

Marc Djandji, CFA, Giám đốc Nghiên cứu
marc.djandji@vcsc.com.vn
 T: +84 8 39153588 ext. 116

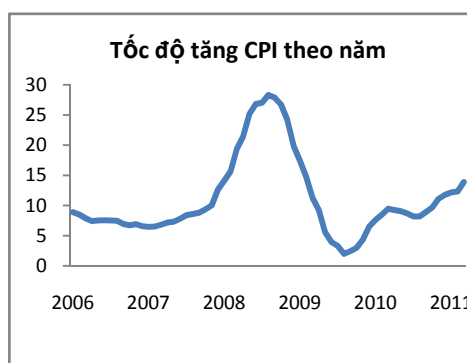
An Truong, Chuyên viên cao cấp
an.truong@vcsc.com.vn

Hoài Đoàn, Chuyên viên cao cấp
hoai.doan@vcsc.com.vn

	Tháng 2/2011	Tháng 3/2011
VNIndex	461.37	461.13
HNX Index	95.92	91.47

	Tháng 2/2011	Tháng 3/2011
Giá trị công nghiệp thực (%)	17.7	14.2
Tổng mức bán lẻ tích lũy (%)	23.7	22.6
CPI (% thay đổi theo năm)	12.31	13.89
Xuất khẩu (Tỷ đồng)	5,250	7,050
Nhập khẩu (Tỷ đồng)	6,200	8,200
FDI giải ngân (tỷ USD)	730	1390

	2010	2011F
GDP thực (%)	6.78	6.5
CPI (%)	11.75	11.5
Xuất khẩu (%)	25.5	24.5
Nhập khẩu (%)	20.1	19.0
Thâm hụt thương mại/GDP (%)	11.9	8.4
FDI thực hiện (tỷ USD)	11	11.5
M2/GDP (%)	122.5	133
Tín dụng /GDP (%)	130	129



Tăng trưởng chậm lại nhưng lạm phát vẫn còn là mối lo ngại

Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô trong quý 1 cho thấy, nền kinh tế tăng trưởng chậm hơn so với cùng kỳ năm ngoái là do tiền tệ thắt chặt và giảm chi tiêu chính phủ. Tăng trưởng GDP quý 1 tăng 5,43% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng 5,84% của năm ngoái và mức tăng 7,34% của quý 4 năm 2010 cho dù tăng trưởng xuất khẩu và tăng trưởng công nghiệp vẫn được duy trì ở mức cao. Theo ngành kinh tế, tăng trưởng GDP giảm so với năm ngoái là do sự tăng trưởng chậm lại của cả 3 nhóm ngành nông nghiệp, công nghiệp-xây dựng và dịch vụ. Tốc độ tăng trưởng GDP của ngành xây dựng giảm mạnh nhất xuống mức 4,4% so với cùng kỳ so với mức tăng trưởng quý 1 năm ngoái là 9,79% đến từ sự ảm đạm trên thị trường địa ốc.

Tốc độ tăng xuất khẩu vẫn tiếp tục cao hơn so với tốc độ tăng nhập khẩu trong 3 tháng đầu năm, tốc độ tăng xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt là 33,7% và 23,8%. Xuất khẩu tăng không chỉ đến từ tăng giá của hàng hóa cơ bản. Trong 3 tháng đầu năm, giá trị xuất khẩu của hàng công nghiệp bao gồm dệt may, giày dép, điện tử và máy móc thiết bị đều ghi nhận ở mức tăng 2 con số. Giá trị công nghiệp theo giá so sánh tăng 14.1% so với cùng kỳ, tăng nhẹ so với mức tăng 13,6% của năm ngoái.

Trong quý 1, tổng mức bán lẻ loại trừ yếu tố giá tăng 8,7% so với cùng kỳ, thấp hơn đáng kể so với mức tăng của quý 1 năm ngoái là 14,4%. FDI giải ngân trong quý 1 là 2,54 tỷ đô la, hầu như không đổi so với năm ngoái trong khi FDI đăng ký giảm 33,1 % so với cùng kỳ và ghi nhận ở mức 2,3 tỷ đô la.

Chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt đã khiến cho tăng trưởng chậm lại trong khi phải mất thêm thời gian để tác động làm giảm lạm phát và thâm hụt thương mại. Thâm hụt thương mại tháng 3 ước tính 1,15 tỷ đô la, xấp xỉ so với tháng 3 năm 2010 mặc dầu chính sách thắt chặt áp dụng và phá giá tiền đồng vào tháng 2 vừa qua. Trong quý 1, thâm hụt thương mại không kể vàng ước tính khoảng 3 tỷ đô la, cải thiện không đáng kể so với mức thâm hụt thương mại không kể vào vào năm ngoái là 3,2 tỷ đô la vào quý 1 năm ngoái. Tuy nhiên, thông tin tích cực là thâm hụt thương mại trên GDP và thâm hụt thương mại trên tổng giá trị xuất khẩu giảm mạnh so với năm ngoái. Thâm hụt thương mại/GDP trong quý 1 đầu năm nay ghi nhận ở mức 16,9% so với mức 20% trong năm 2010 trong khi thâm hụt thương mại/xuất khẩu là 16% trong năm 2011 so với mức 24% vào năm 2010.

Tốc độ tăng CPI trong tháng 2 là 2,17% so với tháng trước đó, dẫn đến tốc độ tăng CPI theo năm là 13,9%, mức cao nhất trong vòng 25 tháng. Bên cạnh nguyên nhân giá xăng dầu, giá điện tăng, chúng tôi cho rằng CPI tháng 3 vẫn còn tiếp tục bị ảnh hưởng bởi chính sách mở rộng tài khóa và tiền tệ trong năm 2010.

Trong cuối tháng 3, Bộ Tài Chính công bố tăng giá xăng, đây là lần tăng giá xăng lần thứ hai trong năm. Trong lần này, giá xăng A92 tăng 10% và bán ở mức giá 21.300 đồng/1lít trong khi giá dầu diesel tăng 15.3% và giao dịch ở mức 21.100 đồng/1 lít. Mức tăng giá này trong kỳ vọng khi mức giá xăng cũ thấp hơn so với giá nhập khẩu là 10-15% và thuế nhập khẩu xăng dầu ở mức 0%. Trong nỗ lực giảm thâm hụt ngân sách, Chính phủ không muốn phải chi tiền để trợ cấp xăng dầu thêm nữa và vì vậy, chúng tôi cho rằng nếu giá dầu thế giới tiếp tục tăng thì giá xăng dầu trong nước sẽ phải điều chỉnh theo sau.

Bộ công thương dự báo, CPI tháng 4 có thể tăng 1,5-1,6% so với tháng trước đó do tác động của tăng giá xăng dầu trong nước và giá của hàng hóa cơ bản tăng. Chúng tôi dự báo CPI có thể tăng 16% theo xu hướng năm vào tháng 6 và sẽ giảm dần sau đó. Công ty chứng khoán Bản Việt dự báo cả năm CPI tăng 11-12%/năm.

Cập nhật chính sách

Trong tháng 3, chính phủ vẫn tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt và giảm chi tiêu chính phủ nhằm chống lạm phát, ổn định kinh tế và đảm bảo an sinh xã hội. Với mục tiêu giữ mức tăng trưởng phương tiện thanh toán là 15-16% và tăng trưởng tín dụng là 20%, NHNN đã quyết định tăng lãi suất hai lần chỉ trong vòng chưa đến 1 tháng. Ngày 7 tháng 3, NHNN đã tăng lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn, và lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với các ngân hàng mức 12%/năm từ 11%/năm. Chỉ sau đó 3 tuần, NHNN quyết định tiếp tục tăng lãi suất này lên 13%/năm từ mức 12%/năm, trong lần này lãi suất trên thị trường mở cũng tăng ở mức tương tự.

