

Thị trường chứng khoán 2013: NIỀM TIN TRỞ LẠI

CTCK Mirae Asset Việt Nam

21/01/2013



KINH TẾ VĨ MÔ

Dấu hiệu ổn định:

- Lạm phát một con số
- Thặng dư cán cân vãng lai và tổng thể
- Giá trị tiền đồng cải thiện với triển vọng ổn định
- Vốn đăng ký FDI giảm nhưng chất lượng đang được cải thiện

Một số quan ngại:

- Kinh tế đình trệ
- Ân số nợ xấu và các biện pháp xử lý
- Một lượng lớn nợ xấu đang nằm trong khu vực DNNN

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

- Tích cực trái phiếu Chính phủ, âm ảm trái phiếu doanh nghiệp.
- Chi phí bảo hiểm rủi ro vỡ nợ giảm dần
- Thu hút dòng vốn nước ngoài

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

- Việt Nam thuộc nhóm 25 thị trường tăng mạnh nhất
- Cổ phiếu ngân hàng: anh hùng và tội đồ
- Thị trường IPO đóng băng
- Dự báo: VN-Index đạt 530 điểm

Định mức tín nhiệm Việt Nam

	2009	2010	2011	2012
S&P	BB	BB	BB-	BB-
Moody's	Ba3	Ba3	B1	B2
Fitch Ratings	BB-	BB-	B+	B+

Nguồn: S&P, Moody's, Fitch Rating

Một số chỉ tiêu định giá

	2012E	2013F
PER	11,2	9,03
PBR	1,5	1,7
VN-INDEX (dự báo)		530

Nguồn: Bloomberg, MASVN Research

Phòng Phân tích

Lê Quang Minh	minh.le@miraeasset.com
Phan Khánh Hoàng	hoang.phan@miraeasset.com
Phạm Bình Phương	phuong.pham@miraeasset.com
Nguyễn Đức Tuấn	tuang.nguyen@miraeasset.com

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN MIRAE ASSET (VIỆT NAM)

Trụ sở

91 Pasteur, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP. HCM

T: 84-8-3911-0636 F: 84-8-3911-0678

Website: www.masvn.com

Chi nhánh Hà Nội

27 Hàng Bài, Quận Hoàn Kiếm, TP Hà Nội

T: 84-4-6273-0541 F: 84-4-6273-054

Các số liệu kinh tế vĩ mô

	2009	2010	2011	2012E	2013F
Tăng trưởng GDP (%)	5,3	6,8	5,9	5,0	5,3
Lạm phát CPI (% y/y)	6,5	11,7	18,0	6,8	8,0
Thâm hụt ngân sách(% GDP)	-7,2	-3,1	-3,2	-4,8	-4,8
Nợ công (% GDP)	51,2	54,0	55,4	53,7	53,3
Cán cân thương mại (US\$, BOP)	-8,3	-5,1	-0,5	0,3	-3,0
% của xuất khẩu	-10,9	-12,6	-9,8	0,2	-
Tài khoản vãng lai(US\$ bn)	-6,1	-4,3	0,2	5,8	-
FDI giải ngân(US\$ bn)	10,0	11,0	11,0	10,5	-
Dự trữ ngoại tệ(tháng NK)	2,4	1,8	1,5	2,6	-
Cán cân thanh toán(US\$ bn)	-8,2	-1,8	1,1	10,0	-
Tăng trưởng tín dụng (%)	39,6	32,4	14,3	8,9	12,0
Lãi suất tái cấp vốn(VND -%, eop)	8,0	9,0	15,0	9,0	8,0
Lãi suất tái chiết khấu(VND -%, eop)	6,0	7,0	13,0	7,0	6,0
Lãi suất O/N(VND -%, eop)	9,2	10,6	9,0	5,0	-
Lãi suất huy động(VND -%, eop)	8,6	11,89	16,7	8,0	7,0
Lãi suất TPCP 3 năm(%, eop)	11,0	10,9	12,5	9,3	-
Tỷ giá (US\$-VND, eop)	18.479	19.500	21.036	20.888	21.100

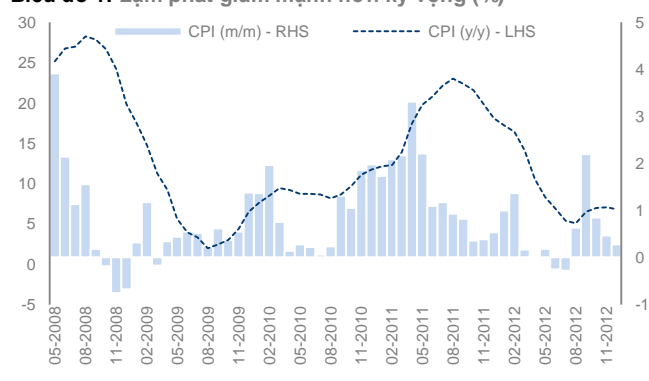
Nguồn: Quỹ Tiền tệ Quốc tế, NH Thế giới, Bloomberg và MAS Research

KINH TẾ VĨ MÔ

DẤU HIỆU CỦA SỰ ỔN ĐỊNH

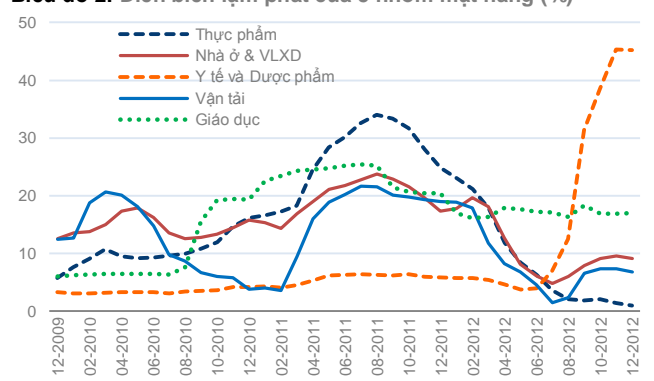
Lạm phát một con số. Lạm phát Việt Nam đã giảm mạnh từ mức đỉnh 23,02% vào tháng 8/2011 về mức đáy 5,04% sau 12 tháng. Sự hạ nhiệt của giá tiêu dùng chung được dẫn dắt bởi giá lương thực thực phẩm, giảm mạnh từ 34% xuống 2% trong cùng giai đoạn. Lạm phát cả năm 2012 chỉ ở mức 6,81%, thấp hơn nhiều so với mức 11,75% của 2010 và 18,13% của 2011. Đáng chú ý là giá hàng hóa được Chính phủ quản lý có xu hướng tăng mạnh hơn các mặt hàng khác. Điển hình như giá Dược phẩm và dịch vụ y tế tăng 20,37% (từ mức 4,36% trong 2011) và mặt hàng Giáo dục có mức tăng 17,07% (so với mức 23,18% của 2011).

