

Ngày 05 tháng 10 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](http://www.vdsc.com.vn)

[info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

**Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư**

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

[phanhich@vdsc.com.vn](mailto:phanhich@vdsc.com.vn)

# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

# 10/2012

### KINH TẾ THẾ GIỚI

- ✓ Châu Âu – ECB thông qua chương trình mua trái phiếu không giới hạn;
- ✓ Mỹ - tung ra QE3 trước áp lực tăng trưởng và cải thiện thị trường lao động;
- ✓ Trung Quốc – Chính sách tiền tệ thận trọng trong bối cảnh kinh tế suy yếu;
- ✓ Nhật Bản - Đối mặt giảm phát và suy giảm tăng trưởng;
- ✓ Động thái "mở van" kích thích kinh tế của NHTW các nước đã giúp các TTCK ở nhiều khu vực có một tháng giao dịch khởi sắc.

### KINH TẾ VIỆT NAM

- ✓ Khả năng kiểm soát lạm phát ở mức 7 – 8% trở nên kém khả thi trước áp lực chi phí đẩy;
- ✓ Việt Nam đồng chịu áp lực giảm giá mạnh hơn trong quý cuối năm;
- ✓ Dư địa điều hành chính sách tiền tệ và tài khóa thu hẹp trước áp lực lạm phát và hoạt động kinh tế khó khăn;
- ✓ Tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ khả quan hơn trong quý IV/2012.

### TRIỂN VỌNG TTCK VÀ ĐỀ XUẤT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 10/2012

- ✓ Tháng 10/2012, xác suất TTCK tiếp diễn xu hướng của tháng 9 vừa qua khá cao: các chỉ số biến động trong kênh giá hẹp với thanh khoản trầm lắng, do (1) TTCK đang thiếu động lực tăng điểm trước kết quả và triển vọng kém khả quan của kinh tế vĩ mô, trong khi tiềm năng sinh lợi của vàng đang khá hấp dẫn; (2) Mùa công bố kết quả kinh doanh quý III của các doanh nghiệp niêm yết sắp bắt đầu và các ước tính cũng như dự báo đối với hiệu quả hoạt động sẽ được giới phân tích đánh giá từ thời gian này. Song với những gì mà các biến số vĩ mô thể hiện, rõ ràng khó có thể trông chờ vào KQKD đột biến của các DNNY; và, (3) Sau chuỗi giảm điểm dài vừa qua, sự hấp dẫn của TTCK Việt Nam đang tăng lên so với các thị trường khác trong khu vực. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là yếu tố thu hút sự quan tâm của khối NĐT nước ngoài;
- ✓ Kịch bản VNIndex được chúng tôi xây dựng cho tháng 10/2012 là 380 – 420 điểm. Mặc dù vậy, chiến lược đầu tư được chúng tôi cân nhắc thận trọng hơn một chút. Theo đó, chúng tôi khuyến cáo NĐT chỉ giải ngân khi các vấn đề kinh tế vĩ mô phát tín hiệu rõ ràng hơn, khi đó vùng điểm (380 – 420) của VNIndex vẫn là vùng hấp dẫn để gia nhập thị trường.

*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 vừa được RongvietSecurities cập nhật và phát hành vào ngày 02/10/2012.*

## KINH TẾ THẾ GIỚI

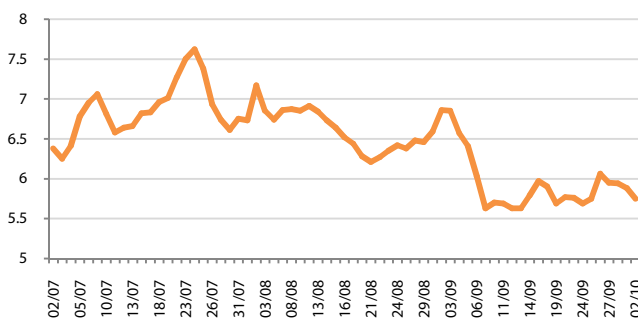
**Trong giai đoạn hiện tại, bức tranh kinh tế thế giới khá ảm đạm.** Mỹ tiếp tục tìm cách để thúc đẩy tăng trưởng và giải quyết vấn nạn thất nghiệp qua gói nới lỏng định lượng QE3 trong khi Trung Quốc chưa tìm được lối đi để tránh nguy cơ kinh tế ngày càng suy yếu. EU vẫn chìm trong khủng hoảng nợ công với lối thoát tạm thời là chương trình mua trái phiếu chính phủ không giới hạn của ECB. Tại Nhật Bản, động lực tăng trưởng đến từ xuất khẩu chịu ảnh hưởng nặng nề của suy giảm tăng trưởng trên toàn cầu, đi kèm với đó là những gói kích thích kinh tế kém hiệu quả.

**Nhiều tổ chức đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới trong năm 2012.** WTO điều chỉnh mức dự báo từ 3,7% xuống còn 2,5%; Fitch dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu chỉ đạt 2,1%, điều chỉnh nhẹ so với mức 2,2% dự báo trước đó, IMF cũng cho biết sẽ hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong báo cáo sắp phát hành ngày vào ngày 9/10 tới.

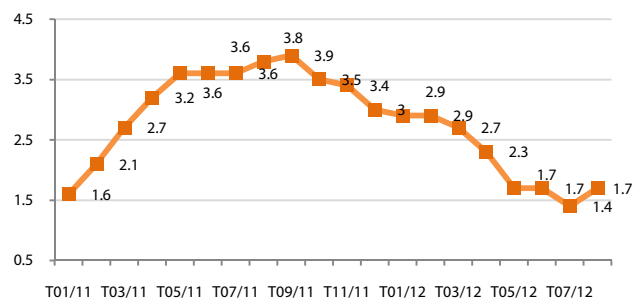
### Châu Âu – ECB thông qua chương trình mua trái phiếu không giới hạn

**Lối thoát trong vòng xoáy khủng hoảng nợ.** Với sự đồng thuận về chính sách của giới chức lãnh đạo EU, đầu tháng 9, ECB đã công bố chương trình mua trái phiếu không giới hạn nhằm giảm bớt áp lực về tài chính cho các nước đang đối mặt với khủng hoảng nợ công như Tây Ban Nha, Ý, Hy Lạp... Đây là một bước tiến quan trọng của EU trong nỗ lực thoát khỏi vòng xoáy của cuộc khủng hoảng nợ, đồng thời có vai trò như một liều thuốc tạm thời giúp cho thị trường tài chính khu vực bớt căng thẳng. Phương thức dành cho công cụ hỗ trợ trên có tên gọi là Các giao dịch tiền tệ công khai (Outright Monetary Transactions - OMTs) tại các thị trường thứ cấp đối với các loại trái phiếu chính phủ trong khu vực eurozone. Theo đó, ECB có thể mua công khai trái phiếu kỳ hạn từ 1-3 năm với khối lượng không hạn chế với điều kiện các nước liên quan phải chịu kiểm soát nghiêm ngặt của ESM hoặc EFSF.

**EU: Diễn biến lãi suất TPCP (10 năm) của Tây Ban Nha**



**Mỹ: Diễn biến chỉ số giá tiêu dùng theo năm**



Nguồn: RONGVIET Securities tổng hợp

**Tây Ban Nha chưa quyết định nhận cứu trợ.** Quyết định của ECB đã giúp giảm đáng kể chi phí vay mượn của Tây Ban Nha từ mức 6,86% vào cuối tháng 8 chỉ còn 5,75%, tương ứng giảm 111 điểm cơ bản. Bên cạnh đó, ngày 12/09, tòa án Đức đã quyết định thông qua Cơ chế bình ổn châu Âu (ESM), tạo tiền đề cho quỹ này hoạt động với vai trò dự phòng cứu trợ cho các nền kinh tế gặp khó khăn về nợ công. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại, thủ tướng Tây Ban Nha vẫn kiên quyết bác bỏ lời đề nghị trợ giúp từ ECB, thay vào đó, chính phủ nước này sẽ tiến hành cắt giảm chi tiêu ngân sách thêm khoảng 40 tỷ

Euro (~51 tỷ USD) trong năm 2013 nhằm đối phó với khủng hoảng.

Dù thể hiện quyết tâm không nhận cứu trợ nhưng rủi ro đối với Tây Ban Nha vẫn còn rất lớn khi nhiều dữ liệu kinh tế công bố trong tháng qua đều cho thấy dấu hiệu kém tích cực: tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng cao nhất từ năm 1962 (9,9%), kinh tế được dự báo sẽ lún sâu vào suy thoái và sản lượng công nghiệp giảm mạnh trong quý III/2012, v.v... Những tín hiệu này cho thấy Tây Ban Nha sẽ tiếp tục là điểm nóng của khu vực eurozone và do đó những lo ngại của thế giới đối với khu vực đồng euro vẫn chưa thể chấm dứt.

