



Tú Vũ
Quyền Giám đốc
tu.vu@vcsc.com.vn
+84 8 3914 3588, ext 105

Lo ngại tình hình Châu Âu, dòng tiền hạn chế

Chiến lược

Chỉ số VNIndex: Tháng Năm là một tháng không suôn sẻ đối với chỉ số VNIndex, nhưng tình trạng này chỉ xảy ra sau khi chỉ số đạt đỉnh mới 492,44 trong năm 2012, tăng gần 48% từ ngưỡng thấp nhất 332 vào tháng 01/2012. Tuy nhiên, chỉ số đã không thể bứt phá khỏi ngưỡng kháng cự tâm lý 500 điểm và điều chỉnh khoảng 19% từ mức đỉnh xuống 435 vào ngày 30/05/2012. Chúng tôi dự báo chỉ số VNI chạm đáy tại ngưỡng 430/435, do các chỉ báo ngắn hạn cho thấy tín hiệu mua mới vào cuối tuần. Ngoài ra đường xung lượng trung hạn cũng có thể đi lên trở lại, phù hợp với đường xung lượng dài hạn đi lên. (trang 3)

Chỉ số HNIIndex: chỉ số HNIIndex đạt ngưỡng cao nhất 85,43 vào tháng 05/2012, tăng 57% so với ngưỡng thấp nhất 54,64 trong tháng 1/2012. Cũng tại đây, chỉ số không thể tăng cao hơn sau đợt tăng ấn tượng và điều chỉnh 10% cho đến ngày 30/05/2012. Chúng tôi dự báo đường xung lượng dài hạn đi lên sẽ là một ngưỡng hỗ trợ mạnh và toàn bộ mô hình cho thấy chỉ số HNI sẽ dịch chuyển đến vùng 90-95 trong vòng 3-4 tháng tới. (trang 4)

Nhận định thị trường

Thật đáng tiếc là khẩu hiệu “Chốt lời tháng Năm” lại một lần nữa đúng. Dù ở phía tích cực lạm phát đã chậm lại nhưng khó khăn kinh tế lại nổi lên là tâm điểm mới trong khi cuộc khủng hoảng của khối EU tiếp tục ảnh hưởng đến thị trường toàn thế giới, trong đó có Việt Nam.

Không giống như tháng trước khi thị trường phản ứng tích cực trước các biện pháp nới lỏng chính sách, các nhà đầu tư trong tháng Năm tỏ ra kém mặn mà trước tin tức về gói hỗ trợ thuế, việc áp dụng trần lãi suất cho vay và gần đây nhất là việc giảm trần lãi suất huy động xuống 11% và giảm lãi suất điều hành thêm 1%. Nhưng dù tháng Năm đi qua đầy khó khăn, Việt Nam vẫn là một trong những thị trường diễn biến tốt nhất từ đầu năm đến nay.

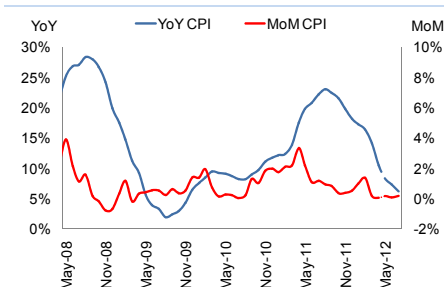
- Hy Lạp thành tâm điểm chú ý. Khả năng ảnh hưởng cả thế giới. (trang 5)
- 25% xuất khẩu của Việt Nam sang EU, liệu các công ty thủy sản sẽ chịu tác động nặng nề nhất? (trang 5)
- Thay đổi vị trí cổ phiếu tỷ trọng lớn trong VNIndex, GAS và VCB giờ đây chiếm 22% chỉ số. (trang 6)
- Lợi nhuận Quý 1 của các công ty trong rổ VN30 tăng 22,5%, và lợi nhuận của toàn thị trường tăng 4%. (trang 7)

(cuối tháng)	Tư	Năm
VNIndex	473,7	429,2
HNX Index	79,8	74,0
VN30 Index	541,2	507,0

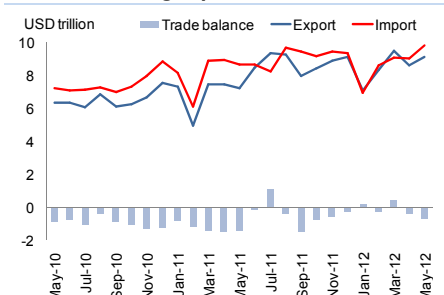
	Tư	Năm
Tổng mức bán lẻ (% so với cùng kỳ năm trước)	21,1	NA
CPI (% so với cùng kỳ năm trước)	10,5	8,3
Xuất khẩu (triệu USD)	8.600	9.100
Nhập khẩu (triệu USD)	9.000	9.800
Vốn FDI giải ngân (triệu USD)	1.090	900
FDI thực hiện (triệu USD)	2011	2012F

GDP tính theo giá thực tế (% so với năm trước)	5,9	5,5
CPI (% so với năm trước)	18,2	9,0
Xuất khẩu (% so với năm trước)	33,3	19,9
Nhập khẩu (% so với năm trước)	24,7	14,0
Cán cân thương mại/GDP (%)	-7,8	-7,0
M2/GDP (%)	108,0	103,9
Tổng giá trị tín dụng/GDP (%)	98,0	107,5
FDI thực hiện (triệu USD)	11,0	11,0

CPI



Cán cân thương mại



See important disclosure at the end of this document

Cập nhật vĩ mô

Dù không có nhiều vấn đề phải giải quyết như trong tháng Tư, tháng Năm vẫn là tháng bận rộn của Chính phủ trong việc tìm cách vực dậy nền kinh tế. Tăng trưởng tín dụng trong bốn tháng đầu năm giảm 0,66%. Sản xuất công nghiệp giảm 4,2% và lượng hàng tồn kho tăng 29,4%. Tuy nhiên, việc lạm phát giờ đây trở xuống mức một chữ số, 8,34% so với cùng kỳ năm ngoái là một thông tin tích cực. Chúng tôi cho rằng CPI sẽ còn giảm thêm 1% trong tháng Sáu.

- NHNN hạ trần lãi suất huy động và lãi suất điều hành 1% (trang 15)
- CPI tháng Năm là 8,34%, dự kiến sẽ tăng dưới 0,2% vào mùa hè (trang 16)
- Nhập siêu tăng lên 783 tỷ đồng từ đầu năm đến nay (trang 17)
- 40 nghìn tỷ đồng dư thừa trong hệ thống ngân hàng đang chờ giải ngân.

Chiến lược

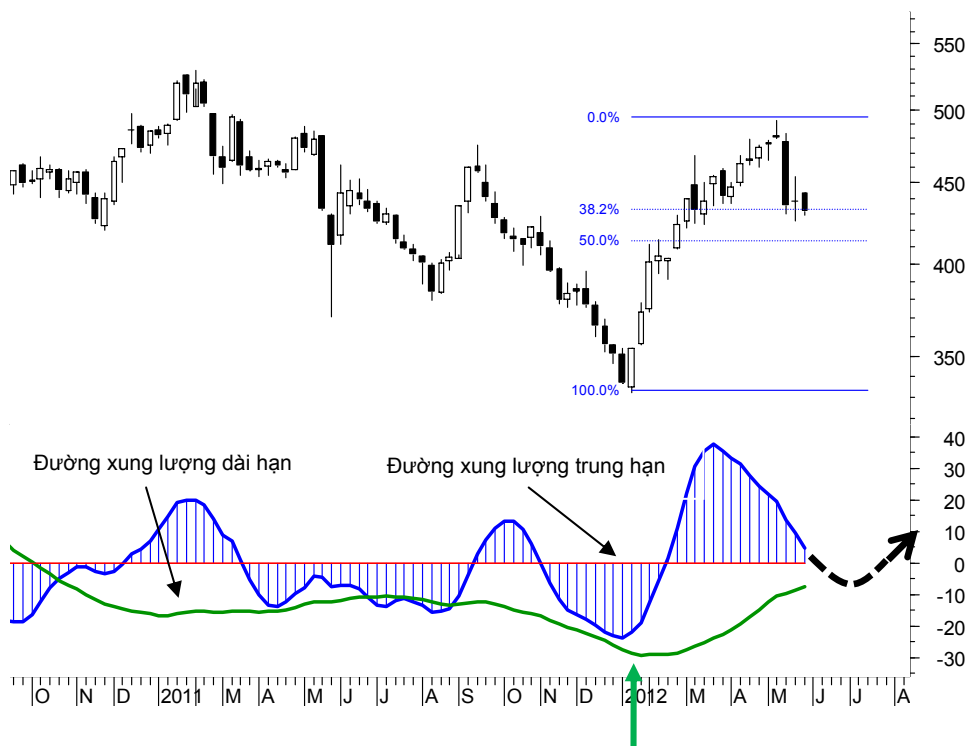
Chỉ số VNIndex: Tháng Năm là một tháng không suôn sẻ đối với chỉ số VNIndex, nhưng tình trạng này chỉ xảy ra sau khi chỉ số đạt đỉnh mới 492,44 trong năm 2012, tăng gần 48% từ ngưỡng thấp nhất 332 vào tháng 01/2012. Tuy nhiên, chỉ số đã không thể bút phá khỏi ngưỡng kháng cự tâm lý 500 điểm và điều chỉnh khoảng 19% từ mức đỉnh xuống 435 vào ngày 30/05/2012.

Một điều thú vị là việc điều chỉnh ngưng xung quanh mốc 430, tức ngưỡng hỗ trợ Fibonacci 38,2% tính từ mức thấp nhất tháng 01/2012 đến mức cao nhất tháng 05/2012. Như chúng ta có thể thấy trên biểu đồ, đường xung lượng dài hạn vẫn trong chu kỳ TĂNG, trong khi đường xung lượng trung hạn, sau khi xuống đến đáy vào tháng 01/2012, đã tăng trở lại vào tháng trước và hiện nay đang tiến gần đường zero. Việc đường xung lượng trung hạn đi xuống về bản chất không phải là một tín hiệu bán, nhưng cảnh báo về khả năng điều chỉnh/hợp nhất trong xu hướng tăng dài hạn vẫn chưa bị ảnh hưởng.

