

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG

THÁNG 02/2013

Ngày 11/03/2013

**Phòng Phân Tích
CTCP Chứng Khoán Bảo Việt**

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

KINH TẾ VĨ MÔ

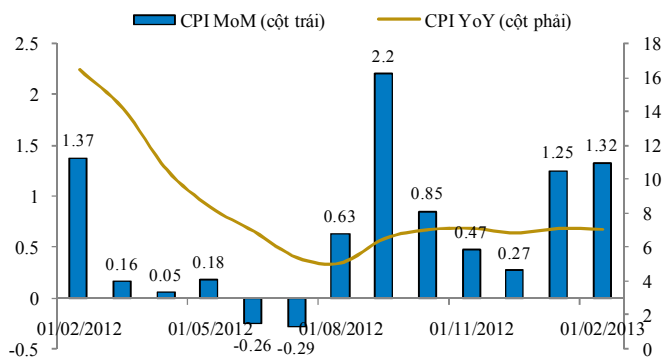
- Lạm phát tháng 2/2013 có mức tăng thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây (chỉ cao hơn tháng 2/2009). Dự báo CPI các tháng trong quý II, đầu quý III sẽ có mức tăng thấp, trung bình 0,3-0,4%/tháng.
- Tình hình tỷ giá đã bớt căng thẳng sau động thái can thiệp của NHNN. Trong ngắn hạn, BVSC cho rằng tỷ giá sẽ sớm ổn định trở lại. Thặng dư thương mại khả quan cùng mục tiêu tiếp tục giảm mặt bằng lãi suất là những lý do chính để NHNN chưa tính đến việc giảm giá VND trong ngắn hạn.
- Thị trường vàng trong nước có biến động mạnh sau những động thái mới từ NHNN. Với bối cảnh các chính sách mới được ban hành theo hướng không khuyến khích đầu cơ tích trữ, kênh đầu tư vàng phần nhiều chỉ còn hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trung và dài hạn.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

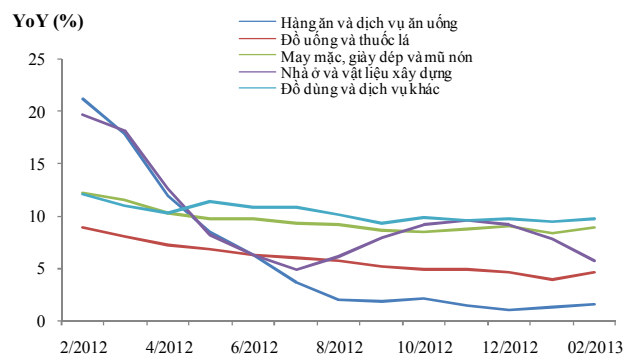
- Thị trường tăng mạnh trong tháng 12 và tháng 01 đưa giá cổ phiếu lên mặt bằng cao, kết hợp cùng nhịp chỉnh lại của dòng vốn ngoại, nhà đầu tư trong nước không còn đủ tự tin để đối mặt và vượt qua các tin đồn tiêu cực. Thị trường bước vào giai đoạn điều chỉnh kể từ giữa tháng Hai.
- Kết quả kinh doanh trong thời gian gần đây cho thấy việc sử dụng hệ số đòn bẩy tài chính cao chưa đi cùng với hiệu quả. Những khó khăn về doanh thu, hàng tồn kho và bất cập về cơ cấu vốn sẽ còn ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh trong một vài quý tới.
- Với thiếu sự hỗ trợ của thông tin và dòng tiền trên nền KQKD còn “yếu”, chúng tôi dự báo thị trường sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm trong tháng 03. Tuy nhiên, “độ dốc” của nhịp điều chỉnh này sẽ được thoải và sự phân hóa sẽ diễn ra rõ nét hơn giai đoạn cuối tháng 02.

KINH TẾ VĨ MÔ

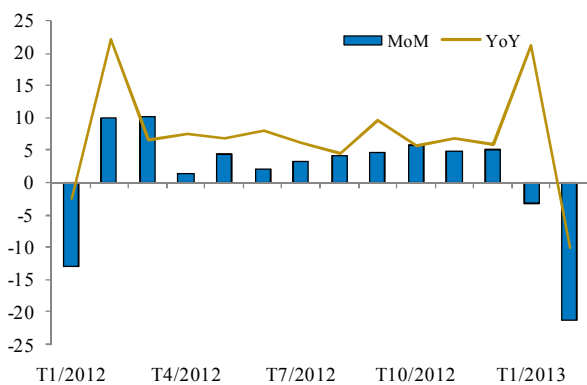
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



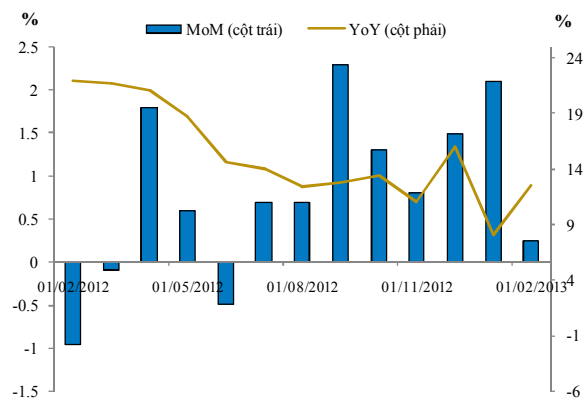
Diễn biến giá một số nhóm hàng



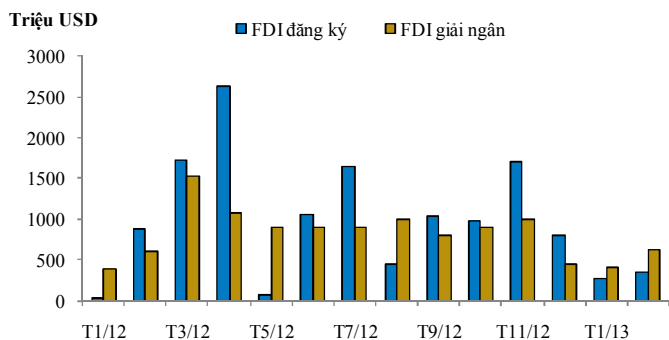
Sản lượng công nghiệp



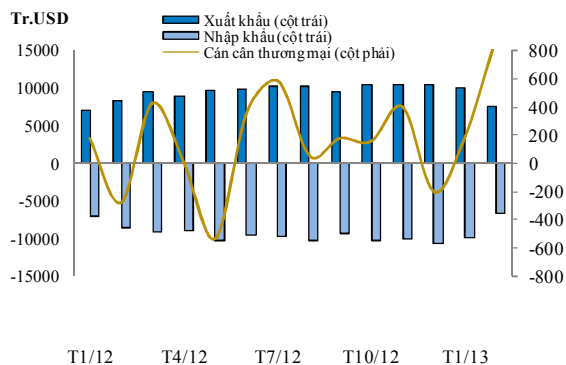
Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng



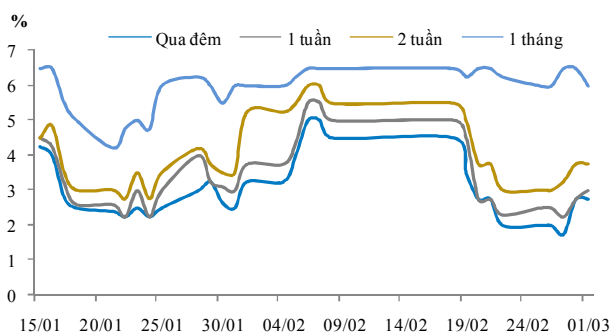
FDI các tháng



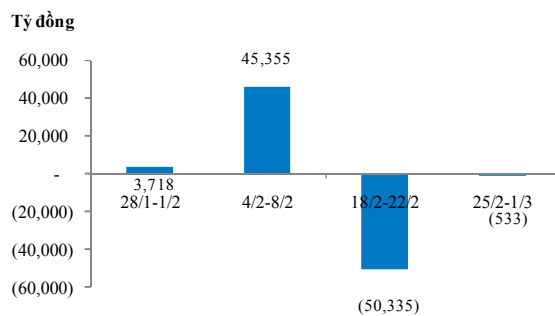
Cán cân thương mại



Lãi suất liên ngân hàng



Lượng bơm OMO các tuần

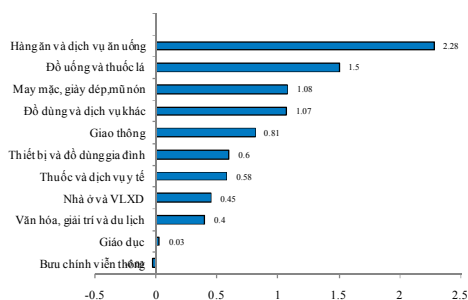


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- **Lạm phát tháng 2/2013 có mức tăng thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây (chỉ cao hơn tháng 2/2009). Dự báo CPI các tháng trong quý II, đầu quý III sẽ có mức tăng thấp, trung bình 0,3-0,4%/tháng.**
- **Tình hình tỷ giá đã bớt căng thẳng sau động thái can thiệp của NHNN. Trong ngắn hạn, BVSC cho rằng tỷ giá sẽ sớm ổn định trở lại. Thặng dư thương mại khả quan cùng mục tiêu tiếp tục giảm mặt bằng lãi suất là những lý do chính để NHNN chưa tính đến việc giảm giá VND trong ngắn hạn.**
- **Thị trường vàng trong nước có biến động mạnh sau những động thái mới từ NHNN. Với bối cảnh các chính sách mới được ban hành theo hướng không khuyến khích đầu cơ tích trữ, kênh đầu tư vàng phần nhiều chỉ còn hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trung và dài hạn.**

Lạm phát tháng 2: tăng thấp kỷ lục trong vòng nhiều năm trở lại đây

Mức tăng của các nhóm hàng trong tháng 2



Nguồn: GSO, BVSC

Chỉ số CPI chỉ tăng 1,32% trong tháng 2. Tiếp nối đà tăng từ tháng 1/2013, lạm phát trong tháng 2 tiếp tục có mức tăng trên 1%. Đây là tháng thứ 3 liên tiếp chỉ số CPI MoM đạt mức dương. Tuy nhiên, xét trong bối cảnh hai tháng đầu năm rơi vào dịp Tết Nguyên Đán thì mức tăng như trên được đánh giá là tương đối thấp. Xét trong khoảng 10 năm trở lại đây, mức tăng của lạm phát trong tháng 2 năm nay chỉ cao hơn cùng tháng của năm 2009 (tăng 1,17%), nhưng thấp hơn các năm còn lại. Như vậy, so với cuối năm 2012, CPI tháng 2/2013 đã tăng 2,59% và so với cùng kỳ năm trước tăng 7,02%. Mức tăng thấp của lạm phát hai tháng đầu năm phản ánh rõ sức mua của dân cư vẫn chưa được phục hồi bất chấp dịp Tết Nguyên Đán là thời gian cao điểm mua sắm.

Về cơ cấu, do chịu ảnh hưởng của dịp Tết, nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống dẫn đầu với mức tăng 2,28%, đóng góp gần 1% trong tổng mức tăng 1,32% của chỉ số chung. Nhóm đồ uống và thuốc lá tăng 1,5%; nhóm may mặc, giày dép, mũ nón tăng 1,08%; nhóm đồ dùng và dịch vụ khác tăng 1,07%. Nhìn chung, đây đều là những nhóm hàng mang tính chất tiêu dùng và chịu tác động trực tiếp từ dịp lễ tết. Cũng ảnh hưởng bởi Tết Nguyên đán, các hãng vận tải được phép tăng giá vé vận chuyển hành khách lên đến 30%, do vậy chỉ số giá nhóm giao thông cũng tăng 0,81% so với tháng trước. Nhóm hàng y tế (vốn được coi là một nhân tố tiềm ẩn có thể khiến CPI tăng cao bất ngờ bất cứ lúc nào) cho dấu hiệu bình ổn trong tháng vừa rồi khi chỉ tăng 0,58%.

