

ETFs và niêm yết thêm 1,6 tỷ cổ phiếu của VCB

Ngày 17 Tháng 5 năm 2011

Teddy Pham

Director, Head of Research

Anh Thach, Senior Analyst

Báo cáo này tóm tắt nghiên cứu khởi động về loại hình quỹ đầu tư ETF, làm cơ sở cập nhật và theo dõi biến động NAV và xu hướng đầu tư của các quỹ ETF đang hoạt động dựa trên tài sản cơ sở (underlying assets) là chứng khoán niêm yết Việt Nam. Báo cáo cũng nghiên cứu tác động của việc niêm yết thêm 1,6 tỷ cổ phiếu VCB với thị trường chứng khoán. Vì cấu phần của hai quỹ trên bao gồm một số doanh nghiệp trong ngành Dầu khí như PVD, PVS, PVF, DPM nên việc theo dõi chặt chẽ biến động tỷ trọng NAV của các cổ phiếu này trong danh mục ETF sẽ đóng góp vào nhận định của xu hướng mua bán các cổ phiếu ngành Dầu khí. Việc theo sát hoạt động của các quỹ ETF cũng giúp đưa ra nhận định về luồng tiền ETF phân bổ trong các phân ngành khác. Hiện tại số liệu liên quan đến diễn biến của hai quỹ này không được cập nhật hàng ngày, việc theo dõi biến động chỉ có thể thực hiện được dựa trên các thông tin công bố theo định kỳ.

Hiện tại, có 2 quỹ ETF đang đầu tư chủ yếu đang nắm giữ các tài sản tại thị trường chứng khoán Việt Nam là 1) DB X-Trackers FTSE Vietnam Index ETF (TFTFVTTU) và 2) The Market Vector Vietnam ETF (MVVNM).

Market Vectors Vietnam ETF (VNM)

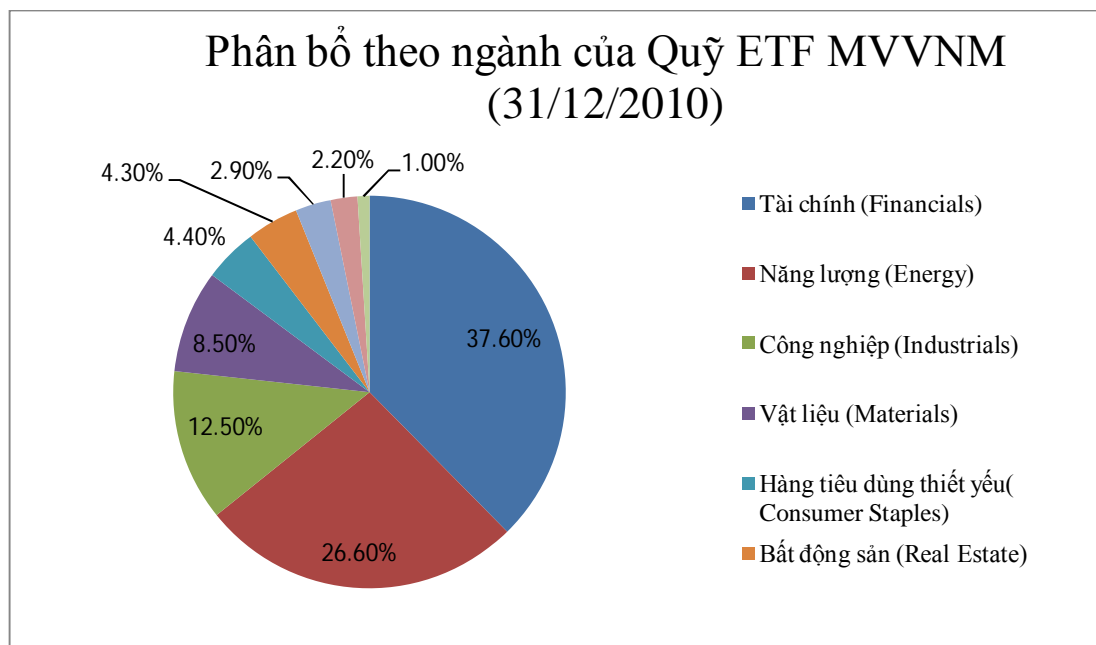
- a) Do Van Eck Global quản lý, đi vào hoạt động từ tháng 8/2009, được giao dịch tại thị trường NYSE Arca.
- b) Tính đến 14/2/2011, tổng tài sản của quỹ là 275 triệu USD, hiện đang nắm giữ 23 cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Việt Nam, với tổng NAV chiếm hơn 70% danh mục, còn lại là các cổ phiếu tại các thị trường khu vực (Trung quốc, Malaysia ..vv) . Tiêu chí chọn cổ phiếu là các công ty hoặc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hoặc có doanh thu trên 50% tạo ra từ thị trường Việt Nam. Mức giới hạn trên của các cổ phiếu niêm yết ngoài nước (off-shore) là 30%.
- c) MVVNM tập trung chủ yếu vào ngành tài chính (Financials-theo chuẩn ICB), với tỷ trọng 37.6%, tiếp đến là ngành năng lượng (26.6%) và ngành Công nghiệp (12.5%).

