



CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT

BÁO CÁO NĂM 2011

TRIỂN VỌNG 2012



TỔNG QUAN

Năm 2011 được xem là một năm đầy khó khăn cả trên phương diện kinh tế vĩ mô và góc độ vi mô ngành, doanh nghiệp. Bên cạnh đó, những biến động trên thị trường thế giới mà tâm điểm là cuộc khủng hoảng nợ công tại khu vực EU cũng cho thấy một bức tranh không mấy tích cực. Thị trường chứng khoán Việt Nam, với vai trò là hàn thử biểu của nền kinh tế, đã phản ánh khá chính xác những yếu tố bất ổn về mặt cơ bản khi liên tiếp sụt giảm mạnh và nhiều khả năng chưa thể sớm hồi phục bền vững trong ngắn hạn.

Kinh tế vĩ mô

- Lạm phát tăng phi mã, thanh khoản ngân hàng gặp nhiều khó khăn dẫn đến mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao trong cả năm. Đây không chỉ xuất phát từ những khó khăn trong năm 2011 mà còn cho thấy những hệ quả cộng hưởng của các chính sách điều hành tiền tệ trong những năm trước. Trong năm 2012, BVSC dự báo lạm phát sẽ hạ nhiệt đáng kể, chỉ đứng ở mức từ 8-9%, từ đó tạo tiền đề để từng bước điều chỉnh giảm mặt bằng lãi suất.
- Tỷ giá có mức điều chỉnh mạnh ngay từ tháng 3/2011, tuy nhiên do nhập siêu giảm, kiều hối tăng đã giúp tỷ giá duy trì được sự ổn định ở những tháng cuối năm. Trên thực tế trong năm 2011 vừa qua, đi ngược lại với xu hướng tăng giá của đồng tiền các nước có đặc thù xuất khẩu tương tự như Việt Nam, VND đã suy yếu đáng kể so với USD. BVSC cho rằng, trong năm 2012 sẽ không có biến động quá mạnh về tỷ giá, do NHNN sẽ không có áp lực điều hành tăng tỷ giá nhằm hỗ trợ xuất khẩu.

Thị trường chứng khoán

- Thị trường chứng khoán trải qua giai đoạn lao dốc mạnh trong năm 2011 do sự hạn chế của cả dòng tiền ngoại và dòng tiền nội khi bối cảnh kinh tế vĩ mô và hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Bước sang năm 2012, những yếu tố bất ổn này vẫn sẽ là nhân tố chính chi phối xu hướng thị trường và BVSC cho rằng sẽ còn quá sớm để kỳ vọng vào một xu thế hồi phục bền vững. Tuy nhiên, thị trường có thể sẽ xuất hiện sóng hồi phục ngắn hạn vào cuối quý I đầu quý II/2012 do tác động của các thông tin liên quan đến lạm phát và diễn biến lãi suất. *Theo dự báo của BVSC, cuối năm 2012 VnIndex sẽ dao động quanh mức từ 390-410 điểm.*
- Đứng trên góc độ ngành, các ngành thực phẩm, đồ uống, dược và điện sẽ duy trì được khả năng sinh lời ổn định, trong khi các ngành như vật liệu cơ bản, bất động sản, xây dựng nhiều khả năng sẽ gặp nhiều bất lợi, hiệu quả kinh doanh giảm. Còn đứng trên góc độ xu hướng vận động của dòng tiền, chúng tôi cho rằng đầu tư vào các bluechips có vốn hóa lớn; các cổ phiếu có tỷ lệ cổ tức/thị giá cao và những cổ phiếu là đối tượng săn đuổi của các cuộc M&A là những dòng cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt, duy trì được sự quan tâm của dòng tiền.

NỘI DUNG

PHẦN 1. KINH TẾ VĨ MÔ	3
I. LẠM PHÁT	3
Tổng quan lạm phát năm 2011	3
Dự báo lạm phát năm 2012	5
II. TỶ GIÁ	7
Cán cân thương mại – nhập siêu giảm	7
Các nguồn vốn tài trợ thâm hụt	9
Tỷ giá năm 2012 – xu hướng tăng trong vòng kiểm soát	10
III. CÁC CHUYỂN BIẾN TRONG THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ	11
 PHẦN 2. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	 13
I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG NĂM 2011	13
Diễn biến thị trường	13
Thị trường chứng khoán Việt Nam giảm mạnh, nhưng chưa đủ hấp dẫn	14
Thanh khoản thị trường thấp nhất trong vòng 03 năm trở lại đây	14
Nhà ĐTNN mua ròng thấp nhất kể từ năm 2007	15
II. 2011, NĂM CỦA SỰ SUY GIẢM	16
Dòng tiền nội, ngoại trong thị trường đều sụt giảm	16
Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết giảm	18
Nhà đầu tư thiếu cơ sở đặt niềm tin	21
III. 2012, KỶ VỌNG SỰ ỔN ĐỊNH	23
Áp lực rút vốn của dòng vốn nội giảm	23
Dòng vốn ngoại khó tăng, nhưng có hướng tiếp cận mới	24
Doanh nghiệp gặp thuận lợi đầu vào, những khó khăn ở đầu ra	25
Các nhân tố khác tác động đến thị trường	27
IV. DỰ BÁO VÀ CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NĂM 2012	28
Dự báo thị trường	28
Chiến lược đầu tư năm 2012	29

PHẦN 1. KINH TẾ VĨ MÔ

I. LẠM PHÁT

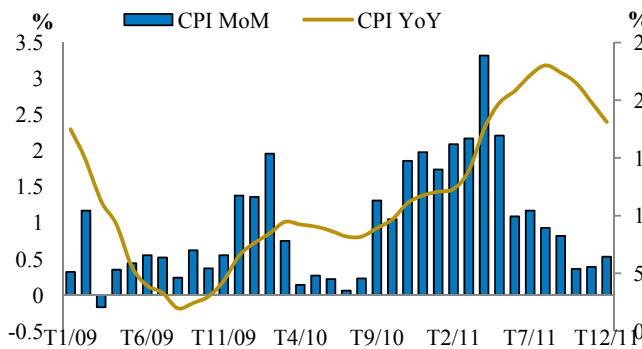
Năm 2011 qua đi với nhiều khó khăn đối với kinh tế vĩ mô cũng như thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong những tháng đầu năm, nền kinh tế phải đối mặt với tình trạng lạm phát leo thang, thâm hụt thương mại gia tăng, thị trường ngoại tệ biến động mạnh, thanh khoản ngân hàng gặp khó khăn và mặt bằng lãi suất tăng cao. Trước tình hình đó, Chính phủ ban hành Nghị quyết 11 với những giải pháp quyết liệt kết hợp cả chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ tập trung ổn định kinh tế vĩ mô đã khiến nền kinh tế ổn định hơn trong những tháng sau đó. Lạm phát theo năm đã giảm về mức 18,13% từ mức đỉnh 23,02% và thị trường ngoại hối không có những biến động trong những tháng cuối năm cũng là những điểm tích cực của diễn biến vĩ mô trong những tháng cuối năm 2011. Bên cạnh đó, xuất khẩu tăng trưởng 33,3% và thâm hụt thương mại giảm mạnh từ mức 12,5 tỷ USD trong năm 2010 xuống còn 9,5 tỷ USD trong năm 2011 cũng được xem là điểm sáng vĩ mô trong năm vừa qua.

Trong năm 2012, chúng tôi nhận thấy bên cạnh yếu tố thanh khoản của hệ thống ngân hàng, hai yếu tố vĩ mô có ảnh hưởng lớn đến thị trường chứng khoán là lạm phát và tỷ giá. Báo cáo này chúng tôi tập trung phân tích tới hai yếu tố này nhằm dự báo xu hướng trong năm 2012.

1. Tổng quan lạm phát năm 2011

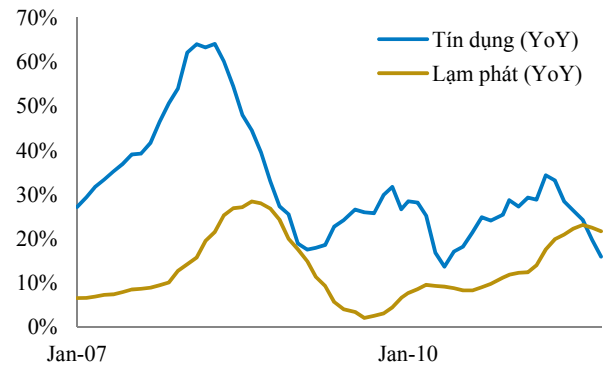
Lạm phát được xem là biến số vĩ mô được giới đầu tư đặc biệt quan tâm bởi những diễn biến phức tạp của nó trong năm 2011. Sau khi liên tiếp tăng cao và đạt đỉnh ở mức 23,02% vào tháng 8/2011 lạm phát theo năm đã quay đầu giảm tốc xuống còn 18,13% vào cuối tháng 12/2011. Con số này vượt xa mục tiêu kiềm chế lạm phát khoảng 7-8% mà Chính phủ đặt ra vào đầu năm và gần sát với mục tiêu lạm phát điều chỉnh dưới 18% của Chính phủ. Mặc dù vẫn ở mức cao, nhưng điều quan trọng hơn là căng thẳng về lạm phát đã phần nào giảm bớt và xu hướng lạm phát đang chỉ ra sự ổn định trong những tháng cuối năm. Bằng chứng dễ thấy là CPI theo tháng chỉ tăng dưới 1% kể từ tháng 8/2011.

Diễn biến lạm phát tại Việt Nam



Nguồn: BVSC, GSO

Diễn biến lạm phát với tăng trưởng tín dụng

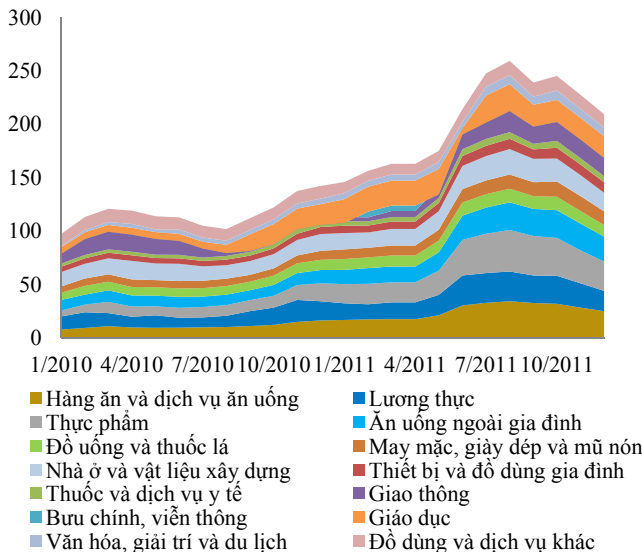


Nguồn: SBV, BVSC.

Chúng tôi cho rằng, diễn biến lạm phát năm 2011 chịu ảnh hưởng bởi những lý do chính sau:

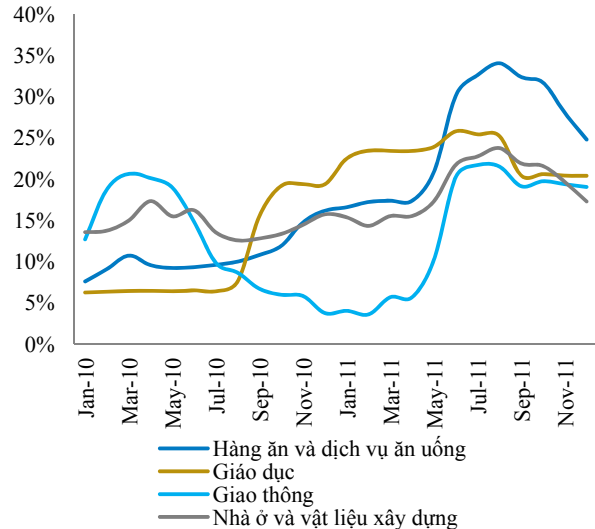
- **Chính sách nới lỏng tiền tệ trong giai đoạn trước:** Nhìn vào đồ thị bên trên chúng tôi thấy rằng diễn biến lạm phát thường có độ trễ so với tăng trưởng tín dụng. Điều này hàm ý rằng, lạm phát leo thang trong năm 2011 được xem là hệ quả của tốc độ tăng trưởng tín dụng nóng (khoảng 28-60%) trong giai đoạn trước đó. Nguyên nhân sâu xa lý giải cho việc lạm phát bùng nổ là sự duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ trong thời gian dài nhằm thúc đẩy tăng trưởng, ép nền kinh tế phải hấp thụ một lượng vốn lớn nhưng việc đầu tư và kiểm soát giá cả lại tỏ ra chưa hiệu quả.
- **Chính sách tài khóa mở rộng nhưng chất lượng đầu tư chưa hiệu quả:** Việc duy trì đầu tư công với tỷ trọng lớn nhằm duy trì tăng trưởng khiến vốn trong nền kinh tế chưa được sử dụng thực sự hiệu quả. Đầu tư công không hiệu quả đã góp phần tạo ra tổng cầu ngày một lớn trong khi không giải quyết được vấn đề tăng cường năng lực sản xuất của nền kinh tế và điều này đã làm trầm trọng thêm lạm phát do cầu kéo.
- **Tỷ giá và giá cả hàng hóa thiết yếu tăng mạnh:** Bên cạnh những nguyên nhân sâu xa mang tính cơ cấu của nền kinh tế, chúng tôi cho rằng việc tỷ giá bình quân liên ngân hàng tăng 9,3%, giá điện tăng 21,08%, giá xăng A92 tăng 26,83%, giá dầu diesel tăng 41%, dầu mazut tăng 32%, dầu hỏa tăng 35,76% và lương cơ bản tăng 13,7% là những nhân tố chính tác động đến xu hướng lạm phát năm 2011. Bên cạnh đó, do giá các nguyên vật liệu đầu vào khác trên thế giới tăng mạnh, khiến giá của nhiều mặt hàng trong nước không tránh khỏi việc tăng giá.

Đóng góp của các nhóm hàng trong rổ tính CPI (%YoY)



Nguồn: GSO, BVSC

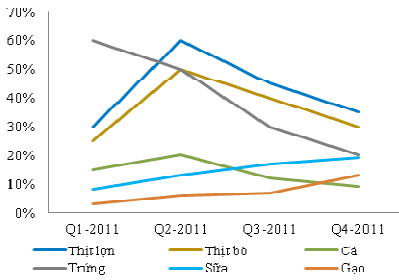
Bốn nhóm hàng tăng giá nhiều nhất trong rổ CPI năm 2011



Nguồn: GSO, BVSC

Xét về cơ cấu trong rổ tính CPI, đóng góp chính vào mức tăng lạm phát năm 2011 là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống (tăng 24,8% YoY), nhóm hàng giáo dục (tăng 20,41% YoY), nhóm hàng giao thông vận tải (tăng 19,04% YoY) và nhóm hàng nhà ở & vật liệu xây dựng (tăng 17,29% YoY).

Diễn biến giá bình quân một số mặt hàng thiết yếu



Nguồn: GSO, Bloomberg

Nếu không tính đến đóng góp của nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, lạm phát trong năm 2011 chỉ tăng khoảng 8% so với cùng kỳ năm ngoái. Như vậy, đây là nhóm hàng có ảnh hưởng lớn nhất đến xu hướng lạm phát trong năm vừa qua. Phân tích chi tiết cho nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống chúng tôi thấy rằng giá thịt lợn (chiếm tỷ trọng 7,29%) có những thời điểm tăng gần 60% YoY và các loại thịt bò, gà, cá tăng đến 50% trong vòng một năm qua là lý do giải thích cho sự tăng vọt của chỉ số giá tiêu dùng nhóm hàng này. Thêm vào đó, giá lúa gạo (chiếm tỷ trọng 8,27%) tăng khoảng 13% YoY cũng tạo ra áp lực không nhỏ với lạm phát. Giá thịt và giá gạo tăng dẫn đến nhóm hàng ăn uống ngoài gia đình cũng tăng theo.

Giá cả hàng hóa thế giới biến động mạnh cùng với tiền đồng mất giá 10,27% so với đô la Mỹ khiến chi phí nhập khẩu tăng cao. Điều này tạo hiệu ứng làm tăng giá nhóm nhà ở & vật liệu xây dựng.