Dự báo: Chúng tôi dự báo chỉ số VNI chạm đáy tại ngưỡng 430/435, do các chỉ báo ngắn hạn cho thấy tín hiệu mua mới vào cuối tuần. Ngoài ra đường xung lượng trung hạn cũng có thể đi lên trở lại, phù hợp với đường xung lượng dài hạn đi lên.

Chúng tôi dự báo chỉ số VNI sẽ chạm ngưỡng cao nhất trước đây 492 và thậm chí còn bút phá cao hơn và kiểm tra ngưỡng 550 trong vòng 3-4 tháng tới.

Hình 1: Phân tích kỹ thuật chỉ số VNI

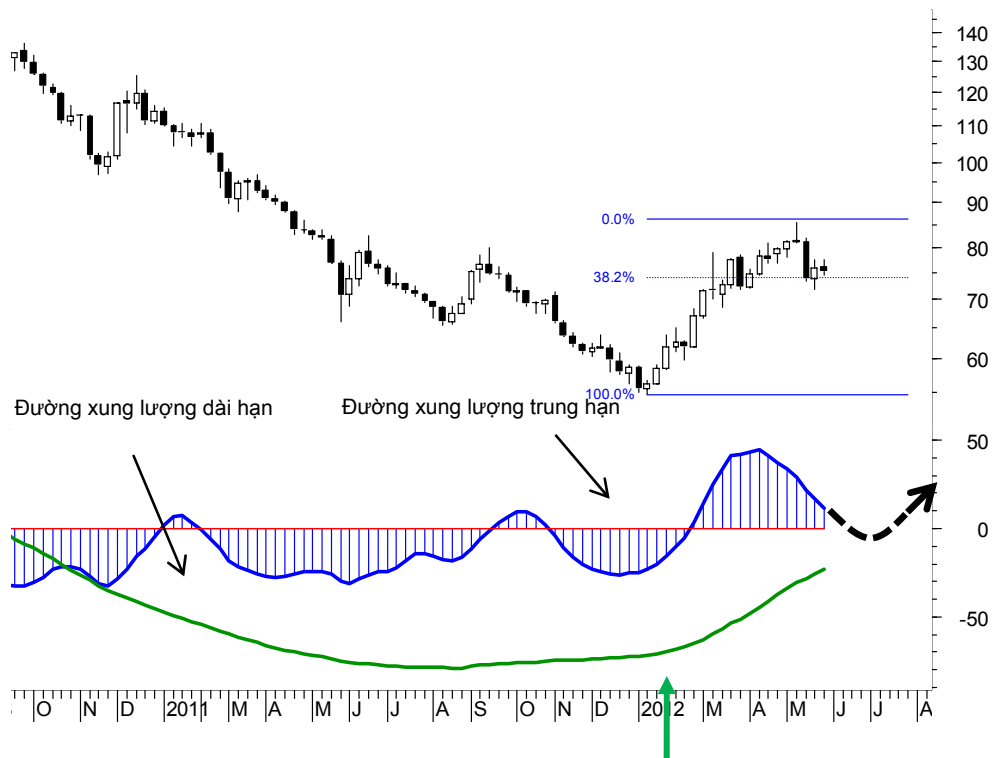


Cập nhật tháng 05/2012

Chỉ số HNIndex: chỉ số HNIndex đạt ngưỡng cao nhất 85,43 vào tháng 05/2012, tăng 57% so với ngưỡng thấp nhất 54,64 trong tháng 1/2012. Cũng tại đây, chỉ số không thể tăng cao hơn sau đợt tăng ấn tượng và điều chỉnh 10% cho đến ngày 30/05/2012.

Việc điều chỉnh chấm dứt tại ngưỡng hỗ trợ Fibonacci 38,2%, được tính từ mức thấp nhất của tháng Một đến mức cao nhất của tháng Năm. Mốc này là một ngưỡng hỗ trợ mạnh; trong khi đó, chúng tôi nhận thấy rất nhiều tín hiệu mua ngắn hạn ở các cổ phiếu riêng lẻ vào cuối tuần trước. Điều này sẽ giúp thị trường tăng trở lại từ ngưỡng này và dẫn tới mức đáy mới ở đường xung lượng trung hạn.

Chúng tôi dự báo đường xung lượng dài hạn đi lên sẽ là một ngưỡng hỗ trợ mạnh và toàn bộ mô hình cho thấy chỉ số HNI sẽ dịch chuyển đến khoảng 90-95 trong vòng 3-4 tháng tới.



Nhận định thị trường

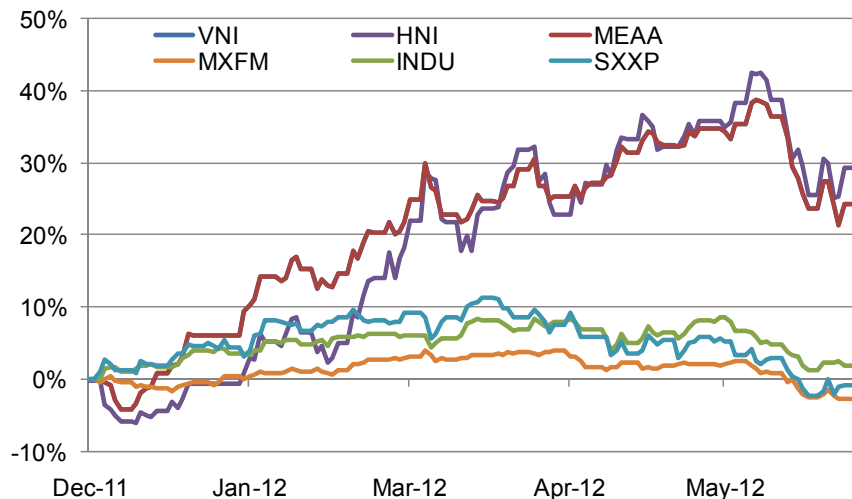
Thật đáng tiếc là khẩu hiệu “Chốt lời tháng Năm” lại một lần nữa đúng. Dù ở phía tích cực lạm phát đã chậm lại nhưng khó khăn kinh tế lại nổi lên là tâm điểm mới trong khi cuộc khủng hoảng của khối EU tiếp tục ảnh hưởng đến thị trường toàn thế giới, trong đó có Việt Nam.

Không giống như tháng trước khi thị trường phản ứng tích cực trước các biện pháp nới lỏng chính sách, các nhà đầu tư trong tháng Năm tỏ ra kém mặn mà trước tin tức về gói hỗ trợ thuế, việc áp dụng trần lãi suất cho vay và gần đây nhất là việc giảm trần lãi suất huy động xuống 11% và giảm lãi suất điều hành thêm 1%. Nhưng dù tháng Năm đi qua đầy khó khăn, Việt Nam vẫn là một trong những thị trường diễn biến tốt nhất từ đầu năm đến nay.

Do tâm lý bán ra vẫn mạnh, chúng tôi dự báo khó có khả năng sẽ xảy ra một đợt tăng mạnh như tháng Một. Thay vào đó, có thể kiểm tra các ngưỡng hỗ trợ và giao dịch trong một biên độ hẹp cho đến khi những bất ổn trong khối EU được giải quyết. Nhưng theo những gì chúng tôi được biết, các tổ chức đầu tư vẫn giữ tâm lý tích cực về thị trường Việt Nam.

Các quỹ nước ngoài tỏ ra khá thận trọng trong tháng Năm với tỷ lệ tham gia của khối ngoại vẫn không đổi là 9,6% và tổng kết tháng chỉ mua ròng 134 tỷ đồng trên sàn HSX. Trên sàn Hà Nội có quy mô nhỏ hơn, có tỷ lệ tham gia khối ngoại tăng từ 1,9% lên 3% và các nhà đầu tư nước ngoài mua ròng 167 tỷ đồng, tăng so với mức 119 tỷ đồng. Thị trường đang quan tâm đến việc tái cơ cấu của ETF vào tháng Sáu và việc giao dịch GAS sẽ đẩy mạnh hoạt động của khối ngoại.

Hình 3: Diễn biến tương đối của các chỉ số Việt Nam so với thị trường các nước khác



Nguồn: Bloomberg

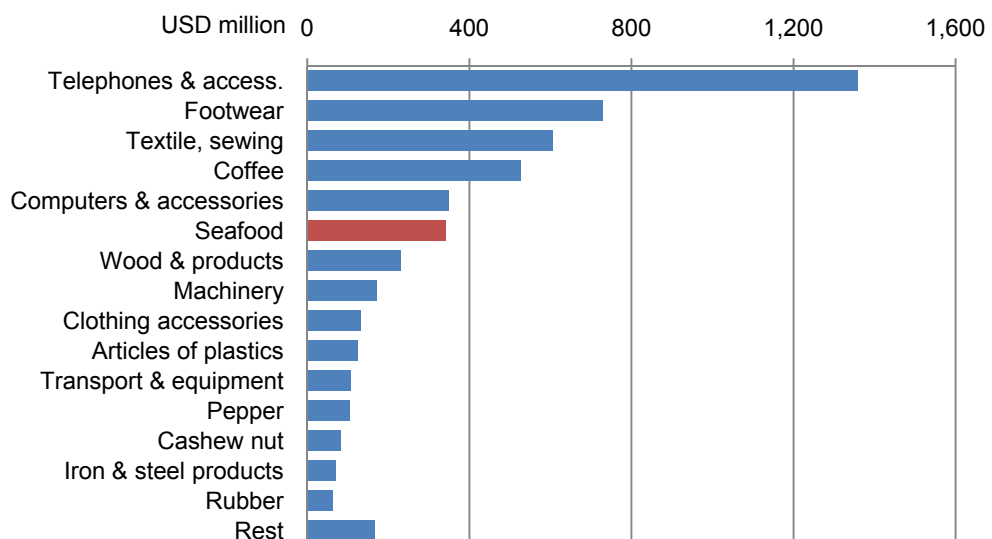
Hy Lạp thành tâm điểm chú ý. Nguy cơ ảnh hưởng cả thế giới. Cả thế giới cùng theo dõi tương lai của Hy Lạp trong cộng đồng EU vào cuộc bầu cử vào ngày 17/06. Nếu phe cánh tả chiến thắng, tầng lớp lãnh đạo mới đã tỏ ra sẵn sàng vi phạm các thỏa thuận vay nợ trước đây cùng với việc Hy Lạp sẽ rút khỏi khối EU. Các nhà đầu tư lo ngại viễn cảnh này không chỉ khiến khối EU trở nên hỗn loạn mà còn ảnh hưởng đến thị trường toàn thế giới.