Dự báo lạm phát tháng 3: nhiều khả năng có mức tăng nhẹ dưới 0,3%. Do đà hồi phục kinh tế chậm chạp, cầu tiêu dùng yếu và theo quy luật hàng năm, CPI tháng 3 nhiều khả năng sẽ hạ nhiệt đáng kể so với hai tháng đầu năm. BVSC dự báo mức tăng có thể sẽ thấp (dưới 0,3%).

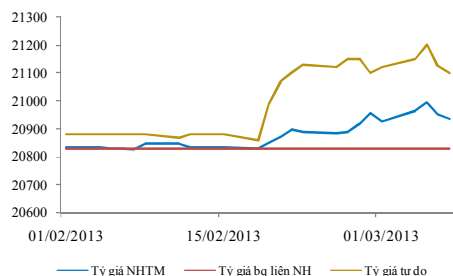
Một điểm đáng chú ý trong tháng vừa qua là động thái Chính phủ kiên quyết giữ nguyên giá xăng dầu trong nước bất chấp đà tăng của giá dầu thế giới. Theo Bộ Tài chính, mức chênh lệch giữa giá cơ sở bình quân 30 ngày từ 27/1 đến 25/2 với giá bán hiện hành của mặt hàng xăng RON 92 lên tới hơn 2.300 đồng/lít. Tuy nhiên, thực hiện kết luận của Thủ tướng trong phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 2, Bộ Tài chính quyết định giữ nguyên giá xăng dầu, đồng thời cho phép các doanh nghiệp tăng gấp đôi mức trích quỹ bình ổn giá (lên 2.000 đồng/lít đối với mặt hàng xăng). Động thái này thể hiện quyết tâm của Chính phủ trong nỗ lực kiềm chế lạm phát, giữ mặt bằng giá cả sinh hoạt ổn định, giảm bớt khó khăn cho người dân. Ở một khía cạnh khác, mục tiêu về lạm phát được giữ vững sẽ tạo điều kiện để Chính phủ tiếp tục có các bước đi giảm mặt bằng lãi suất, tháo gỡ khó khăn cho doanh

ng nghiệp, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Như vậy, lạm phát hai tháng đầu năm đã tăng 2,59%, bằng gần 40% mục tiêu lạm phát của cả năm 2013. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng các tháng tiếp theo, đặc biệt trong quý 2 và đầu quý 3, chỉ số CPI sẽ vẫn có mức tăng thấp (trung bình 0,3-0,4%/tháng) do tăng trưởng tín dụng trong nền kinh tế hiện còn khá thấp, cầu tiêu dùng hồi phục chậm chạp. Nếu không có nhân tố đột biến bất ngờ, lạm phát cả năm 2013 được dự báo sẽ ở mức khá thấp và vẫn nằm trong tầm kiểm soát của Chính phủ.

Tỷ giá: biến động mạnh sau Tết Nguyên Đán

Tỷ giá biến động mạnh sau Tết

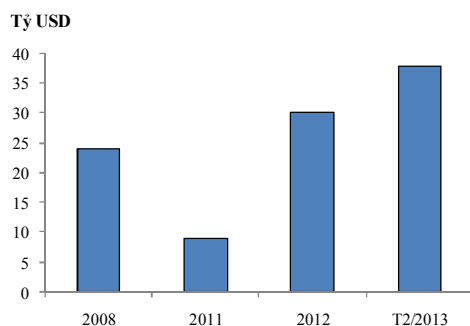


Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tỷ giá không ngừng biến động sau Tết. Sau kỳ nghỉ lễ kết thúc, thị trường ngoại hối đã và đang phát đi những tín hiệu mới, trái ngược hẳn với sự ổn định có được trong suốt năm 2012. Mặc dù NHNN vẫn giữ nguyên tỷ giá bình quân liên ngân hàng ở mức 20.828 VND/USD, tỷ giá mua vào- bán ra tại các ngân hàng thương mại cũng như trên thị trường tự do đã liên tục tăng cao. Giá USD cao nhất trên thị trường tự do ghi nhận được ở mức trên 21.200 VND/USD. Theo quan sát của chúng tôi, việc tỷ giá có diễn biến căng thẳng trở lại kể từ sau Tết Nguyên Đán bắt nguồn từ hai lý do chính. Thứ nhất, một số chuyên gia tài chính nêu ý kiến trên báo chí khuyến nghị NHNN nên giảm giá VND khoảng 2-3% nhằm hỗ trợ xuất khẩu. Thứ hai, sau tin đồn liên quan đến chủ tịch BIDV, thị trường tài chính đã phần nào bị ảnh hưởng tiêu cực. Mặc dù các tin đồn đều nhanh chóng được xác minh là sai sự thật, tuy nhiên giới đầu cơ đã vin vào lý do này để liên tục tạo sóng trên thị trường ngoại tệ.

Không có sự khan hiếm ngoại tệ. Chúng tôi cho rằng những biến động của giá USD trong những ngày gần đây phần nhiều do yếu tố đầu cơ hơn là sự khan hiếm ngoại tệ. Thặng dư thương mại của Việt Nam trong hai tháng đầu năm ước tính đạt 1,7 tỷ USD, bổ sung đáng kể cho dự trữ ngoại hối quốc gia (ước tính đã lên tới 14 - 16 tuần nhập khẩu). Ngoài ra, thời điểm đầu năm không phải thời gian cao điểm về cầu thực USD khi nhu cầu nhập khẩu và áp lực mua USD trả nợ cho các hợp đồng tín dụng đáo hạn cũng không lớn. Xét trên hai khía cạnh trên, cán cân cung cầu USD tại thời điểm hiện tại đang có phần nghiêng về phía cung. Do vậy, không có nhiều lý do thuyết phục khiến tỷ giá đột ngột tăng mạnh như thời gian gần đây.

