

Báo cáo triển vọng Kinh tế Vĩ mô & Thị trường Chứng khoán 6 tháng cuối năm 2013

VCBS - 7/2013



Lời nói đầu

Thị trường Chứng khoán 6 tháng đầu năm 2013 đã trải qua một giai đoạn biến động khá tích cực khi các chỉ số đều đã tăng điểm tốt trên cả 2 sàn so với thời điểm cuối năm 2012 với thanh khoản cải thiện mạnh. Sau quãng thời gian đầu năm khá sôi động, thị trường hiện đang diễn biến tương đối trầm lắng với thanh khoản đã suy giảm. Đây cũng có thể coi là một khoảng lặng trước mùa báo cáo mới về kết quả doanh nghiệp quý II.

Cùng nhau nhìn lại giai đoạn 6 tháng đã qua và cùng dự báo cho kịch bản thị trường trong 6 tháng cuối năm sẽ là bước chuẩn bị tốt để chúng ta có thể có những thông tin hữu ích cũng như có thêm những nhận định đa chiều về thị trường. Chính vì vậy “*Báo cáo Triển vọng Kinh tế vĩ mô và Thị trường chứng khoán 6 tháng cuối năm 2013*” của Công ty chứng khoán VCBS được thực hiện nhằm cung cấp thêm cho nhà đầu tư một tài liệu quan trọng để có cái nhìn tổng quan nhất về thị trường. Báo cáo được chia làm ba phần với lượng thông tin phân tích tương đối tổng quát trên các mảng: Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Chứng khoán, và Triển vọng Ngành. Với Thị trường Chứng khoán, chúng tôi chỉ phân tích và đánh giá Thị trường Cổ phiếu. Với thị trường Trái phiếu, VCBS đã thực hiện trong một báo chuyên biệt khác tách rời với bản báo cáo này. Quý nhà đầu tư có thể tìm đọc tại website của chúng tôi tại <http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx>

Bản báo cáo được thực hiện với sự nỗ lực tham gia của đội ngũ cán bộ Bộ Phận Phân tích Công ty Chứng khoán VCBS. Chúng tôi hy vọng sẽ mang đến cho quý nhà đầu tư một tài liệu hữu ích và xin nhận mọi đóng góp ý kiến để phục vụ quý nhà đầu tư được tốt hơn trong các kỳ báo cáo sau. Email đóng góp ý kiến xin gửi tới research@info.vcbs.com.vn

Trân trọng !

Phòng Phân tích - VCBS

Nội dung

KINH TẾ VĨ MÔ.....	1
Kinh tế 6 tháng đầu năm: Những dấu hiệu qua đây.....	1
... nhưng khả năng hồi phục chậm	2
Chính sách tiền tệ hướng tới sự ổn định: Lạm phát và tỷ giá được kiểm soát.....	4
Thị trường tài chính: Lãi suất đã chạm đáy, nhưng chính sách tiền tệ bị hạn chế....	7
Những dự báo trong tương lai gần	9
Kinh tế thế giới	10
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	12
Tổng kết thị trường 6 tháng đầu năm 2013.....	13
Một số thống kê đáng chú ý.....	14
Triển vọng thị trường chứng khoán 6 tháng cuối năm 2013	18
TRIỂN VỌNG MỘT SỐ NGÀNH CHÚ Ý.....	21
Ngành Ngân hàng	22
Ngành Cao su, sắn lát	23
Ngành Bất động sản	25
Ngành Khí đốt.....	27
Ngành Sữa.....	28

KINH TẾ VĨ MÔ

GDP được dự báo chỉ có thể tăng từ 5,1 – 5,2% năm 2013

Điểm sáng của tăng trưởng 6 tháng đầu năm là sự đóng góp của khối FDI và xuất khẩu

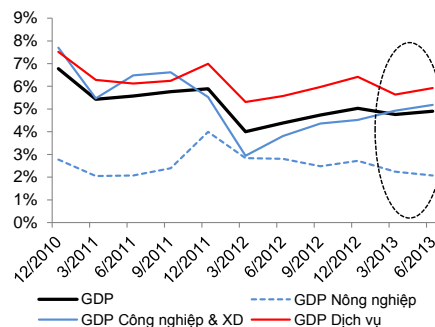
FDI 6 tháng đầu năm giải ngân được 5,7 tỷ USD

Kinh tế 6 tháng đầu năm: Những dấu hiệu qua đây...

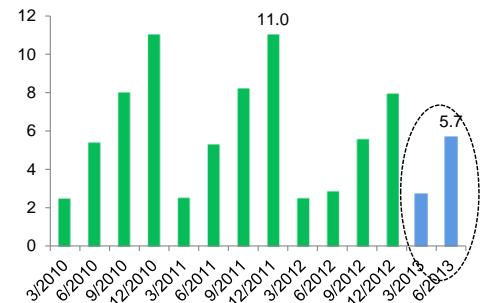
Bối cảnh kinh tế vĩ mô Việt Nam 6 tháng đầu năm 2013 cho thấy nền kinh tế vẫn còn những khó khăn dù mục tiêu ổn định kinh tế đã dần đạt được. Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm ước tăng chỉ 4,9%, so với mức tăng 4,76% trong quý. Nếu tính theo quý thì mức tăng GDP của riêng quý II là 5%. **So với kỳ vọng và dự báo tăng trưởng đặt ra từ đầu năm của Chính phủ là 5,5%, thì diễn biến thực tế của tăng trưởng GDP đang thấp hơn và khả năng GDP của năm 2013 được dự báo có thể sẽ chỉ đạt mức 5,1 - 5,2%.**

Tuy nhiên, đã có một số dấu hiệu tích cực hơn về khả năng nền kinh tế đã chạm đáy và hướng về phía trước với hy vọng dần hồi phục. Theo cơ cấu tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm, dịch vụ và công nghiệp chế tạo là 2 lĩnh vực có mức đóng góp vào tăng trưởng ấn tượng nhất. Với mức tăng GDP chung 6 tháng đầu năm là 4,9%, mảng dịch vụ tăng 5,92% và công nghiệp tăng 4,95%. Trong khi đó nông nghiệp có mức tăng trưởng ẽo uột và tiếp tục giảm xuống còn 2,07%. Đóng góp vào tăng trưởng của Công nghiệp thì công nghiệp chế tạo với sự tham gia chủ yếu của các doanh nghiệp FDI đã cho thấy những kết quả tốt. Trong cơ cấu tăng trưởng xuất khẩu sáu tháng đầu năm, thì tốc độ tăng trưởng cao xảy ra chủ yếu đối với khu vực có vốn đầu tư nước ngoài với các mặt hàng chiếm tỷ trọng lớn như: Điện tử, máy tính và linh kiện; điện thoại các loại và linh kiện; giày dép; hàng dệt may v.v... Vốn giải ngân FDI 6 tháng đầu năm đạt 5,7 tỷ USD, gần bằng mức giải ngân của cả năm 2012 (7,9 tỷ USD). Đây được xem là trụ cột quan trọng để duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong thời gian qua.

Tăng trưởng theo cơ cấu ngành



Vốn FDI giải ngân theo quý (tỷ USD, ytd)



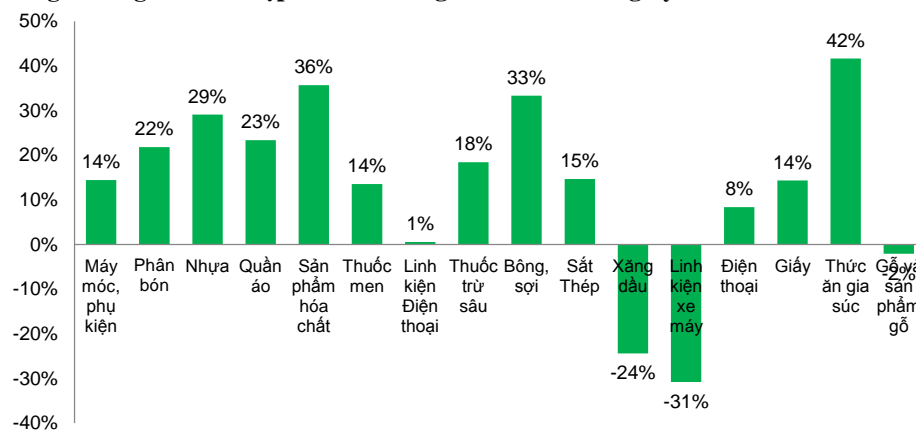
Nguồn CEIC, VCBS

Cơ cấu nhập khẩu có sự tăng trưởng các mặt hàng máy móc nguyên liệu. Trong khi đó xăng dầu và hàng tiêu dùng nguyên chiếc giảm

Xem xét tăng trưởng cơ cấu nhập khẩu 6 tháng đầu năm 2013 so với cùng kỳ năm trước, có thể thấy nhập khẩu cũng bắt đầu tăng mạnh đối với các mặt hàng là nguyên liệu đầu vào như máy móc, phụ kiện, bông sợi, phân bón, giấy, nhựa v.v.. và giảm nhập khẩu đối với xăng dầu và linh kiện xe máy. **Điều này cho thấy các doanh nghiệp đã bắt đầu quá trình tích lũy cho sản xuất và là dấu hiệu cải thiện sức cầu.** Triển vọng tốt về các đơn hàng xuất khẩu có thể là động lực để các doanh nghiệp xuất khẩu tăng tốc độ nhập nguyên liệu đầu vào. **Nếu tốc độ nhập siêu trong các tháng tới tăng dần thì đây có thể là dấu hiệu bắt đầu cho một sự phục hồi của công nghiệp sản xuất xuất khẩu.**

Tốc độ giảm của xăng dầu và linh kiện xe máy phản ánh sức tiêu thụ hiện tại là thấp đối với cả sức mua và sản xuất hiện tại. Sức mua đối với người dân sẽ được đề cập trong chỉ tiêu tăng trưởng doanh thu bán lẻ dưới đây. Đối với tiêu thụ xăng dầu giảm cho thấy nền sản xuất hiện tại vẫn yếu. Xăng dầu là nguyên liệu đầu vào chính và cũng phản ánh sức cầu tiêu thụ điện của các nhà máy điện nhập dầu giảm khi nhu cầu sử dụng điện không căng thẳng trong thời gian qua.

