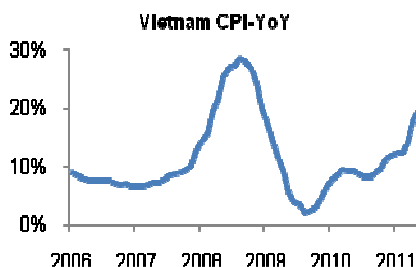


Marc Djandji, CFA

Giám đốc Phòng Nghiên cứu
marc.djandji@vcsc.com.vn
 +84 8 3914 3588, ext 116

Hoai Doan, Chuyên gia kinh tế
hoai.doan@vcsc.com.vn
 +84 8 3914 3588, ext 139

	Tháng 6	Tháng 7
VNIndex	432,5	405,7
HNX Index	74,4	69,5
(cuối tháng)		
	Tháng 6	Tháng 7
Tổng mức bán lẻ (% so với cùng kỳ năm trước)	22,0	22,3
CPI (% so với cùng kỳ năm trước)	20,8	22,2
Xuất khẩu (triệu USD)	7.800	8.400
Nhập khẩu (triệu USD)	8.200	8.600
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	0,78	1,00
	2010	2011F
GDP tính theo giá thực tế (% so với năm trước)	6,8	6,2
CPI (% so với năm trước)	11,8	19,5
Xuất khẩu (% tăng/giảm so với năm trước)	25,5	24,5
Nhập khẩu (%so với năm trước)	20,1	19,0
Cán cân thương mại/GDP (%)	-11,9	-9,5
Vốn FDI thực hiện (tỷ USD)	11,0	11,5
M2/GDP (%)	122,5	133,0
Tổng giá trị tín dụng/GDP (%)	130,0	129,0



Kinh tế tháng 7 không mấy lạc quan – Kết quả lợi nhuận 6 tháng đầu năm

Kinh tế tháng 7: Bức tranh vĩ mô còn nhiều điểm tối

Lạm phát tăng trở lại - Chúng tôi điều chỉnh tỷ lệ lạm phát lên 19-20% vào cuối năm.

Trong tháng 7, chỉ số CPI tăng 1,17% so với 1,09% trong tháng 6. Giá thực phẩm là yếu tố chính đẩy CPI tăng, đóng góp 71% mức tăng CPI và nếu tính cả nhóm ăn uống ngoài gia đình thì mức đóng góp này lên khoảng 83%. Trong thời gian qua, giá thực phẩm tăng mạnh do chi phí đầu vào tăng, giá rau xanh bị do ảnh hưởng bởi bão lũ cùng với hiện tượng đầu cơ giá thịt heo vẫn tiếp diễn.

Trong 7 tháng đầu năm, lạm phát tăng 14,61% so với cuối năm 2010, dẫn đầu là 3 nhóm lương thực thực phẩm, vận tải, nhà ở và vật liệu xây dựng, trong đó phần lớn là do giá thực phẩm thế giới tăng và tác động trực tiếp cũng như gián tiếp của giá điện và giá xăng tăng trong quý 1.

Tuy nhiên, lạm phát gần đây tăng đột biến không chỉ do chi phí đẩy. Theo chúng tôi, nguyên nhân lạm phát còn đến từ phía cầu do tăng trưởng tín dụng cao và và đầu tư công không hiệu quả của các doanh nghiệp nhà nước trong những năm gần đây. Trong 5 năm qua, tín dụng tăng trưởng trung bình 35%/năm, trong đó các doanh nghiệp nhà nước đã chiếm đến 30% giá trị tín dụng. Nếu so với cùng kỳ, lạm phát tháng 7 tăng 22,16%, mức cao nhất trong vòng 32 tháng qua.

Chúng tôi nâng tỷ lệ lạm phát dự báo lên 19-20% từ mức 17-18% ước tính trong tháng 4. Chúng tôi dự báo lạm phát tháng 8 vẫn ở mức cao do giá thịt heo và giá gạo gần đây tăng vọt. Giá thịt heo đã bắt đầu ổn định vào cuối tháng 7 nhưng vẫn tiếp tục tác động vào CPI tháng 8 trong khi giá gạo tăng gần đây cũng ảnh hưởng đáng kể đến CPI. Chúng tôi dự báo CPI tháng 8 có thể sẽ tăng trên 23% từ mức 22,16% trong tháng 7.

Nhập siêu vẫn ở mức cao do nhập khẩu tiếp tục tăng (không kể vàng). Tổng giá trị nhập khẩu tháng 7 ước tính là 8,6 tỷ USD, giảm nhẹ so với tháng trước đó, nhưng vẫn tăng 26,2% so với tháng 7/2010. Nhập khẩu vẫn đứng ở mức cao mặc dù nền kinh tế tăng trưởng chậm với tổng mức bán lẻ hàng hóa loại trừ yếu tố giá trong 7 tháng đầu năm chỉ tăng 4,6% so với cùng kỳ năm 2010. Nếu không kể vàng, nhập siêu tháng 7 là 1 tỷ USD, theo đó, nhập siêu không kể vàng trong bảy tháng đầu năm nay ước tính đạt 8,4 tỷ USD, hầu như không đổi so với năm ngoái.