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam



Nguồn: BVSC ước tính

NHNN có đủ nguồn lực để hạ nhiệt tỷ giá. Với quỹ dự trữ ngoại hối dồi dào, NHNN hoàn toàn có đủ nguồn lực để can thiệp, hạ nhiệt tỷ giá nếu cần thiết. Bằng chứng là trong hai ngày 5/3 và 6/3, NHNN đã bất ngờ giảm mạnh mức giá bán ra USD trên thị trường liên ngân hàng. Sau hơn một năm giữ trần ở 21.036 VND/USD, mức giá này đã được NHNN điều chỉnh giảm 86 VND, về mức 20.950 VND/USD. Đây được coi là tín hiệu cho thấy NHNN sẵn sàng hỗ trợ thị trường với giá hợp lý. Ngay lập tức, tỷ giá đã cho dấu hiệu hạ nhiệt, rút xuống mức dưới 21.000 VND/USD niêm yết tại các NHTM và 21.100 VND/USD trên thị trường tự do.

BVSC cho rằng trong ngắn hạn, NHNN sẽ tiếp tục có các động thái giúp thị trường ngoại hối bình ổn trở lại. Theo quan điểm của chúng tôi, chưa có nhiều áp lực khiến NHNN phải điều chỉnh tỷ giá trong thời điểm hiện tại. Lý do giảm tỷ giá 2-3% để hỗ trợ xuất khẩu là hợp lý song chúng tôi quan ngại tác động hỗ trợ sẽ là hạn chế do các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam đa phần là các mặt hàng thiết yếu, độ co giãn của cầu với giá ở mức thấp. Trên thực tế, trong cả năm 2012, tỷ giá được giữ ổn

định song xuất khẩu của Việt Nam vẫn có mức tăng trưởng khá tốt (18,3%). Mặt khác, việc giảm giá VND có thể sẽ khiến niềm tin của người dân vào tiền đồng giảm sút, đồng thời tạo áp lực tăng giá đối với các mặt hàng nhập khẩu, mục tiêu giảm mặt bằng lãi suất của Chính phủ do vậy càng thêm khó khăn.

Giá vàng diễn biến phức tạp

Giá vàng trong nước biến động mạnh sau những động thái mới từ NHNN. Ngay sau buổi lễ ký kết hợp đồng gia công vàng miếng giữa SJC và NHNN vào chiều ngày 26/02, giá vàng trong nước đã liên tục giảm mạnh (3 triệu đồng/lượng trong vòng 2 ngày và có lúc về sát mốc 43 triệu đồng/lượng). Chênh lệch giữa giá vàng thế giới và trong nước nhờ đó được thu hẹp đáng kể trong thời gian ngắn, chỉ còn khoảng 2 triệu đồng/lượng. Tuy nhiên, những ngày gần đây, giá mặt hàng kim loại quý này đã có sự phục hồi nhẹ và hiện dao động quanh mốc 43,5 – 43,8 triệu đồng/lượng.

Theo đánh giá của BVSC, việc SJC sớm nối lại hoạt động gia công vàng miếng cho NHNN trong thời gian tới sẽ giúp bổ sung một lượng cung lớn trên thị trường, dẹp bỏ lý do nguồn cung khan hiếm mà giới đầu cơ dựa vào nhằm đẩy giá vàng trong nước lên mức cao trong suốt thời gian qua. Ngoài ra, cơ chế đấu thầu vàng với số lượng lớn và có thể tiến hành nhiều phiên trong một ngày mà NHNN dự định thực hiện được kỳ vọng sẽ giúp giá vàng trong nước diễn biến sát hơn với giá vàng thế giới. Mặc dù vậy, vẫn còn không ít ý kiến lo ngại xung quanh cách thức thực hiện mua bán nhằm bình ổn giá vàng của NHNN, nhất là khi giá vàng thế giới có diễn biến tăng giảm thất thường trong thời gian ngắn. Việc dùng dữ trữ ngoại hối để can thiệp thị trường vàng trong nước cũng khiến nhiều người băn khoăn khi vàng không phải là mặt hàng thiết yếu và không khuyến khích tích trữ.

Với bối cảnh các chính sách mới được ban hành theo hướng không khuyến khích đầu cơ tích trữ, chúng tôi cho rằng kênh đầu tư vàng phần nhiều chỉ còn hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trung và dài hạn.

Triển vọng chính sách

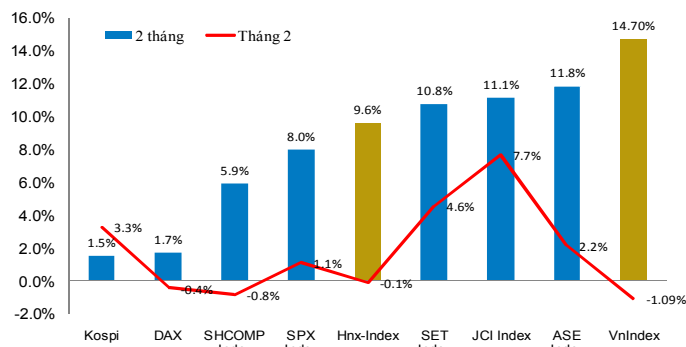
Mức tăng của chỉ số CPI trong tháng 2/2013 mặc dù cao nhất trong vòng 5 tháng trở lại đây nhưng nếu xét theo yếu tố mùa vụ (tháng 2 là tháng tết Nguyên Đán) thì mức tăng này là thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây (chỉ cao hơn tháng 2/2009). Điều này phần nào cho thấy cầu tiêu dùng nhìn chung hiện còn khá yếu. Với bối cảnh hiện tại, lạm phát được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong các tháng tiếp theo (quý 2 và quý 3) với mức tăng trung bình 0,3-0,4%/tháng.

Tình hình tỷ giá đã bớt căng thẳng sau động thái NHNN can thiệp giảm giá bán USD trên thị trường liên ngân hàng. Trong ngắn hạn, BVSC cho rằng tỷ giá sẽ sớm ổn định trở lại. Thặng dư thương mại khả quan cùng mục tiêu tiếp tục giảm mặt bằng lãi suất và tầm quan trọng phải duy trì các cam kết đã được tuyên bố là những lý do chính để NHNN chưa tính đến việc giảm giá VND trong ngắn hạn.