Tăng trưởng cơ cấu nhập khẩu 6 tháng 2013 so với cùng kỳ 2012



Nguồn GSO, VCBS

Tình hình doanh nghiệp đã có những nét khả quan hơn

Số liệu của Bộ Kế hoạch Đầu tư đối với khu vực doanh nghiệp cũng cho thấy những nét tích cực hơn. Số lượng doanh nghiệp thành lập mới được cải thiện và số doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động quay trở lại hoạt động cũng tăng dần qua từng tháng: 4 tháng khoảng 8,3 nghìn; 5 tháng khoảng 8,8 nghìn; 6 tháng khoảng 9,3 nghìn doanh nghiệp.

... nhưng khả năng hồi phục chậm

Tăng trưởng tín dụng có nét khả quan song số liệu về PMI vẫn đáng ngại

Nhiều khả năng nền kinh tế đang dao động lình xình quanh mức đáy

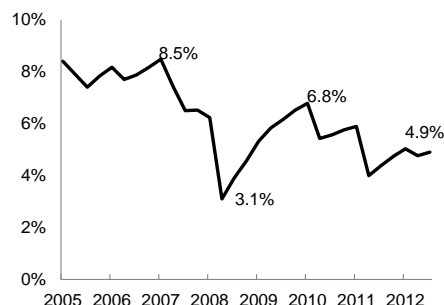
Mặc dù đã chạm đáy và thoát khỏi trì trệ nhưng khả năng Việt Nam sẽ hồi phục nhanh hay chậm? **Những số liệu chi tiết hơn về sức cầu đang cho thấy những kết quả không rõ ràng về sự hồi phục nhanh.** Chỉ số tăng trưởng tín dụng mới nhất được cập nhật cho thấy kể từ tháng 3, tăng trưởng tín dụng đã có bước đột phá rõ nét khi trung bình mỗi tháng tăng được khoảng 1,5% dù 2 tháng trước đó đều có mức tăng trưởng âm. Tính đến cuối tháng 6, tín dụng đã tăng trưởng được 4,5%, đặc biệt tăng mạnh 7,55% đối với VND, một con số rất khả quan trong thời điểm hiện tại. Điều này tạo ra hy vọng vào một kết quả tốt hơn về tăng trưởng tín dụng và sức cầu trong các tháng còn lại của năm. Tuy nhiên, số liệu PMI công bố mới nhất cho thấy PMI tháng 6 đã sụt giảm mạnh chỉ còn 46,4 điểm (tháng trước đã giảm còn 48,8 điểm) đang cho thấy những lo ngại nhất định về hồi phục sức cầu. Điều này cho thấy quá trình phục hồi sức cầu của Việt Nam là khá chậm và đây có thể xem như là hệ quả của quá trình tái cơ cấu nền kinh tế - chấp nhận một mức tăng trưởng thấp ngắn hạn để có thể đổi lấy tăng trưởng cao trong dài hạn.

Tăng trưởng tín dụng có đóng góp nhiều bởi các ngân hàng nhỏ tích cực đẩy mạnh cho vay tiêu dùng

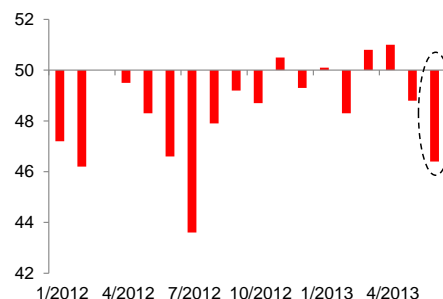
Lý giải nguyên nhân tăng trưởng tín dụng mạnh trong các tháng gần đây, VCBS đã khảo sát tình hình giải ngân cho vay tại một số ngân hàng chính. Kết quả cho thấy, tăng trưởng tín dụng tốt trong 4 tháng gần đây không đến từ 4 ngân hàng lớn (VCB vẫn tăng trưởng âm trong 6 tháng, đặc biệt là sụt giảm tín dụng ngoại tệ, trong khi 3 Ngân hàng lớn còn lại tăng không đáng kể) mà đến chủ yếu từ việc nhóm ngân hàng thương mại cổ

phần nhỏ hơn đã đẩy mạnh cho vay tiêu dùng như Eximbank, Sacombank, ACB v.v.. Đây có thể là nguyên nhân lý giải phần nào PMI tháng 6 vẫn có mức giảm mạnh do tín dụng chưa chảy vào khu vực sản xuất mà chủ yếu chảy vào tiêu dùng.

Tăng trưởng GDP theo quý



Chỉ số PMI Việt Nam



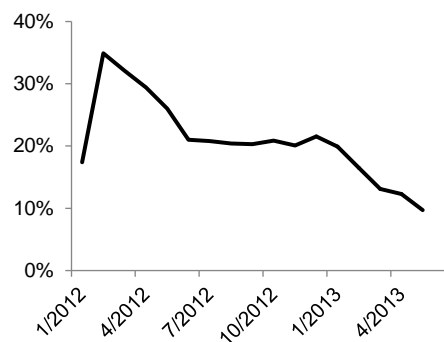
Nguồn HSBC, Bloomberg

Chỉ số tăng trưởng hàng tồn kho giảm mạnh do các doanh nghiệp thu hẹp sản xuất

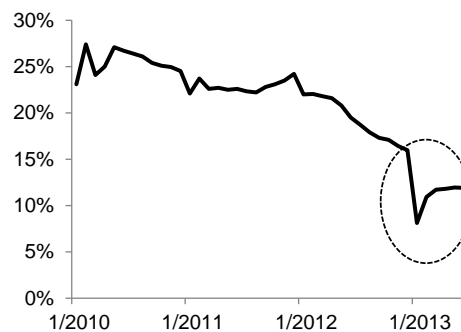
Chỉ số tăng trưởng hàng tồn kho giảm khá mạnh về mức đáy trong hơn 1 năm qua và chỉ còn 9.7%. Sự sụt giảm này ngụ ý 2 điểm, một là có thể hàng tồn kho giảm với lý do các doanh nghiệp đã tăng tốc độ giải phóng hàng hóa. Hai là, mang ý nghĩa tiêu cực hơn, doanh nghiệp đã thu hẹp sản xuất và tốc độ sản xuất thêm hàng hóa thấp hơn tốc độ giải phóng hàng. Nhưng dù nguyên nhân nào thì **việc giảm tăng trưởng hàng tồn kho cũng mang nhiều ý nghĩa tích cực theo hướng giảm những gánh nặng dồn bẫy, tạo động lực chuẩn bị tăng trưởng trở lại, hoặc khơi thông dòng tín dụng trở lại đối với doanh nghiệp, đặc biệt khi nó rơi vào thời điểm đầu của chu kỳ hồi phục.**

Đối với doanh thu bán lẻ, phản ánh sức cầu tiêu dùng, mặc dù có sự hồi phục từ mức đáy song tăng trưởng vẫn ở mức thấp và giảm so với năm trước, chỉ đạt trên 10% so với mức trung bình khoảng hơn 20% các năm trước. **Điều này phản ánh niềm tin của người tiêu dùng vẫn chưa được cải thiện đáng kể.**

Chỉ số tăng trưởng Hàng tồn kho



Tăng trưởng doanh thu bán lẻ

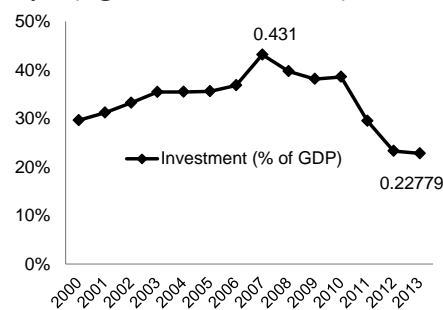


Nguồn CEIC, VCBS

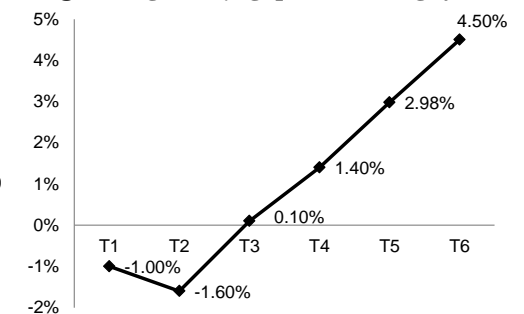
Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm đạt 4,5% tạo ra hi vọng về sự phục hồi của sức cầu đối với cầu đầu tư khi tốc độ tăng trưởng tín dụng được dự báo tăng tốc trong các tháng cuối năm

Đối với cầu đầu tư, sau một giai đoạn dài nền kinh tế giảm dần bẫy tài chính, các doanh nghiệp thu hẹp sản xuất, cầu đầu tư giảm mạnh. Tỷ lệ đầu tư/GDP của Việt Nam giảm từ mức trung bình trên 30% (đạt đỉnh 43% năm 2007) hiện chỉ còn xấp xỉ trên 20%. Về dài hạn, quá trình tái cơ cấu nền kinh tế đang cho thấy tỷ trọng đầu tư vẫn tiếp tục trong xu thế giảm. Tuy nhiên, cầu đầu tư 6 tháng đầu năm 2013 có mức tăng tốt hơn cùng kỳ 2012 khi tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm 2013 đã đạt 4,5%, mức tăng cao hơn rất nhiều so với cùng kỳ năm trước (0,76%), trong đó riêng tín dụng VND đã tăng 7,55%. **6 tháng cuối năm 2013 có thể sẽ có hy vọng tốt hơn cho sự phục hồi của sức cầu đầu tư khi nhiều khả năng kế hoạch tăng trưởng tín dụng 12% của cả năm có thể hoàn thành khi tốc độ tăng trưởng tín dụng đã có dấu hiệu tăng nhanh trở lại.** Ngoài ra, chi tiêu công đầu tư chính phủ dự kiến cũng sẽ tăng trong các tháng còn lại của năm, với tốc độ giải ngân nhanh hơn, sẽ là những động lực đáng kể để kéo sức cầu trở lại.

Tỷ trọng đầu tư/GDP của Việt nam



Tăng trưởng tín dụng qua các tháng (ytd)



Nguồn CEIC, NHNN

Như vậy, một cách tổng quan, sức cầu trong 6 tháng đầu năm vẫn thấp và trong ngắn hạn khả năng hồi phục thoát đáy vẫn chưa rõ ràng cho dù nhìn về trung hạn đã cho thấy những tín hiệu tương đối tích cực. Kinh tế vĩ mô đã ổn định trở lại, và đây là nền tảng tốt để hi vọng vào một sự hồi phục có tính bền vững và lâu dài. Mặc dù vậy những trở ngại của nền kinh tế như nợ xấu, đóng băng tín dụng v.v... thực sự là những rào cản của quá trình tái cơ cấu trước khi Việt Nam hướng sang mô hình tăng trưởng bền vững tránh phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng và đầu tư tràn lan như trước kia. Muốn như vậy thì quá trình tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước và tái cơ cấu Ngân hàng cần phải có những đột phá đáng kể để có thể tạo ra những xung lực mới cho nền kinh tế. Nếu quá trình này chưa cho thấy kết quả hoặc những cải thiện nào mới, sẽ khó có động lực nào đáng kể để làm tăng trưởng GDP của Việt Nam tăng mạnh trở lại ngay trong 6 tháng cuối năm.

