

Ngày 05 tháng 12 năm 2011



CTCP Chứng khoán

**Rồng Việt – Rong Viet
Securities**

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

www.vdsc.com.vn

info@vdsc.com.vn

Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phanhich@vdsc.com.vn

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

12-2011

TỔNG QUAN

Lạm phát theo năm đã về dưới mức 20% trong tháng 11 và nếu chỉ tiêu 18% cho cả năm được giữ thành công sẽ là tiền đề để giảm lãi suất trong thời gian tới. Tuy nhiên, diễn biến lãi suất trên thị trường liên ngân hàng thời gian gần đây cùng với yếu tố thời vụ khi nhu cầu sử dụng tiền thường tăng cao vào giai đoạn cuối năm, chúng tôi cho rằng lãi suất chỉ có thể giảm nhẹ và đối tượng được tiếp cận với nguồn vốn vay này vẫn bị hạn chế trong ngắn hạn. Thay vào đó, mức lãi suất 17% - 19% sẽ phổ biến hơn từ cuối quý I/2012.

Trong dài hạn, lộ trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng đã được Thống đốc NHNN nêu lên trong kỳ họp trả lời chất vấn Quốc hội. Theo đó, đến hết quý I/2012 sẽ giải quyết tốt vấn đề thanh khoản ở các ngân hàng yếu kém và thực hiện tái cấu trúc các ngân hàng thuộc nhóm yếu kém từ quý II/2012 đến hết năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng, cùng với việc thực thi tái cấu trúc ngành ngân hàng, lãi suất sẽ hạ nhiệt đi cùng với cải thiện thanh khoản, cơ hội phục hồi bền vững hơn cho TTCK sẽ bắt đầu diễn ra từ giai đoạn này.

Về mặt tâm lý, gánh nặng giảm tỷ trọng cho vay phi sản xuất phần nào đã được gạt bỏ sau khi có quy định mới của NHNN cho phép loại trừ 4 nhóm bất động sản khi tính dư nợ phi sản xuất. Tuy nhiên, tâm lý NĐT sẽ chưa vì thế mà có thể lạc quan hoàn toàn cho đến khi các vấn đề dài hạn của nền kinh tế như tái cấu trúc hệ thống ngân hàng và công ty chứng khoán được giải quyết. Do đó, các tin tức liên quan đến nợ xấu và vấn đề thanh khoản nếu được truyền thông trong những thời điểm “nhạy cảm” của thị trường có thể sẽ làm tiêu cực hơn trạng thái của thị trường.

Với sự hạ nhiệt của lạm phát, tín hiệu giảm lãi suất đã có cơ sở đáng tin cậy để kỳ vọng và khả năng sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi và ổn định điểm số thị trường trong tháng 12. Ở một khía cạnh khác, chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2012 được đề ra ở mức 15%-17% hàm ý chính sách tiền tệ chặt chẽ sẽ tiếp tục được duy trì. Lãi suất hạ nhưng không đi kèm với việc tăng thanh khoản sẽ không tạo nên yếu tố hỗ trợ bền vững, dòng tiền vào TTCK khó có thể cải thiện đột biến trong ngắn và trung hạn. Ngoài ra, kinh tế thế giới vẫn chứa đựng nhiều bất ổn và NĐT nước ngoài có xu hướng bán ròng mạnh ở các mã cổ phiếu có tỷ trọng lớn trong rổ tính chỉ số thị trường sẽ khiến các chỉ số diễn biến xấu hơn sau khi giai đoạn tăng ngắn hạn kết thúc.

Do vậy, tháng 12, chúng tôi kỳ vọng VNIndex sẽ biến động trong khoảng 375 - 440 điểm và HNIIndex sẽ biến động trong khoảng 60 - 72 điểm. Theo đó, NĐT ngắn hạn có thể cân nhắc giải ngân khi các chỉ số ở cận dưới của biên độ dao động và cổ phiếu ưa thích đã về đến vùng giá mục tiêu, đồng thời xem xét chốt lời khi các chỉ số tiến sát cận trên của biên độ dao động. Tỷ lệ Cổ phiếu:Tiền mặt thích hợp đối với các nhà đầu tư ngắn và trung hạn là 60:40. Đối với các nhà đầu tư giá trị, chúng tôi khuyến nghị gia tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu khi chỉ số VNIndex xuống dưới 390 điểm và đặc biệt ở những phiên thị trường lao dốc.

*Quý nhà đầu tư có thể tham khảo các cổ phiếu được chúng tôi đánh giá có triển vọng đầu tư tốt trong năm 2011 trong báo cáo cập nhật **“Cổ phiếu triển vọng 2011”** được phát hành vào tháng 11/2011.*

KINH TẾ THẾ GIỚI

Kinh tế Mỹ

Các số liệu kinh tế của Mỹ thể hiện những tín hiệu trái chiều. Tăng trưởng GDP quý III/2011 chỉ đạt 2% so với mức 2,5% công bố lần đầu. Trong khi đó, tỷ lệ thất nghiệp bất ngờ giảm xuống còn 8,6% so với mức trên 9% duy trì trong thời gian khá dài. Tuy vậy, sự cải thiện tỷ lệ thất nghiệp chủ yếu do số người tham gia lực lượng lao động giảm hơn là nhờ số việc làm tăng lên. Ở chiều ngược lại, các số liệu thống kê liên quan đến doanh số bán nhà, hàng tồn kho, số lượng đơn đặt hàng... đều có chuyển biến tích cực. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng đồng thời được cải thiện hứa hẹn về khả năng sẽ tiêu dùng nhiều hơn trong tương lai.

