

PHÒNG PHÂN TÍCH

Lê Quang Minh – Trưởng phòng
minh.le@miraeasset.com

Phan Khánh Hoàng
hoang.phan@miraeasset.com

Phạm Bình Phương
phuong.pham@miraeasset.com

Triển vọng vĩ mô và thị trường chứng khoán: Điểm đảo chiều xuất hiện trong Quý III 2012?



Các chỉ tiêu vĩ mô quan trọng

Chỉ tiêu	05-2012	06-2012
CPI (y/y, %)	8.34	6.90
Chỉ số SXCN (y/y, %)	4.20	4.50
Doanh thu bán lẻ (y/y, %)	6.60	6.50
Thâm hụt TM (tỷ USD)	-0.53	-0.15

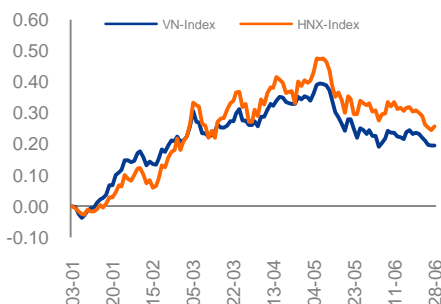
Suất sinh lời thị trường (%)

	HSX	HNX
Chỉ số	422.37	71.07
1 Tháng	-2.98	-6.02
3 Tháng	-4.23	-1.57
1 Năm	-2.81	-5.05
Đầu năm	20.68	25.15

Định giá thị trường và ngành

Ngành	PE	PB
Dầu khí	4.86	0.99
Nguyên vật liệu	5.68	2.18
Công nghiệp	10.48	0.89
Hàng Tiêu dùng	11.2	2.81
Dược phẩm và Y tế	7.41	1.93
Dịch vụ Tiêu dùng	9.59	1.2
Tiện ích Cộng đồng	5.37	0.19
Tài chính	11.8	2.46
CNTT	37.65	3.25
Ngân hàng	10.87	1.81
HOSE	11.45	2.36
HNX	9.04	1.68

Tương quan VN-Index và HNX-Index



CẬP NHẬT TÌNH HÌNH VĨ MÔ

<Trang 2>

- Tăng trưởng chậm nhưng triển vọng tích cực
- Lạm phát được kiểm chế
- Nhập khẩu giảm tốc, thâm hụt thương mại thấp kỷ lục
- Việt Nam đồng ổn định trở lại sau những biến động nhưng có thể yếu đi vào cuối năm.
- NHNN dần trở lại chu kỳ bơm vốn linh hoạt hơn
- NHNN tiếp tục cắt giảm lãi suất chính sách
- Lãi suất liên ngân hàng tăng trở lại khi hoạt động tín dụng và nợ xấu “ấm lên”

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

<Trang 7>

- Thị trường sơ cấp: Hoạt động đấu thầu trái phiếu “đóng băng”
- Thị trường thứ cấp: Lợi suất đang tăng trở lại

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

<Trang 9>

- Thị trường chứng khoán chịu đợt điều chỉnh trung hạn đầu tiên từ đợt tăng điểm đầu năm.
- Dòng tiền tiếp tục được cải thiện khi thanh khoản duy trì được mức tăng so với Quý 1.
- Các quỹ ETF nhiều lần thay đổi danh mục, một chiến thuật đánh nhanh rút gọn?
- VN-Index đang ở vùng đáy?
- Điểm đảo chiều có thể sẽ xuất hiện trong quý III: NĐT nên hạn chế bán ra và nên mở rộng đầu tư.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

<Trang 11>

- Xu hướng quý 3: Xu hướng chính sẽ là đi ngang với một chút tăng điểm.
- Khuyến nghị: chúng tôi cho rằng đã đến lúc cho hành động tích lũy trung hạn khi HNX-Index đang có cơ hội trở lại xu hướng tăng điểm.

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH VĨ MÔ

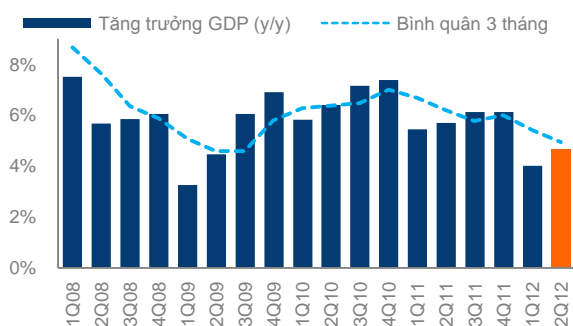
Tăng trưởng chậm nhưng triển vọng tích cực

Chỉ số hàng tồn kho giảm mạnh; hoạt động công nghiệp, thương mại đang dần phục hồi sẽ là cơ sở cho sự cải thiện của nền kinh tế trong thời gian tới

Tăng trưởng Quý 2/2012 hồi phục lên 4,66% sau đợt sụt giảm trong Quý 1. Tuy nhiên, GDP 6 tháng đầu năm 2012 chỉ tăng nhẹ 4,38% so với cùng kỳ năm trước, mức thấp nhất trong vòng 10 năm gần đây và phản ánh nhu cầu tiêu dùng nội địa và sản xuất công nghiệp sụt giảm.

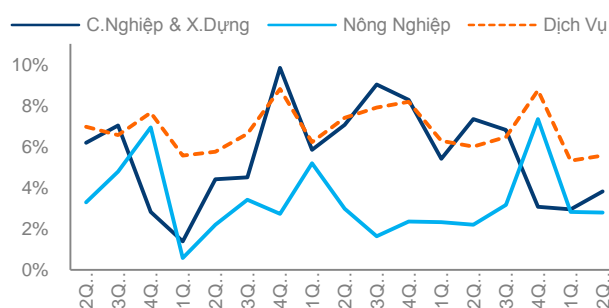
Tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ 6 tháng đầu năm tăng 19,5% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại yếu tố giá thì chỉ tăng 6,5%. Trong khi đó, khu vực công nghiệp và xây dựng, chiếm tỷ trọng lớn trong cấu GDP, đã nhích lên 3,81% (công nghiệp tăng 4,76% và xây dựng giảm 0,80%) và đóng góp 1,55% vào GDP. Mặt khác, chỉ số hàng tồn kho giảm liên tục xuống mức 26% so với cùng kỳ 2011 sau khi đạt đỉnh 34,9% vào 3/2012, chủ yếu do doanh nghiệp cắt giảm sản lượng và giảm đơn hàng nguyên vật liệu.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng GDP (y/y, %)



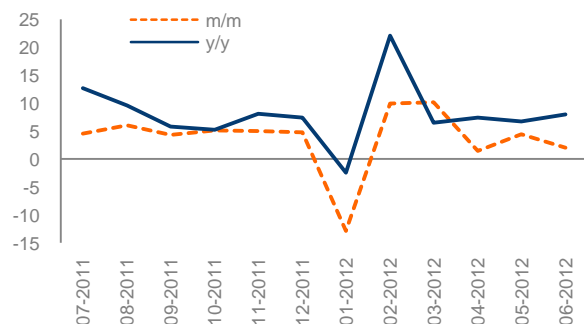
Nguồn: GSO

Biểu đồ 2: Cơ cấu tăng trưởng GDP (y/y, %)