Về thông tin lạc quan, nhập siêu tháng 7 phần nào được kiềm chế nhờ hoạt động nhập khẩu ô tô và xe máy giảm 17% và 6,3% so với tháng 7/2010. Điều này gợi ý, chính sách ổn định của chính phủ đã có những tác động nhất định trong việc giảm tổng cầu và giúp kiềm chế nhập khẩu, đặc biệt là nhóm hàng xa xỉ.

Dòng vốn vào giảm nhẹ so với năm 2010. Trong 7 tháng đầu năm, theo Bộ Kế hoạch – Đầu tư, vốn FDI giải ngân đạt 6,3 tỷ USD, giảm 1,6% so với cùng kỳ năm ngoái. Vốn đầu tư gián tiếp trong 6 tháng đầu năm cũng giảm mạnh xuống 0,35 tỷ USD so với 1,79 tỷ USD cùng kỳ năm 2010, theo ông Lê Xuân Nghĩa, phó chủ tịch Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia. Ông Nghĩa còn cho biết, kiều hối trong quý 2 giảm so với năm ngoái, trong quý 2 lượng kiều hối là 1,9 tỷ USD trong quý 2 năm

Nợ xấu gia tăng. Tỷ lệ nợ xấu tháng 7 của các ngân hàng trên địa bàn TP HCM tăng lên 4,39% từ mức 3,9% vào cuối quý 1. Số liệu nợ xấu của toàn hệ thống ngân hàng trong tháng chưa được công bố nhưng xu hướng dự kiến sẽ tương tự như các ngân hàng tại TPHCM. Tăng trưởng tín dụng chậm cùng với tình hình sản xuất kinh doanh khó khăn và giá bất động sản giảm là những yếu tố chính khiến nợ xấu gia tăng trong thời gian qua. Trong 7 tháng, tăng trưởng tín dụng cả nước ước tính tăng 7,57% so với 16,6% trong cùng kỳ năm 2010.

Thị trường tiền tệ và ngoại hối không thay đổi nhiều so với tháng trước

Lãi suất tiền đồng vẫn cao

Thị trường tiền tệ hầu như không đổi so với tháng trước. Lãi suất cho vay qua đêm giao dịch trong khoảng 12-13,5%/năm trong khi lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tuần vẫn ở mức 13-14%/năm. Trên thị trường sơ cấp, lãi suất huy động tiền đồng kỳ hạn dưới 3 tháng áp dụng cho khách hàng VIP là 18-19%/năm ở một số ngân hàng nhỏ và 17-18%/năm ở một số ngân hàng lớn.

Trên thị trường trái phiếu sơ cấp, suất sinh lợi trái phiếu tăng nhẹ 0,1-0,2% so với cuối tháng 6 do lạm phát tháng 7 tăng trở lại đồng thời NHNN chưa có động thái hỗ trợ đáng kể cho thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Vào ngày giao dịch 28/7, lãi suất trúng thầu trái phiếu Kho bạc nhà nước kỳ hạn 3 năm là 12,4%/năm, tăng 0,1% so với tháng trước và kỳ hạn 5 năm là 12,5%/năm so với mức 12,3%/năm vào ngày 30/6.

Thị trường ngoại hối ổn định nhưng rủi ro tỷ giá vẫn hiện hữu

Trong ngày cuối tháng 7, tỷ giá giao dịch ở mức 20.580 đồng/USD trên thị trường tự do và 20.586 đồng/USD trên thị trường liên ngân hàng, hầu như không đổi so với tháng trước. Thống đốc Nguyễn Văn Giàu cho biết NHNN đã mua vào 1,8 tỷ USD trong tháng 7, nâng tổng lượng USD mua vào từ cuối tháng 4 lên 4,8 tỷ USD, theo đó dự trữ ngoại hối tăng đáng kể. Mặc dù, thị trường ngoại hối ổn định trong vài tháng qua nhưng chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng. Theo chúng tôi, sự ổn định của thị trường ngoại hối trong hiện tại được dẫn dắt bởi những yếu tố sau:

- (1) Nguồn cung ngoại tệ dồi dào do nhiều tổ chức kinh tế có điều kiện tiếp cận tín dụng ngoại tệ đã vay đô la và chuyển qua tiền đồng gửi tiết kiệm để hưởng chênh lệch. Theo ước tính của Ngân hàng Nhà nước, tổng tăng trưởng tín dụng tháng 7 ước đạt 1,96% so với tháng 6, nâng mức tăng trưởng tín dụng ngoại tệ từ đầu năm đến nay lên trên 25%. Chúng tôi cho rằng xu hướng thích vay ngoại tệ vẫn tiếp diễn do lãi suất tiền đồng vẫn ở mức cao. Hiện tại, chênh lệch lãi suất cho vay giữa ngoại tệ và tiền đồng là 12-13%/năm. Thực trạng này giúp nguồn đô la dồi dào trong hiện tại nhưng gây áp lực trong tương lai khi các khoản vay này đến hạn.
- (2) NHNN tiếp tục thắt chặt tiền tệ. Sau khi giảm lãi suất thị trường mở từ 15%/năm xuống 14%/năm, NHNN đã khẳng định đây không phải là thông điệp của chính sách nới lỏng tiền tệ. Trong tháng 7, Ngân hàng Nhà nước đã thu về 9.323 tỷ đồng trong lưu thông thông qua kênh OMO và Thống đốc Ngân hàng Nhà nước khẳng định NHNN đã trung hòa lượng tiền đồng bơm ra bằng cách mua vào ngoại tệ. Trong 7 tháng đầu năm, NHNN thông báo đã mua 4,8 tỷ USD để củng cố dự trữ ngoại hối.

Chúng tôi kỳ vọng thị trường ngoại hối tiếp tục ổn định trong tháng 8 vì lãi suất huy động nội tệ có thể vẫn ở mức cao, các doanh nghiệp vẫn thích vay bằng USD hơn và nguồn cung ngoại tệ dồi dào. Vào cuối tháng 7, lãi suất huy động thỏa thuận bằng ngoại tệ áp dụng các doanh nghiệp tăng từ 2-2,5% lên 4-5% do ngân hàng tiếp tục huy động USD để đáp ứng nhu cầu vay ngoại tệ ngày càng tăng. Tuy nhiên, nhiều khoản vay bằng ngoại tệ đến hạn trong tháng 9 cùng với lo ngại thâm hụt thương mại có khả năng tăng vào cuối năm có thể tạo áp lực khiến tỷ giá tăng trở lại vào dịp cuối năm.

Một vài điểm sáng vĩ mô

Giá trị sản xuất công nghiệp vẫn tăng trưởng tốt. Mặc dù chính sách thắt chặt tài khóa và tiền tệ được áp dụng, giá trị sản xuất công nghiệp theo giá so sánh vẫn tăng 5,2% so với tháng trước, chủ yếu nhờ khu vực chế biến tăng trưởng 5,4%, đóng góp 93% vào mức tăng giá trị sản xuất công nghiệp trong tháng. Trong khi đó, công nghiệp khai thác tăng trưởng 3,4% và nhóm điện, gas, nước tăng 3,1% so với tháng 6. Trong 7 tháng đầu năm, giá trị công nghiệp thực vẫn tăng ở mức hai con số, tăng 11% so với cùng kỳ.

Xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng mạnh hơn nhập khẩu. Trong 7 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu tăng 32,1% so với cùng kỳ trong khi nhập khẩu tăng 26,2%. Chúng tôi lạc quan về tình hình xuất khẩu trong thời gian tới khi cả 2 nhóm hàng hóa cơ bản và hàng công nghiệp. Giá và khối lượng xuất khẩu của nhóm hàng hóa cơ bản tăng đã giúp kim ngạch xuất khẩu nhóm này trong 7 tháng đầu năm tăng 34,8% so với cùng kỳ. Giá trị xuất khẩu của nhóm hàng công nghiệp cũng tăng khá cao 27,2% so với cùng kỳ. Không kể vàng, kim ngạch xuất khẩu từ đầu năm đến nay tăng trưởng cao hơn nhập khẩu, tăng 29% so với cùng kỳ.

Triển vọng chính sách tài khóa tiền tệ

Về chính sách tiền tệ chặt chẽ. Ông Nguyễn Văn Bình đã được bổ nhiệm vào vị trí tân thống đốc NHNN thay thế Thống đốc Nguyễn Văn Giàu và sẽ chính thức nhận chuyển giao vào đầu tháng 8. Đa số quan điểm cho rằng, tân Thống đốc thuộc trường phái cấp tiến và vì vậy chúng tôi kỳ vọng việc điều hành chính sách tiền tệ sẽ có sự thay đổi theo hướng sử dụng những công cụ chính sách tiền tệ hơn là những biện pháp hành chính.

Về định hướng chính sách tiền tệ tại thời điểm này, chúng tôi dự báo tân Thống đốc sẽ tiếp tục chính sách thắt chặt tiền tệ trước những quan ngại về rủi ro kinh tế vĩ mô hiện tại. Trong cuộc họp báo vào cuối tháng 7, Phó Thống đốc NHNN Nguyễn Đồng Tiến khẳng định Chính phủ và NHNN vẫn kiên trì thực hiện các giải pháp tại Nghị quyết 11/NQ-CP, thực hiện chính sách thắt chặt, linh hoạt, kiểm soát tăng trưởng tín dụng dưới 20%, đặc biệt là tiếp tục kiểm soát tín dụng đối với một số lĩnh vực như tiêu dùng, bất động sản, chứng khoán ở mức thấp.