### **Mỹ tung ra QE3 trước áp lực thúc đẩy tăng trưởng và cải thiện thị trường lao động**

**Tăng trưởng kinh tế thấp.** Theo số liệu tính toán mới nhất của Bộ Thương mại, tăng trưởng kinh tế quý II/2012 của nước này bị điều chỉnh giảm xuống còn 1,3%, bằng mức tăng trưởng quý II cùng kỳ năm 2011 và thấp hơn ước tính 1,7% trước đó. Riêng trong tháng 9, dữ liệu PMI do Viện quản lý nguồn cung (ISM) công bố đã cho thấy sự phục hồi trở lại của lĩnh vực sản xuất, trong đó, lượng đơn đặt hàng mới đã tăng mạnh từ mức 47,1 điểm trong tháng 8 lên 52,3 điểm. Tuy nhiên, tính chung quý III/2012, chỉ số quản lý thu mua trung bình chỉ đạt 50,3 điểm, mức thấp nhất trong 3 năm. Với kết quả này, tăng trưởng kinh tế Mỹ trong quý III/2012 nhiều khả năng sẽ vẫn duy trì ở mức thấp, do đó khó có thể tạo ra nhiều cơ hội việc làm giúp giảm tỷ lệ thất nghiệp đang đứng ở mức 8,1%.

**Lạm phát trong tầm kiểm soát.** Chỉ số giá tiêu dùng trong tháng 8 tăng mạnh nhất kể từ tháng 6/2009 với mức tăng 0,6% so với tháng trước, chủ yếu do mặt hàng năng lượng đảo chiều tăng mạnh (+5,6%) sau khi đã giảm 0,3% trong tháng trước. Tuy nhiên, lạm phát lõi không bao gồm giá lương thực và năng lượng chỉ tăng 0,1% so với tháng 7. Điểm đáng chú ý là CPI tăng mạnh trở lại song lạm phát theo năm của Mỹ chỉ ở mức 1,7% và vẫn thấp hơn so với lạm phát mục tiêu 2% do FED đặt ra.

**QE3 không giới hạn.** Tăng trưởng kinh tế ở mức thấp cùng với lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát đã tạo điều kiện cho FED tung ra gói nới lỏng định lượng lần 3 (QE3) tại cuộc họp Ủy ban thị trường mở liên bang (FOMC) diễn ra vào giữa tháng 9. Biên bản công bố sau cuộc họp FOMC đồng thời cũng cho thấy sự chuyển biến rõ rệt trong định hướng chính sách tiền tệ của FED, cụ thể là chương trình kích thích kinh tế thông qua việc mua chứng khoán thế chấp sẽ được thực hiện với quy mô 40 tỷ USD/tháng cho đến khi thị trường lao động được cải thiện một cách bền vững hoặc lạm phát chạm ngưỡng 3%. Như vậy, yếu tố quyết định giá trị và thời hạn thực hiện QE3 sẽ tùy thuộc vào tiến triển trên thị trường lao động và diễn biến của chỉ số giá tiêu dùng.

Bên cạnh đó, Fed cũng tuyên bố sẽ giữ nguyên mức lãi suất từ 0-0,25% đến giữa năm 2015 thay vì đến cuối năm 2014 như kế hoạch trước đây. Động thái trên cho sự quyết tâm cải thiện tăng trưởng và lĩnh vực việc làm của các nhà hoạch định chính sách, tuy nhiên, một bộ phận các nhà phân tích cho rằng QE3 sẽ không mang lại nhiều hiệu quả thực sự như mong muốn, ngoài ra, việc bơm tiền không giới hạn của Mỹ còn có thể gây áp lực lạm phát lên toàn cầu.

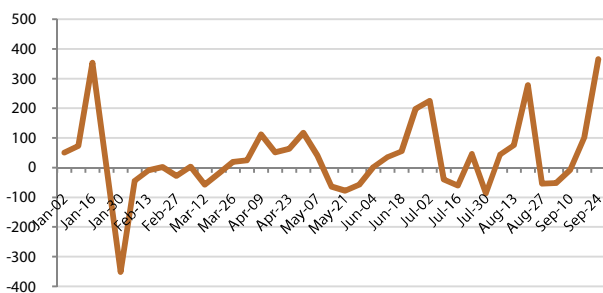
### **Trung Quốc – duy trì chính sách tiền tệ thận trọng trong bối cảnh kinh tế suy yếu**

**Lựa chọn chính sách: kiểm chế lạm phát hay kích thích tăng trưởng?** Khác với động thái bơm tiền ồ ạt của các NHTW trên thế giới, NHTW Trung Quốc (PBOC) vẫn tiếp tục thực hiện chính sách tiền tệ thận trọng và tuyên bố rằng điều chỉnh sách hợp lý theo tình hình. Theo nhận định của nhiều nhà phân tích, dư địa nới lỏng tiền tệ của nước này vẫn còn khá lớn song để tránh gây sức ép lên lạm phát, PBOC ưu tiên thực hiện giải pháp điều

tiết lượng cung tiền qua thị trường mở (OMO). Riêng trong tháng 9, POBC đã bơm ròng khoảng 406 tỷ NDT (~64,6 tỷ USD) vào hệ thống ngân hàng, đây là con số tương đối lớn sau khi đã bơm ròng 343 tỷ NDT (~54,5 tỷ USD) trong tháng trước. Dù không có gói kích thích kinh tế nào được công bố song thực tế các nhà điều hành chính sách tại Trung Quốc vẫn đang rất nỗ lực nới lỏng tiền tệ, tuy nhiên, những nỗ lực này cho đến nay vẫn chưa tác động nhiều đến tăng trưởng kinh tế.

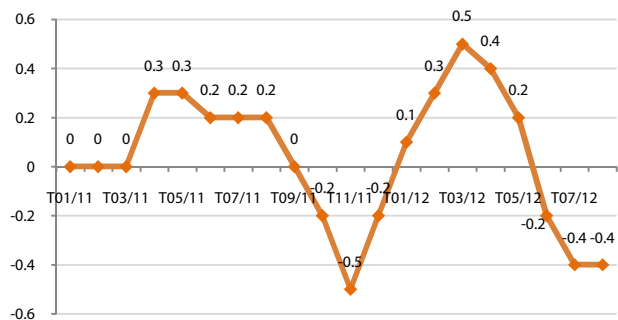
**Triển vọng kinh tế đáng lo ngại.** Theo đánh giá của một số nhà kinh tế, nếu như không có những biện pháp kích thích kinh tế mới, Trung Quốc có thể sẽ không đạt được mục tiêu tăng trưởng 7,5% trong năm 2012 cho dù đã điều chỉnh giảm mạnh so với mức tăng 9,3% của năm 2011 và 10,4% của năm 2010. Chỉ số PMI ngành sản xuất trong tháng 9 của Trung Quốc là 49,8 điểm, cải thiện nhẹ so với mức 49,2 điểm trong tháng trước, tuy nhiên hoạt động sản xuất vẫn đang trong tình trạng thu hẹp tháng thứ 2 liên tiếp. Trong đó, lượng đơn đặt hàng mới và đơn hàng xuất khẩu tiếp tục thấp hơn mức 50 điểm, đáng chú ý sức ép lạm phát đã quay trở lại khi giá đầu vào tăng rất mạnh từ mức 46,1 lên 51 điểm. Ngoài ra, chỉ số PMI dịch vụ cũng giảm xuống còn 53,7 điểm, mức thấp nhất kể từ tháng 11/2010 và là dấu hiệu cho thấy tăng trưởng ở cả hai lĩnh vực sản xuất và dịch vụ của quốc gia này đều đang chậm lại.

**Trung Quốc: Lượng bơm/hút ròng của POBC qua OMO**



Nguồn: Reuters

**Nhật Bản: Diễn biến chỉ số giá tiêu dùng (%)**



Nguồn: TradingEconomics

### **Nhật Bản - Đối mặt giảm phát và suy giảm tăng trưởng**

**Giảm phát kéo dài tháng thứ 3 liên tiếp.** Chỉ số giá tiêu dùng tại Nhật trong tháng 8 tăng 0,1% so với tháng trước. Hai nhóm hàng đóng góp nhiều nhất vào mức tăng của chỉ số CPI tháng 8 là nhóm năng lượng, điện, nước (+0,8%) và nhóm giao thông, vận tải (+0,6%), trong khi đó, nhóm hàng có tỷ trọng cao nhất trong rổ tính CPI là lương thực, thực phẩm tiếp tục giảm. So với cùng kỳ 2011, giá cả hàng hóa và dịch vụ của Nhật vẫn giữ ở mức âm 0,4%, không đổi so với tháng 7. Điều này đồng nghĩa với việc Chính phủ Nhật hoàn toàn có điều kiện tiếp tục nới lỏng tiền tệ trong bối cảnh tình trạng sức khỏe của nền kinh tế đang dần suy yếu.