Biểu đồ 1: Lạm phát giảm mạnh hơn kỳ vọng (%)



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Biểu đồ 2: Diễn biến lạm phát của 5 nhóm mặt hàng (%)

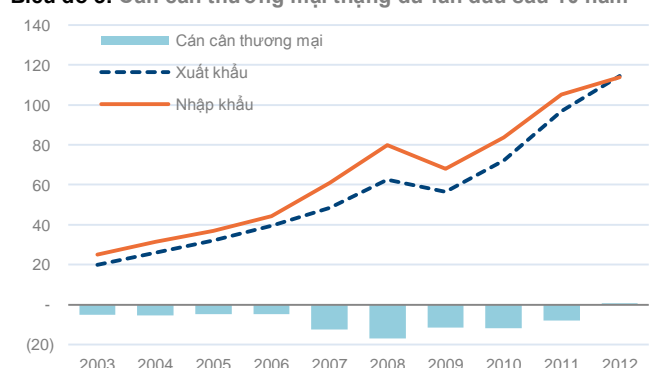


Nguồn: Tổng cục Thống kê

Bước sang năm 2013, CPI có thể chịu áp lực tăng trở lại do việc tăng giá điện (5% - 10%), giá nước, sữa (10%) và tăng lương tối thiểu cùng với chính sách tiền tệ nới lỏng của Ngân Hàng Nhà Nước (NHNN). Tuy nhiên, với mức tăng trưởng thấp (do tổng cầu vẫn yếu), lạm phát kỳ vọng sẽ được kiểm soát ở mức một con số.

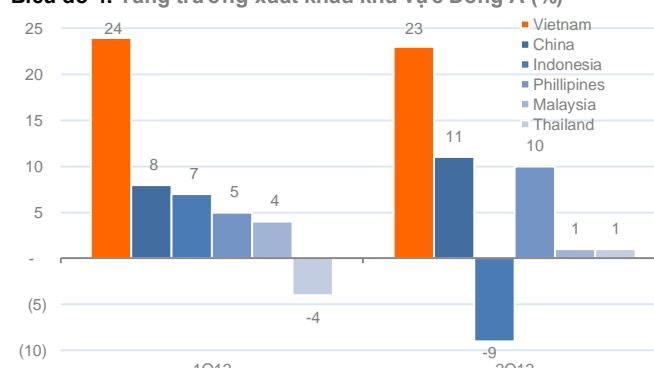
Thặng dư cán cân thương mại và cán cân vãng lai. Tính đến cuối 2012, tăng trưởng xuất khẩu ở mức 18,3%, đạt kim ngạch 114,6 tỷ USD trong khi nhập khẩu chỉ tăng trưởng ở mức 7,4% và ước đạt 114,3 tỷ USD. Như vậy, thặng dư thương mại Việt Nam năm 2012 ước tính gần 300 triệu USD, sau chuỗi nhập siêu 10 năm liên tục.

Biểu đồ 3: Cán cân thương mại thặng dư lần đầu sau 10 năm



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Biểu đồ 4: Tăng trưởng xuất khẩu khu vực Đông Á (%)

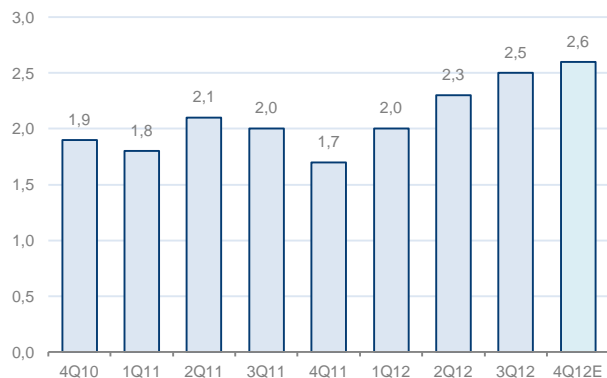


Nguồn: Ngân Hàng Thế Giới

Năm 2012 chứng kiến xuất khẩu cải thiện về giá trị lẫn chất lượng. Tăng trưởng xuất khẩu vượt nhập khẩu nhờ vào các mặt hàng xuất khẩu truyền thống duy trì mức tăng ổn định như nông sản, dệt may và giày da... trong đó Việt Nam đang trở thành nước xuất khẩu gạo và cà phê lớn nhất thế giới. Thêm vào đó, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam đang có xu hướng dịch chuyển

dịch mạnh về cơ cấu hàng hóa, kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng công nghệ cao đang có sự bứt phá mạnh. Cụ thể, xuất khẩu điện thoại và linh kiện đạt 12,6 tỷ USD (tăng 97,7%), điện tử và máy tính đạt 7,9 tỷ USD (tăng 69,1%), máy móc thiết bị ở mức 7,9 tỷ USD (tăng 26,9%)...

Biểu đồ 5: Dự trữ ngoại tệ quốc gia (tháng NK)



Nguồn: Ngân Hàng Thế Giới

Bảng 1: Cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam (triệu USD)

	2009	2010	2011	2012f
A. Tài khoản vãng lai	-7.440	-3.511	226	5.895
<i>Xuất khẩu (FOB)</i>	57.096	72.192	96.906	114.631
<i>Nhập khẩu (FOB)</i>	65.402	77.39	97.356	114.347
<i>Cán cân thương mại</i>	-8.306	-5.147	-450	284
B. Tài khoản vốn	11.452	5.542	5.921	6.259
C. Lỗi và Sai số	-12.178	3.796	-4998	-2124
D. Cán cân tổng thể	-8.166	-1.765	1.149	10.030

Nguồn: Ngân Hàng Thế Giới và Tổng cục Thống kê

Cán cân tổng thể tăng vọt. Cán cân thanh toán tổng thể không còn là rủi ro đối với ổn định vĩ mô nhờ các yếu tố thuận lợi như: thặng dư thương mại, FDI giải ngân ổn định, hiệu quả các giải pháp chống đô la hóa và vàng hóa, quy định giảm trạng thái ngoại tệ của các tổ chức tín dụng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài từ 30% xuống 20%... Sự ổn định tỷ giá và cán cân thanh toán đã tạo điều kiện cho NHNN tăng dự trữ ngoại tệ lên gấp đôi so với năm trước, đạt khoảng 24 tỷ USD, tương đương với 12 tuần nhập khẩu. Đồng thời thông qua việc mua vào ngoại tệ NHNN đã cung ứng một lượng lớn thanh khoản cho hệ thống ngân hàng (309 nghìn tỷ đồng).

