

Ngày 06 tháng 6 năm 2012



CTCP Chứng khoán

**Rồng Việt – Rong Viet
Securities**

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

www.vdsc.com.vn

info@vdsc.com.vn

Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phanlich@vdsc.com.vn

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

06/2012

KINH TẾ THẾ GIỚI

- ✓ Chỉ số PMI tháng 5 nhiều nước đều cho tín hiệu điều kiện hoạt động sản xuất kinh doanh đang bị thu hẹp;
- ✓ Tỷ lệ thất nghiệp giữ mức cao ở các nền kinh tế lớn Mỹ, Nhật và EU;
- ✓ Rủi ro của trái phiếu chính phủ Hy Lạp, Tây Ban Nha và Italia tăng cao, trong khi đó NĐT quốc tế tìm nơi trú ẩn an toàn qua việc tăng mua trái phiếu chính phủ Đức và Mỹ khiến lãi suất trái phiếu hai nước này giảm mạnh;
- ✓ Các chỉ số trên TTCK thế giới đồng loạt sụt giảm trong tháng 5.

KINH TẾ VIỆT NAM

- ✓ Biến động giá nhiên liệu, năng lượng và điện sẽ là những yếu tố chi phối diễn biến chỉ số giá tiêu dùng tháng Sáu. Mặc dù vậy, ngay cả khi việc điều chỉnh tăng giá bán điện được tiến hành thì lạm phát vẫn không còn là mối quan ngại lớn của Việt Nam trong ngắn và trung hạn;
- ✓ Lãi suất danh nghĩa sẽ tiếp tục giảm, theo đà giảm của lạm phát;
- ✓ Thị trường ngoại tệ khả năng sẽ biến động nhiều hơn song vẫn trong giới hạn kiểm soát của NHNN;
- ✓ Nợ xấu, kích cầu tiêu dùng và thúc đẩy tăng trưởng sẽ là những vấn đề được quan tâm nhiều hơn trong những tháng còn lại của năm.

TRIỂN VỌNG TTCK VÀ ĐỀ XUẤT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 6/2012

- ✓ Chúng tôi đánh giá các luồng thông tin tác động đến TTCK tháng 6/2012 sẽ mang cả sắc thái tích cực lẫn tiêu cực. Trong đó, các yếu tố tiêu cực sẽ đặc biệt giữ vị thế chi phối trong nửa đầu tháng do tác động từ khối NĐT tổ chức và nước ngoài. Ở chiều ngược lại, những nỗ lực của cơ quan điều hành trong thực hiện các giải pháp khơi thông nguồn vốn cũng như kéo giảm lãi suất thực tế, kích cầu tiêu dùng nhằm thúc đẩy hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp sẽ là những yếu tố hỗ trợ, giúp thị trường cân bằng trước các tác động tiêu cực khác. Ngoài ra, thông tin giảm giá xăng, nếu được thực hiện, sẽ ít nhiều mang lại hiệu ứng tâm lý tốt hơn từ góc nhìn của NĐT.
- ✓ Thị trường đi vào giai đoạn tích lũy và kịch bản VNIndex biến động trong biên độ (400 - 460) sẽ có xác suất xảy ra cao nhất. Với kịch bản này chúng tôi khuyến nghị NĐT đang nắm giữ tỷ trọng tiền mặt trên 70% cân nhắc giải ngân từng phần danh mục khi VNIndex tiến về cận dưới của biên độ dao động. Tuy nhiên, việc giải ngân cần tránh thực hiện trong những phiên tăng nóng bất thường, bởi tần suất xuất hiện “bull trap” đang có xu hướng gia tăng.

Quý nhà đầu tư có thể tham khảo các cổ phiếu được chúng tôi đánh giá có triển vọng đầu tư tốt trong báo cáo cổ phiếu triển vọng được phát hành vào tháng 3/2012.

KINH TẾ THẾ GIỚI

Sau khi Hy Lạp thất bại trong nỗ lực thành lập chính phủ mới vào ngày 15/05, khu vực liên minh Châu Âu bị đặt trước thách thức về khả năng nước này sẽ rời khỏi liên minh. Sự bế tắc chính trị tại Hy Lạp đã đặt quốc gia này trước 3 sự lựa chọn: (1) **Ở lại Eurozone**, tiếp tục nhận cứu trợ và thực thi các chính sách thắt lưng buộc bụng; (2) **Ở lại Eurozone**, thực thi các chính sách thắt lưng buộc bụng cho đến khi đạt được mức cân bằng ngân sách cơ bản, sau đó tuyên bố vỡ nợ hay ít nhất là đàm phán lại các điều kiện với EU và IMF; (3) **Rời khỏi Eurozone**, phá bỏ các thỏa thuận cứu trợ và không thực hiện chính sách thắt lưng buộc bụng. Trước diễn biến khó lường sẽ diễn ra tại Hy Lạp trong thời gian tới, các nước trong khu vực liên minh Châu Âu hiện đang chuẩn bị để đối phó với những hệ lụy và tổn thất nếu Hy Lạp chọn phương án thứ 3.

Đối với khu vực Eurozone, việc Hy Lạp tách ra khỏi liên minh EU cũng đồng nghĩa với một mất xích trong một chuỗi liên kết bị phá vỡ. Mặc dù Hy Lạp chỉ là một mắt xích nhỏ và yếu (chiếm 2% GDP của khu vực) song tác động dây chuyền sau đó là không hề nhỏ: lượng trái phiếu của Hy Lạp mà ECB và chính phủ các nước châu Âu nắm giữ sẽ trở thành các tài sản vô giá trị, hiệu ứng này sẽ lây lan sang các quốc gia cũng đang đối mặt với khủng hoảng nợ công như Tây Ban Nha, Italia, Bồ Đào Nha, Ai Len và nguy hiểm hơn là dẫn đến sự đổ vỡ của khu vực đồng tiền chung Châu Âu, từ đó gây ra nhiều bất ổn cho thị trường tài chính thế giới cũng như tăng trưởng kinh tế toàn cầu.

Song song với diễn biến tại Hy Lạp, trong tháng 5, chúng tôi đánh giá kinh tế thế giới có những điểm chính đáng chú ý sau:

Tăng trưởng kinh tế thế giới suy giảm trong tháng vừa qua, chỉ số PMI tháng 5 nhiều nước đều cho tín hiệu điều kiện hoạt động sản xuất kinh doanh đang bị thu hẹp

Tình hình sản xuất tại khu vực Eurozone cho thấy dấu hiệu kém khả quan với chỉ số quản lý thu mua (PMI) trong tháng 5 chỉ đạt 45,1 điểm, giảm so với mức 45,9 điểm trong tháng trước. Trong đó, hoạt động sản xuất tại Đức, Pháp và Tây Ban Nha xuống mức thấp nhất kể từ năm 2009. Các số liệu thống kê đồng thời cho thấy hoạt động sản xuất theo quý của khu vực EU đang bị thu hẹp khoảng 1%.