Trong thời gian tới, trước tình hình lạm phát tiếp tục gia tăng và áp lực về các khoản tín dụng bằng USD đến hạn tác động lên thị trường ngoại hối, chúng tôi khuyến nghị NHNN đưa ra thông điệp rõ ràng hơn về mục tiêu ổn định vĩ mô và đặc biệt là thị trường ngoại hối cho đến khi lạm phát được kiểm chế và niềm tin vào tiền đồng hồi phục với mức dự trữ ngoại hối an toàn hơn. Theo quan điểm của chúng tôi, NHNN có thể sẽ chọn bỏ trần lãi suất huy động bằng nội tệ theo kiến nghị của ông Lê Xuân Nghĩa, phó chủ tịch Ủy ban giám sát tài chính quốc gia.

Chính sách tài khóa cần thắt chặt hơn

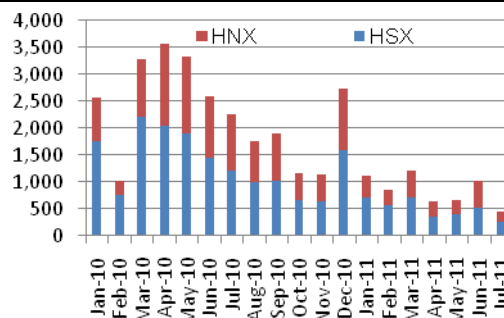
Chính phủ khẳng định vẫn tiếp tục chính sách tài khóa thắt chặt trong phiên họp thường kỳ vào cuối tháng 7 vừa qua. Tuy nhiên, thông tin về lượng cắt giảm đầu tư công không được công bố kể từ cuối tháng 5. Cắt giảm đầu tư công luôn gặp nhiều khó khăn trong ngắn hạn vì hầu hết các dự án có liên quan đến Chương trình mục tiêu quốc gia. Đa số quan điểm cho rằng chính sách tài khóa chưa đủ liều và chính phủ cần nỗ lực hơn nữa trong việc cắt giảm đầu tư công cũng như cải tổ doanh nghiệp nhà nước.

Nhận định thị trường

Thị trường chứng khoán Việt Nam vừa trải qua một tháng giao dịch âm ảm với HSX đóng cửa giảm 6,2% và HNX giảm 6,5%. Thanh khoản sụt giảm đến mức thấp nhất trong 12 tháng chỉ với 453 triệu USD được giao dịch, tương đương khoảng 20 triệu USD/ngày trên cả hai sàn, giảm 55% so với tháng 6. Nhà đầu tư nước ngoài chỉ mua ròng khoảng 6,5 triệu USD so với 39,6 triệu USD trên HSX trong tháng 6. Trong khi đó, trên HNX, khối ngoại chuyển sang mua ròng 1,08 triệu USD so với 2,14 triệu USD bán ròng trong tháng 6.

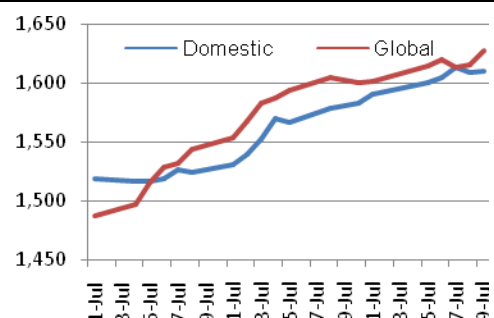
Bên cạnh nỗi lo lạm phát và kết quả lợi nhuận không khả quan của các công ty, chúng tôi tin rằng thị trường chứng khoán còn bị ảnh hưởng bởi các loại tài sản thay thế đang có lợi nhuận hấp dẫn, cụ thể như lãi suất huy động tiền đồng cao và giá vàng tăng. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư trong nước có thể đang tập trung hơn vào hình thức tiền gửi với tỷ suất rủi ro/lợi nhuận tốt hơn chứng khoán. Trần lãi suất huy động tiền đồng là 14%/năm, nhưng các ngân hàng vẫn tìm cách vượt trần bằng cách đưa ra mức lãi suất thương lượng khoảng 18-19% nhóm khách hàng VIPs trong vài tháng qua.