DB X-trackers FTSE Vietnam Index ETF

- a) Hoạt động từ 15/1/2008 do Deutsche Bank quản lý. Chỉ số này bao gồm các cổ phiếu niêm yết tại HoSE và vẫn còn room cho nhà đầu tư nước
-

ngoài, bao gồm khoảng 27 cổ phiếu chiếm khoảng 90% vốn hóa thị trường.

b) Tổng tài sản quản lý (AUM) của quỹ là 293.8 triệu USD tại thời điểm 17/02/2011.



Khái niệm Quỹ ETF

- ETF (Exchange traded fund) là hình thức quỹ đầu tư tương hỗ mở (open-end mutual fund) trong đó danh mục đầu tư được chọn để mô phỏng các chỉ số chứng khoán như S&P500 hay NASDAQ, của một loại hàng hóa như vàng và dầu hoặc theo một ngành nào đó.
- ETF được giao dịch mua bán trên các sàn giao dịch trên thế giới giống như những cổ phiếu thông thường.
- Trong thị trường sơ cấp, các nhà đầu tư, thông thường là các tổ chức lớn, đóng vai trò là nhà tạo lập thị trường. Họ tham gia thị trường bằng cách tự mình tạo một danh mục đầu tư giống như danh mục đầu tư của quỹ ETF đó (gọi là đơn vị đầu tư) và gửi các cổ phiếu trong danh mục cho quỹ này để đổi lấy số lượng chứng chỉ quỹ ETF theo tỷ lệ tương ứng.
- Các chứng chỉ quỹ ETF này sẽ được các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức giao dịch tự do trên thị trường thứ cấp.
- Các chứng chỉ quỹ ETF có thời điểm được bán với giá cao hơn hoặc thấp hơn giá trị thuần NAV của các cổ phiếu cơ sở. Tuy nhiên, quá trình này sẽ không tồn tại được lâu nhờ khả năng trao đổi các chứng chỉ quỹ ETF lấy các cổ phiếu cơ sở trong danh mục hay ngược lại (quá trình arbitrage) của các nhà đầu tư tổ chức.
- Nhìn chung, giá giao dịch của các ETF này thường không khác nhiều so với giá trị thuần NAV của chúng.

Lý do tồn tại

Tại các thị trường đang phát triển hầu hết cả nhà quản lý quỹ không có hoạt động đầu tư hiệu quả hơn so với diễn biến của chỉ số thị trường chung, trong khi chi phí quản lý quỹ thường tốn kém. Thống kê tại TTCK Mỹ cho thấy khoảng 60-80% các quỹ chỉ số không có hoạt động vượt trội hơn S&P500. Vì vậy, theo thông lệ gần đây cổ đông thường “khoán” cho các nhà quản lý quỹ chỉ cần đạt được mức tăng trưởng của chỉ số và chi trả một mức phí rất thấp so với mức phí áp dụng cho các quỹ đóng.

Mục tiêu hoạt động

- a) Mục tiêu của các quỹ ETF là tăng tối đa tỷ lệ tương quan với chỉ số thị trường chung (VN Index) hay giảm tối thiểu tỷ lệ sai số tracking error và thu phí quản lý trên giá trị tài sản ròng (NAV).
- b) Tuy nhiên, cũng như các quỹ mở thì các quỹ ETF vẫn phải thoái vốn khi cổ đông có yêu cầu thanh khoản sang tiền mặt thông qua nghiệp vụ redemption (thanh lý), và phải có bên mua đối ứng.