Nợ công của Mỹ đã tăng thêm 55,8 tỷ USD lên mức 15.033 tỷ USD, xấp xỉ 99% tổng GDP ước tính năm 2011 của nước này. Trong khi đó, Siêu ủy ban lưỡng Đảng không đạt được thỏa thuận đối với việc cắt giảm mức thâm hụt ngân sách 1.200 tỷ USD trong 10 năm đã đề cập trước đây. Sự thất bại này một lần nữa đưa Mỹ đến nguy cơ bị hạ bậc xếp hạng tín nhiệm bởi hai tổ chức Fitch và Moody's. Ngoài ra, việc không đạt được thỏa thuận này còn hàm ý rằng Chính phủ sẽ phải đưa ra các kịch bản cắt giảm chi tiêu khác và như vậy, sẽ khó có thể cung cấp các gói kích thích kinh tế mới cho nền kinh tế vốn đang bấp bênh giữa bờ vực suy thoái và tăng trưởng chậm. Tuy nhiên, GDP quý III mặc dù bị điều chỉnh giảm song vẫn khá cao so với 2 quý đầu năm, cho thấy kinh tế nước này chỉ hồi phục chậm lại hơn là rơi vào suy thoái. Thêm vào đó, các chỉ báo tương lai tích cực hứa hẹn mức tăng trưởng GDP quý IV sẽ tiếp tục được cải thiện, nền kinh tế Mỹ khả năng sẽ không cần thêm các gói kích thích lớn, ngoại trừ diễn biến khu vực châu Âu xấu hơn.

Kinh tế Trung Quốc

Dưới tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ, chỉ số giá tiêu dùng của Trung Quốc hạ nhiệt tháng thứ ba liên tiếp. Lạm phát tháng 11 chỉ còn tăng 5,5%, giảm đáng kể so với mức 6,2% của tháng 10. Chỉ số giá nhà sản xuất theo đó chỉ tăng 3,3% so với mức 5% của tháng 10. Ngoài ra, đối với tăng trưởng kinh tế, không chỉ gây nên sụt giảm ở các lĩnh vực sản xuất công nghiệp (chỉ số PMI đã xuống dưới 50 điểm), chính sách thắt chặt tiền còn gây ảnh hưởng khá nghiêm trọng đến lĩnh vực bất động sản. Doanh số bán nhà ở hầu hết các thành phố lớn sụt giảm mạnh (6/35 thành phố có doanh số bán nhà giảm hơn 50%). Bất động sản là lĩnh vực có đóng góp gần 20% trong tăng trưởng GDP của Trung Quốc, do vậy, sự suy giảm ở thị trường này có thể sẽ kìm hãm nhiều hơn tăng trưởng kinh tế nước này.

Đầu tháng 12, Trung Quốc hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc lần đầu tiên sau ba năm, xuống 21% từ mức 21,5%. Giống như nhiều nước châu Á khác, chính sách tiền tệ của Trung Quốc đang bắt đầu được nới lỏng hơn trước sự hạ nhiệt của lạm phát, nhằm hỗ trợ nền kinh tế đang gặp nhiều khó khăn trong tăng trưởng.

Kinh tế châu Âu

Nguy cơ kinh tế châu Âu rơi vào suy thoái ngày càng lộ rõ khi các số liệu thống kê đồng loạt cho thấy diễn biến tiêu cực của các chỉ báo kinh tế, đặc biệt ở hai nền kinh tế đầu tàu

là Đức và Pháp. Tỷ lệ thất nghiệp của khu vực tăng lên mức kỷ lục (10,3%) trong bối cảnh lạm phát ở mức 3%. Sản lượng công nghiệp, số lượng đơn đặt hàng giảm mạnh và chỉ số PMI ngày càng rời xa hơn mốc 50 điểm. Trước bối cảnh lạm phát trì trệ, NHTW châu Âu sẽ gặp nhiều khó khăn hơn trong việc đưa ra giải pháp hỗ trợ nền kinh tế.

Trong khi đó, vấn đề nợ công của khu vực đang bộc lộ dấu hiệu lây lan sang các nền kinh tế khỏe mạnh như Pháp và Anh (mặc dù Anh không thuộc khối đồng tiền chung châu Âu), đồng thời ảnh hưởng tiêu cực đến Đức. Sự thất bại trong đợt phát hành trái phiếu Chính phủ thời hạn 10 năm của Đức là biểu hiện rõ ràng về sự nghi ngại của giới đầu tư. Khủng hoảng nợ công khó có khả năng nhanh chóng được giải quyết trong bối cảnh hầu hết các quốc gia khác trên thế giới có tiềm lực hỗ trợ châu Âu đều đang chật vật khôi phục nền kinh tế vừa thoát khỏi cuộc đại suy thoái. Song kỳ vọng “Liên minh tài khóa” sau khi được thành lập sẽ có thể chấm dứt sự lây lan và tác hại lớn hơn cho kinh tế khu vực và toàn cầu gây ra bởi cuộc khủng hoảng nợ công.

Kinh tế Nhật Bản

Sau ba quý liên tiếp sụt giảm, kinh tế Nhật Bản bất ngờ cho kết quả hồi phục bằng con số tăng trưởng 1,5% trong quý III/2011 và tăng 6% so với cùng kỳ năm. Tuy nhiên, mặc dù kinh tế quý III tăng trưởng tốt song với triển vọng kinh tế toàn cầu ảm đạm khiến đồng JPY tăng giá kỷ lục đang là mối đe dọa lớn đối với nền kinh tế phụ thuộc xuất khẩu của Nhật. Lần đầu tiên sau ba tháng hồi phục từ thảm họa thiên tai, xuất khẩu của Nhật giảm 3,7%, vượt xa mức dự báo giảm 0,3% của các chuyên gia. Chỉ số giá tiêu dùng theo đó giảm 0,2% do chi phí năng lượng và hàng hóa nhập khẩu giảm trong khi tỷ lệ thất nghiệp tăng lên mức 4,5%.

Thị trường chứng khoán thế giới

Trái với tháng 10, tác động mạnh từ các tin tức tiêu cực liên quan đến các nền kinh tế lớn và diễn biến khủng hoảng nợ công châu Âu khiến hầu hết TTCK thế giới giảm điểm trong tháng 11/2011. Các thị trường chỉ có một đợt phục hồi mạnh trong tuần cuối tháng nhờ các số liệu tích cực về kinh tế Mỹ và chủ trương thành lập “liên minh tài khóa” nhằm ngăn chặn sự lây lan của cuộc khủng hoảng nợ công.