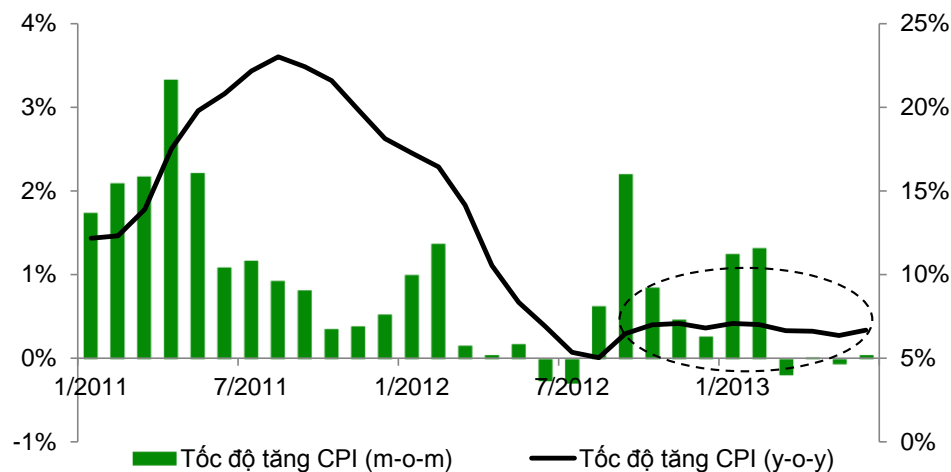
Chính sách tiền tệ dần thành công trong mục tiêu hướng tới sự ổn định: Lạm phát và tỷ giá được kiểm soát

Lạm phát ổn định dưới chính sách “Lạm phát mục tiêu”

NHNN đang cho thấy sự điều hành đang hướng về chính sách “lạm phát mục tiêu”

Mặc dù sự phục hồi của nền kinh tế còn là dấu hỏi, song có thể khẳng định Ngân hàng nhà nước đã dần thành công với mục tiêu ổn định nền kinh tế. Lạm phát được kiểm chế ở mức thấp và ổn định. Tỷ giá và theo đó, giá trị của VND, cũng ổn định tạo điều kiện tốt cho tâm lý nhà đầu tư nước ngoài và các doanh nghiệp hoạt động xuất nhập khẩu. Đầu tư nước ngoài, đặc biệt là vốn đầu tư gián tiếp trên cả thị trường cổ phiếu và trái phiếu đã tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2013, một phần lớn xuất phát từ sự ổn định này.

Lạm phát theo năm (yoy) ổn định trong một thời gian với mức dao động hẹp trong vùng 6-7%



Nguồn Bloomberg, VCBS

Chính sách lạm phát tiền tệ sẽ điều hành theo tín hiệu lạm phát. Do vậy có cơ sở cho việc kỳ vọng lạm phát sẽ không biến động lớn trong thời gian 6 tháng cuối năm

Tính đến cuối tháng 6, chỉ số CPI chỉ tăng 6,7% so với cùng kỳ năm 2012 và tăng 2,4% từ đầu năm. Diễn biến từ đầu năm đến nay, ngoại trừ tháng 1 và 2 có CPI tăng mạnh ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ, trong 4 tháng gần nhất lạm phát tháng gần như không tăng dẫn đến những dự báo lạc quan hơn về mục tiêu thực hiện lạm phát < 6,5% trong năm 2013 của Chính phủ. Mặc dù nguyên nhân chính của việc lạm phát thấp chủ yếu đến từ sự suy yếu của sức cầu nền kinh tế, không thể xem nhẹ những nỗ lực của Ngân hàng nhà nước (NHNN) trong việc thực hiện chính sách nhất quán kiềm chế lạm phát.

Diễn biến chỉ số CPI trên hình cho thấy mức tăng trưởng CPI y-o-y đã ổn định trong một thời gian khá dài ở mức 6% – 7% từ giữa năm 2012. **Diễn biến này của lạm phát cho chúng ta những suy đoán về việc NHNN đã thực hiện chính sách lạm phát mục tiêu trong suốt thời gian qua (đặc biệt trong nhiệm kỳ của Thống đốc Nguyễn Văn Bình)** và cho đến nay, chính sách này đã thực sự phát huy tác dụng, chấm dứt quá trình lạm phát vừa cao vừa biến động của Việt Nam trong suốt giai đoạn 2006 - 2012. Điều này có thể ngụ ý cho chúng ta dự báo về diễn biến của lạm phát trong 6 tháng cuối năm: Nếu như chính sách tiền tệ thực sự có vai trò lớn trong việc kiềm chế lạm phát trong thời gian vừa qua thì dưới chính sách lạm phát mục tiêu như hiện nay, lạm phát cuối năm sẽ vẫn ổn định và khó có nguy cơ tăng mạnh trở lại. Điều này có thể được hiểu như sau: trong cơ chế điều hành chính sách lạm phát mục tiêu khi lạm phát biến động và chệch mục tiêu, chính sách tiền tệ sẽ được thực hiện đi trước để đưa lạm phát về mức mục tiêu. Khi lạm phát trở về mức mục tiêu ổn định, chính sách tiền tệ sẽ đi sau tín hiệu về lạm phát. Có thể xem tình hình hiện nay là ổn định và do vậy, trong thời gian 6 tháng cuối năm, nếu lạm phát có dấu hiệu tăng trở lại, chúng ta có thể suy ra chính sách của NHNN sẽ can thiệp ngay theo hướng đưa lạm phát trở lại mức mục tiêu.

Những chính sách điều hành lãi suất theo đó cũng có thể được suy ra từ tín hiệu của lạm phát, và mối quan hệ này là rất chặt chẽ. Điều này giải thích vì sao lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm trở lên hoặc lãi suất Trái phiếu chính phủ kỳ hạn 1 năm trở lên khó có thể thấp hơn 6,7% (mức lạm phát 1 năm hiện nay). **Do vậy có thể dự báo lãi suất sẽ khó có một đợt cắt giảm nào nữa từ nay về cuối năm (với mức trần lãi suất tiền gửi đã là 7%/năm hiện nay).**

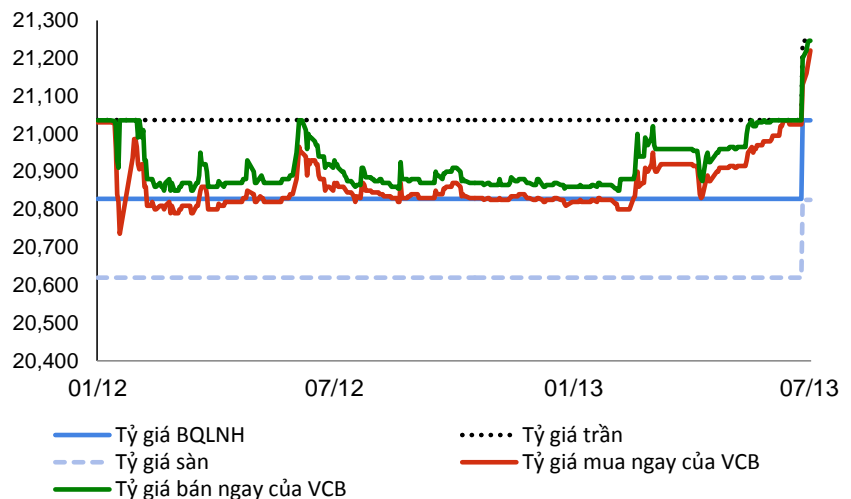
Tỷ giá dự báo sẽ vẫn ổn định trong 6 tháng cuối năm do cán cân thanh toán vẫn dương vào cuối năm (ước 5-6 tỷ USD)

Tỷ giá ổn định, chính sách hướng tới ưu tiên tăng dự trữ ngoại hối

Chính sách tỷ giá của Việt Nam được duy trì ổn định suốt thời gian qua và chưa có một lần điều chỉnh tỷ giá chính thức nào từ gần 2 năm nay. Những biến động gần đây về tỷ giá, đặc biệt sau khi NHNN điều chỉnh tăng tỷ giá USD/VND thêm 1%, gây nên những lo ngại về những đợt điều chỉnh lớn tiếp theo trong 6 tháng cuối năm 2013. Theo chúng tôi sẽ không có những lo ngại nào về sự ổn định của tỷ giá, và nếu tỷ giá có điều chỉnh trong quãng thời gian 6 tháng cuối năm, cũng sẽ không quá 1%.

Cơ sở cho nhận định trên căn cứ vào việc đánh giá xem xét dư địa công cụ chính sách của NHNN. **6 tháng 2013, nhập siêu ở mức 1,4 tỷ USD**, kiều hối vẫn tiếp tục tăng ổn định khiến cho tài khoản vãng lai được ước đoán dương khoảng 1 – 2 tỷ USD. Ngoài ra cán cân vốn cũng cho thấy những dấu hiệu tích cực khi trong 6 tháng đầu năm giải ngân FDI đạt 5,7 tỷ USD. Với tình hình như trên, dự báo **cán cân tổng thể của Việt Nam sẽ vẫn dương và có thể đạt thặng dư 5- 6 tỷ USD**. Như vậy, những áp lực về cung cầu ngoại hối hiện tại là không lớn và không đáng ngại. Biến động tỷ giá vẫn sẽ được bảo đảm bởi dư địa can thiệp chính sách trong tay NHNN. Đây là cơ sở để NHNN có thể sẵn sàng đưa ra những tuyên bố chính thức về tỷ giá nhằm trấn an tâm lý nhà đầu tư.