Thanh lý Quỹ ETF

Các nhà đầu tư có thể thôi nắm giữ các chứng chỉ quỹ ETF bằng cách:

- a) Bán các chứng chỉ này trên thị trường mở, hoặc:
- b) Mua chứng chỉ quỹ ETF để tập hợp đủ 1 đơn vị đầu tư và trao đổi lấy các cổ phiếu cơ sở trong đơn vị ETF này, khi đó các đơn vị đầu tư này sẽ bị xóa khỏi quỹ. Các đơn vị đầu tư thường bao gồm từ 10.000 đến 600.000 cổ phiếu, nhưng 50.000 cổ phiếu là thông lệ.
- c) Thường chỉ các nhà đầu tư tổ chức mới áp dụng hình thức này do số lượng chứng chỉ quỹ cần tập hợp để tạo ra 1 đơn vị đầu tư thường rất lớn.

Chiến lược đầu tư

- a) Chiến lược tổng quan là bám theo chỉ số thị trường (VN Index). Để thực hiện, các nhà quản lý quỹ sẽ phải (i) mua các cổ phiếu có tỷ trọng lớn trong rổ chỉ số thị trường (VN Index) như BVH, MSN, HAG, VIC, v.v.; (ii) chọn các cổ phiếu có tính thanh khoản cao; và (iii) còn room đủ lớn để mua bán và duy trì thanh khoản.
 - b) Tại Việt Nam, các quỹ đóng có nhược điểm là phí quản lý quỹ cao. Do thị trường còn nhỏ, các khoản đầu tư CK thường gặp bất lợi khi exit (bất lợi về giá, về tỷ giá, về mức độ tự do hóa của tài khoản vốn). Một trong các lý do mà quỹ đóng tại Việt Nam đã không thể huy động thêm được vốn mới là do không có nhiều khoản đầu tư được thanh khoản hay exit sau cả thời hạn 4-5 năm thời gian tồn tại. Quỹ ETF cùng với các quỹ mở và dòng sản phẩm P-notes ra đời đáp ứng nhu cầu này vì nó cho phép mua bán giao dịch trên thị trường tài chính quốc tế dựa trên các tài sản cơ sở.
 - c) Trong chiến lược đầu tư của các quỹ ETF, yếu tố cơ bản của cổ phiếu không hẳn là yếu tố quyết định (ví dụ quỹ ETF của Van Eck công khai với cổ đông mua chứng chỉ quỹ là quyết định mua bán chỉ 20% dựa
-

trên yếu tố cơ bản của cổ phiếu.

- d) 20% yếu tố cơ bản này sẽ quan trọng khi các quỹ ETF muốn thanh lý danh mục cổ phiếu theo yêu cầu của cổ đông. Khi cổ đông của ETF yêu cầu thanh lý toàn bộ hay một phần danh mục của họ thì nhà quản lý quỹ như Deustch Bank hay Van Eck phải thực hiện chốt NAV vào ngày mà cổ đông yêu cầu (Ngày T) và thực hiện thanh lý danh mục trong phiên ngày hôm sau (T+1) trở đi.
- e) Sau ngày chốt NAV, các nhà quản lý quỹ này sẽ không chịu áp lực về NAV và các sai số bám đuổi VN Index cũng không bị ảnh hưởng nhiều, vì cổ phiếu lớn như BVH có ảnh hưởng lớn tới chỉ số chung. Tuy nhiên, một điều chắc chắn là dòng tiền của ETF sẽ không đảm bảo nếu như lượng thanh lý là lớn so với lượng tiền mặt của quỹ.