Trong khi đó, hai nền kinh tế lớn trên thế giới là Mỹ và Trung Quốc cũng chứng kiến sự thu hẹp trong sản xuất kinh doanh, PMI của Mỹ giảm từ mức 54,8 xuống còn 53,5 trong khi PMI của Trung Quốc giảm rất mạnh từ 53,3 xuống chỉ còn 50,4 trong tháng 5.

Tỷ lệ thất nghiệp giữ mức cao ở các nền kinh tế lớn Mỹ, Nhật và EU

Theo thống kê của Eurostat, tỷ lệ thất nghiệp khu vực Eurozone đã tăng lên mức 11% trong tháng 3 và 4/2012, mức cao nhất kể từ năm thống kê 1995. Con số này đặc biệt tăng cao ở một số quốc gia như Tây Ban Nha (24,3%), Hy Lạp (21,7%) và Bồ Đào Nha (15,2%).

Cũng theo Bộ Nội vụ Nhật Bản, tỷ lệ thất nghiệp của nước này trong tháng 4/2012 tăng nhẹ từ 4,5% trong tháng 3 lên 4,6%. Tại Mỹ, tỷ lệ thất nghiệp tháng 5 đã tăng trở lại lên 8,2% sau khi giảm xuống 8,1% trong tháng 4.

Rủi ro của trái phiếu chính phủ Hy Lạp, Tây Ban Nha và Italia tăng cao, trong khi đó NĐT quốc tế tìm nơi trú ẩn an toàn qua việc tăng mua trái phiếu chính phủ Đức và Mỹ khiến lãi suất trái phiếu hai nước này giảm mạnh

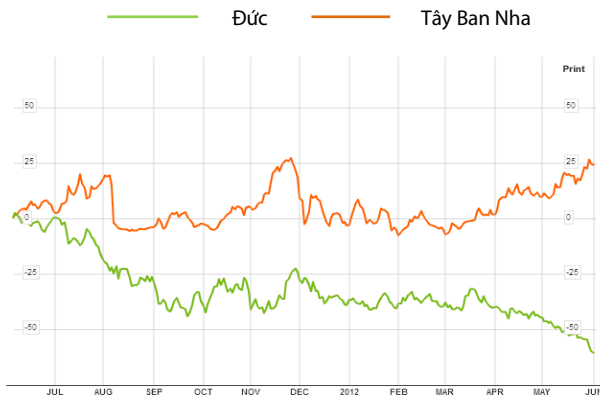
Trong tháng 5, lãi suất trái phiếu của các nước đang phải đối mặt với khủng hoảng nợ

công tăng cao. Tính đến ngày 01/06, lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Hy Lạp tăng 10,36 điểm cơ bản (+51,34%) lên 30,54%, của Tây Ban Nha tăng 0,76 điểm cơ bản (+13,17%) lên 6,53%, và của Italia tăng 0,23 điểm cơ bản (+4,17%) lên 5,74%.

Ngược lại, lãi suất trái phiếu của chính phủ Đức và Mỹ lại giảm rất mạnh. So với thời điểm cuối tháng 4, lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Mỹ giảm 0,46 điểm cơ bản (-24,08%) xuống 1,45%; còn ở Đức giảm 0,49 điểm cơ bản (-29,5%) xuống 1,17%.

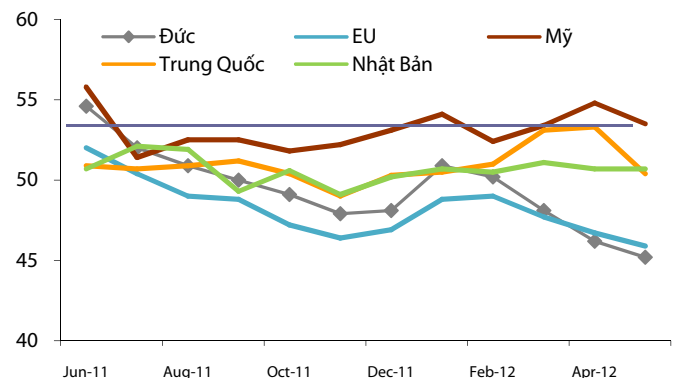
Khoảng chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu chính phủ của hai nước trong khu vực EU là Tây Ban Nha và Đức đang ngày càng được nới rộng cũng đồng nghĩa với rủi ro đang leo thang tại khu vực đồng tiền chung Châu Âu.

Chênh lệch của lãi suất TPCP (10 năm) của Đức & TBN



Nguồn: Bloomberg

Biến động của chỉ số PMI các khu vực



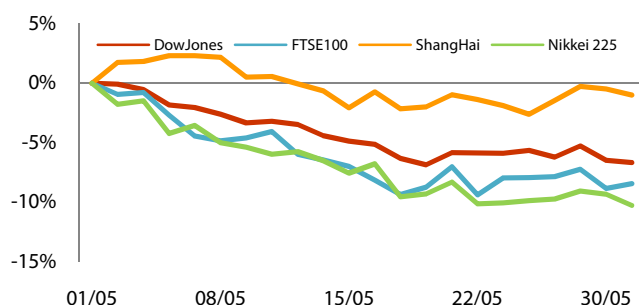
Nguồn: VietDragon Securities tổng hợp

Các chỉ số trên TTCK thế giới đều sụt giảm trong tháng 5

Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế suy yếu và rủi ro khủng hoảng nợ công ngày càng trầm trọng, hầu hết các chỉ số trên TTCK thế giới đều giảm điểm trong tháng 5. Mức giảm điểm mạnh nhất thuộc về chỉ số Nikkei 225, tiếp đến là chỉ số FTSE100 tại Châu Âu và Nasdaq tại Mỹ. So với cuối tháng 4, Nikkei 225 giảm 10,3% còn 8.542,73 điểm; FTSE100 giảm 8,5% xuống 5.320,9 điểm; Nasdaq giảm mạnh hơn với mức giảm 7,3% còn 2.827,34 điểm và DowJones giảm 6,7% còn 12.393,45 điểm. Chỉ số ShangHai (Trung Quốc) có mức giảm nhẹ nhất trong tháng, chỉ mất 1% và đóng cửa ở mức 2.372,23 điểm vào ngày 31/05.

Giá hàng hóa trên các sàn giao dịch cũng giảm mạnh trong tháng 5, điển hình nhất là sự đi xuống liên tục của giá dầu thô. Trong vòng 1 tháng, dầu WTI đã giảm hơn 26% chỉ còn 83,26 USD/thùng, ngược lại, giá vàng thế giới tăng nhẹ (+4%) lên mức 1.624,2 USD/ounce chủ yếu nhờ phiên hồi phục mạnh vào ngày 01/06 với mức tăng kỷ lục 3,9% (mức tăng mạnh nhất kể từ tháng 1/2009).