Tỷ giá ổn định quanh mức tham chiếu bình quân suốt gần 2 năm qua



Nguồn CEIC, VCBS

Nguyên nhân chính của căng thẳng tỷ giá trong thời gian vừa qua là chênh lệch lãi suất giữa VND và USD không còn đủ hấp dẫn (lãi suất VND hạ mạnh) để các ngân hàng duy trì trạng thái ngoại tệ âm

Nguyên nhân của đợt biến động tỷ giá với những giao dịch chạm trần và việc điều chỉnh nâng tỷ giá 1% trong thời gian qua được chúng tôi nhìn nhận như sau:

- **Biến động tăng nhiệt tỷ giá vừa qua được cho có nguyên nhân chủ yếu là bởi sự thay đổi trạng thái ngoại tệ của các ngân hàng thương mại khi chênh lệch lãi suất giữa VND và USD thay đổi.** Trong khoảng thời gian trước tháng 5, lãi suất VND chênh so với USD đủ hấp dẫn để các ngân hàng bán USD thu VND và cho vay VND với lãi suất cao hơn trong bối cảnh tỷ giá được dự báo là ổn định. Lãi suất USD thấp khiến các ngân hàng một phần đẩy mạnh gửi USD tại nước ngoài (dù lãi suất cũng rất thấp nhưng không lo ngại mất vốn như khi cho vay). Điều này làm cho trạng thái ngoại tệ tại các ngân hàng là âm. Trong thời gian tháng 5-6, lãi suất VND được điều chỉnh giảm mạnh, chênh lệch lãi suất không còn hấp dẫn nữa và các Ngân hàng tạm dừng trạng thái bán, đồng thời mua gom để giải quyết nhu cầu ngắn hạn của một số tổ chức nước ngoài chốt lời. Việc thay

đổi trạng thái trong thời gian ngắn như vậy dẫn đến tỷ giá giao dịch tăng và chạm trần trong thời gian qua. NHNN đã can thiệp bán ra ngoại tệ ở mức trần khiến tâm lý nhà đầu tư có phần lo ngại và tạo ra kỳ vọng điều chỉnh tỷ giá. **Tuy nhiên, ảnh hưởng này chỉ là ngắn hạn và sẽ ổn định trong thời gian ngắn tới.**

- Việc điều chỉnh tỷ giá 1% được VCBS đánh giá như một đợt điều chỉnh nằm trong lộ trình và có thể được thực hiện sớm hơn thời điểm 1/7 vừa qua. Đợt điều chỉnh này là cần thiết để tiếp tục kích thích xuất khẩu, và phù hợp với sự tăng giá của đồng USD trong thời gian gần đây, nhưng nguyên nhân lớn nhất theo chúng tôi vẫn là sự lo ngại về một sức cầu tăng trở lại trong thời điểm cuối năm, nhập khẩu sẽ tăng dẫn đến những lo ngại về sụt giảm dự trữ ngoại hối
- Trước tình hình như vậy NHNN có thể sẽ duy trì ổn định tỷ giá từ nay đến cuối năm. Nếu sức cầu tăng mạnh hơn dự kiến, có thể NHNN sẽ có 1 đợt điều chỉnh tỷ giá nữa, nhưng cũng sẽ không quá 1%.

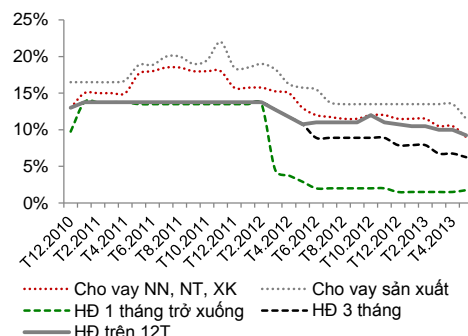
Mối quan hệ giữa thị trường vàng và tỷ giá trước đây là khá chặt chẽ khi mỗi khi có sự biến động về vàng thường đi kèm với biến động của tỷ giá. Tình trạng nhập vàng lậu trước đây là nguyên nhân chính dẫn tới sự biến động này. Sau khi chính thức quốc hữu hóa nhãn hiệu SJC, tình trạng nhập lậu vàng về cơ bản đã được hạn chế. Việc độc quyền trong mua bán vàng miếng, kiểm soát nhập khẩu vàng miếng và chấp nhận duy trì chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới đang cho thấy NHNN đang cố gắng loại bỏ tính tiền tệ của vàng, và tiến tới định hướng giảm nhu cầu tích trữ vàng của người dân. Bằng chính sách này dự trữ ngoại hối của Việt Nam sẽ được đảm bảo khi ngoại tệ không còn bị chảy máu do nhập khẩu vàng ồ ạt như trước đây. **Thị trường vàng sẽ sớm ổn định trở lại khi thói quen tích trữ vàng của người dân dần giảm dần theo thời gian (theo thống kê Việt Nam là một trong những nước có tỷ lệ dân tích trữ vàng cao hàng đầu thế giới)**

Thị trường tài chính: Lãi suất đã chạm đáy, nhưng chính sách tiền tệ bị hạn chế do nợ xấu và tái cấu trúc ngân hàng

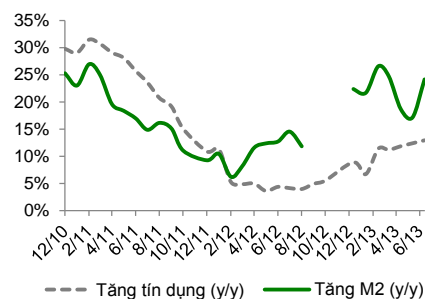
Mặt bằng lãi suất hạ nhanh và chạm đáy. Tăng trưởng tín dụng 6 tháng tăng 4,5%, cung tiền tăng 7,3% (25% yoy)

Với diễn biến lạm phát thuận lợi từ hơn 1 năm qua, Ngân hàng nhà nước chủ động hạ dần mặt bằng lãi suất với các lãi suất chủ chốt nhằm bơm thêm cung tiền để kích thích sức cầu nền kinh tế. Trong 6 tháng đầu năm mặt bằng lãi suất liên tục giảm, các lãi suất chủ chốt như lãi suất chiết khấu, tái cấp vốn hiện chỉ còn 5% và 7%. Đường cong lãi suất đã dần được đưa về dạng chuẩn theo các kỳ hạn. Hiện nay trần lãi suất huy động chỉ còn áp dụng đối với kỳ hạn 6 tháng và hạ xuống còn 7%. Lãi suất huy động VND do đó đã giảm khoảng 2-3% so với cuối năm 2012. Mặt bằng lãi suất cho vay cũng giảm khoảng 3-4%/năm và đã trở về mức lãi suất của giai đoạn 2005-2006. Hiện nay lãi suất cho vay các khoản trung dài hạn các dự án tốt chỉ còn 12-13%, các dự án ưu tiên chỉ còn 8-9%. Lãi suất các khoản vay cũ cũng được tích cực điều chỉnh giảm. Trong nỗ lực bơm tiền vào nền kinh tế để hỗ trợ tăng trưởng, tính đến cuối tháng 6, tăng trưởng tín dụng đạt 4,5% và tăng trưởng cung tiền M2 ước đạt 7,3% so với đầu năm (ytd) và đạt khoảng 25% so với cùng kỳ (yoy)

Diễn biến các lãi suất cho vay chủ chốt

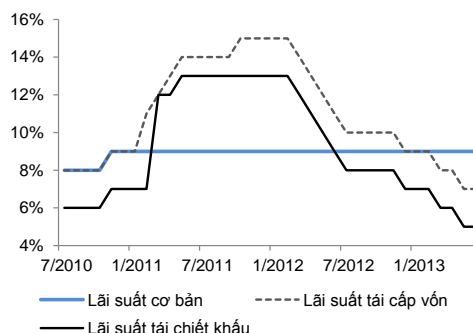


Tăng trưởng tín dụng và M2



Nguồn CEIC, VCB

Diễn biến các lãi suất điều hành chủ chốt



Diễn biến lãi suất TPCP kỳ hạn 2 năm



Nguồn Bloomberg, NHNN

Một phần tăng trưởng tín dụng có được là do đảo nợ, gian hạn nợ để tránh chuyển nợ xấu phải bán cho VAMC

Chính sách tiền tệ thiếu hiệu quả kích cầu khi nợ xấu thực sự đã cản trở tăng trưởng tín dụng

Các ngân hàng dành nhiều nguồn lực vào việc xử lý nợ xấu, thu hồi nợ trong thời gian tới và do vậy ảnh hưởng đến mục tiêu tăng trưởng tín dụng

Mặc dù lãi suất đã giảm, tăng trưởng tín dụng thực tế trong 6 tháng đầu năm tăng nhanh trong các tháng gần đây, song tổng thể cũng chỉ đạt 4,5%. Xung quanh con số 4,5% này còn có những lo ngại khác như bao nhiêu phần trăm tăng tín dụng đó là do gia hạn nợ, đảo nợ? Chúng tôi đã tìm hiểu và được biết tình trạng gia hạn hay đảo nợ xảy ra không nhiều và cũng không dễ thực hiện trong tình hình hiện nay (chủ yếu là kéo dài thời gian trả nợ) và xảy ra chủ yếu với các ngân hàng nhỏ. Tuy nhiên cũng không thể phủ nhận thực tế là khi VAMC thành lập và đi vào hoạt động, các ngân hàng không muốn bán nợ xấu cho VAMC sẽ có động cơ che giấu nợ xấu bằng việc đảo nợ, gia hạn nợ nói trên.

Có một số nguyên nhân gây nên khó khăn trong việc đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng ngân hàng dù lãi suất đã giảm. Một là sức cầu nền kinh tế quá yếu khiến nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp tốt đã giảm đi phần lớn, trong khi các ngân hàng trở nên thận trọng hơn với các doanh nghiệp còn lại do lo ngại rủi ro. Hai là các Ngân hàng cũng tích cực thu hồi nợ và dư nợ ngoại tệ giảm mạnh do chính sách chống đô la hóa đã phát huy tác dụng mạnh mẽ, khiến cho 2 tháng đầu năm tăng trưởng tín dụng âm. Ngoài ra, với thanh khoản dồi dào nhưng các ngân hàng nay có thêm sự lựa chọn là nguồn cung trái phiếu chính phủ lớn nên không cần quá mặn mà với việc đẩy mạnh cho vay doanh nghiệp.

Chính sách tiền tệ của NHNN với mục tiêu hạ lãi suất hỗ trợ doanh nghiệp thúc đẩy tăng trưởng trong thời gian còn lại của năm được dự đoán cũng sẽ gặp những hạn chế nhất định. Cho dù lãi suất đã hạ rất thấp, thanh khoản dồi dào nhưng dòng chảy tín dụng đến doanh nghiệp cũng rất khó khăn do các Ngân hàng đang phải giải quyết nợ xấu.