Lợi thế Quỹ ETF

ETF có các lợi thế chính như sau:

- a) Đầu tư vào ETF thường có chi phí thấp hơn so với đầu tư vào các sản phẩm khác vì các ETF thường áp dụng chiến lược đầu tư thụ động, do đó tiết kiệm được chi phí giao dịch, marketing và phân phối.
- b) Các chứng chỉ quỹ ETF có thanh khoản tốt do được mua bán rộng rãi trên các sàn chứng khoán quốc tế. Ngoài ra, các chứng chỉ quỹ ETF có thể được bán khống và dùng đòn bẩy như cổ phiếu thông thường.
- c) ETF tạo điều kiện đa dạng hóa danh mục đầu tư một cách dễ dàng, do đó hàm chứa ít rủi ro hơn các cổ phiếu riêng lẻ.
- d) Cơ chế hoạt động của ETF cũng giúp nhà đầu tư tiết kiệm chi phí thuế.
- e) ETF thường có tính minh bạch cao với các cổ phiếu cơ sở được công bố rõ ràng và giá được công bố thường xuyên trong thời gian giao dịch.

Cách tính VN Index và tương quan với ETF

Có ba cách tính toán tiêu chuẩn của chỉ số chứng khoán; i) không có tỷ trọng, ii) tỷ trọng giá, và iii) tỷ trọng vốn hóa cổ phiếu. Ví dụ, chỉ số Dow Jones (DJ) được tính với tỷ trọng giá. Ở Việt nam là tính theo tỷ trọng vốn hóa.

- a) Ở những nước mà chính phủ nắm sở hữu chủ chốt ở các công ty lớn (như Việt Nam) cách tính thường thấy là lấy trọng số của lượng vốn hóa free-float (có nghĩa là lượng vốn hóa của các cổ phiếu được tự do giao dịch trên sàn niêm yết). Cũng chính vì lý do này mà một số ngân hàng lớn như Ngân Hàng Công Thương (Vietinbank, CTG) hay Ngân hàng Ngoại Thương (Vietcombank, VCB) không có độ ảnh hưởng lớn tới thị trường vì khối lượng niêm yết không đáng kể so với tổng số cổ phần.
-

- b) Trong số hơn 250 công ty niêm yết trên HOSE, 20 công ty chiếm 66,0% tổng trọng lượng của chỉ số. Các công ty này có một số lượng hạn chế cổ phần có sẵn cho công chúng đầu tư, trung bình chỉ ở mức dưới 50%. Do đó, VNIndex chịu tác động nhiều của các 20 công ty này và không hẳn đã phản ánh tâm lý nhà đầu tư trên toàn bộ các công ty niêm yết. Ví dụ, BVH chiếm tỷ trọng 11% của VNIndex, tuy nhiên lượng cổ phiếu trôi nổi tự do lại thấp (khoảng 7%); MSN có tỷ trọng khoảng 8% của VN Index, số cổ phiếu free-float là 15%. Những CP loại này sẽ là quan tâm số một của ETF vì ETF có mục đích bám sát hoạt động của VN Index.
- a) Khi một số doanh nghiệp lớn (đặc biệt là trong hệ thống ngân hàng) được tăng phần trăm cổ phần niêm yết trên sàn chứng khoán, đây sẽ là những cổ phiếu thu nhận sự quan tâm lớn hơn từ ETF vì tiềm năng gây ảnh hưởng của chúng tăng lên.

Biến động gần đây nhất của tỷ trọng NAV một số CP Bluechip trong hai Quỹ ETF trên TTCK Việt Nam

Quan sát biến động về tỷ trọng sở hữu của Quỹ ETF Market Vector Vietnam trong thời gian gần đây nhận thấy có một số thay đổi:

- c) Các cổ phiếu Bluechips ngành ngân hàng/tài chính (CTG, VCB, PVF) được ưu tiên tăng tỷ trọng nắm giữ.
- d) Các cổ phiếu ngành BDS (HAG, PVX) với ngoại lệ là SJS bị giảm tỷ trọng nắm giữ; các cổ phiếu liên quan đến BDS khu công nghiệp (ITA, KBC) bị giảm tỷ lệ nắm giữ.
- e) Các cổ phiếu ngành dầu khí như DPM, PVD, PVX, PVS có tỷ lệ sở hữu tăng nhẹ hay giữ vững.

Quỹ DB X-Trackers FTSE Vietnam Index ETF cũng có xu hướng giảm bớt tỷ trọng các ngành, giữ ổn định các CP ngành Dầu khí và tăng sở hữu cổ phiếu ngành ngân hàng, tài chính.