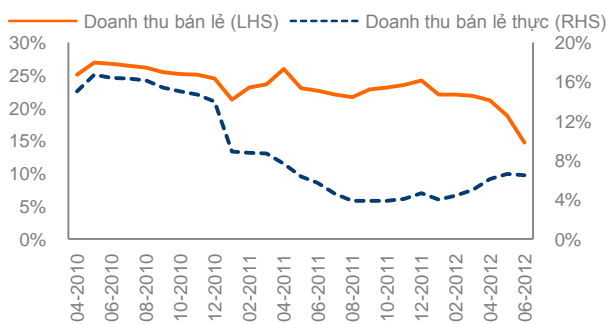
Nguồn: GSO

Biểu đồ 3: Chỉ số công nghiệp (y/y, %)



Nguồn: GSO

Biểu đồ 4: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ (y/y, %)



Nguồn: GSO

Tăng trưởng kinh tế nửa đầu 2012 hoàn toàn không dựa vào tăng trưởng tín dụng; tín hiệu đáng mừng!

Tăng trưởng kinh tế nửa đầu 2012 hoàn toàn không dựa vào tăng trưởng tín dụng và lạm phát đã giảm tốc cho thấy kinh tế Việt Nam đang ổn định trở lại. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy có những chuyển biến tích cực ở với khu vực công nghiệp và xây dựng. Giá trị tăng thêm của khu vực này trong Quý 2 tăng lên 4,52% từ mức 2,94% trong Quý 1. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI) tháng 6/2012 tăng 2% so với tháng trước và tăng 8% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung 6 tháng đầu năm, IPI tăng 4,5% so với cùng kỳ năm 2011.

Tăng trưởng kinh tế nửa đầu 2012 thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng mục tiêu tăng trưởng cả năm 5,5% - 6,0%. Trong khi đó hoạt động tái cấu trúc hệ thống ngân hàng, doanh nghiệp nhà nước vẫn "giậm chân tại chỗ", thu hút vốn FDI mới vẫn chưa mạnh mẽ, do đó động lực tăng trưởng kinh tế bị hạn chế.

Tuy nhiên, theo phát biểu của Phó Thủ tướng trong kỳ họp Quốc hội để đạt mục tiêu tăng trưởng cả năm thì tăng trưởng tín dụng nửa cuối 2012 phải đạt 12% - 15%; tức là mỗi tháng cuối năm tín dụng tăng 2%, tương đương với 21.000 tỷ đồng/tháng. Ngoài ra, một số tín hiệu tích cực cũng dần xuất hiện như hoạt động giải ngân cho các dự án cơ sở hạ tầng cũng được tái khởi động từ cuối tháng 5/2012; tín dụng tính đến cuối tháng 6 đã tăng 0,76% so với cuối 2011 và mặt bằng lãi suất đang dần được hạ thấp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng và sản xuất. Do đó, chúng tôi kỳ vọng kinh tế sẽ có thể đạt mức tăng trưởng 5,5% kèm theo lạm phát vẫn duy trì ở mức một con số.

Lạm phát được kiểm chế

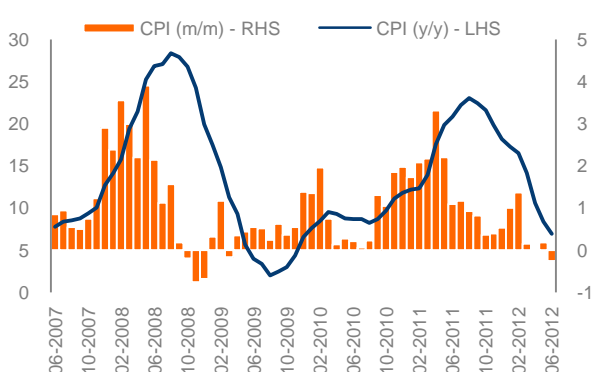
Lạm phát đã không còn là mối lo ngại chính của chính sách tiền tệ, mặc dù NHNN đã cắt giảm lãi suất liên tiếp 4 lần từ mức 13% xuống 9%.

Tiêu dùng nội địa và sản xuất trong nước sụt giảm khiến cho chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tiếp tục kéo dài xu thế giảm kể từ mức đỉnh vào tháng 8/2011. CPI tháng 6/2012 bất ngờ giảm 0,26% so với tháng trước, sau 38 tháng tăng liên tục. Lạm phát theo năm trong tháng 6 được kéo giảm xuống dưới mức 6,9% từ 8,34% của tháng 5.

Nhóm Giao thông, Nhà ở - Vật liệu xây dựng và Lương thực - Thực phẩm là yếu tố dẫn dắt chính cho mức giảm của CPI trong tháng 6. Nhóm hàng Giao thông (chiếm tỷ trọng 8,87%) giảm 1,64%; dẫn dắt bởi giá xăng giảm. Giá khí đốt giảm mạnh khiến cho nhóm Nhà ở và Vật liệu xây dựng (chiếm tỷ trọng 10,01%) giảm 1,21%. Nhóm Lương thực - Thực phẩm (chiếm tỷ trọng 40%) giảm 0,23%, trong đó lương thực giảm 0,78% và thực phẩm giảm 0,31%, góp phần vào việc giảm tốc CPI.

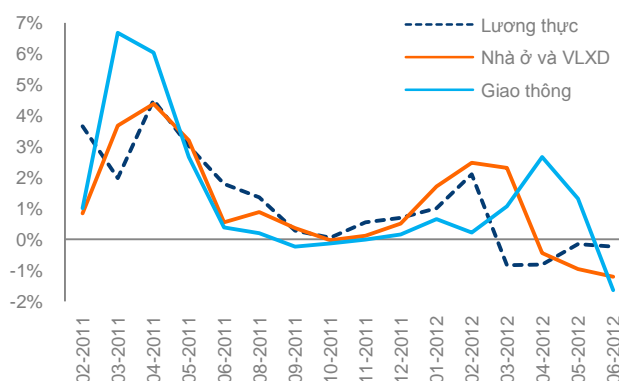
CPI có thể tiếp tục duy trì ổn định trong các tháng tiếp theo, nhờ vào ảnh hưởng của nhu cầu nội địa ở mức thấp và giá hàng hóa ổn định. Mặc dù giá điện tăng 5% từ 01/07 nhưng có thể không có nhiều tác động đến mặt bằng giá nói chung. Lạm phát thấp góp phần khôi phục niềm tin vào tiền Việt Nam đồng, ổn định tỷ giá ngoại tệ trong thời gian qua. Sự trì trệ trong sản xuất và sự giảm mạnh của lạm phát là cơ sở để chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ thực hiện những động thái mạnh hơn nhằm hỗ trợ sản xuất và kích thích tăng trưởng trở lại.