Tăng lãi suất, trong đó lãi suất cho vay qua hoạt động thị trường mở và lãi suất cho vay trong thanh toán điện tử giảm khuyến khích các ngân hàng vay vốn từ NHNN nhằm hưởng chênh lệch lãi suất từ việc vay NHNN và cho vay lại trên thị trường từ đó giảm lượng tiền cung ứng ra thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động của tăng lãi suất lên cung tiền không nhiều do lãi suất thị trường ở thời điểm hiện tại cao hơn so với lãi suất ngân hàng thương mại vay từ NHNN. Trong thời gian tới, NHNN có thể sẽ tiếp tục tăng lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cho vay trên thị trường mở để có một cơ cấu lãi suất hợp lý hơn, ở đó lãi suất này cao hơn lãi suất thị trường để giảm sự phụ thuộc của ngân hàng vào vốn huy động trên thị trường hai của ngân hàng vào vốn huy động thông qua thị trường mở và thị trường liên ngân hàng.

Mặc dù chính sách thắt chặt được áp dụng, tăng trưởng tín dụng trong 3 tháng đầu năm tăng 5% so với cuối năm ngoái. Do đó, vào ngày 24 tháng 3, NHNN đã ban hành thông tư số 07/2011/TT-NHNN vào ngày 24 tháng 3 nhằm giảm tăng trưởng tín dụng bằng ngoại tệ và đồng thời giảm tình trạng đô la hóa trong nền kinh tế. Trong tháng 3, thị trường có rất nhiều tin đồn xung quanh khả năng tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng tiền đồng từ 3% lên 6% vào đầu tháng 4. Tuy nhiên, mức tăng trưởng dư nợ bằng ngoại tệ trong 3 tháng đầu năm ước tính là 14.7% so với tăng mức tăng trưởng bằng đồng là 0.57%, cho thấy NHNN nhiều khả năng tăng dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi bằng ngoại tệ hơn tiền đồng.

Về phía chính sách tài khóa, để đạt mục tiêu giảm thâm hụt ngân sách xuống 5% GDP, chính phủ đã quyết định không khởi công một số dự án không cấp thiết hoặc không hiệu quả trong năm nay. Theo số liệu công bố trong phiên họp định kỳ của chính phủ vào cuối tháng 3, trong quý 1, tổng số dự án bị cắt lên tới 1.387 dự án với tổng số vốn là 3.400 tỷ đồng.

Cập nhật thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối

Do tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ, thanh khoản được thắt chặt khiến cho lãi suất tiền đồng qua đêm tăng lên tới 22%/năm trong tháng 3. Trên thị trường sơ cấp, mặc dù NHNN đã ban hành thông tư số 2/2011/TT-NHNN ngày 3 tháng 3 năm 2011 qui định ngân hàng thương mại không được phép huy động vượt lãi suất qui định là 14%/năm. Tuy nhiên, theo ghi nhận của chúng tôi, lãi suất tiền gửi bằng tiền đồng có thể đàm phán áp dụng với khách VIPs lên tới 19%/năm ở một số ngân hàng nhỏ trong tháng 3, cao hơn so với mức 17%/năm và tháng 2. Lãi suất tiền gửi không kỳ hạn giao dịch lên mức 9%/năm so mức lãi suất không kỳ hạn thông thường là 3-4%/năm. Lãi suất huy động không kỳ hạn cao nhất được giao dịch ở mức 12%/năm. Lãi suất cho vay phổ biến ở mức 20-22%/năm từ mức 19-21%/năm vào tháng trước.

Trên thị trường ngoại hối, niềm tin vào tiền đồng tăng trở lại là do kết hợp của chính sách tiền tệ thắt chặt, giảm chi tiêu công và một số biện pháp hành chính được áp dụng. Trong tháng 3, NHNN cùng với Bộ công an đã áp dụng biện pháp mạnh nhằm lập lại trật tự trên thị trường tự do. Theo đó, những

giao dịch mua bán đồ bất hợp pháp bị phạt, lượng ngoại tệ giao dịch bất hợp pháp sẽ được xung công quỹ nhà nước. Thêm vào đó, người đứng đầu NHNN cho biết NHNN sẽ yêu cầu các tập đoàn nhà nước bán 370 triệu đô la trên tài khoản tiền gửi có kỳ hạn cho ngân hàng trong tổng số tiền gửi của tập đoàn nhà nước là 1,61 tỷ đô la.