Diễn biến của chỉ số trên TTCK thế giới trong tháng 5



Nguồn: MarketWatch, VietDragon Securities tổng hợp

Diễn biến của giá dầu WTI từ đầu năm đến nay



Nguồn: Bloomberg

Sự kiện nổi bật về chính sách trong tháng 5

Trung Quốc. Từ ngày 18/05, tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các NH trong nước giảm còn 20%, đây là động thái mới nhất của nước này trong nỗ lực duy trì đà tăng trưởng kinh tế.

Tây Ban Nha. Trước diễn biến thiếu hụt thanh khoản trầm trọng của hệ thống NH trong nước, ngày 25/5, chính phủ nước này đã cung cấp gói cứu trợ trị giá 23,8 tỷ USD để quốc hữu hóa ngân hàng Bankia*.

Dự báo về chính sách

Mỹ. Tỷ lệ thất nghiệp tăng trở lại trong tháng 5 khiến Cục dự trữ liên bang chịu sức ép tung ra gói nới lỏng định lượng QE3 để kích thích tăng trưởng kinh tế. Theo dự báo của Morgan Stanley, khả năng thực hiện QE3 lên đến 80%.

Nhật Bản. Đồng Yên tiếp tục tăng mạnh so với các đồng tiền khác khiến cho chính phủ Nhật Bản có thể can thiệp thị trường tiền tệ thêm một lần nữa**.

Hy Lạp. Cuộc bầu cử 17/06 sau thất bại ngày 06/05 sẽ đóng vai trò quan trọng đối với sự ổn định của khu vực đồng tiền chung Châu Âu.

Châu Âu. EU dự kiến sẽ tiến hành giải ngân từ quỹ Cơ chế bình ổn Châu Âu (ESM)* vào ngày 09/07.

* Bankia là ngân hàng lớn thứ 3 trong hệ thống NH tại Tây Ban Nha.

** Đợt can thiệp gần đây nhất là vào ngày 31/10/2011, đồng yên lập kỷ lục 75,31 yên/USD và buộc nước này bán ra 8,07 nghìn tỷ yên.

*** ESM là trọng tâm trong tường lửa tài chính 1.000 tỷ euro của châu Âu, nhằm ngăn chặn những ảnh hưởng xấu từ cuộc khủng hoảng nợ đang tàn phá các thị trường và đẩy Hy Lạp, Bồ Đào Nha và Ireland phải tìm kiếm các gói cứu trợ để tồn tại.

KINH TẾ VIỆT NAM

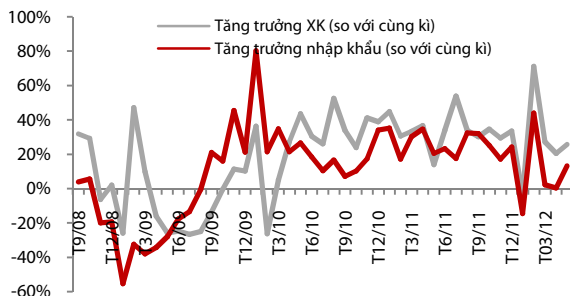
Các thông tin kinh tế vĩ mô trong tháng

Các số liệu thống kê vẫn đang thể hiện sự trì trệ trong tăng trưởng kinh tế. Chỉ số hàng tồn kho vào thời điểm đầu tháng tăng 29,4%, mặc dù có sự giảm tốc so với hai tháng liền trước song vẫn là mức cao so với cùng kỳ. Sự giảm tốc ở chỉ số hàng tồn kho khá phù hợp với diễn biến tiêu dùng trong tháng Năm. Tổng mức tăng doanh số bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng (loại trừ yếu tố giá) tăng 6,6%, là mức cao nhất kể từ tháng 6/2011. Tuy nhiên, về phía sản xuất, tình trạng khó khăn trong khâu sản xuất và tiêu thụ vẫn chưa thuyên giảm, thể hiện ở mức tăng chỉ số sản xuất và tiêu thụ công nghiệp duy trì ở mức 4,2% và 3,5% so với cùng kỳ.

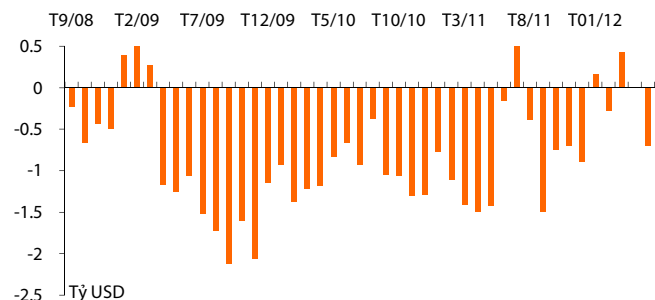
Mặt phải của sự trì trệ là tạo chuyển biến tích cực ở một số chỉ tiêu kinh tế khác. Trong đó, ở khía cạnh giao thương, thâm hụt thương mại đã cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm 2011. Cán cân thương mại thặng dư khoảng 3 triệu USD trong tháng Tư và ước tính thâm hụt khoảng 700 triệu USD trong tháng Năm. Thâm hụt thương mại năm tháng đầu năm chỉ vào khoảng gần 400 triệu USD, bằng 7,7% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Ở chỉ tiêu lạm phát, mục tiêu kiểm soát lạm phát trong năm 2012 đã thu được thành công bước đầu. Chỉ số giá tiêu dùng tháng 5/2012 chỉ tăng 0,18% so với tháng Tư, là mức tăng thấp nhất so với cùng thời điểm trong nhiều năm qua (thậm chí thấp hơn mức tăng của tháng 5/2009). Chỉ số giá tiêu dùng trong năm tháng đầu năm tăng 2,78% và lạm phát theo năm chính thức về một con số với mức tăng 8,34%.

Trên thị trường tiền tệ, với diễn biến thuận lợi của lạm phát, trần lãi suất huy động đã được điều chỉnh giảm lần thứ ba và về mức 11% và nếu so với tỷ lệ lạm phát theo năm là 8,34% thì hiện tại lãi suất đang thực dương hơn 2%. Trần lãi suất cho vay ở các lĩnh vực ưu tiên theo đó cũng về mức 13- 14%. Tuy vậy, tăng trưởng huy động và cho vay vẫn đang diễn biến trái chiều. Theo số liệu cung cấp từ phiên họp thường kỳ Chính phủ và một số tổ chức tài chính thì năm tháng đầu năm, tăng trưởng huy động đạt 5,42%, tổng phương tiện thanh toán tăng 4,47% trong khi tăng trưởng tín dụng giảm 0,89%. Sự dỗi dào thanh khoản trong hệ thống ngân hàng là một trong những nhân tố giúp ổn định thị trường liên ngân hàng trong thời gian gần đây. Giao dịch giữa các tổ chức tín dụng chủ yếu tập trung vào các kỳ hạn ngắn với mức lãi suất dao động trong khoảng 2,4- 10%.