Tâm lý vẫn dè dặt và thiên về thận trọng hơn trong cho vay cho nên tín dụng do vậy sẽ vẫn ì ạch để tăng trưởng. Để nâng cao hiệu quả của chính sách tiền tệ, tập trung đẩy mạnh tốc độ tái cơ cấu ngân hàng và xử lý nợ xấu là những bước đi cấp thiết dù có đau đớn trước khi Việt Nam có thể hi vọng vào một sự phục hồi và tăng trưởng nhanh trở lại ở mức > 6%

Những dự báo trong tương lai gần

GDP được dự báo sẽ tăng trưởng 5,2% trong năm 2013

Tăng trưởng GDP được chúng tôi dự báo sẽ đạt mức 5,2% năm 2013 và có thể tăng lên mức 5,5% – 5,8% trong năm 2014. Sự ổn định sẽ vẫn là nền tảng để duy trì tăng trưởng bền vững, đồng thời tạo điều kiện cho các chính sách kích cầu phát huy hiệu quả. Tuy nhiên trong ngắn hạn Việt Nam vẫn đang trong quá trình cải tạo cơ cấu Ngân hàng, xử lý nợ xấu và tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước. Tất cả điều này đòi hỏi cần thời gian khoảng vài năm và do vậy trong ngắn hạn chúng tôi chưa nhìn thấy động lực tăng trưởng mạnh mẽ của Việt Nam cho dù xuất khẩu của khối doanh nghiệp nước ngoài có đôi chút khả quan. Năm 2014 quá trình này vẫn tiếp tục và tăng trưởng nếu trong bối cảnh thuận lợi có thể đạt mức 5,8% - 6%. Sức cầu cải thiện chậm là nguyên nhân GDP chỉ được dự báo tăng ở mức 5,2% so với mục tiêu 5,5% của Chính phủ. **Ngoài ra chúng tôi cho rằng mức 5,2% đã là mức dự báo có phần lạc quan và Việt Nam có thể chỉ đạt được mức tăng trưởng này nếu tăng trưởng tín dụng cải thiện với tốc độ tốt trong những tháng cuối năm.**

Lạm phát dự báo tăng < 7% năm 2013

Lạm phát vẫn chưa có dấu hiệu đáng ngại mặc dù lộ trình tăng giá một số mặt hàng đã được lên kế hoạch rục rịch tăng, đi kèm với đó là mức lương cũng sẽ được điều chỉnh. Dù có lộ trình tăng các mặt hàng, giá hàng lương thực và nông sản thế giới vẫn đang có xu hướng giảm. Ngoài ra, chúng tôi tiếp tục tin tưởng vào chính sách lạm phát mục tiêu mà NHNN đang theo đuổi hiện nay. Chính sách này được dự đoán nếu lạm phát có dấu hiệu tăng, NHNN sẽ can thiệp ngay và dập tắt nguy cơ lạm phát trở nên khó kiểm soát. **Chúng tôi cho rằng chỉ số giá tiêu dùng sẽ tăng tối đa 7% trong năm nay, với mức tăng các tháng sẽ tăng từ từ chứ không chỉ tăng mạnh đột biến vào thời điểm cuối năm.**

Tỷ giá ổn định. Nếu có điều chỉnh sẽ không quá 1%

Thị trường ngoại tệ sẽ vẫn ổn định và không có đột biến lớn khiến tỷ giá cuối năm không biến động mạnh. **Chúng tôi dự đoán NHNN có thể sẽ không có đột biến điều chỉnh tỷ giá nào trong 6 tháng cuối năm. Nếu giá trị đồng USD biến động tăng ngoài dự kiến, tỷ giá có thể được điều chỉnh nhưng nhiều khả năng sẽ không quá 1%.**

Mặt bằng lãi suất có khả năng tăng nhẹ cho đến thời điểm cuối năm. Tuy nhiên chênh lệch lãi suất cho vay và huy động có thể sẽ tiếp tục giảm dần

Mặt bằng lãi suất nhiều khả năng sẽ tăng nhẹ lại trong quãng thời gian từ nay đến cuối năm và sẽ không có đột biến giảm lãi suất nào thêm nữa. Có nhiều luận điểm cho rằng lãi suất sẽ sớm tăng nhanh trở lại do chính phủ đã phát hành khá nhiều trái phiếu để tài trợ cho ngân sách (tổng phát hành trái phiếu từ đầu năm khoảng 125 ngàn tỷ đồng). Tuy nhiên chúng tôi cho rằng khi thanh khoản ngân hàng dồi dào, việc tranh thủ phát hành trái phiếu như vậy của Chính phủ sẽ tác động kéo lãi suất tăng trở lại không lớn (tăng cung trái phiếu khi thanh khoản ngân hàng dồi dào). **Nhiều khả năng lãi suất sẽ tăng nhẹ trở lại từ từ theo diễn biến của lạm phát.** Tuy nhiên lãi suất cho vay doanh nghiệp không thuộc dạng ưu tiên có thể giảm hơn (hiện nay khoảng 12%-14%), thu hẹp biên lãi suất khi rủi ro kinh doanh giảm dần.

Hoạt động mua bán và xử lý nợ xấu sẽ tăng nhiệt trong thời gian tới. Ngân hàng sẽ tập trung tái cơ cấu và do vậy hạ thấp mục

Công ty VAMC ra đời với nhiệm vụ chủ chốt là công cụ để Chính phủ và NHNN chủ động giải quyết nợ xấu, hay nói cách khác phải sử dụng nguồn lực một cách chủ động để phá băng tín dụng đang bị tắc nghẽn bởi nợ xấu. Hiện nay về pháp lý VAMC đã đi vào hoạt động. Các hoạt động mua bán nợ sẽ được diễn ra trong thời gian tới và vì đây

tiêu tăng trưởng nóng

Cáo hoạt động tư vấn đánh giá tài sản đảm bảo (đặc biệt là bất động sản) sẽ sôi động trong thời gian tới với sự hoạt động của VAMC

là hoạt động khá mới mẻ tại Việt Nam nên hoạt động tư vấn và định giá tài sản thế chấp sẽ trở nên sôi động và sẽ có rất nhiều việc phải làm đối với các công ty chứng khoán. Theo như quyết tâm của NHNN là xử lý được 80 – 100 nghìn tỷ nợ xấu trong năm 2013 thì việc hồi thúc mua bán nợ của VAMC đối với các ngân hàng sẽ trở nên ráo riết. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá thực tế khả năng VAMC chỉ có thể mua được từ 30-40% trong tổng số này trong năm 2013 căn cứ vào tiến độ hiện tại. Trong thời gian tới chúng tôi cho rằng NHNN sẽ nghiêm túc yêu cầu các ngân hàng thực hiện phân loại nợ theo Thông tư 02 (đã lùi hạn 1 năm) và không gia hạn thêm. Càng tới gần thời hạn đó, các ngân hàng sẽ dành rất nhiều thời gian vào việc xử lý và thu hồi nợ, đánh giá tài sản đảm bảo. **Trước sức ép của NHNN, đây được dự báo sẽ là các hoạt động chính trong thời gian tới đối với hệ thống ngân hàng, chứ không phải vì mục tiêu lợi nhuận với tăng trưởng tín dụng không bền vững như trước.**

Kinh tế thế giới

Mỹ

Kinh tế Mỹ phát đi nhiều tín hiệu phục hồi tích cực. Tốc độ tăng trưởng kinh tế Mỹ được dự báo đạt 2,3-2,6% năm 2013 và 3-3,5% năm 2014

Kinh tế Mỹ tiếp tục phát đi nhiều tín hiệu hồi phục tích cực. Giá nhà đất tại 20 thành phố của Mỹ trong tháng 4 tăng 12,1% (y-o-y), mức tăng cao nhất kể từ tháng 3/2006 với doanh số bán nhà vượt mức 5 triệu căn, tương đương mức tăng 4,2% và là con số cao nhất trong hơn 3 năm qua. Cùng với đó, ngành sản xuất ô tô ghi nhận mức tăng 13% trong doanh số bán ô tô trong tháng 6 cho thấy sức cầu đang được cải thiện tốt. Chỉ số PMI được công bố đã nhích xuống mức thấp hơn một chút từ 52.3 trong tháng 5 xuống 52.2 trong tháng. Việc chỉ số PMI của Mỹ hiện vẫn trên ngưỡng 50 cho thấy nền sản xuất vẫn tiếp tục được trong phạm vi được mở rộng. GDP Mỹ tăng trưởng 1,8% trong Q1/2013, thấp hơn mức kỳ vọng 2,4%, Tốc độ tăng tiêu dùng cũng chỉ đạt 2,6% so với kỳ vọng 3,4% trước đó.

Kinh tế Mỹ được dự báo sẽ tốt dần lên và không bị ảnh hưởng nhiều khi gói QE3 dừng lại với tốc độ tăng trưởng đạt 2,3-2,6% trong năm 2013 và 3-3,5% trong năm 2014. Tỷ lệ thất nghiệp sẽ giảm xuống 7,2% vào cuối năm 2013 và ở mức 6,5%-6,8% vào năm 2014.

Châu Âu

Kinh tế Châu Âu nhiều khả năng vẫn chưa thoát khỏi suy thoái trong năm 2013

Nền kinh tế Châu Âu tiếp tục tụt lẹt trong 6 tháng đầu năm. GDP của khu vực Eurozone giảm 0,2% trong Q1/2013 và cũng là quý giảm thứ 6 liên tiếp. Chỉ số PMI tháng 6 của khu vực tăng lên mức cao nhất trong 15 tháng qua ở mức 48,9, tăng so với mức 47,7 trong tháng 5, nhưng vẫn nhỏ hơn ngưỡng 50 cho thấy khu vực sản xuất tiếp tục thu hẹp. Chỉ số này ở Pháp chỉ đạt 48,3 và ở Đức tụt xuống mức thấp nhất trong hai tháng qua. Tỷ lệ thất nghiệp khu vực đồng Euro đạt mức cao kỷ lục là 12,2% trong tháng 6 với số lượng người thất nghiệp lên tới 20 triệu người. Đặc biệt là cuộc khủng hoảng thất nghiệp của Tây Ban Nha, nền kinh tế lớn thứ tư của khu vực, có tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 5 lên đến 26,9% trầm trọng hơn tình hình của Hy Lạp là 26,8%. Cuộc khủng hoảng nợ công bắt nguồn từ Hy Lạp và Cộng hòa Síp và khủng hoảng đồng euro tiếp tục lan rộng ra các nền kinh tế mạnh như Đức, Pháp, Ý và Bồ Đào Nha. Trong 3 năm qua, đã có Hy Lạp, Ai-len, Bồ Đào Nha phải cầu cứu các chủ nợ quốc tế, Cộng hòa Síp và Tây Ban Nha phải xin cứu trợ ngân hàng, Ý và Pháp cũng đã rung hồi chuông báo động khi nợ công của hai nước lên đến hai nghìn tỷ euro.