Hình 1: Giá trị giao dịch trên HNX and HSX



Nguồn: HNX & HSX, giá trị giao dịch tính bằng triệu USD

Hình 2: Giá vàng trong nước và thế giới



Nguồn: Bloomberg, USD/Troy ounce

Vàng cũng là lựa chọn đầu tư hấp dẫn cho các nhà đầu tư với lợi nhuận đáng kể do quá trình thương lượng nâng giới hạn nợ của Hoa Kỳ kéo dài. Trong tháng, **giá vàng thế giới đã tăng 9,4% và giá vàng trong nước tăng 6% lên mức cao kỷ lục** trước khi dịu đi do các nhà lập pháp Mỹ đạt đến thỏa thuận vào phút chót. Việc đóng cửa các sản phẩm vàng trong nước có thể phần nào giúp giảm tốc độ tăng giá vàng trong nước so với thế giới. Do đó, các công ty kinh doanh vàng trong nước có thể mua vàng từ công chúng và hưởng chênh lệch bằng cách xuất khẩu vàng trang sức được chế biến lại với độ tinh khiết dưới 99% để tránh thuế xuất khẩu bắt buộc theo quy định tại Thông tư 184. Theo thông tư này, vàng trang sức có độ tinh khiết trên 99% và vàng miếng có độ tinh khiết dưới 99,99% bị áp thuế xuất khẩu 10%. Giá vàng thế giới và trong nước vẫn tiếp tục lập những kỷ lục mới ngay cả khi việc nâng giới hạn nợ của Hoa Kỳ được thông qua vào ngày 2/8. Giá vàng thế giới giao dịch quanh mức 1.666 USD/Troy ounce vào ngày 4/8, tăng hơn 2% so với cuối tháng 7.

Kết quả lợi nhuận trái chiều trong 6 tháng đầu năm. Danh sách công ty yêu thích của chúng tôi ghi nhận kết quả tăng trưởng lợi nhuận tích cực so với cùng kỳ năm trước là: DIG (+18%), DPM (+60%), FPT (+5%), MSN (+70%), PVD (+20%), VNM (+20%) trong khi tình hình của nhiều công ty bất động sản không khả quan do lãi suất cao. Các công ty bất động sản tên tuổi lớn như HDG, HAG, ITA, ITC, KDH, PDR, NTL, SJS và TDH đều công bố kết quả lợi nhuận giảm đáng kể so với cùng kỳ năm 2010 do lãi suất cao làm tăng chi phí lãi vay và giảm khả năng tài chính của người mua. Kết quả hoạt động

của các ngân hàng khá tốt với mức tăng trưởng tích cực và các công ty cao su tăng trưởng lợi nhuận ròng 66% - 182% so với cùng kỳ năm trước do giá bán cao su tăng vọt.

Hình 3: Kết quả lợi nhuận của các công ty bất động sản trong 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ 2010

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (USD)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng so với cùng kỳ
DIC Corp	DIG	73,3	18%
Tập đoàn Hà Đô	HDG	32,3	-94%
Hoàng Anh Gia Lai	HAG	764,0	-60%
Phát triển Đô thị Từ Liêm	NTL	49,8	-80%
Tập đoàn Tân Tạo	ITA	148,1	-65%
Intresco	ITC	39,1	-129%
Khang Điền	KDH	74,3	-83%
Bất động sản Phát Đạt	PDR	153,3	-95%
Đô thị Sông Đà (Sudico)	SJS	124,8	-90%
Nhà Thủ Đức	TDH	28,6	-56%

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Các ngân hàng tăng trưởng khá tốt với lợi nhuận tích cực nhờ lãi suất cho vay cao và các công ty khát vốn để tài trợ hoạt động. Tuy nhiên, thực tế giá cổ phiếu ngân hàng vẫn hầu như không đổi, trừ VCB và STB vượt trội hơn một phần do khả năng sẽ tiến hành M&A. Cổ phiếu STB tăng 16% trong tháng do những tin đồn về nhân sự tiếp quản trong khi VCB tăng 14% trước thông tin chưa chắc chắn cho rằng Ngân hàng Mizuho sẽ mua lại 15-20% cổ phần của VCB với mức giá cao hơn giá đóng cửa 28.100 đồng hồi cuối tháng.

Hình 4: Kết quả hoạt động của một số ngân hàng trong 6 tháng đầu năm

Ngân hàng	YoY NI	Tăng trưởng huy động	Tăng trưởng tín dụng	Non-mfg loans
Vietcombank	6.3%	-14.1%	8.2%	12.0%
Vietinbank	65.0%	-0.9%	11.7%	10.1%
ACB	14.0%	22.6%	17.3%	18-19%
Sacombank	10.4%	1.0%	3.0%	21.4%
Eximbank	78.2%	-6.9%	10.5%	12-13%

Nguồn: VCSC, BCTC các ngân hàng

Các công ty cao su ghi nhận kết quả nổi bật. Năm công ty cao su niêm yết: TRC, PHR, HRC, TNC, DPR đều tăng trưởng lợi nhuận ròng 66% - 182% so với cùng kỳ nhờ giá bán cao su tăng vọt do mất cân bằng cung-cầu. **Với mức giá 5.000 USD/tấn, giá bán cao su bình quân hiện đang cao hơn 166% so với năm 2010.**

Quan điểm của chúng tôi:

Theo nhận định của chúng tôi, việc phân bổ lại tài sản sẽ là nguyên nhân chính tác động đến thị trường. Với tình hình thanh khoản thấp trong thời gian gần đây, thị trường sẽ khó phục hồi nếu không thu về được dòng tiền từ tiền gửi tiết kiệm hoặc vàng. Trong khi đó, nhà đầu tư nước ngoài đặc biệt nhạy cảm với tình hình thanh khoản khi quyết định tham gia hoặc thoát khỏi thị trường nên những nhà đầu tư cá nhân trong nước hoạt động mạnh sẽ là động lực đem lại hy vọng đảo chiều cho thị trường.