Cập nhật tháng 05/2012

Do khối EU chiếm tới 25% xuất khẩu của Việt Nam, liệu các công ty thủy sản sẽ chịu tác động nặng nề nhất? Khối EU là một thị trường rất quan trọng, chiếm tới 25% tổng xuất khẩu của Việt Nam trong bốn tháng đầu năm 2012, tương đương 5,8 tỷ USD. Xuất khẩu sang Hy Lạp thực ra chỉ chiếm trên 48 triệu USD. Nhưng mối lo ngại lớn hơn cho Việt Nam là Ý và Tây Ban Nha, vốn tiêu thụ lượng hàng hóa Việt Nam trị giá 1,1 tỷ USD trong cùng giai đoạn, cũng đang vật lộn với các vấn đề về nợ. Đương nhiên, chúng tôi có cái nhìn thận trọng hơn với các công ty có nguy cơ chịu tác động từ khối EU. Nếu chỉ tính các công ty được niêm yết – cà phê, thủy sản, và cao su có khả năng bị tác động khi các khó khăn từ khối EU tăng cao. Trong ba nhóm này, các công ty thủy sản chịu rủi ro cao nhất. Các công ty này phải đối mặt với việc nguyên liệu đầu vào tăng giá do khan hiếm lẫn khả năng khủng hoảng kinh tế của khối EU khiến nhu cầu giảm. Ngoài ra, nếu giả định là các công ty Việt Nam bán nhận tiền sau bằng đồng Euro, thì rủi ro đồng tiền này giảm giá có thể dẫn đến lỗ chênh lệch tỷ giá. Trong tháng Năm, đồng Euro đã giảm 6,8% giá trị so với đồng USD trong khi tỷ giá VND/USD tương đối ổn định. Thêm vào đó, các ngân hàng đều không muốn tăng tín dụng cho các công ty thủy sản trong nước và điều này có thể dẫn đến nguy cơ khủng hoảng ngành.

Theo ước tính của chúng tôi, lợi nhuận ròng quý 1/2012 của các công ty thủy sản giảm khoảng 14%. Chúng tôi sẽ theo dõi tình hình hoạt động của HVG, VHC và ACL là các công ty trong đó thị trường EU lần lượt chiếm khoảng 40%, 30% và 20% tổng xuất khẩu hải sản. Thực tế HVG hoạt động khá tốt trong quý 1 với tăng trưởng lợi nhuận vào khoảng 14,6% dù EU là một thị trường lớn của công ty. MPC, một công ty xuất khẩu tôm khác với tỷ lệ xuất khẩu sang EU chỉ là 13%, đạt tăng trưởng lợi nhuận 31% vào quý 1. Trái lại, lợi nhuận của VHC và ACL giảm lần lượt 40% và 97%.

Hình 4: Tổng xuất khẩu của Việt Nam trong bốn tháng đầu năm 2012



Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO), Ước tính ban đầu tháng tư 2012

Thay đổi vị trí cổ phiếu tỷ trọng lớn trong VNIndex, GAS và VCB giờ đây chiếm 22% chỉ số. Việc GAS lên sàn và việc niêm yết toàn bộ cổ phiếu vào tháng Năm đã thay đổi đáng kể thành phần chỉ số VNI. Với định giá khoảng 3,4 tỷ USD cho mỗi mã, hai cổ phiếu này cộng lại chiếm gần 22% tổng giá trị vốn hóa trong số 33 tỷ USD của sàn HOSE và

Cập nhật tháng 05/2012

chiếm khoảng 18% tổng sàn HOSE và HNI cộng lại (khoảng 38 tỷ USD). VCB được giao dịch khá nhiều với khoảng 1 triệu cổ phiếu giao dịch/ngày. Trong vòng 9 ngày giao dịch đầu tiên bình quân GAS có 965 nghìn cổ phiếu được giao dịch/ngày. Tuy nhiên, giao dịch GAS đã giảm từ 2,5 triệu cổ phiếu giao dịch trong ngày đầu xuống còn 270 nghìn cổ phiếu trong ngày giao dịch cuối cùng của tháng Năm.

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo hai cổ phiếu này, đặc biệt là GAS, tiếp tục ảnh hưởng lớn đến chỉ số VNI do các nhà quản lý danh mục đầu tư sẽ quyết định có thay đổi trọng số cho GAS hay không. Việc định giá GAS trở nên hấp dẫn hơn do cổ phiếu đã giảm về ngưỡng 37.200 đồng gần giá niêm yết ban đầu 36.000 đồng sau khi đạt mức đỉnh 43.000 đồng.

Trái lại, VCB hiện đang giao dịch vào khoảng 1,7 lần P/B khiến định giá của VCB cao hơn một chút so với các mã khác. Mặc dù theo khảo sát, các nhà phân tích đều cho rằng VCB đáng được giao dịch tại mức giá cao hơn, lo ngại về nợ xấu cũng như tăng trưởng tín dụng thấp vẫn khiến rủi ro đầu tư bất lợi đối với hệ thống ngân hàng và làm giảm mức kỳ vọng cho các chỉ số định giá dành cho các ngân hàng.

Lợi nhuận Quý 1 của các công ty trong VN30 tăng 22,5%, và lợi nhuận của toàn thị trường tăng 4%. Như chúng tôi nhận xét vào tháng trước, các nhà đầu tư sẽ chú trọng hơn đến công bố lợi nhuận của các công ty. Tuy nhiên kết quả lợi nhuận của các công ty đều trái chiều. Tăng trưởng lợi nhuận của các công ty trong VN30 là 22,5% trong khi tổng tăng trưởng lợi nhuận của 516 công ty trong số khoảng 700 công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thông tin trên Bloomberg vào quý 1/2012, chỉ là 4%. Tăng trưởng lợi nhuận của các công ty trong chỉ số VNI là 4,1%, cao hơn một chút so với mức 3,1% của các công ty trong chỉ số HNI.

Trong quá trình tính toán, chúng tôi loại trừ các cổ phiếu mới được niêm yết là GAS và SBS, với lợi nhuận chênh lệch rất lớn, nhằm có một cái nhìn chính xác hơn về diễn biến của toàn thị trường. GAS thực tế đạt tăng trưởng lợi nhuận 147% vào quý 1/2012, dẫn đầu thị trường với gần 2.400 tỷ đồng lợi nhuận. SBS tuyên bố lỗ trong suốt 7 quý qua với khoản lỗ gần đây nhất là 659,7 tỷ đồng vào quý 1/2012 khiến Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đặt mã này vào diện kiểm soát đặc biệt.

Hình 5: Tăng trưởng lợi nhuận của các công ty trong VN30 so với toàn thị trường

Mã	NPAT FY11	NPAT FY12	NPAT Δ	1Q12 vs.1Q11
Đơn vị	Tỷ đồng	Tỷ đồng	Tỷ đồng	% Δ
Tổng - 516 CP	15.542,4	16.159,4	617,1	4,0%
VNI - 257 CP	13.145,5	13.688,1	542,5	4,1%
HNI - 259 CP	2.396,8	2.471,3	74,5	3,1%
VN30	8.422,7	10.320,5	1.897,8	22,5%
VIC	105,3	712,4	607,1	576,5%
CTG	995,9	1.534,7	538,8	54,1%
DPM	622,7	924,5	301,8	48,5%
SSI	-102,0	185,1	287,1	NM
VNM	1.006,5	1.270,5	264,0	26,2%
STB	572,7	807,9	235,2	41,1%
REE	92,1	255,6	163,5	177,6%
BVH	271,3	417,2	146,0	53,8%
EIB	640,0	771,9	131,9	20,6%
PVD	309,1	378,8	69,7	22,6%
FPT	296,6	340,6	44,0	14,8%
PVF	136,4	161,1	24,7	18,1%
IJC	35,0	53,9	18,9	54,0%
HVG	106,1	121,5	15,4	14,6%

Cập nhật tháng 05/2012

MSN	337,8	349,9	12,1	3,6%
SJS	0,9	5,2	4,3	461,1%
GMD	36,0	37,1	1,2	3,2%
DIG	23,5	24,4	0,9	3,9%
PNJ	93,6	93,4	-0,2	-0,2%
KDC	6,4	0,4	-6,1	-94,4%
KDH	10,9	0,9	-10,1	-92,1%
CII	77,9	60,1	-17,8	-22,8%
OGC	59,3	35,7	-23,6	-39,8%
ITA	31,0	4,7	-26,3	-84,8%
QCG	28,8	-3,8	-32,6	NM
VSH	113,2	65,7	-47,4	-41,9%
SBT	184,1	95,3	-88,8	-48,3%
VCB	1.434,5	1.341,9	-92,7	-6,5%
HAG	370,6	78,5	-292,2	-78,8%
HPG	526,3	195,3	-331,1	-62,9%
Excluded				
GAS	968,0	2.393,8	1.425,8	147,3%
SBS	6,1	-659,7	-665,9	NM

Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp, NM = không có nghĩa

Kết quả hoạt động quý 1 và định hướng các công ty trong VN30. Chỉ số VN30 chiếm 70% chỉ số VNIndex về giá trị vốn hóa. Từ khi báo cáo tháng Tư của chúng tôi được đưa ra, tất cả các công ty trong VN30 đều đã báo cáo kết quả hoạt động quý 1 và hầu hết đều đã tuyên bố định hướng cho cả năm. Như đã đề cập trước đây, các công ty trong rổ VN30 đạt tăng trưởng lợi nhuận ròng 22,5% trong quý 1/2012. Tuy nhiên, nhiều công ty trong VN30 đã đặt chỉ tiêu tăng trưởng lợi nhuận khá thận trọng và một số thậm chí còn dự báo tăng trưởng lợi nhuận âm cho cả năm. DPM, HAG, HPG, PNJ, SBT và QCG dự kiến lợi nhuận sẽ thấp hơn năm 2011.