2. Dự báo lạm phát năm 2012

Số liệu về CPI những tháng cuối năm 2011, diễn biến tỷ giá và giá các hàng hóa thiết yếu đang cho thấy những tín hiệu khá tích cực đối với vấn đề lạm phát tại Việt Nam. Căn cứ trên những giả thiết và số liệu thu thập được, chúng tôi xây dựng mô hình dự báo lạm phát trong năm 2012. Theo mô hình và những giả định của chúng tôi về các diễn biến kinh tế vĩ mô có thể xảy ra, **BVSC dự báo lạm phát năm 2012 sẽ dao động trong khoảng 8-9%**. Đây là mức lạm phát tích cực nếu so với diễn biến lạm phát năm 2011 và đây cũng là cơ sở để NHNN có thêm dư địa điều hành chính sách tiền tệ, tiến tới giảm lãi suất trên thị trường. Dự báo này dựa trên những cơ sở sau:

Đối với áp lực chi phí nguyên vật liệu: Theo thống kê dự báo của các chuyên gia trên Bloomberg, giá cả hàng hóa một số mặt hàng cơ bản khó tăng trong năm 2012. Như vậy, áp lực tăng giá hàng hóa do chi phí đẩy của năm 2012 sẽ không lớn như trong năm 2011, diễn hình như giá dầu thô bình quân đã tăng 20% trong năm 2011.

Giá một số mặt hàng cơ bản

Loại hàng	2011	2012	Xu hướng
Dầu thô (USD/thùng)	100	100	Ổn định
Khí đốt (USD/triệu BTU)	4,20	3,85	Giảm
Vàng (USD/Ounce)	1,687	1,612	Giảm
Giá bông (USD/lb)	1	0,8	Giảm
Đường (USD/lb)	0,22	0,19	Giảm
Ngô (USD/bushel)	7,25	6	Giảm
Đậu tương (USD/bushel)	14,25	13,50	Giảm
Lúa mì (USD/bushel)	7,50	7,00	Giảm

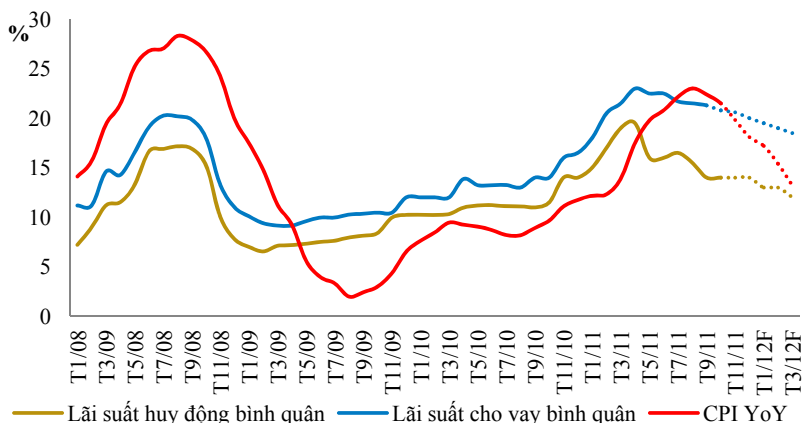
Nguồn: Bloomberg

Áp lực cầu kéo lên lạm phát giảm: Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2011 ước tính đạt 2.004,4 nghìn tỷ đồng, tăng 24,2% so với năm trước. Tuy nhiên nếu loại trừ yếu tố giá thì con số này chỉ tăng 4,7%, sụt giảm mạnh so với mức tăng trưởng trên 30% trong các năm trước. Điều này phản ánh sự yếu đi trong sức cầu nội địa trong năm vừa qua và dự báo sẽ khó tăng mạnh trong năm tới do Chính phủ tiếp tục ưu tiên thực hiện chính sách tài khóa thắt chặt thông qua việc giảm tổng cầu.

Các yếu tố khác:

- Năm 2012, chính phủ sẽ chi 59.300 tỷ đồng để tăng lương tối thiểu. Theo đó mức lương tối thiểu có thể tăng 26% so với năm 2011. Chúng tôi cho rằng, áp lực trực tiếp từ việc tăng lương lên lạm phát là không nhiều bởi vì đa số mức lương của cán bộ công nhân viên chức hiện tại đều cao hơn mức lương tối thiểu
- Mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao hơn nhưng nguồn vốn tín dụng sẽ ưu tiên vốn cho lĩnh vực nông nghiệp, sản xuất và xuất khẩu. Điều này không những kiểm soát được nguồn cung tiền nhằm tránh những ảnh hưởng lên lạm phát lại vừa tăng thêm nguồn cung hàng hóa. Tất nhiên, chúng tôi đưa ra quan điểm này dựa trên giả định nguồn vốn được đầu tư vào những dự án thực sự hiệu quả.
- Áp lực tăng giá xăng dầu trong nước dự kiến sẽ giảm so với năm ngoái dựa trên kỳ vọng giá dầu thế giới ổn định trong năm 2012.
- Giá than dự báo sẽ tăng tối thiểu 5%; giá điện tăng 10-15,4% (đóng góp khoảng gần 0,6-0,9% vào lạm phát năm 2012); giá dịch vụ y tế dự kiến có điều chỉnh tăng trong năm 2012.
- Năm 2012, Chính phủ đặt mục tiêu bội chi ngân sách ở mức 4,9% thấp hơn mức 5,3% trong năm 2011. Theo đó chính sách thắt chặt tiền tệ sẽ tiếp tục được triển khai trong năm 2012. Chúng tôi kỳ vọng, Chính phủ sẽ có những biện pháp quyết liệt hơn trong việc cắt giảm những dự án đầu tư không hiệu quả từ đó sẽ tránh được những áp lực lên ngân sách nhà nước cũng như áp lực lên lạm phát trong năm 2012.

Dự báo diễn biến lãi suất và lạm phát đến quý I/2012



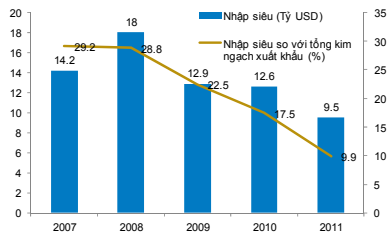
Nguồn: Bloomberg, BVSC

II. TỶ GIÁ

Trong những năm qua, VND luôn chịu áp lực mất giá so với đồng USD. Sự mất giá của VND ảnh hưởng trực tiếp tới lòng tin của các dòng vốn ngoại, do vậy diễn biến tỷ giá đóng một vai trò quyết định trong việc xác định sự vận hành của dòng vốn ngoại vào TTCK Việt Nam. Chúng tôi sẽ đánh giá những chỉ số để xác định diễn biến tỷ giá trong năm sau:

1. Cán cân thương mại – nhập siêu giảm

Giá trị nhập siêu, nhập siêu so với tổng kim ngạch XNK

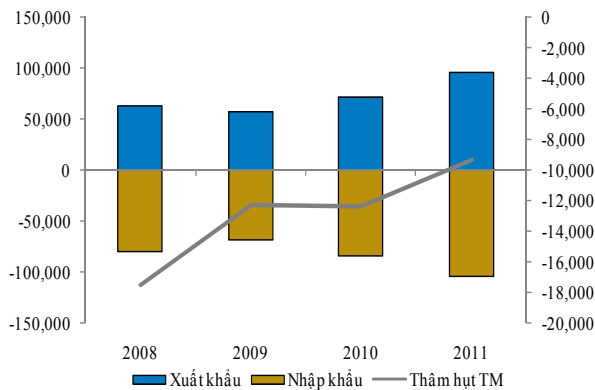


Nguồn: GSO

Về xuất nhập khẩu hàng hóa: Trong năm 2011, cán cân thương mại của Việt Nam chỉ ở mức 9,5 tỷ USD, giảm 25% so với năm 2010 và là một mức cải thiện đáng kể so với mức 18 tỷ USD trong năm 2008. Nếu so với kim ngạch xuất khẩu nhập khẩu, nhập siêu năm 2011 chỉ bằng 9,9%. Đây là mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua và là năm có tỷ lệ nhập siêu so với kim ngạch xuất khẩu thấp nhất kể từ năm 2002.

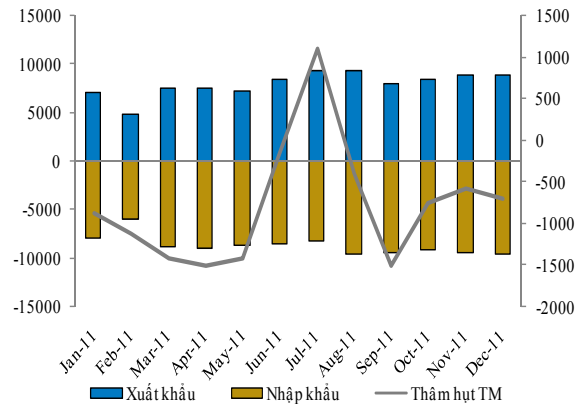
Tuy nhiên, phân tích diễn biến của thâm hụt thương mại qua các tháng thì chúng tôi nhận thấy lý do chính dẫn tới sự cải thiện về cán cân thương mại của Việt Nam trong năm qua là do Việt Nam đã xuất siêu gần 1,9 tỷ USD vàng vào thời điểm tháng 6 và tháng 7. Nếu loại việc xuất khẩu vàng, cán cân thương mại của Việt Nam sẽ ở mức 11,2 tỷ USD, chỉ giảm 10% so với năm 2010.

Giá trị xuất nhập khẩu các năm



Nguồn: GSO, Bloomberg

Giá trị xuất nhập khẩu các tháng



Nguồn: GSO, Bloomberg

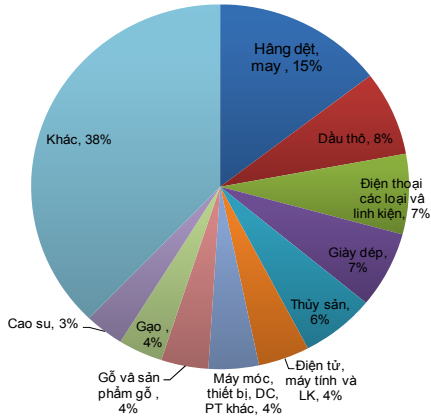
Về xuất nhập khẩu dịch vụ: Kim ngạch dịch vụ xuất khẩu năm 2011 ước tính đạt 8,8 tỷ USD, tăng 19% so với năm 2010, trong đó lớn nhất là dịch vụ du lịch đạt 5,6 tỷ USD, tăng 26,3%. Kim ngạch dịch vụ nhập khẩu năm 2011 ước tính đạt 11,9 tỷ USD, tăng 19,5% so với năm 2010, trong đó dịch vụ vận tải đạt 8,2 tỷ USD, tăng 24,7%; dịch vụ du lịch 1,71 tỷ USD, tăng 16,3%. Nhập siêu dịch vụ năm 2011 là 2,98 tỷ USD, tăng 21,1% so với năm 2010 và bằng 33,6% kim ngạch dịch vụ xuất khẩu năm 2011.

Đối với xuất khẩu hàng hóa: Năm 2011 là một năm Việt Nam tăng mạnh về xuất khẩu. Xuất khẩu tăng 33% so với 2010, ước tính đạt mức 96 tỷ USD. Các mặt hàng chủ chốt vẫn chiếm tỷ trọng lớn như dệt may (15%), dầu thô (8%), giày dép (7%), thủy hải sản (6%), gạo (4%).

Gần như tất cả các mặt hàng chính này đều có mức tăng trưởng đáng kể so với năm 2010 khi kim ngạch xuất khẩu dầu thô tăng 50%, cà phê tăng 53%, cao su tăng 40%, dệt may tăng 28%. Tuy nhiên, nếu nhìn đồ thị giá của các hàng hóa

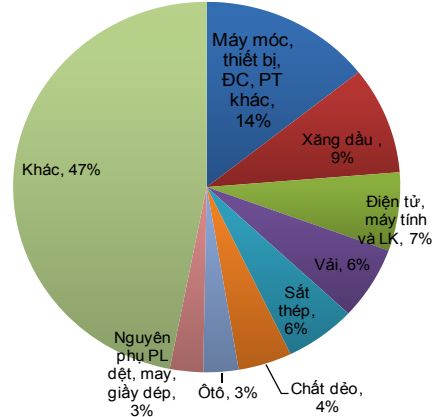
xuất khẩu trọng yếu thì sự tăng trưởng mạnh của kim ngạch xuất khẩu là do tăng trưởng về giá của các mặt hàng chứ không phải do tăng trưởng về sản lượng xuất khẩu.

Cơ cấu xuất khẩu trong năm 2011



Nguồn: GSO

Cơ cấu nhập khẩu năm 2011



Nguồn: GSO

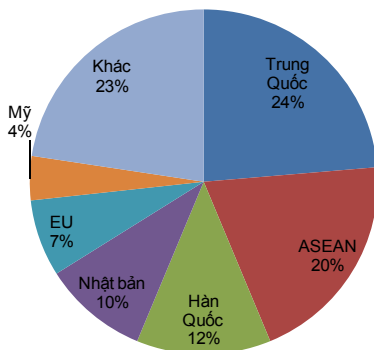
Với bối cảnh, kinh tế thế giới còn nhiều khó khăn do khủng hoảng nợ Châu Âu đang ảnh hưởng mạnh tới thương mại thế giới và cầu hàng hoá, đa số các hàng hoá xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam được dự báo sẽ giảm hoặc không có tăng trưởng đáng kể trong năm 2012. Tuy nhiên, do đa số hàng xuất khẩu của Việt Nam có độ co giãn thấp, do vậy chúng tôi dự báo không có thay đổi đáng kể về tổng sản lượng xuất khẩu. Như vậy, bức tranh xuất khẩu năm 2012 của Việt Nam được dự báo sẽ khó có thể có bước tăng trưởng vượt bậc như năm 2011 và chúng tôi dự báo chỉ tăng trưởng ở mức khoảng 10% và đạt mức 105 tỷ USD.

Đối với nhập khẩu hàng hóa: Tổng kim ngạch nhập khẩu đạt mức 105 tỷ USD tương đương với mức 24% so với năm 2010. Cơ cấu kim ngạch hàng hóa nhập khẩu năm nay không có sự thay đổi lớn so với năm trước, trong đó nhóm tư liệu sản xuất vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất với 90,6%, tăng 0,6 điểm phần trăm so với năm 2010; nhóm hàng vật phẩm tiêu dùng giảm từ 8,8% năm 2010 xuống còn 7,6%; nhóm vàng và các sản phẩm vàng tăng từ 1,2% lên 1,8%. Đơn giá nhiều mặt hàng trên thị trường thế giới tăng cao là một trong những nguyên nhân chủ yếu làm tăng kim ngạch hàng hóa nhập khẩu năm nay, trong đó có các mặt hàng tăng trên 40% như giá bông tăng 72%; giá xăng, dầu tăng 46%. Nếu loại trừ yếu tố giá, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu năm 2011 chỉ tăng 3,8% so với năm 2010.

Về thị trường hàng hóa nhập khẩu, Trung Quốc tiếp tục là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch đạt 24,6 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 24%. Trong năm 2011, Trung Quốc cũng chịu áp lực lạm phát và tăng tỷ giá đồng nhân dân tệ đã ảnh hưởng không nhỏ đến mức tăng giá các mặt hàng nhập khẩu của Việt Nam. Trong năm 2012, áp lực của nhiều quốc gia đòi hỏi Trung Quốc tiếp tục điều chỉnh tăng giá đồng nhân dân tệ có thể ảnh hưởng tiêu cực đến giá các mặt hàng nhập khẩu của Việt Nam.

Đặc thù của nền kinh tế Việt Nam gia công nhiều, do vậy tốc độ tăng trưởng của nhập khẩu thường sẽ đi đôi với tốc độ tăng trưởng xuất khẩu. Với tình hình xuất khẩu được dự báo chỉ tăng trưởng 10% trong năm 2012 và cơ cấu cũng

Thị trường hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: GSO

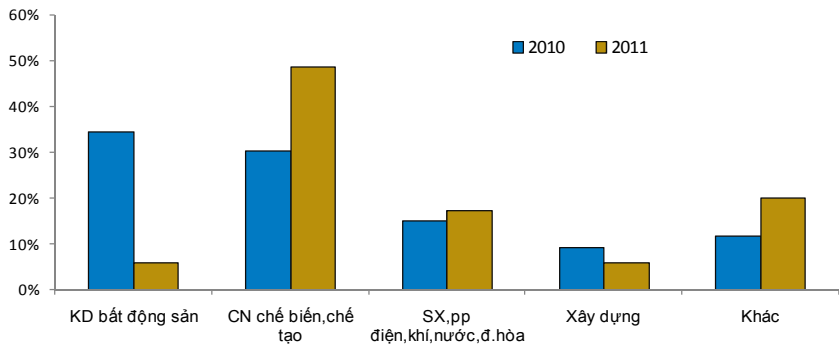
như giá trị nhập khẩu không có sự thay đổi đáng kể trong năm 2012. Chúng tôi dự báo mức thâm hụt của Việt Nam năm 2012 sẽ vào khoảng 10 tỷ USD.