Biểu đồ 5: Chỉ số giá tiêu dùng và lạm phát (y/y, %)



Nguồn: GSO

Biểu đồ 6: Cơ cấu chỉ số giá tiêu dùng (y/y, %)



Nguồn: GSO

Nhập khẩu giảm tốc, thâm hụt thương mại thấp kỷ lục

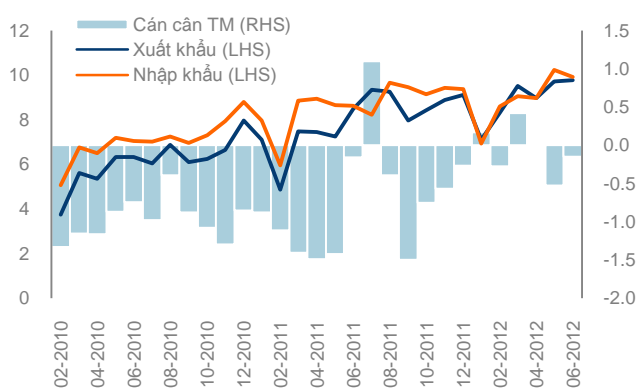
Cán cân vãng lai tiếp tục cải thiện khi xuất khẩu tăng 25,3% và nhập khẩu chỉ tăng 9,5%.

Xuất khẩu tương đối ổn định mặc dù nhu cầu bên ngoài không thuận lợi (khủng hoảng nợ công châu Âu xấu hơn, kinh tế Mỹ bất ổn kéo dài...): đạt 9,8 tỷ USD, tăng 0,6% so với tháng trước và tăng 13,6% so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế 6 tháng đầu năm, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu đạt 53,2 tỷ USD, tăng 25,3% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý là mức giá xuất khẩu chỉ tăng 0,48% so với cùng kỳ năm trước do đó mức tăng xuất khẩu 6 tháng đầu năm nay chủ yếu do lượng xuất khẩu tăng.

Nhập khẩu đã suy yếu và tăng trưởng thấp hơn xuất khẩu trong tháng 6 vì giá xăng dầu nhập khẩu giảm và nhu cầu nội địa thấp. Nhập khẩu ước đạt 9,9 tỷ USD, giảm 3,2% so với tháng trước và tăng 12,6% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy, nhập khẩu 6 tháng đầu năm đạt 53,6 tỷ USD, tăng 9,5% so với cùng kỳ năm 2011.

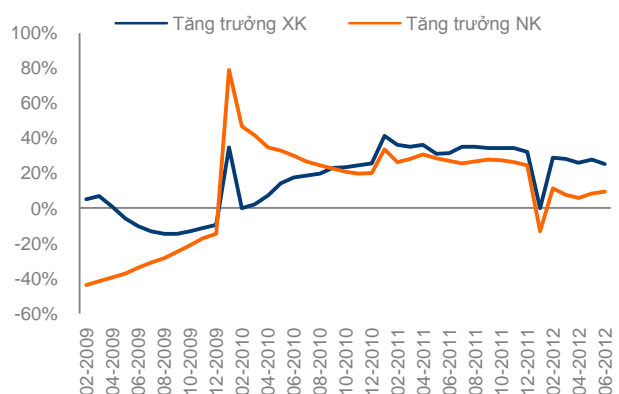
Xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng cao hơn nhập khẩu đã giúp thâm hụt thương mại cải thiện từ mức 527 triệu USD trong tháng 5 xuống còn 150 triệu USD trong tháng 6. Như vậy, thâm hụt thương mại 6 tháng đầu năm chỉ ở mức 357 triệu USD, thấp hơn nhiều so với mức 6,47 tỷ USD của cùng kỳ 2011. Thâm hụt thương mại có thể gia tăng vào cuối năm 2012 khi mà doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu nguyên vật liệu để mở rộng sản xuất. Tuy nhiên, với mức thâm hụt thấp nên áp lực lên tỷ giá ngoại tệ là không quá nghiêm trọng như các năm trước.

Biểu đồ 7: Cán cân thương mại (tỷ USD)



Nguồn: GSO

Biểu đồ 8: Tăng trưởng xuất và nhập khẩu (y/y, %)



Nguồn: GSO

Việt Nam đồng ổn định trở lại sau những biến động nhưng có thể yếu đi vào cuối năm.

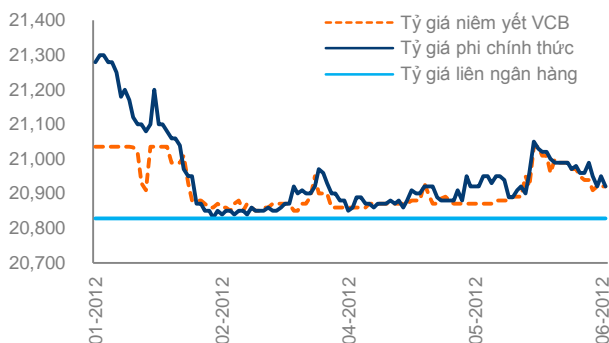
Tỷ giá ổn định nhưng đồng Việt Nam có thể bị mất giá bởi áp lực từ nhu cầu ngoại tệ cuối năm.

Tỷ giá USD/VND tăng mạnh vào đầu tháng 6 nhưng sau đó cũng giảm mạnh trở lại và giao dịch ở mức ổn định quanh tỷ giá liên ngân hàng, trong khi đó diễn biến tỷ giá kỳ hạn NDF khá trầm lắng. Đầu tháng 6, USD tăng mạnh lên 21.036 đồng/USD, mức cao nhất kể từ tháng 2/2012 và sau đó sụt giảm về mức 20.920 đồng/USD vào cuối tháng. Đợt tăng tỷ giá chủ yếu xuất phát từ nhu cầu ngoại tệ trong nước bước vào chu kỳ tăng khi các hợp đồng vay ngoại tệ đáo hạn và doanh nghiệp tăng nhập khẩu xăng dầu do nhà máy lọc dầu Dung Quất tạm ngừng hoạt động. Việt nam đồng lấy lại xu hướng ổn định trở lại phản ánh nhu cầu ngoại tệ không mạnh, nhu cầu nhập khẩu hàng hóa giảm.

Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm giá trị của Việt nam đồng ổn định trong quý tiếp theo do được hỗ trợ khá tốt từ các yếu tố: (1) lạm phát giảm nhanh về mức một con số, (2) thâm hụt thương mại thu hẹp, (3) dự trữ ngoại tệ tăng mạnh hơn 10 tỷ USD lên mức 19 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm – tương đương 10 tuần nhập khẩu, (4) Nguồn bổ sung ngoại tệ ổn định đến từ FDI giải ngân cải thiện, 6 tháng đầu năm FDI giải ngân đạt 5.4 tỷ USD, tăng 1,9% so với cùng kỳ năm trước.