Kết thúc tháng, chỉ số công nghiệp Dow Jones giảm 3,34% còn 11.555,6 điểm, S&P 500 giảm 4,64% còn 1.253,3 điểm, Nasdaq giảm 6,29% còn 2.515,51 điểm. Tại thị trường châu Âu, FTSE100 của Anh giảm 3,74%, CAC 40 của Pháp giảm 6,66% và DAX của Đức giảm 5,56%. Diễn biến tương tự thị trường Mỹ và châu Âu, hầu hết thị trường chứng khoán châu Á mất điểm trong tháng 11. Theo đó, thị trường Việt Nam giảm mạnh nhất, tiếp đến là chỉ số HangSheng của Hong Kong (-8,1%), tiếp đến là TSEC của Đài Loan (-7,89%) và ShangHai Composit của Trung Quốc (-6,68%) và Nikkei 225 của Nhật Bản giảm 5,68%.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 12-2011

Chứng khoán	31/12/10	31/10/11	30/11/11		
			Index	± sv 31/12/10	± sv 31/10/11
Chứng khoán Mỹ					
Dow Jones	11.577,51	11.955,00	11.555,60	-0,19%	-3,34%
S&P 500	1.257,64	1.253,30	1.195,19	-4,97%	-4,64%
Nasdaq	2.652,87	2.684,41	2.515,51	-5,18%	-6,29%
Chứng khoán Châu Âu					
FTSE 100	5.899,94	5.544,22	5.337,00	-9,54%	-3,74%
CAC 40	3.804,78	3.242,84	3.026,76	-20,45%	-6,66%
DAX	6.914,19	6.141,34	5.799,91	-16,12%	-5,56%
Chứng khoán Châu Á					
Nikkei 225	10.228,92	8.988,39	8.477,82	-17,12%	-5,68%
SSE (Shanghai)	2.940,22	2.585,10	2.412,39	-17,95%	-6,68%
Hang Seng (Hongkong)	23.035,45	19.864,88	18.256,20	-20,75%	-8,10%
TSEC (Taiwan)	8.188,11	7.587,69	6.988,65	-14,65%	-7,89%
Kospi (Korean)	1.904,63	1.909,03	1.856,52	-2,53%	-2,75%
Strait Times	3.190,04	2.855,77	2.688,10	-15,73%	-5,87%
JKSE (Indonesia)	3.703,51	3.790,85	3.781,10	2,09%	-0,26%
KLSE (Malaysia)	1.518,91	1.491,89	1.485,26	-2,22%	-0,44%
VNIndex (Vietnam)	484,66	420,81	380,69	-21,45%	-9,53%
HNX-Index (Vietnam)	114,24	70,21	60,47	-47,07%	-13,87%
Giá vàng bình quân	1.378,80	1.711,70	1.751,30	27,02%	2,31%
Giá dầu	93,05	91,66	100,96	8,50%	10,15%

Nguồn: Tổng hợp từ Bloomberg, Yahoo finance

KINH TẾ VIỆT NAM

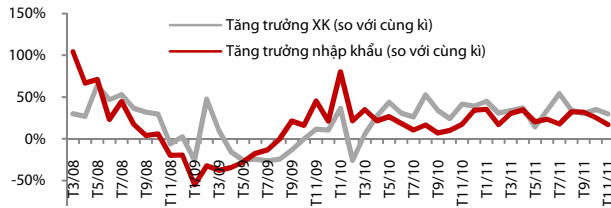
Các thông tin kinh tế vĩ mô trong tháng

- ✓ **Thâm hụt thương mại** tháng 11 ước tính đạt 700 triệu USD, bằng 8,1% kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Thâm hụt thương mại từ đầu năm đến tháng 11/2011 ước tính 8,9 tỷ USD, bằng 10,2% kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Nếu loại trừ yếu tố vàng thì nhập siêu hàng hóa mười tháng năm nay ước tính 9,2 tỷ USD, bằng 10,8% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu.
- ✓ **Thu hút đầu tư trực tiếp của nước ngoài** từ đầu năm đến 20/11/2011 đạt 12,7 tỷ USD, bằng 83,8% cùng kỳ năm 2010. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện mười một tháng năm 2011 ước tính đạt 10,1 tỷ USD, tăng 1% so với cùng kỳ năm 2010.
- ✓ **Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng** mười một tháng năm 2011 ước tính đạt 1.814 nghìn tỷ đồng, tăng 23,5% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng 4,1%. Như vậy, sau 3 tháng duy trì dưới 4%, tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đã có sự cải thiện nhẹ trong tháng 11/2011.
- ✓ **Chỉ số giá tiêu dùng** tháng 11/2011 tăng 0,39% so với tháng trước, tăng 17,5% so với tháng 12/2010 và tăng 19,83% so với cùng kỳ năm trước. Đóng góp nhiều nhất vào mức tăng tháng này của CPI chủ yếu là sự tăng giá của các mặt hàng lương thực, tăng 3,25% so với tháng 10. Ở chiều ngược lại, hưởng lợi từ việc giá dầu được điều chỉnh giảm trong tháng 10, mức tăng ở các nhóm giao thông, nhà ở và vật liệu xây dựng tiếp tục được kiểm chế.
- ✓ **Lãi suất.** Theo công bố của NHNN, tính đến ngày 20/10, tổng phương tiện thanh toán ước giảm 0,5% so với tháng trước và tăng 7,5% so với cuối năm 2010; tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ước tăng 1,09% so với tháng trước và tăng 0,91% so với đầu năm 2011. Đây là hệ quả tất yếu sau khi lãi suất huy động được NHNN kiểm soát chặt chẽ ở mức 14%, dẫn đến sự dịch chuyển dòng vốn tiết kiệm sang các kênh đầu tư có mức sinh lời cao hơn như vàng và USD. Trong khi đó, các NHTM nhỏ vẫn phải huy động vốn trên thị trường liên ngân hàng do người dân có xu hướng chuyển tiền gửi tiết kiệm sang các NHTM có uy tín cao hơn khiến lãi suất trên thị trường này vẫn phổ biến ở mức cao (các kỳ hạn qua đêm và một tháng dao động chủ yếu quanh 20%).
- ✓ **Tỷ giá.** Sau tháng biến động mạnh trong tháng 10, diễn biến tỷ giá USD/VND có xu hướng ổn định trong tháng 11 nhờ sự can thiệp bổ sung ngoại tệ cho thị trường của NHNN và nhu cầu trên thị trường vàng không còn nóng như vài tháng trước đây. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng phổ biến ở mức 21.290 – 21.500 VND/USD và tỷ giá trên thị trường tự do là 21.285 – 21.450 VND/USD và đang có xu hướng giảm.