2. Các nguồn vốn tài trợ thâm hụt

FDI và FII – Giảm về lượng nhưng có dấu hiệu chuyển biến về chất

Nhìn chung bức tranh tổng thể FDI của năm 2011 không quá bi quan, khi nguồn vốn giải ngân từ FDI là 11 tỷ USD, tương đương với mức giải ngân của năm 2010. Tuy nhiên, lượng FDI đăng ký sụt giảm đáng kể. Cụ thể, lượng vốn đăng ký mới chỉ ở mức 11,5 tỷ USD, tương đương với 65% năm 2010 và lượng vốn đăng ký tăng thêm ở mức 3,1 tỷ USD, tăng 165% so với cùng kỳ.

Tỷ trọng đầu tư FDI theo ngành năm 2010 và 2011



Nguồn: GSO

Tuy nhiên, xét cơ cấu FDI đăng ký trong năm 2011 có dấu hiệu chuyển biến tích cực khi dòng vốn có xu hướng giảm ở lĩnh vực bất động sản có tính đầu cơ cao và tăng ở lĩnh vực sản xuất.

Chúng tôi cho rằng FDI giải ngân trong năm 2012 có thể đạt mức 9-10 tỷ USD, thấp hơn so với năm 2010 (11 tỷ). Nguyên nhân là do dòng vốn đăng ký năm 2009 và 2010 đều ở mức cao và độ trễ triển khai các dự án này sẽ rơi vào năm 2011 cũng như các năm sau đó. Ngoài ra, sự chuyển dịch cơ cấu đầu tư vào các ngành Việt Nam có lợi thế cạnh tranh và giá trị gia tăng cao cũng sẽ đảm bảo tốc độ giải ngân trong thời gian tới. Cụ thể, giảm đầu tư vào bất động sản (từ mức 37% trong năm 2010 xuống mức thấp dưới 3%) và tăng đầu tư vào các ngành sản xuất (từ mức 27% trong năm 2010 lên mức 50% trong năm 2011).

FII

Dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) được thực hiện chủ yếu qua các quỹ đầu tư. Nguồn vốn FII vào Việt Nam trong năm 2011 ước đạt mức 1 tỷ USD. Dự báo về năm 2012, áp lực bán của các quỹ thành lập vào những năm 2006-2007 (giải thể quỹ) tương đương với 14.000 tỷ đồng. Ngược lại, xu hướng đầu tư vào Việt Nam thông qua phương thức sáp nhập, mua/bán cho cổ đông chiến lược và IPO đã diễn ra khá mạnh trong năm 2011 và xu hướng được dự báo sẽ tiếp diễn trong năm 2012. Điển hình là thương vụ Mizuho mua 15% cổ phần của Vietcombank thu về hơn 11.800 tỷ VND. Chúng tôi dự báo dòng vốn FII có thể vẫn duy trì ở mức dương 1 tỷ USD tương đương với năm 2011.

Kiểm hối – Tăng mạnh, hỗ trợ cán cân thanh toán

Kiểm hối năm 2011 đạt mức kỷ lục 9 tỷ USD; tăng 1 tỷ USD so với 2010. Đây

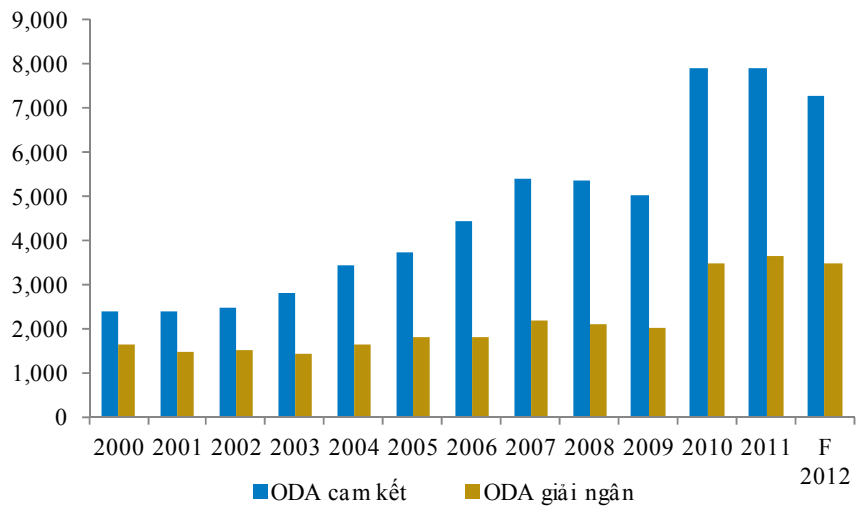
là một mức tăng tương đối ấn tượng nếu xét trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn. Chính sách thông thoáng đối với kiều bào ở nước ngoài cũng như luật đất đai cho phép Việt kiều mua nhà trong nước đã giúp khơi thông nguồn lực quan trọng này, khiến cho nguồn kiều hối không ngừng tăng mạnh trong những năm gần đây.

Dự báo năm 2012 sẽ là một năm khó khăn cho nguồn kiều hối do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Theo ước lượng của chúng tôi, lượng kiều hối trong năm 2012 có thể giảm nhẹ so với năm 2011, đạt 8 tỷ USD. Lý do là các kênh đầu tư truyền thống như bất động sản và lãi suất ngoại tệ cao đang giảm mức hấp dẫn tại Việt Nam.

ODA – Duy trì sự ổn định

ODA là nguồn vốn tương đối ổn định và biến động ít hơn trong suy thoái kinh tế so với các nguồn vốn khác. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nguồn vốn này có thể đạt khoảng 3,65 tỷ USD, tăng 3% so với năm 2010. Về phía Việt Nam, Chính phủ cũng đã có những nỗ lực trong việc sử dụng nguồn vốn vay ưu đãi và dài hạn này. Tuy nhiên, với bối cảnh vĩ mô toàn cầu được dự báo sẽ khó khăn trong năm sau, chúng tôi dự báo mức giải ngân đối với nguồn vốn này sẽ ở mức 3,5 tỷ trong năm 2012.

Giá trị ODA cam kết và giải ngân các năm



Nguồn: Bộ KH&ĐT, BVSC

3. Tỷ giá: Năm 2012 - xu hướng tăng trong vòng kiểm soát

Chúng tôi dự báo mức thặng dư của cán cân thanh toán tổng thể ở mức dương 0.5 tỷ USD trong năm 2012. Chúng tôi đưa ra dự báo này, do chúng tôi đánh giá: (1) tình hình cán cân thương mại sẽ tăng nhẹ so với năm 2011, do tăng trưởng xuất khẩu khó có thể bù đắp được cho sự sụt giảm của tăng trưởng vàng trong năm 2011; (2) FDI giải ngân dự kiến sẽ giảm khoảng 2 tỷ USD so với năm 2011; (3) Kiều hối dự báo sẽ giảm 1 tỷ USD và 4) ODA và FII duy trì mức tương đương với năm 2011.

Mặc dù mức thặng dư có thể giảm song theo quan điểm của chúng tôi, cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam có thể vẫn ở mức an toàn do nợ ngắn hạn nước ngoài hiện nay của Chính phủ tương đối thấp. Tuy nhiên, mức giảm thặng

đur này kết hợp với tình trạng thâm hụt ngân sách và chính sách tài khoá mở rộng nhằm kích cầu của Chính phủ vẫn sẽ gây áp lực rất lớn lên tỷ giá của Việt Nam trong năm 2012.

Theo chúng tôi, tỷ giá USD/VND sẽ có xu hướng tiếp tục tăng trong năm tới. Tuy nhiên, không giống với diễn biến trong năm 2011, tỷ giá nhiều khả năng sẽ tăng trong vòng kiểm soát và chủ động của NHNN. Dự báo xu hướng tăng của chúng tôi được căn cứ trên những lý do sau:

- NHNN sẽ không có áp lực điều hành tăng tỷ giá nhằm hỗ trợ xuất khẩu. Trên thực tế, trong năm 2011 vừa qua, VND đã suy yếu 10% so với USD, trong khi các nước các đặc thù xuất khẩu tương tự như Việt Nam đã tăng giá đáng kể trong năm qua (Rupee của Ấn Độ tăng giá 19%, Rupiah của Indonesia tăng giá 5%).
- Trong năm 2011 vừa qua, NHNN đã đẩy mạnh việc quản lý giao dịch ngoại hối và vàng. Tuy đây chỉ là chính sách mang tính chất hành chính, nhưng trên thực tế các chính sách này đã phần nào giảm sức hấp dẫn của việc đầu cơ, đặc biệt đối với vàng.
- Việc xử lý nợ xấu trong hệ thống ngân hàng (chủ yếu với các khoản cho vay bất động sản trước đây) sẽ góp phần làm đồng VND yếu đi một cách tương đối. Việc NHNN có thể phải hỗ trợ vốn cho các NHTM trong việc xử lý hoặc thanh lý các khoản vay không có khả năng trả nợ. Việc này sẽ làm VND yếu đi so với các ngoại tệ khác. Năm 2011, dự báo thị trường BĐS vẫn khó có thể ấm lên, và tổng dự nợ BĐS còn tồn đọng được dự báo vẫn ở mức khá cao.
- Áp lực rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài vẫn còn rất lớn. Khủng hoảng tài chính thế giới khó có thể phục hồi trong ngắn hạn, nhu cầu khối ngoại rút vốn đầu tư vào các thị trường trọng yếu, có độ rủi ro thấp cũng có thể là một áp lực làm tỷ giá tăng.
- Thâm hụt thương mại sẽ duy trì ở mức 9-10 tỷ, tuy nhiên do Việt Nam vẫn là địa chỉ hấp dẫn trong việc thu hút được nguồn vốn ODA, FDI hay kiều hối nên cán cân thanh toán tổng thể không rơi vào tình trạng quá lo ngại.

Vấn đề thiếu hụt ngoại hối và tâm lý có thể sẽ không còn là vấn đề trọng tâm trong năm 2012. Theo đó, chúng tôi nghiêng hơn về ý muốn chủ quan muốn nâng tỷ giá của các cơ quan điều hành. Tuy nhiên, áp lực về nguy cơ lạm phát tăng trở lại vào thời điểm cuối năm 2012 sẽ khiến việc nâng tỷ giá sẽ diễn ra theo kịch bản thận trọng. Dự báo tỷ giá USD/VND vào cuối năm tăng 3% có thể đạt mức 21.700-22.100 VND/USD.

III. CÁC CHUYỂN BIẾN TRONG THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Với dự báo lạm phát ở mức 8-9%, chúng tôi cho rằng thị trường tiền tệ sẽ có những diễn biến như sau

- *Chính sách tiền tệ* – Với tình hình lạm phát ở mức một con số, NHNN sẽ có nhiều “room” hơn trong việc điều hành chính sách tiền tệ trong năm 2012. Tuy vậy, chúng tôi dự báo NHNN vẫn sẽ duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt trong năm tới khi rủi ro lạm phát vẫn luôn thường trực đối với nền kinh tế Việt Nam. Khả năng chính sách tiền tệ sẽ nới lỏng hơn kể từ cuối quý

I/2012 và đầu quý II/2012, tuy nhiên chính sách tiền tệ vẫn được kiểm soát chặt nhằm cân bằng giữa lạm phát và tăng trưởng.

- *Hệ thống Ngân hàng* – Ngoài các yếu tố tích cực của việc giảm lãi suất, một trong các rủi ro tiềm ẩn là dòng tiền sẽ phần nào chảy ra khỏi một số các Ngân hàng nhỏ và điều này sẽ tăng rủi ro đối với hệ thống. Diễn hình là trong năm 2011 vừa qua, việc điều chỉnh mặt lãi suất huy động xuống mức trần 14% đã ảnh hưởng lớn tới khả năng huy động của các Ngân hàng nhỏ. Do vậy, chúng tôi đánh giá tiền trình giảm lãi suất trong năm 2012 sẽ khó có thể xảy ra đột ngột như năm 2011 và sẽ diễn ra trong một giai đoạn dài và yếu tố quyết định sẽ là khả năng huy động thực của hệ thống Ngân hàng, đặc biệt đối với các ngân hàng nhỏ.
- *Lãi suất huy động và cho vay có cơ sở để điều chỉnh giảm* – Lạm phát liên tục tăng cao trong thời gian vừa qua là nguyên nhân chính đẩy mặt bằng lãi suất tăng theo. Không chỉ vậy, sự bất ổn của lạm phát còn khiến người dân mất niềm tin vào đồng nội tệ từ đó góp phần tạo ra những bất ổn trên thị trường ngoại hối và thị trường vàng. Dựa trên dự báo về xu hướng tích cực của lạm phát trong năm 2012, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất huy động có cơ sở để giảm xuống 14% từ cuối quý I/2012 (đặc biệt là sau dịp Tết Nguyên đán khi mà lạm phát bắt đầu hạ nhiệt nhanh) sau đó nhiều khả năng sẽ tiếp tục giảm dần và đến cuối năm dao động quanh mức 11-12%. Với kỳ vọng này, lãi suất cho vay nhiều khả năng sẽ giảm xuống mức 15-16% trong năm 2012.
- *Khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp* – Với mặt bằng lãi suất ở mức “dễ thở” hơn, việc tiếp cận nguồn vốn của doanh nghiệp sẽ trở nên khả thi hơn trong năm 2012. Tuy nhiên, thông điệp của NHNN trong năm 2012 vẫn sẽ tập trung vào các ngành sản xuất nhằm tăng tính hiệu quả của dòng vốn. Do vậy, chúng tôi đánh giá chỉ một số ngành nghề sẽ được tiếp cận vốn thuận lợi hơn và tình hình thiếu vốn đặc biệt đối với các doanh nghiệp phi sản xuất vẫn có thể còn tiếp diễn trong năm 2012.
- *Kích thích đầu tư* – Với mặt bằng lãi suất giảm, chúng tôi dự báo dòng tiền của nền kinh tế sẽ có các chuyển dịch tích cực hơn so với năm 2011, và sẽ tăng việc đầu tư vào các kênh có khả năng sinh lời cao hơn. Xét về tổng quan các kênh đầu tư chính như vàng, USD, bất động sản, tiền gửi và TTCK, chúng tôi đánh giá cao khả năng dòng tiền nội sẽ chuyển dịch phần nào từ tiền gửi và các kênh đầu tư mạo hiểm hơn như TTCK và bất động sản.

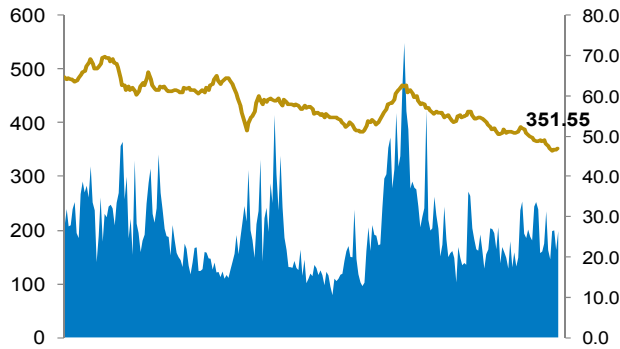
PHẦN 2 - THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG NĂM 2011

1. Diễn biến thị trường

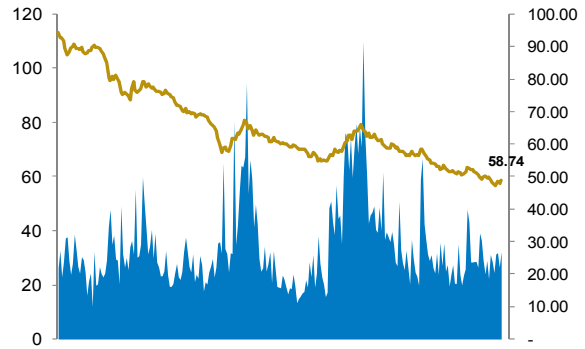
Khủng hoảng nợ công tại Châu Âu trong năm 2011 đã gây tác động tiêu cực đến nhiều nền kinh tế, gây tâm lý bất ổn với các nhà đầu tư trên thế giới. Tại Việt Nam, chính sách kích cầu trong năm 2009 đã bơm lượng tiền lớn vào lưu thông, kết hợp cùng biến động tăng giá của nhiều nguyên vật liệu đầu vào đã tạo đà cho lạm phát tăng mạnh trong năm 2011. Nằm trong bối cảnh kinh tế khó khăn, thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua một năm với diễn biến không thuận lợi.