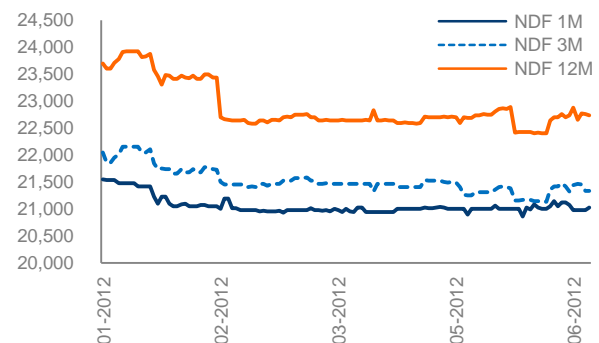
Tuy nhiên, áp lực tỷ giá có thể được hình thành trong những tháng cuối 2012. Các yếu tố kém bền vững cần đề cập bao gồm: (1) SBV liên tục giảm trần lãi suất huy động, chênh lệch với lãi suất ngoại tệ thu hẹp và dòng tiền có thể dịch chuyển dần sang USD; (2) Nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu tăng trở lại do hoạt động kinh doanh khôi phục theo tính mùa vụ, thêm đó một vài ngân hàng đã đẩy mạnh hoạt động cho vay ngắn hạn theo hình thức hoán đổi do đó nhu cầu ngoại tệ có thể tăng trở lại; (3) Dòng vốn đầu tư gián tiếp rút khỏi Việt Nam nếu triển vọng kinh tế thế giới xấu đi.

Biểu đồ 9: Biến động tỷ giá USD/VND



Nguồn: SBV, VCB và MAS Research

Biểu đồ 10: Tỷ giá kỳ hạn - NDF (USD/VND)



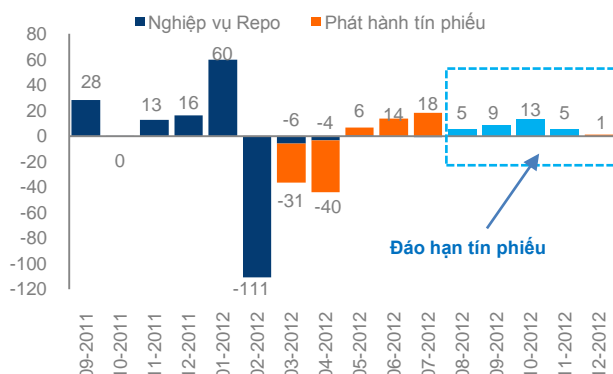
Nguồn: Bloomberg

NHNN dần trở lại chu kỳ bơm vốn linh hoạt hơn

Chính sách thắt lưng buộc bụng đã khá thành công trong việc kiềm chế lạm phát nhưng song hành là tăng trưởng kinh tế giảm tốc. Trong 4 tháng đầu năm, NHNN thực hiện hút ròng mạnh trên thị trường OMO và phát hành tín phiếu khiến cho cung tiền thu hẹp nhanh chóng. Nhưng NHNN hiện đang phát đi những tín hiệu nới lỏng khi dần bơm ròng vào hệ thống kể từ tháng 5.

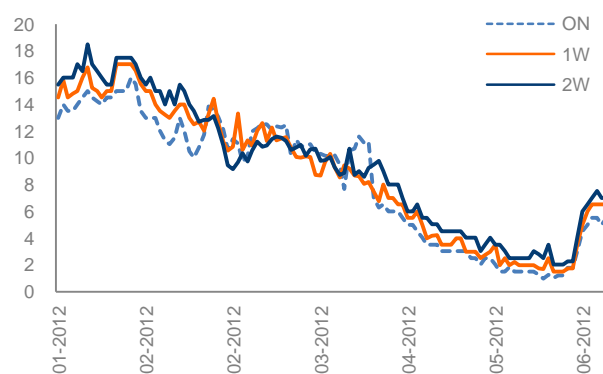
Trong tháng 6, lượng cung tín phiếu từ NHNN giảm mạnh, chỉ với hơn 3 nghìn tỷ đồng tín phiếu phát hành và lượng tín phiếu đáo hạn trong tháng 6 là 16,7 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy NHNN đang tạm dừng phát hành thêm tín phiếu từ những tuần cuối tháng 6 nhằm giảm lượng vốn rút ra khỏi hệ thống ngân hàng. Lượng tín phiếu đang lưu hành (đáo hạn trong năm 2012) là 50,1 nghìn tỷ đồng.

Biểu đồ 11: Giá trị bơm/hút ròng qua OMO (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg và MAS Research

Biểu đồ 12: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)



Nguồn: Bloomberg

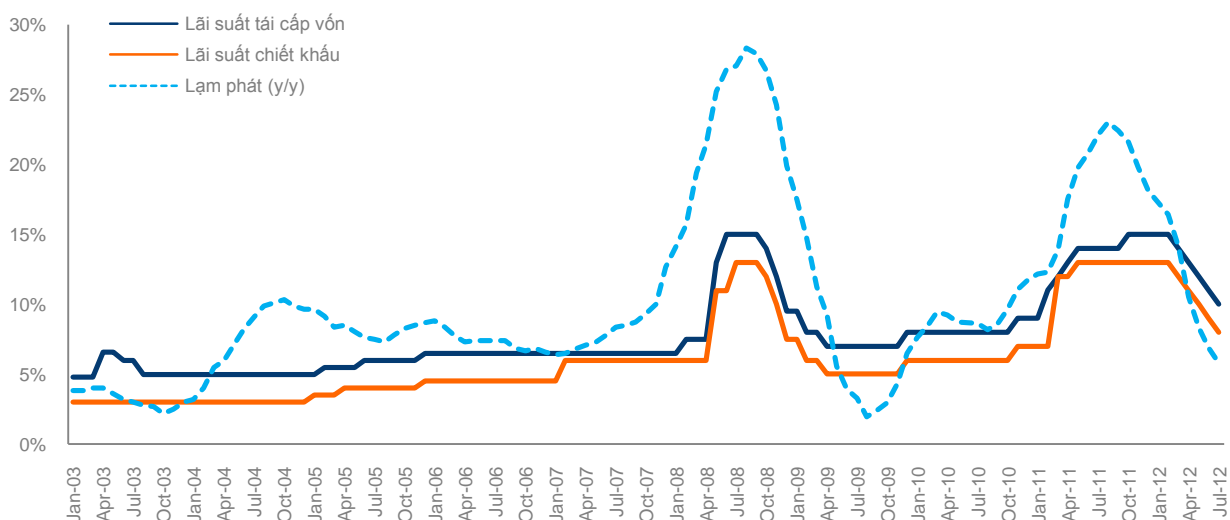
Đồng thời, NHNN đang khuyến khích NHTM thông qua OMO bằng cách thay đổi phương thức đấu giá của OMO. NHNN cho phép các NHTM đấu thầu lãi suất trên OMO thay vì đấu thầu khối lượng với lãi suất cố định. Điều này giúp các NHTM linh hoạt hơn trong tiếp cận nguồn vốn giá rẻ và các ngân hàng cho vay có thể áp dụng lãi suất khác nhau dựa trên phân loại rủi ro tín dụng.

Trong tháng 6, NHNN vẫn hút ròng nhẹ 450 tỷ đồng trên OMO. Như vậy, tính chung (cả nghiệp vụ repo và tín phiếu đáo hạn) NHNN đã bơm ròng 13,3 nghìn tỷ đồng. Như vậy, NHNN có thể bơm vốn linh hoạt thông qua lượng tín phiếu đáo hạn và có thể không gây áp lực lớn lên lạm phát.