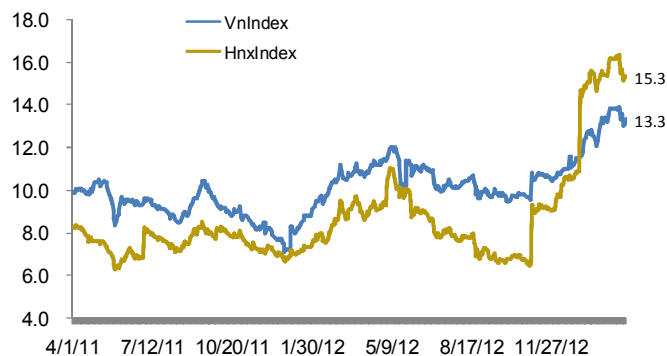
Về mặt chính sách, trong tháng 3, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ sớm có các biện pháp cụ thể liên quan đến việc thành lập và cơ chế hoạt động của công ty mua bán nợ (VAMC) nhằm thúc đẩy nhanh tiến trình xử lý nợ xấu. Mặt bằng lãi suất cũng được kỳ vọng sẽ sớm được điều chỉnh giảm thêm 0,5% - 1% vào cuối quý I, đầu quý II.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

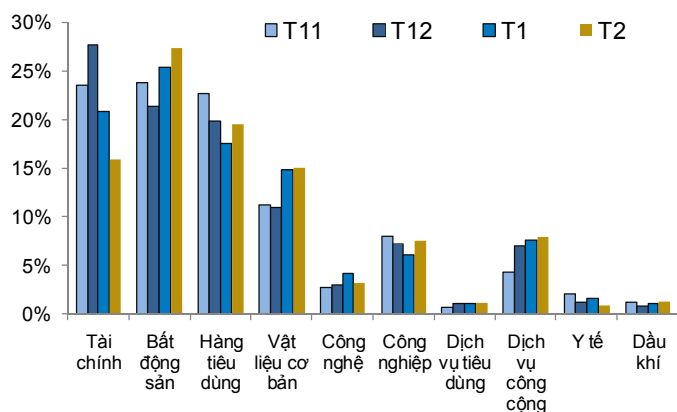
Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



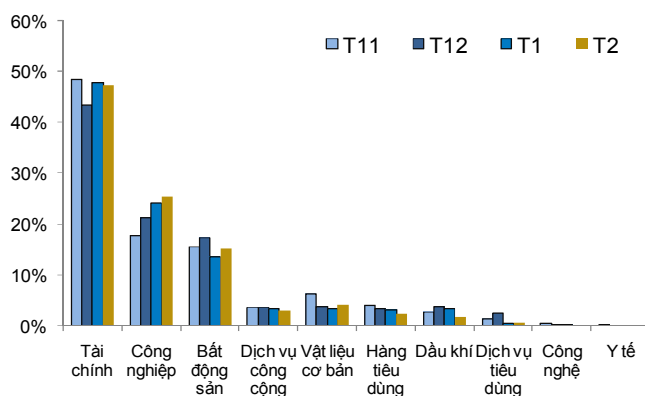
P/E tại HSX và HNX



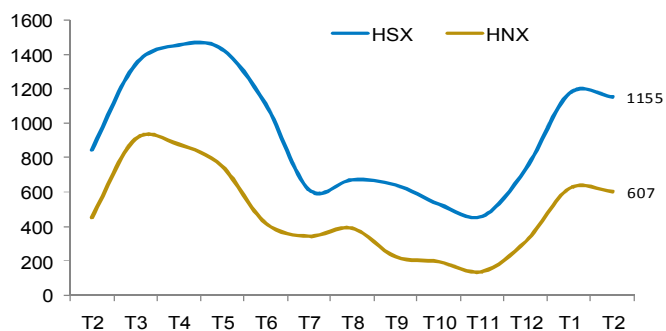
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



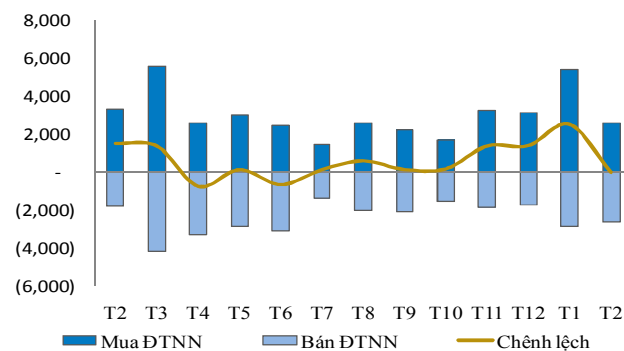
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



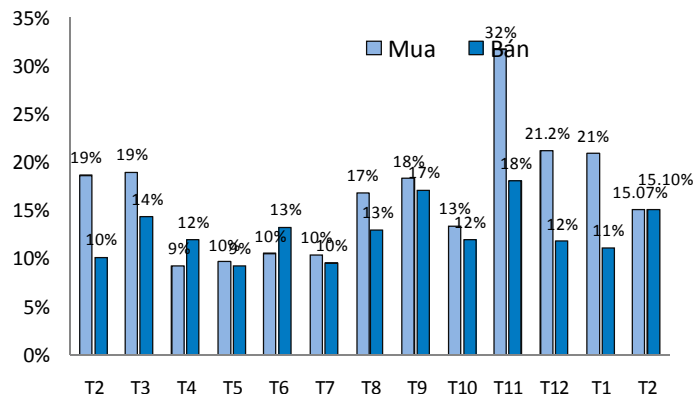
Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