Diễn biến chỉ số VnIndex trong năm 2011



Nguồn: BVSC, Bloomberg

Diễn biến chỉ số Hnx-Index trong năm 2011



Nguồn: BVSC, Bloomberg

Trong năm 2011, diễn biến thị trường có thể chia thành 3 giai đoạn chính:

- **Giai đoạn 1: từ tháng 1/2010 đến tháng 5/2011.** Đây là giai đoạn thị trường có xu hướng giảm điểm là chủ đạo. Thông tin tác động mạnh đến thị trường là các thông tin có liên quan đến chỉ số CPI. Các yếu tố như tỷ giá được điều chỉnh 9.3%, giá xăng tăng gần 30%, giá điện tăng trên 15% đều là những thông tin tác động tiêu cực đến thị trường. Trong giai đoạn này, Hnx-Index giảm 39.6%, còn chỉ số VnIndex giảm 13.13%. Chỉ số VnIndex có mức sụt giảm nhẹ hơn so với Hnx-Index do tại sàn Tp.Hồ Chí Minh nhà ĐTNN tham gia mua mạnh các cổ phiếu có vốn hóa lớn.
- **Giai đoạn 2: từ tháng 6/2011 đến tháng 9/2011.** Đây có thể xem là giai đoạn thị trường đi ngang, chỉ số VnIndex tăng 1.43% còn Hnx-Index tăng 2.9%. Các thông tin hỗ trợ thị trường như thông tư về quản lý giao dịch, thông tư về giao dịch ký quỹ cho thấy sự quan tâm của các cơ quan quản lý đối với thị trường chứng khoán. Kỳ vọng về lạm phát bắt đầu bước vào giai đoạn lập đỉnh và lãi suất bắt đầu hạ đã tạo nền ổn định cho tâm lý nhà đầu tư.
- **Giai đoạn 3: từ tháng 10/2011 đến tháng 31/12/2011.** Đây là giai đoạn thị trường quay trở lại xu hướng giảm. Mặc dù lạm phát bắt đầu có dấu hiệu được kiểm soát, tỷ giá được giữ ổn định, tuy nhiên đây là giai đoạn các nhà đầu tư, các doanh nghiệp bắt đầu ngấm sự khó khăn do chính sách tiền tệ, tài khóa thắt chặt. Các thành phần trên thị trường đều gặp khó khăn trong việc tiếp cận với nguồn vốn. Nếu tiếp cận được vốn thì chi phí sử dụng vốn ở mức cao. Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong quý III giảm mạnh khiến mức hấp dẫn của các cổ phiếu giảm. Bên cạnh đó, thông tin về các vụ vỡ nợ, thanh khoản trong hệ thống ngân hàng đã tạo tâm lý lo ngại cho nhà đầu tư trong quá trình tham gia thị trường.

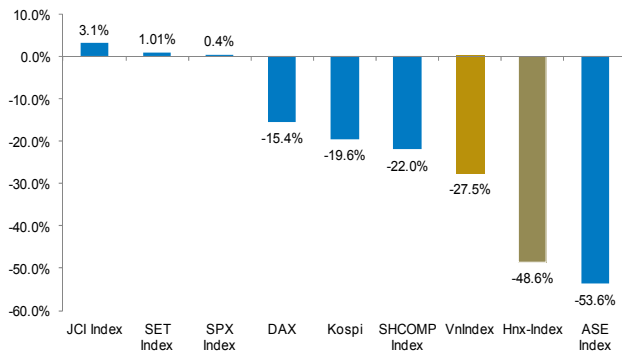
Trong năm 2011, HnIndex đã giảm 49% và đóng cửa ở mức thấp nhất trong lịch sử.

Tuy diễn biến với 3 giai đoạn, nhưng xu hướng chung của thị trường là xu hướng đi xuống. Dòng tiền trong thị trường sụt giảm mạnh và có tính thận trọng cao đã khiến thanh khoản thị trường ở mức rất thấp.

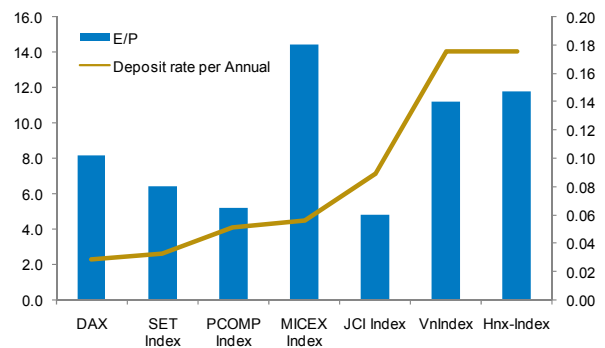
2. Thị trường chứng khoán Việt Nam giảm mạnh nhưng vẫn chưa đủ hấp dẫn

Một trong những thị trường giảm mạnh nhất trên thế giới. Chỉ số VnIndex và Hnx-Index giảm mạnh so với các thị trường khác trong khu vực và trên thế giới. Mức giảm của Hnx-Index là 49%, gần sát với mức sụt giảm của thị trường Hy Lạp, nền kinh tế chịu ảnh hưởng nặng nề của khủng hoảng nợ công, với mức giảm 54%. So với các thị trường khác trong khu vực Đông Nam Á như: Thái Lan, Indonesia, hay Philippines thì cả hai chỉ số chứng khoán của Việt Nam đều có diễn biến tiêu cực hơn.

Biến động của một số thị trường



Chỉ số E/P và lãi suất tiền gửi kỳ hạn năm



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lãi suất cao nên P/E thấp cũng chưa đủ hấp dẫn. Xét về chỉ số P/E, mức P/E của các doanh nghiệp niêm yết tại sàn HSX là 7,2, còn tại sàn HNX là 6,8. Tuy thấp hơn các thị trường khác, nhưng mức P/E này chưa thực sự hấp dẫn do lãi suất tiền gửi ở Việt Nam thường xuyên duy trì ở mức cao, quanh mức 14%/năm. Trong khi đó, tại các nền kinh tế khác trong khu vực, mức lãi suất tiền gửi chỉ bằng ½ so với lãi suất tiền gửi ở Việt Nam. Cụ thể, lãi suất tiền gửi kỳ hạn năm tại Thái Lan là khoảng 3%/năm, Indonesia là khoảng 7%/năm còn tại Philippines là 4%/năm. Điều này có thể thấy rõ hơn qua việc so sánh chỉ số E/P với lãi suất tiền gửi kỳ hạn năm ở các thị trường.

3. Thanh khoản thị trường thấp nhất trong 03 năm trở lại đây

Giá trị giao dịch hai sàn ở mức thấp so với các thị trường trong khu vực.

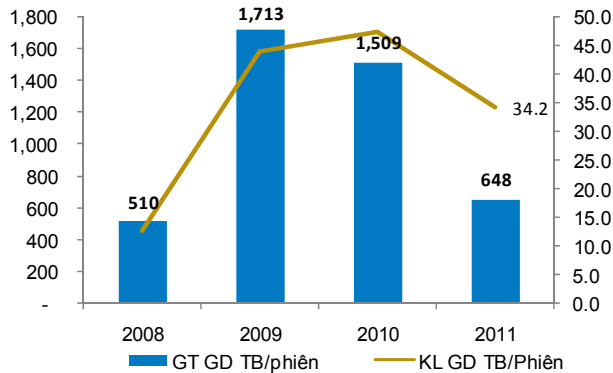
Thanh khoản thị trường sụt giảm mạnh. Giá trị giao dịch trung bình/phiên trong năm 2011 đã giảm 57% so với năm 2010, chỉ đạt 649 tỷ/phiên. Khối lượng giao dịch cũng giảm mạnh, giảm 27,5 % về còn 34,2 triệu đơn vị so với mức 47,2 triệu đơn vị/phiên của năm 2010. Đây là mức thấp nhất trong vòng 03 năm trở lại đây.

Và ở mức thấp so với các thị trường khác trong khu vực. Năm 2011, giá trị giao dịch trung bình phiên của cả hai sàn HSX, HNX đạt mức trung bình khoảng 31 triệu USD/phiên. Nếu so giá trị giao dịch của thị trường Việt Nam với một số thị trường khác trong khu vực như thị trường Thái Lan, Indonesia hay Philippines thì giá trị giao dịch/phiên của thị trường Việt Nam ở mức rất thấp.

Thanh khoản thấp có nguyên nhân từ sụt giảm cầu. Số doanh nghiệp niêm yết mới kể từ năm 2009 là trên 350 doanh nghiệp, với lượng cổ phiếu trên 13 tỷ

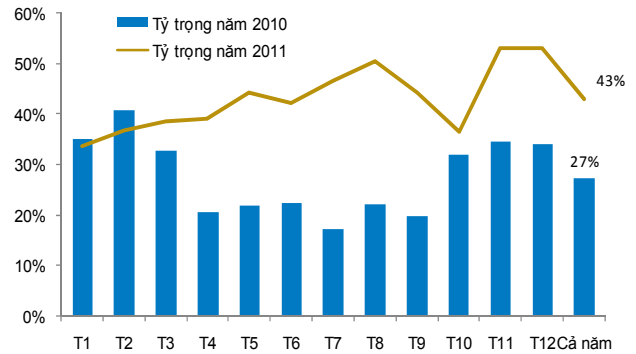
đơn vị. Điều này cho thấy thị trường không thiếu hàng hóa để nhà đầu tư lựa chọn, thanh khoản giảm có nguyên nhân từ phía cầu. Chúng tôi cho rằng thanh khoản thị trường thấp do các nhà đầu tư rất khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn, xuất phát từ các chính sách liên quan đến quản lý tín dụng.

Khối lượng và giá trị giao dịch trung bình phiên tại sàn HSX giai đoạn 2008-2011



Nguồn: BVSC, HoSE, Bloomberg

Tỷ trọng giá trị giao dịch 20 mã có vốn hóa lớn nhất tại HSX trong tổng giá trị giao dịch thị trường



Nguồn: BVSC, HoSE, Bloomberg

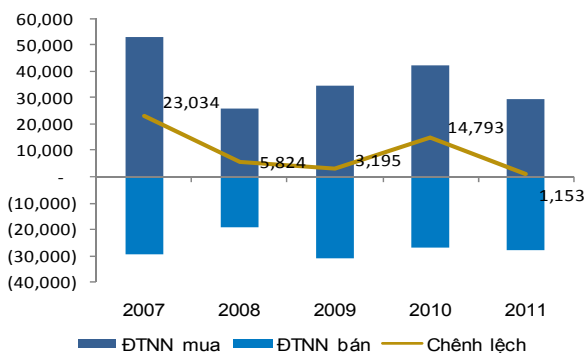
Nhà đầu giảm dần sự quan tâm đến các mã vốn hóa nhỏ, các mã có tính đầu cơ cao. Các mã blue chips có vốn hóa lớn đang hút sự quan tâm của dòng tiền.

Các blue chips đang dần lấy lại vị trí trung tâm. Dòng tiền còn lại trong thị trường chuyển dần từ các mã có tính đầu cơ cao sang các mã blue chips có vốn hóa lớn. Đây là các mã duy trì được thanh khoản tương đối tốt và có kết quả kinh doanh ổn định. Tỷ trọng giá trị giao dịch của 20 mã vốn hóa lớn nhất, có xu hướng tăng theo các tháng trong năm 2011 và tăng mạnh so với năm 2010. Dấu hiệu này phản ánh sự thận trọng khi tiếp cận thị trường của dòng tiền.

Trên thực tế, không chỉ nhà đầu tư trong nước mà cả nhà ĐTNN cũng giảm quy mô giao dịch trên thị trường niêm yết. Một mặt do bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn, mặt khác do thị trường niêm yết chưa đủ hấp dẫn nhà ĐTNN.

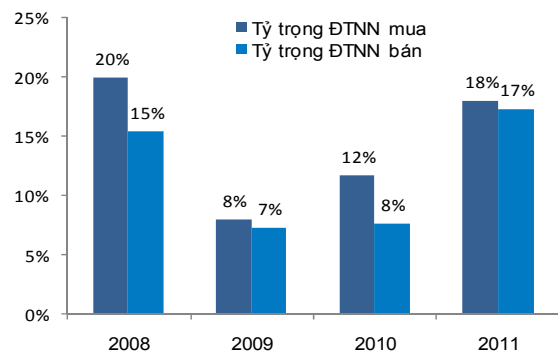
4. Nhà đầu tư nước ngoài mua ròng thấp nhất kể từ năm 2007

Giao dịch nhà ĐTNN giai đoạn 2007-2011



Nguồn: BVSC, HoSE, Bloomberg

Tỷ trọng mua, bán của nhà ĐTNN/giá trị giao dịch



Nguồn: BVSC, HoSE, Bloomberg

Chưa hút thêm được dòng vốn mới, giá trị mua ròng của nhà ĐTNN giảm mạnh.

Giá trị bán tăng không đáng kể, nhưng giá trị mua sụt giảm mạnh. Nhà ĐTNN mua ròng 1.153 tỷ trong cả năm 2011, mức thấp nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. So với năm 2010, giá trị mua ròng của nhà ĐTNN đã giảm tới 92%. Còn tổng giá trị mua của nhà ĐTNN giảm 30% so với năm 2010, chỉ đạt 29.266 tỷ. Trong khi dòng tiền vào giảm mạnh, thì giá trị bán ra của nhà ĐTNN tăng không đáng kể. Giá trị bán ra của nhà ĐTNN chỉ tăng 3,7% so với giá trị bán

Giao dịch của nhà ĐTNN trong năm 2011 có ảnh hưởng lớn đến diễn biến của VnIndex.

năm 2010, nhưng mức này vẫn còn thấp hơn 9,8% nếu so với năm 2009. Giá trị mua ròng giảm mạnh có nguyên nhân từ dòng tiền vào của nhà ĐTNN hơn là từ sức ép của dòng tiền rút ra. Chúng tôi cho rằng mặc dù có động thái rút vốn của một số quỹ do đến thời hạn đóng quỹ, nhưng xét trong tổng giá trị mua-bán của nhà ĐTNN trong năm 2011 thì giá trị này là không lớn.

Giá trị mua ròng giảm, nhưng vị thế của nhà ĐTNN trên thị trường tăng. Do đặc thù thanh khoản thị trường ở mức thấp, nên tỷ trọng giao dịch của nhà ĐTNN chiếm ưu thế trong giao dịch toàn thị trường. Tỷ trọng giao dịch của khối ngoại trong năm 2011 cao hơn các năm 2009, 2010 và tương đương với năm 2008. Cụ thể, tỷ trọng mua nhà ĐTNN chiếm 18%, còn tỷ trọng bán chiếm 17% trên tổng giá trị giao dịch toàn thị trường. Với tỷ trọng cao, động thái giao dịch của nhà ĐTNN đã có ảnh hưởng lớn đến chỉ số VnIndex. Đây cũng là lý do khiến chỉ số VnIndex có mức giảm thấp hơn chỉ số Hnx-Index trong năm 2011, khi tại sàn HNX đối tượng tham gia chủ yếu vẫn là nhà đầu tư cá nhân trong nước.

Trong năm 2011, mặc dù thị trường niêm yết không thu hút thêm được dòng vốn ngoại, nhưng chứng khoán Việt Nam vẫn là địa chỉ hấp dẫn thu hút sự quan tâm của dòng vốn ngoại. Điều này được thể hiện ở giá trị các thương vụ mua bán thông qua hình thức M&A, thông qua việc mua cổ phiếu của các đợt phát hành riêng lẻ, các đợt phát hành cho đối tác chiến lược. Đó là các thương vụ đầu tư vào một số doanh nghiệp như: VCB, CTG, Halico, Masan food, ... Đây cũng có thể là cách thức tiếp cận chủ đạo của nhà ĐTNN vào thị trường Việt Nam trong thời gian tới.