NHNN tiếp tục cắt giảm lãi suất chính sách

NHNN quyết định cắt giảm thêm 2% các lãi suất chính sách trong vòng một tháng khi lạm phát liên tục sụt giảm mạnh. Theo đó, từ ngày 01/07 lãi suất tái cấp vốn giảm xuống 10%/năm, lãi suất chiết khấu giảm xuống 8%/năm và lãi suất qua đêm liên ngân hàng giảm xuống 11%/năm. Theo dữ liệu giai đoạn 2008-2009 thì sau 6 tháng giảm lãi suất thì lạm phát chạm đáy, kèm theo cung tiền (M2) và tín dụng mở rộng khiến cho lạm phát tăng nhanh. Trong giai đoạn hiện tại, lãi suất giảm liên tục nhưng cung tiền hạn chế và tăng trưởng tín dụng chịu sự quản lý bởi NHNN nên khả năng lạm phát tăng mạnh trong nửa cuối 2012 khá thấp.

Biểu đồ 13: Tương quan giữa lãi suất chính sách và lạm phát



Nguồn: NHNN

Lãi suất liên ngân hàng tăng trở lại khi hoạt động tín dụng và nợ xấu “ấm lên”

Mặc dù, NHNN liên tục giảm lãi suất chính sách nhưng lãi suất liên ngân hàng đã tăng mạnh trở lại sau đợt sụt giảm trong 6 tháng đầu năm. Vào cuối tháng 6, lãi suất qua đêm phổ biến ở mức 7%-8% (tăng từ mức 1% cuối tháng 5), lãi suất 1 tuần và 1 tháng tăng mạnh tương ứng lên 8%-8,5% từ mức 2%-5% trong tháng 5. Sở dĩ như vậy vì hoạt động tín dụng đã tăng trở lại từ đầu tháng 6 (tín dụng cuối tháng 6 đã tăng 0,76% so với cuối 2011), thị trường liên ngân hàng tăng trở lại nhưng phản ánh thực nhu cầu và mặt bằng lãi suất. Ngoài ra, một nguyên nhân khác do nợ xấu của hệ thống ngân hàng vẫn chưa được giải quyết và đang có xu hướng tăng lên trong khi tín dụng hầu như không tăng trưởng. Theo báo cáo của NHNN vào cuối tháng 6 nợ xấu đã tăng lên 4,47% tổng dư nợ và cao hơn nhiều so với mức 3,07% vào cuối 2011.

Hiện tại, hầu hết các lãi suất chính sách và liên ngân hàng đều được giao dịch thấp hơn hoặc quanh mức 9% của trần lãi suất và nhiều ý kiến cho rằng NHNN nên loại bỏ trần lãi suất. Hoạt động tái cấu trúc ngân hàng cũng dần tích cực hơn khi NHNN đã thông qua phương án tái cấu trúc 9 ngân hàng yếu.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Thị trường sơ cấp: Hoạt động đấu thầu trái phiếu “đóng băng” trong tháng 6, lãi suất trúng thầu không đổi.

Trong tháng 6 lượng trái phiếu chào bán tiếp tục cao hơn so với tháng 5 nhưng nhu cầu giảm mạnh ở cả trái phiếu chính phủ và trái phiếu Chính phủ bảo lãnh. Tổng lượng chào bán trái phiếu trong tháng 6 là 35,5 nghìn tỷ đồng, tỷ lệ chào mua chỉ đạt 0,81. Lãi suất chào mua tiếp tục giảm nhưng hoạt động đấu thầu rơi vào trạng thái đóng băng. Tỷ lệ trúng thầu cũng giảm mạnh liên tục xuống còn 14% trong tháng 6. Sau những tín hiệu nới lỏng chính sách từ NHNN, thì dòng vốn giá rẻ đã tạm ngừng chảy vào kênh trái phiếu sơ cấp.

Bảng 1: Hoạt động đấu thầu trái phiếu Chính phủ tháng 4.2012 (nghìn tỷ đồng)

Kỳ hạn	Lượng chào bán	Lượng đăng ký	Tỷ lệ đăng ký/chào bán	Lượng trúng thầu	Tỷ lệ trúng thầu	Lãi suất trúng thầu BQ (%)
1. Trái phiếu Kho Bạc NN						
2	5,000	3,100	0.62	200	0.04	8.85
3	4,000	5,400	1.35	300	0.08	9.00
5	4,000	3,250	0.81	1,150	0.29	9.50
10	500	800	1.60	200	0.40	9.50
Tổng cộng	13,500	12,550	0.93	1,850	0.14	
2. Trái phiếu VDB						
3	4000	4500	1.13	1500	0.38	9.5
5	6000	4060	0.68	960	0.16	9.68
Tổng cộng	10,000	8,560	0.86	2,460	0.25	
3. Trái phiếu VBSP						
3	5500	5600	1.02	300	0.05	10.6
5	6500	2000	0.31	300	0.05	10.7
Tổng cộng	12,000	7,600	0.63	600	0.05	
1+2+3	35,500	28,710	0.81	4,910	0.14	

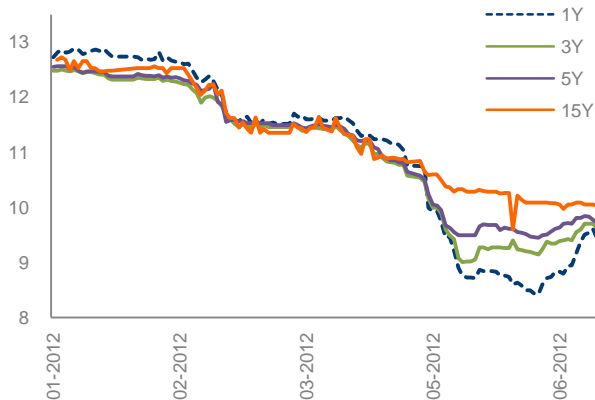
Thị trường thứ cấp: Nhu cầu trái phiếu ổn định trong quý 2 nhưng chậm lại trong tháng 6. Lợi suất đang tăng trở lại.

Với kỳ vọng lãi suất sẽ giảm mạnh trong Quý 2, lượng trái phiếu giao dịch đã tăng mạnh trong quý này khi đạt hơn 47.000 tỷ đồng, gần gấp đôi so với khối lượng của Quý 1. Trên thực tế hành động mua vào trái phiếu trong tháng 4 và đầu tháng 5 đã mang lại lợi nhuận khá lớn khi lợi suất liên tục giảm trong khoảng thời gian này. Tuy nhiên sang đến tháng 6, dòng tiền đầu tư vào trái phiếu có dấu hiệu suy giảm trở lại khi giá trị giao dịch của tháng 6 chỉ đạt 13.700 tỷ, giảm 20% so với mức bình quân của tháng 4 và tháng 5.