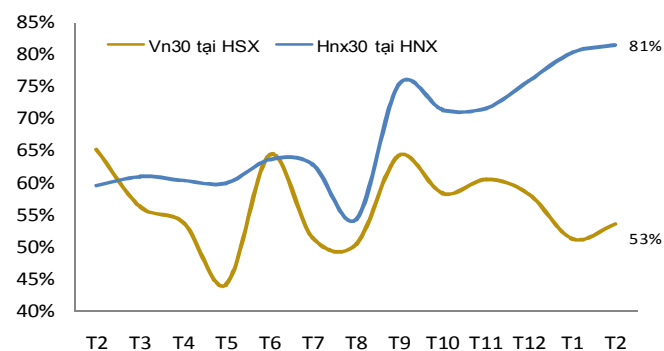
Giao dịch nhà ĐTN trong tháng tại HSX



Tỷ trọng giá trị GD ĐTN/giá trị GD toàn thị trường



Tỷ lệ giao dịch các mã trong Vn30, và Hnx30

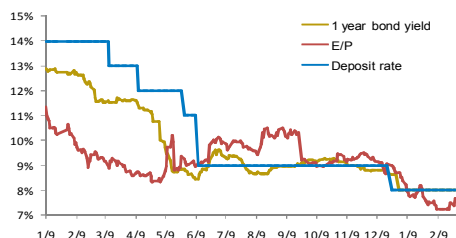


Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

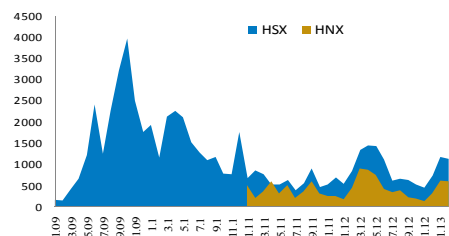
- *Thị trường tăng mạnh trong tháng 12 và tháng 01 đưa giá cổ phiếu lên mặt bằng cao, kết hợp cùng nhịp chỉnh lại của dòng vốn ngoại, nhà đầu tư trong nước không còn đủ tự tin để đổi mặt và vượt qua các tin đồn tiêu cực. Thị trường bước vào giai đoạn điều chỉnh kể từ giữa tháng Hai.*
- *Kết quả kinh doanh trong thời gian gần đây cho thấy việc sử dụng hệ số đòn bẩy tài chính cao chưa đi cùng với hiệu quả. Những khó khăn về doanh thu, hàng tồn kho và bất cập về cơ cấu vốn sẽ còn ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh trong một vài quý tới.*
- *Với thiếu sự hỗ trợ của thông tin và dòng tiền trên nền KQKD còn “yếu”, chúng tôi dự báo thị trường sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm trong tháng 03. Tuy nhiên, “độ dốc” của nhịp điều chỉnh này sẽ được thoải và sự phân hóa sẽ diễn ra rõ nét hơn giai đoạn cuối tháng 02.*

Trong tháng 02 do ảnh hưởng bởi kỳ nghỉ Tết dài ngày khiến dòng vốn trong nước bị gián đoạn, dòng vốn ngoại có dấu hiệu chỉnh lại cùng việc ít xuất hiện các thông tin tích cực khiến thị trường không thể duy trì xu thế tăng. Bên cạnh đó, do đã tăng mạnh và liên tục trong hai tháng nên nhiều cổ phiếu đã thiết lập được vùng giá khá cao, trong đó một số cổ phiếu đã đạt được mức giá cao nhất trong vòng 3 năm trở lại đây. Ở vùng giá này, nhiều cổ phiếu không còn hấp dẫn về mặt định giá khiến dòng tiền trong nước không còn tự tin khi tham gia thị trường và vượt qua các tin đồn tiêu cực. Sau khi bị ảnh hưởng bởi tin đồn, tâm lý hưng phấn được bồi đắp trong hơn 02 tháng qua đã đổi chiều, thay thế bằng tâm lý thận trọng. Kết thúc tháng 02, chỉ số hai sàn đã điều chỉnh giảm nhẹ, với mức giảm 1,09% thuộc về VnIndex và 0,1% thuộc về HnxIndex.

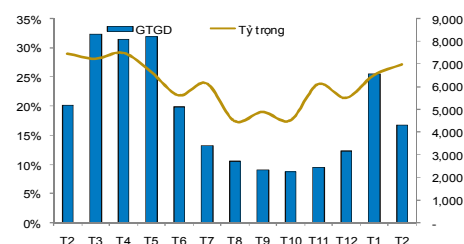
Diễn biến lãi suất huy động, lợi tức trái phiếu 1 năm và tỷ lệ E/P



Giao dịch trung bình phiên theo tháng (đơn vị: tỷ đồng)



Giá trị và tỷ trọng giao dịch ngành Bất động sản



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Tâm lý thận trọng ở vùng giá cao khiến xu hướng tăng không được duy trì

Chỉ số hai sàn đã điều chỉnh giảm nhẹ sau khi tăng mạnh kể từ cuối tháng 12. VnIndex giảm 1,09%, mạnh hơn mức giảm 0,1% của HnxIndex. Nếu xét hai tháng đầu năm thì VnIndex vẫn có mức tăng 14,7%, còn mức tăng của HnxIndex là 9,6%. Đây là mức tăng trưởng khá cao so với các thị trường khác trên thế giới. Chính việc tăng trưởng nhanh trong thời gian ngắn khiến mặt bằng giá nhiều cổ phiếu bị đẩy lên cao, trong khi kết quả kinh doanh chưa thể chuyển động cùng nhịp khiến kênh chứng khoán đang mất dần lợi thế hấp dẫn so với các kênh khác như vàng, gửi tiết kiệm hay đầu tư trái phiếu. Đặc biệt, kênh đầu tư vàng có thể thu hút được sự quan tâm của người dân hơn khi giá vàng trong nước đang tiến sát về giá vàng thế giới. Khoảng cách chênh lệch vô lý đang dần được thu hẹp nhờ chính sách điều hành của NHNN.

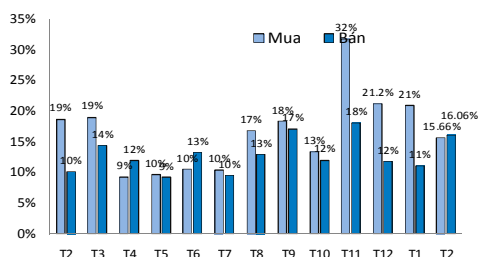
Do thị trường bị gián đoạn bởi kỳ nghỉ Tết nên xu hướng và thanh khoản chịu khá nhiều tác động, đặc biệt ảnh hưởng đến vòng quay vốn của nhà đầu tư trong nước. Nhu cầu về tiền mặt và áp lực hạ tỷ lệ đòn bẩy nhằm tránh kỳ nghỉ dài ngày khiến nhiều phiên giao dịch trước Tết lực cung luôn ở mức cao, thanh khoản đã giảm nhẹ so với tháng trước. Giá trị giao dịch bình quân/phiên trong tháng 02 tại HNX chỉ đạt 607 tỷ, giảm 2,8% so với tháng trước. Trong khi thanh khoản tại sàn HSX có mức giảm chậm hơn, giảm 1,7% với giá trị giao dịch trung bình/phiên đạt 1.155 tỷ. Tuy giảm nhưng mức thanh khoản trung bình như trong tháng 02 vẫn cao hơn rất nhiều mức giao dịch trung bình trong 06 tháng cuối năm 2012.