Chúng tôi cho rằng khả năng này có thể gặp nhiều khó khăn nếu "lãi suất phi rủi ro" vẫn hấp dẫn hơn so với việc chấp nhận rủi ro chứng khoán trong bối cảnh kết quả lợi nhuận của các công ty không mấy khả quan. Vì vậy, nếu lãi suất tiền gửi chưa giảm, những nhà đầu tư ngại rủi ro có thể vẫn quay lưng với chứng khoán. Tuy nhiên, điều đáng mừng là nguy cơ vỡ nợ của Mỹ hiện đã được giải quyết. Hơn nữa, sự ảm đạm của thị trường bất động sản trong ngắn và trung hạn cũng không thu hút nhà đầu tư.

Chúng tôi nhận thấy lạm phát của khu vực nhà ở & vật liệu xây dựng (bao gồm điện) và vận tải (tổng cộng chiếm khoảng 19% giỏ hàng hóa tính CPI) tăng tương ứng 0,36% và 0,26% so với tháng trước, như vậy giá điện và giá xăng tăng trong 6 tháng đầu năm đã được phản ánh hết vào chỉ số CPI các tháng vừa qua. Vì vậy, tâm điểm lạm phát những tháng tới sẽ tập trung vào nhóm hàng thực phẩm và các dịch vụ ăn uống (chiếm khoảng 40% giỏ CPI). Như chúng tôi đã đề cập ở trên, CPI tăng vọt trong những nhóm hàng này có một phần là do tác động bất thường từ phía cung. Mặc dù không thể loại trừ những ảnh hưởng do thiên tai tàn phá mùa màng nhưng ít nhất, chi phí đầu vào chủ yếu của nông dân là giá phân bón phải ổn định. Trong khi đó, nhà sản xuất phân bón lớn nhất nước DPM vừa tăng giá bán bình quân lên hơn 50% so với năm 2010 với dự báo giá khí thiên nhiên (chiếm 70% chi phí sản xuất phân bón) sẽ tăng. Do DPM gần đây đã ký thỏa thuận với PVGas và hợp đồng mua khí hàng năm của công ty hiện được cố định ở mức giá cao hơn 35% so với năm ngoái, chúng tôi dự báo giá bán phân bón có thể sẽ chưa tăng thêm. Tuy nhiên, giá thịt heo và giá gạo tăng cao vào cuối tháng 7 sẽ phần nào được phản ánh trong CPI tháng 8. **Với tất cả những thay đổi trên, chúng tôi nâng dự báo lạm phát cuối năm lên 19-20% từ mức 17-18% ước tính trong tháng 4.**

Các ngân hàng phải nỗ lực cân bằng hoạt động trong 6 tháng cuối năm. Chúng tôi dự báo các ngân hàng sẽ điều chỉnh giảm lãi suất huy động khi lãi suất cho vay giảm, nhưng mức giảm sẽ không đáng kể do lạm phát cao và những rủi ro trên thị trường ngoại hối trong những tháng còn lại của năm. Ngoài ra, các ngân hàng có thể sẽ giảm lãi suất cho vay để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, các ngân hàng phải tính toán kỹ tỷ lệ lãi biên để bù lại phần dự phòng rủi ro tín dụng dự kiến tăng do nợ xấu tăng. Ngoài ra, những vấn đề đáng chú ý khác là giảm tỷ lệ cho vay phi sản xuất xuống 16% và nâng hệ số CAR lên 9% vào cuối năm. Những thách thức này có thể sẽ tạo áp lực lên ngành ngân hàng trong 6 tháng cuối năm.

Đối với thị trường bất động sản, chúng tôi dự báo có thể sẽ mất ít nhất 6 tháng mới có tín hiệu khởi sắc. Nhiều khả năng các công ty bất động sản sẽ chuyển sang bán đất lô hoặc biệt thự thay vì xây dựng các chung cư căn hộ, như vậy vòng quay vốn sẽ nhanh hơn và giảm các vấn đề về dòng tiền. Tình hình thị trường hiện nay cũng tạo điều kiện cho các hoạt động M&A đặc biệt là những công ty muốn tìm kiếm luồng vốn mới để bù đắp doanh thu tăng chậm. Một số công ty bất động sản trong nước đang tiến hành thương lượng với các đối tác nước ngoài về vấn đề này.

