



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

Thị trường chứng khoán Việt Nam tìm kiếm những nhà đầu tư mạo hiểm

Thời khắc cuối năm gần kề càng thêm khẳng định năm nay là một trong những năm tồi tệ nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam. Chỉ số VNIndex giảm 27% so với đầu năm, trong khi HNX Index đã đánh mất 50% giá trị trong năm nay. Nhìn chung, thị trường chứng khoán Việt Nam có diễn biến xấu nhất so với các thị trường khác trong khu vực.

Tâm lý thị trường bi quan

Trong suốt một năm vừa qua, nhà đầu tư luôn lưỡng lự giữa hai trạng thái lạc quan về định hướng chính sách của chính phủ và bi quan về nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Sự thiếu niềm tin vào nền kinh tế và tiền Đồng Việt Nam đã khiến thị trường đi ngang trong một thời gian dài. Thanh khoản giảm đáng kể khi dòng vốn đầu tư ròng của nhà đầu tư trong nước đổ vào sàn giao dịch chứng khoán tp. HCM (HSX) giảm còn khoảng 320 tỷ đồng. Khối ngoại lạc quan hơn khi năm vừa qua đầu tư ròng 1.460 tỷ đồng vào HSX. Những con số này cho thấy nhà đầu tư không còn mấy mặn mà với thị trường.

Các phương tiện truyền thông đại chúng và nhà đầu tư vẫn tập trung nhiều vào những tin tức kém lạc quan và những nhận định về viễn cảnh không tươi sáng. Tâm lý này rõ ràng đã phản ánh vào giá cổ phiếu. Nhìn lại khởi điểm của thị trường năm 2011, những gì thị trường trải qua trong năm, và mức điểm hiện tại của thị trường, chúng tôi cho rằng thị trường đang bị trừng phạt một cách không công bằng. Bức tranh vĩ mô đã được cải thiện, lạm phát đã đạt đỉnh và ở mức dưới 1% trong 5 tháng gần đây. Tăng trưởng EPS trung bình của các cổ phiếu đạt 10% mặc cho thị trường ảm đạm trong thời gian qua. Vậy mà giá cổ phiếu cứ tiếp tục giảm.

Cả hai sàn đều giao dịch ở mức điểm gần như thấp nhất trong lịch sử nếu tính theo thị giá/giá trị sổ sách (Price-to-book hay P/B); có tới gần 80% số cổ phiếu giao dịch dưới mức giá trị sổ sách. Phải thừa nhận là có những cổ phiếu trở về đúng giá trị, nhưng nhìn tổng thể thị trường thì mức định giá hiện nay đem lại cho nhà đầu tư cơ hội hấp dẫn để tích lũy khi thị trường đang bị lãng quên và giá cổ phiếu đã giảm sâu.

Đầu tư theo thị giá/giá trị sổ sách (Price-to-book)

Trong một bài viết trên tạp chí MoneyWeek Asia, tác giả đưa ra luận điểm rằng giá trị sổ sách là một chỉ báo tốt có thể sử dụng cho chứng khoán Châu Á giá rẻ. Chúng tôi liên hệ ý tưởng này với tình hình thị trường ở Việt Nam và cho rằng mức định giá thấp như hiện tại đã mở ra cơ hội đầu tư tốt với mức độ rủi ro tương đối thấp. (Vui lòng tham khảo bài viết của tác giả Chris Sholto Heaton [“Chỉ báo khi nào cho thị trường Châu Á giá rẻ”](#))

Cập nhật thị trường

26 /12/ 2011

Chúng tôi đã thu thập dữ liệu về mối liên hệ giữa chỉ báo P/B và lợi suất đầu tư trong vòng một năm cho chứng khoán Việt Nam và một số thị trường khu vực. Với hầu hết các chỉ số, r^2 đều có giá trị tương đối cao, cho thấy mức độ tương quan lớn, có thể dùng P/B để dự phóng về lợi suất đầu tư. Riêng đối với thị trường Việt Nam, r^2 của lợi suất năm theo giá trị sổ sách dao động trong khoảng 0,611 lần đến 0,391 lần.

Cơ hội đầu tư vào chứng khoán Việt Nam có thị giá/giá trị sổ sách (P/B) thấp hơn 1,5 lần