Lợi suất trái phiếu trong tháng 6 cũng bắt đầu có xu hướng tăng trở lại sau 2 tháng giảm liên tục, mức lợi suất vào cuối tháng 6 theo chúng tôi ghi nhận được đã tăng từ 30 đến hơn 100 điểm cơ bản. Đường cong lợi suất vẫn duy trì hình dạng thông thường (lợi suất ngắn hạn thấp hơn lợi suất dài hạn) nhưng lợi suất kỳ hạn ngắn có mức tăng mạnh nhất trong tháng 6.

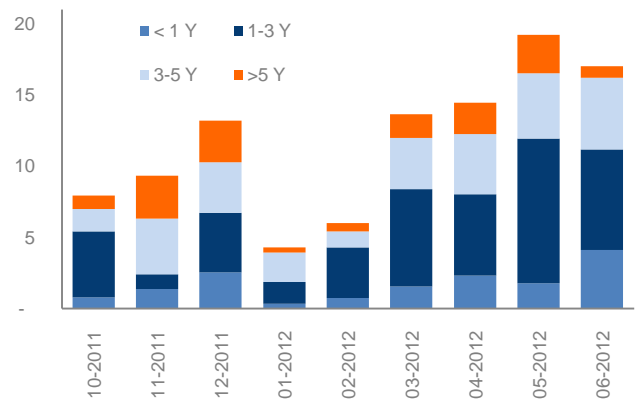
Quan sát khối lượng giao dịch 3 tháng gần đây, nhiều khả năng hiện tượng chốt lời trái phiếu mạnh đã diễn ra trong tháng 5 và xu hướng giảm lợi suất có lẽ sẽ tạm dừng trong những tháng tiếp theo.

Biểu đồ 14: Biến động lợi suất trái phiếu (%/năm)



Nguồn: Bloomberg và MAS Research

Biểu đồ 15: Diễn biến thị trường sơ cấp (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: HNX

Trái phiếu doanh nghiệp:

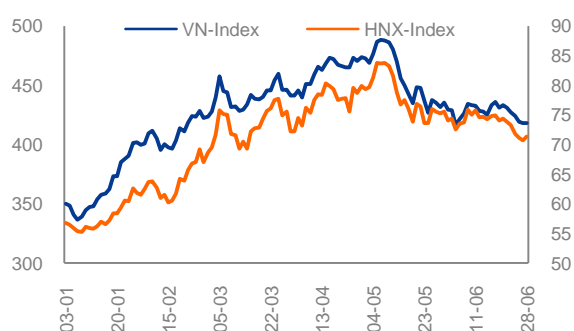
Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) cũng khá trầm lắng trong Quý 2, đáng chú ý là 2 đợt phát hành trái phiếu quốc tế bằng USD thành công của ngân hàng Công Thương (CTG) với giá trị 250 triệu USD và tập đoàn Vingroup (VIC) với giá trị 115 triệu USD, nâng tổng giá trị trái phiếu huy động thành công của VIC trong năm lên 300 triệu USD. Theo đó loại trái phiếu của CTG phát hành là loại trái phiếu thông thường có kỳ hạn 5 năm với lãi suất cố định là 8%/năm, thời thanh toán là 2 lần/năm.

Trong khi đó trái phiếu của VIC là trái phiếu chuyển đổi, có tổng giá trị phát hành theo mệnh giá là 115 triệu USD, đây là loại hình trái phiếu không có tài sản bảo đảm, kỳ hạn 5 năm, phát hành bằng đôla Mỹ với lãi suất coupon là 5%/năm, thanh toán 6 tháng một lần vào cuối kỳ và được niêm yết tại Sàn giao dịch chứng khoán Singapore ngay sau khi phát hành. Giá chuyển đổi cho đợt phát hành này là 88.000 VNĐ/cổ phiếu.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

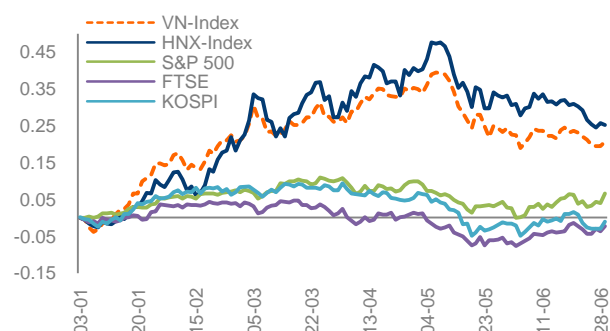
Thị trường chứng khoán chịu đợt điều chỉnh trung hạn đầu tiên từ đợt tăng điểm đầu năm. VN-Index tăng 4,21 điểm lên 422,37 điểm trong tháng 6, nhưng VN-Index giảm 4,2% trong Quý. Như vậy, VN-Index chỉ tăng 20% so với cuối năm 2011. Trong khi đó, HNX-Index đóng cửa giảm 0,29 điểm xuống 71,07 điểm (-0,41) và giảm 1,5% trong Quý 2 nhưng tăng 21% so với cuối năm 2011. Diễn biến đáng chú ý nhất trong Quý 2 là việc thị trường đã bước vào đợt điều chỉnh trung hạn đầu tiên sau gần 3 tháng tăng điểm liên tục. Tâm lý NĐT đã trải qua giai đoạn cuối cùng của những kỳ vọng về các biện pháp hỗ trợ doanh nghiệp, vực dậy nền kinh tế đang gặp khó khăn. Do đó thị trường đã có dấu hiệu bão hòa với các thông tin hỗ trợ được công bố. Có lẽ thị trường đang trông chờ vào kết quả thực tế của những giải pháp kích thích trên để đưa ra các quyết định tiếp theo.

Biểu đồ 16: Diễn biến chỉ số chứng khoán Việt Nam



Nguồn: SSC

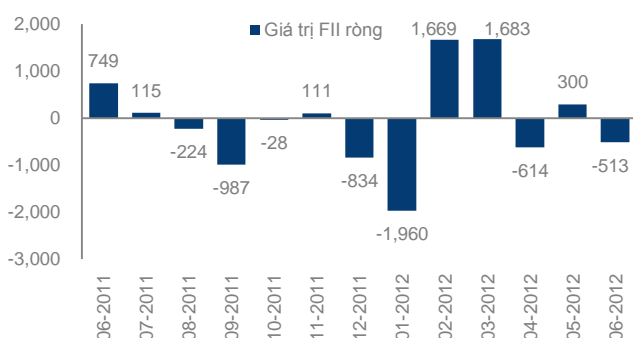
Biểu đồ 17: Tương quan VN-Index và các chỉ số chính



Nguồn: SSC

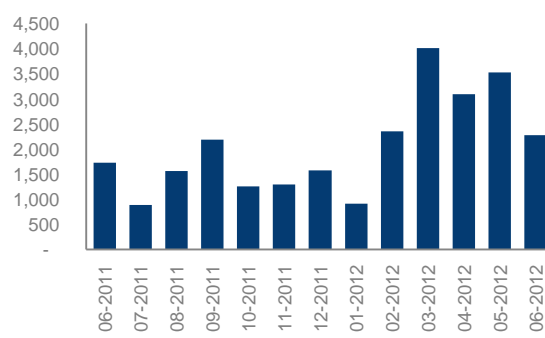
Dòng tiền tiếp tục được cải thiện khi thanh khoản duy trì được mức tăng so với Quý 1. Khối lượng tiếp tục được cải thiện trong Quý 2 với tổng cộng hơn 8.145 triệu đơn vị, tăng gần 30% so với mức 6.409 triệu đơn vị trong Quý 1. Mặc dù có diễn biến hết sức trầm lắng trong tháng 6 nhưng khối lượng khớp lệnh của tháng 6 vẫn được duy trì cao hơn mức bình quân của 3 tháng đầu năm. Chúng tôi cho rằng dòng tiền có thể vẫn chưa thoát hẳn khỏi thị trường mà chờ đợi cơ hội tham gia, kèm theo đó là hành động tích lũy cổ phiếu vùng giá thấp vẫn. TTCK Việt Nam đang ở khoảng lặng sau hơn 4 tháng hồi phục ấn tượng.