Theo dõi sự chuyển động của dòng tiền chúng tôi nhận thấy ngành bất động sản, vật liệu cơ bản và dịch vụ công cộng tiếp tục thu hút được dòng tiền với có tỷ trọng giao dịch liên tục tăng trong các tháng vừa qua. Kỳ vọng vào các chính sách hỗ trợ thị

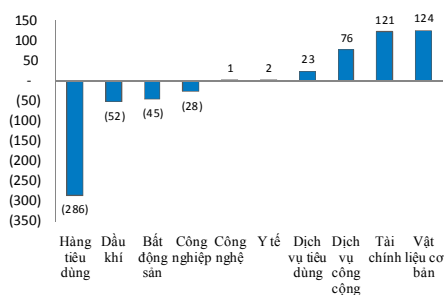
trường Bất động sản đang giúp nhiều cổ phiếu ngành này được đẩy mạnh giao dịch, tỷ trọng giao dịch trong tháng 02 đạt mức trên 25%.

Giảm giá trị giao dịch, nhà ĐTTN không còn giữ vị thế dẫn dắt thị trường

Tỷ trọng giá trị GD ĐTTN/giá trị GD toàn thị trường



Giá trị mua, bán ròng các ngành của nhà ĐTTN tại HSX trong tháng 02



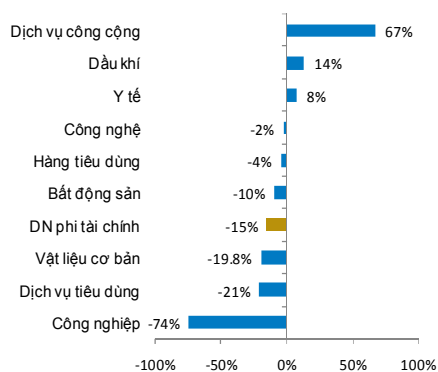
Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Các ngành được dòng tiền ngoại mua ròng nhiều nhất trong tháng 02 là hai ngành vật liệu cơ bản và tài chính. Cụ thể, những cổ phiếu được mua ròng mạnh nhất là DPM, HPG, MBB, VCB và STB còn các cổ phiếu bị bán ròng mạnh nhất là MSN, REE và EIB. Do giao dịch của khối ngoại vẫn xuất phát chủ yếu từ các quỹ ETF nên tỷ trọng giao dịch của khối ngoại vẫn tập trung chính các mã trong Vn30 và Hnx30, với tỷ lệ lần lượt 82% và 88% trên tổng giá trị mua của khối ngoại ở mỗi sàn.

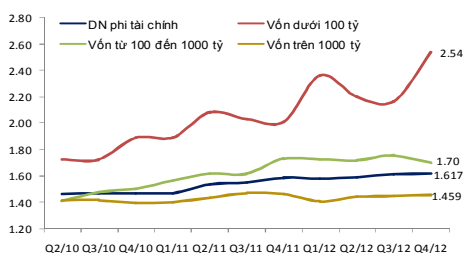
Từ nửa cuối tháng 03, hai quỹ ETF sẽ thực hiện việc cơ cấu lại danh mục theo tỷ trọng mới. Theo những thông tin hai quỹ ETF đã công bố thì khó có khả năng dòng vốn tiếp tục tăng như trong tháng 12 và tháng 01. Thông tin từ quỹ VNM-ETF cho thấy khả năng phải giảm tỷ trọng cổ phiếu ở thị trường Việt Nam với giá trị giảm dự kiến khoảng 13tr USD. Thiếu sự xuất hiện của dòng vốn ngoại, dòng vốn đầu cơ trong nước không đủ sức để tạo ra đợt sóng tăng trong bối cảnh hiện nay.

Chuyển biến của doanh nghiệp chưa bắt nhịp được mức tăng trưởng của thị trường

So sánh LNST năm 2012/2011 các doanh nghiệp theo ngành niêm yết



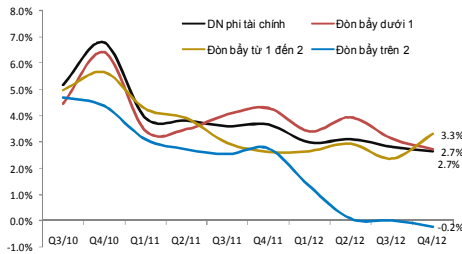
Tỷ lệ đòn bẩy theo quy mô vốn



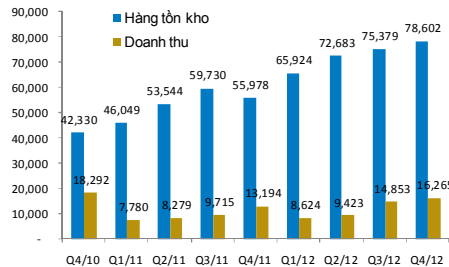
Do kết quả kinh doanh kém thuận lợi, nhiều cổ phiếu đang giảm mức hấp dẫn về định giá. Tính đến cuối tháng 02, PE của HSX đang ở mức 13,3 còn tại HNX ở mức 15.3, dù vẫn thấp hơn so với một số thị trường khác trong khu vực tuy nhiên ở mức này thị trường chứng khoán đang không còn hấp dẫn khi so sánh với một số kênh đầu tư khác trong nước. Việc chỉ số P/E tăng nhanh trong hai tháng qua một mặt bởi giá nhiều cổ phiếu được thiết lập ở mức cao, mặt khác do tình hình kết quả kinh doanh quý IV của nhiều doanh nghiệp vẫn diễn biến theo chiều hướng tiêu cực. Tính đến ngày 28/02, thống kê KQKD của 656 doanh nghiệp phi tài chính, chúng tôi nhận thấy có 154 doanh nghiệp tiếp tục thua lỗ trong quý IV, 111 doanh nghiệp lỗ cả năm 2012. Tổng lợi nhuận sau thuế trong quý IV và năm 2012 của các doanh nghiệp này tiếp tục giảm 22,2% và 15% so với cùng kỳ năm 2011.

Xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính chưa có dấu hiệu được cải thiện, kết thúc quý IV tỷ lệ sử dụng đòn bẩy vẫn ở mức cao, 1,62 lần tăng nhẹ so với mức 1,61 lần của quý III/2012 và cao hơn nhiều mức 1,59 lần ở thời điểm cuối năm 2011 và 1,47 lần của năm 2010. Các doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ cho thấy đây là nhóm kinh doanh phụ thuộc nhiều vào vốn nhất. Thống kê cho thấy, nhóm doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu dưới 100 tỷ có tỷ lệ đòn bẩy rất cao, ở mức 2,54 lần. Trong khi hệ số này ở những nhóm còn lại đều ở mức dưới 1,7 lần. Tiến trình hạ nhiệt đòn bẩy, giảm phụ thuộc vào vốn sẽ diễn ra trong thời gian dài do phải đi song song với việc tái cấu trúc lại sản phẩm, cấu trúc lại tổ chức mô hình tổ chức quản lý, hoạt động. Trong ngắn

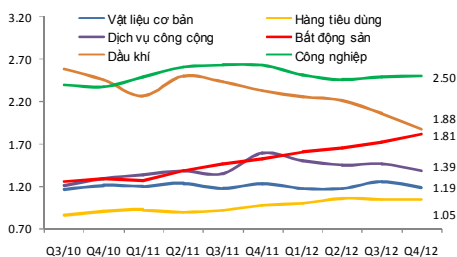
ROE theo đòn bẩy



Hàng tồn kho và doanh thu ngành Bất động sản niêm yết.



Tỷ lệ đòn bẩy tài chính một số ngành



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

hạn, diễn biến này khiến kết quả kinh doanh của nhiều doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng và khó cải thiện theo chiều hướng tích cực.

Đòn bẩy tài chính cao tiếp tục khiến doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong kinh doanh. So sánh ROE của các nhóm doanh nghiệp theo tỷ lệ sử dụng đòn bẩy, chúng tôi nhận thấy ROE của các doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy lớn hơn 2 đã giảm liên tục kể từ cuối năm 2010. Trong quý IV/2012, ROE của các doanh nghiệp này thậm chí còn ở mức âm, -0,2% và chỉ đạt 1,6% trong cả năm 2012. Đây là mức thấp hơn nhiều khi so với mặt bằng chung các doanh nghiệp phi tài chính là 2,7%, hay mức 3,3% của các doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy từ 1 đến 2.

Đứng trên góc độ ngành, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp thuộc ngành Bất động sản có thể tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong ngắn hạn dù đã trải qua nhiều quý có kết quả kinh doanh không thuận lợi. Hàng tồn kho và tỷ lệ đòn bẩy của nhóm doanh nghiệp này tiếp tục tăng trong quý IV. Cụ thể, giá trị hàng tồn kho của các doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành này ở mức 78.602 tỷ trong quý IV, tăng 4% so với quý III. Tỷ lệ đòn bẩy chính của nhóm các doanh nghiệp Bất động sản tiếp tục tăng từ mức 1,72 lần của quý III lên mức 1,81 lần trong quý IV. Nếu so với thời điểm cuối năm 2011 và cuối 2010, các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết đang cho thấy xu hướng phụ thuộc ngày càng nhiều vào vốn. Sắp tới, ngành Bất động sản có thể nhận được thêm sự hỗ trợ về chính sách, tuy nhiên để có chuyển biến tích cực về kết quả kinh doanh sẽ cần nhiều thời gian bởi điều kiện cơ cấu vốn và hàng tồn kho hiện tại. Bên cạnh đó, do mức độ hưởng lợi từ chính sách khác nhau nên kết quả kinh doanh sẽ xuất hiện sự phân hóa mạnh giữa các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành này trong thời gian tới.

Ngắn hạn, mặt bằng kết quả kinh doanh “yếu”, một số doanh nghiệp công bố thông tin chậm, chưa chính xác đang khiến thị trường chứng khoán giảm sức hấp dẫn. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng nhờ vào những chính sách hỗ trợ và quá trình tự cơ cấu của doanh nghiệp sẽ giúp kết quả kinh doanh của doanh nghiệp có chuyển biến tích cực.

Triển vọng thị trường

Trong tháng 03, chúng tôi chưa nhận thấy khả năng xuất hiện ngay những chính sách mới có thể tác động chuyển biến xu thế thị trường, thay đổi tâm lý nhà đầu tư. Bên cạnh đó, diễn biến mua/bán của khối ngoại trong tháng Hai cho thấy xu hướng mua ròng đã chững lại và không còn giữ vai trò dắt dặt thị trường. Trên nền kết quả kinh doanh chưa thực sự tích cực, kênh chứng khoán đang giảm bớt sức cạnh tranh khi so sánh với một số kênh gửi tiết kiệm hay đầu tư trái phiếu. **Chúng tôi dự báo thị trường sẽ tiếp tục giai đoạn điều chỉnh trong tháng 03**, tuy nhiên, “độ dốc” của giai đoạn này sẽ thoải hơn giai đoạn cuối tháng 02. Trong quá trình điều chỉnh, thị trường có thể xuất hiện những đợt bật tăng ngắn hạn bởi kỳ vọng thông tin, hay sự hấp dẫn do giá thấp. Thanh khoản khả năng sẽ tiếp tục sụt giảm và duy trì ở mặt bằng thấp hơn 02 tháng vừa qua.

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

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

Phòng Phân tích Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Ts. Nguyễn Xuân Nam

Phó phòng phân tích

NguyenXuanNam@baoviet.com.vn

Ths. Nguyễn Xuân Bình

Phó phòng phân tích

nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Phạm Tiến Dũng

Chiến lược thị trường

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Kinh tế vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Phạm Văn Khoa

Chiến lược thị trường

phamvankhoa@baoviet.com.vn

Thông tin liên hệ

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999