Vào ngày 31 tháng 3, tỷ giá VND/USD giảm đáng kể xuống mức 1,4% so với cuối tháng hai và giao dịch ở mức 20.960 đồng/ USD trên thị trường liên ngân hàng. Tỷ giá VND/USD được ghi nhận 21.125 đồng/USD trên thị trường tự do, giảm 3,5% so với cuối tháng hai. Thắt chặt tiền tệ khiến lãi suất tiền đồng tăng và điều này không khuyến khích ngân hàng cũng như nhà đầu cơ ngoại tệ nắm giữ ngoại tệ. Chúng tôi được biết, hầu hết các ngân hàng đều duy trì trạng thái ngoại hối thấp ở thời điểm này do giữ tiền đồng có lợi hơn. Thêm vào đó, tăng trưởng tín dụng bằng đô la mạnh trong 3 tháng đầu năm cũng đóng góp đáng kể vào ổn định thị trường ngoại hối trong thời gian qua.

Trong phiên thảo luận tại hội trường quốc hội về tình hình kinh tế xã hội vào ngày 26 tháng 3, thống đốc NHNN dự báo Việt nam có thể sẽ thặng dư cán cân thanh toán tổng thể là 2 tỷ đô la trong năm 2011 do thâm hụt thương mại giảm. Theo thống đốc, cán cân thanh toán tổng thể trong năm 2010 thâm hụt 3.07 tỷ đô la cải thiện đáng kể so với mức thâm hụt 8.8 tỷ đô la trong năm 2009.

Mặc dù chúng tôi lạc quan về thị trường ngoại hối trong ngắn hạn khi chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa được duy trì. Trong dài hạn, sự ổn định của thị trường ngoại hối sẽ phụ thuộc vào sự kiên trì của chính phủ trong chính sách ổn định vĩ mô. Một động thái sự nới lỏng tiền tệ và tài khóa quá sớm có thể sẽ dẫn đến thâm hụt cán cân thanh toán tổng thể và từ đó gây lên áp lực làm giảm giá tiền đồng.

Tóm tắt diễn biến thị trường

Chỉ số VNIndex đóng cửa ngày cuối cùng của tháng 3 tại mức 461.1, hầu như không thay đổi so với mức 461,3 vào cuối tháng Hai. Dù vậy, mức thanh khoản trung bình hàng ngày đã giảm khoảng 4% so với tháng trước khi chỉ có 34.8 triệu cổ phần giao dịch mỗi ngày so với 36.4 triệu trong tháng Hai. Tuy nhiên tổng doanh số giao dịch trong tháng tăng khoảng 30%, đạt mức 819.6 triệu USD so với 619 triệu USD trong tháng Hai. Trong tháng ba chỉ số biến động (volatility) và độ lệch giao dịch (range) giảm so với tháng Hai mặc dù còn vẫn ở trên mức trung bình 12 tháng, với biến động hàng ngày đạt 1,53% so với 1,54% của tháng trước, trong khi biên độ giao dịch giảm xuống còn 42,8 điểm (chênh lệch giữa mức cao nhất và thấp nhất của tháng), nhưng vẫn cao hơn mức trung bình 12 tháng là 38,2. Ở mức giá hiện tại, thị trường đang giao dịch tại mức PE trung bình 9,9x và PB 1,8x, so với PE 9,8x và PB 1,8x vào cuối tháng Hai.

Nhà đầu tư nước ngoài mua ròng trở lại trong tháng tháng sau khi bán ròng trong tháng Hai. Họ mua ròng 1.03 triệu USD. Các nhà đầu tư nước ngoài chiếm khoảng 15,6% tổng mức giao dịch trong tháng, tăng nhẹ từ mức 13,6% trong tháng Hai. Các cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài mua ròng nhiều nhất trong tháng là CTG, FPT, DPM, và PHR, với tổng giá trị mua là 32,5 triệu USD. Trong khi đó, vào tháng Hai họ đã bỏ ra 17,8 triệu USD để mua vào CTG, ITC, PVD, VCB, và DPM. Các nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng VIC, HAG STB, DVD, và CSM với tổng giá trị bán là 27.1 triệu USD trong tháng Ba.