HAG, HPG và QCG hiện đang đối mặt với nhiều khó khăn do thị trường bất động sản vẫn đóng băng. Lợi nhuận ròng của SBT quý 1/2012 giảm 48% do chi phí đầu vào tăng lên, giá bán thấp đi, và chi phí điều hành cũng như chi phí vay lãi cao hơn do mở rộng quy mô; vì vậy dường như dự báo lợi nhuận trước thuế giảm 30% là hợp lý. PNJ dự kiến lợi nhuận giảm nhẹ 5% do không còn kinh doanh vàng miếng, vốn trước đây mang lại một phần nhỏ lợi nhuận. Mặt khác, chúng tôi cho rằng mục tiêu cả năm của DPM khá thận trọng. Lợi nhuận ròng của DPM tăng 48,5% vào quý 1 nhờ giá bán cao hơn dự kiến và đã đạt 52% chỉ tiêu lợi nhuận ròng cả năm.

Hình 6: Kết quả lợi nhuận 1Q2012 và mục tiêu 2012 của các công ty trong VN30

Mã	GT vốn hóa (triệu USD)	TTLN ròng 1Q12 vs. 1Q11	Định hướng 2012				
			Chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế	Chỉ tiêu lợi nhuận ròng	Cổ tức tiền mặt FY12/ cổ phiếu	TTLN trước thuế	TTLN ròng %
VCB	3.401	-6,5%	6.550	4.913	1.200	15%	17%
VIC	2.714	576,5%	4.275	3.055	NA	191%	272%
CTG	2.628	54,1%	9.000	6.750	1.600	7%	8%
MSN	2.471	3,6%	5.600	4.200	NA	95%	113%
VNM	2.319	26,2%	6.253	4.690	3.000	26%	11%
BVH	1.664	53,8%	1.769	1.327	1.200	16%	10%
STB	1.172	41,1%	3.800	2.850	NA	37%	38%
EIB	1.078	20,6%	4.600	3.450	2.120	13%	14%
HAG	716	-78,8%	1.200	NA	1.500	-29%	NA
FPT	642	14,8%	3.000	NA	1.500	20%	NA

Cập nhật tháng 05/2012

DPM	627	48,5%	2.000	1.787	2.500	-43%	-42%
HPG	409	-62,9%	1.208	906	2.000	-19%	-26%
PVF	380	18,1%	660	519	600	65%	10%
PVD	379	22,6%	1.314	1.150	1.500	6%	7%
SSI	370	-281,6%	480	NA	1.000	279%	NA
KDC	249	-94,4%	500	NA	2.400	43%	NA
REE	202	177,6%	730	594	1.600	16%	16%
OGC	186	-39,8%	800	NA	1.200	230%	NA
SJS	183	461,1%	NA	NA	NA	NA	NA
ITA	168	-84,8%	133	100	NA	48%	36%
IJC	151	54,0%	466	363	1.200	16%	14%
GMD	137	3,2%	150	NA	NA	406%	NA
HVG	132	14,6%	550	NA	3.000	8%	NA
VSH	121	-41,9%	NA	NA	NA	NA	NA
PNJ	120	-0,2%	303	264	2.000	-5%	3%
SBT	112	-48,3%	400	NA	2.000	-30%	NA
CII	109	-22,8%	292	283	NA	115%	82%
DIG	107	3,9%	153	115	NA	3%	-10%
QCG	63	-113,3%	126	NA	NA	-387%	NA
KDH	36	-92,1%	108	81	1.000	NM	686%
Total	23.048	22,5%					

Nguồn: VCSC tổng hợp, Bloomberg, số liệu công ty, NM = không có nghĩa, NA = không có số liệu

Giao dịch của khối ngoại

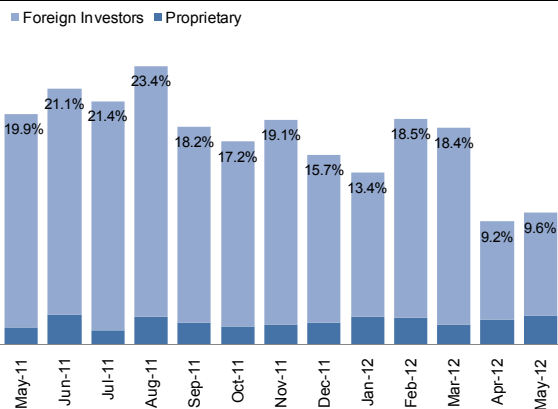
Khối ngoại mua ròng trên sàn HNX nhiều hơn HSX. Trong tháng Năm, khối ngoại giao dịch khá cầm chừng khoảng 9,6% trên sàn HSX, nhưng đã tăng từ 1,9% lên 3% trên sàn HNX. Khối ngoại chỉ mua ròng 134 tỷ đồng trong tháng, so với 332 tỷ đồng nếu không tính đến việc bán ra STB trong tháng Tư. Trên sàn HNX, khối ngoại giao dịch tích cực hơn, mua ròng 167 tỷ đồng so với 119 tỷ đồng tháng trước.

Các mã bị bán ra nhiều nhất bao gồm: BVH (158 tỷ đồng), VIC (86 tỷ đồng), và EIB (58 tỷ đồng). Khối ngoại mua ròng 171 tỷ đồng cổ phiếu mới niêm yết GAS và chủ yếu tập trung vào VND (71 tỷ đồng), NTP (48 tỷ đồng) và PVS (41 tỷ đồng) trên sàn HNX.

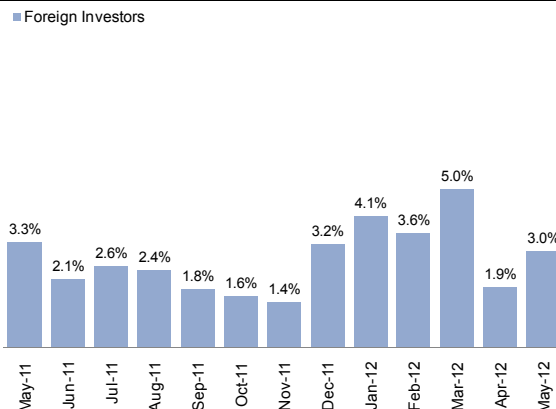
Các quỹ nước ngoài chú ý đến GAS với số lượng cổ phiếu lưu hành tự do trị giá 110 triệu USD. Chỉ sau 9 ngày giao dịch, khối ngoại đã mua ròng 171 tỷ đồng GAS, khiến cổ phiếu này trở thành mã được tích lũy nhiều nhất trong tháng Năm. Chúng ta vẫn phải chờ xem liệu các quỹ ETF có bắt đầu tích lũy cổ phiếu GAS do tỷ trọng lớn của mã này lên chỉ số VNI mặc dù chỉ có 3,2% cổ phiếu lưu hành tự do. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng cổ phiếu lưu hành tự do của GAS trị giá khoảng 110 triệu USD, lớn hơn giá trị vốn hóa 95% số công ty trên cả 2 sàn HOSE và HNX.

Cập nhật tháng 05/2012

Hình 7a: Tham gia của khối ngoại & tự doanh trên sàn HSX

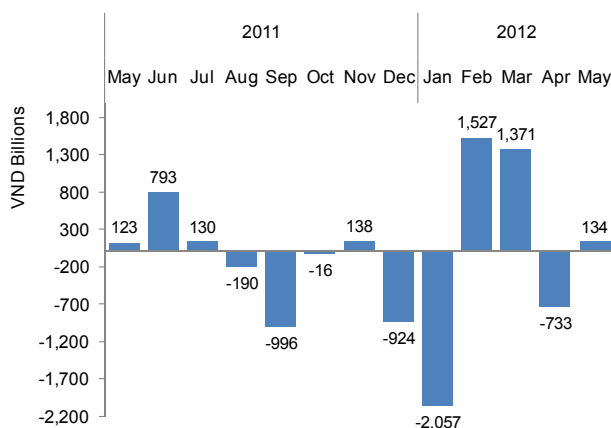


Hình 7b: Tham gia của khối ngoại trên sàn HNX

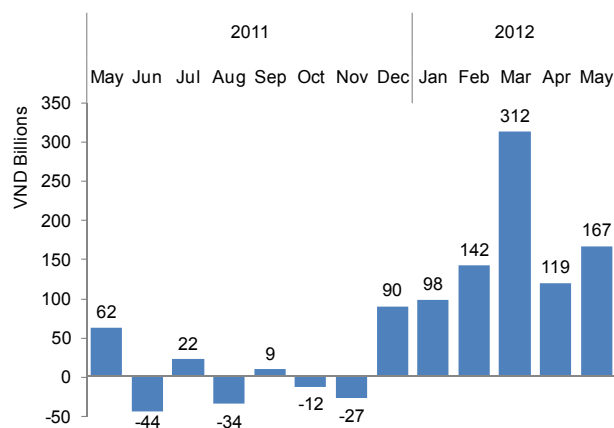


Nguồn: VCSC, HSX, HNX *không có số liệu giao dịch tự doanh trên sàn HNX

Hình 8a: Giá trị giao dịch của khối ngoại và tự doanh trên HSX



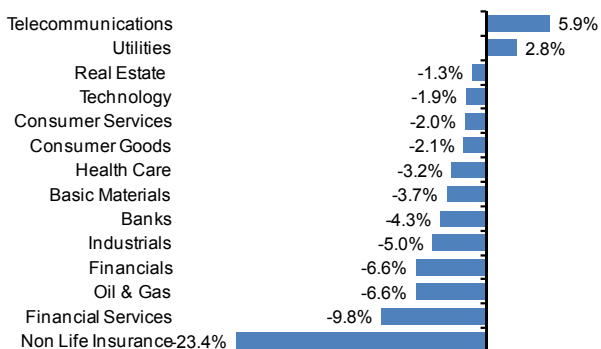
Hình 8b: Giá trị giao dịch của khối ngoại trên HNX