**Khó có được cơ hội phục hồi tăng trưởng trong khó khăn.** Mới đây, NHTW Nhật Bản (BOJ) thêm một lần nữa mở rộng chương trình mua tài sản từ 70.000 tỷ yên lên 80.000 tỷ yên, tương đương gói kích thích trị giá 128 tỷ USD. Đây là lần nới lỏng tiền tệ thứ 3 của BOJ từ đầu năm đến nay với quy mô chương trình mua tài sản tăng thêm khoảng 30.000 tỷ yên (~384 tỷ USD). Tuy nhiên, những biện pháp kích thích được thực hiện trong thời gian qua đã không mang lại nhiều kết quả. Theo kết quả khảo sát mới đây, niềm tin của các doanh nghiệp Nhật tiếp tục sụt giảm trong tháng 9, sản lượng công nghiệp cũng đã giảm liên tiếp hai tháng do cầu nội địa yếu, xuất khẩu sụt giảm do bức tranh ảm đạm của

kinh tế thế giới, đồng yên tăng giá so với USD và tranh chấp với Trung Quốc ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động ngoại thương. Có thể thấy, hiện tại đang có rất nhiều yếu tố tiêu cực khiến cho nền kinh tế nước này khó có được cơ hội phục hồi từ nay đến cuối năm.

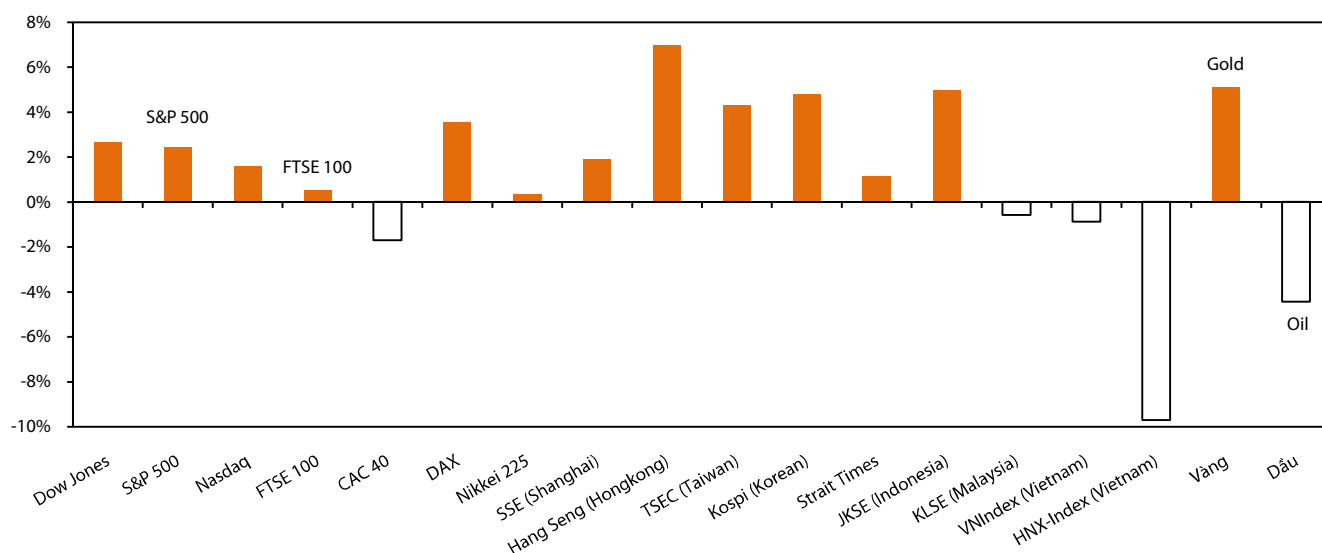
### ***Thị trường chứng khoán thế giới***

Trong bối cảnh bức tranh vĩ mô toàn cầu còn khá âm ảm thì những động thái "mở van" kích thích kinh tế của NHTW các nước đã giúp các TTCK ở nhiều khu vực có một tháng giao dịch khởi sắc. Tại TTCK Mỹ, chỉ số S&P 500 đã tăng lên mức cao nhất kể từ năm 2007 nhờ kỳ vọng về gói kích thích kinh tế QE3, tuy nhiên chỉ số này đã đảo chiều giảm mạnh trong tuần cuối tháng và chốt phiên ngày 28/09 tại 1.440,67 điểm, tăng 2,42% so với tháng trước. Tương tự, hai chỉ số Dow Jones và Nasdaq cũng tăng điểm trong tháng qua với mức tăng lần lượt là 2,65% và 1,61%. TTCK Châu Âu đón nhận thông tin tích cực về chương trình mua trái phiếu không giới hạn của ECB, tuy nhiên vẫn có sự phân hóa giữa các chỉ số trong khu vực. Cụ thể, so với cuối tháng 8, FTSE100 tăng nhẹ 0,54%, chỉ số DAX của Đức tăng mạnh hơn với mức tăng 3,52%, trong khi CAC40 của Pháp lại dịch chuyển theo chiều ngược lại với mức giảm 1,71%.

Ở khu vực Châu Á, chỉ số tăng điểm tích cực nhất là chỉ số HangSeng (Hongkong), tăng 6,97% lên 20.840,38 điểm. Tiếp đến là chỉ số chứng khoán tại Hàn Quốc, Đài Loan và Indonesia cũng tăng tương đối mạnh với mức tăng từ 4,3%-4,98%. Mức tăng điểm yếu hơn thuộc về các TTCK Trung Quốc (SSE, +1,89%), Singapore (Straits Times, +1,15%) và Nhật Bản (Nikkei225, +0,34%). Ngược lại, các chỉ số trên TTCK Việt Nam trong tháng 9 vẫn tiếp tục đi xuống với mức giảm là 0,87% đối với VNIndex và 9,7% đối với HNX-Index.

Rõ ràng là động thái của các NHTW mang lại sự lạc quan và kỳ vọng đối với TTCK nhiều khu vực trên thế giới, tuy nhiên, kỳ vọng này khó có thể kéo dài và thiếu sự bền vững. Nguyên nhân là do kinh tế thế giới sẽ khó có thể tăng trưởng tốt trở lại khi các vấn đề nội tại chưa được giải quyết tận gốc và hoạt động thương mại toàn cầu đang trên đà sụt giảm, và các gói kích thích vẫn cần thêm thời gian để chứng minh tính hiệu quả.

### **Diễn biến của chỉ số trên TTCK thế giới trong tháng 9/2012**



Nguồn: MarketWatch, RONGVIET Securities tổng hợp

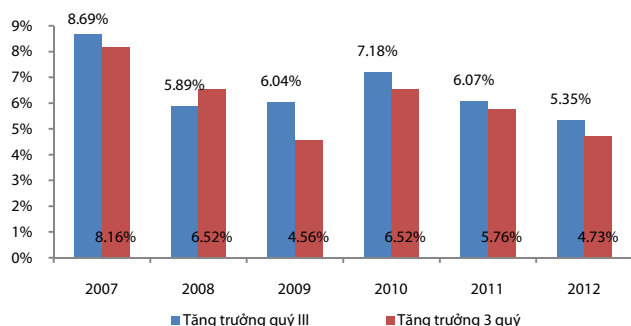
## KINH TẾ VIỆT NAM

## Kinh tế vĩ mô tháng Chín và chín tháng năm 2012

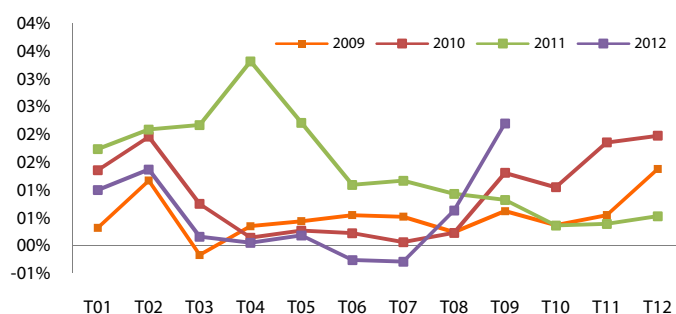
**Tăng trưởng kinh tế hình thành xu hướng tích cực quý sau cao hơn quý trước, song mức tăng trưởng vẫn khiêm tốn.** Tăng trưởng kinh tế quý III/2012 đạt 5,35%, cao hơn mức 4,66% của quý II và mức 4% của quý I/2012. Mặc dù vậy, tăng trưởng GDP của chín tháng năm 2012 chỉ đạt 4,73%, thấp hơn đáng kể so với mức 5,77% của cùng kỳ năm 2011. Tốc độ tăng trưởng ở cả ba lĩnh vực Nông lâm nghiệp, Công nghiệp – xây dựng, và Dịch vụ cùng chậm lại so với mức tăng của cùng kỳ năm 2011 và trong chín tháng năm 2012, đóng góp của ba lĩnh vực này vào mức tăng trưởng chung lần lượt là 0,4%; 1,82%; và, 2,51%.

**Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng Chín tăng tốc, lên mức 2,2% so với tháng Tám, vượt ngoài mọi dự báo.** Lạm phát năm 2012 theo đó tăng nhanh từ mức 2,86% lên 5,13% và so với cùng kỳ năm 2011, lạm phát đã lên mức 6,48%. Đóng góp vào mức tăng mạnh của CPI tháng Chín là các nhóm hàng: (1) Nhóm Thuốc và dịch vụ y tế. Các tỉnh thành tiếp tục thực hiện điều chỉnh khung phí dịch vụ y tế theo quy định mới của Bộ Tài chính và Bộ Y tế trong tháng 9/2012 khiến chỉ số giá ở nhóm hàng này tăng mạnh 17,02% so với tháng trước và đóng góp 0,94 điểm phần trăm vào mức tăng chỉ số giá chung; (2) Nhóm Giáo dục. Chỉ số giá của nhóm hàng này tăng mạnh 10,54% so với tháng trước và đóng góp 0,6 điểm phần trăm vào mức tăng chỉ số giá chung. Sự tăng tốc ở nhóm hàng này chủ yếu mang tính mùa vụ khi năm học mới bắt đầu; và, (3) Biến động giá của các mặt hàng năng lượng. Từ cuối tháng Bảy đến đầu tháng Chín, giá bán lẻ các mặt hàng xăng dầu và gas liên tục được điều chỉnh với tổng mức tăng lần lượt là ~15% và ~33%, gây tác động trực tiếp và gián tiếp lên chỉ số giá nhóm Giao thông và nhóm Nhà ở và VLXD. Tháng Chín, chỉ số giá ở hai nhóm này lần lượt tăng 3,83% và 2,18%, đóng góp lần lượt 0,34% và 0,22% vào chỉ số chung.

## Tốc độ tăng trưởng kinh tế khiêm tốn



## Diễn biến CPI (MoM) qua các năm



Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

## Thị trường tài chính – tiền tệ

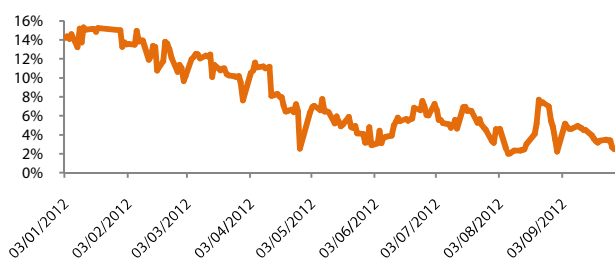
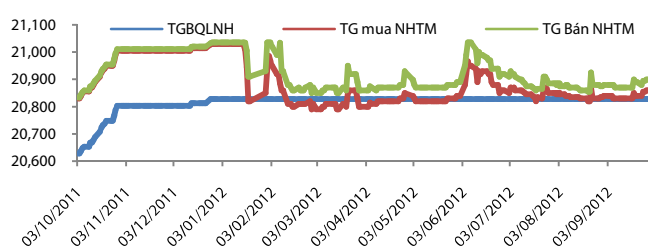
Lãi suất thị trường liên ngân hàng tiếp tục biến động trong tháng 9/2012. Sau khi hạ nhiệt xuống mức 2 – 3% (kỳ hạn qua đêm) vào cuối tháng Tám, lãi suất đã tăng mạnh lên mức 4 – 5% trong hai tuần đầu và ổn định trở lại dưới mốc 4% trong nửa cuối tháng Chín. Khối lượng giao dịch cũng giảm mạnh so với thời gian trước và thậm chí không có giao dịch ở kỳ hạn 12 tháng. Mặc dù vậy, các giao dịch trên thị trường mở lại diễn ra với xu hướng hút ròng giữ vai trò chủ đạo, với tổng mức hút ròng trong tháng là hơn 8.757 ngàn tỷ đồng.



Điều này cho thấy, những biến động trong tháng qua trên thị trường liên ngân hàng khả năng không xuất phát từ vấn đề thanh khoản của hệ thống. Thay vào đó, chúng tôi cho rằng Thông tư 21 của NHNN quy định các điều kiện cho vay trên thị trường liên ngân hàng chính thức có hiệu lực trong tháng là nguyên nhân dẫn đến những xáo trộn về mặt lãi suất và sự suy giảm thanh khoản trên thị trường này.

Trong tháng Chín, hiện tượng các NHTM tăng cường huy động tiền gửi kỳ hạn dài đã bộc lộ rõ nét hơn, thông qua tín hiệu tăng lãi suất kỳ hạn 12 tháng vượt mức 12%/năm ở một số NHTM lớn như Vietcombank, ACB, Eximbank và Sacombank. Một trong những nguyên nhân lý giải cho sự cạnh tranh lãi suất huy động kỳ hạn dài là do thời điểm chấm dứt huy động và cho vay bằng vàng đang cận kề (từ ngày 25/11/2012) và các ngân hàng phải đẩy mạnh huy động tiền gửi từ dân cư để bù đắp cho khoản thiếu hụt từ huy động vàng này.

*Tỷ giá giao dịch trong NHTM và trên thị trường tự do tăng trở lại từ nửa cuối tháng Chín do biến động trên thị trường vàng.* Theo đó, đến thời điểm cuối tháng Chín, VND giảm 0,14% giá trị so với cuối tháng trước, tỷ giá xoay quanh mức 20.870 – 20.910 VND/USD. Tỷ giá giao dịch trên thị trường tự do thấp hơn so với tỷ giá của các NHTM, biến động ở mức 20.860 – 20.880 VND/USD. Ngược lại, NHNN vẫn giữ ổn định tỷ giá giao dịch bình quân liên ngân hàng ở mức 20.828 VND/USD và tỷ giá giao dịch của Sở giao dịch ở mức 20.850 – 21.036 VND/USD (mua – bán).

**Biến động của lãi suất qua đêm liên ngân hàng****Biến động của tỷ giá hối đoái**

Nguồn: SBV, VIETCOMBANK, RONGVIET SECURITIES database

### **Cán cân thanh toán**

Cán cân thương mại ước tính nhập siêu khoảng 100 triệu USD trong tháng 9/2012 và tính chung 9 tháng ước xuất siêu 34 triệu USD, do tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu tiếp tục tăng nhanh (+18,2%, YoY) hơn tốc độ tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu (+0,2%, YoY). Mặc dù vậy, xuất siêu hàng hóa trong chín tháng năm nay chủ yếu do đóng góp từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (xuất siêu 8,6 tỷ USD), trong khi khu vực kinh tế trong nước tiếp tục nhập siêu (nhập siêu 8,5 tỷ USD). Điểm đáng lưu ý khác là tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu của khu vực kinh tế trong nước cũng giảm so với cùng kỳ năm 2011, dấu hiệu cho thấy đây là khu vực kinh tế chịu tổn thương nặng hơn trước những biến động của kinh tế vĩ mô.

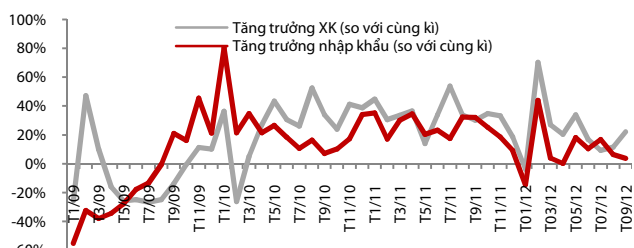
*Đầu tư trực tiếp nước ngoài* giảm so với cùng kỳ. Trong đó, tổng vốn đăng ký mới và đăng ký bổ sung đạt 9,5 tỷ USD, giảm 28% so với cùng kỳ. Vốn giải ngân trong chín tháng vẫn khá ổn định, đạt 8,1 tỷ USD, giảm nhẹ 1,2% so với cùng kỳ 2011.

*Dự trữ ngoại hối* đến cuối tháng Tám, ước đạt 23 tỷ USD, tương đương 11,5 tuần nhập khẩu, theo báo cáo phân tích của BIDV. Các yếu tố được xem là hỗ trợ cho NHNN trong việc gia tăng dự trữ ngoại hối gồm: cán cân thương mại tích cực; giải ngân vốn FDI, vốn ODA duy trì ổn định; và các biện pháp hành chính của NHNN nhằm kiểm soát cầu đối với

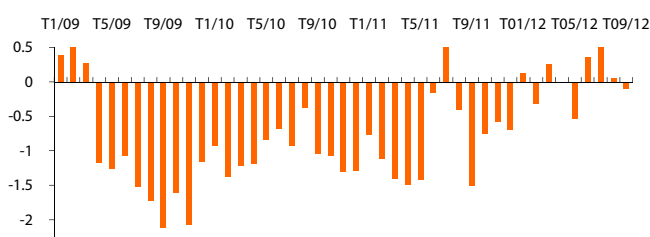


ngoại tệ.