Khối tự doanh trong nước vẫn bán ròng trong tháng thứ tư liên tiếp. Tổng cộng, họ đã bán 9.3 triệu USD, tăng đáng kể so với mức 0.62 triệu USD họ bán ròng trong tháng hai. Khối tự doanh đóng góp khoảng 3,0% thanh khoản hàng ngày của thị trường, tăng so với mức 2,8% trong tháng hai. Mã cổ phiếu được CTCK trong nước bán ra nhiều nhất là GMD, trong đó họ đã bán 1,78 triệu USD và HPG với giá trị bán là 1,73 triệu USD. Trong tháng ba, khối tự doanh trong nước mua nhiều VFMVF1 với tổng giá trị mua 3 triệu USD. Họ cũng mua vào CTG với giá trị mua là 0.7 triệu USD và HAG là 0.56 triệu USD.

Quan điểm của chúng tôi

Sau khi giảm mạnh khoảng 9.6% trong tháng Hai thì đến tháng Ba đà giảm của VNIndex đã chững lại và đi ngang trong suốt tháng. Giá xăng đã tiếp tục được điều chỉnh tăng 1 lần nữa với mức tăng khoảng 10%-15% sau khi đã được điều chỉnh tăng 19% trong tháng Hai. Tuy nhiên, điều đáng ngạc nhiên là TTCK gần như không phản ứng với tin này khi chỉ số VNIndex đóng ở mức tăng trong ngày 29 tháng 3, ngày mà giá xăng được công bố tăng thêm. Mặc dù vậy, chúng tôi khá thận trọng về ảnh hưởng của việc tăng giá xăng hay giá nguyên liệu đầu vào nói chung đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Tháng Tư có thể sẽ tiếp tục là một tháng khó khăn cho TTCK và nền kinh tế nói chung.

Một kịch bản nhiều khả năng xảy ra trong thời gian tới là doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng cả về doanh thu lẫn lợi nhuận. Khi mà lạm phát đẩy giá hàng hóa tăng cao thì chắc chắn sản lượng tiêu thụ sẽ ít nhiều bị giảm, đặc biệt là trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ. Trong khi đó, chi phí sản xuất sẽ bị đội lên đáng kể do chi phí đầu vào, đặc biệt là chi phí nhiên liệu, tăng nhanh, cộng thêm ảnh hưởng của chi phí tài chính cao do lãi suất cho vay của các ngân hàng tăng lên, sẽ làm giảm đáng kể biên lợi nhuận của các doanh nghiệp, trừ khi họ có thể chuyển hết phần chi phí này sang cho người mua. Thực tế, việc dự báo tăng trưởng lợi nhuận và tăng trưởng EPS là một trong những thách thức lớn nhất trong năm nay đối với các chuyên viên phân tích và giới đầu tư.

Mặc dù chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng về khả năng tăng trưởng VNIndex trong tháng Tư và tháng Năm, chúng tôi kiến nghị các nhà đầu tư xem xét việc tái phân bổ danh mục theo các hướng như sau:

- **Cổ phiếu phòng thủ:** Các công ty trong nhóm **ngành hàng tiêu dùng thiết yếu**. Một đại diện tiêu biểu là Vinamilk (HSX:VNM). Thực tế, giá giao dịch của VNM giữa các nhà đầu tư nước ngoài hiện tại cho thấy cổ phiếu này đang bị định giá thấp hơn khoảng 20% so với mức giá mà các nhà đầu tư ngoại chấp nhận trả. VNM đang có kế hoạch sẽ phát hành thêm và mở room cho các nhà đầu tư nước ngoài tham gia mua cổ phần trong đợt phát hành riêng lẻ sắp tới. Một nhóm ngành khác cũng có tính phòng thủ cao là nhóm ngành dược, nhưng chúng tôi chưa thấy các cổ phiếu được thực sự hấp dẫn vì giá cả các mặt hàng này được Nhà nước quản lý chặt chẽ, rất khó tăng giá dù rằng chi phí sản xuất gia tăng.
- **Các công ty có nhiều tiền mặt:** Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư xem xét các doanh nghiệp có nhiều tiền mặt vì các doanh nghiệp này nhiều khả năng vẫn sẽ hoạt động tốt trong tình hình khó khăn. Các nhà đầu tư có thể xem thêm về báo cáo **Đầu tư vào các doanh nghiệp nhiều tiền mặt** được phát hành ngày 1 tháng 4 năm 2011.
- **Nhóm hàng hóa:** các công ty cao su thiên nhiên là lựa chọn tốt trong nhóm này nhờ vào dòng tiền ổn định và triển vọng ngành tốt. Giá cao su được dự báo vẫn sẽ ở mức cao nhờ các nhân tố hỗ trợ như: nhu cầu đối với ô tô từ các nước đang phát triển, đặc biệt là Trung Quốc, vẫn sẽ giữ vững trong thời gian tới. Chúng tôi thích công ty **Cao su Tây Ninh (HSX: TRC)** và **Cao su Đồng Phú (HSX: DPR)**.
- **Nhóm ngành dầu khí:** Việc giá xăng dầu tăng có thể sẽ mang lại lợi ích cho một số nhà phân phối khi giá đầu vào của họ là được giữ theo hợp đồng có thời hạn một năm, trong khi họ có khả năng điều chỉnh giá bán lẻ của họ dựa trên thị trường. Do đó những công ty này có khả năng sẽ kiếm được một số khoản thu nhập bất ngờ trong thời gian tới, điển hình như **CTCP Kinh Doanh Khí Hóa Lông Miền Nam (HSX: PGS)**.

Các cổ phiếu tăng giá nhiều nhất

HSX

Mã GD	Ngành	Vốn hóa (USD)	Tỷ trọng Index	Giá 31/03/11	Biến động giá
ASM	Tài chính	\$62,118,952	0.07%	33,100	28.4%
VPL	Dịch vụ tiêu dung	\$650,745,238	2.79%	66,500	20.3%
VIC	Tài chính	\$2,380,103,810	10.21%	131,000	18.3%
HT1	Công nghiệp	\$86,721,810	0.37%	9,600	17.7%
BCI	Tài chính	\$91,194,095	0.39%	27,600	14.5%
GMD	Công nghiệp	\$138,571,429	0.59%	29,000	10.0%
HPG	Công nghiệp	\$528,236,190	2.27%	35,000	9.1%
CTG	Tài chính	\$2,255,774,286	1.91%	28,200	6.0%
PGD	Dịch vụ công cộng	\$71,500,000	0.31%	36,100	4.3%
KDH	Tài chính	\$88,636,190	0.38%	42,000	4.0%

Nguồn: Bloomberg, Giá trị vốn hóa > 50 triệu USD

HNX

Mã GD	Ngành	Vốn hóa (USD)	Tỷ trọng Index	Giá 31/03/11	Biến động giá
BTS	Công nghiệp	\$54,528,095	1.01%	10,500	26.67%
NVB	Tài chính	\$138,442,238	1.42%	8,800	9.09%
ACB	Tài chính	\$1,018,036,190	19.02%	23,000	2.61%
OCH	Tài chính	\$83,333,333	1.55%	17,500	1.14%
SQC	Hàng hóa cơ bản	\$403,809,524	7.51%	84,800	0.59%
VCG	Công nghiệp	\$291,428,571	5.42%	20,400	0.49%
NTP	Công nghiệp	\$81,516,714	0.76%	39,500	-1.27%
PGS	Dầu khí	\$36,190,476	0.68%	20,100	-1.49%
VCS	Công nghiệp	\$46,893,067	0.59%	31,700	-5.05%
PLC	Dầu khí	\$49,890,905	0.93%	30,000	-5.33%