II. 2011, NĂM CỦA SỰ SUY GIẢM

1. Dòng tiền nội và ngoại trong thị trường đều sụt giảm

i. Chi phí vốn cao, khó tiếp cận vốn là rào cản đối với dòng tiền nội

Tăng trưởng tín dụng và thanh khoản ngân hàng thấp. Trong hơn 10 năm từ 2000 - 2011, tăng trưởng tín dụng trung bình của hệ thống là 29,4%/năm, còn trong 5 năm qua là 33,5%/năm, nhưng năm 2011 tăng trưởng tín dụng chỉ ở mức khoảng 12% - 13%. Với tốc độ tăng trưởng tín dụng luôn ở mức cao trong những năm trước khiến chất lượng tài sản, chất lượng lợi nhuận của các ngân hàng ở mức thấp. Điều này càng trở nên rủi ro hơn khi bối cảnh kinh tế khó khăn, tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp sụt giảm, các thị trường tài sản lớn như bất động sản, chứng khoán trong xu hướng đi xuống. Đây là những nguyên nhân chính khiến thanh khoản của các ngân hàng giảm, từ đó đã tác động đến cả thanh khoản của thị trường tài chính, nền kinh tế.

Quy định về tỷ lệ cho vay phi sản xuất của NHNN giảm. Bên cạnh tỷ lệ tăng trưởng tín dụng ở mức thấp, tín dụng các lĩnh vực phi sản xuất (chứng khoán, tiêu dùng, bất động sản) còn giảm sút mạnh do có sự chỉ đạo quyết liệt của Chính phủ. Ngày 1/3/2011, Ngân hàng Nhà nước ban hành Chỉ thị 01/CT-NHNN về thực hiện giải pháp tiền tệ và hoạt động ngân hàng, trong đó yêu cầu các tổ chức tín dụng giảm tỷ trọng tín dụng phi sản xuất trong tổng dư nợ: xuống còn 20% vào 30/6/2011 và tiếp tục rút xuống còn 16% vào 31/12/2011. Đây là áp lực lớn khiến nhà đầu tư trong nước phải rút vốn hoàn trả lại ngân hàng. Sự thiếu hụt nguồn tiền trong ngắn hạn tác động tiêu cực đến diễn biến thị trường.

Nguồn tín dụng cho chứng khoán bị thu hẹp, nhà đầu tư trong nước khó tiếp cận vốn.

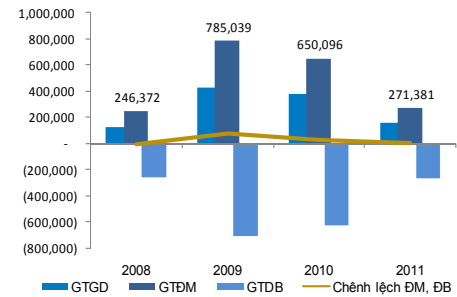
Lãi suất cao là rào cản cho sự tăng trưởng của thị trường chứng khoán.

Lãi suất luôn duy trì ở mức cao. Lãi suất cho vay năm 2011 duy trì ở mức quanh 18-20%, khiến chi phí vốn của nhà đầu tư và doanh nghiệp ở mức rất cao, ảnh hưởng lớn đến khả năng sinh lời của các đối tượng này. Lãi suất cao không chỉ khiến nhà đầu tư ngần ngại trong việc vay vốn đầu tư, mà còn trở thành kênh thu hút dòng tiền, cạnh tranh trực tiếp với thị trường chứng khoán.

Sự hấp dẫn của các kênh đầu tư khác. Trong các kênh như gửi tiết kiệm, bất động sản, vàng hay ngoại tệ có thể nhận thấy kênh đầu tư chứng khoán không phải là kênh hấp dẫn. Sự biến động của giá vàng, sự sụt giảm của giá bất động sản hay sự hấp dẫn của kênh gửi tiết kiệm đều khiến nhà đầu tư phải cân nhắc khi lựa chọn kênh đầu tư.

Dòng tiền trong thị trường giảm mạnh, tổng giá trị cầu trên sàn HSX trong năm 2011 chỉ đạt 271 ngàn tỷ, bằng 41% so với giá trị cầu năm 2010. Một mặt, do bối cảnh kinh tế trong nước khiến một phần dòng tiền đã bị rút ra khỏi thị trường. Mặt khác, những biến động “sóng” trong ngắn hạn xảy ra với tần suất thấp khiến nhà đầu tư ít quan tâm đến thị trường, số vòng quay của dòng tiền giảm mạnh.

Diễn biến giá trị đặt mua, đặt bán tại HSX qua các năm



Bên cạnh các nguyên nhân trên, nhà đầu tư trong nước còn không nhận được hỗ trợ vốn từ các công ty chứng khoán. Do triển khai mạnh các dịch vụ margin từ giai đoạn trước khiến nhiều công ty chứng khoán nhỏ gặp khó khăn thanh khoản khi thị trường đi xuống.

ii. Rủi ro tỷ giá, quy mô thị trường nhỏ và tỷ lệ sinh lời âm, khiến thị trường niềm yết không thu hút được sự quan tâm của nhà ĐTNN

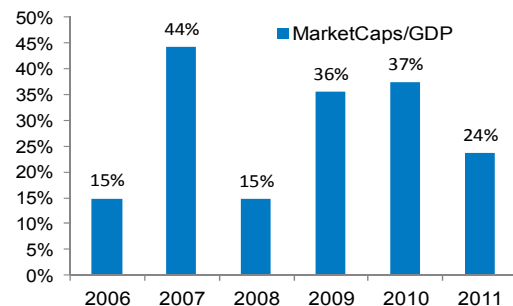
Bối cảnh kinh tế thế giới. Khủng hoảng ở khu vực đồng tiền chung Châu Âu, khiến nhiều quốc gia bị hạ xếp hạng tín dụng; rủi ro lạm phát trong những tháng đầu năm tại thị trường Trung Quốc khiến nhu cầu đầu tư đối với nhiều nhà đầu tư trên thế giới giảm. Nhu cầu bảo toàn vốn được ưu tiên hàng đầu, do vậy dòng tiền mới khó huy động hơn để tiếp cận vào các thị trường đang phát triển như Việt Nam.

Biến động tỷ giá VND/USD, VnIndex và Hnx-Index

	VND/USD	VnIndex	HnxIndex
2007	-0.1%	23.3%	33.2%
2008	-5.4%	-66.0%	-67.5%
2009	-5.7%	56.8%	60.0%
2010	-5.5%	-2.0%	-32.1%
2011	-10.0%	-28.2%	-50.4%
2007-2011	-29.4%	-62%	-82%

Nguồn: BVSC, Bloomberg

Tỷ trọng vốn hóa thị trường so với GDP giai đoạn 2006-2007



Nguồn: BVSC, HoSE, Bloomberg

Rủi ro giảm giá VND. Kể từ năm 2007, tỷ giá liên tục được điều chỉnh giảm. Tổng mức giảm từ 2007-2011 vào khoảng 29,4%. Biến động mạnh của lạm

Chịu nhiều rủi ro khi đầu tư vào chứng khoán niêm yết, nhà ĐTNN đang tiếp cận thị trường theo phương thức mới.

phát, thâm hụt thương mại luôn tiềm ẩn ở mức cao nên rủi ro giảm giá VND luôn ở mức cao. Đây là rủi ro lớn đối với các nhà ĐTNN khi đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam. Các khoản đầu tư vào chứng khoán phải đảm bảo sinh lời trung bình trên 20%/năm mới hấp dẫn hơn kênh gửi tiết kiệm. Tuy nhiên, thực tế từ năm 2007 lại chưa diễn ra như kỳ vọng.

Quy mô thị trường niêm yết nhỏ, khó thu hút được dòng vốn FII. Hiện tỷ lệ vốn hóa/GDP của cả hai sàn ở Việt Nam tại thời điểm cuối năm 2011 tương đương 23% GDP. Mức thấp so với các thị trường trong khu vực, khi mức vốn hóa của các thị trường như Philippines, Thái Lan, Indonesia đều ở mức trên 50% GDP, thậm chí có thị trường còn có mức vốn hóa lớn hơn GDP. Với quy mô nhỏ, thị trường niêm yết khó thu hút được vốn đầu tư gián tiếp, dòng vốn đòi hỏi tính thanh khoản và linh hoạt.

Biến động thị trường mạnh và có tỷ lệ sinh lời âm trong 5 năm gần đây. Quy mô thị trường nhỏ, nhưng lại có biến động mạnh, chỉ số VnIndex giảm 62% còn Hnx-Index giảm 82% kể từ cuối năm 2007. Rõ ràng biến động của thị trường niêm yết không có lợi với các nhà đầu tư. Dòng tiền chỉ được thu hút tới các địa chỉ có khả năng sinh lời cao.

Tuy gặp nhiều thách thức nhưng theo thống kê của chúng tôi nếu xét cả các thương vụ M&A, hay đầu tư thông qua kênh phát hành riêng lẻ thì nhà ĐTNN vẫn mua ròng trên thị trường Việt Nam. Có thể nhận thấy, dòng tiền vẫn luôn sẵn sàng đầu tư vào chứng khoán Việt Nam, miễn sao có các doanh nghiệp tốt với quy mô đủ lớn. Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp là nhân tố quan trọng quyết định sự hấp dẫn của thị trường chứng khoán.

2. Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết giảm

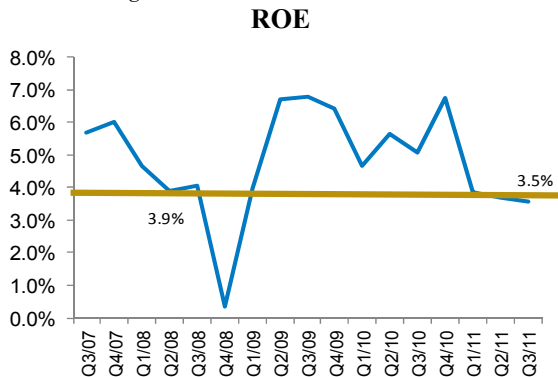
i. Khả năng sinh lời giảm

So sánh giá trị từng quý với quý III/2010

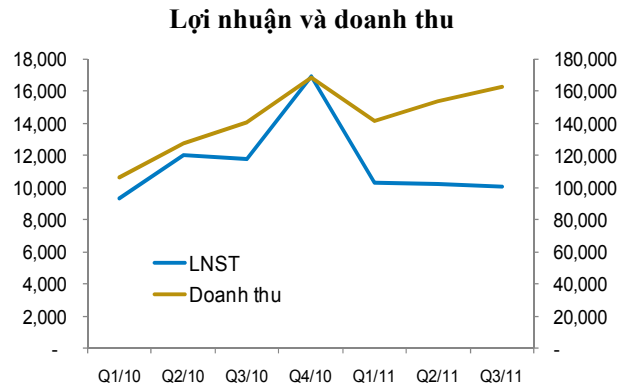
	Q4/10	Q1/11	Q2/11	Q3/11
Doanh thu	19%	0%	9%	15%
Lợi nhuận	44%	-12%	-13%	-14%
Hàng tồn kho	9%	20%	35%	42%
Vay nợ	9%	15%	19%	21%
Chi phí lãi vay	26%	39%	72%	79%

Nguồn: BVSC, HSX, HNX

Qua phân tích mẫu gồm 575 doanh nghiệp sản xuất được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán, chúng tôi nhận thấy khả năng tìm kiếm lợi nhuận của các doanh nghiệp trong năm 2011 nhìn chung đã có sự giảm sút đáng kể so với năm 2009 và 2010. Tỷ lệ ROE đã sụt giảm về ngang bằng thời điểm ngay trước suy thoái kinh tế vào quý IV/2008. Điều này cho thấy tác động tích cực của gói kích cầu trong năm 2009 và dư âm của nó đã không còn cho đến thời điểm hiện tại.



Nguồn: BVSC, BCTC các DN Đơn vị: tỷ đồng

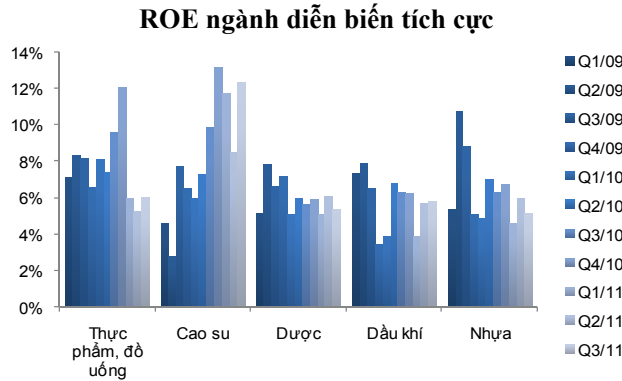


Nguồn: BVSC, BCTC các DN

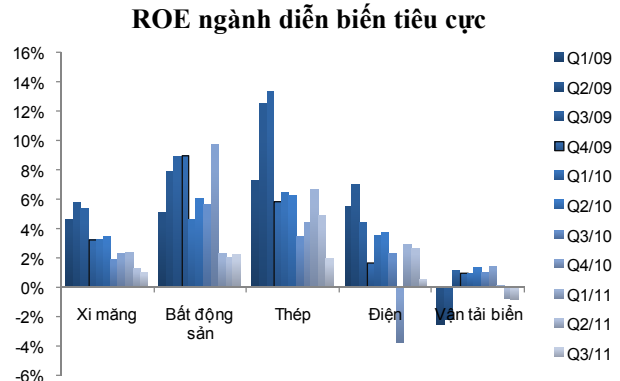
Mặc dù doanh thu hàng quý của các doanh nghiệp vẫn có mức tăng trưởng so với cùng kỳ các năm trước nhưng lợi nhuận lại có chiều hướng giảm. Hiện tượng này có thể được lý giải qua sự sụt giảm mạnh của biên lợi nhuận, hay nói

cách khác, mức độ tăng giá bán sản phẩm đầu ra nhìn chung đã không thể bù đắp cho phần tăng phụ trội của chi phí đầu vào.

Từ phía góc độ ngành, *cao su và thực phẩm* là 2 ngành duy nhất hoạt động hiệu quả trong năm 2011. Nhìn chung, đây đều là những ngành có đầu vào ít biến động hơn những ngành khác, đảm bảo được thị trường đầu ra và được hưởng lợi khá nhiều từ xu hướng tăng giá của sản phẩm. Bên cạnh đó, *dầu khí, dược và nhựa* cũng là những ngành hoạt động khá ổn định mặc dù mức độ hiệu quả trong hoạt động có phần giảm sút so với các năm trước.



Nguồn: BVSC, BCTC các DN

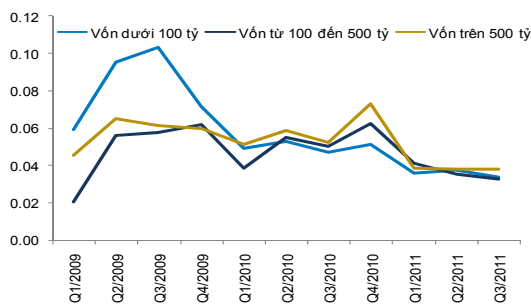


Nguồn: BVSC, BCTC các DN

Ở chiều hướng tiêu cực hơn, *vận tải biển, thép, xi măng, bất động sản* và *điện* là những ngành có hệ số sinh lời tương đối thấp trong năm 2011 và đang chịu xu hướng đi xuống khá rõ nét. Đây đều là các ngành có sử dụng tỷ trọng vốn vay tương đối lớn. Ngoài điện có yếu tố đặc trưng ngành ổn định, ít tăng trưởng thì 4 ngành còn lại đều gặp khá nhiều khó khăn trong năm qua khi thị trường đầu ra bị giảm sút và chịu tác động mạnh bởi bối cảnh thắt chặt tiền tệ.