Khả năng tài chính của khách hàng vẫn là yếu tố quyết định doanh thu của các công ty bất động sản. Chúng tôi cho rằng tình hình sẽ chưa được cải thiện cho đến khi lãi suất cho vay giảm mạnh từ mức hiện tại khoảng 25 - 27% (tùy ngân hàng) hoặc cho đến khi kỳ hạn thế chấp 5 năm trong phân khúc bình dân được kéo dài thêm, nhưng cả hai kịch bản này đều khó xảy ra trong ngắn hạn. Nghị quyết 11 vẫn tiếp tục tác động bất lợi đến ngành vì các ngân hàng tiếp tục giảm cho vay phi sản xuất (bao gồm cho vay bất động sản) xuống 16% vào cuối năm nay. Không có sự hỗ trợ của ngân hàng, các công ty bất động sản phải kiêm cả vai trò nhà tài trợ cho khách hàng. Mặc dù điều này có thể thúc đẩy doanh thu nhưng cũng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các công ty và đó là chưa kể đến khả năng phải chịu nhiều rủi ro hơn khi cung cấp các chương trình "không tính lãi" cho khách hàng mua nhà. Trong bối cảnh đó, chúng tôi tin rằng các công ty bất động sản có dòng tiền lành mạnh với quỹ đất sạch lớn như DIG sẽ có nhiều khả năng vượt qua tình hình khó khăn của thị trường hiện nay.

Chúng tôi sẽ tiếp tục quan sát giá cao su để biết chắc liệu sự mất cân bằng cung-cầu trên thị trường cao su có kéo dài. Chúng tôi hiện đang khuyến nghị THÊM VÀO cho cổ phiếu DPR và TRC, tuy nhiên thanh khoản của các cổ phiếu này vẫn thấp.

Chúng tôi khuyến nghị mua những công ty có doanh thu bằng USD để tự bảo hiểm chống lại rủi ro tiền tệ. PetroVietnam Drilling (PVD) là một trong số đó. Tất cả các hợp đồng giàn khoan của PVD đều đã được ký bằng USD, ngoài ra công ty còn tài trợ phần lớn nhu cầu CAPEX bằng các khoản vay USD LIBOR và SIBOR lãi suất thấp.

*Với tình hình 6 tháng đầu năm như vừa qua, thị trường sẽ còn nhiều khó khăn đang chờ đợi trong 6 tháng cuối năm. Chúng tôi dự báo lãi suất cho vay sẽ không giảm mạnh và như vậy sẽ tiếp tục tạo áp lực lên lợi nhuận của các công ty. Ngành hàng tiêu dùng và F&B có thể sẽ ghi nhận biên lợi nhuận cao hơn nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào giảm nhưng giá bán không đổi do các công ty không muốn giảm giá một khi người tiêu dùng đã quen với mức giá cao. Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy thị trường vẫn có nhiều tiềm năng trong tương lai nhưng với bối cảnh kinh tế hiện tại, đây cơ hội **cho các nhà đầu tư trung - dài hạn có khả năng chấp nhận mức rủi ro cao hơn trung bình.***

Những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất

HSX

Mã cổ phiếu	Ngành	Vốn hóa (USD)	Tỷ lệ tác động vào VNIndex	Giá ngày 29/7 (đồng)	Tỷ lệ tăng giá
FPT	Viễn thông	520.612.582	2,44%	57.500	20%
STB	Tài chính	633.204.275	2,97%	13.900	16%
VCB	Tài chính	2.669.785.766	1,04%	28.100	14%
VPL	Dịch vụ tiêu dùng	683.830.459	3,20%	65.500	11%
SBT	Hàng tiêu dùng	78.677.581	0,38%	11.300	8%
VNM	Hàng tiêu dùng	2.053.061.453	9,62%	115.000	6%
DHG	Chăm sóc sức khỏe	188.361.671	0,37%	60.000	5%
VSH	Tiện ích công cộng	87.439.738	0,42%	8.900	5%
VCF	Hàng tiêu dùng	90.383.289	0,42%	70.000	4%
EIB	Tài chính	764.367.258	3,58%	14.900	2%

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >50 triệu USD

HNX

Mã cổ phiếu	Ngành	Vốn hóa (USD)	Tỷ lệ tác động vào HNXIndex	Giá ngày 29/7/2011 (đồng)	Tỷ lệ tăng giá
HGM	Công nghiệp	27.690.066	0,62%	95.000	11%
PGS	Dầu khí	31.935.876	0,72%	17.800	7%
PVC	Dầu khí	26.694.195	0,60%	16.400	4%
PVI	Tài chính	118.278.795	2,68%	15.300	1%
ACB	Tài chính	947.490.406	21,14%	21.000	0%
SQC	Nguyên vật liệu cơ bản	417.779.937	9,36%	86.000	0%
BVS	Tài chính	49.818.120	1,12%	14.600	-1%
CTS	Tài chính	25.710.751	0,58%	7.100	-1%
NVB	Tài chính	121.373.767	1,65%	8.400	-3%
KLS	Tài chính	99.356.327	2,23%	10.400	-5%