### Tăng trưởng kim ngạch XNK



### Cán cân thương mại



Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

### Triển vọng kinh tế vĩ mô quý IV/2012

**Khả năng kiểm soát lạm phát ở mức 7 – 8% trở nên kém khả thi trước áp lực chi phí đẩy.** Trong quý cuối năm, chúng tôi nhận thấy các yếu tố chi phí có khả năng tác động tiêu cực đến diễn biến chỉ số giá tiêu dùng đang chiếm ưu thế, gồm (1) Áp lực tăng giá ở nhóm hàng lương thực – thực phẩm – hàng hóa do yếu tố mùa vụ, dịch bệnh và tình hình mưa lũ; (2) Trong tháng 10/2012, chỉ số giá ở nhóm Giáo dục khả năng sẽ giảm tốc đáng kể và ổn định ở mức thấp trong các tháng tiếp theo, song áp lực tăng chỉ số giá ở nhóm Dịch vụ Y tế vẫn còn lớn. Nguyên nhân là do theo lộ trình đã được Bộ Tài chính và Bộ Y tế thông qua, việc điều chỉnh phí dịch vụ y tế sẽ tiếp diễn trong tháng 10 và như vậy chỉ số giá tiêu dùng ở nhóm hàng này sẽ vẫn giữ mức cao và đóng góp đáng kể vào chỉ số giá chung; (3) Biến động giá ở nhóm hàng năng lượng, trong đó áp lực tăng giá chủ yếu đến từ mặt hàng gas. Do tính mùa vụ, giá gas trên thị trường thế giới sẽ tiếp tục tăng mạnh trong quý cuối năm, gây tác động đến giá bán lẻ mặt hàng này ở thị trường trong nước. Đối với mặt hàng xăng dầu, chúng tôi kỳ vọng giá Platt xăng A92 trên thị trường Singapore sẽ biến động ổn định trong khoảng 118 - <130 USD/thùng trong thời gian còn lại của năm 2012. Với mức biến động này, giá bán lẻ mặt hàng xăng A92 trong nước sẽ ít chịu áp lực tăng giá hơn. Đối với mặt hàng than và điện, mặc dù giá than bán cho điện đã tiếp tục được điều chỉnh tăng lần hai thêm 40% trong tháng Chín vừa qua, việc điều chỉnh giá bán điện tương ứng vừa được EVN xác nhận sẽ chưa thực hiện trong tháng 10/2012. Việc lùi thời hạn điều chỉnh tăng giá bán ở mặt hàng cơ bản này sẽ phần nào giảm tác động tiêu cực cho chỉ số giá tiêu dùng.

Nhân tố tác động CPI quý IV/2012		Mức độ tác động
<b>Cầu kéo</b>		Tiêu cực - Thấp
<b>Cung tiền</b>		Chưa đáng kể. Áp lực từ nhân tố này chỉ thật sự đến từ cuối quý I/2013.
<b>Chi phí đẩy</b>		
	+ Giáo dục	Tiêu cực - Thấp
	+ Xăng dầu	Tiêu cực - Thấp
	+ Than - Điện	Tiêu cực - Thấp
	+ Dịch vụ Y tế	Tiêu cực
	+ Gas	Tiêu cực
	+ Lương thực - Thực phẩm	Tiêu cực

Với mức lạm phát chín tháng năm 2012 là 5,13%, dư địa tăng chỉ số giá cho quý cuối năm chỉ còn 1,87 – 2,87%, tức khoảng 0,62 – 0,96%/tháng. Để hoàn thành mục tiêu kiểm soát lạm phát, các giải pháp bình ổn giá hàng bán cũng như kiểm soát việc tăng giá ở các mặt hàng đầu vào như xăng dầu và điện đang được cơ quan chức năng đặc biệt quan tâm và

thực thi. Do vậy, sau khi phân tích các nhân tố có khả năng tác động đến lạm phát trong quý cuối năm như trên, mặc dù cho rằng khả năng duy trì lạm phát trong khoảng dự định còn lại là khó khả thi nhưng chúng tôi cho rằng lạm phát năm 2012 vẫn có thể được kiểm soát ở mức một con số. Thay cho mức 7 – 8%, chúng tôi đánh giá lạm phát sẽ tiến sát mức 9% vào cuối năm.

***Việt Nam đồng chịu áp lực giảm giá mạnh hơn trong quý cuối năm.*** Các lý do dẫn đến nhận định này của chúng tôi gồm (1) Lạm phát đang tăng nhanh trở lại làm cho tỷ giá thực giảm và ngày càng rời xa tỷ giá danh nghĩa; và, (2) Do đặc tính mùa vụ, nhu cầu ngoại tệ sẽ tăng mạnh hơn trong giai đoạn cuối năm. Trong đó, các yếu tố có khả năng làm tăng cầu ngoại tệ gồm (a) Xu hướng tích cực của cán cân thương mại thời gian qua là không bền vững. Với đặc thù hàng nhập khẩu của Việt Nam chủ yếu là máy móc, nguyên liệu, tư liệu phục vụ sản xuất, sự hụt hơi của kim ngạch nhập khẩu đang phản ánh tình trạng khó khăn của nền kinh tế hơn là nhờ sự chuyển đổi trong cơ cấu hàng nhập khẩu. Tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu sẽ có cơ hội tăng nhanh trở lại khi hoạt động sản xuất trong nước được khôi phục. Ngoài ra, nhập khẩu những tháng cuối năm còn tăng mạnh do nhập khẩu hàng hóa phục vụ dịp lễ tết. Khi đó, cầu ngoại tệ sẽ tăng lên để phục vụ hoạt động nhập khẩu; (b) Chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới đang hậu thuẫn cho việc nhập lậu vàng, gián tiếp làm tăng cầu ngoại tệ; và cuối cùng, (c) các khoản vay ngoại tệ đáo hạn. Tuy nhiên, với tình hình tăng trưởng tín dụng gần chín tháng chỉ đạt 2,35%, chúng tôi cho rằng áp lực từ yếu tố này là không lớn.

***Dự địa điều hành chính sách tiền tệ và tài khóa thu hẹp trước áp lực lạm phát và hoạt động kinh tế khó khăn.***

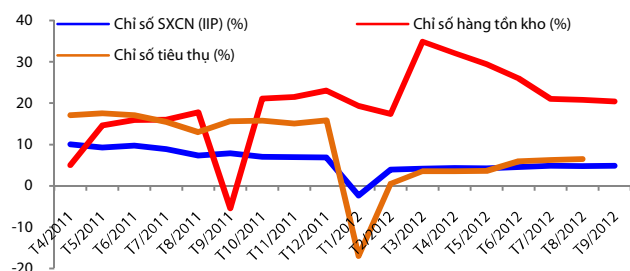
Như chúng tôi đã nhiều lần đề cập trong các báo cáo trước, tín hiệu tích cực từ phía lạm phát là động lực chính để NHNN tiến hành cắt giảm lãi suất điều hành trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, rủi ro lạm phát đã phát tín hiệu quay trở lại từ tháng Tám và thực sự bùng phát trong tháng Chín khiến khả năng giữ lạm phát 2012 ở mức 7 – 8% trở nên khó khả thi. Rủi ro lạm phát trở lại đang làm giảm cơ hội tiếp tục giảm lãi suất trong năm 2012 của NHNN. Thêm vào đó, tỷ lệ thành công của các phiên đấu thầu tín phiếu và trái phiếu chính phủ đã xuống mức thấp so với các tháng trước (<50%) với lãi suất trúng thầu tăng nhẹ lên 8,6% (tín phiếu) và 9,4 – 9,8% (trái phiếu kỳ hạn hai và ba năm). Lãi suất dự thầu và trúng thầu đảo chiều tăng trở lại càng xác nhận khả năng lãi suất khó có khả năng tiếp tục giảm. Chúng tôi cho rằng các mức lãi suất điều hành sẽ được giữ nguyên ở mức hiện tại trong thời gian còn lại của năm.