Biểu đồ 18: Hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài (tỷ đồng)



Nguồn: SSC

Biểu đồ 19: Thanh khoản thị trường Việt Nam (triệu đơn vị)



Nguồn: SSC

Các quỹ ETF nhiều lần thay đổi danh mục, một chiến thuật đánh nhanh rút gọn? Bắt đầu từ giữa năm 2010, các ETF đã làm mưa làm gió tại TTCK Việt Nam. Mức độ ảnh hưởng lớn bất kỳ các quỹ đầu tư truyền thống nào khác. Theo quy luật, các ETF thường công bố vào tuần đầu tiên của tháng và việc tái cơ cấu sau đó diễn ra từ 1-2 tuần. Lần xem xét danh mục gần đây nhất của hai ETF diễn ra vào đầu tháng 6 mới đây: FTSE Vietnam Index ETF loại 3 cổ phiếu REE, KDH và PET ra khỏi danh mục. Chính

các thay đổi của ETF trong một thời gian ngắn khiến giới đầu tư nội địa được chiêm ngưỡng những biến động lớn về bước giá của các mã cổ phiếu liên quan. Quy luật chung từ các kỳ đánh giá lại danh mục đầu tư của ETF một năm trở lại đây cho thấy, các cổ phiếu được ETF loại ra khỏi danh mục thường có diễn biến kém khả quan từ 2-3 tuần khi các thông tin được công bố. Ngược lại, các cổ phiếu được ETF tăng tỷ trọng hay đưa bổ sung vào danh mục có khả năng bứt phá ấn tượng, diễn hình như trường hợp của IJC. Việc các quỹ đầu tư chỉ số như VNM bị các nhà đầu tư nội địa “bắt bài” đang hé lộ thêm những cơ hội “đánh nhanh, rút gọn” mới đang làm mưa làm gió trên thị trường chứng khoán.

VN-Index đang ở vùng đáy? Lợi suất của trái phiếu 1 năm đang ở mức 9,4%, thấp hơn mức E/P của thị trường là 9,8%. Ngoài ra, xu thế lợi suất trái phiếu ngày càng giảm, thể hiện giá trái phiếu đã tăng mạnh và trở nên kém hấp dẫn hơn. Ngoài ra, căn cứ vào dự báo của Bloomberg về EPS của thị trường sẽ tăng thêm 7,8% nữa. Căn cứ vào mô hình FED, VN-Index khả năng sẽ hình thành đáy tại vùng 400-410 điểm vào quý 3 và có thể tăng lên 450 vào cuối năm.

Củng cố cho lập luận này, các chỉ số cơ bản (lợi nhuận biên, ROA, ROE,...) đã không còn giảm từ quý 2. Với đà giảm được chặn lại, chúng tôi tin rằng điều xấu nhất đang xảy ra. Cộng với các hỗ trợ từ Chính phủ và lãi suất, hàng tồn kho giảm dần, các chỉ số cơ bản này được chúng tôi nhận định sẽ tiếp tục ổn định trong quý 3 và sẽ dần được cải thiện trong quý 4.

Bảng 2:

	Hiện tại	Q1/2012	Q4/2011	Q3/2013	Q2/2011
Định giá thị trường (x)					
PER Cơ bản	10.95	10.88	7.21	9.36	9.62
PBR	1.55	1.57	1.21	1.54	1.61
EV/Doanh thu	1.2	1.29	1.07	1.27	1.34
EV/EBIT	10.14	11.05	8.61	10.45	10.87
EV/EBITDA	7.46	8.27	6.43	7.69	7.76
Tỷ lệ cổ tức	4.17	4.17	5.24	4.36	3.96
Yếu tố cơ bản (%)					
Lợi nhuận biên	21.85	21.87	28.39	27.14	28.52
ROA	8.71	8.92	12.12	11.19	10.85
ROE	18.86	18.46	25.93	23.79	24.65

Nguồn: Bloomberg

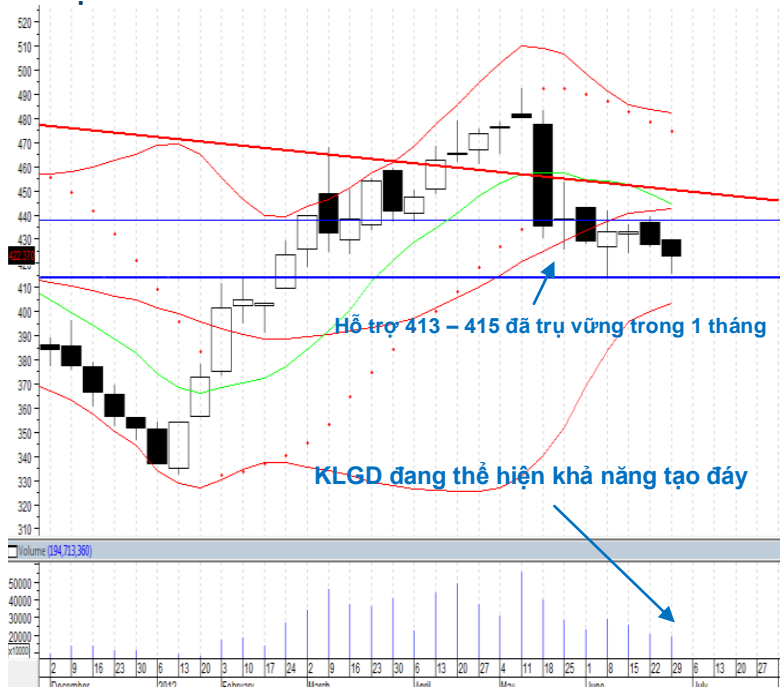
Sau khi lập đỉnh hồi tháng 5, thị trường đã trải qua sự điều chỉnh trung hạn đầu tiên trong năm với độ dài của đợt điều chỉnh này đã đạt gần 2 tháng. Đến thời điểm hiện tại, nhiều cổ phiếu vẫn đang cao hơn mức đầu năm từ 50 – 70%. Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, thị trường đang trải qua khoảng lặng thường thấy, đợt tăng đầu năm mang nhiều tính chất của sự hồi phục về niềm tin khi nền kinh tế VN được cho rằng đã chạm đáy, triển vọng hồi phục là điều được NĐT kỳ vọng. Tuy nhiên khi những kỳ vọng này bão hòa, NĐT bắt đầu chờ đợi những kết quả đạt được từ những chính sách kích thích, họ muốn được thấy sự hồi phục của doanh nghiệp và nền kinh tế và khi đó những thông tin hỗ trợ như hạ lãi suất, hạ giá xăng dầu đã không còn tác động tích cực đáng kể. Chúng tôi nhận thấy sẽ không quá mạo hiểm khi đặt niềm tin vào khả năng hồi phục của doanh nghiệp lúc này, khi lãi suất hạ DN sẽ có khuynh hướng mở rộng hoạt động SXKD, sức cầu theo đó cũng sẽ được cải thiện. Thêm vào đó những tín hiệu tích cực từ GDP và doanh số bán lẻ đã bắt đầu xuất hiện vào cuối tháng 6. **Điểm đảo chiều có thể sẽ xuất hiện trong quý III này, do đó NĐT nên hạn chế bán ra ở mức giá hiện tại và nên mở rộng đầu tư trong giai đoạn này, quý III có thể là giai đoạn tốt cho hành động tích lũy cổ phiếu trung hạn.**