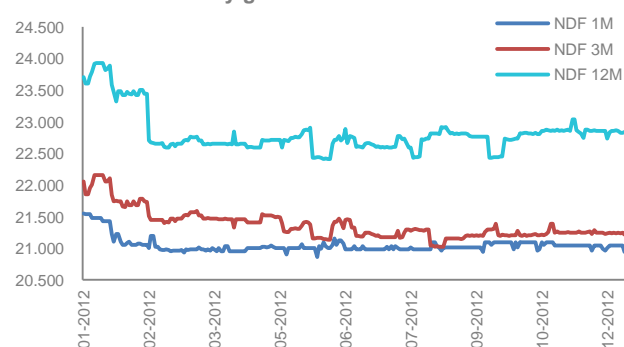
Giá trị tiền đồng cải thiện với triển vọng ổn định. Lần đầu tiên từ năm 2007, giá trị tiền đồng so với USD đã tăng tương đối 0,66% so với đầu năm, trong khi đó tỷ giá trên thị trường phi chính thức cũng chỉ được giao dịch quanh biên độ 1% so với tỷ giá liên ngân hàng. Ngoài ra, tỷ giá NDF cũng đang cho thấy xu hướng ổn định dài hạn của tỷ giá. Tỷ giá ổn định là yếu tố quan trọng giúp khôi phục lòng tin của nhà đầu tư và có thể tạo nên một làn sóng đầu tư nước ngoài mới vào Việt Nam.

Biểu đồ 6: Diễn biến tỷ giá USD-VND



Nguồn: Ngân Hàng Nhà Nước, NH Thế Giới và Tổng cục Thống kê

Biểu đồ 7: Diễn biến tỷ giá NDF USD-VND



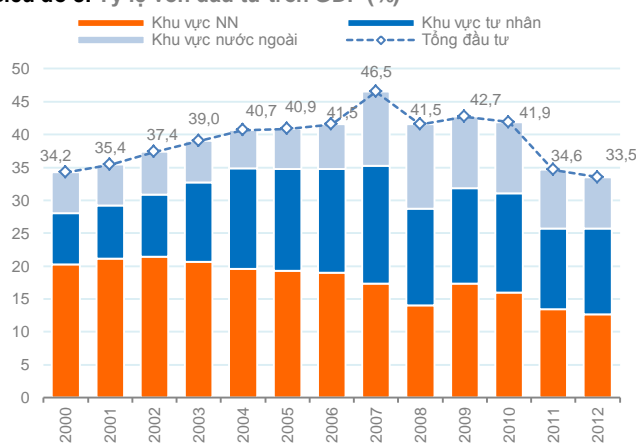
Nguồn: Ngân Hàng Nhà Nước và Tổng cục Thống kê

Vốn đăng ký FDI giảm nhiệt nhưng chất lượng đang được cải thiện. Tỷ lệ đầu tư toàn xã hội của Việt nam đã giảm từ năm 2011 do ảnh hưởng trực tiếp từ chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa. Nhiều chuyên gia (bao gồm cả chuyên gia tại Ngân hàng Thế giới) lo lắng “một nguồn lực chính cho tăng trưởng đang giảm tốc do tốc độ đầu tư công và tư nhân đang tăng trưởng chậm lại”. Chúng tôi cho rằng, giảm đầu tư là biện pháp cần thiết để hạn chế những bất ổn kinh tế vĩ mô, trong điều kiện hiệu quả đầu tư thấp, đặc biệt là ở các doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản. Chỉ số ICOR của Việt Nam đã tăng lên 6,5 lần (2011

– 2012) từ mức 6,2 lần (2006- 2010), 5,2 lần (2001- 2005) và chỉ 4,7 lần (1996 – 2000). Đầu tư lớn với hiệu quả ngày càng thấp lại phụ thuộc quá nhiều vào vốn tín dụng ngân hàng đang khiến cho Việt Nam phải đối mặt với tình trạng nợ xấu ngân hàng tăng cao bất thường.

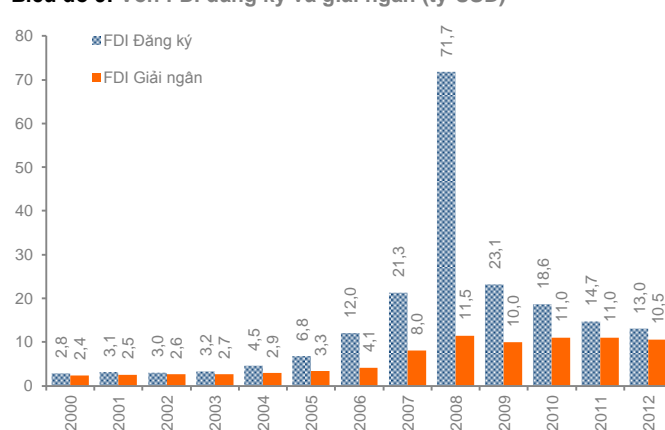
Tăng trưởng kinh tế thấp nhưng ổn định là điều kiện thuận lợi để tái cấu trúc dòng vốn FDI vào Việt Nam. Bằng chứng là số vốn FDI giải ngân năm 2012 đạt 10,5 tỷ USD, hầu như không thay đổi trong suốt 4 năm qua. Cấu trúc vốn FDI cũng cho thấy một vài thay đổi tích cực, đặc biệt 70% trong số vốn này (khoảng 7 tỷ USD) tập trung vào lĩnh vực sản xuất. Các doanh nghiệp FDI cũng đóng vai trò quan trọng trong xuất khẩu sản phẩm công nghệ cao, tổng giá trị xuất khẩu của các doanh nghiệp FDI năm 2012 là 63,9 tỷ USD (tăng 33,5%). Giá trị xuất khẩu điện thoại và linh kiện đạt 12,6 tỷ USD (tăng 97,7%), điện tử máy tính đạt 7,9 tỷ USD (tăng 69,1%), máy móc, thiết bị phụ tùng đạt 5,5 tỷ USD (tăng 26,9%).

Biểu đồ 8: Tỷ lệ vốn đầu tư trên GDP (%)



Nguồn: Ngân Hàng Nhà Nước, NH Thế Giới và Tổng cục Thống kê

Biểu đồ 9: Vốn FDI đăng ký và giải ngân (tỷ USD)



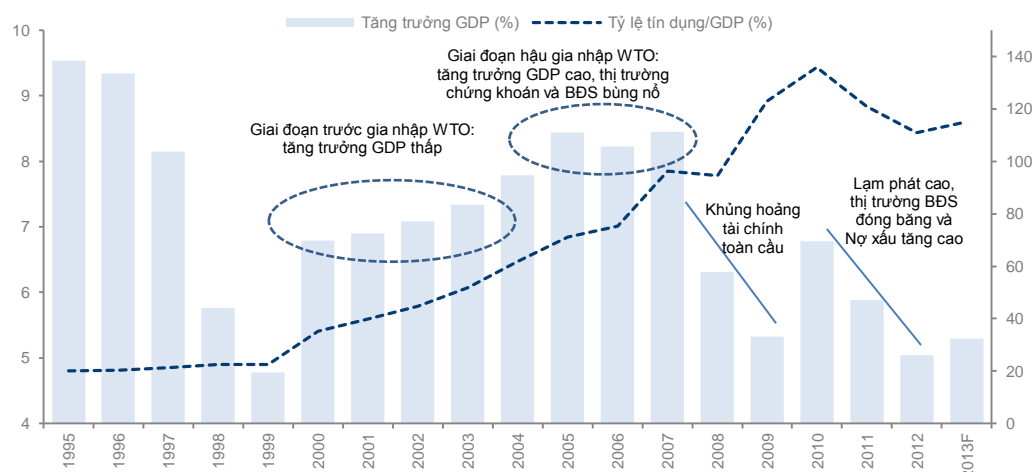
Nguồn: Ngân Hàng Nhà Nước và Tổng cục Thống kê