Chúng tôi cho rằng các chính sách thắt lưng buộc bụng của Liên minh Châu Âu như duy trì mức lãi suất 0,5% và các chính sách khác kèm theo những gói cứu trợ khổng lồ mà ECB tung ra hiện vẫn chưa phát huy được hiệu quả. Việc giải quyết

cuộc khủng hoảng nợ trong khu vực và các hệ quả của nó vẫn cần thêm một thời gian dài và nhiều khả năng nền kinh tế khu vực này vẫn chưa thể thoát khỏi suy thoái trong năm 2013 với GDP của khu vực được dự báo giảm khoảng 0,6%.

Châu Á

Kinh tế Nhật Bản nửa đầu năm 2013 đạt nhiều thành tựu nhờ những biện pháp kích thích kinh tế và chính sách nới lỏng tiền tệ

Tại khu vực Châu Á, nền kinh tế Nhật Bản có nhiều khởi sắc trong 6 tháng đầu năm nhờ những biện pháp kích thích kinh tế và chính sách nới lỏng tiền tệ của Chính phủ và Ngân hàng trung ương Nhật Bản. Sau 10 năm giảm phát, GDP 6 tháng đầu năm của Nhật Bản tăng 1,8%, gấp 3 lần hai quý trước. Trong đó, 60% lực đẩy của đà tăng trưởng đến từ sức tiêu thụ, vốn ẽo uột trước đây, đang tăng lên. Thêm vào đó, lượng tiền bơm ra nền kinh tế lớn, dự kiến là 220 tỷ USD/tháng để đạt mục tiêu lạm phát là 2% dẫn đến đồng Yên sụt giá mạnh, khoảng 30% so với USD và 37% so với EUR, góp phần nâng cao doanh số xuất khẩu và mức lời của doanh nghiệp Nhật.

Nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc, phát đi những tín hiệu xấu, đặc biệt là trong hệ thống ngân hàng. Trung quốc đang cho thấy hình ảnh một bong bóng dần hình thành và có phần ngày càng mong manh hơn

Nền kinh tế Trung Quốc có nhiều dấu hiệu không tích cực khi đang dần cho thấy tính bong bóng của nó. Chỉ số PMI của nước này trong tháng 6 chỉ đạt 48,3 điểm, thấp hơn mức 49,2 của tháng 5 và là thấp nhất kể từ tháng 9 năm 2012 do nhu cầu trên thị trường quốc tế giảm, nhu cầu nội địa thấp và hàng tồn kho tăng lên. **Tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 30%, trong đó tín dụng nội địa tăng tới 52% (y-o-y) trong 5 tháng đầu năm**, tuy nhiên hoạt động tín dụng thiếu hiệu quả, hệ thống ngân hàng trong bóng tối, tín dụng đen và hiện tượng đảo nợ đang mất kiểm soát, dòng tiền đi vào các tài sản đầu cơ thay vì vào sản xuất, lãi suất trên thị trường tiền tệ, lãi suất Shibor tăng lên mức kỷ lục trong tháng 5 đã tạo nên cơn sốt thanh khoản và khủng hoảng tiền mặt trong các ngân hàng thương mại. **Những điều này đã làm dấy lên quan ngại về việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc, đồng thời cũng tạo nên làn sóng rút vốn của các quỹ đầu tư khỏi thị trường các nước mới nổi và trở lại thị trường các nước phát triển, nhất là Mỹ và đồng USD.**

Rủi ro từ những diễn biến xấu của nền kinh tế Trung Quốc một trong những rủi ro đáng kể cần phải cân nhắc và theo dõi kỹ trong thời gian tới.

Chính phủ Trung Quốc được kỳ vọng sẽ thắt chặt tín dụng trong 6 tháng cuối năm, kiểm soát và xử lý nợ sạt sao hơn để tránh bong bóng tài sản. Mục tiêu tăng trưởng GDP 7,5% trong năm 2013 theo đó cũng sẽ khó khăn hơn.

Những diễn biến xấu của nền kinh tế Trung Quốc, theo chúng tôi, sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực lên nền kinh tế thế giới nói chung cũng như Việt Nam nói riêng. Chúng tôi đánh giá đây cũng là một trong những rủi ro đáng kể cần phải cân nhắc và theo dõi kỹ trong thời gian tới vì hiện nay sức khỏe của kinh tế Trung Quốc đặc biệt quan trọng đối với Việt Nam khi thương mại với Trung quốc đang chiếm một tỷ trọng lớn.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Điểm nhấn

- Thị trường sôi động trong 6 tháng đầu năm. Dòng tiền tìm đến các cổ phiếu có cơ bản tốt và triển vọng khả quan. Thanh khoản có sự chênh lệch rõ rệt giữa HSX và HNX.
- Động thái của khối ngoại có nhiều tác động lên thị trường trong nửa đầu năm 2013. Sau khi mua ròng mạnh khối này co hẹp giao dịch và chuyển sang bán ròng mạnh vào tháng 6 chủ yếu do những diễn biến xấu trên thế giới. Giao dịch xoay quanh nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Đặc biệt là các giao dịch từ các quỹ ETFs như Vietnam ETF (VNM) và FTSE Vietnam ETF (FTSE).
- Các chỉ số ngành, ngoại trừ ngành Khoáng sản, đều tăng điểm nhưng có sự phân hóa rõ nét. Ngành Thực phẩm hàng tiêu dùng dẫn đầu, với sự nổi trội của trụ cột VNM, tiếp theo là ngành Bảo hiểm và Dầu khí, các ngành còn lại chỉ ghi nhận mức tăng nhẹ.
- P/E của HSX tăng mạnh từ 11,64 vào cuối năm 2012 lên đến 13,45 vào cuối tháng 6 năm 2013.
- Sau khi bán ròng đáng kể trong Quý 1, khối tự doanh chuyển sang mua ròng trong Quý 2, xu hướng mua ròng mạnh lên trong tháng 6. Động thái của khối tự doanh đã có phần bất trái ngược so với khối ngoại.

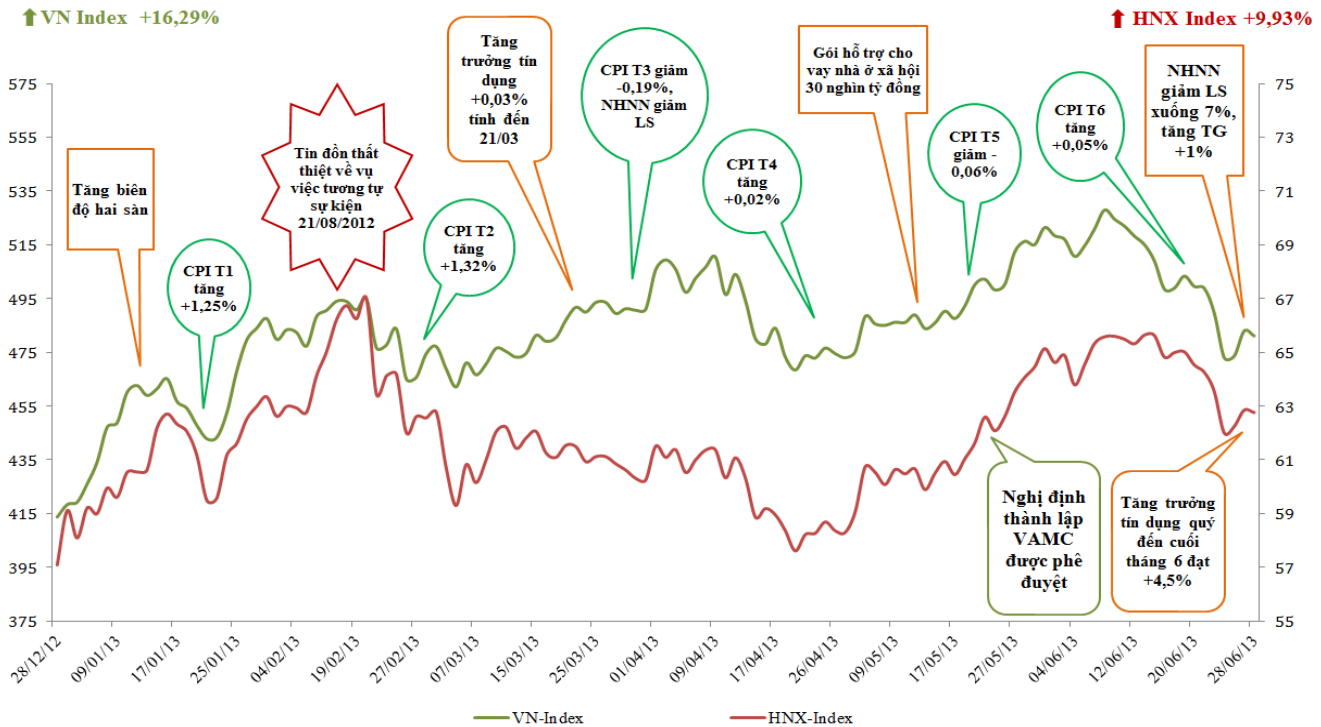
Thông kê thị trường chứng khoán nửa đầu năm 2013

Thông kê thị trường	HSX		HNX	
Index	481,13	(+16,29%)	62,76	(+9,93%)
KLGD TB (triệu/ngày GD)	65,53	(+60,86%)	54,39	(+58,44%)
GTGD TB (tỷ/ngày GD)	1.086,30	(+76,33%)	424,51	(+56,72%)