Nguồn: Bloomberg, Giá trị vốn hóa > 35 triệu USD

Các cổ phiếu giảm giá nhiều nhất

HSX

Mã GD	Ngành	Vốn hóa (USD)	Tỷ trọng Index	Giá 31/03/11	Biến động giá
TDC	Tài chính	\$59,523,810	0.05%	12,800	-77.09%
SJS	Công nghiệp	\$245,246,714	1.07%	51,000	-33.33%
DIG	Công nghiệp	\$136,959,857	0.60%	29,500	-30.85%
BVH	Tài chính	\$2,430,736,190	10.50%	71,500	-30.07%
KBC	Tài chính	\$422,222,476	1.86%	30,300	-26.73%
PVF	Tài chính	\$617,142,857	2.22%	21,000	-26.59%
REE	Công nghiệp	\$123,307,524	0.51%	14,000	-26.43%
DPM	Hàng hóa cơ bản	\$656,387,619	2.85%	36,200	-23.48%
HPG	Công nghiệp	\$472,233,952	2.04%	31,800	-23.27%
OGC	Tài chính	\$239,285,714	1.03%	20,300	-23.15%

Nguồn: Bloomberg, Giá trị vốn hóa > 50 triệu USD

HNX

Mã GD	Ngành	Vốn hóa (USD)	Tỷ trọng Index	Giá 31/03/11	Biến động giá
KLS	Tài chính	\$54,528,095	1.78%	9,900	-32.32%
BVS	Tài chính	\$138,442,238	1.02%	16,000	-24.38%
SCR	Tài chính	\$1,018,036,190	1.56%	17,600	-15.91%
VNR	Tài chính	\$83,333,333	1.20%	20,200	-15.35%
VSP	Công nghiệp	\$403,809,524	0.65%	19,400	-14.95%
SHS	Tài chính	\$291,428,571	0.82%	9,300	-11.83%
CTS	Tài chính	\$81,516,714	0.62%	8,900	-10.11%
PVI	Tài chính	\$36,190,476	2.41%	17,000	-9.41%
VND	Tài chính	\$46,893,067	1.29%	14,600	-8.22%
PVS	Dầu khí	\$49,890,905	5.51%	20,900	-7.66%

Nguồn: Bloomberg, Giá trị vốn hóa > 35 triệu USD

Biến động giá của ngành

HSX (%)

	MoM
Hàng hóa cơ bản	-4.3
Hàng hóa tiêu dùng	-1.3
Dịch vụ tiêu dùng	8.1
Tài chính	0.6
Y tế	-3.3
Công nghiệp	-1.9
Dầu khí	-2.3
Công nghiệp	-15.8
Viễn thông	-6.9
Hàng hóa công cộng	-9.5

Nguồn: Bloomberg

HNX (%)

	MoM
Hàng hóa cơ bản	-1.6
Hàng hóa tiêu dùng	-1.1
Dịch vụ tiêu dùng	-9.5
Tài chính	-4.7
Y tế	-4.0
Công nghiệp	-2.6
Dầu khí	-4.7
Công nghiệp	-0.4
Viễn thông	16.4
Hàng hóa công cộng	-9.2