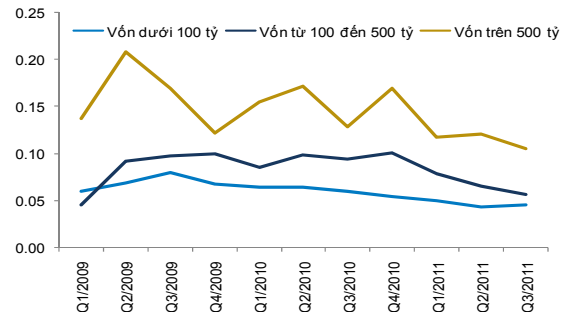
Trong từng ngành, *các doanh nghiệp có quy mô nhỏ là đối tượng gặp khó khăn nhiều nhất trong năm 2011* khi hiệu quả sản xuất kinh doanh chịu mức sụt giảm khá mạnh từ đỉnh cao của năm 2009. Mặc dù chỉ có mức độ hiệu quả ở mức trung bình nhưng các doanh nghiệp có quy mô lớn, với khả năng tài chính cũng như chủ động trong việc điều chỉnh giá bán đầu ra, duy trì được biên lợi nhuận cao hơn đã cảm cự được tốt hơn trong bối cảnh chi phí đầu vào gia tăng. Điều này hoàn toàn trái ngược với bối cảnh của năm 2009, khi nền kinh tế phục hồi và chính sách tiền tệ nới lỏng, các doanh nghiệp nhỏ lại là thành phần hoạt động hiệu quả nhất.

ROE theo quy mô vốn chủ sở hữu



Nguồn: BVSC, BCTC các DN

Biên lợi nhuận theo quy mô vốn chủ sở hữu

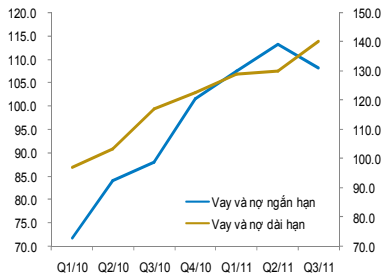


Nguồn: BVSC, BCTC các DN

ii. *Gánh nặng chi phí tài chính và rủi ro thanh khoản*

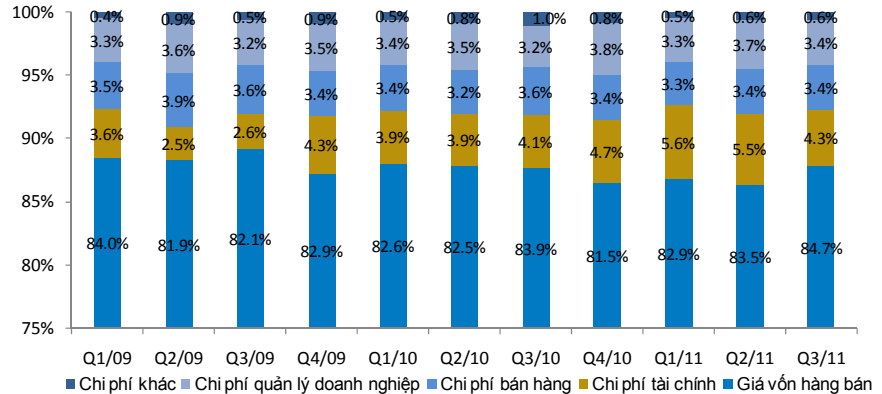
Một trong những lý do chính khiến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sụt giảm mạnh trong năm 2011 là gánh nặng chi phí tài chính. Có thể thấy, mặt bằng lãi suất luôn đứng ở mức cao trong cả năm nhưng nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp vẫn gia tăng đáng kể so với năm 2010. *Từ quý III/2011, các doanh nghiệp có xu hướng cơ cấu lại nợ khi nợ dài hạn tiếp tục có xu hướng tăng trong khi nợ ngắn hạn đã có sự điều chỉnh giảm.* Việc chuyển sang vay nợ dài hạn có thể giúp các doanh nghiệp giảm được áp lực trả nợ trong ngắn hạn, ổn định được kế hoạch về dòng tiền. Tuy nhiên, điều này cũng có thể phản ánh việc chuyển các khoản vay ngắn hạn sang vay dài hạn do trong ngắn hạn doanh nghiệp còn đang gặp khó khăn về nguồn vốn.

Vay nợ ngắn hạn, dài hạn



Nguồn: BVSC, BCTC các DN

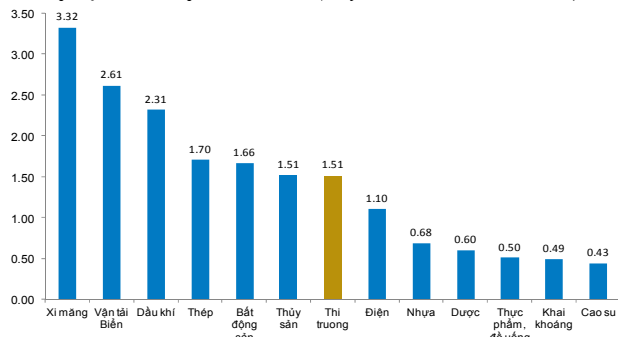
Tỷ trọng các loại chi phí trên doanh thu



Nguồn: BVSC, BCTC các DN

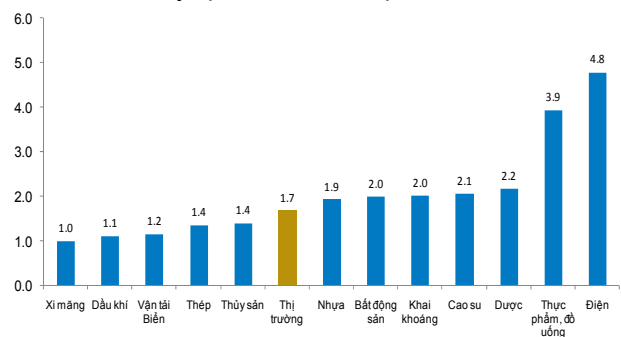
Trong khi tỷ trọng các loại chi phí khác không có thay đổi lớn thì *tỷ trọng chi phí tài chính trên tổng doanh thu đã có mức tăng đáng chú ý trong quý I/2011, tuy có xu hướng giảm dần cho đến nay nhưng vẫn duy trì ở mức cao.* Diễn biến này có một phần rất lớn nguyên nhân xuất phát từ việc trích lập giảm giá VND trong quý I/2011, còn từ quý II/2011 chi phí lãi vay tăng, trích lập giảm giá chứng khoán là những nhân tố chính khiến tỷ trọng chi phí tài chính đứng ở mức cao. Có thể thấy, để tạo ra một đồng doanh thu trong năm 2011, các doanh nghiệp đã phải trả cao hơn xấp xỉ 2 lần chi phí tài chính nếu so với 3 quý đầu năm 2009.

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (vay nợ/vốn chủ sở hữu)



Nguồn: BVSC, BCTC các DN

Tỷ lệ thanh toán hiện hành

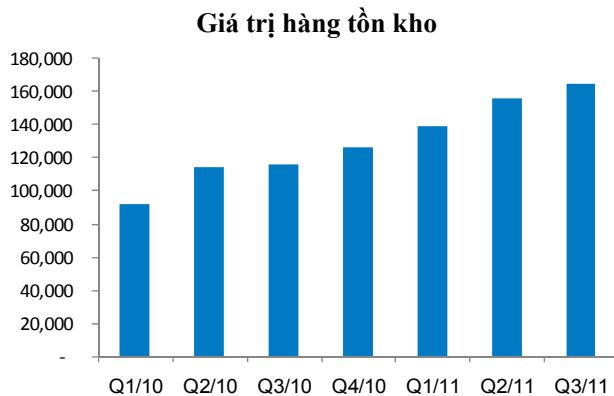


Nguồn: BVSC, BCTC các DN

Xi măng, vận tải biển, dầu khí và thép là các ngành hiện đang sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính tương đối cao so với các ngành khác. Hơn nữa, khả năng thanh khoản ngắn hạn của những ngành này cũng thuộc hàng yếu nhất tại thời điểm hiện tại. Theo BVSC, các doanh nghiệp thuộc ngành vận tải biển, dầu khí và thép cần được theo dõi thận trọng trong khi các doanh nghiệp xi măng được xếp hạng đáng báo động trong bối cảnh hiện nay với tỷ lệ đòn bẩy lên đến 3,32 và khả năng thanh toán hiện hành chỉ xấp xỉ 1. Mặc dù còn tùy thuộc vào vị trí của doanh nghiệp tại từng vùng miền, nhưng những doanh nghiệp xi măng nào không có thị phần đáng kể sẽ đứng trước nguy cơ đổ vỡ trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô còn tiềm ẩn nhiều khó khăn trong năm tới.

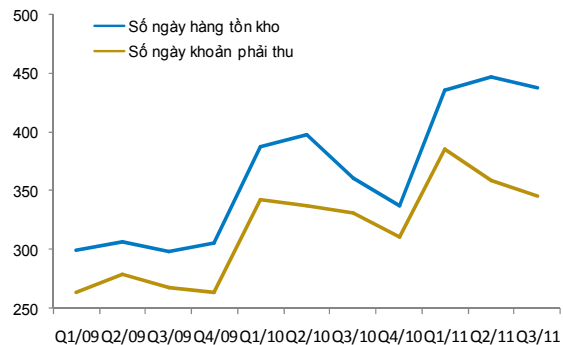
iii. Hàng tồn kho gia tăng, chu kỳ hoạt động chậm lại

Lượng hàng tồn kho của các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2011 đều có chiều hướng gia tăng qua các quý và tăng xấp xỉ 30% so với cùng kỳ năm trước. Bên cạnh đó, số ngày hàng tồn kho cũng tăng khá mạnh so với các năm trước phần nào cho thấy vòng quay hàng tồn kho và sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp đang sụt giảm. Như vậy phần tăng thêm doanh thu qua các quý của năm 2011 như đã đề cập ở phần trên chủ yếu đến từ việc tăng giá bán sản phẩm đầu ra.



Nguồn: BVSC, BCTC các DN

Số ngày khoản phải thu của các DN niêm yết



Nguồn: BVSC, BCTC các DN

Chu kỳ hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp chậm lại từ đó dẫn đến hiệu quả sử dụng vốn bị giảm sút.

Ở một góc độ khác, số ngày khoản phải thu qua các quý của các doanh nghiệp niêm yết mặc dù giảm so với quý 1/2011 do tính mùa vụ nhưng nhìn chung cũng đang có chiều hướng tăng lên so với cùng kỳ các năm trước.

Các yếu tố này cho thấy, có một phần vốn của doanh nghiệp đọng vào hàng tồn kho và cấp tín dụng trả sau cho người mua nhiều hơn so với các năm trước. Điều này khiến chu kỳ hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp chậm lại từ đó dẫn đến hiệu quả sử dụng vốn bị giảm sút.

Như vậy có kết luận, ngoài hai ngành cao su và thực phẩm đồ uống có thể vượt qua khó khăn, duy trì được hoạt động khá hiệu quả trong năm 2011 thì các ngành khác đều chịu tác động bất lợi ít nhiều từ yếu tố chi phí tài chính tăng cao và chu kỳ hoạt động sản xuất kinh doanh chậm lại. Bên cạnh đó, xi măng, thép, vận tải biển và dầu khí là những ngành cần được nhìn nhận thận trọng về việc sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính và khả năng thanh khoản.

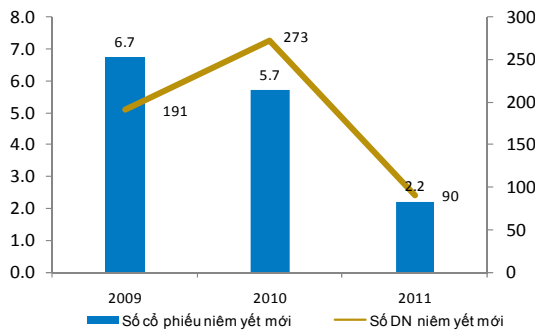
3. Nhà đầu tư thiếu cơ sở để đặt niềm tin

Số lượng doanh nghiệp niêm yết mới tăng, nhưng khả năng sinh lời giảm. Chỉ số ROE của toàn thị trường sụt giảm liên tục kể từ quý IV/2010, diễn biến này

Số lượng doanh nghiệp niêm yết mới tăng, sức hấp dẫn về khả năng sinh lời giảm.

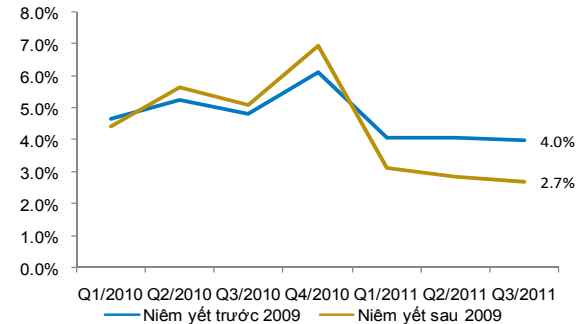
có thể dễ dàng lý giải với bối cảnh kinh tế trong và ngoài nước gặp nhiều khó khăn như chúng tôi đã đề cập ở trên. Theo thống kê của chúng tôi, kể từ năm 2009 đã có trên 350 doanh nghiệp với tổng cộng trên 13 tỷ đơn vị cổ phiếu niêm yết mới. Lượng cổ phiếu niêm yết mới đã khiến cung trên thị trường tăng mạnh, tạo áp lực lớn đối với diễn biến của thị trường. Mặc dù số doanh nghiệp niêm yết mới tăng mạnh dường như hiệu quả của các doanh nghiệp này lại không bằng các doanh nghiệp niêm yết trước đó. So sánh diễn biến ROE của các doanh nghiệp niêm yết từ năm 2009 với các doanh nghiệp niêm yết trước năm 2009, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp niêm yết từ năm 2009 duy trì được khả năng sinh lời kém hơn các doanh nghiệp niêm yết trước năm 2009. Điều này có nguyên nhân từ việc các doanh nghiệp niêm yết từ năm 2009 có mức lợi nhuận giảm. Mặt khác do vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp này tăng nhanh kể từ khi niêm yết.

Số lượng cổ phiếu niêm yết mới và niêm yết bổ sung trên thị trường chứng khoán giai đoạn 2009-2011



Nguồn: BVSC tổng hợp

Biến động chỉ số ROE các quý của nhóm doanh nghiệp niêm yết trước và sau 01/01/2009



Nguồn: BVSC, BCTC các DN

Kết quả kinh doanh không ổn định và khó dự báo khiến nhà đầu tư thận trọng hơn khi lựa chọn cơ hội đầu tư.

Một lượng tiền lớn của nhà đầu tư đã bị rút ra khi các doanh nghiệp mới niêm yết, nhưng hiệu quả các doanh nghiệp này không cao khiến nhà đầu tư dần mất niềm tin. Với một số mã cổ phiếu, sau khi niêm yết kết quả kinh doanh đã sụt giảm mạnh so với trước khi niêm yết, kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh sau khi doanh nghiệp huy động vốn thành công, hay nhà đầu tư hiếm khi nhận được cổ tức từ một số doanh nghiệp. Những diễn biến khiến nhiều nhà đầu tư phải xây dựng tiêu chí phòng vệ riêng khi tham gia thị trường.

Chất lượng quản trị công ty ở mức thấp. Theo báo cáo nghiên cứu của IFC (WB) về tình hình quản trị công ty tại 100 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất niêm yết tại HNX, và HSX cho thấy: nhìn chung các công ty Việt Nam đã có nỗ lực triển khai quản trị công ty. Tuy nhiên, với điểm quản trị công ty trung bình là 44,7%, khi so sánh với thông lệ trên thế giới, kết quả này cho thấy công tác quản trị công ty ở Việt Nam mới chỉ ở bước sơ khai, chưa đạt chuẩn mực thông lệ tốt trên thế giới. Ngoài việc thiếu nhận thức về quản trị công ty, việc thực hiện quản trị công ty ở Việt Nam chủ yếu nhằm đối phó, tuân thủ các yêu cầu quy phạm nhiều hơn là tự nguyện cam kết nâng cao thực tiễn quản trị công ty trong doanh nghiệp.

Chậm công bố thông tin, quyền lợi cổ đông nhỏ chưa được quan tâm. Trong năm 2011, tình trạng xử lý các vi phạm công bố thông tin đã được thực hiện mạnh tay. Những doanh nghiệp liên tục chậm trễ việc công bố thông tin thậm chí còn bị bắt buộc hủy niêm yết như với trường hợp của Dược Viên Đông

(DVD) và Descon (DCC). Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp còn bị bắt buộc phải hủy niêm yết do sai phạm và không đáp ứng được điều kiện niêm yết như VTA, FPC... Những vụ việc này khiến cổ đông nhỏ chịu thiệt hại lớn cả về giá trị vật chất lẫn giá trị tinh thần.

Thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2011 có thể ví như một con thuyền lớn đang bị mắc cạn. Thị trường chưa hấp dẫn được vốn do các rào cản về quy mô, rào cản về thanh khoản, rào cản do thông tin chưa minh bạch. Quá trình đi xuống có thể là cơ hội tốt để các nhà quản lý, các doanh nghiệp, và các nhà đầu tư nhìn nhận lại cách thức hành xử của mình trên thị trường, tiến tới tái cấu trúc, thay đổi hành vi cho một giai đoạn phát triển mới bền vững hơn.

III. 2012, KỶ VỌNG SỰ ỔN ĐỊNH

Quá trình tái cấu trúc nền kinh tế cần nhiều thời gian để thu được những thành công như giai đoạn thực hiện Đổi mới.

Theo đánh giá của WB, triển vọng kinh tế toàn cầu trong 6 tháng cuối năm 2011 trở nên khó đoán định, kèm theo nhiều nguy cơ suy thoái. Khủng hoảng nợ ở châu Âu ngày càng sâu sắc, và sẽ làm cho chỉ tiêu của cả doanh nghiệp và người tiêu dùng giảm bớt với những hệ lụy tiêu cực đối với tăng trưởng toàn cầu. Tính đến tháng 9/2011, dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu vào năm 2012 vào khoảng 2.2-2.3%, song những dự báo này đang bị điều chỉnh khi tính đến ảnh hưởng của tình hình biến động ngày càng phức tạp của kinh tế thế giới. Kể cả khi tăng trưởng đạt được tốc độ cao, nhiều nước đang phát triển cũng rơi vào tình trạng tồi tệ hơn so với năm 2008 trong việc đáp ứng với một đợt suy giảm tăng trưởng toàn cầu mới.

Tại Việt Nam, lạm phát đã có dấu hiệu trong tầm kiểm soát và các bước triển khai tái cấu trúc nền kinh tế bắt đầu được thực hiện. Lạm phát giảm sẽ là tiền đề để giảm được lãi suất, giảm bớt khó khăn cho các thành phần trong nền kinh tế. Theo đánh giá của World Bank, quá trình tái cấu trúc nền kinh tế cần nhiều thời gian. Chính phủ sẽ phải lựa chọn hoặc một vài năm khó khăn nhằm bình ổn kinh tế hướng tới triển vọng phát triển bền vững hơn trong tương lai, hoặc tiếp tục theo đuổi phương thức tăng trưởng song hành với bất ổn vĩ mô như những năm trước đây. Sự thận trọng của các dòng vốn đầu tư lớn có thể tiếp tục được duy trì đến khi những nét phác thảo về xu hướng tái cấu trúc rõ nét hơn.

Vấn đề lớn được đặt ra trong năm 2012 là thị trường chứng khoán có thu hút được dòng tiền, và nếu có dòng tiền sẽ quan tâm đến ngành, doanh nghiệp với tiêu chí như thế nào? Chúng tôi cho rằng sẽ chưa thể có diễn biến tăng ở ạt của dòng tiền nhưng “room” cho tiền vào thị trường sẽ có sự cải thiện và chờ đợi cơ hội thị trường.

1. Dòng tiền nội áp lực rút vốn khỏi thị trường giảm, chờ tín hiệu tích cực từ thanh khoản hệ thống ngân hàng.

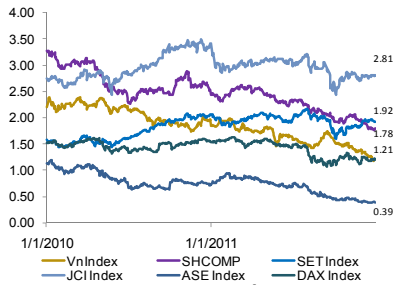
Tín dụng phi sản xuất ổn định ở mức 16%. Năm 2011, áp lực rút vốn khỏi kênh đầu tư chứng khoán gia tăng khi NHNN quy định tỷ lệ cho vay phi sản xuất giảm xuống 16%. Sức ép hạ về tỷ lệ này khiến nhiều ngân hàng phải hạn chế cho vay đồng thời với việc rút về các khoản cho vay phi sản xuất trước đó. Điều này sẽ không diễn ra trong năm 2012. Dòng tiền đối với thị trường chứng khoán, bất động sản ổn định hơn. Nếu tính thêm mức tăng trưởng tín dụng thì “room” nguồn vốn cho lĩnh vực phi sản xuất còn tăng thêm 15-17%.

Lãi suất hạ, nhu cầu đầu tư tăng. Theo dự báo của chúng tôi, mặt bằng lãi suất

Nguồn tín dụng cho chứng khoán trong năm 2012 sẽ ổn định trên nền lãi suất thấp.

huy động có cơ sở để giảm xuống 14% từ cuối quý I/2012 (đặc biệt là sau dịp Tết Nguyên đán khi mà lạm phát bắt đầu hạ nhiệt nhanh) sau đó nhiều khả năng sẽ tiếp tục giảm dần và đến cuối năm dao động quanh mức 11-12%. Khi đó nhà đầu tư và các doanh nghiệp có thể được tiếp cận với lãi suất cho vay ở vùng từ 15-16% trên diện rộng. Nếu tiếp cận được vốn, mức chi phí này đủ hấp dẫn để nhà đầu tư mạo hiểm tìm kiếm cơ hội đầu tư mới. Không chỉ khuyến khích nhà đầu tư, lãi suất huy động giảm còn khiến tính cạnh tranh của thị trường chứng khoán tăng lên. Hiện nếu tính mức cổ tức năm 2010/thị giá, thì có khoảng 250 cổ phiếu có mức cổ tức/thị giá trên 15%. Lãi suất hạ sẽ giúp dòng tiền quan tâm đến thị trường chứng khoán tăng.

Diễn biến P/B một số thị trường



Nguồn: Bloomberg

Xu hướng tìm kiếm cơ hội M&A đối với các doanh nghiệp có lượng tiền mặt lớn. Trong năm 2011, một số thương vụ M&A đã được thực hiện thành công như, Masan Consumer mua cổ phần chi phối Vinacafe Biên Hòa; Hùng Vương mua cổ phần chi phối Faquimex Bến Tre... Việc mua các doanh nghiệp tốt còn có thể tiếp diễn trong năm 2012, đặc biệt khi chỉ số P/B trên thị trường đang ở mức thấp. So với đầu năm chỉ số này giảm mạnh khoảng 50%, hiện ở mức 1,21. Mức P/B này thấp hơn so các thị trường khác trong khu vực. Chúng tôi cho rằng trên thực tế nhiều doanh nghiệp lớn ở Việt Nam còn có giá trị sổ sách lớn hơn, do giá trị sổ sách hiện tại chưa phản ánh được hết giá trị thương hiệu, giá trị tài sản. Trong số các doanh nghiệp niêm yết trên 02 sàn (không bao gồm các doanh nghiệp ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán), hiện có 540 doanh nghiệp có P/B<1, hấp dẫn hơn trong số đó có 290 doanh nghiệp có P/B <0,5. Đây là một môi trường thuận lợi cho hoạt động M&A phát triển mạnh.

Rủi ro thanh khoản hệ thống ngân hàng. Nếu diễn biến không thuận lợi về thanh khoản hệ thống ngân hàng tiếp tục diễn ra trong năm 2012, lãi suất sẽ khó hạ, nhiều doanh nghiệp, nhà đầu tư, người tiêu dùng không tiếp cận được vốn. Vòng xoáy cầu giảm, thị trường tài sản biến động giảm, chất lượng tài sản tại các ngân hàng giảm lại tiếp diễn. Trong trường hợp này, áp lực với các đối tượng vay, các chủ nợ rất lớn trong việc duy trì giá trị tài sản thế chấp. Nếu tình hình này không sớm được cải thiện, có thể dẫn đến đợt giảm giá mạnh do các chủ nợ thực hiện bán tài sản thế chấp thu tiền về. Đây có thể là kịch bản xấu nhất với thị trường tài chính nói chung, và thị trường chứng khoán nói riêng.

Quá trình quản lý chặt tín dụng phi sản xuất trong năm 2011 đã tạo áp lực rất lớn với dòng tiền trong thị trường chứng khoán. Năm 2012, tuy áp lực này không còn, nhưng dòng vốn chưa có đủ điều kiện để tăng trở lại. Đi cùng quá trình tái cấu trúc nền kinh tế, quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng sẽ cần nhiều thời gian. Chúng tôi cho rằng, dòng vốn trong thị trường chứng khoán sẽ không bị áp lực rút như năm 2011 nhưng sẽ khó có tăng trưởng mạnh.

2. Khó có dòng vốn ngoại mới, nhưng cách thức tiếp cận sẽ mới

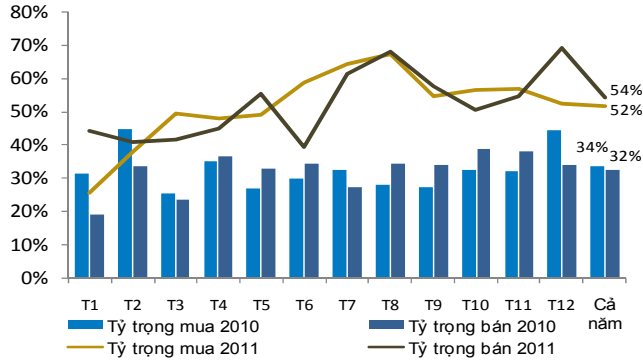
Tuy giảm mua ròng trên kênh chứng khoán niêm yết, nhưng rất nhiều thương vụ phát hành riêng lẻ lớn được thực hiện thành công như KKR mua 10% cổ phần Masan Consumer với giá 159 triệu USD, IFC mua 10% cổ phần Vietinbank với giá 182 triệu USD, Talanx mua 25% cổ phần PVI Holdings với giá 93 triệu USD, Mizuho mua 15% VCB với giá trị 505 triệu USD...

Dòng vốn nước ngoài vào thị trường thông qua kênh M&A, phát hành riêng lẻ, phát hành cho đối tác chiến lược. Dòng tiền vẫn chảy vào thị trường Việt Nam

Khó có dòng vốn ngoại mới, nhưng cách thức giải ngân sẽ mới.

thông qua các thương vụ phát hành riêng lẻ, bán cho đối tác chiến lược. Theo thống kê sơ bộ của chúng tôi, đã có ít nhất 1,2 tỷ USD được giao dịch thành công trong năm 2011.

Giao dịch nhà ĐTNN giai đoạn 2008-2011



Nguồn: BVSC

Một số thương vụ mua phát hành riêng lẻ của nhà ĐTNN trong năm 2011

TT	Doanh nghiệp	% sở hữu	Giá trị
1	Vietcombank	15	507
2	Vietinbank	10	186
3	Masan Consumer	10	159
4	Masan Resources	20	100
5	PVI	25	93
6	Vinamilk	3	65
7	Halico	30	62
8	Pymepharco	20	25

Nguồn: BVSC tổng hợp

Nhà ĐTNN có áp lực phải rút tiền ra khỏi thị trường niêm yết, trong khi dòng tiền mới lại tìm các cách tiếp cận khác. Trong năm 2012, thị trường niêm yết thiếu sự hỗ trợ từ phía dòng tiền nhà ĐTNN.

Việc đầu tư gắn với tham gia định hướng chiến lược, kiểm soát hoạt động của doanh nghiệp sẽ giúp nhà ĐTNN giảm bớt được rủi ro. Xu hướng đầu tư này không đơn thuần là đầu tư tài chính, nhà ĐTNN khi tham gia đầu tư còn có thể tiếp cận thị trường, mở rộng chuỗi giá trị trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Vốn ròng vào ít nhưng tập trung vào những mã vốn hóa lớn nhất trên niêm yết. Tỷ trọng mua-bán 10 mã có vốn hóa lớn nhất niêm yết trên sàn Tp. Hồ Chí Minh trong năm 2011 chiếm tới trên 50% tổng giá trị giao dịch toàn khối ngoại. So với năm 2010, tỷ trọng này chỉ chiếm dưới 35%. Điều này có thể được lý giải do dòng vốn ngoại đầu tư vào thị trường Việt Nam thông qua các quỹ ETF tăng trong năm 2011, và xu hướng sẽ tiếp tục tăng trong năm 2012. Cụ thể, thông tin vào cuối năm 2011, quỹ iShares MSCI Vietnam Investable Market Index ETF đang làm thủ tục để đầu tư tại Việt Nam. Mặt khác, theo BVSC, việc dòng vốn ngoại tập trung vào các blue chips vốn hóa lớn còn do đây thường là các doanh nghiệp có vị trí đầu ngành, hoạt động có hiệu quả và chất lượng quản trị công ty tốt. Dự báo trong năm 2012, các blue chips này sẽ tiếp tục thu hút được sự quan tâm của nhà ĐTNN

Rủi ro tăng cung từ các quỹ đến hạn đóng quỹ. Theo thống kê sơ bộ BVSC, các quỹ đến hạn phải đóng quỹ vào năm 2012 là khoảng 14.000\ tỷ đồng, và năm 2013 là 8.500 tỷ đồng. Nếu các quỹ không thông qua được việc gia hạn với các cổ đông, thì tổng số vốn các quỹ phải thực hiện thoái và thu tiền về trong 02 năm là khoảng 22.500 tỷ VND, tương đương 4,2% giá trị vốn hóa toàn thị trường thời điểm cuối năm 2011. Hiện giá của nhiều chứng chỉ quỹ đang đầu tư ở Việt Nam có mức chiết khấu khá xa so với NAV, với mức trung bình trên 40%. Với mức chênh lệch như vậy, những cổ đông hiện tại có thể sẽ tạo áp lực để đóng quỹ đúng thời hạn, nhằm thu về giá trị tài sản lớn hơn giá thị trường. Đây là thách thức lớn với thị trường nhưng cũng là cơ hội cho những nhà đầu tư đến sau.

3. Triển vọng hoạt động sản xuất kinh doanh 2012

Trong năm 2012, với bối cảnh kinh tế vĩ mô thế giới và trong nước còn nhiều

khó khăn, BVSC cho rằng tổng cầu của nền kinh tế sẽ duy trì ở mức trung bình thấp. Thêm vào đó, nếu nhu cầu tiêu dùng tiếp tục sụt giảm do những tác động của cuộc khủng hoảng nợ Châu Âu, không loại trừ khả năng suy thoái kinh tế, thì mặt bằng giá hàng hóa có thể sẽ giảm xuống trên nhiều lĩnh vực. Trong bối cảnh đó, đa số các doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi từ khía cạnh giảm chi phí đầu vào nhưng đồng thời cũng sẽ gặp bất lợi từ khả năng phải điều chỉnh hạ giá bán sản phẩm đầu ra.

i. Xét trên góc độ chi phí đầu vào

Những ngành sử dụng tỷ trọng vốn vay cao sẽ được lợi hơn những ngành khác trên khía cạnh giảm chi phí lãi vay cùng với xu hướng điều chỉnh hạ mặt bằng lãi suất đã được dự báo trong năm 2012. Với tiêu chí này, xi măng, vận tải biển, dầu khí, bất động sản và thép sẽ là những ngành có lợi thế tương đối khi đây là những ngành hiện đang sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính ở mức cao. Tuy nhiên, lợi thế này phải đi đôi với việc triển khai những dự án tốt, có mức độ khả thi cao. Đối với những doanh nghiệp hiện đang thực hiện những dự án có độ rủi ro lớn, thị trường đầu ra đóng băng hoặc phục hồi kém, nguy cơ bị thu hồi vốn từ ngân hàng vẫn hiện hữu do hệ thống ngân hàng đang trong quá trình tái cơ cấu nợ xấu. Một số mã đáp ứng các tiêu chí này như:

Chi phí lãi vay, chi phí nguyên vật liệu đầu vào hạ nhiệt sẽ giúp nhiều doanh nghiệp được hưởng lợi

Những ngành có sử dụng nguồn nguyên vật liệu đầu vào có khả năng giảm giá trong năm sau cũng có cơ hội tăng biên lợi nhuận. Xu hướng giảm của các nguyên vật liệu đầu vào như cotton, hạt nhựa, quặng sắt... có thể sẽ mang lại lợi thế cho ngành nhựa, thép và một số ngành hàng công nghiệp. Nhưng tùy từng thời điểm các doanh nghiệp này có thể sẽ không tránh khỏi việc phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho đặc biệt nếu lượng tồn đọng còn lớn. Thêm vào đó, BVSC cho rằng xu hướng giảm giá nguyên vật liệu sẽ khó có thể diễn ra với biên độ mạnh và còn tùy thuộc vào chế độ kiểm soát nguồn cung của từng mặt hàng, trong từng giai đoạn tại những quốc gia chiếm thị phần xuất khẩu nguyên liệu thô lớn.

ii. Xét trên thị trường đầu ra và khả năng giữ giá sản phẩm

Trong bối cảnh nền kinh tế được dự báo tăng trưởng chậm lại, *những mặt hàng tiêu dùng thiết yếu sẽ có khả năng giữ giá bán đầu ra tốt hơn* khi nhu cầu tiêu dùng ít bị ảnh hưởng, thậm chí có thời điểm tăng giá nếu nguồn cung bị hạn chế. Các ngành thực phẩm đồ uống, dược và điện được BVSC xếp vào trong số này. Trong đó, mặc dù ngành điện còn chịu khống chế về chính sách giá của chính phủ cũng như cơ chế bán điện cho EVN nhưng nhìn chung giá đầu ra sẽ có xu hướng khá ổn định. Đối với hai ngành còn lại sẽ có những mặt hàng đặc thù như bia, rượu, thuốc lá và dược phẩm có thể được hưởng lợi trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế trong khi áp lực điều chỉnh giá đối với những mặt hàng khác cũng không phải là lớn.