Triển vọng thị trường 6 tháng cuối năm 2013

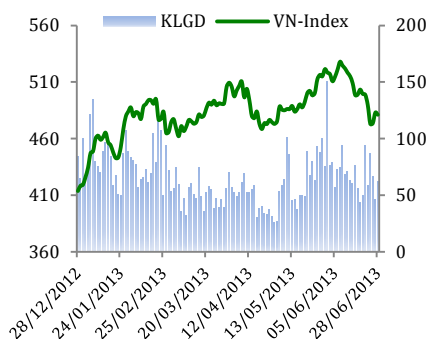
- Kinh tế vĩ mô ổn định và dần hồi phục theo hướng tái cơ cấu để chuẩn bị tăng trưởng về chiều sâu. Kênh đầu tư chứng khoán được dự báo tiếp tục là kênh đầu tư hấp dẫn đối với dòng tiền và có tính đi trước dựa trên nền tảng vĩ mô ổn định.
- Sự khởi sắc của thị trường có thể rõ nét hơn từ nửa cuối Quý 3. Hiện nay thị trường đang trong giai đoạn tích lũy và giằng co.
- Dòng tiền được kỳ vọng sẽ có sự phân hóa, mức tăng điểm sẽ không đồng đều giữa các nhóm cổ phiếu. Các nhóm ngành nổi sẽ là các nhóm ngành đặc thù, nhận được nhiều sự ưu ái từ chính sách như dầu khí hóa chất, xây dựng cơ bản hoặc ít chịu ảnh hưởng từ những khó khăn chung của nền kinh tế như hàng tiêu dùng thiết yếu, thực phẩm, cao su sẫm lốp và y tế.
- Rủi ro từ phía nền kinh tế thế giới, đặc biệt là từ Trung Quốc, tiếp tục là yếu tố có ảnh hưởng không nhỏ đến thị trường chứng khoán Việt Nam và cần được theo dõi chặt chẽ trong 6 tháng cuối năm 2013.
- Trong 6 tháng cuối năm, kịch bản dòng vốn ngoại đổ mạnh vào thị trường chứng khoán như nửa đầu năm 2013 là khó xảy ra, tuy nhiên khả năng rút vốn mạnh của khối này cũng rất thấp. Dòng vốn nội được kỳ vọng sẽ là yếu tố chính dẫn dắt cho kịch bản tăng điểm của thị trường.
- Thị trường hiện tại thích hợp với đầu tư trung và dài hạn với mục tiêu là các mã có cơ bản vững chắc và triển vọng sáng. Chú ý các cổ phiếu có thanh khoản cao, kết quả kinh doanh được dự báo sẽ tốt trong 6 tháng.

TỔNG KẾT THỊ TRƯỜNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2013



Thị trường chứng khoán 6 tháng đầu năm 2013 đã ghi nhận những chuyển biến rất tích. Giao dịch diễn ra khá sôi động với sự cải thiện của cả điểm số lẫn thanh khoản.

Dòng tiền trong giai đoạn này thường chủ yếu tìm đến các cổ phiếu có cơ bản tốt và triển vọng khả quan



Giai đoạn nửa đầu Q1.2013 có thể xem như giai đoạn bứt phá mạnh với sự khởi sắc rõ rệt nhất của thị trường. Điều này có được với các nguyên nhân chính như sau: (1) kinh tế vĩ mô dần ổn định trong đó có việc kiềm chế lạm phát bên cạnh sự kỳ vọng chính sách mới sẽ tạo nên những chuyển biến tích cực cho nền kinh tế với việc giải quyết nợ xấu thông qua đề án thành lập công ty mua bán nợ VAMC, (2) với nhiều đánh giá quốc tế rằng Việt Nam sẽ là thị trường hấp dẫn nhất khu vực Châu Á, dòng vốn ngoại đổ mạnh vào thị trường chứng khoán Việt Nam, tập trung phần lớn ở các mã cổ phiếu vốn hóa lớn, tạo sức nâng mạnh cũng như tính lan tỏa cho đà tăng của cả thị trường.

Tuy nhiên trong tháng 3 và tháng 4, mặc dù thị trường có ghi nhận sự bứt phá trong những ngày đầu của tháng 4, chủ yếu dưới sự dẫn dắt của một số blue-chips trên sàn HSX, nhưng nhìn chung xu hướng chính của thị trường trong giai đoạn này là điều chỉnh tích lũy. Điều này là do (1) thị trường đã tăng điểm gần hai tháng liên tục, mang lại tỷ suất cao, dòng tiền khó tăng kịp theo đà tăng của thị trường, (2) bối cảnh tình hình vĩ mô chưa có nhiều chuyển biến tích cực như kỳ vọng, (3) tin đồn thất thiệt về vụ việc bắt giữ một lãnh đạo cao cấp trong ngành ngân hàng đã khiến tâm lý thị trường bị ảnh hưởng tiêu cực, dẫn đến một phiên bán tháo, (4) thiếu đi lực mua mạnh mẽ từ khối ngoại, các chỉ số dần mất đà tăng điểm mạnh.

Trong tháng 5, thị trường chứng khoán những khởi sắc khá rõ nét, xu hướng tăng điểm là chủ đạo cùng với những diễn biến giao dịch khá sôi động. Khác biệt so với những tháng đầu năm, trong khi dòng vốn ngoại không quá nổi bật thì dòng tiền nội đã đổ mạnh vào thị trường và là yếu tố dẫn dắt cho đà tăng của thị trường, với tâm điểm là các mã trụ cột, có cơ bản tốt. Điều này bắt nguồn từ những nguyên nhân chính như sau: (1) nền kinh tế duy trì sự ổn định và tiếp tục có dấu hiệu cải thiện, (2) lãi suất huy động giảm mạnh, thị

trường chứng khoán trở nên hấp dẫn hơn với dòng tiền, (3) thị trường đón nhận một số thông tin tích cực từ phía chính sách như: gói hỗ trợ cho vay mua nhà ở xã hội trị giá 30 nghìn tỷ đồng và Thủ tướng chính phủ đã chính thức ký quyết định thành lập Công ty quản lý tài sản (VAMC).

Bước vào tháng 6, tiếp nối đà tăng từ tháng 5, thị trường đã thiết lập đỉnh mới của VN Index ở con số 527,97 điểm trong tuần đầu của tháng 6. Tuy nhiên sau đó, thị trường quay đầu giảm khá nhanh và hình thành nên xu hướng điều chỉnh tích lũy trong ngắn hạn. Bên cạnh áp lực chốt lời sau giai đoạn tăng điểm trước đó thì thị trường còn chịu nhiều ảnh hưởng tiêu cực từ diễn biến của thị trường thế giới với làn sóng rút vốn của quỹ ngoại ra khỏi các thị trường mới nổi, đặc biệt là khu vực Châu Á, trong đó có Việt Nam sau khi đón nhận hai thông tin tiêu điểm (1) FED có thể sẽ ngừng chương trình nới lỏng định lượng QE3 và (2) những quan ngại về nền kinh tế Trung Quốc, đặc biệt là hệ thống ngân hàng.

Mặc dù có nhiều biến động nhưng thị trường trong 6 tháng đầu năm có điểm chung đáng chú ý là việc dòng tiền, cả mang tính chất đầu tư và đầu cơ, thường tập trung và tìm điểm đến ở những cổ phiếu có cơ bản tốt và triển vọng lợi nhuận khả quan.

Chốt phiên ngày 28/06, VN Index đóng cửa tại 481,13 điểm, còn HNX Index dừng lại ở 62,76 điểm, hai chỉ số lần lượt tăng đáng kể +16,29% và +9,93% so với cuối năm 2012. Thanh khoản của thị trường cũng ghi nhận bước tiến vượt bậc so với giai đoạn nửa cuối năm 2012. Tổng khối lượng giao dịch trung bình trên hai sàn đạt 119,92 triệu đơn vị (+59,75%) trong khi tổng giá trị giao dịch trung bình trên hai sàn lên mức 1.510,80 tỷ đồng (+70,34%).

Một số thống kê đáng chú ý

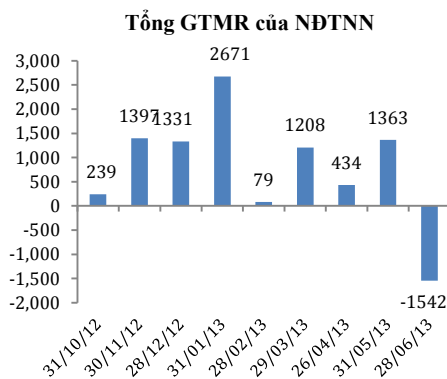
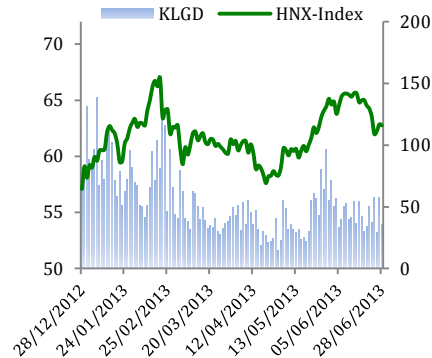
Khối ngoại có nhiều tác động lên thị trường trong nửa đầu năm 2013. Sau khi mua ròng mạnh vào đầu năm, khối này chuyển sang bán ròng mạnh vào tháng 6

Động thái của các nhà đầu tư nước ngoài trong nửa đầu năm đã có những tác động không nhỏ lên diễn biến chung của thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong Quý 1 khối ngoại đã đẩy mạnh mua ròng trên thị trường, tập trung nhiều ở các blue-chips, góp phần đáng kể tạo động lực tăng điểm cho thị trường. Theo chúng tôi, giải thích cho động thái mua ròng này của có hai lý do chính:

- (1) Trong bối cảnh nhiều nước trên thế giới đưa ra các gói kích thích kinh tế thì tiền mặt sẽ trở nên dư thừa hơn và dòng vốn đầu tư sẽ có xu hướng chuyển đến các thị trường mới nổi hứa hẹn mức tăng trưởng cao, trong đó có Việt Nam.
- (2) Thị trường chứng khoán trong năm 2013 được dự báo sẽ có một kịch bản sáng sủa hơn cùng với kỳ vọng về sự khởi sắc dần của nền kinh tế.

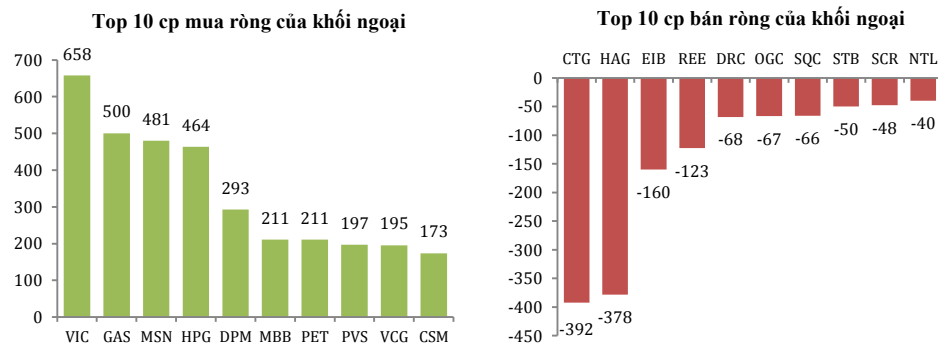
Sau đó, trong Quý 2, đặc biệt là về nửa cuối của Quý, giao dịch của khối ngoại có chiều hướng co hẹp dần và đặc biệt là khối này chuyển sang bán ròng rất mạnh vào tháng 6. Tuy nhiên, lý do của sự thay đổi này không phải đến từ phía nền kinh tế Việt Nam mà chủ yếu do những diễn biến xấu trên thị trường thế giới. Dòng vốn có dấu hiệu rút khỏi các thị trường mới nổi chuyển dịch lại thị trường các nước đã phát triển do nền kinh tế Trung Quốc bộc lộ một số dấu hiệu xấu, trong khi nền kinh tế Mỹ phát đi tín hiệu tích cực cùng với tuyên bố có thể dừng chương trình QE3 vào giữa năm 2014 của FED.