Nguồn: Bloomberg

Các sự kiện chính

1. HAG: Hoàng Anh Gia Lai niêm yết chứng chỉ GDR tại sàn giao dịch chứng khoán London. Tổng giá trị niêm yết là 56.6 triệu USD. HAG trở thành công ty Việt Nam đầu tiên niêm yết chứng chỉ lưu ký toàn cầu tại một sàn giao dịch lớn trên thế giới vào ngày 23 tháng 3 năm 2011.
2. PPC: EVN đã bán 47.1 triệu cổ phiếu của CTCP nhiệt điện Phả Lại (PPC). PPC thông báo giao dịch của cổ đông lớn – Tổng công ty điện lực Việt Nam EVN đã bán 9.787.050 cổ phiếu tương đương 3% cổ phần cho ngân hàng TMCP An Bình (ABBank); đã bán 37.321.281 cổ phiếu cho Công ty tài chính điện lực vào ngày 29 tháng 3 thông qua giao dịch thỏa thuận; và không bán thành công 5.996.000 cổ phiếu qua giao dịch khớp lệnh. Hiện tại, EVN nắm giữ 166.391.896 cổ phiếu PPC tương đương 51%, giảm so với mức 213.500.226 cổ phiếu (65.44%) của PPC
3. PGD: PV Gas thông báo mua 6.2 triệu cổ phiếu PGD. Tổng công ty cổ phần Khí Việt Nam (PV Gas), người đại diện tại Công ty cổ phần Khí thấp áp (PGD) là ông Phạm Văn Huệ, chủ tịch HĐQT, và ông Nguyễn Văn Sơn, phó Chủ tịch kiêm TGĐ, đã đăng ký mua 6.187.500 cổ phiếu từ ngày 28 đến ngày 31 để tái cơ cấu danh mục đầu tư thông qua giao dịch thỏa thuận. Sau khi mua lại cổ phiếu, PV Gas sẽ nắm giữ 20,6 triệu cổ phiếu PGD, tăng so với mức nắm giữ hiện tại là 14.437.500 cổ phiếu.
4. HPG thông báo mua lại 10 triệu cổ phiếu quỹ từ đây đến ngày 22 tháng 6. Tập đoàn Hòa Phát (HPG) thông báo kế hoạch mua lại 10 triệu cổ phiếu quỹ từ ngày 22 tháng 3 đến 22 tháng 6. HPG là một trong những tập đoàn sản xuất tư nhân hàng đầu trong lĩnh vực công nghiệp nặng. Công ty đã đặt kế hoạch doanh thu 17.500 tỷ, với khoảng 50% đến từ hoạt động sản xuất thép, và LNST là 1.865 tỷ (tương đương 89,23 triệu đô) năm nay. Công ty sẽ trả cổ tức 4.000 đồng/cổ phiếu trong năm 2011. HPG hiện nay là tập đoàn sản xuất thép đứng thứ 2 tại Việt Nam, chiếm khoảng 13,63%, chỉ đứng sau tổng công ty thép Việt Nam với mức thị phần là 29,7%.

Các báo cáo của công ty Chứng khoán Bản Việt

Trong tháng ba, chúng tôi đã phát hành các báo sau đây:

Ngày	Tên	Mã chứng khoán	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
1/4	Đầu tư vào các công ty có nhiều tiền mặt	N/A	N/A	N/A
29/3	Cập nhật công ty Khí miền Nam	HSX: PGS	N/A	N/A
28/3	Báo cáo ngành cao su tự nhiên	HSX: TRC, DPR, HRC, PHR	N/A	N/A
28/3	Cao su Đồng Phú	HSX: DPR	Thêm vào	69.000đ
28/3	Cao su Tây Ninh	HSX: TRC	Thêm vào	68.000đ
28/3	Cao su Phước Hòa	HSX: PHR	Nắm giữ	40.600đ
28/3	Cao su Hòa Bình	HSX: HRC	Giảm	51.500đ
28/3	Cập nhật ĐHCĐ VNM	HSX: VNM	N/A	N/A
24/3	Cập nhật đường Biên Hòa	HSX: BHS	N/A	N/A
18/3	Cập nhật Sudico	HSX: SJS	N/A	N/A
3/3	Cập nhật tháng Hai	N/A	N/A	N/A

Nếu quý vị muốn có bản copy của báo cáo này hoặc có những thắc mắc liên quan xin vui lòng liên lạc với ông Marc Djandji, Giám đốc nghiên cứu theo email marc.djandji@vcsc.com.vn hoặc theo số điện thoại +(84 8) 3914 3588 – số nội bộ: 116

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Marc Djandji . Trường An và Hoài Đoàn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ. 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

Phòng Nghiên Cứu

Giám đốc Nghiên Cứu

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146

CV cao cấp, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Trương Vĩnh An, ext 143

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120

Chi nhánh Hà Nội

18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Vũ Thanh Tú, ext 105

CV cao cấp, Ngô Phụng Hiệp, ext 130

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nước ngoài

Michel Tosto
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.