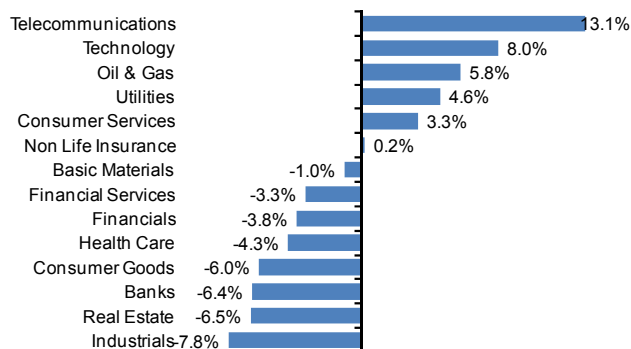
Nguồn: VCSC, HSX, HNX *không có số liệu về tự doanh trên sàn HNX

Diễn biến cổ phiếu các ngành

Hình 9a: Diễn biến cổ phiếu các ngành trên HSX



Hình 9b: Diễn biến cổ phiếu các ngành trên HNX



Nguồn: Bloomberg

Sự kiện nổi bật

PVGas niêm yết trên sàn HOSE, trở thành mã blue chip lớn nhất. PVGAS được niêm yết vào ngày 21/05/2012 trên sàn HOSE, mã giao dịch "GAS". Giá cổ phiếu nhanh chóng tăng giá sau khi bắt đầu giao dịch nhờ lực cầu mạnh và đóng cửa tại mức 41.000 đồng, tăng 13,8% sau ngày giao dịch đầu tiên. Vào cuối ngày giao dịch đầu tiên, GAS vượt qua tất cả các mã cổ phiếu khác để trở thành cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất 77,7 nghìn tỷ đồng, thay thế vị trí của VCB trong VNI.

VCB niêm yết toàn bộ cổ phiếu trên HOSE vào ngày 14/05. VCB niêm yết 1,78 tỷ cổ phiếu còn lại trên sàn HOSE vào ngày 14/05/2012. 1,78 tỷ cổ phiếu này thuộc sở hữu nhà nước và không được giao dịch. Hiện có 530 triệu cổ phiếu của VCB được niêm yết trên HOSE, trong đó 347,6 triệu thuộc sở hữu của Mizuho trong vòng 5 năm không được giao dịch. VCB, cùng với GAS, trở thành cổ phiếu ảnh hưởng lớn nhất lên chỉ số VNI.

Cập nhật tháng 05/2012

Những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất

HSX

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng trong VNIndex	Giá hiện tại	% tăng giá trong 1 tháng
TAC	Tiêu dùng thiết yếu	52.9	0.18	58,500	35.4%
VCF	Tiêu dùng thiết yếu	163.3	0.54	129,000	16.4%
HVG	Tiêu dùng thiết yếu	129.5	0.44	42,000	15.3%
HT1	Nguyên vật liệu	59.4	0.20	6,300	11.1%
PVT	Năng lượng	63.1	0.21	5,700	7.0%
FPT	CNTT	635.0	1.68	49,400	5.1%
VHC	Tiêu dùng thiết yếu	82.1	0.28	37,500	4.0%
VSH	Tiện ích	120.4	0.41	12,500	4.0%
CSM	Hàng tiêu dùng	60.0	0.16	24,100	3.3%
EIB	Tài chính	1,076.7	3.56	18,300	2.9%

Nguồn: Bloomberg, Giá trị vốn hóa > 50 triệu USD

HNX

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng trong VNIndex	Giá hiện tại	% tăng giá trong 1 tháng
BTS	Nguyên vật liệu	31.7	0.6	6,100	29.8%
PLC	Nguyên vật liệu	54.7	1.0	23,000	14.5%
BCC	Nguyên vật liệu	25.5	0.5	5,700	7.7%
PTI	Tài chính	25.5	0.5	11,900	6.3%
SHS	Tài chính	38.0	0.7	8,100	3.9%
VNR	Tài chính	59.1	1.1	12,300	2.5%
PVI	Tài chính	188.0	3.7	19,200	2.1%
SQC	Nguyên vật liệu	440.0	8.4	84,000	1.2%
LAS	Nguyên vật liệu	77.5	1.5	30,400	0.7%
ACB	Tài chính	1,147.6	0.2	25,800	0.0%

Nguồn: Bloomberg, Giá trị vốn hóa > 50 triệu USD

Cập nhật tháng 05/2012

Những cổ phiếu giảm giá mạnh nhất

HSX

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng trong VNIndex	Giá hiện tại	% giảm giá trong 1 tháng
OGC	Tài chính	174.3	0.58	12,200	-41.0%
BVH	Tài chính	1,597.5	5.29	49,300	-37.8%
DIG	Công nghiệp	99.9	0.34	16,600	-36.1%
KBC	Tài chính	167.0	0.56	12,100	-33.9%
CII	Công nghiệp	104.4	0.35	29,200	-29.9%
ITA	Công nghiệp	156.7	0.52	7,400	-27.0%
QCG	Công nghiệp	59.6	0.20	10,300	-24.3%
PVF	Tài chính	362.9	1.20	12,700	-23.6%
POM	Nguyên vật liệu	118.0	0.39	13,300	-23.3%
GMD	Công nghiệp	130.3	0.43	25,000	-21.6%

Nguồn: Bloomberg, Giá trị vốn hóa > 50 triệu USD

HNX

Mã	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng trong VNIndex	Giá hiện tại	% giảm giá trong 1 tháng
HBB	Tài chính	100.1	1.9	5,200	-29.2%
PVA	Công nghiệp	28.4	0.2	9,200	-28.0%
NTP	Công nghiệp	80.5	1.5	39,000	-18.1%
KLS	Tài chính	102.2	2.0	10,700	-16.5%
PVX	Năng lượng	184.8	3.6	9,900	-16.4%
VCG	Công nghiệp	241.9	4.7	11,800	-16.1%
SHB	Tài chính	224.5	4.3	9,900	-13.3%
BVS	Tài chính	45.4	0.9	13,400	-12.6%
SCR	Tài chính	68.1	1.3	14,700	-11.7%
VND	Tài chính	54.7	1.1	11,700	-10.9%

Nguồn: Bloomberg, Giá trị vốn hóa > 50 triệu USD

Cập nhật vĩ mô

Cho dù không đưa ra nhiều biện pháp như tháng Tư, Chính phủ vẫn phải vất vả tìm cách vực dậy nền kinh tế trong tháng Năm. Tăng trưởng tín dụng trong bốn tháng đầu năm giảm 0,66%. Sản xuất công nghiệp giảm 4,2% và lượng hàng tồn kho tăng 29,4%. Tin tích cực là lạm phát bây giờ đã quay trở mức một con số, tăng 8.34% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi hy vọng rằng CPI sẽ tiếp tục giảm thêm 1% nữa vào tháng Sáu.

Ưu tiên hàng đầu của Chính phủ hiện giờ là hạ lãi suất cho vay. Vào ngày 04/05/2012, NHNN ban hành Thông tư số 14/1012/TT-NHNN quy định mức trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND cao hơn trần lãi suất huy động 3%. Trần lãi suất huy động sau đó cũng được giảm từ 12% xuống 11% sau khi NHNN ban hành Thông tư 17/2012/TT-NHNN, có hiệu lực từ ngày 28/05/2012. Trần lãi suất cho vay hiện ở mức 14% và được áp dụng đối với 4 lĩnh vực ưu tiên, bao gồm nông nghiệp, xuất khẩu, các ngành công nghiệp phụ trợ và các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Một thông tin quan trọng khác là gói hỗ trợ tài chính 29.000 tỷ đồng cũng đang được xem xét, chủ yếu thông qua giãn và giảm thuế. Giá xăng bán lẻ giảm 300-500 đồng/lít vào ngày 09/05/2012 do giá dầu thế giới giảm mạnh. Việc giá dầu thế giới giảm 14% xuống 90USD/thùng trong tháng là tín hiệu rõ rệt nhất cho thấy suy thoái kinh tế toàn cầu. Việt Nam cũng bị ảnh hưởng trong xu hướng này là điều không thể tránh khỏi.

Các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) cần được tái cơ cấu. Bộ Tài chính vừa công bố một số thông tin về chương trình tái cơ cấu DNNN và cụ thể là khoản nợ của các DNNN trong hệ thống ngân hàng.

1. Các DNNN nợ ngân hàng 415.347 tỷ đồng (tương đương 20 tỷ USD), chiếm 16,9% tổng tín dụng cả nước. Một nửa trong số các khoản nợ này tập trung vào 12 tập đoàn kinh tế quốc doanh lớn nhất.
2. Theo dự kiến, 35% các DNNN có tỷ lệ nợ/chủ sở hữu cao hơn 3x, và có 7 DNNN có tỷ lệ nợ/chủ sở hữu cao hơn 10x.
3. Tính đến ngày 31/12/2011 các DNNN lỗ 26.110 tỷ đồng (tương đương 1,2 tỷ USD). Cá biệt, EVN lỗ nặng 12.313 tỷ đồng trong năm 2010 và Vinashin lỗ tổng cộng 5.000 tỷ đồng trong năm 2009.