VẪN CÒN NHIỀU RỦI RO

Kinh tế đình trệ. Tăng trưởng kinh tế Việt Nam rơi xuống mức thấp nhất trong vòng 10 năm qua sau khi phải đối mặt với nhiều thách thức như chi phí vốn cao, nợ xấu ngân hàng tăng mạnh, sản xuất công nghiệp sụt giảm...Mục tiêu kích thích tăng trưởng đã phải nhường chỗ cho các giải pháp ổn định vĩ mô như kiểm soát lạm phát, ổn định tỷ giá, giảm thâm hụt thương mại...Vào tháng 7/2012, Chính phủ đã giảm mục tiêu tăng trưởng từ 5,5% xuống còn 5,2% để thể hiện quyết tâm này. Mặc dù kinh tế đã tăng trưởng nhanh hơn trong quý 3/2012 nhờ hoạt động xuất khẩu và các giải pháp hỗ trợ của Nghị quyết 13 của Chính phủ, nhưng kết thúc năm 2012, GDP chỉ tăng 5,03%, thấp hơn nhiều so với 5,89% của năm 2011. Con số tăng trưởng GDP thấp được xem là kết quả từ chính sách thắt chặt tiền tệ (Nghị quyết 11) với mục tiêu hạn chế tăng trưởng tín dụng ở mức dưới 20% từ mức trung bình 36% trong giai đoạn 2000 – 2011.

Sự trì trệ của nền kinh tế trong năm 2012 đã diễn ra trên cả 3 lĩnh vực. Nông nghiệp giảm mạnh nhất từ mức 4,01% trong 2011 xuống còn 2,72% trong 2012 bởi giá lương thực giảm mạnh. Tuy nhiên, đáng lo ngại nhất vẫn là hoạt động sản xuất công nghiệp sụt giảm, sản lượng công nghiệp chỉ tăng 5,9% và lượng tồn kho duy trì ở mức 20,1% khiến cho tăng trưởng ngành công nghiệp và xây dựng thu hẹp xuống còn 4,52% từ mức 5,53% trong 2011, trong đó lĩnh vực xây dựng chỉ tăng 2,09% do hoạt động đầu tư phát triển trì trệ và thị trường bất động sản đóng băng. Ngành dịch vụ hỗ trợ đáng kể cho mức tăng trưởng kinh tế khi duy trì mức tăng trưởng 6,42% trong năm 2012 so với mức 6,99% trong 2011.

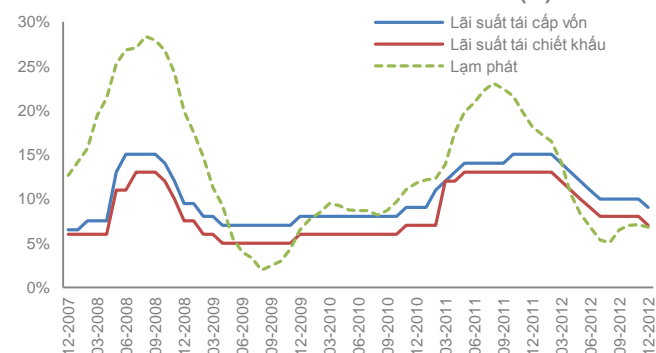
Biểu đồ 10: Tăng trưởng GDP và tỷ lệ tín dụng trên GDP (%)



Nguồn: Ngân Hàng Phát triển Châu Á và Tổng cục Thống kê

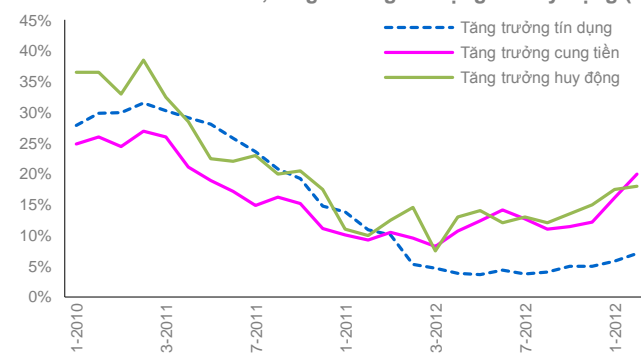
Lãi suất chính sách kỳ vọng không giảm mạnh trong năm tới. Lạm phát giảm tạo điều kiện cho NHNN cắt giảm các lãi suất chính sách 6 lần trong năm với tổng mức giảm 6%, trong nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ. Lãi suất tái cấp vốn đã giảm từ 15% xuống còn 9%, lãi suất tái chiết khấu đã giảm từ 13% xuống còn 7% và trần lãi suất huy động kỳ hạn ngắn ngày giảm từ 14% xuống còn 8%. Việc tăng lãi suất chính sách trong năm 2011 như một đợt kiểm tra làm bộc lộ những yếu kém của doanh nghiệp và ngân hàng về quản lý và quản trị rủi ro. Trong khi đó, việc giảm lãi suất liên tục trong năm 2012 lại không đem lại kết quả như mong đợi do các ngân hàng vẫn lo ngại rủi ro cho vay và nợ xấu do đó có thể tiếp tục tăng cao. Chênh lệch lớn giữa tăng trưởng huy động (20%) và cho vay (8,45%) đã giúp hệ thống ngân hàng cải thiện thanh khoản, tuy nhiên chất lượng tài sản của các ngân hàng là điều đáng lo ngại. Tỷ suất sinh lời trên lãi suất (NIM) tăng (do lãi suất huy động thấp dần trong khi lãi suất cho vay hầu như không giảm) nhưng lợi nhuận của nhiều ngân hàng vẫn suy giảm hàm ý rằng chất lượng tài sản của ngân hàng không tốt và nhiều tài sản có mức sinh lời thấp hơn lãi suất tiền gửi.