Tăng trưởng kim ngạch XNK



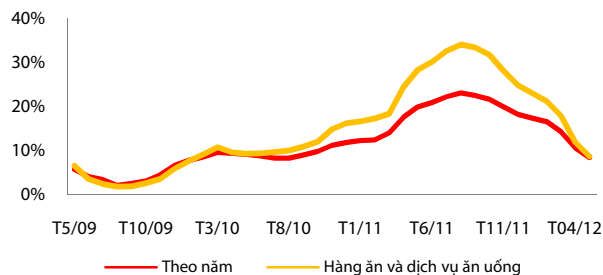
Cán cân thương mại



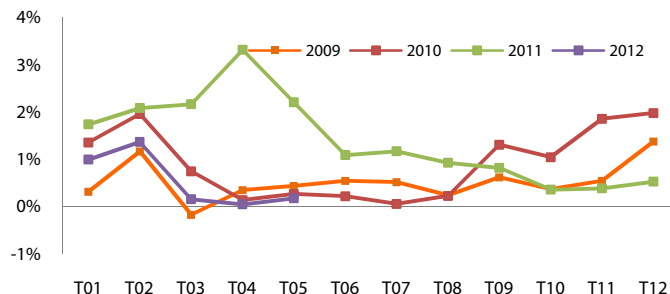
Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 06/2012

Tốc độ tăng trưởng CPI theo năm

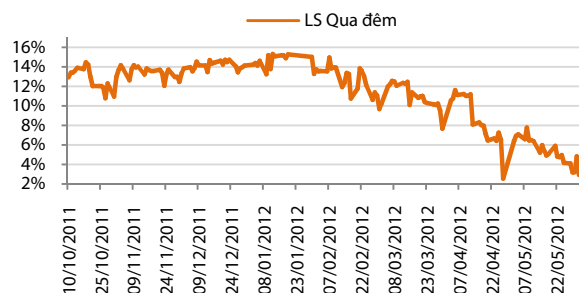


Diễn biến CPI qua các năm

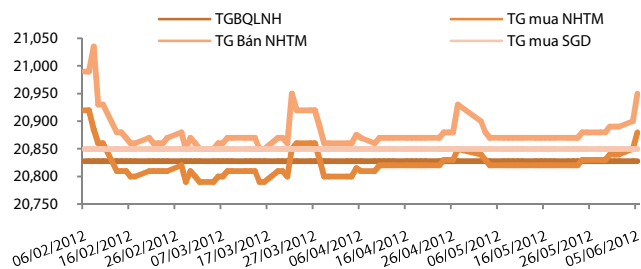


Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Biến động của lãi suất qua đêm liên ngân hàng



Biến động của tỷ giá hối đoái



Nguồn: SBV, VIETCOMBANK, RONGVIET SECURITIES database

Biến động giá nhiên liệu, năng lượng và điện sẽ là những yếu tố chi phối diễn biến chỉ số giá tiêu dùng tháng Sáu

Trong đó, tác động tích cực sẽ đến từ việc điều chỉnh giảm giá bán lẻ gas vào đầu tháng (-8,1%) và khả năng giảm giá bán lẻ xăng dầu lần ba sẽ được cân nhắc. Ở mặt hàng xăng dầu, việc điều chỉnh giảm giá, nếu có, sẽ với mức độ tương ứng hai lần điều chỉnh trước do cần có sự cân đối giữa điều chỉnh giảm giá bán lẻ và tăng thuế nhập khẩu. Đối với mặt hàng điện, rủi ro tăng giá vẫn đang hiện diện và có thể diễn ra bất cứ lúc nào bởi hầu hết các yếu tố đầu vào cho sản xuất điện đều đã tăng giá trong thời gian vừa qua. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng ngay cả khi việc điều chỉnh tăng giá bán điện được tiến hành thì lạm phát vẫn không còn là mối quan ngại lớn của Việt Nam trong ngắn và trung hạn.

Lãi suất danh nghĩa sẽ tiếp tục giảm, theo đà giảm của lạm phát

Lạm phát được kỳ vọng sẽ duy trì mức tăng thấp và là cơ sở để NHNN tiếp tục tiến hành cắt giảm lãi suất. Theo thông tin trong cuộc họp cuối tháng Năm giữa NHNN với nhóm G14 thì trần lãi suất huy động sẽ sớm được đưa về mức 9%. Đây cũng là mức lãi suất dự kiến cho năm 2012. Điều này có nghĩa, NHNN có thể sẽ thực hiện thêm một lần cắt giảm mạnh lãi suất trong năm 2012 và có thể lần cắt giảm này sẽ diễn ra trong tháng Sáu. Bên cạnh đó, sau độ trễ về mặt thời gian (3 tháng), chúng tôi kỳ vọng lãi suất thực tế cũng sẽ giảm nhiều hơn từ thời gian này.

Sắp tới, NHNN sẽ tiến hành kiểm tra đánh giá lại hoạt động đồng thời phân bổ lại chỉ tiêu tín dụng cho các tổ chức tín dụng. Với kết quả tăng trưởng tín dụng trong năm tháng đầu năm, chúng tôi cho rằng việc nâng chỉ tiêu tăng trưởng (nếu có) cũng không mang lại nhiều ý nghĩa.

Thị trường ngoại tệ khả năng sẽ biến động nhiều hơn song vẫn trong giới hạn kiểm soát của NHNN

Hiện đang hiện diện một số yếu tố hỗ trợ cho nhận định này của chúng tôi: (1) Sự kém hấp dẫn của việc nắm giữ VND đang tỷ lệ thuận với động thái cắt giảm lãi suất VND của NHNN; (2) Kinh tế thế giới chuyển biến phức tạp và xấu hơn kỳ vọng đã đưa vàng trở về với vai trò là kênh trú ẩn an toàn. Trong nước, thời hạn chuyển tiếp đối với hoạt động kinh doanh, mua bán vàng miếng sẽ được lùi lại đến 25/11. Mặt trái của việc nới lỏng này là có thể sẽ tạo cơ hội đầu cơ ngoại tệ và nhập lậu vàng, đặc biệt trong bối cảnh chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới khá cao (1,5 – 2 triệu đồng/lượng) và động lực hỗ trợ tăng giá vàng thế giới đang lớn; và, (3) Kỳ vọng cầu ngoại tệ sẽ tăng nếu dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài rút khỏi thị trường Việt Nam, đặc biệt trước hiện tượng bán ròng mạnh gần đây của khối nước ngoài trên TTCK.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng biến động trên thị trường ngoại tệ chủ yếu do tâm lý đầu cơ hơn là nhu cầu thực của thị trường. Ngoài ra, với nguồn dự trữ ngoại hối đã được bổ sung trong những tháng đầu năm, NHNN sẽ có đủ tiềm lực để kiểm soát thị trường này.