Chúng tôi cho rằng các con số này không bao gồm trái phiếu doanh nghiệp. Nếu tính cả trái phiếu doanh nghiệp, nợ của các DNNN còn cao hơn rất nhiều so với báo cáo. Theo Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương (CIEM), tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp nhà nước trong tín dụng ngân hàng chiếm gần 60% so với mức 16,9% theo Bộ Tài chính báo cáo. Trong quá trình đánh giá tính hiệu quả của các doanh nghiệp nhà nước, CIEM ước tính khối này chiếm 70% tổng đầu tư, 50% vốn quốc doanh và 60% tín dụng, và 70% vốn ODA nhưng chỉ đóng góp 37%-38% tổng GDP.

Cập nhật tháng 05/2012

Cập nhật chính sách

24/05/2012 – Thông tư 83/2012/TT-BTC về gia hạn thuế

Bộ Tài chính ban hành Thông tư 83/2012/TT-BTC nhằm định hướng việc thi hành gói hỗ trợ tài chính 29.000 tỷ đồng. Gói hỗ trợ bao gồm việc gia hạn 16.000 tỷ đồng tiền thuế (trong đó thuế GTGT chiếm 12.030 tỷ đồng và thuế TNDN chiếm 3.000 tỷ đồng). Gói hỗ trợ cũng bao gồm:

1. Miễn 4.100 tỷ đồng tiền thuế cho các doanh nghiệp nhỏ.
2. Giảm 50% tiền thuê đất trị giá 1.500 tỷ đồng.
3. Lùi thời hạn thu phí bảo trì đường bộ đến tháng 01/2013, dự kiến sẽ giúp các doanh nghiệp tiết kiệm 3.000-3.200 tỷ đồng
4. Các giải pháp về chi tiêu liên quan 2.670 tỷ đồng.

Theo ý kiến của chúng tôi, quy mô của gói hỗ trợ tương đối nhỏ và theo Thứ trưởng Bộ Tài chính Vũ Thị Mai sẽ chỉ giảm 9.000 tỷ đồng tiền thuế, hay 1,22%, cho năm 2012. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sẽ không có áp lực lớn lên mặt bằng giá cả.

Việc gia hạn thuế đã được thông qua với Thông tư 83/TT-BTC nhưng việc giảm thuế của gói hỗ trợ vẫn cần được bàn bạc tại phiên họp thứ 3 của Quốc hội hiện đang diễn ra.

28/05/2012 – Thông tư số 17/2012/TT-NHNN, giảm trần lãi suất huy động và lãi suất điều hành 1%.

Với nỗ lực giảm lãi suất cho vay, NHNN đã hạ trần lãi suất huy động và lãi suất điều hành thêm 1%. Kể từ tháng Ba, NHNN đã giảm trần lãi suất huy động và lãi suất điều hành 3%. Cụ thể là trần lãi suất huy động hiện ở mức 11%, lãi suất tái cấp vốn ở mức 12%, và lãi suất chiết khấu là 11%.

Theo đó, trần lãi suất cho vay theo Thông tư 14 sẽ là 14% (cao hơn 3% so với trần lãi suất huy động 11%). Trần lãi suất cho vay sẽ được áp dụng đối với các lĩnh vực được ưu tiên bao gồm xuất khẩu, nông nghiệp, các ngành công nghiệp phụ trợ và doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Chúng tôi cho rằng việc NHNN gấp rút hạ trần lãi suất huy động cũng như lãi suất điều hành là một động thái đáp lại những lo ngại về lãi suất cho vay cao của các công ty trước tình hình vĩ mô đã cải thiện nhất định. Lạm phát tháng Năm tăng 0,18% so với tháng trước, khiến lạm phát so với cùng kỳ năm ngoái giảm 8,34% dù giá xăng bán lẻ và mức lương tối thiểu tăng. Nhập siêu từ đầu năm đến nay giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại. Ngoài ra NHNN cũng tin tưởng hơn vào đồng VND do nhu cầu USD hiện ở mức thấp và dự trữ ngoại hối lớn hơn nhờ các giao dịch bằng USD trong các tháng gần đây.

Nhận định: thị trường cổ phiếu và trái phiếu đã phản ánh việc hạ trần lãi suất huy động. Trái phiếu đang được giao dịch với lợi suất thấp hơn, còn thị trường cổ phiếu, trước đợt bán mạnh vào tháng Năm, đã tăng mạnh do kỳ vọng lãi suất thấp hơn và định giá cổ phiếu cao hơn.

Hầu hết các ngân hàng đều áp dụng trần lãi suất huy động đối với khách hàng thông thường; vì vậy lãi suất huy động dành cho các đối tượng khách hàng này chắc chắn sẽ được giảm xuống 11%. Chúng tôi cũng dự báo lãi suất huy động thỏa thuận áp dụng cho các khách hàng lớn, dù thường là cao hơn, sẽ giảm từ mức hiện tại do chủ trương giảm lãi suất của NHNN hiện đã rõ ràng. Theo đó, lãi suất huy động thấp hơn sẽ tác động tích cực

Cập nhật tháng 05/2012

lên thị trường chứng khoán nói chung do lãi suất thấp đồng nghĩa với việc gửi tiết kiệm ít hấp dẫn hơn về tương đối so với cổ phiếu.

Về lý thuyết, chúng tôi dự báo hoạt động cơ bản của các công ty sẽ cải thiện. Do lãi suất cho vay giảm cùng với lãi suất huy động, các doanh nghiệp với bảng cân đối kế toán mạnh trong các lĩnh vực ưu tiên của NHNN có thể vay với chi phí thấp hơn. Ngoài ra, trước tình hình tăng trưởng tín dụng cho tới nay khá âm ảm, các ngân hàng phải nỗ lực cho vay và do đó cách duy nhất là giảm lãi suất cho vay. Hiện tại, lãi suất cho vay chung của các ngân hàng cỡ trung vào khoảng 16,5%-18,5% và của các ngân hàng lớn là 15,5%-18%.

Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, lãi suất cho vay sẽ giảm nhưng không giảm ngay lập tức mà cần ít nhất vài tháng để có thể nhận thấy ảnh hưởng đáng kể lên hoạt động cho vay. Bất chấp các nỗ lực gần đây của NHNN, các ngân hàng đều không phản ứng như kỳ vọng. Dù trần lãi suất huy động được ấn định là 11%, các ngân hàng vẫn đang đưa ra lãi suất huy động thỏa thuận trong khoảng 12%-15,5% nhằm thu hút các khách hàng lớn.

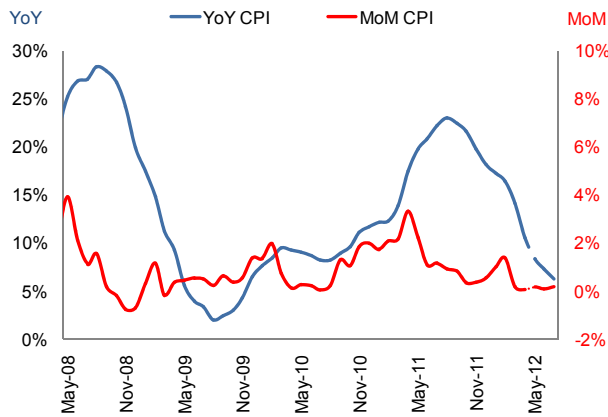
Hơn nữa, nhiều doanh nghiệp không thể đáp ứng yêu cầu về tỷ số sinh lời và thế chấp của ngân hàng để được vay. Không nhiều công ty có thể vay với trần lãi suất cho vay 14% do ngân hàng vẫn có quyền quyết định có cho vay tại mức lãi suất đó hay không. Tăng trưởng tín dụng tháng Năm vẫn chưa được công bố nhưng được dự đoán là sẽ thấp. Trong vòng bốn tháng đầu năm, tổng tín dụng giảm 0,66% so với đầu năm, so với tỷ lệ giảm 1,3% trong vòng ba tháng đầu năm, cho thấy việc cho vay vẫn cải thiện rất ít và thấp hơn nhiều so với chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng 15%-17%.

Khi xem xét tính ổn định của lãi suất cho vay trong thời gian qua nếu lạm phát giảm thêm 1% như chúng tôi dự báo, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ giảm trần lãi suất huy động và lãi suất điều hành thêm 1%. Chỉ số CPI tới tháng Năm giảm 2.2% so với tháng trước và giảm 14,67% so với đỉnh hồi tháng Tám 2008.

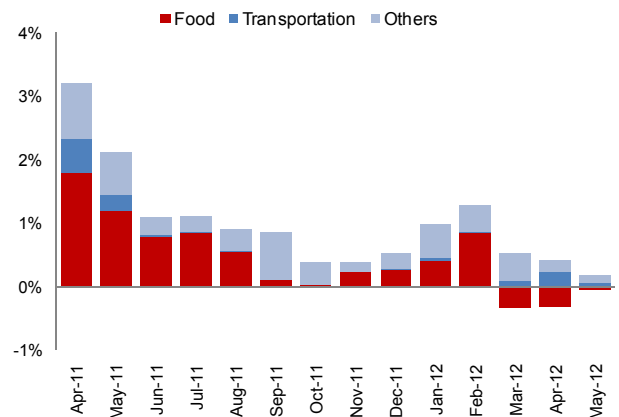
CPI (Chỉ số giá tiêu dùng)

CPI tháng Năm ở mức một con số. CPI tháng Năm tăng 0,18% so với tháng trước, so với cùng kỳ năm ngoái tăng 8,34% so với mức 10,5% hồi tháng Tư, chạm mức thấp nhất trong vòng 10 tháng. Giá lương thực-thực phẩm giảm và giá gas giảm khiến CPI giảm. Giá gas bán lẻ giảm 7% khiến giá hàng gia dụng giảm 0,97% so với tháng trước, mức giảm lớn nhất trong số 11 nhóm mặt hàng trong rổ CPI. Trong khi đó, giá hàng hóa trên thị trường thế giới giảm cũng như cầu trong nước yếu khiến giá lương thực-thực phẩm, nhân tố lớn nhất của rổ CPI (khoảng 40%), giảm 0,14% so với tháng trước.