Biểu đồ 11: Diễn biến các lãi suất chủ chốt và CPI (%)



Nguồn: Ngân Hàng Nhà Nước, NH Thế Giới và Tổng cục Thống kê

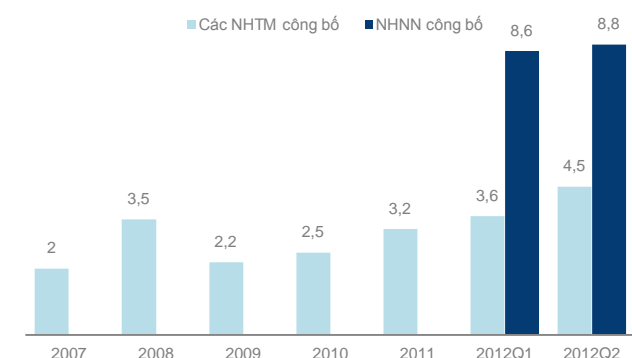
Biểu đồ 12: Diễn biến M2, tăng trưởng tín dụng và huy động (%)



Nguồn: Ngân Hàng Nhà Nước và Tổng cục Thống kê

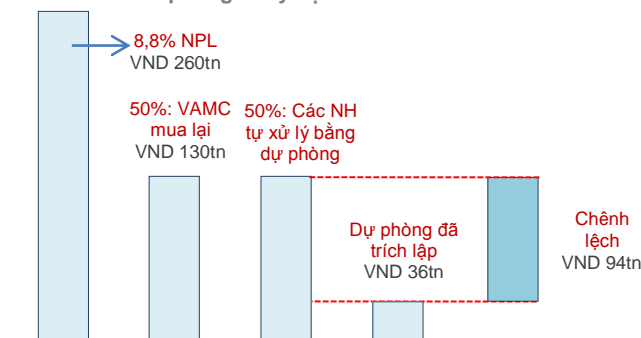
Án số nợ xấu và các biện pháp xử lý. Có nhiều số liệu khác nhau về tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng Việt Nam được đề cập trong vòng 1 năm qua như các ngân hàng thương mại báo cáo (4,47%), NHNN công bố (8,8%) hồi giữa năm 2012 và UBGSTCQG công bố cuối năm 2011 là 11,5%. Nhưng có một thực tế là nợ xấu gia tăng đang gây tổn thương cho hệ thống tài chính. Chênh lệch gấp đôi giữa con số công bố của NHNN và báo cáo của các NHTM cho thấy có đến 50% nợ xấu (130 nghìn tỷ) đang được “án” trong báo cáo tài chính dưới các tài sản khác. Chính sự thiếu minh bạch trong báo cáo tài chính đang làm tăng thêm những lo ngại về giải pháp cải thiện chất lượng tài sản của các ngân hàng thương mại.

Biểu đồ 13: Diễn biến tỷ lệ nợ xấu (%)



Nguồn: Ngân Hàng Nhà Nước

Biểu đồ 14: Mô phỏng xử lý nợ xấu



Nguồn: MAS Research tính toán

Cùng với con số tỷ lệ nợ xấu báo cáo (4,47%) các ngân hàng đã trích lập dự phòng khoảng 72 nghìn tỷ đồng. Nhưng nếu thừa nhận tỷ lệ nợ xấu thực tế là 8,8%, các ngân hàng sẽ phải trích lập dự phòng thêm hàng chục ngàn tỷ đồng. Ngay cả trong trường hợp Công ty quản lý tài sản Việt Nam (VAMC) được thành lập và mua lại 50% nợ xấu thì các ngân hàng sẽ phải trích lập dự phòng thêm 94 nghìn tỷ đồng, nếu tỷ lệ dự phòng là 100%. Con số này tương đương với 2,2 lần tổng lợi nhuận của các ngân hàng trong năm 2011 (42 nghìn tỷ). Nếu không có đủ dự phòng, một số ngân hàng sẽ phải giảm vốn chủ sở hữu để xử lý nợ xấu. Tuy nhiên, trong đợt tăng vốn tối thiểu lên 3.000 tỷ năm 2011 theo yêu cầu của NHNN, nhiều nguồn vốn thực sự lại đến từ “thị trường” liên ngân hàng tạo nên tình trạng sở hữu chéo (vốn ảo) ngày càng phức tạp giữa các ngân hàng.

Trong năm 2012, các ngân hàng đã tự xử lý khoảng 39 nghìn tỷ nợ xấu cùng với quá trình sáp nhập tự nguyện và tái cấu trúc. Quá trình giảm nợ xấu có thể được đẩy nhanh hơn trong năm 2013 với sự ra đời của VAMC, quy mô vốn dự kiến 100 nghìn tỷ. Như vậy khoảng 2/3 nợ xấu sẽ được tái cấu trúc nhờ nguồn vốn của VAMC và dự phòng của các ngân hàng.

Một lượng lớn nợ xấu đang nằm trong khu vực DNNN. Khu vực Doanh nghiệp nhà nước (DNNN) chiếm khoảng 70% nợ xấu (theo TS. Đinh Tuấn Minh, ĐHQG Hà Nội) tương đương 182 nghìn tỷ trong tổng số dư nợ ngân hàng 415 nghìn tỷ của các doanh nghiệp này. Thông thường, DNNN được cung cấp các khoản vay mà không có tài sản đảm bảo, vì vậy họ có cơ hội nâng cao đòn bẩy tài chính so với các doanh nghiệp khu vực khác. Không chỉ có nợ xấu cao, một số DNNN duy trì hoạt động bằng việc nhận tiền tài trợ trực tiếp từ Bộ Tài chính (Ngân Hàng Phát triển Châu Á – ADB mới cam kết tiếp tục cho vay trực tiếp các DNNN 300 triệu USD trong năm 2013). Quá trình tái cấu trúc DNNN của Việt Nam dự tính sẽ kéo dài 3- 5 năm tới với chi phí hàng tỷ USD, chủ yếu sẽ được tài trợ từ nguồn vốn nước ngoài.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Trái phiếu Chính phủ sôi động hơn kỳ vọng. Tính đến thời điểm 21/12/2012, có tổng cộng hơn 3,76 triệu trái phiếu được niêm yết trên HNX trị giá 376 nghìn tỷ đồng, tăng 32% so với năm 2011, trong đó trái phiếu Chính phủ chiếm tỷ trọng 66,8%, trái phiếu Chính phủ bảo lãnh là 31,6%. Tốc độ tăng trưởng lớn của trái phiếu Chính phủ tạo ra sự sôi động cho thị trường trái phiếu nói chung và là đầu ra cho những ngân hàng thừa thanh khoản.

Trái phiếu doanh nghiệp trải qua một năm tẻ nhạt. Tổng khối lượng lưu hành của trái phiếu doanh nghiệp tính đến thời điểm 30/09/2012 đạt 209,4 nghìn tỷ đồng, giảm 6,4% so với năm 2011, theo báo cáo của ADB. Trong đó trái phiếu DNNN chiếm 169,4 nghìn tỷ đồng (giảm 3,3%) và 33,5 nghìn tỷ đồng là của các doanh nghiệp còn lại, giảm 21,4%). Thị trường trái phiếu doanh nghiệp giảm phản ánh một phần khó khăn mà các doanh nghiệp đang đối mặt. Top 5 công ty tư nhân có lượng trái phiếu doanh nghiệp lớn nhất (Techcombank, HAGL, Vietinbank, Vincom, Vinpearl) đều thuộc ngành tài chính và bất động sản, chiếm 62,1% tổng khối lượng trái phiếu ngoài DNNN. Những số liệu này cho thấy thực tế các doanh nghiệp phi sản xuất đang hấp thụ một lượng lớn vốn khả dụng và có thể gây nên hiệu ứng “lấn át” lên nhóm các doanh nghiệp sản xuất.