Về phía tài khóa, tính đến 15/09, tổng thu ngân sách nhà nước (NSNN) đạt 468,6 ngàn tỷ và tổng chi là 606,3 ngàn tỷ đồng, lần lượt bằng 63% và 67% dự toán năm. Nguồn thu thuế từ khu vực FDI, khu vực kinh tế ngoài nhà nước và thu từ xuất nhập khẩu trong gần 9 tháng đạt chưa đến 60% dự toán năm đã ảnh hưởng đến tổng thu ngân sách. Bội chi NSNN theo đó đã lên mức 137,7 ngàn tỷ đồng, tương đương khoảng 6,9% GDP, cao hơn rất nhiều mức thâm hụt dự kiến 4,8 – 5% đặt ra từ đầu năm. Với mức thâm hụt đang ở mức cao này, có thể thấy dự địa để Bộ Tài chính gia tăng hỗ trợ cho nền kinh tế về mặt tài khóa đang rất hạn chế.

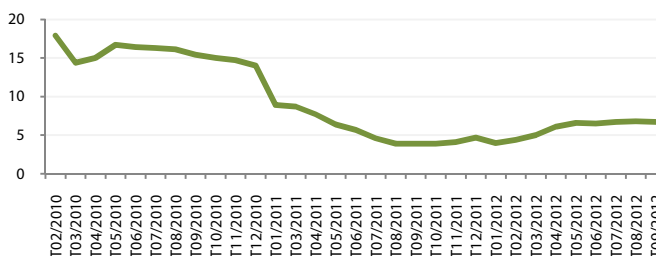
***Tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ khả quan hơn trong quý cuối năm.*** Số liệu mới nhất của Tổng cục Thống kê cho thấy, trong khi lạm phát đang có tín hiệu kém tích cực thì các biến số kinh tế vĩ mô khác vẫn chưa thực sự được cải thiện trong quý III vừa qua, đặc biệt ở khía cạnh tiêu thụ hàng hóa. Chỉ số hàng tồn kho vẫn duy trì trên mức 20% trong khi chỉ số tiêu thụ hàng công nghiệp cũng như mức tăng doanh thu hàng hóa bán lẻ và dịch vụ

(loại trừ yếu tố giá) chỉ biến động nhẹ so với tháng trước là những minh chứng cho thấy sức cầu của nền kinh tế thực tế chưa có sự cải thiện đáng kể trong quý III vừa qua. Mặc dù vậy, ở khía cạnh sản xuất, chỉ số sản xuất công nghiệp đã có mức tăng trưởng mạnh hơn, lên mức 4,6% so với tháng trước và tăng 9,7% so với cùng kỳ (hai con số này của tháng trước lần lượt là 4,1% và 4,7%) và chỉ số HSBC PMI đã tăng lên mức 49,2 điểm, là mức cao nhất trong 5 tháng qua và khá sát với mức trung bình 50 điểm. Biến động ở hai chỉ báo kinh tế này cho thấy mặc dù điều kiện kinh doanh vẫn đang trong tình trạng tiêu cực, thời kỳ khó khăn nhất của năm 2012 đã đi qua. Với các giải pháp tài khóa đã, đang và sẽ được thực hiện, chúng tôi kỳ vọng điều kiện kinh doanh cũng như hoạt động sản xuất sẽ tiếp tục chuyển biến tích cực trong quý cuối năm. Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP quý IV/2012 sẽ đạt 6,1 – 6,4% và tăng trưởng kinh tế năm 2012 sẽ vào khoảng 5,2 – 5,3%.

**Chỉ số kinh tế lĩnh vực sản xuất công nghiệp (%)**



**Mức tăng doanh thu hàng hóa bán lẻ và dịch vụ (%)**



Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

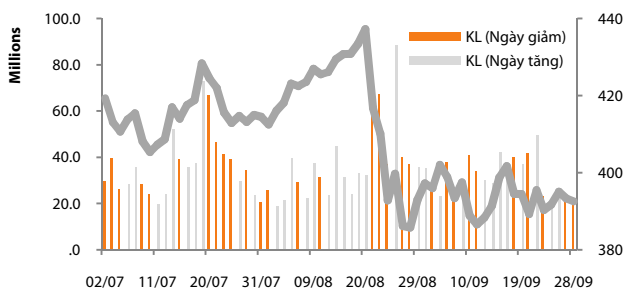
## Diễn biến thị trường

**Tháng 9/2012, thị trường thiếu động lực khi các biến vĩ mô kém khả quan.** Công văn số 3229 trong đó nghiêm cấm mọi hành vi bán khống cổ phiếu được UBCKNN ban hành vào ngày 07/09 đã có vai trò ổn định tâm lý và tạo dựng niềm tin cho NĐT trên TTCK. Mặc dù vậy, các chỉ số thị trường hoàn toàn thiếu vắng động lực phục hồi khi mà hoạt động kinh tế trong chín tháng vừa qua không thực sự khả quan như những kỳ vọng đặt ra vào đầu năm. Cụ thể là tăng trưởng kinh tế ba quý đầu năm chỉ đạt 4,73% trong khi hàng tồn kho vẫn duy trì trên mức 20% và tín dụng tăng trưởng chậm. Thêm vào đó, chỉ số giá tiêu dùng tháng 9 bất ngờ tăng mạnh vượt ngoài mọi dự báo khiến mối quan ngại đối với lạm phát bùng phát sau vài tháng tạm yên. Tăng trưởng kinh tế không như kỳ vọng và rủi ro lạm phát trở lại khiến giao dịch thị trường trở nên thận trọng và các chỉ số chỉ biến động trong kênh giá hẹp.

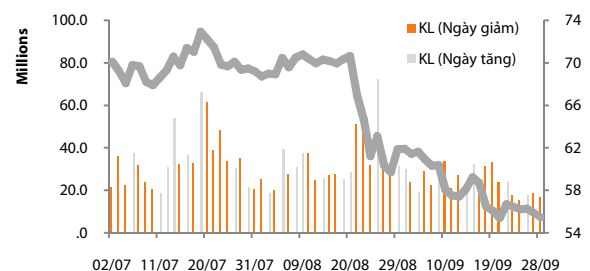
**Thanh khoản thị trường xuống thấp bất kể thời gian giao dịch được rút ngắn.** Từ ngày 04/09, quy trình thanh toán chính thức được rút ngắn xuống (T+3) với kỳ vọng sẽ tăng tính hấp dẫn cho TTCK và cải thiện thanh khoản thị trường. Tuy nhiên, sau một tháng áp dụng, thanh khoản trên cả hai sàn hoàn toàn không có tín hiệu cải thiện, dòng tiền vẫn tham gia thị trường một cách thận trọng. Trong tháng, trước các rủi ro khó định lượng do dư âm tiêu cực từ vụ bắt giữ ông Nguyễn Đức Kiên và thông tin mới về các lãnh đạo cấp cao ở hai NHTMCP lớn là ACB và EIB từ nhiệm và bị khởi tố, đại bộ phận NĐT chọn lựa giải pháp an toàn là đứng ngoài quan sát và chờ đợi. Dòng tiền do vậy suy yếu qua từng phiên và thanh khoản trong tuần cuối tháng 9 giảm về mức thấp kỷ lục trong nhiều tháng (~450 tỷ đồng). Như vậy, có thể thấy một khi quá trình ổn định kinh tế vĩ mô còn gặp nhiều thách thức và niềm tin của NĐT chưa được khôi phục thì các giải pháp hành chính trên TTCK khó mang lại hiệu quả như mong đợi.

**Kết thúc tháng, VNIndex biến động nhẹ và HNIndex mất điểm khá mạnh.** Theo đó, VNIndex đóng cửa ở mức 392,57 điểm, và HNIndex còn 55,47 điểm, lần lượt giảm 0,87% và 9,7% so với cuối tháng trước. Bình quân một phiên trong tháng qua, tổng khối lượng khớp lệnh thành công trên hai sàn là 55,6 triệu cp/phiên tương ứng 640,6 tỷ đồng, lần lượt giảm 21% và 24% so với mức bình quân của tháng trước. Đây cũng là mức thanh khoản thấp nhất kể từ tháng 1/2012 đến nay.