Hình 10a: Tăng trưởng CPI



Hình 10b: Đóng góp của các ngành vào CPI



Nguồn: VCSC, GSO

Các mặt hàng nhóm giao thông vận tải tăng giá nhiều nhất trong số 11 nhóm hàng (không tính nhóm các hàng hóa và dịch vụ khác). Nhóm giao thông vận tải tăng 1,32% so với tháng trước được giải thích là do tác động trực tiếp và gián tiếp của việc tăng giá xăng trong các tháng gần đây. Trong tháng Ba và tháng Tư, Bộ Tài chính tăng giá xăng tổng cộng 3.000 đồng/lít nhưng chỉ giảm 500 đồng/lít trong tháng Năm. Chúng tôi nhận thấy việc điều chỉnh giảm giá xăng bán lẻ vào ngày 22/05 không tác động đến CPI tháng năm do giá đoạn tính CPI bắt đầu và kết thúc vào giữa tháng.

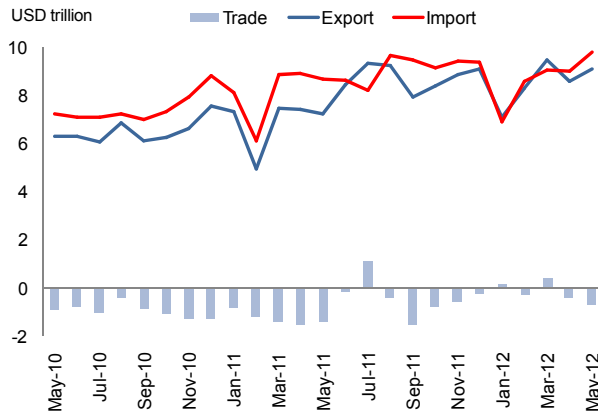
Lạm phát thấp chủ yếu do tổng cầu thấp. CPI tiếp tục giảm trong tháng Năm dù giá xăng tăng và lương tối thiểu tăng vào đầu tháng. Chúng tôi cho rằng việc CPI giảm mạnh là kết quả của tổng cầu yếu do các chính sách thắt chặt nhằm loại bỏ các rủi ro vĩ mô. Trong bốn tháng đầu năm, tổng tín dụng giảm 0,66% so với đầu năm.

Chúng tôi dự báo CPI tăng dưới 0,2% trong các tháng hè. Việc giảm giá xăng gần đây sẽ có tác động tích cực lên CPI mùa hè năm nay. Ngoài ra, tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ tiếp tục chậm và hạn chế tổng cầu dù các chính sách tài khóa cũng như tiền tệ gần đây đã được nới lỏng. CPI so với cùng kỳ năm ngoái sẽ còn giảm thêm 1% xuống khoảng 7,35% vào tháng Sáu do giá dầu thế giới và giá gas tiếp tục giảm.

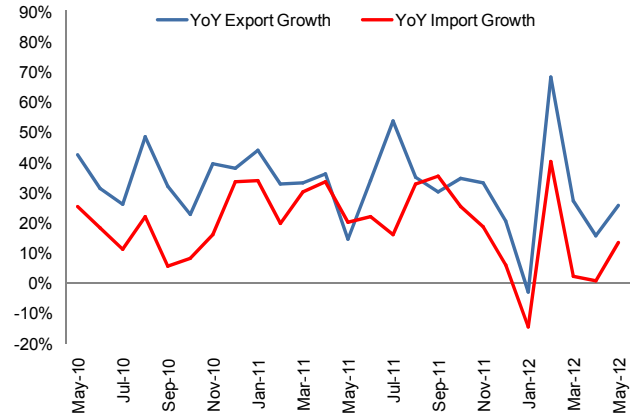
Cán cân thương mại

Thâm hụt thương mại tháng Năm tăng. Thâm hụt thương mại tháng Năm, ước tính 700 triệu USD, là mức lớn nhất từ tháng 11/2011. Tuy nhiên, thâm hụt thương mại từ đầu năm đến nay 783 triệu USD vẫn là một bước tiến đáng kể nếu so với con số cùng kỳ năm ngoái là 6,3 tỷ USD.

Hình 11a: Cán cân thương mại



Hình 11b: Tăng trưởng XNK so với cùng kỳ năm



Nguồn: VCSC, Tổng cục thống kê

Nhập khẩu tăng mạnh hơn xuất khẩu trong tháng Năm. Nhập khẩu tháng Năm ước tính 9,8 tỷ USD, mức cao nhất từ trước đến nay, tăng 9,4% so với tháng trước.

Xuất khẩu tháng Năm ước tính 9,1 tỷ USD, chỉ tăng 1,5% so với tháng trước, do sản xuất công nghiệp tăng 2,4%. Các sản phẩm nông nghiệp lẫn các mặt hàng nhiên liệu giảm do xuất khẩu giảm, bao gồm cà phê (-11,4%), gạo (-10,5%), than (-4,6%) và dầu thô (-7,6%).

Xuất khẩu vẫn tăng mạnh hơn nhập khẩu tính từ đầu năm đến nay. Xuất khẩu hàng công nghiệp vẫn là nhân tố chính, đóng góp 82% tổng xuất khẩu trong năm tháng đầu năm. Xuất khẩu hàng công nghiệp tăng 35,6% so với cùng kỳ năm ngoái, mức tăng cao nhất trong ba nhóm hàng chính. Các mặt hàng nhiên liệu và khoáng sản tăng thấp nhất, chỉ 1,4% so với tháng trước do xuất khẩu hai mặt hàng chính, than và dầu thô lần lượt giảm 20% và 0,5% về khối lượng. Một số sản phẩm nông nghiệp chính bao gồm gạo và cao su giảm khiến tăng trưởng trong nhóm này giảm còn 4,8% so với cùng kỳ năm ngoái.

Nhập khẩu tăng 6,6% so với cùng kỳ năm ngoái, thấp hơn mức tăng 30,3% của năm tháng đầu năm ngoái nhưng cao hơn một chút so với mức tăng trưởng 4,9% trong vòng bốn tháng đầu năm nay. Nhập khẩu nguyên vật liệu thô cho sản xuất tăng 9,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, trong vòng năm tháng đầu năm, nhập khẩu xa xỉ phẩm giảm 19%.

Thâm hụt thương mại có thể tiếp tục tăng. Xuất khẩu có xu hướng giảm do giá hàng hóa bất lợi và cầu yếu. Nỗ lực của NHNN nhằm nới lỏng chính sách tiền tệ và đề xuất của chính phủ về hỗ trợ thuế có thể khiến nhập khẩu tăng. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi cán cân thương mại nhưng hiện tại vẫn giữ dự báo nhập siêu cho năm 2012 là 6-7 tỷ USD.

Thị trường tiền tệ

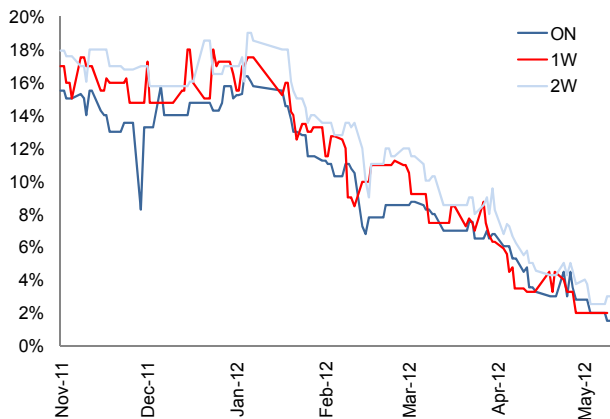
Lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh. Trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất tiền đồng tiếp tục giảm do các động thái của NHNN nhằm hỗ trợ thanh khoản. Trong tháng Năm, lãi suất liên ngân hàng chạm mức thấp nhất trong nhiều năm với lãi suất qua đêm giao dịch ở mức khoảng 1% so với 3,5% vào cuối tháng và lãi suất kỳ hạn một tháng 1,5% so với 4,5%.

Tỷ giá liên ngân hàng bằng tiền đồng thấp là do nhu cầu nội tệ yếu trong khi nguồn cung lớn. Hầu hết các ngân hàng lớn đều có thanh khoản cao do tình trạng cho vay chậm và tiền

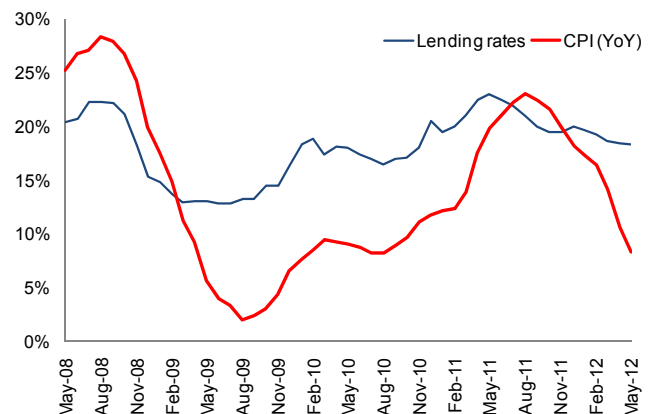
Cập nhật tháng 05/2012

gửi huy động tăng khi lãi suất tiết kiệm vẫn hấp dẫn so với cổ phiếu. Theo thông cáo báo chí về phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng Năm, tổng huy động tiền gửi bằng tiền đồng tăng 5,4% từ đầu năm đến nay. Tổng tăng trưởng tín dụng tháng Năm vẫn chưa được công bố nhưng chúng tôi dự đoán vẫn ở mức thấp.

Hình 12a: Lãi suất



Hình 12b: LS cho vay trung bình và tăng trưởng CPI



Nguồn: VCSC

NHNN hỗ trợ thanh khoản. Dù không có số liệu về việc bơm tiền vào thông qua tất cả các kênh, chúng tôi cho rằng NHNN đã gửi tín hiệu rõ ràng sẽ hỗ trợ thanh khoản bằng cách (1) giảm trần lãi suất huy động và lãi suất điều hành, (2) giảm số phiên đấu thầu tín phiếu từ 5 phiên/tuần xuống 1 phiên/tuần, (3) bơm tiền đồng thông qua việc mua lại USD. Chúng tôi nhận thấy rằng NHNN tiếp tục hỗ trợ thanh khoản thông qua nghiệp vụ OMO, bơm vào hệ thống 419 tỷ đồng vào ngày 29/05/2012.