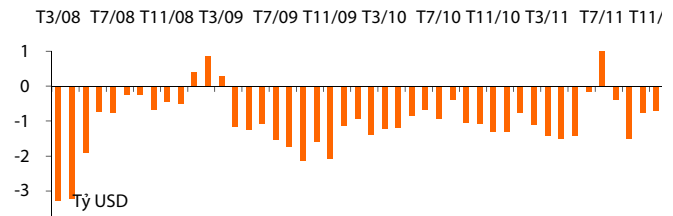
Tổng mức hàng hóa bán lẻ tăng nhẹ sau ba tháng liên tiếp duy trì khá thấp cho thấy khuynh hướng tăng tiêu dùng bắt đầu diễn ra. Điều này khá phù hợp với quy luật mùa vụ, nhu cầu chi tiêu cao hơn khi thời điểm lễ tết đang đến gần. Chỉ số giá tiêu dùng theo đó sẽ tiếp tục tăng tốc trong các tháng cận và sau tết. Tuy nhiên, với kinh nghiệm cung cấp các gói bình ổn hàng tiêu dùng từ các năm trước, Bộ Công thương đã có sự can thiệp đúng thời điểm hơn trong năm nay, mức biến động giá hàng hóa năm nay không quá lớn so với

cùng thời điểm ở các năm trước. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng mức tăng CPI tháng 12 sẽ trong khoảng 0,5% – 0,7% và lạm phát cả năm 2011 theo đó sẽ xoay quanh mức 18%.

Tăng trưởng kim ngạch XNK

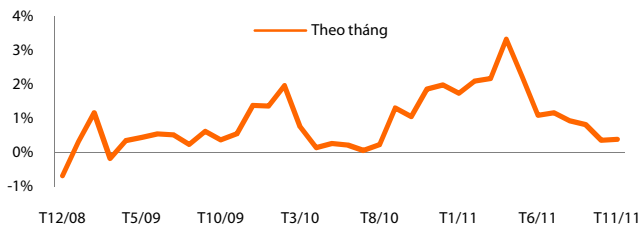


Cán cân thương mại

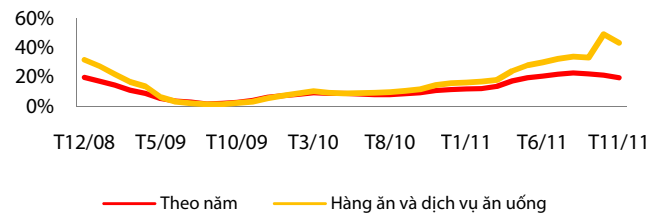


Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Tốc độ tăng trưởng CPI theo tháng

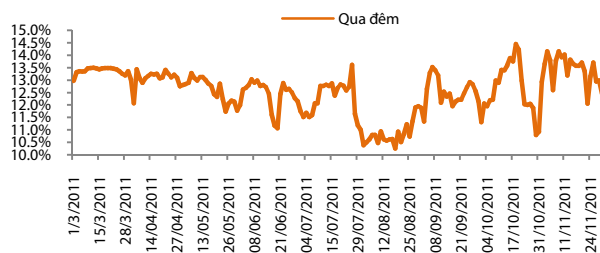


Tốc độ tăng trưởng CPI theo năm

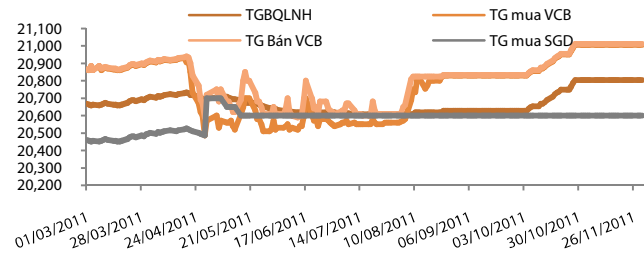


Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Biến động của lãi suất qua đêm liên ngân hàng



Biến động của tỷ giá hối đoái



Nguồn: SBV, VIETCOMBANK, RONGVIET SECURITIES database

Lạm phát theo năm đã về dưới mức 20% trong tháng 11 và nếu chỉ tiêu 18% cho cả năm được giữ thành công sẽ là tiền đề để giảm lãi suất trong thời gian tới. Tuy nhiên, diễn biến lãi suất trên thị trường liên ngân hàng thời gian gần đây cùng với yếu tố thời vụ khi nhu cầu sử dụng tiền thường tăng cao vào giai đoạn cuối năm, chúng tôi cho rằng lãi suất chỉ có thể giảm nhẹ và đối tượng được tiếp cận với nguồn vốn vay này vẫn bị hạn chế trong ngắn hạn. Thay vào đó, mức lãi suất 17% - 19% sẽ phổ biến hơn từ cuối quý I/2012.