Biến động của chỉ số VN-Index



Biến động của chỉ số HN-Index



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

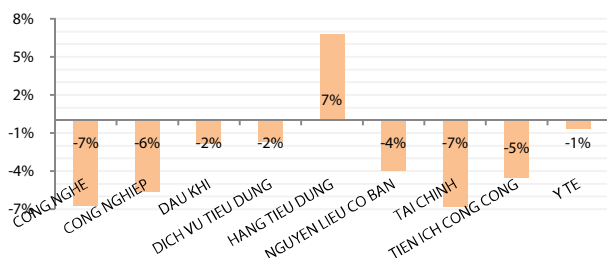
**Giao dịch của các quỹ ETFs là điểm sáng duy nhất trong tháng.** Tổng kết tháng 9, NĐTNN mua ròng khoảng 144 tỷ đồng trên sàn TP.HCM và khoảng 129 tỷ đồng trên sàn

## CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 10/2012

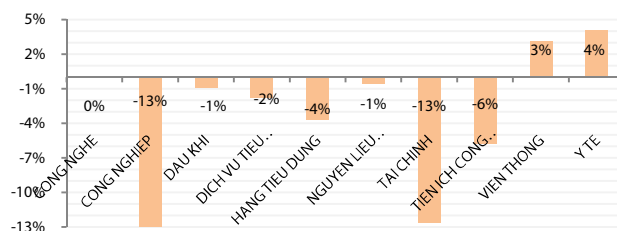
Hà Nội. So với tháng trước, mức độ tham gia của khối ngoại kém sôi động hơn, tuy nhiên, điểm nổi bật chính là hoạt động tái cân đối danh mục đầu tư của hai quỹ ETF Vietnam Market Vector và FTSE Vietnam. Bên cạnh đó, còn có sự xuất hiện của một quỹ mới (iShares MSCI Frontier 100 Index Fund) cũng tham gia giải ngân khoảng 5,9 tỷ đồng vào 6 cổ phiếu trên sàn HSX (gồm VIC, MSN, STB, DPM, VCB và CTG) trong tháng.

Trên sàn HSX, các mã được mua ròng nhiều nhất gồm GAS (~123 tỷ đồng), MSN (~89 tỷ đồng), SBT (~82 tỷ đồng), BVH (~80 tỷ đồng) và VCB (~72 tỷ đồng) và các mã bị bán ròng mạnh là MPC (~142 tỷ đồng), VIC (~134 tỷ đồng), EIB (~103 tỷ đồng), PPC (~68 tỷ đồng) và GMD (~53 tỷ đồng). Trên sàn HNX, mã được NĐTNN mua ròng liên tục nhiều phiên là PVS (~81 tỷ đồng), trong khi mức mua ròng tại các mã khác không đáng kể, ở chiều ngược lại, các mã bị bán ròng nhiều nhất gồm có VND, PVG và AAA.

### Biến động các nhóm ngành trong tháng (HSX)

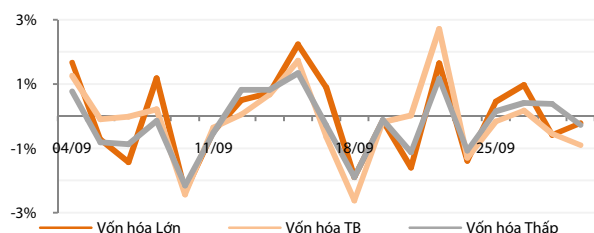


### Biến động các nhóm ngành trong tháng (HNX)

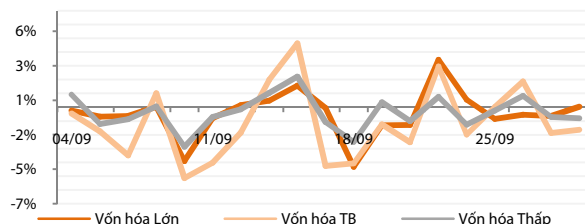


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

### Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HSX)

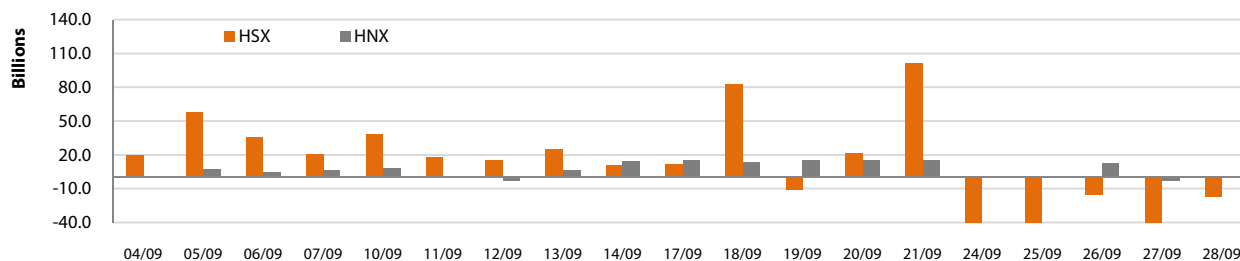


### Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HNX)



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

### Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trong tháng 9/2012 (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	-	-

## CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 10/2012

T5	1.895.000.000	68.220	25.453.800	267
T6	-	-	11.125.000	88
T7	29.805.162	731	-	-
T8	-	-	1.800.000	21,6
T9	61.600.000	759,2	2.500.000	22,5

Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

### Triển vọng thị trường

Tháng 10/2012, xác suất TTCK tiếp diễn xu hướng của tháng 9 vừa qua khá cao: các chỉ số biến động trong kênh giá hẹp với thanh khoản trầm lắng. Nhận định này được chúng tôi đưa ra sau khi phân tích các yếu tố khả năng ảnh hưởng đến giao dịch thị trường trong tháng 10/2012 gồm:

**TTCK thiếu động lực tăng điểm trong khi mức sinh lời ở kênh vàng đang tăng lên có thể khiến dòng tiền đầu tư bị san sẻ.** Trên TTCK, kết quả và triển vọng kinh tế năm 2012 kém khả quan đang bào mòn sự hưng phấn của NĐT. Ba phần tư năm của năm 2012 qua đi song hầu hết các mục tiêu đặt ra cho năm 2012 đều chưa đạt được đúng tiến độ cần phải hoàn thành, như (1) Nhiệm vụ tái cấu trúc hệ thống ngân hàng và nền kinh tế đậm chân tại chỗ do vấn đề nợ xấu chưa tìm được giải pháp khả thi nhất; (2) Sau gần 7 tháng kiểm soát tốt, rủi ro lạm phát đang quay trở lại; (3) Tăng trưởng tín dụng thấp và Tăng trưởng kinh tế quý III không cải thiện như mong đợi, bất chấp các cơ quan chức năng đã đặt ra hàng loạt giải pháp nhằm thúc đẩy hai mục tiêu này. Với xu hướng này, khó có thể kỳ vọng một sự tăng trưởng đột biến sẽ diễn ra trong quý IV/2012 và như vậy, rõ ràng động lực tăng điểm cho thị trường trong giai đoạn đầu năm đang dần bị xóa bỏ.

Trong khi đó, chỉ trong gần hai tháng qua, giá vàng trong nước đã tăng hơn 14%. Xu hướng này được dự báo sẽ chưa dừng lại trong năm 2012 do (1) Sự hậu thuẫn từ bên ngoài: giá vàng thế giới được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh, các quỹ tín thác vàng đã liên tục gia tăng lượng nắm giữ trong gần hai tháng qua và (2) Trong nước, lực cầu vàng sẽ tiếp tục tăng mạnh khi các NHTM phải trả lại trạng thái trước khi thời điểm chấm dứt huy động và cho vay vàng của NHNN có hiệu lực (vào ngày 25/11). Như vậy, so với các kênh đầu tư khác như tiết kiệm, bất động sản, chứng khoán, ngoại tệ... triển vọng sinh lợi của vàng rõ ràng đang hấp dẫn hơn. Với những tác động và xu hướng trái chiều ở hai kênh vàng và chứng khoán, chúng tôi lo ngại trong thời gian tới dòng tiền đầu tư sẽ chuyển dịch theo hướng ngược lại với xu hướng của nửa đầu năm.

**Không nhiều kỳ vọng vào kết quả kinh doanh quý III/2012.** Trong quý III/2012, các biến số kinh tế vĩ mô thực tế chưa có sự cải thiện đáng kể. Mức tăng chỉ số tiêu thụ trong quý III năm nay chỉ bằng 1/3 mức tăng của cùng kỳ năm 2011. Trong khi đó, chỉ số hàng tồn kho đến cuối quý III/2012 mặc dù đã giảm mạnh so với cuối quý II song vẫn cao hơn 20% và doanh thu từ bán lẻ và dịch vụ giữ ổn định quanh mức 6,7%. Các số liệu này cho thấy tình hình tiêu thụ và bán hàng thực tế không có sự tăng trưởng vượt bậc trong quý vừa qua. Và với kết quả này, khó có thể kỳ vọng sẽ có sự đột biến trong kết quả kinh doanh quý III của các doanh nghiệp niêm yết. Do đó, chúng tôi cho rằng mùa báo cáo KQKD quý III/2012 sẽ không thể là yếu tố hỗ trợ cho TTCK.

Khi thị trường thiếu vắng các yếu tố hỗ trợ cho xu hướng tăng điểm đồng đều ở tất cả cổ phiếu, dòng tiền sẽ có khuynh hướng lựa chọn các cổ phiếu chất lượng, những cổ phiếu đóng vai trò lớn đối với xu hướng thị trường. Do vậy, mặc dù không kỳ vọng KQKD quý III/2012 sẽ có sự hỗ trợ đáng kể cho TTCK song chúng tôi kỳ vọng điểm sáng lợi nhuận sẽ xuất hiện trong nhóm cổ phiếu trụ cột – những cổ phiếu thuộc các doanh nghiệp chất

lượng với nền tảng cơ bản tốt. Sự ưu tiên của dòng tiền cho nhóm cổ phiếu này sẽ giúp VNIndex duy trì ổn định điểm số.