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị ngày của VN-Index



Đồ thị tuần của VN-Index



VN-Index: Điểm đảo chiều

Triển vọng tháng 7: Điểm đảo chiều.

VN-Index đang có khá nhiều tín hiệu đáng tin cậy cho khả năng tạo đáy của chỉ số này như:

- MACD cho tín hiệu điểm vàng khi đang tăng trở lại sau khi chạm đường tín hiệu.
- Mô hình ốc đảo đảo chiều (reverse oasis) tạo ra hỗ trợ mạnh tại vùng 413 – 415.
- KLGD tiếp tục duy trì ở mức thấp ngay cả trong những phiên tăng điểm cuối tuần trước cho thấy lực cung đã cạn kiệt.

Với các tín hiệu trên chúng tôi cho rằng nhiều khả năng đáy của VN-Index đang được hình thành.

Xu hướng quý 3: Xu hướng chính sẽ là đi ngang với một chút tăng điểm.

Đánh giá cao về khả năng đảo chiều tăng điểm của VN-Index trong tháng 7, tuy nhiên hiện tại chỉ số này đang trong xu hướng đi ngang. Kháng cự mạnh của xu hướng đi ngang hiện tại đang tại vùng 440 – 445. VN-Index sẽ gặp thử thách không nhỏ tại ngưỡng này và nếu bứt phá thành công, VN-Index sẽ trở lại xu hướng tăng điểm.

Chúng tôi cho rằng việc đặt cược vào khả năng bứt phá kháng cự trên là sự mạo hiểm cần thiết khi đồ thị tuần của VN-Index cũng đang cho thấy 1 vùng cân bằng trung hạn đã được hình thành tại 413 – 415. Việc mua vào hiện tại đang mang lại cơ hội kiếm lợi nhuận nhiều hơn rủi ro nhất là với những NĐT có xu hướng tích lũy trung hạn.

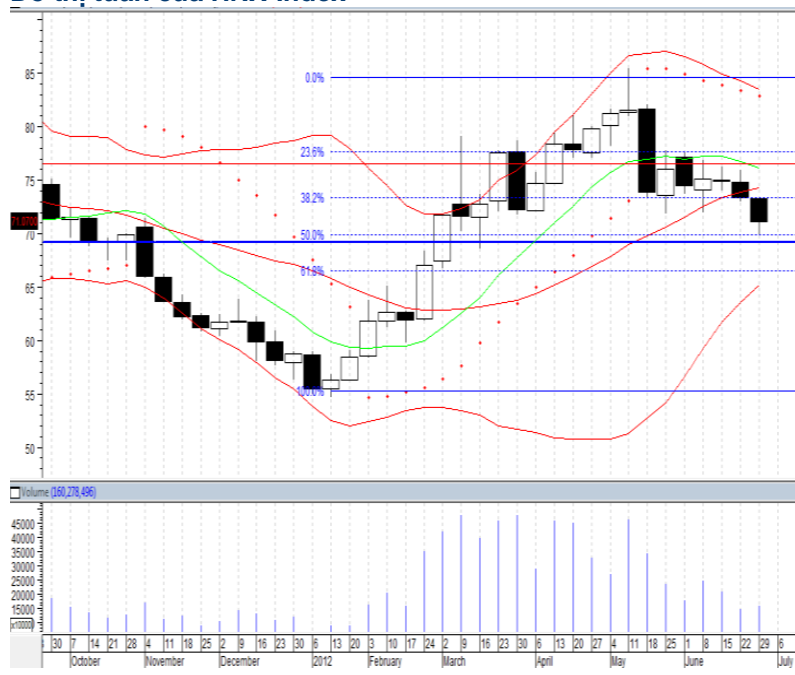
Khuyến nghị: NĐT nên ưu tiên hành động mua tích lũy tại vùng hiện tại khi ngưỡng 440 mới thật sự tạo ra những rủi ro ngắn hạn. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng đã đến lúc cho hành động tích lũy trung hạn khi VN-Index đang có cơ hội trở lại xu hướng tăng điểm sau gần 2 tháng điều chỉnh.

Nên ưu tiên mua vào các doanh nghiệp trong ngành hàng tiêu dùng thiết yếu, đầu ra ổn định trong thời gian qua.

Đồ thị ngày của HNX-Index



Đồ thị tuần của HNX-Index



Triển vọng tháng 7: Cơ hội hồi phục đang đến.

HNX-Index đang nhận được 2 hỗ trợ quan trọng tại vùng hiện tại, đó là ngưỡng 50% dãy Fibonacci và biên dưới của kênh xu hướng. KLGD duy trì ở mức thấp tại vùng hiện tại cho thấy khả năng hỗ trợ này được giữ vững là khá cao. HNX-Index có cơ hội hồi phục lên vùng 75 – 77.

Xu hướng quý 3: Sự tương quan cao với VN-Index có thể sẽ khiến xu hướng HNX-Index tích cực trong quý 3.

Hiện tại chưa nhiều tín hiệu cho thấy khả năng bứt phá khỏi ngưỡng 75 – 77. Tuy nhiên với việc 2 chỉ số luôn có sự tương quan cao với nhau trong diễn biến, chúng tôi cho rằng HNX-Index hiện có rủi ro thấp hơn cơ hội kiếm lợi nhuận. Đáy của HNX-Index nhiều khả năng sẽ là vùng 69 – 70 và mức giá hiện tại thì hành động mua tích lũy nên được xem xét.

Khuyến nghị: chúng tôi cho rằng đã đến lúc cho hành động tích lũy trung hạn khi HNX-Index đang có cơ hội trở lại xu hướng tăng điểm sau gần 2 tháng điều chỉnh.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, dự đoán trong báo cáo phân tích này, bao gồm các nhận định cá nhân là dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy. Nhận định được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận. Theo đánh giá chủ quan của chúng tôi là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin tham khảo mà không hàm ý khuyến nghị người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Mirae Asset sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất cứ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

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