Lãi suất các kỳ hạn 12 tháng trên thị trường liên ngân hàng mặc dù có thời điểm lên đến trên 20% nhưng doanh số giao dịch tại mức lãi suất này chỉ chiếm chưa đến 1% trong tổng doanh số giao dịch toàn thị trường. Điều này cho thấy hiện tượng thiếu vốn trầm trọng chỉ xảy ra ở một số ít ngân hàng yếu kém. Vấn đề đáng lưu tâm ở đây là hiện tượng dây dưa nợ nần lẫn nhau giữa các ngân hàng đang tạo nên rủi ro tác động dây chuyền, các ngân hàng khỏe mạnh có thể gặp phải tình trạng khó khăn về thanh khoản gây ra bởi các ngân hàng yếu kém đang thực sự gặp khó khăn. Chúng tôi cho rằng trần lãi suất huy động nếu tiếp tục

được hạ trong bối cảnh đang xảy ra tình trạng thiếu thanh khoản có thể sẽ dẫn đến hiện tượng chạy đua huy động mới, bằng cách này hay cách khác, hiện tượng vượt rào sẽ tái diễn. Do đó, khả năng giảm trần lãi suất huy động xuống dưới 14% trước khi đề án tái cấu trúc ngành ngân hàng đi vào thực thi là khó xảy ra.

Trên thị trường ngoại tệ, tỷ giá trong tháng 11 diễn biến khá tích cực và cam kết giữ tỷ giá đến cuối năm biến động không quá 1% của NHNN khả năng sẽ thành công. Bên cạnh sự can thiệp kịp thời của NHNN, thị trường vàng không còn diễn biến bất thường và “nóng” khiến nhu cầu tích trữ đầu cơ ngoại tệ không cao như vài tháng trước đây. Yếu tố này đã góp phần giúp giữ ổn định tỷ giá trong tháng vừa qua. Tuy nhiên, do sự phụ thuộc khá lớn của tỷ giá vào thị trường vàng, yếu tố khó kiểm soát do biến động của thế giới, các rủi ro đối với vấn đề tỷ giá trong tháng cuối năm vẫn chưa thể loại bỏ.

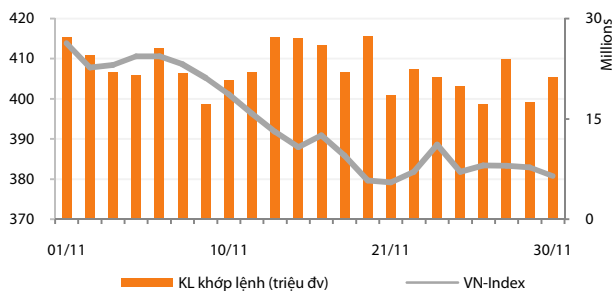
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Diễn biến thị trường

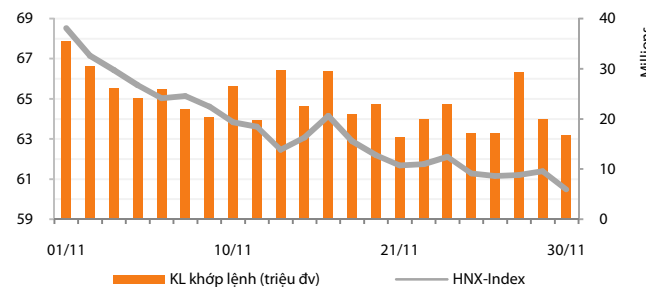
Các thông tin tiêu cực tiếp tục lấn lướt và chi phối diễn biến TTCK tháng 11. Từ thế giới, vấn đề nợ công châu Âu ngày càng bộc lộ nhiều bất ổn, ảnh hưởng mạnh đến thị trường tài chính toàn cầu. Trong nước, trong bối cảnh điểm số và thanh khoản thị trường suy giảm kéo dài, áp lực lên tâm lý NĐT trở nên nặng nề hơn trước sự lan truyền của hàng loạt thông tin như đổ vỡ tín dụng đen, nợ xấu ngân hàng và công ty chứng khoán mất khả năng thanh toán. Thêm vào đó, quy định ngân hàng phải giảm tỷ trọng dư nợ lĩnh vực phi sản xuất về dưới 16% một lần nữa nổi lên khi thời điểm cuối năm đang gần kề tạo nên mối lo mới cho NĐT. Sự lo ngại này được thể hiện rõ qua áp lực bán tăng mạnh dẫn đến sự xuống giá của hàng loạt cổ phiếu thuộc các nhóm ngành ngân hàng, bất động sản, xây dựng và các nhóm ngành liên quan khác.

Sự giảm giá đồng loạt của các cổ phiếu thuộc nhóm ngành ngân hàng và bất động sản, xây dựng – những nhóm ngành chiếm tỷ trọng lớn trên thị trường – khiến các chỉ số thị trường giảm điểm khá sâu. Kết thúc tháng 11, hai chỉ số xuyên thủng đáy cũ của tháng 8/2011, VNIndex còn 380,69 điểm và HNIIndex còn 60,47 điểm, giảm lần lượt 9,5% và 13,9% so với cuối tháng 10. So với tháng trước, bình quân thanh khoản một phiên của tháng 11 giảm nhẹ. Trên sàn Hồ Chí Minh có khoảng 22 triệu cổ phiếu được chuyển nhượng tương đương giá trị 314,5 tỷ đồng và trên sàn Hà Nội có khoảng 23,4 triệu cổ phiếu tương đương giá trị 218,7 tỷ đồng. Trong khi đó, giao dịch thỏa thuận diễn ra sôi động hơn nhờ các thương vụ chuyển nhượng của NĐT nước ngoài ở các mã như VIC, MSN, STB, MBB...