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >25 triệu USD

Những cổ phiếu giảm giá mạnh nhất

HSX

Mã cổ phiếu	Ngành	Vốn hóa (USD)	Tỷ lệ tác động vào VNIndex	Giá ngày 29/7/2011 (đồng)	Tỷ lệ giảm giá
CII	Công nghiệp	60.911.003	0,29%	17.300	-29%
PVF	Tài chính	405.149.381	1,90%	14.500	-24%
KBC	Tài chính	175.953.704	0,84%	13.100	-22%
PPC	Tiện ích công cộng	97.331.018	0,46%	6.500	-20%
KDC	Hàng tiêu dùng	180.158.902	0,85%	30.600	-19%
AGR	Tài chính	82.079.184	0,39%	7.700	-18%
NTL	Tài chính	52.667.476	0,25%	18.500	-18%
VIC	Tài chính	2.147.191.644	10,06%	115.000	-16%
BVH	Tài chính	2.082.569.832	9,75%	66.000	-16%
TRC	Nguyên vật liệu cơ bản	56.798.640	0,27%	38.000	-16%

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >50 triệu USD

HNX

Mã cổ phiếu	Ngành	Vốn hóa (USD)	Tỷ lệ tác động vào HNXIndex	Giá ngày 29/7/2011 (đồng)	Tỷ lệ giảm giá
VCS	Công nghiệp	33.202.099	0,74%	23.500	-33%
BTS	Công nghiệp	25.429.667	0,57%	5.000	-24%
VNR	Tài chính	74.941.122	1,12%	15.300	-19%
PLC	Dầu khí	39.231.445	0,70%	18.000	-14%
NTP	Công nghiệp	61.685.839	1,38%	29.300	-14%
DBC	Hàng tiêu dùng	28.389.060	0,64%	13.500	-12%
PVS	Dầu khí	244.491.426	5,48%	16.900	-11%
VND	Tài chính	46.125.237	1,03%	9.800	-9%
VCG	Công nghiệp	174.884.625	3,92%	12.400	-9%
SCR	Tài chính	47.607.481	1,07%	10.000	-7%

Nguồn: Bloomberg, vốn hóa >25 triệu USD

Tăng/giảm giá theo ngành
HSX

Nguyên vật liệu cơ bản	-0,25%
Hàng tiêu dùng	-0,20%
Dịch vụ tiêu dùng	0,32%
Tài chính	-4,35%
Chăm sóc sức khỏe	0,07%
Công nghiệp	-0,64%
Dầu khí	-0,02%
Công nghệ	-0,02%
Viễn thông	+0,48%
Tiện ích công cộng	-0,10%

Nguồn: Bloomberg

HNX

Nguyên vật liệu cơ bản	-0,16%
Hàng tiêu dùng	-0,27%
Dịch vụ tiêu dùng	-0,01%
Tài chính	-1,48%
Chăm sóc sức khỏe	+0,01%
Công nghiệp	-2,23%
Dầu khí	-0,66%
Công nghệ	-0,04%
Viễn thông	-0,01%
Tiện ích công cộng	-0,02%

Nguồn: Bloomberg

Các sự kiện chính

- Ngày 28/7, FPT Corporation (FPT) được Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HoSE) chấp thuận niêm yết 397.950 cổ phiếu mới trị giá 3,98 tỷ đồng trên thị trường.
- CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) công bố lợi nhuận ròng tăng 76,6% lên 98,2 tỷ đồng trong Q2/2011 do giá bán tăng.
- Masan Group Corporation (MSN) công bố lợi nhuận ròng 579.12 tỷ đồng trong Q2/2011, nâng lợi nhuận ròng trong 6 tháng đầu năm lên 1,1 nghìn tỷ đồng, tăng 70% so với cùng kỳ.
- CTCP Sữa Việt Nam. (VNM) thông báo chốt danh sách cổ đông vào ngày 19 tháng 9 để trả cổ tức năm 2011 tạm thời là 2.000/cp.
- CTCP Vinpearl (VPL) công bố công ty mẹ đạt lợi nhuận ròng 142,7 tỷ đồng trong Q2/2011, tăng 260% so với cùng kỳ 2010.

**Các báo cáo đã công bố trong tháng của Bộ phận
Nghiên cứu Công ty chứng khoán Bản Việt**

Trong tháng 7, Bộ phận Nghiên cứu của chúng tôi đã công bố các báo cáo nghiên cứu các cổ phiếu sau đây:

Ngày	Tên	Mã ck	khuyến nghị	Giá mục tiêu
31/7	Masan Group	MSN	NẮM GIỮ	97.500
21/7	Eximbank	EIB	Cập nhật	N/A
18/7	DIC Corp	DIG	MUA	31.600
07/7	Cập nhật tháng 6	N/A	N/A	N/A

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Marc Djandji và Đoàn Thị Thu Hoài xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng 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%
NĂM 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 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 tích 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 hiện tại 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
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM +84
8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu

Giám đốc Nghiên Cứu

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

Phòng Nghiên Cứu

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

Trưởng phòng, Vũ Thanh Tú, ext 105
CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139
CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140
CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120
CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142
Chuyên viên, Trần Tuấn Anh, ext 145
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Lê Trần Anh Vinh, ext 130
Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Đoàn Chí Thiên, ext 459

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

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

Tổ chức trong nước

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

Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT
+84 8 3914 3588, ext 134
raphael.wilhelm@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ
+84 8 3914 3588, ext 122
hue.tran@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.