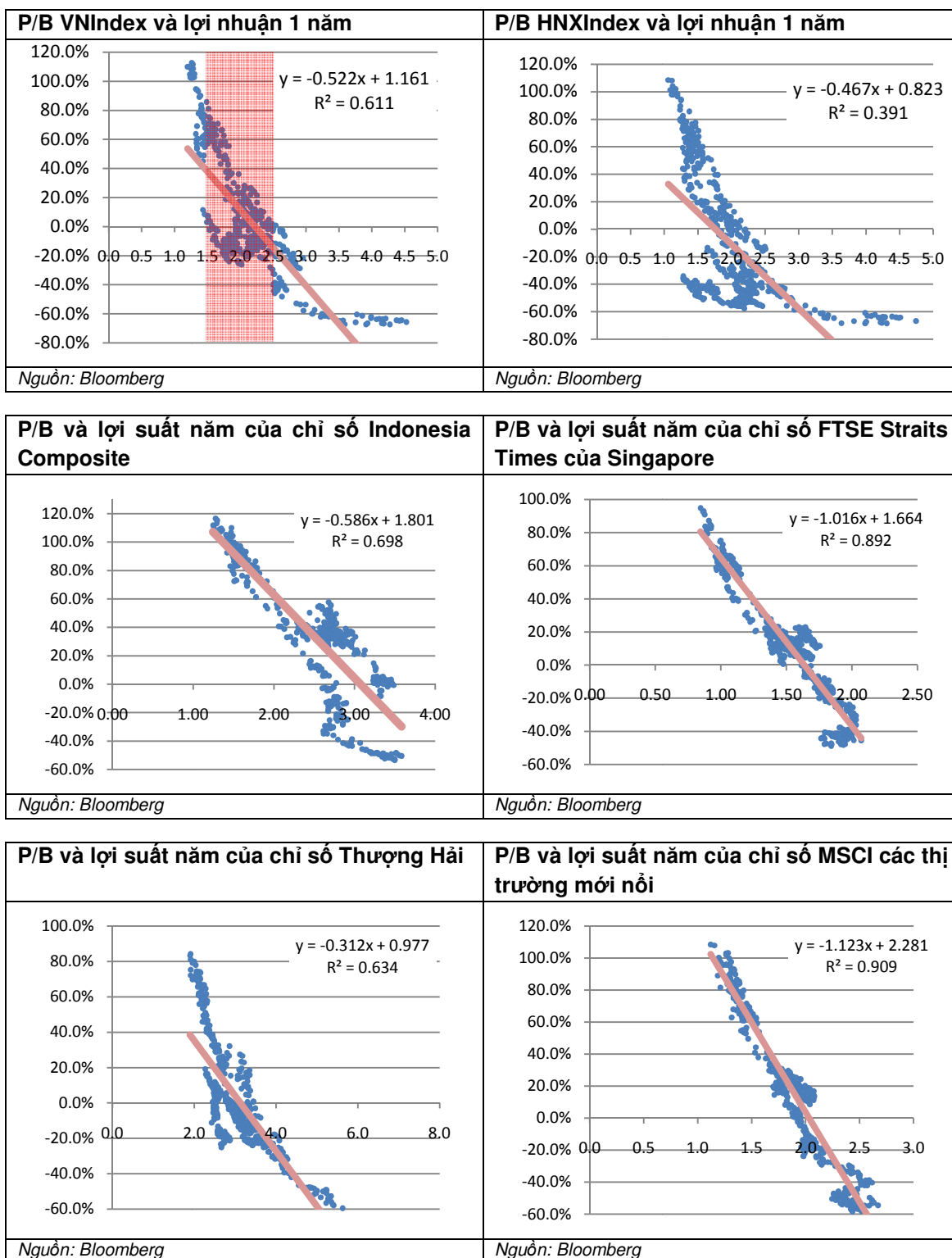
Nhìn vào các biểu đồ dưới đây, chúng tôi thấy rằng mặc dù chỉ số P/B khó có thể dự báo chính xác lợi suất, việc đầu tư vào các cổ phiếu có P/B dưới 1,5 lần trong phần lớn các trường hợp đem lại kết quả đầu tư đáng kể. Ngược lại, các cổ phiếu có định giá P/B lớn hơn 2,5 lần nhìn chung là gây lỗ.

Chỉ số P/B trên cả hai sàn đã trải qua nhiều lần tăng giảm đột biến kể từ năm 2006, có lúc đạt mức cao kỷ lục là 10 lần trong năm 2007, nhưng từ năm 2008 trở đi, những biến động này dường như đã giảm bớt. VNIndex dao động trong khoảng P/B 1,20 lần và 4,59 lần từ, trong khi HNXIndex dao động trong khoảng 0,71 lần và 5,39 lần kể từ năm 2008.

Chỉ số VNIndex hiện đang giao dịch ở mức 1,23 lần giá trị sổ sách, so với mức thấp nhất trong thời kỳ khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 là 1,20 lần. Trên sàn Hà nội, cổ phiếu tiếp tục được giao dịch ở mức thấp nhất trong lịch sử và hiện đang giao dịch ở mức 0,71 lần giá trị sổ sách. Chúng tôi cho rằng đây là một mức định giá an toàn cho các nhà đầu tư giá trị theo trường phái “ngược dòng” chuẩn bị sẵn sàng giải ngân.

Cập nhật thị trường

26 /12/ 2011



Cập nhật thị trường

26 /12/ 2011

Tôi, Marc Djandji, 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.

Cập nhật thị trường

26 /12/ 2011

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, Tôn Minh Phương, ext 146
Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Doãn Chí Thiên, ext 459
Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120
Chuyên viên, Phạm Thủy Dương, ext 130
Chuyên viên, Nguyễn Trung Hòa, ext 145

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

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@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.