Bảng 2: Quy mô niêm yết thị trường trái phiếu Việt Nam năm 2012

	Trái phiếu Chính phủ	Trái phiếu CQDP	Trái phiếu CPBL
Số TP niêm yết	279	6	159
KL niêm yết (triệu đơn vị)	2.519	56	1.195
Tỷ trọng (%)	66,82	1,48	31,70
Giá trị niêm yết (tỷ VND)	251.861	5.560	119.490
Tỷ trọng (%)	66,82	1,48	31,70

Nguồn: Sở GDCK Hà Nội

Vượt kế hoạch phát hành TPCP năm 2012 với lãi suất trúng thầu giảm dần. Tính đến ngày 21/12/2012, tổng giá trị trái phiếu phát hành đạt hơn 156.539 tỷ đồng bao gồm 109.129 tỷ đồng trái phiếu Kho bạc Nhà nước (KBNN), 12.530 tỷ đồng trái phiếu Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB) và 34.880 tỷ đồng trái phiếu Ngân hàng Chính sách Xã hội (VBSP). Kho bạc Nhà nước hoàn thành kế hoạch phát hành 100 nghìn tỷ đồng trái phiếu Chính phủ năm 2012. Lãi suất trúng thầu ở các kỳ hạn ngắn giảm mạnh hơn so với kỳ hạn dài và trái phiếu Chính phủ bảo lãnh vẫn có phần bù rủi ro cao hơn trái phiếu Chính phủ. Trái phiếu Chính phủ giảm từ 155 đến 220 điểm cơ bản, trái phiếu NHPT và NHCSX Việt Nam có mức giảm từ 110 đến 160 điểm cơ bản.

Bảng 3: Hoạt động thị trường trái phiếu sơ cấp 2012

	KL chào bán (tỷ VND)	KL đăng ký(tỷ VND)	Tỷ lệ chào mua/chào bán	KL phát hành(tỷ VND)	Tỷ lệ thành công (% p.a)
Trái phiếu Chính phủ	163,000	329,629	2,02	109.129	0,67
Trái phiếu NH PT VN	67,680	43,360	0,64	12.530	0,19
Trái phiếu NH CSXH	87,170	81,015	0,93	34.880	0,40
Tổng cộng	317,850	454,004	1,43	156.539	0,49

Nguồn: Sở GDCK Hà Nội

Khối ngoại chiếm hơn 30% giao dịch trái phiếu thứ cấp. Với tình hình tỷ giá được duy trì ổn định trong năm, thị trường trái phiếu Việt Nam đã trở nên hấp dẫn hơn với nhà đầu tư ngoài nước. Trong năm 2012, tổng giá trị giao dịch outright của khối ngoại trong năm 2012 đạt hơn 47 nghìn tỷ đồng, tăng hơn 70% so với năm 2011. Khối ngoại tỏ ra quan tâm hơn đến thị trường nợ của Việt Nam đem lại cơ hội thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp mới từ các nước lãi suất thấp, thể hệ thứ 3 của dòng vốn ngoại đang được hình thành.

Năm 2012, quy mô giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng trưởng so với năm 2011. Tổng giá trị giao dịch trái phiếu đạt trên 157 ngàn tỷ đồng, trong đó giao dịch outright đạt hơn 107 ngàn tỷ (tăng 13%), giao dịch repo đạt hơn 50 nghìn tỷ đồng, tăng 34 lần so với năm

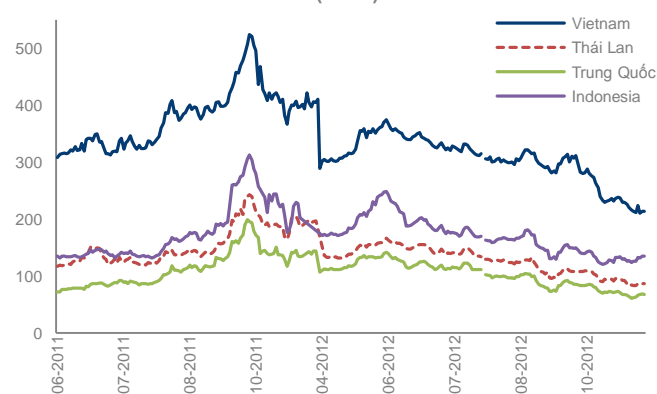
2011. Khác với những năm trước, thị trường trái phiếu năm nay diễn ra rất sôi động vào những tháng cuối năm do (i) lợi suất trái phiếu cuối năm giảm về vùng thấp nhất trong năm; (ii) tăng trưởng tín dụng (7%) thấp hơn nhiều so với tăng trưởng huy động (khoảng 18%).

Triển vọng lạc quan đối với thị trường trái phiếu

Lượng trái phiếu đáo hạn ít nhất đạt 82,1 nghìn tỷ đồng. Vào 2013, có khoảng 66 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ và 16,1 nghìn tỷ tín phiếu đáo hạn. Tỷ giá ổn định và mức lợi suất tương đối hấp dẫn so với các nước trong khu vực sẽ thúc đẩy dòng vốn đầu tư vào các tài sản phi rủi ro. Nguồn cung trái phiếu tiếp tục dồi dào do Bộ Tài chính sẽ phải tiếp tục tìm nguồn tài trợ cho mức thâm hụt ngân sách mục tiêu 4.8% GDP trong năm 2013.

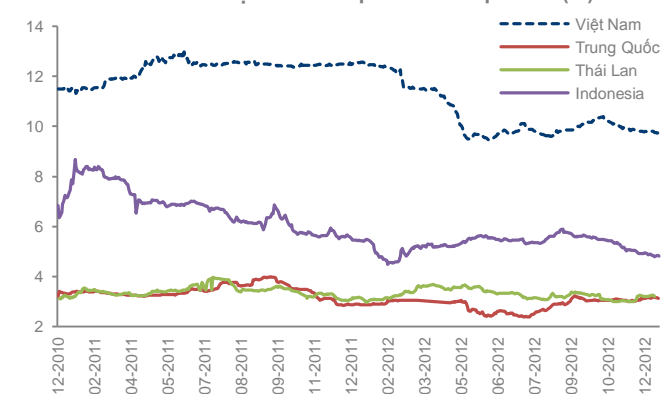
Chi phí bảo hiểm rủi ro vỡ nợ giảm dần. Cuối năm 2012, chi phí bảo hiểm rủi ro vỡ nợ (CDS) của trái phiếu Việt Nam giảm, CDS của trái phiếu kỳ hạn 5 năm giảm 89 điểm cơ bản xuống còn mức 211 điểm trong năm 2012. Con số này nói lên chi phí bảo hiểm rủi ro vỡ nợ của 10 triệu USD trái phiếu Chính phủ Việt Nam chỉ còn 211.000 USD (từ mức khoảng 300.000 USD). Mặc dù CDS trái phiếu Chính phủ Việt Nam giảm nhưng vẫn ở mức cao hơn so với các nước trong khu vực nhưng bù lại lợi suất trái phiếu cũng cao hơn nên tỏ ra hấp dẫn các nhà đầu tư.