Lợi suất tín phiếu kho bạc tiếp tục giảm. Lợi suất tín phiếu kho bạc giảm đáng kể do thanh khoản tốt. Vào thứ Tư ngày 30/05, lợi suất trúng thầu tiếp tục giảm cùng với lãi suất liên ngân hàng bằng tiền đồng. Lợi suất trúng thầu của tín phiếu kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng lần lượt giảm còn 3,48%, 6% và 7,48% với tỷ lệ thành công 100%. So với cuối tháng Tư, lợi suất trúng thầu của các kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng giảm 2,72%, 3,4% và 2,86%.

Lãi suất huy động thỏa thuận dành cho các khách hàng lớn và lãi suất cho vay vẫn ở mức cao. Dù trần lãi suất huy động được hạn chế tại mức 11%, một số ngân hàng nhỏ vẫn đưa ra lãi suất huy động tới 15% dành cho các khách hàng lớn. Các ngân hàng quy mô trung bình đưa ra lãi suất 12%-13%. Theo đó, lãi suất cho vay vẫn ở mức cao trong khoảng 16,5%-18,5%pa tại các ngân hàng quy mô trung bình, chỉ giảm 0.5% so với tháng trước.

Số dư tiền gửi dự trữ bắt buộc của tổ chức tín dụng tại NHNN đã vượt lên so với mức quy định tới 40 nghìn tỷ đồng, đang tìm biện pháp giải ngân. Tại phiên họp gần đây tổ chức ngày 29/05/2012, với sự tham dự của NHNN và các ngân hàng nhóm G14 tại Hà Nội, NHNN cho biết số dư tiền gửi dự trữ bắt buộc của tổ chức tín dụng tại NHNN đã vượt lên so với mức quy định tới 40 nghìn tỷ đồng trong khi tăng trưởng tín dụng từ đầu năm đến nay vẫn âm 0,2%. Năm giải pháp khả dĩ đã được cân nhắc tại cuộc họp bao gồm:

1. Hạ trần lãi suất huy động xuống 9% nhằm đẩy mạnh việc giảm lãi suất cho vay.
2. NHNN tiếp tục cung cấp thanh khoản thông qua các kênh tái cấp vốn cho nông nghiệp và các lĩnh vực ưu tiên khác.

Cập nhật tháng 05/2012

3. Yêu cầu tổ chức tín dụng điều chỉnh lãi suất cho vay đối với những hợp đồng cũ để giảm tải chi phí cho khách hàng
4. Thành lập công ty mua bán nợ dưới sự kiểm soát của NHNN nhằm mua và giao dịch lên tới 100 nghìn tỷ đồng nợ ngân hàng nhằm khuyến khích các ngân hàng cho vay.
5. Thành lập quỹ hỗ trợ cho vay đối với những đối tượng thu nhập trung bình trong việc mua nhà ở. Điều này sẽ giúp người mua cũng như các nhà đầu tư giải quyết lượng bất động sản tồn đọng và phục hồi thị trường bất động sản.

Triển vọng thị trường tiền tệ: chúng tôi dự kiến lãi suất cho vay bằng tiền đồng vẫn ở mức thấp do các ngân hàng vẫn còn thận trọng. Với kỳ vọng lạm phát sẽ giảm trong mùa hè này, chúng tôi dự báo lãi suất điều hành và trần lãi suất huy động sẽ còn giảm nữa vào tháng sau. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng lãi suất cho vay sẽ giảm chậm hơn rất nhiều do chi phí vốn vẫn ở mức cao và LDR tại các ngân hàng vẫn trên 90% trừ khi NHNN và các ngân hàng nhóm G14 thực hiện ít nhất một trong những biện pháp trên nhằm kích thích tín dụng.

Thị trường ngoại hối

Thị trường ngoại hối vẫn ổn định. Vào ngày cuối cùng của tháng Năm, tiền đồng giao dịch xung quanh mức tỷ giá 20.866VND/USD trên thị trường liên ngân hàng, gần như không đổi so với tháng trước. Trên thị trường tự do, tiền đồng giao dịch tại mức 20.890VND/USD, chỉ giảm 0,05% so với cuối tháng trước.

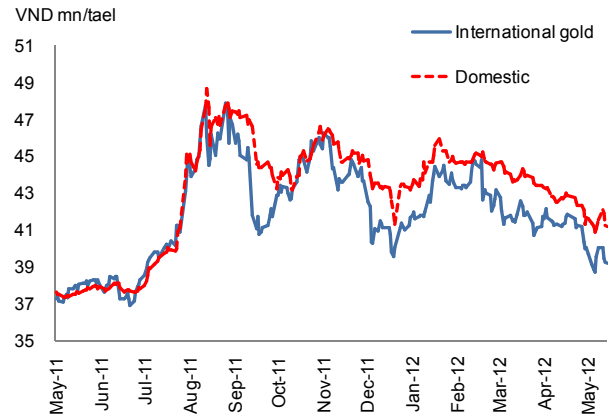
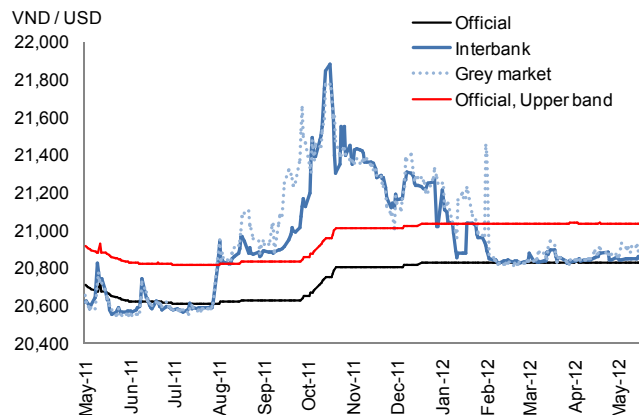
Thông tư 857 tăng cho vay bằng ngoại tệ đối với các doanh nghiệp xuất khẩu. Thông tư 03 có hiệu lực từ ngày 02/05 đã đặt một số hạn chế lên việc cho vay bằng USD. Khi đó nhiều người cho rằng nhu cầu USD sẽ tăng do các công ty nhập khẩu không thể vay bằng ngoại tệ theo Thông tư 03 trừ khi được NHNN cho phép. Tuy nhiên, dự báo này đã không thành hiện thực và Thông tư 03 gần như không ảnh hưởng đến thị trường ngoại hối.

Chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của Thông tư 03 đã bị loại trừ do Thông tư 857 cho phép các công ty xuất khẩu được vay ngắn hạn bằng ngoại tệ. Các khoản vay này được thực hiện với cam kết khách hàng sẽ thanh toán bằng cách bán lại ngoại tệ cho ngân hàng theo hợp đồng. Thông tư 857 được ban hành cùng ngày với Thông tư 03 và có hiệu lực từ ngày 05/05/2012 đến 31/12/2012.

Nguồn cung tiền đồng dồi dào. Lạm phát và nhập siêu giảm, dự trữ ngoại hối tăng giúp lấy lại niềm tin vào đồng nội tệ. Người dân trong nước chuyển từ dự trữ ngoại tệ sang tiền đồng do khoảng cách giữa lãi suất huy động bằng tiền đồng và lãi suất huy động bằng USD 10-11% vẫn khiến huy động bằng tiền đồng có lợi hơn. Vào ngày 30/04, trong hệ thống ngân hàng của TP. HCM, tiền gửi bằng USD giảm 9,4% trong khi tiền gửi bằng tiền đồng giảm 3,56%. Số liệu tổng hợp của cả nước vẫn chưa được công bố nhưng chúng tôi dự kiến số liệu cả nước cũng đi theo xu hướng trên.

Hình 13a: Tỷ giá hối đoái

Hình 13b: Giá vàng



Nguồn: VCSC, NHNN, Bloomberg

Triển vọng thị trường ngoại hối. Thị trường ngoại hối ổn định ít nhất là tại thời điểm này. Khoảng cách giữa lãi suất huy động bằng tiền đồng và USD hiện tại giảm xuống 9%, sau khi trần lãi suất huy động bằng tiền đồng giảm xuống còn 11%. Theo kỳ vọng của chúng tôi trần lãi suất huy động bằng tiền đồng tiếp tục giảm xuống 10% khiến khoảng cách là 8% và đây là điểm mà chúng tôi cho rằng người dân trong nước bắt đầu xem việc dự trữ tiền đồng và USD là như nhau.

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

Trong tháng 5, Phòng Nghiên cứu của chúng tôi đã công bố các báo cáo nghiên cứu sau:

Ngày	Báo cáo	Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
02/05	Tập đoàn Masan - Cập nhật ĐHCĐ	MSN	THÊM VÀO	123.000
02/05	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - Cập nhật ĐHCĐ	DPM	N/A	N/A
07/05	CTCP Đầu tư XD Bình Chánh – Báo cáo cập nhật	BCI	THÊM VÀO	27.000
08/05	Dược Hậu Giang – Báo cáo cập nhật	DHG	THÊM VÀO	71.000
14/05	PV Gas - Báo cáo lần đầu	GAS	MUA	47.300
15/05	PVDrilling - Cập nhật ĐHCĐ	PVD	THÊM VÀO	46.500
16/05	Báo cáo trái phiếu tiền tệ tháng năm	N/A	N/A	N/A
21/05	Ngân hàng Quân đội - Báo cáo lần đầu	MBB	THÊM VÀO	17.300

Mọi câu hỏi, thắc mắc và yêu cầu liên quan tới các báo cáo này, vui lòng liên hệ với Quyền Giám Đốc bộ phận Nghiên cứu của chúng tôi: Ông Vũ Thanh Tú, email tu.vu@vcsc.com.vn hoặc điện thoại +(84 8) 3914 3588 - ext: 1105.

Cập nhật tháng 05/2012

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tú Vũ, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.