

Website: <http://www.smes.vn>

### CHI NHÁNH TP. HCM:

11 Trần Quốc Thảo, Quận 3, HCM

Tel: (84-8) 39147388

Fax: (84-8) 39308707

Email: [research@sme.vn](mailto:research@sme.vn)

Website: <http://www.smes.vn>

*\* Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản tin cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo*

*SMES có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng SMES có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này*

*Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của SMES đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán SME, 2010*