Nợ xấu, kích cầu tiêu dùng và thúc đẩy tăng trưởng sẽ là những vấn đề được quan tâm nhiều hơn trong thời gian tới

Với các số liệu kinh tế liên quan đến ngành công nghiệp hai tháng đầu quý II, khả năng tăng trưởng GDP quý II/2012 sẽ khó có thể cải thiện đáng kể so với mức tăng 4% trong quý I. Và do đó, chúng tôi cho rằng các giải pháp nhằm tháo gỡ khó khăn và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế sẽ được đề cập nhiều hơn trong thời gian còn lại của năm. Trong đó, chúng tôi nhận thấy nổi lên hai vấn đề chính:

(1) Nguyên nhân chính dẫn đến sự tắc nghẽn trong cung – cầu vốn cho nền kinh tế thời gian vừa qua là vấn đề nợ xấu của ngành ngân hàng. Tình trạng nợ xấu đặc biệt có xu hướng tăng cao sau khi chính sách tiền tệ chặt chẽ được quyết liệt thực hiện trong năm 2011 và nợ xấu của khối DNNN bắt đầu lộ diện với tần suất dày hơn sau khi đề án tái cấu trúc nền kinh tế được đưa vào thực thi. Theo công bố của NHNN thì nợ xấu tính đến giữa tháng 4/2012 là khoảng 3,6% dư nợ toàn hệ thống (~ 88.000 tỷ đồng). Trong khi nếu tính theo dự báo của một số tổ chức, đơn vị khác, tỷ lệ nợ xấu có thể nằm trong khoảng từ 8-14% (~ 196.000 – 343.000 tỷ đồng), đặc biệt tỷ lệ nợ xấu của doanh nghiệp nhà nước (DNNN) đang chiếm tới 70% nợ xấu của hệ thống ngân hàng. Để giải quyết tình trạng này, trong cuộc họp cuối tháng Năm với nhóm NHTM lớn (G14), NHNN đã đề cập đến việc thành lập công ty mua bán nợ với quy mô khoảng 100.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, giải pháp này mới chỉ được NHNN đề xuất trong khi cách thức tiến hành nghiệp vụ mua bán nợ vẫn chưa được đề cập. Nguồn cung tín dụng cho nền kinh tế sẽ dồi dào hơn nếu vấn đề nợ xấu được giải quyết. Và do đó, chúng tôi cho rằng NHNN nên đẩy nhanh tiến trình thực hiện đề xuất mới này trong nửa cuối năm.

(2) Bên cạnh nguyên nhân chi phí vốn cao, cầu tiêu dùng yếu dẫn đến khó khăn trong tiêu thụ hàng hóa là nguyên nhân chính dẫn đến sự đình đốn trong sản xuất. Việc cắt giảm lãi suất của NHNN trong thời gian vừa qua hoàn toàn không có tác động đối với tác nhân này. Trong khi đó, sự can thiệp mới đây từ Bộ Tài chính liên quan đến các giải pháp miễn, giảm thuế vẫn nhằm tập trung hỗ trợ cho khối doanh nghiệp hơn là hướng đến mục tiêu kích cầu. Do đó, hiệu quả mang lại chưa cao. Chúng tôi cho rằng các biện pháp tài khóa trong thời gian tới nếu hướng đến mục tiêu thúc đẩy tiêu thụ hàng tồn kho và kích thích sản xuất trở lại như kích cầu và mở rộng thị trường tiêu thụ hàng hóa sẽ mang lại hiệu quả thiết thực hơn.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Diễn biến thị trường

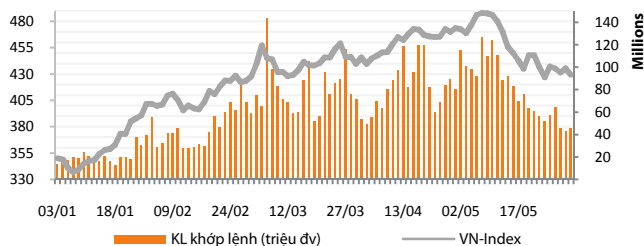
Áp lực chốt lời trên diện rộng từ nhóm cổ phiếu đầu cơ đến các mã dẫn dắt, dấu hiệu kinh tế suy yếu với tăng trưởng tín dụng âm và chỉ số hàng tồn kho tăng cao cùng với yêu cầu giải chấp là những yếu tố khiến TTCK đi vào đợt điều chỉnh sâu sau khi lập đỉnh vào ngày 08/05. Kết thúc phiên ngày 31/05, cả hai chỉ số VNIndex và HNIIndex đều跌 mất hơn 12% so với mức đỉnh và đóng cửa lần lượt tại 429,2 điểm và 74,07 điểm. Giá trị khớp lệnh bình quân đạt 1.209 tỷ đồng/phiên trên sàn HSX (+2% so với tháng trước) và đạt 668 tỷ đồng/phiên trên sàn HNX (-17% so với tháng trước). Tuy vậy, dòng tiền tham gia thị trường giảm rõ rệt trong tuần cuối cùng của tháng với thanh khoản lùi về xuống mức thấp nhất kể từ tháng 2/2012.

Các thông tin về vĩ mô trong tháng như CPI tháng 5 tăng thấp (+0,18%), giảm giá xăng, quyết định hạ trần lãi suất lần thứ 3 về mức 11% của NHNN hay áp đặt mức chênh lệch 3% giữa lãi suất tiền gửi và cho vay đối với các lĩnh vực khuyến khích đã không tạo được hiệu ứng tích cực đối với tâm lý nhà đầu tư. Có thể thấy, những lạc quan về triển vọng kinh tế và kỳ vọng về chính sách đang dần bị “ăn mòn” trong các phiên giao dịch nửa cuối tháng 5, thay vào đó là mối lo ngại về suy giảm kinh tế trong nước và hiệu quả của chính sách trong việc kích thích tăng trưởng trở lại.