Diễn biến Market Vector (.MVVNM)

		Số lượng CP nắm giữ	% TS Ròng (NAV) trong tháng	Thay đổi tỷ trọng so với tháng trước
1	BVH	6,106,456	10.06%	Giảm nhẹ
2	DPM	8,682,770	6.66%	Tăng
3	CTG	13,416,792	6.34%	Tăng mạnh
4	VCB	9,331,567	6.04%	Tăng mạnh
5	HAG	5,044,162	4.92%	Giảm nhẹ
6	KBC	6,662,080	4.14%	Giảm
7	OGC	9,285,100	3.97%	Tăng nhẹ
8	PVF	7,958,652	3.79%	Tăng

9	PVD	3,524,956	3.56%	Tăng nhẹ
10	PVX	9,285,218	3.37%	Giảm nhẹ
11	VCG	7,385,497	3.05%	Giảm nhẹ
12	ITA	9,041,241	2.67%	Giảm
13	PVS	6,101,900	2.48%	Tăng
14	HPG	3,386,045	2.28%	Giảm
15	PPC	9,715,990	2.06%	N/A
16	KLS	7,700,500	2.05%	Giảm
17	SJS	1,678,160	1.96%	Tăng
18	DIG	2,076,241	1.37%	N/A
19	FPT	853,460	0.92%	Giảm
20	HSG	2,762,434	0.87%	N/A
21	REE	1,976,850	0.61%	N/A
22	GMD	442,136	0.24%	N/A

Diễn biến FTSE Vietnam X-tracker (.TFTFVTTU)

		Số CP nắm giữ	Tỷ trọng NAV	Thay đổi tỷ trọng so với tháng trước
1	HAG	10,461,662.59	12.07%	Tăng nhẹ
2	VIC	7,794,131.82	10.67%	Giảm nhẹ
3	DPM	13,614,100.44	7.38%	Tăng
4	FPT	6,870,674.93	6.44%	Giảm
5	VCB	12,859,197.68	5.84%	Tăng
6	PVD	7,541,913.07	5.71%	Tăng
7	HPG	10,552,575.87	5.67%	Giảm
8	KBC	10,381,128.23	5.46%	Giảm
9	BVH	3,981,026.54	4.94%	Tăng
10	PVF	10,967,320.44	4.02%	Tăng
11	SJS	3,582,658.01	3.20%	Tăng nhẹ
12	OGC	8,956,645.03	3.02%	Giảm
13	ITA	12,212,535.86	2.90%	Giảm
14	KDC	3,591,378.27	2.74%	Giảm
15	PPC	11,687,884.36	2.06%	Giảm
16	DIG	3,504,858.80	2.01%	Giảm
17	REE	6,674,203.69	1.67%	Giảm
18	QCG	3,553,942.32	1.34%	Giảm
19	GMD	2,878,815.00	1.32%	Giảm
20	VSH	7,245,612.20	1.28%	Giảm

21	PVT	8,333,262.54	1.25%	Giảm
22	PNJ	2,149,552.46	1.10%	Giảm nhẹ
23	TL4	1,175,111.83	1.08%	
24	KDH	1,572,786.87	0.97%	Ổn định
25	HSG	3,610,286.97	0.95%	Giảm
26	ITC	2,475,139.76	0.83%	Giảm
27	CSM	1,513,673.01	0.68%	Giảm
28	TDH	1,356,917.82	0.65%	Giảm
29	LCG	1,343,496.75	0.64%	Giảm
30	DRC	1,102,356.93	0.63%	Giảm
31	SAM	2,300,038.36	0.62%	Giảm
32	PET	2,008,043.99	0.48%	Giảm
33	DVD	661,376.58	0.37%	Giảm

Niêm yết thêm của 1,6 tỷ cổ phiếu của VCB liệu có làm giá VCB tăng

VCB thông báo chuẩn bị niêm yết thêm 1,6 tỷ cổ phiếu của cổ đông nhà nước. Với việc niêm yết thêm 1,6 tỷ cổ phiếu, ước tính vốn hóa thị trường của VCB sẽ tăng lên chiếm khoảng 8% giá trị vốn hóa thị trường. Trong thời gian tới, dự kiến 07 cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường sẽ là PVGas, BVH, VIC, MSN, CTG, VCB, VNM. Riêng 07 cổ phiếu này ước sẽ chiếm khoảng 50% giá trị vốn hóa thị trường.