**Kỳ vọng NĐT nước ngoài sẽ tăng mức độ quan tâm khi định giá thị trường đã hấp dẫn hơn.** Theo dữ liệu của Bloomberg, định giá cổ phiếu của TTCK Việt Nam hiện nay đang ở mức thấp nhất so với các thị trường trong khu vực. Cụ thể, mức PE đang ở mức 9,66 lần đối với VNIndex và 6,54 lần đối với HNIIndex, trong khi các TTCK trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippin đều có mức PE dao động từ 15,5 - 19,2 lần. Bên cạnh đó, thị giá cổ phiếu trên sàn HNX của thị trường Việt Nam thậm chí còn thấp hơn cả giá trị sổ sách với mức P/B trên sàn HNX là 0,71 lần, hệ số P/B trên sàn HSX cũng hấp dẫn khi chỉ ở mức khoảng 1,48 lần. Kể từ sau khi bán ròng mạnh trong giai đoạn tháng 5 và tháng 6, NĐT nước ngoài đã mua ròng liên tiếp trong 3 tháng (T7, T8 và T9) với giá trị mua ròng trên cả hai sàn đạt trên 1.000 tỷ đồng. Với lợi thế giá cổ phiếu đang về vùng hấp dẫn hơn so với các thị trường trong khu vực, chúng tôi kỳ vọng NĐT nước ngoài sẽ tiếp tục dành sự quan tâm tích cực đối với TTCKVN trong giai đoạn tới.

Chỉ số	FTSE Bursa Malaysia KLCI	Jakarta Composite Index	PSEi - Philippine SE Index	Stock EXCH Of Thai Index	HNX Index	VN Index
P/E	15,47	19,26	18,2	18,55	6,54	9,66
P/B	2,30	2,95	2,68	2,29	0,71	1,48
P/S	2,43	1,91	2,49	1,11	0,32	0,95

*Nguồn: Bloomberg, RongvietSecurities tổng hợp*

### **Chiến lược đầu tư**

Đúng như kỳ vọng của chúng tôi, dòng tiền đã tham gia thị trường một cách thận trọng trong tháng vừa qua. Giải pháp rút ngắn thời gian giao dịch với mục đích tăng tính cạnh tranh cho TTCK không có cơ hội phát huy tác dụng. Trong khi đó, các thách thức đối với kinh tế vĩ mô còn khá lớn cùng với những rủi ro khó định lượng xung quanh vụ việc khởi tố các nhân vật cấp cao và có sức ảnh hưởng lớn trên thị trường tài chính đã buộc NĐT chúng khoán lựa chọn giải pháp an toàn là hạn chế tham gia thị trường. Mặc dù vậy, sự quan tâm của khối NĐT nước ngoài đối với nhóm cổ phiếu trụ cột trên sàn HSX đã giúp VNIndex duy trì khá ổn định và giữ vững mốc 380 điểm trong tháng 9/2012. Trái lại, các cổ phiếu dẫn dắt trên sàn HNX - hầu hết có tính đầu cơ khá cao và thường không nhận được sự quan tâm đặc biệt của khối ngoại - đã giảm giá mạnh khiến HNIIndex thiết lập đáy mới trong lịch sử giao dịch của chỉ số này.

Sang tháng 10/2012, xác suất TTCK tiếp diễn xu hướng của tháng 9 vừa qua khá cao: các chỉ số biến động trong kênh giá hẹp với thanh khoản trầm lắng. Nhận định này được chúng tôi đưa ra sau khi phân tích các yếu tố khả năng ảnh hưởng đến giao dịch thị trường trong tháng 10/2012 gồm: (1) TTCK đang thiếu động lực tăng điểm trước kết quả và triển vọng kém khả quan của kinh tế vĩ mô, trong khi tiềm năng sinh lợi của vàng đang khá hấp dẫn; (2) Mùa công bố kết quả kinh doanh quý III của các doanh nghiệp niêm yết sắp bắt đầu và các ước tính cũng như dự báo đối với hiệu quả hoạt động sẽ được giới phân tích đánh giá từ thời gian này. Song với những gì mà các biến số vĩ mô thể hiện, rõ ràng khó có thể trông chờ vào KQKD đột biến của các DNNY; (3) Sau chuỗi giảm điểm dài vừa qua, sự hấp dẫn của TTCK Việt Nam đang tăng lên so với các thị trường khác trong khu vực. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là yếu tố thu hút sự quan tâm của khối NĐT nước ngoài. Trong năm 2012, sự tham gia của khối này luôn là yếu tố giúp ổn định điểm số của VNIndex. Từ những phân tích ở trên, kịch bản VNIndex được chúng tôi xây dựng cho tháng 10/2012 là 380 - 420 điểm. Mặc dù vậy, chiến lược đầu tư được



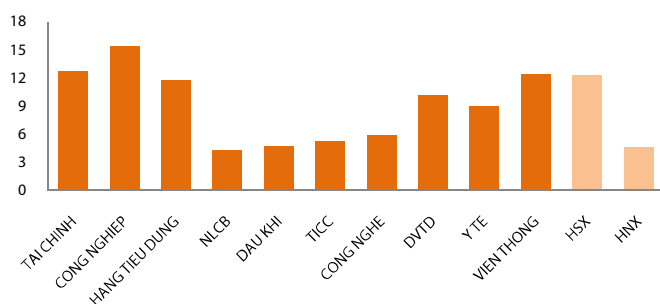
chúng tôi cân nhắc thận trọng hơn một chút. Theo đó, chúng tôi khuyến cáo NĐT chỉ giải ngân khi các vấn đề kinh tế vĩ mô phát tín hiệu rõ ràng hơn, khi đó vùng điểm (380 – 420) của VNIndex vẫn là vùng hấp dẫn để gia nhập thị trường.

*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 vừa được RongvietSecurities cập nhật và phát hành vào ngày 02/10/2012.*

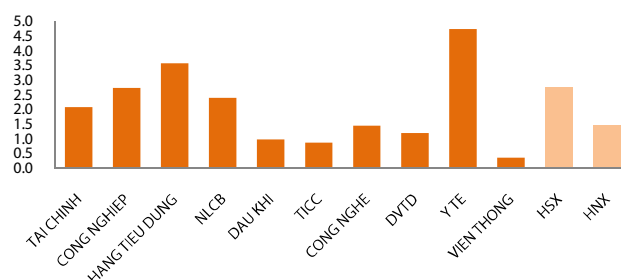
### **Rủi ro**

Kịch bản thị trường đã được chúng tôi cân nhắc khá kỹ 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 là những biến động khó lường trên thị trường tiền tệ có thể sẽ hạn chế dòng tiền chảy vào kênh chứng khoán và ảnh hưởng tiêu cực hơn đến tâm lý NĐT. Đây là những rủi ro khó lường trước và có thể sẽ khiến VNIndex giảm sau hơn ngưỡng 380 điểm mà chúng tôi đặt ra. Trong trường hợp này, chúng tôi vẫn cho rằng NĐT cần tuân thủ quy trình cắt lỗ và chỉ cân nhắc gia nhập khi thị trường có tín hiệu ổn định trở lại.

**Chỉ số P/E tại thời điểm cuối tháng 09**



**Chỉ số P/B tại thời điểm cuối tháng 09**



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 (02/10/2012)	Giá @ 05/10/2012	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	114.000	114.000	115.000	115.000	114.000	Dài hạn	Giá trị
SBT	18.900	17.000	17.100	17.100	16.600	Trung hạn	Tăng trưởng
DRC	28.500	24.900	25.300	25.300	24.900	Trung hạn	Tăng trưởng
HPG	24.400	20.000	21.600	21.600	20.000	Dài hạn	Tăng trưởng
HSG	25.000	16.700	16.900	16.900	16.700	Trung – dài hạn	Tăng trưởng
PVD	44.320	34.700	35.600	35.600	34.700	Dài hạn	Giá trị
PVS	20.280	15.400	15.500	15.200	15.500	Dài hạn	Giá trị
FPT	48.285	36.900	36.800	36.900	36.800	Dài hạn	Giá trị
MBB	19.500	13.200	13.200	13.200	13.200	Trung - dài hạn	Tăng trưởng
HCM	24.400	17.800	18.200	18.200	17.800	Ngắn – trung hạn	Cơ hội
DIG	21.000	11.000	11.500	11.500	11.000	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](mailto:info@vdsc.com.vn)

Website: [www.vdsc.com.vn](http://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