Biểu đồ 15: Diễn biến CDS 5Y (điểm)



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 16: Diễn biến lợi suất Trái phiếu chính phủ 5Y (%)



Nguồn: Bloomberg

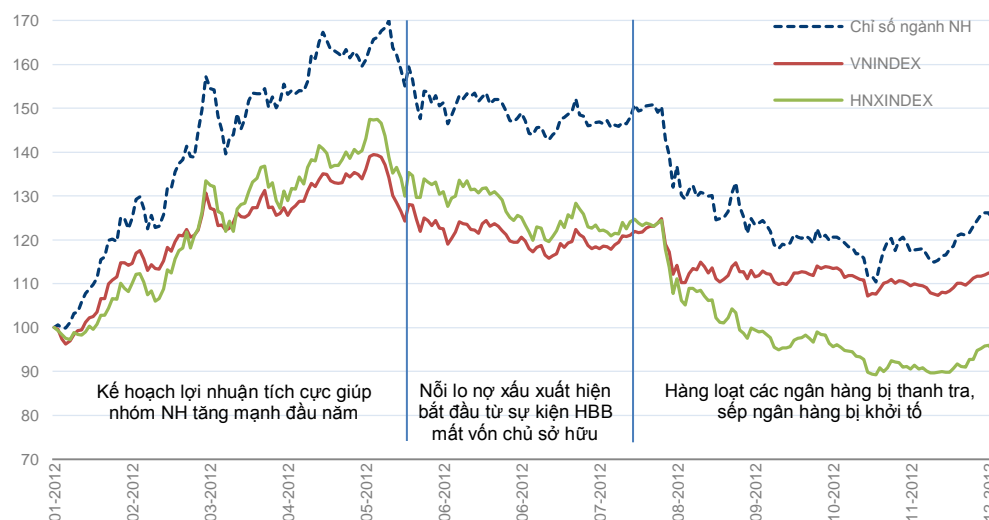
Thị trường trái phiếu đang thu hút dòng vốn nước ngoài. Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) đưa ra cảnh báo, các thị trường trái phiếu bằng đồng nội tệ ở các nền kinh tế Đông Á mới nổi đang tiếp tục mở rộng nhưng vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro. Thị trường Việt Nam đang có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong Quý 3/2012. Cuối tháng 9, Việt Nam có lượng trái phiếu đang lưu hành có tổng giá trị 21 tỷ USD, tăng 21,4% so với tháng 9 năm 2011. Việc tỷ giá đi vào ổn định trong năm 2012 chắc chắn sẽ là một điểm nhấn quan trọng của Việt Nam trên thị trường vốn quốc tế, với mức lãi suất trái phiếu hiện tại dao động từ 9-10%. Từ Financial Times, dựa trên đánh giá của Ngân hàng Barclays, đã dự báo khá lạc quan về thị trường nợ của các nền kinh tế mới nổi vào năm 2013. “Một số quốc gia châu Á có trái phiếu chính phủ được xếp hạng cao như Hàn Quốc, Thái Lan, Ấn Độ và Malaysia sẽ được chú ý. Việt Nam cũng vậy, nếu đạt được tiến bộ trong tái cấu trúc ngân hàng và doanh nghiệp nhà nước”, từ Financial Times nhận xét.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Thị trường Việt Nam thuộc nhóm 25 thị trường tăng mạnh nhất toàn cầu. Thị trường chứng khoán Việt Nam trải qua một năm 2012 nhiều biến động, chỉ số tăng mạnh vào nửa đầu năm do kỳ vọng phục hồi kinh tế nhưng sau đó giảm mạnh bởi các biến cố liên quan tới lãnh đạo các ngân hàng lớn và nợ xấu tăng cao. Tuy nhiên, tỷ suất sinh lời của thị trường Việt Nam vẫn khá hấp dẫn, theo số liệu tính đến ngày 14/11 của Morningstar, VN-Index tăng 11% từ đầu năm 2012, xếp thứ 25 trong số 40 chỉ số chứng khoán tăng mạnh nhất trên thế giới trong năm. Tại châu Á, mức tăng của thị trường Việt Nam mạnh hơn cả Hàn Quốc, Indonesia và Đài Loan. Một số thị trường châu Á đạt được mức tăng mạnh là Thái Lan (28%), New Zealand (28%), Philippines (26%), Ấn Độ (21%)...

Cổ phiếu ngân hàng: anh hùng và tội đồ. Ngành ngân hàng đã tác động mạnh đến diễn biến của thị trường chứng khoán trong năm 2012. Giai đoạn đầu năm, sự quan tâm của thị trường đã dồn vào những thương vụ thu tóm, sáp nhập giữa các ngân hàng, kết hợp với triển vọng tích cực từ kế hoạch lợi nhuận của các ngân hàng niêm yết, giá cổ phiếu ngân hàng đã tăng mạnh tạo nên xu hướng tăng điểm của thị trường trong 5 tháng đầu năm. Giai đoạn giữa năm khi lo ngại nợ xấu xuất hiện, nhóm cổ phiếu ngân hàng đã điều chỉnh sau đợt tăng đầu năm. Giai đoạn cuối năm, cổ phiếu ngân hàng trở thành tội đồ khi kéo 2 chỉ số giảm mạnh sau hàng loạt những vụ bê bối, các ngân hàng chịu sự thanh tra của NHNN, nhiều sếp ngân hàng phải làm việc với cơ quan điều tra và thậm chí bị khởi tố.

Biểu đồ 17: Diễn biến thị trường chứng khoán và chỉ số ngành ngân hàng



Nguồn: Vietstock

Thị trường IPO đóng băng. Theo thống kê đến ngày 12/12/2012 của Bloomberg, tổng số vốn mà các doanh nghiệp Việt Nam huy động được từ việc chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) chỉ đạt 296 tỷ đồng. Với kết quả này, Việt Nam xếp ở vị thứ 46 trong số 50 quốc gia có số liệu được Bloomberg thu thập. Năm 2011 với tổng vốn huy động được 3.249 tỷ đồng (trong đó IPO BIDV là 1.575 tỷ đồng).