Việc VCB tăng giá trị vốn hóa kỳ vọng sẽ thu hút vốn đầu tư của các quỹ ETFs vào VCB. Điều này đã từng xảy ra trước đây, khi các ETFs mua mạnh các cổ phiếu vốn hóa lớn như BVH, MSN ... làm tăng chỉ số VN-index khi phần lớn thị trường đều giảm.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng tăng mạnh của VCB là khó xảy ra. Nguyên nhân là do:

- Khối lượng cổ phiếu lưu hành bên ngoài do tổ chức/cá nhân trong nước của VCB hiện nay đang là 111 triệu cổ phiếu, chiếm 6.3% vốn điều lệ VCB và tổng khối lượng cổ phiếu lưu hành bên ngoài của các cổ đông nhỏ trong và ngoài nước là 165 triệu cổ phiếu 9.28% cổ phần của VCB. Để điều khiển được giá của VCB, thì ETFs cần phải mua khoảng 50% lượng cổ phiếu trên.
- Để mua 50% hay 82 triệu cổ phiếu này thì cần số tiền khoảng 2400 tỷ VND ~ 120 triệu USD. Số tiền này là khá lớn với các ETFs khi mà 02 quỹ ETFs hiện nay mới có khoảng 300 triệu USD/quỹ (Market Vectors Vietnam ETF (VNM) có khoảng 275 triệu USD và DB X-trackers FTSE

Vietnam Index ETF có khoảng 300 triệu USD) và lượng tiền mặt còn lại không nhiều

- Hơn nữa, trong thời gian tới, PVGas và CTG cũng sẽ niêm yết/niêm yết thêm cổ phiếu. Trường hợp các ETFs muốn tiếp tục chào lái VN-Index thì sẽ phải mua mạnh CTG, PV-Gas điều này sẽ khó xảy ra do các FTFs không có đủ tiền.
- Giá của VCB cũng không phải quá rẻ, nếu ước tính LNTT của VCB năm 2011 là 7000 tỷ VND thì EPS forward của VCB khoảng 2.150 VND/cp và P/E forward 2011 là 12.5 lần.

Nhìn vào đồ thị VCB, có thể thấy là VCB sẽ có ngưỡng cản ở 33.000 đ/cổ phiếu . Lực cung sẽ tăng mạnh tại khu vực này. Ngưỡng cản mạnh mà VCB khó vượt qua tiếp theo ở 38.000 đ/cp.



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Ban Phân tích

E -mail: research@psi.vn

Tel: (84-4) 3934 3888



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Trụ sở chính:

18 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội - ĐT: (84-4) 39343888; Fax: (84-4) 39343999

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1, 18 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội – ĐT: (84-4)39343888; Fax: (84-4)39343999

Chi nhánh Nam Định

Tầng 1, lô 13+21 Đường Đông A, Khu đô thị mới Hoà Vượng, Nam Định – ĐT: (84-350) 3677989; Fax: (84-350) 3677979

Chi nhánh Thanh Hoá

Tầng 1, số 38A đại lộ Lê Lợi, Thanh Hoá

Chi nhánh Nghệ An

Số 19, Quang Trung, Tp. Vinh, Nghệ An

Chi nhánh Hải Phòng

Số 5, Hồ Xuân Hương, quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Chi nhánh TP.HCM:

Số 24 – 26 Hồ Tùng Mậu, Quận I, TP.Hồ Chí Minh - ĐT: (84-8) 39111818; Fax: (84-8) 39111919

Chi nhánh Vũng Tàu:

Phòng 112, Tòa nhà Petro Tower, số 08 Hoàng Diệu, TP.Vũng Tàu – ĐT: (84-64) 62545 20 - 22 - 23 -24 - 26; Fax: (84-64) 6254521

Chi nhánh Đà Nẵng:

Số 55-56 Đường Nguyễn Văn Linh, Quận Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng – ĐT: (84-0511) 3899338; Fax: (84-0511) 3899339