Biến động của chỉ số VN-Index



Biến động của chỉ số HNX-Index



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

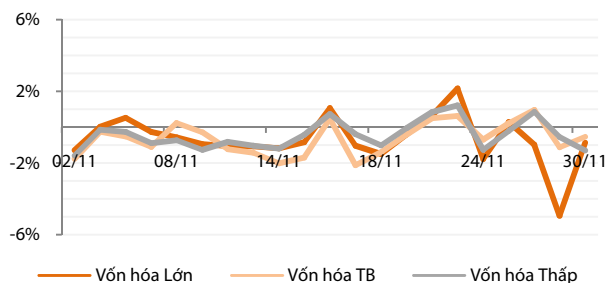
Tháng 11, các giao dịch của NĐT nước ngoài chủ yếu thông qua giao dịch thỏa thuận với tổng giá trị mua ròng xấp xỉ 395 tỷ đồng. Giao dịch mua ròng của khối này chủ yếu tập trung vào các mã VIC (3,2 triệu đv), FPT (2,2 triệu đv), MBB (5,6 triệu đv), KDC (1,6 triệu đv) và CLG (2 triệu đv). Hai mã bị bán thỏa thuận nhiều nhất là STB (-11,9 triệu đv) và AVF (-1 triệu đv).

Trong khi đó, đối với giao dịch khớp lệnh, khối này bán ròng 21,3 triệu cổ phiếu tương đương giá trị hơn 256 tỷ đồng. Các mã bị bán ròng mạnh nhất chủ yếu thuộc nhóm bất động sản, xây dựng và dịch vụ tài chính. Chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng giá trị bán

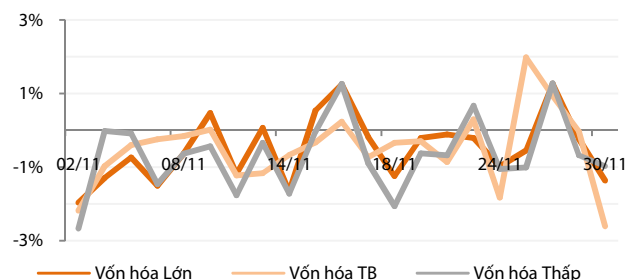
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 12-2011

ròng là HAG, VIC, CTG, ITA, tiếp đến là các mã NTL, PVF, PPC, SJS, STB, SSI và BVH. Một số mã được mua ròng là FPT, REE, PNJ, MBB, MSN, PVD, VSH, DPM, VCB...

Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HSX)

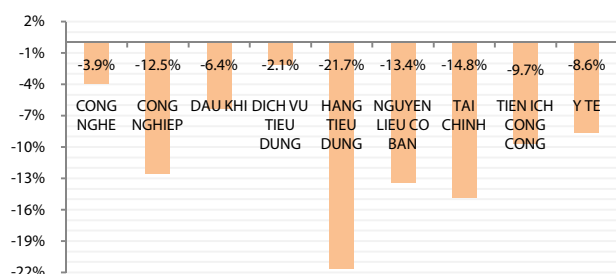


Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HNX)

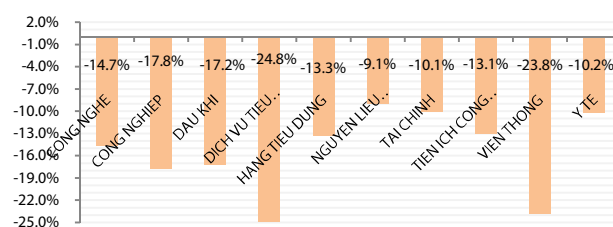


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Biến động các nhóm ngành trong tháng (HSX)

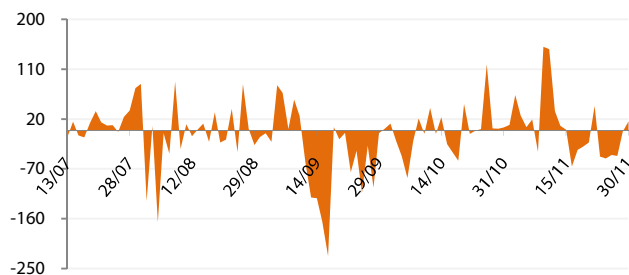


Biến động các nhóm ngành trong tháng (HNX)

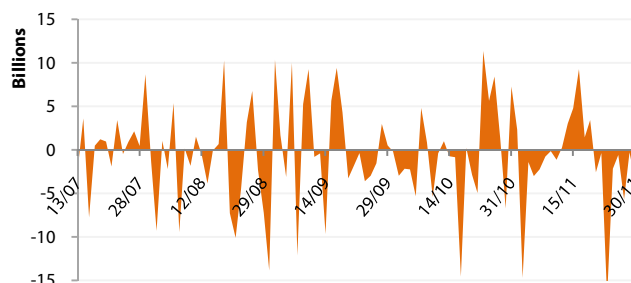


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trên HSX (tỷ đồng)



Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trên HNX (tỷ đồng)



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Khối lượng cổ phiếu niêm yết từ đầu năm 2011

Quý/2011	HSX		HNX	
	SLCP lưu hành (CP)	VHTT (tỷ đồng)	SLCP lưu hành (CP)	VHTT (tỷ đồng)
Quý 01	213.479.079	5.732	143.549.230	2.184
Quý 02	88.840.000	6.752	7.200.000	144
Quý 03	295.978.349	3.687	61.490.694	738
T10_Q.04	33.932.000	395	17.000.000	238
T11_Q.04	760.312.038	10.766	-	-

Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Triển vọng thị trường

Với sự hạ nhiệt của lạm phát, tín hiệu giảm lãi suất đã có cơ sở đáng tin cậy để kỳ vọng và khả năng sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi và ổn định điểm số thị trường trong tháng 12. Ở một khía cạnh khác, chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2012 được đề ra ở mức 15%-17% hàm ý chính sách tiền tệ chặt chẽ sẽ tiếp tục được duy trì. Lãi suất hạ nhưng không đi kèm với việc tăng thanh khoản sẽ không tạo nên yếu tố hỗ trợ bền vững, dòng tiền vào TTCK khó có thể cải thiện đột biến trong ngắn và trung hạn. Ngoài ra, kinh tế thế giới vẫn chứa đựng nhiều bất ổn và NĐT nước ngoài có xu hướng bán ròng mạnh ở các mã cổ phiếu có tỷ trọng lớn trong rổ tính chỉ số thị trường sẽ khiến các chỉ số diễn biến xấu hơn sau khi giai đoạn tăng ngắn hạn kết thúc.