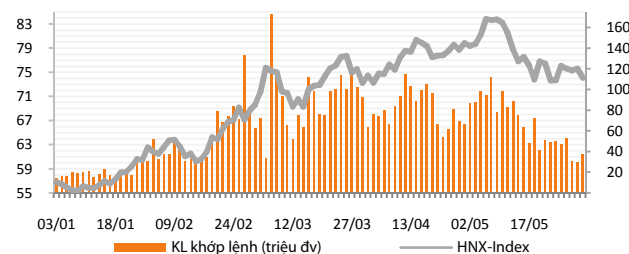
Bên cạnh đó, áp lực bán ở nhóm cổ phiếu VN30 đến từ khối ngoại, điển hình nhất là BVH và VIC cũng là yếu tố khiến VNIndex bị ảnh hưởng theo chiều hướng xấu. Ngoài ra, trong tháng 5, sự “lên ngôi” của hai mã VCB và GAS cũng tác động đáng kể đến sự đi xuống của VNIndex. VCB sau khi niêm yết bổ sung gần 1,8 tỷ cổ phiếu vào ngày 11/05 được hai phiên đã giảm liên tiếp nhiều phiên sau đó. Tương tự, sau khi chào sàn ngày 21/05, GAS chỉ tăng điểm được hai phiên và quay đầu giảm mạnh mặc dù nhận được sự quan tâm khá lớn từ phía NĐT tổ chức và nước ngoài.

Tháng 5, trên sàn HSX không có ngành nào tăng điểm, ngành giảm điểm mạnh nhất là dầu khí (-12,2%), kế đến là nguyên liệu cơ bản (-10,9%) và tài chính (-9%). Trên sàn HNX, nhóm ngành giảm điểm mạnh nhất gồm viễn thông (-15,6%), y tế (-10,2%), hàng tiêu dùng (-10%) và công nghiệp (-9,8%).

Biến động của chỉ số VN-Index từ đầu năm đến nay



Biến động của chỉ số HNX-Index 6 từ đầu năm đến nay

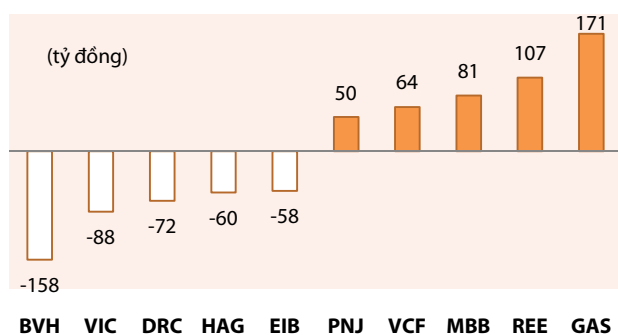


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

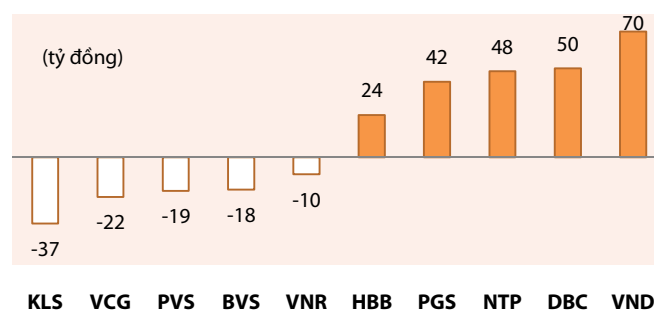
Mặc dù có khuynh hướng chốt lời trên diện rộng song NĐT nước ngoài vẫn mua ròng 133,7 tỷ đồng trên sàn HSX và 150,4 tỷ đồng trên sàn HNX trong tháng 5. GAS thu hút

dòng tiền của khối ngoại ngay từ những ngày đầu giao dịch, với mức mua ròng 171 tỷ đồng trong vòng 9 phiên (~ 4,3 triệu đv). Các mã khác được NĐT nước ngoài mua nhiều trong tháng gồm có MBB (~81 tỷ đồng), REE (~107 tỷ đồng), VCF (~64 tỷ đồng, trong đó, GDTT chiếm hơn 70%)... Ngược lại, khối này bán ròng mạnh 2,8 triệu đv BVH; 3,2 triệu đv EIB; 2,3 triệu đv HAG... Động thái trên của NĐT nước ngoài xuất phát từ nhu cầu chốt lời do khối này đã mua ròng một lượng lớn cổ phiếu từ đầu năm, bên cạnh đó là những nhân tố ngoại vi như cuộc khủng hoảng nợ châu Âu lan rộng khiến NĐT liên tiếp rút vốn ra khỏi thị trường mới nổi trong thời gian gần đây và hoạt động cơ cấu lại danh mục đầu tư của các quỹ đầu tư chỉ số.

Top mua và bán ròng của NĐT nước ngoài (HSX)

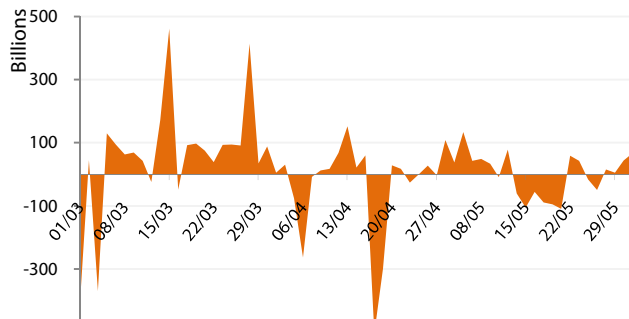


Top mua và bán ròng của NĐT nước ngoài (HNX)

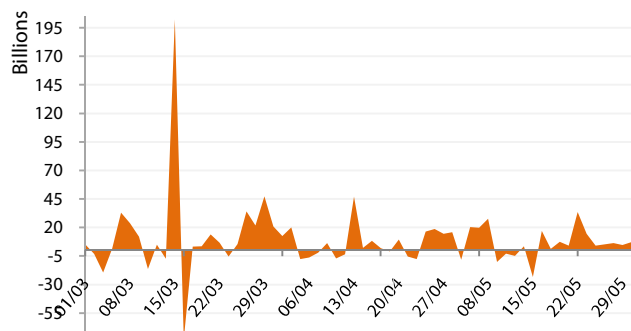


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

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



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



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Khối lượng cổ phiếu niêm yết từ đầu năm 2012

Quý I/2012	HSX		HNX	
	SLCP lưu hành (CP)	VHTT (tỷ đồng)	SLCP lưu hành (CP)	VHTT (tỷ đồng)
T1	-	-	-	-
T2	22,870,000	485	8,339,743	79
T3	38.918.990	677	3.000.000	33
T4	9.500.000	190	-	-
T5	1.895.000.000	68.220	25.453.800	267

Nguồn: RONGVIET SECURITIES databas

Triển vọng thị trường

Chúng tôi đánh giá các luồng thông tin tác động đến TTCK tháng 6/2012 sẽ mang cả sắc thái tích cực lẫn tiêu cực. Trong đó, các yếu tố tiêu cực sẽ đặc biệt giữ vị thế chi phối trong nửa đầu tháng do tác động từ khối NĐT tổ chức và nước ngoài. Ở chiều ngược lại, những nỗ lực của cơ quan điều hành trong thực hiện các giải pháp khơi thông nguồn vốn cũng như kéo giảm lãi suất thực tế, kích cầu tiêu dùng nhằm thúc đẩy hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp sẽ là những yếu tố hỗ trợ, giúp thị trường cân bằng trước các tác động tiêu cực khác. Ngoài ra, thông tin giảm giá xăng, nếu được thực hiện, sẽ ít nhiều mang lại hiệu ứng tâm lý tốt hơn từ góc nhìn của NĐT.