Thêm vào đó, *những công ty có vị thế lớn trong ngành, với thị phần chi phối sẽ có khả năng chủ động hơn trong việc quyết định giá bán đầu ra* cũng sẽ duy trì được biên lợi nhuận tốt hơn, điều này đã phần nào được minh chứng trong năm 2011.

Ở một góc độ khác, *những mặt hàng có thị trường đầu ra bị đóng băng hoặc giảm sút mạnh, sẽ chịu áp lực điều chỉnh giá bán nhiều nhất.* Những ngành có tỷ trọng đầu ra xuất khẩu lớn cũng có thể nằm trong xu hướng này khi nền kinh

tế thế giới đang đứng trước nguy cơ suy thoái kép, nhu cầu tiêu dùng sụt giảm mạnh. Theo BVSC, cao su, thủy sản, khai khoáng, bất động sản và đi cùng với đó là thép, xi măng được xếp vào diện này. Trong đó, các doanh nghiệp bất động sản, xi măng và thép có thể sẽ phải cắt giảm sản xuất, đầu tư mới để tập trung giải quyết lượng hàng tồn kho cũng như giảm chi phí vốn để tồn tại.

Triển vọng hoạt động sản xuất kinh doanh một số ngành

Ngành	Khả năng sinh lời trong năm 2011	Khả năng tài chính		Cơ hội hưởng lợi từ giảm chi phí đầu vào	Khả năng giữ giá bán đầu ra
		Dài hạn	Ngắn hạn		
Bất động sản	Kém	Trung bình	Trung bình	Trung bình tốt	Kém
Cao su	Tốt	Tốt	Tốt	Trung bình	Kém
Dầu khí	Trung bình	Kém	Kém	Trung bình tốt	Trung bình
Điện	Kém	Trung bình	Tốt	Trung bình	Tốt
Dược	Trung bình	Tốt	Tốt	Trung bình	Tốt
Khai khoáng	Kém	Tốt	Trung bình	Trung bình	Kém
Nhựa	Trung bình	Tốt	Trung bình	Trung bình tốt	Trung bình
Thép	Kém	Trung bình	Kém	Trung bình tốt	Kém
Thực phẩm, đồ uống	Tốt	Tốt	Tốt	Trung bình	Tốt
Thủy sản	Tốt	Trung bình	Tốt	Trung bình	Kém
Vận tải biển	Kém	Kém	Kém	Trung bình tốt	Kém
Xi măng	Kém	Kém	Kém	Trung bình tốt	Kém

Như vậy, đứng trên góc độ cơ bản của doanh nghiệp, sau khi phân tích các yếu tố đầu vào đầu ra, BVSC cho rằng trong năm 2012 có thể chia các ngành vào 3 nhóm: thực phẩm, đồ uống, điện và dược sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng khá ổn định; dầu khí và nhựa là 2 ngành đứng ở mức trung bình; còn lại các ngành khác như bất động sản, xi măng, thép, cao su, thủy sản, khai khoáng và vận tải biển có khả năng sẽ chịu mức độ sụt giảm về doanh thu và lợi nhuận.

4. Các nhân tố khác tác động đến thị trường

Tái cấu trúc lại thị trường chứng khoán: Theo kế hoạch của UBCK, thị trường chứng khoán sẽ thực hiện tái cấu trúc các thành phần tham gia trong thị trường. Nội dung tái cấu trúc thị trường được tập trung vào 04 nội dung chính, đó là: tái cấu trúc công ty chứng khoán, tái cấu trúc 02 Sở giao dịch, tái cấu trúc hàng hóa trên thị trường và tái cấu trúc đối tượng tham gia trên thị trường. Theo đó, UBCK sẽ nâng cấp các tiêu chuẩn niêm yết, khuyến khích phát triển các định chế, đầu tư có tổ chức, chuyên nghiệp. Cụ thể là tạo lập quỹ mở, phát triển các loại quỹ khác như ETF, quỹ hưu trí tự nguyện, các quỹ sản phẩm liên kết bảo hiểm. UBCK cũng dần hoàn thiện khung pháp lý, các thể chế khác, trong đó có công bố thông tin, quản trị công ty, chuẩn niêm yết trên hai thị trường. Đây là những giải pháp căn cơ, dài hạn cho sự phát triển ổn định của thị trường.

Rủi ro cung hàng hóa tăng do các Tập đoàn, Tổng công ty thoái vốn: Trong năm 2012, các doanh nghiệp niêm yết sẽ rất khó để phát hành tăng vốn thành công do diễn biến thị trường, do thị giá của nhiều doanh nghiệp hiện thấp hơn mức mệnh giá. Cụ thể, có 437 mã cổ phiếu hiện có thị giá thấp hơn 10.000 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, cung cổ phiếu còn có thể đến từ việc SCIC thực hiện thoái vốn theo kế hoạch, từ việc các Tập đoàn, Tổng công ty thoái các khoản đầu tư ngoài ngành. Đây là rủi ro tiềm ẩn đối với thị trường.

Cung cổ phiếu tăng thêm trong năm 2012 cũng là một rủi ro đối với thị trường

Thị trường chứng khoán cần tự làm mới mình để hấp dẫn hơn so với các thị trường khác.

niêm yết nhưng nếu so với cung trong năm 2009, 2010 thì lượng cung này không lớn. Điều nhà đầu tư quan tâm hơn hiện nay là chất lượng các doanh nghiệp được bán ra thị trường.

IV. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG VÀ CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

1. Dự báo thị trường

Trong năm 2012, các thông tin tích cực như lạm phát ở mức thấp, lãi suất trong xu hướng hạ, tỷ giá ổn định sẽ có những tác động tích cực đến thị trường trong ngắn hạn. Nhưng trong dài hạn, tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng, bức tranh tổng thể về tái cấu trúc hệ thống tài chính, thị trường chứng khoán sẽ quyết định xu hướng chủ đạo của thị trường.

Thị trường có thể xuất hiện sóng hồi phục kỹ thuật vào cuối quý I đầu quý II/2012. Chúng tôi cho rằng thông tin về lạm phát thấp, lãi suất sẽ có tín hiệu hạ vào khoảng nửa cuối quý I/2012. Bên cạnh đó thông tin về kế hoạch kinh doanh năm 2012, kế hoạch trả cổ tức năm 2011 sẽ giúp nhà đầu tư nhận diện rõ hơn bức tranh thị trường trong ngắn hạn.

Nhưng xu hướng của cả năm 2012 sẽ phụ thuộc rất lớn vào tình hình thanh khoản của hệ thống ngân hàng. Theo quan điểm của BVSC, trong năm 2012 thanh khoản hệ thống ngân hàng sẽ được cải thiện theo hướng tích cực. Thanh khoản tốt sẽ giúp lãi suất cho vay giảm, tăng trưởng tín dụng tăng từ 15-17% so với năm 2011 sẽ giúp doanh nghiệp và nhà đầu tư tiếp cận được vốn. Cầu trong nước sẽ được cải thiện. Mặc dù dòng tiền được khai thông, lãi suất hạ, nhưng các doanh nghiệp niêm yết lại cần nhiều thời gian hơn để cải thiện kết quả kinh doanh. Với kịch bản như trên, chúng tôi đưa ra các giả định sau về một số biến số vĩ mô như sau:

Biến số vĩ mô

- Khi thanh khoản hệ thống ngân hàng được cải thiện, tăng trưởng tín dụng sẽ tăng hơn trong năm 2011, và ở mức kế hoạch từ 15-17%. Trong trường hợp này, các doanh nghiệp và nhà đầu tư có nhiều cơ hội hơn để tiếp cận được vốn, mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Lãi suất cho vay sẽ giảm về từ 14-16%/năm. Đây là mức lãi suất hợp lý để doanh nghiệp triển khai các dự án mới, kích thích được vay tiêu dùng. Bên cạnh đó còn khiến kênh đầu tư chứng khoán trở nên hấp dẫn tương đối so với kênh gửi tiết kiệm.
- *Rủi ro đối với VND* có thể gây nên những tác động không tích cực đối với thị trường chứng khoán, nhất là tác động lên động thái của nhà ĐTNN. Xét mức trung bình biến động tỷ giá hàng năm, chúng tôi cho rằng nếu biên độ biến động VND/USD thấp hơn 3% sẽ hỗ trợ tích cực đến sự ổn định của thị trường tài chính.

Tình hình thanh khoản của hệ thống ngân hàng cải thiện sẽ giúp khơi thông dòng vốn đến với thị trường chứng khoán.

Thanh khoản của hệ thống ngân hàng sẽ quyết định diễn biến của lãi suất, tăng trưởng tín dụng.

Trong các điều kiện về vĩ mô khác nhau sẽ dẫn đến sự khác biệt về kỳ vọng P/E.

Nội dung	Dự báo các chỉ số
Lãi suất cho vay	14-16%
Tăng trưởng tín dụng	15-17%
Biến động tỷ giá	<3%
Kinh tế thế giới	Ổn định
Mức P/E hợp lý	10,22

Dự báo tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận các ngành

Trong năm 2012, mặc dù được hưởng lợi bởi chi phí tài chính, chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm nhưng do khó khăn về cầu sản phẩm đầu ra cùng với quá trình tái cấu trúc nền kinh tế sẽ khiến tốc độ tăng doanh thu của doanh nghiệp chậm lại, lợi nhuận nhiều ngành sẽ giảm so với năm 2011. Theo đánh giá của chúng tôi, EPS năm 2012 của các doanh nghiệp niêm yết giảm 15% so với EPS của năm 2011.

Dự báo VnIndex

Theo đánh giá của chúng tôi, cuối năm 2012 VnIndex sẽ đạt mức từ 390-410 điểm.

Dựa trên việc dự báo mức tăng EPS, cũng như dự báo mức P/E chấp nhận được của thị trường trong các kịch bản về bối cảnh kinh tế, **chúng tôi dự báo chỉ số VnIndex sẽ nằm trong khoảng từ 390-410 điểm.**

2. Chiến lược đầu tư 2012

Đứng trên góc độ ngành. Bức tranh kinh doanh của năm 2012 được mở ra với những điểm sáng là khả năng tiếp cận được vốn, chi phí vốn thấp hơn năm 2012, giá nguyên vật liệu đầu vào của một số ngành giảm xen lẫn những mảng tối là áp lực đối với sự gia tăng của hàng tồn kho giá cao. Tuy nhiên, như đã đề cập ở phần trên, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp thuộc ngành thực phẩm đồ uống, dược, điện sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng ổn định; dầu khí và nhựa là 2 ngành hoạt động ở mức trung bình; còn lại các ngành khác như bất động sản, xi măng, thép, cao su, thủy sản, khoáng sản, vận tải biển có khả năng sẽ gặp bất lợi và chịu mức độ sụt giảm tương đối về doanh thu và lợi nhuận.

Các doanh nghiệp có chất lượng quản trị công ty tốt, thị phần lớn, ngành nghề đặc thù sẽ thu hút được sự quan tâm của dòng tiền.

Đứng trên góc độ xu hướng vận động dòng tiền. Với các điều kiện kinh tế vĩ mô đặc thù, dòng tiền trong từng thời kỳ khi vào thị trường cũng sẽ mang các đặc điểm khác nhau. Như thời điểm năm 2009, khi tiếp cận được dòng vốn rẻ, những ngắn hạn, tính đầu cơ của dòng tiền này rất cao. Điều này đã khiến thị trường có biến động mạnh trong thời gian ngắn. Đối với năm 2012, khi quá trình tái cấu trúc nền kinh tế nói chung, hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán nói riêng bắt đầu được thực hiện thì khả năng xuất hiện ngay các dòng tiền đầu cơ là khó xảy ra. Do trong giai đoạn này tính bất ổn còn cao, và quá trình tái cấu trúc đang trong giai đoạn sơ khai, bức tranh của nền kinh tế sẽ chưa được nhận diện rõ ràng. Với tính chất này, dòng tiền sẽ duy trì sự thận trọng và tìm đến các đối tượng có tính an toàn cao, thanh khoản tốt trên thị trường. Chúng tôi cho rằng, các doanh nghiệp có đặc điểm sau sẽ thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư:

- Các cổ phiếu blue chips có vốn hóa cao trên thị trường. Đây sẽ tiếp tục là địa chỉ thu hút sự quan tâm của nhà ĐTNN, đặc biệt là dòng tiền đầu tư vào Việt Nam thông qua các quỹ ETF. Mặt khác, với đề án tái cấu trúc, UBCK đang hướng đến việc tạo môi trường thuận lợi cho các nhà đầu tư tổ chức, nhà đầu tư chuyên nghiệp tham gia thị trường. Xu hướng đầu tư vào các blue chips nhằm duy trì sự ổn định của danh mục, đảm bảo tăng trưởng danh mục sát với Index có thể là xu hướng chính. Rủi ro khi đầu tư vào các mã cổ phiếu này xảy ra khi xuất hiện áp lực rút vốn của các quỹ đến hạn đóng cửa.
- Các cổ phiếu có tỷ lệ cổ tức/thị giá cao, minh bạch trong công bố thông tin, chất lượng quản trị công ty tốt. Đây là các địa chỉ đầu tư thay thế kênh gửi tiết kiệm do tỷ lệ cổ tức/thị giá có thể cạnh tranh được với mức lãi suất tiền gửi có chiều hướng giảm. Những cổ phiếu ở các ngành thủy điện, cao su,

cảng biển, đường và đồ uống thường đáp ứng được điều kiện này. Tuy nhiên, rủi ro khi đầu tư vào các cổ phiếu này là rủi ro thanh khoản.

- Cổ phiếu của các doanh nghiệp có thị phần lớn đối với sản phẩm đầu ra, ngành nghề đặc thù, các loại sản phẩm ngách. Đây sẽ đối tượng hướng đến cho các thương vụ M&A. Giá của các cổ phiếu này có thể biến động lớn, và tăng về sát với giá trị doanh nghiệp bao gồm cả giá trị thương hiệu khi thông tin M&A xuất hiện. Rủi ro khi đầu tư vào các cổ phiếu này là rủi ro thanh khoản và kỳ đầu tư dài.

Trong năm 2012, chúng tôi cho rằng dòng tiền khó có khả năng ồ ạt vào thị trường để tạo ra các đợt sóng mạnh như năm 2007, hay 2009. Những năm tới, dòng tiền sẽ biến động ổn định hơn và hướng đến những cơ hội đầu tư an toàn, có khả năng sinh lời ổn định, có sự minh bạch trong công bố thông tin, chất lượng quản trị công ty tốt.

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Phòng Phân tích Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Ts. Phạm Thành Thái Lĩnh
Trưởng phòng phân tích
phamthanhthailinh@baoviet.com.vn

Ths. Nguyễn Xuân Bình
Phó phòng phân tích
nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Phạm Tiến Dũng
Chiến lược thị trường
phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Kinh tế vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Phạm Văn Khoa
Chiến lược thị trường
phamvankhoa@baoviet.com.vn

Thông tin liên hệ

Trụ sở chính Hà Nội
Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN
Tel: (84-4)-3928 8080
Fax: (84-4)-3928 9888
Email: research@baoviet.com.vn
Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh
Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM
Tel: (84-8)-3914 6888
Fax: (84-8)-3914 7999