Tâm lý bi quan bao trùm TTCK tháng 11 bởi khá nhiều tin tức tiêu cực khiến các chỉ số giảm khá xa so với vùng mục tiêu của chúng tôi. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng tích cực đối với triển vọng dài hạn của thị trường dựa vào các chuyển biến vĩ mô khả quan. Do đó, những phiên lao dốc của thị trường là thời điểm thích hợp cho NĐT giá trị tích lũy cổ phiếu. Sang tháng 12, dựa trên sự điều chỉnh kỳ vọng đối với thị trường, chúng tôi khuyến nghị NĐT ngắn và trung hạn cân nhắc giải ngân khi VNIndex về quanh mức 380 điểm và HNIIndex biến động quanh mức 62 điểm, đồng thời chốt lời khi hai chỉ số này lần lượt vượt 430 và 72 điểm. NĐT giá trị cân nhắc giải ngân dưới mốc 390 điểm của VNIndex.

Sự chuyển biến tích cực của lạm phát tạo cơ sở vững chắc hơn để giảm lãi suất nhưng sẽ không mang lại nhiều hưng phấn cho thị trường chứng khoán. Lạm phát theo tháng giảm tốc tháng thứ tư liên tiếp và lạm phát theo năm đã chính thức rời đỉnh sau khi đạt mức 23,02% trong tháng 8/2011. Với diễn biến này cùng với nỗ lực cung cấp các gói bình ổn hàng tiêu dùng của Chính phủ, kỳ vọng lạm phát cả năm 2011 sẽ vào khoảng 18 - 18,5%. Đây sẽ là cơ sở để NHNN điều chỉnh giảm lãi suất trên thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, cho đến thời điểm hiện tại, việc đạt được mức lạm phát này đã nằm trong nhận định của đa số nhà đầu tư tài chính. Do vậy, chúng tôi không kỳ vọng tâm lý NĐT lạc quan nhiều nếu chỉ với sự hỗ trợ của diễn biến lạm phát.

Chu kỳ giảm của lãi suất có thể sắp diễn ra song với định hướng duy trì chính sách tiền tệ chặt chẽ trong năm 2012, dòng tiền cho TTCK chưa thể cải thiện trong ngắn và trung hạn. Quan sát diễn biến chỉ số giá tiêu dùng trong những tháng gần đây có thể khẳng định lạm phát năm 2011 đã đi qua đỉnh và chu kỳ giảm tốc tiếp tục diễn ra. Lạm phát cả năm 2011 có thể sẽ vào khoảng 18% - 18,5% và lãi suất theo đó khả năng sẽ từng bước được điều chỉnh giảm. Tuy nhiên, mức tăng trưởng tín dụng mục tiêu được NHNN đặt ra cho năm 2012 là từ 15% - 17%, cho thấy định hướng chính sách tiền tệ chặt chẽ tiếp tục được duy trì, ít nhất cho đến khi lạm phát được đưa về mức một con số. Điều này còn cho thấy nguồn cung tiền sẽ tiếp tục bị hạn chế trong thời gian tới. Việc hạ lãi suất không đi đôi với tăng cung tiền sẽ không mang lại sự hỗ trợ tích cực, đặc biệt khi thị trường chứng khoán là nơi mà dòng tiền có sự ảnh hưởng khá lớn đối với xu hướng tăng trưởng bền vững và dài hạn. Do đó, sự hỗ trợ của yếu tố giảm lãi suất đối với thị trường tháng 12, nếu có, sẽ chỉ diễn ra trong ngắn hạn, như giai đoạn cuối tháng 8, đầu tháng 9 vừa qua.

Trong dài hạn, lộ trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng đã được Thống đốc NHNN nêu lên ở kỳ họp trả lời chất vấn Quốc hội. Theo đó, đến hết quý I/2012 sẽ giải quyết tốt vấn đề

thanh khoản ở các ngân hàng yếu kém và thực hiện tái cấu trúc các ngân hàng thuộc nhóm yếu kém từ quý II/2012 đến hết năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng, cùng với việc thực thi tái cấu trúc ngành ngân hàng, lãi suất sẽ hạ nhiệt đi cùng với cải thiện thanh khoản, cơ hội phục hồi bền vững hơn cho TTCK sẽ bắt đầu diễn ra từ giai đoạn này.

Không nhiều kỳ vọng vào sự hỗ trợ của các NĐT tổ chức và khối ngoại. Như một quy luật, vào tháng 12, thị trường thường chờ đợi động thái nâng đỡ chỉ số nhằm làm đẹp NAV trong báo cáo cuối năm của các quỹ đầu tư. Tuy nhiên, khác với các năm vừa qua, kinh tế thế giới hiện đang chứa đựng nhiều bất ổn khiến các Quỹ đầu tư đứng trước áp lực giải thể do các khoản đầu tư hầu hết mất giá mạnh. Dòng vốn đầu tư nước ngoài tại các thị trường mới nổi bị rút mạnh để bù đắp cho các khoản đầu tư trong nước của họ. Tại thị trường Việt Nam, khối này không còn mặn mà với việc tìm kiếm cơ hội đầu tư trên sàn niêm yết, thể hiện qua trạng thái bán ròng duy trì trong nhiều tháng liên tiếp vừa qua. Tháng 11, nếu không có sự bù đắp từ các giao dịch thỏa thuận, khối này bán ròng hơn 250 tỷ đồng trên sàn Hồ Chí Minh và khả năng hiện tượng này sẽ tiếp diễn, đặc biệt trong các phiên tăng điểm. Do vậy, đợt sóng tăng nếu có trong tháng cuối của năm có thể dẫn đến áp lực bán mạnh hơn của khối nước ngoài. Với danh mục chủ yếu nắm giữ các cổ phiếu có tỷ trọng lớn trong rổ tính điểm thị trường, áp lực bán của khối ngoại có thể sẽ khiến các chỉ số diễn biến xấu hơn sau khi đợt sóng tăng kết thúc.