Kinh tế trì trệ, các giải pháp hạ lãi suất chưa mang lại kết quả mong đợi và sự chậm chạp trong quá trình cải cách hệ thống ngân hàng cũng như nền kinh tế làm nản lòng NĐT. Như chúng tôi đã có đề cập trong các báo cáo trước, các giải pháp được nhà điều hành đưa ra nhằm tiến tới mục tiêu tăng trưởng ổn định và bền vững cho kinh tế vĩ mô là hoàn toàn phù hợp với bối cảnh kinh tế của Việt Nam. Tuy nhiên, đây là vấn đề của dài hạn và hiệu quả thực thi chính sách chỉ có thể kiểm chứng trong dài hạn trong khi các thách thức ngắn hạn ngày càng lớn hơn do các nguyên nhân: (1) Bước đầu tiên của quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng cũng như nền kinh tế có vẻ như đang được thực thi một cách chậm chạp. Trong quý I/2012, NHNN đã đặt ra mục tiêu tái cơ cấu mạnh mẽ ở nhóm NHTM thuộc nhóm 4 – nhóm yếu kém và có rủi ro cao nhất hệ thống. Tuy nhiên, ngoại trừ thương vụ mua lại HBB của SHB vẫn đang trong lộ trình thực hiện, chúng tôi chưa nhận thấy có thêm động thái xử lý mới nào được thực hiện nhằm hoàn thành mục tiêu đặt ra vào đầu năm của NHNN; (2) Hệ quả tiếp nối là nợ xấu của hệ thống tăng cao dẫn đến ách tắc dòng chảy vốn. Lãi suất thực tế do vậy chưa giảm về mức mong đợi và khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp vẫn rất hạn chế; và, (3) Sự trì trệ trong sản xuất và sức tiêu thụ yếu kém chưa được cải thiện. Tâm lý NĐT trên TTCK do vậy đã chuyển dần sang hướng thận trọng và có chiều hướng bi quan hơn trong thời gian gần đây. Đây có thể sẽ là rào cản đối với khả năng tăng điểm trong ngắn hạn của thị trường.

Áp lực tăng cung ngắn hạn từ phía NĐT nước ngoài trước bối cảnh khó khăn của kinh tế thế giới và các quỹ ETF tiến hành tái cân đối danh mục. Nửa cuối tháng Năm, số liệu kinh tế cho thấy các nền kinh tế lớn của thế giới (Mỹ, Trung Quốc...) vẫn đang đối diện với nhiều khó khăn và tình trạng nợ công châu Âu chuyển biến phức tạp hơn do bất ổn chính trị của Hy Lạp và rủi ro vỡ nợ ở hai nền kinh tế lớn của khu vực này là Tây Ban Nha và Italia tăng cao. Trong khi các cải cách kinh tế của Việt Nam chưa gặt hái được thành quả đáng kể thì những thách thức mới từ bên ngoài này có thể sẽ tác động mạnh đến hoạt động đầu tư của khối nước ngoài. Danh mục nắm giữ của khối NĐT nước ngoài chủ yếu là các cổ phiếu có sức ảnh hưởng lớn đến chỉ số thị trường và vì vậy hoạt động cơ cấu danh mục của khối nước ngoài, nếu tiếp tục được tiến hành trong tháng Sáu có thể sẽ là tác nhân lớn khiến thị trường suy giảm mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng động thái bán ròng của khối này chủ yếu nhằm hiện thực hóa lợi nhuận hơn là gắn liền với việc rút vốn ra khỏi thị trường Việt Nam. Số liệu của Bloomberg cho thấy, trong tháng Năm, dòng vốn gián tiếp rút khỏi TTCK Việt Nam là 1,7 triệu USD (~36 tỷ đồng), khá thấp so với lượng bán ròng của khối này trong tuần cuối tháng. Do đó, chúng tôi tin rằng khi các chỉ báo vĩ mô cho thấy triển vọng chắc chắn hơn, dòng tiền này sẽ trở lại với thị trường.

Ngoài ra, hai quỹ ETF do Deutsche Bank quản lý gần đây đã công bố kết quả rà soát danh mục định kỳ. Theo đó, hai quỹ này sẽ không thêm mới cổ phiếu vào danh mục trong khi FTSE Vietnam Index sẽ tiến hành loại REE, PET và KDH khỏi danh mục, và FTSE Vietnam All-share Index sẽ loại DHG, VCF, PGD, ASM và LCG đồng thời giảm tỷ trọng nắm giữ CTG, STB, KBC và MBB. Quá trình cân đối danh mục sẽ được tiến hành đến ngày 15/06. Hiện tại, một ETF khác là VNM vẫn chưa công bố kết quả rà soát danh mục của mình, song nhiều khả năng quỹ này cũng sẽ giảm tỷ trọng nắm giữ hơn là thêm mới danh mục. Động thái này của các ETF có thể sẽ dẫn đến áp lực tăng cung ngắn hạn ở nhóm cổ phiếu VN30, ít nhất cho đến khi quá trình tái cân đối danh mục kết thúc.

Giải pháp tháo gỡ khó khăn cho nền kinh tế của nhà điều hành. Cuộc họp cuối tháng Năm giữa NHNN và nhóm G14 đã đề xuất một số giải pháp mới nhằm tháo gỡ khó khăn cho nền kinh tế: (1) Cân nhắc việc điều chỉnh lãi suất tiền gửi ngắn hạn xuống còn 9%/năm, và áp đặt trần lãi suất cho vay với kỳ hạn dưới 1 năm ở mức 12-13%/năm, đối với kỳ hạn dài hơn sẽ tùy theo thỏa thuận giữa doanh nghiệp và ngân hàng; (2) Hỗ trợ các lĩnh vực nông nghiệp thông qua việc tái cấp vốn, giảm lãi suất đối với các hợp đồng cho vay cũ, áp đặt trần lãi suất cho vay và nới lỏng các điều kiện cho vay trong giới hạn các tiêu chuẩn tín dụng; (3) Lập quỹ hỗ trợ các đối tượng có thu nhập thấp và trung bình mua nhà ở; và, (4) Thành lập công ty mua bán nợ trong hệ thống ngân hàng với giá trị các khoản nợ mua lại khoảng 100.000 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng sau khi các quỹ ETF hoàn thành tái cân đối danh mục, thị trường sẽ ổn định hơn nhờ các thông tin hỗ trợ liên quan đến việc thực thi các chính sách mới này.