Bảng 4: Tình hình huy động vốn của các DNNY (tỷ VND)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chào bán lần đầu (IPO)	36.317	8.208	948	4.957	3.250	296
Phát hành cổ phiếu (SPO)	18.960	7.863	13.944	49.463	38.343	10.796
Trái phiếu doanh nghiệp	na	na	na	21.807	16.422	29.918

Nguồn: StoxPlus

Năm 2012 có khoảng 105 giao dịch M&A được thực hiện với giá trị khoảng 4,5 tỷ USD, so với con số 265 thương vụ và 6,3 tỷ USD giá trị năm ngoái. Ba thương vụ đáng chú ý nhất là việc Mitsubishi UFJ đầu tư 714 triệu USD nắm giữ 20% Vietinbank. Semen Gresik (Indonesia) mua lại 70% cổ phần Xi măng Thăng Long với giá 230 triệu USD và Siam Cement (SSG) của Thái Lan mua 85% cổ phần của Prime Group với giá 235 triệu USD. Tuy nhiên đóng góp lớn vào giá trị 4,5 tỷ USD là việc chuyển giao tài sản của ConocoPhillips tại Việt Nam cho Perenco SA (Pháp) trị giá 1,3 tỷ USD, ngoài ra HSBC cũng nhượng 19% cổ phần tại Bảo Việt cho Sumitomo Life với giá 360 triệu USD. Hai ngân hàng trong nước (SHB và Habubank) cũng tạo nên thương vụ hợp nhất trị giá 450 triệu USD trong năm 2012.

60% công ty giảm lợi nhuận và 20% bị lỗ. Trong 9 tháng đầu năm 143 công ty báo lỗ, tăng 170% so với cùng kỳ năm ngoái. Ngoài ra 438 công ty ghi nhận giảm lợi nhuận. Điều này làm chỉ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) giảm xuống 8% từ mức 12,3% năm 2011.

21 công ty hủy niêm yết. Trong năm 2012 có 25 cổ phiếu và 1 chứng chỉ quỹ được niêm yết. Tuy nhiên 21 mã khác bị hủy niêm yết do thua lỗ hoặc vi phạm quy định công bố thông tin. Vốn hóa thị trường đạt khoảng 720 nghìn tỷ, tăng 183 nghìn tỷ so với đầu năm. Trong đó HOSE chiếm 87% giá trị vốn hóa. Bất chấp khó khăn của thị trường thanh khoản của thị trường vẫn tăng 38%. Giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên đạt 1.316 tỷ đồng tăng 28% so với năm 2011. Thanh khoản của thị trường tăng do việc kéo dài thời gian giao dịch và áp dụng lệnh thị trường.

Vốn FII tăng mạnh lên 152 triệu USD. So với năm 2011 vốn FII đổ vào thị trường Việt Nam đã tăng 268%. Dấu hiệu tăng đột biến vào tháng 12 và những ngày đầu năm 2013 của dòng vốn này đang tạo ra kỳ vọng về một làn sóng đầu tư FII lớn trong năm 2013.

Hai quỹ ETF rót thêm 80 triệu USD vào thị trường Việt Nam. FTSE Vietnam Index ETF và Market Vectors Vietnam ETF tiếp tục thu hút khoảng 80 triệu USD vào thị trường chứng khoán Việt Nam bằng 1/2 so với 150 triệu USD năm 2011. Trong đó FTSE Vietnam Index ETF thu hút ròng thêm 28,5 triệu USD còn Market Vectors Vietnam ETF cũng thu hút được hơn 52,24 triệu USD. Hành động thay đổi tỷ trọng danh mục các quỹ này trong những tháng cuối quý tác động mạnh đến diễn biến thị trường đặc biệt ở những mã bị thêm bớt hoặc loại bỏ khỏi danh mục.

Dự báo: VN-Index đạt 530 điểm. Dự báo thị trường Việt Nam năm 2013 không có nhiều khác biệt so với năm 2012. Chỉ số PE thấp (9 lần) có thể là yếu tố thu hút nhà đầu tư.

Bảng 5: Định giá và dự báo thị trường Việt Nam

	FY2012	FY2013F
EPS (VND)	35,97	45,84
PE	11,2	9,03
PB	1,53	1,75
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 1Y (%)	8,65	
VN-INDEX		530
SIGMA		+/-25%

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT: Đáy dài hạn đang hình thành

Diễn biến của 2 chỉ số trong năm 2012 được đánh giá là tích cực nhất từ 2009 đến nay. Theo đó xu hướng giảm điểm từ 2009 đã bị phá vỡ và thị trường đang vào giai đoạn đi ngang với các tín hiệu đáng chú ý:

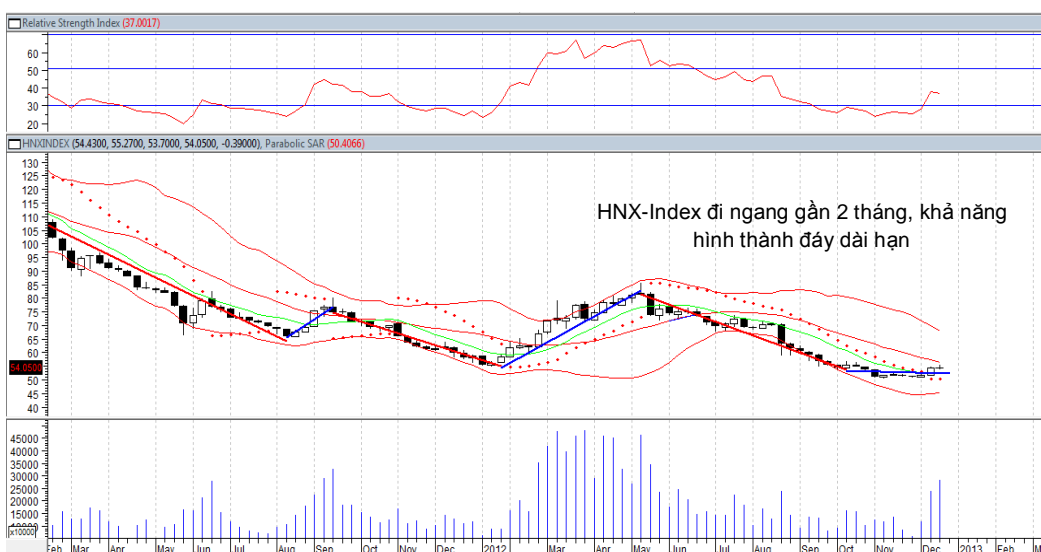
- VN-Index đã cắt lên đường kháng cự dài hạn (màu đỏ) của xu hướng giảm điểm được hình thành từ 2009 và đợt điều chỉnh năm 2012 nhận được hỗ trợ từ đường kênh giá này.
- Sau khi liên tục tạo những đáy mới thấp hơn trong năm 2010 và 2011. HNX-Index trong năm nay mặc dù vẫn đóng cửa thấp hơn mức cuối 2011 nhưng xu hướng giảm có dấu hiệu chứng lại. Chỉ số này cũng đã đi ngang trong gần 2 tháng cho thấy khả năng 1 đáy mới đang hình thành.

Chúng tôi cho rằng rủi ro quay trở lại xu hướng giảm điểm trong trung hạn (3 – 6 tháng) là không cao tuy nhiên thời gian hình thành đáy của thị trường có thể sẽ khá lâu.

Đồ thị tuần VN-Index



Đồ thị tuần HNX-Index



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.