Áp lực tâm lý còn khá nặng nề do các vấn đề như đổ vỡ tín dụng đen, nợ xấu, cũng như tình hình thanh khoản của các ngân hàng và công ty chứng khoán (CTCK). Gánh nặng giảm tỷ trọng cho vay phi sản xuất phần nào đã được gạt bỏ sau khi có quy định mới của NHNN cho phép loại trừ 4 nhóm bất động sản khi tính dư nợ phi sản xuất. Tuy nhiên, tâm lý NĐT sẽ chưa vì thế mà có thể lạc quan hoàn toàn cho đến khi các vấn đề dài hạn của nền kinh tế như tái cấu trúc hệ thống ngân hàng và công ty chứng khoán được giải quyết. Do đó, các tin tức liên quan đến nợ xấu và vấn đề thanh khoản nếu được truyền thông trong những thời điểm “nhạy cảm” của thị trường có thể sẽ làm tiêu cực hơn trạng thái của thị trường.

Chiến lược đầu tư

Trên cơ sở nhận định về các yếu tố hỗ trợ cũng như bất lợi có khả năng xảy ra đối với thị trường trong tháng 12/2011, chúng tôi kỳ vọng VNIndex sẽ biến động trong khoảng 375-440 điểm và HNIIndex sẽ biến động trong khoảng 60 – 72 điểm. Theo đó, NĐT ngắn hạn có thể cân nhắc giải ngân khi các chỉ số ở cận dưới của biên độ dao động và cổ phiếu ưa thích đã về đến vùng giá mục tiêu, đồng thời xem xét chốt lời khi các chỉ số tiến sát cận trên của biên độ dao động. Tỷ lệ Cổ phiếu:Tiền mặt thích hợp đối với các nhà đầu tư ngắn và trung hạn là 60:40. Đối với các nhà đầu tư giá trị, chúng tôi khuyến nghị gia tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu khi chỉ số VNIndex xuống dưới 390 điểm và đặc biệt ở những phiên thị trường lao dốc.

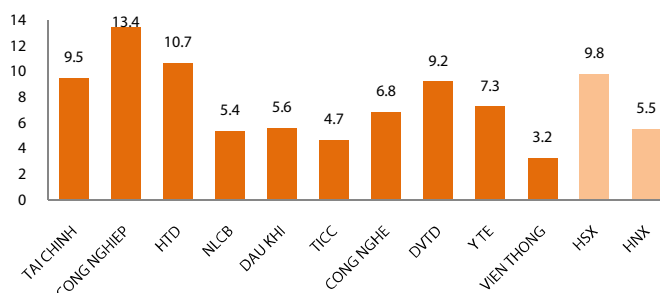
*Quý nhà đầu tư có thể tham khảo các cổ phiếu được chúng tôi đánh giá có triển vọng đầu tư tốt trong năm 2011 trong báo cáo cập nhật “**Cổ phiếu triển vọng 2011**” được phát hành vào tháng 11/2011.*

Rủi ro

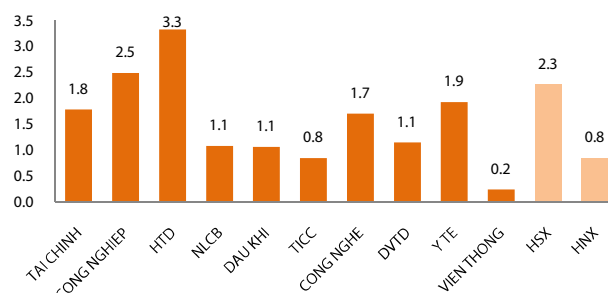
Kịch bản thị trường đã được chúng tôi cân nhắc khá kỹ dựa trên những yếu tố hiện có nhưng một sự biến động bất ngờ đối với vấn đề trong nước hoặc kinh tế thế giới có thể

gây sai lệch những kì vọng. Sự sai lệch trong kì vọng mà chúng tôi muốn nhắc đến là thị trường có khả năng lao dốc mạnh do sự tác động của truyền thông đối với các vấn đề dài hạn của nền kinh tế trong nước và những biến cố tiêu cực từ kinh tế thế giới. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tính hấp dẫn từ những yếu tố cơ bản của cổ phiếu đã tăng lên vì vậy thị trường lao dốc là cơ hội để các nhà đầu tư có thể tích lũy cổ phiếu với giá tốt.

Chỉ số P/E tại thời điểm cuối tháng 11



Chỉ số P/B tại thời điểm cuối tháng 11



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Bảng cập nhật hiệu quả khuyến nghị “Cổ phiếu triển vọng 2011”:

Mã CK	Giá mục tiêu	Giá @ thời điểm phát hành báo cáo (22/11/2011)	Giá @ 05/12/2011	Giá cao nhất kể từ thời điểm phát hành	Giá thấp nhất kể từ thời điểm phát hành	Thời hạn đầu tư
VNM	128.800	142.000	92.000 (*)	142.000	91.500	Dài hạn
PGD	42.000	32.900	31.100	32.900	31.100	Trung hạn
DPM	36.000	28.900	30.000	30.000	28.900	Trung hạn
HPG	19.000	18.900	20.100	20.300	18.900	Trung hạn
PGS	28.000	24.900	24.700	25.000	22.800	Trung hạn
PHR	32.000	22.900	23.900	23.900	22.800	Ngắn hạn
EIB	18.300	14.800	12.900	15.300	12.800	Trung – dài hạn
KLS	13.000	9.700	10.700	10.700	9.700	Trung hạn
DIG	23.000	12.700	13.100	13.100	12.000	Trung - dài hạn

(*): Giá được điều chỉnh sau khi VNM thực hiện chia cổ phiếu thưởng 50% vào ngày 29/11/2011.

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2011.



CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà
Trưng – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần
Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Tel: (84 0511) 386 7084

Fax: (84 0511) 386 7085