Chiến lược đầu tư

Các thông tin hỗ trợ thị trường trong những tháng đầu năm đi vào giai đoạn bão hòa và bằng chứng về thực tế khó khăn của nền kinh tế sau một năm thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt khiến NĐT tỏ ra thận trọng hơn trong tháng Năm. Bên cạnh đó, khối NĐT nước ngoài cơ cấu mạnh nhóm cổ phiếu VN30 và sự suy giảm ở hai mã trụ cột lớn nhất sàn là VCB và GAS đã khiến VNIndex giảm xa hơn so với kỳ vọng của chúng tôi. Sang tháng Sáu, chúng tôi đánh giá các luồng thông tin tác động đến thị trường sẽ mang cả sắc thái tích cực lẫn tiêu cực. Trong đó, các yếu tố tiêu cực sẽ đặc biệt giữ vị thế chi phối trong nửa đầu tháng do tác động từ khối NĐT tổ chức và nước ngoài. Mặc dù vậy, ở phía tích cực, chúng tôi nhận thấy cơ quan điều hành vẫn đang nỗ lực thực hiện các giải pháp khơi thông nguồn vốn cũng như kéo giảm lãi suất thực tế về mức hợp lý, kích cầu tiêu dùng nhằm thúc đẩy hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp. Do các giải pháp mới vẫn đang ở dạng đề xuất và chủ yếu mang tính dài hạn, chúng tôi không kỳ vọng những thông tin chính sách này sẽ mang lại hiệu ứng tích cực như từng diễn ra trong những tháng đầu năm. Song chúng tôi cho rằng các thông tin này vẫn đủ mạnh để giúp thị trường cân bằng trước các tác động tiêu cực khác. Ngoài ra, mặc dù chúng tôi không cho rằng thông tin CPI vẫn đủ hấp dẫn đối với NĐT, song thông tin giảm giá xăng, nếu được thực hiện, sẽ ít nhiều mang lại hiệu ứng tích cực cho thị trường. Từ những lý do này, chúng tôi đánh giá thị trường sẽ bắt đầu đi vào giai đoạn tích lũy từ thời gian này và kịch bản VNIndex biến động trong biên độ (400 - 460) sẽ có xác suất xảy ra cao nhất. Với kịch bản này chúng tôi khuyến nghị NĐT đang nắm giữ tỷ trọng tiền mặt trên 70% cân nhắc giải ngân từng phần danh mục khi VNIndex tiến về cận dưới của biên độ dao động. Tuy nhiên, việc giải ngân cần tránh thực hiện trong những phiên tăng nóng bất thường, bởi tần suất xuất hiện "bull

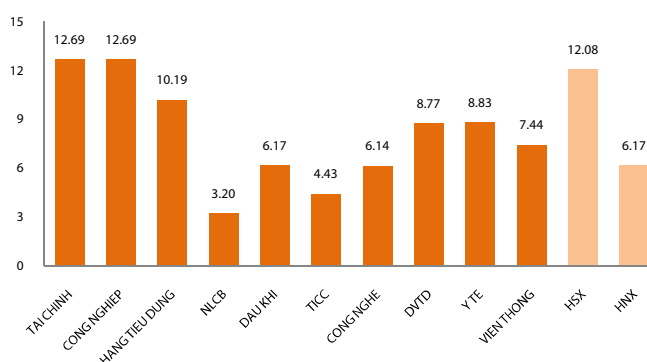
trap" đang có xu hướng gia tăng.

Quý nhà đầu tư có thể tham khảo các cổ phiếu được chúng tôi đánh giá có triển vọng đầu tư tốt trong báo cáo cổ phiếu triển vọng được phát hành vào tháng 3/2012.

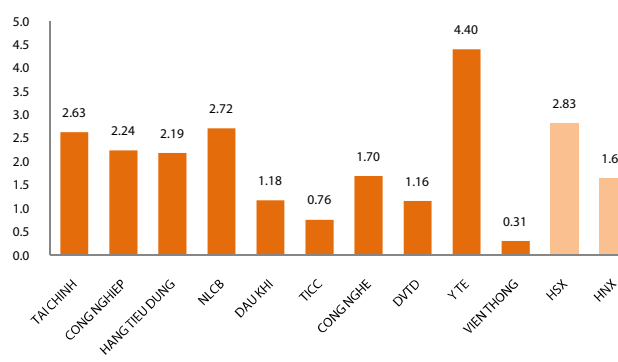
Rủi ro

Kịch bản thị trường đã được chúng tôi cân nhắc khá kĩ dựa trên những yếu tố hiện có. Tuy nhiên, một sự biến động bất ngờ trong nền kinh tế hoặc thị trường có thể gây sai lệch những kỳ vọng. Yếu tố bất ngờ chúng tôi muốn đề cập ở đây các chuyển biến về mặt chính sách có thể sẽ đến chậm hơn so với kỳ vọng. Trong khi đó, trước những khó khăn hiện tại của kinh tế thế giới, xu hướng của NĐT nước ngoài vẫn là ẩn số khó đoán định. Thị trường sẽ đối diện với nguy cơ lùi sâu dưới vùng 400 điểm và thời gian hồi phục sẽ lâu hơn dự định. Trong trường hợp này, chúng tôi vẫn cho rằng tăng tỷ trọng nắm giữ nên là chiến lược thực hiện của NĐT.

Chỉ số P/E tại thời điểm cuối tháng 05



Chỉ số P/B tại thời điểm cuối tháng 05



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Bảng cập nhật hiệu quả khuyến nghị "Cổ phiếu triển vọng":

Mã CK	Giá mục tiêu	Giá @ thời điểm phát hành báo cáo cập nhật (12/03/2012)	Giá @ 05/06/2012	Giá cao nhất kể từ thời điểm phát hành	Giá thấp nhất kể từ thời điểm phát hành	Thời hạn đầu tư	Mục đích đầu tư
VNM	95.500	91.500	86.500	96.000	86.000	Dài hạn	Giá trị
PGD	42.000	31.000	33.600	37.400	31.000	Trung hạn	Tăng trưởng
DPM	36.000	29.200	33.400	40.800	28.900	Trung hạn	Giá trị
HPG	23.500	22.000	23.000	27.100	22.000	Trung hạn	Tăng trưởng
CNG	35.000	27.900	27.400	36.200	26.800	Trung hạn	Tăng trưởng
PHR	32.000	27.100	29.600	39.000	25.500	Ngắn hạn	Giá trị
EIB	19.700	16.900	17.900	18.800	16.900	Trung - dài hạn	Tăng trưởng
KLS	13.000	11.300	10.400	13.800	10.000	Trung hạn	Cơ hội
DIG	18.000	16.500	16.300	22.600	15.600	Trung - dài hạn	Giá trị

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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2012.



CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax : (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008