Giao dịch mua bán của khối ngoại trong 6 tháng đầu năm có tỷ trọng rất lớn đến từ đóng góp của các quỹ ETFs, đặc biệt là 2 quỹ lớn Vietnam ETF (VNM) và FTSE Vietnam ETF (FTSE). Đây cũng là một trong những nguyên nhân dẫn đến giao dịch của các nhà đầu tư chủ yếu tập trung ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Thống kê cho thấy, trong danh sách 10 cổ phiếu được mua ròng nhiều nhất và 10 cổ phiếu chịu áp lực bán ròng mạnh nhất, phần đông



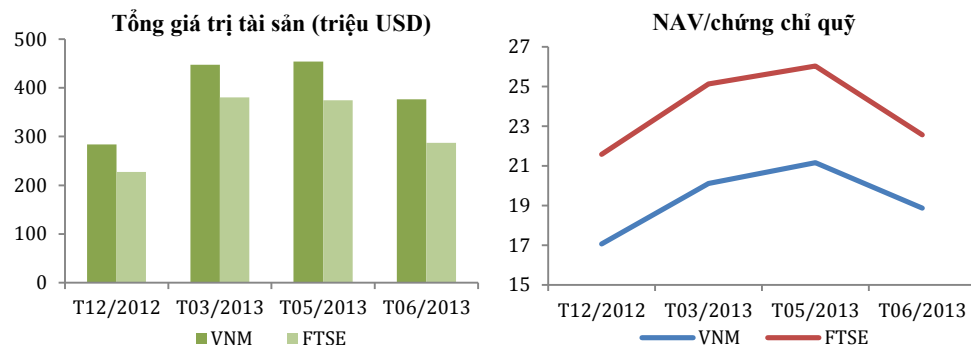
Giao dịch của khối ngoại chủ yếu xoay quanh nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn, chủ yếu từ các quỹ ETFs, đặc biệt là Vietnam ETF (VNM) và FTSE Vietnam ETF

(FTSE). đều thuộc nhóm cổ phiếu này.



Trong 10 cổ phiếu được mua ròng nhiều nhất trong nửa đầu năm 2013, có 8/10 mã thuộc danh sách nắm giữ của hai quỹ kể trên, ngoại trừ GAS và MBB. Việc GAS dù không nằm trong danh mục của các ETFs nhưng vẫn được khối ngoại mua ròng mạnh, theo chúng tôi, do đây là một cổ phiếu vốn hóa lớn ảnh hưởng nhiều đến diễn biến của chỉ số VN Index, đồng thời GAS có nền tảng cơ bản tốt, triển vọng khả quan, là công ty đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh khí đốt ở Việt Nam, một trong những ngành đặc thù có nhiều lợi thế, đặc biệt là trong bối cảnh các ngành khác còn nhiều khó khăn. Ở chiều ngược lại, áp lực bán ròng của khối ngoại trong thời gian qua phần lớn đến từ hai cổ phiếu CTG và HAG. Nguyên nhân chính là vì hai cổ phiếu này đều bị loại ra khỏi chỉ số FTSE Vietnam Index lần lượt trong các kỳ đánh giá lại hàng quý diễn ra vào tháng 3 và tháng 6.

Xét riêng động thái của hai quỹ VNM và FTSE, trong Quý 1, với triển vọng tốt của thị trường chứng khoán Việt Nam kết hợp với sự khởi sắc của nền kinh tế và diễn biến thuận lợi trên thị trường chứng khoán Mỹ, hai quỹ kể trên đã phát hành thêm nhiều chứng chỉ quỹ và thu hút được một lượng tiền mặt lớn. Điều này lý giải cho động thái mua ròng mạnh và liên tục của hai quỹ này trong những tháng đầu năm. Tuy nhiên, giống như cảnh báo của chúng tôi trong báo cáo Quý 1, bước sang Quý 2, động thái mua ròng đã chững lại, hai quỹ này không phát hành thêm được chứng chỉ quỹ mới mà ngược lại còn chịu áp lực thoái vốn của các nhà đầu tư nhất là trong tháng 6, một phần do áp lực chốt lời và phần nhiều còn lại do diễn biến xấu của thị trường chứng khoán thế giới. Thống kê cho thấy, tổng số lượng chứng chỉ quỹ đang lưu hành của quỹ VNM đã giảm mạnh từ **22,5 triệu**, giữa tháng tư, xuống **19,95 triệu** đơn vị, cuối tháng 6; tương tự con số này của quỹ FTSE cũng giảm từ **14,73 triệu** xuống **12,72 triệu** đơn vị. Đồng thời, tổng giá trị tài sản và NAV của hai quỹ này cũng chầm dứt xu hướng tăng và quay đầu giảm nhanh trong tháng 6.

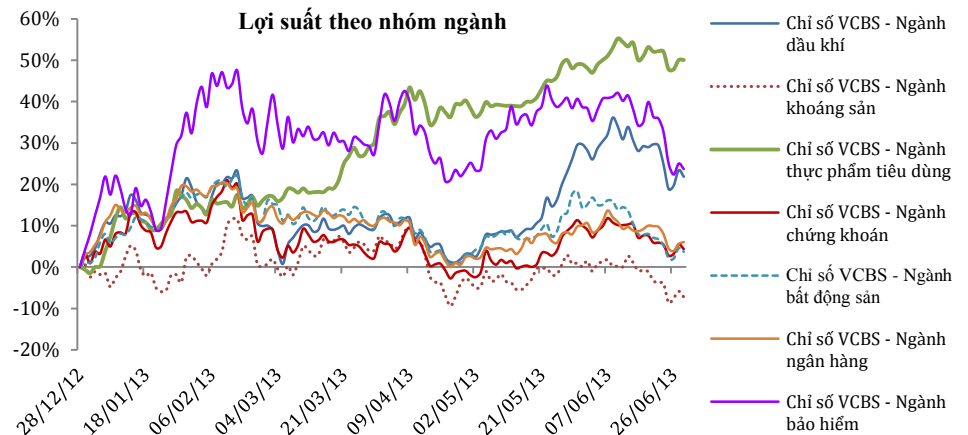


Thống kê cho thấy, tổng số lượng chứng chỉ quỹ đang lưu hành của quỹ VNM đã giảm mạnh từ 22,5 triệu, giữa tháng tư, xuống 19,95 triệu đơn vị, cuối tháng 6; tương tự con số

Theo nhóm ngành, ngoại trừ ngành Khoáng sản, tất cả các nhóm ngành đều tăng điểm nhưng có sự phân hóa rõ nét. Ngành Thực phẩm hàng tiêu dùng dẫn đầu, với sự nổi trội của trụ cột VNM, tiếp theo là ngành Bảo hiểm và Dầu khí, các ngành còn lại chỉ ghi nhận mức tăng nhẹ.

này của quỹ FTSE cũng giảm từ 14,73 triệu xuống 12,72 triệu đơn vị. Đồng thời, tổng giá trị tài sản và NAV của hai quỹ này cũng chấm dứt xu hướng tăng và quay đầu giảm nhanh trong tháng 6.

So sánh với thời điểm cuối năm 2012, tuy đa phần tăng điểm nhưng các nhóm ngành có sự phân hóa khá rõ nét. Ngành Thực phẩm tiêu dùng dẫn đầu với mức tăng mạnh hơn 50% so với cuối năm, tiếp theo đó là ngành Bảo hiểm và Dầu khí với mức tăng nhẹ +23,71% và +25,02%, trong khi đó phần lớn các ngành còn lại chỉ tăng nhẹ từ 3%- 6%. Đáng chú ý là ngành khoáng sản giảm nhẹ -5,85%, khi phần đông các cổ phiếu thuộc ngành này trên hai sàn có tính đầu cơ cao, ít được dòng tiền quan tâm trong thời gian qua, trong khi đó ngành này không nhận được nhiều khuyến khích từ phía chính sách.

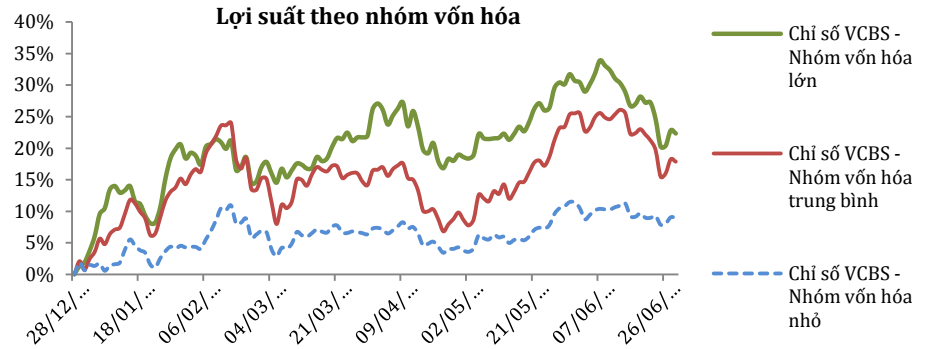


Giống như nhận định của chúng tôi của các báo cáo trước, ngành Thực phẩm vẫn tiếp tục ghi nhận ưu thế nổi trội so với các ngành còn lại. Điều này được lý giải là do trong bối cảnh cầu yếu, các doanh nghiệp còn khó khăn, ngành này thường ít chịu ảnh hưởng nhất và vẫn có được kết quả kinh doanh khả quan cũng như triển vọng tốt. Cũng phải lưu ý rằng, trong nhóm ngành này có trụ cột VNM, với vốn hóa lớn, có cơ bản tốt, là công ty đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh sản phẩm sữa của Việt Nam, có thương hiệu không chỉ trong nước mà còn trên cả quốc tế. Theo đó, cổ phiếu này luôn có sức hút với các nhà đầu tư trong khi áp lực cung lại không quá lớn do chủ yếu được nắm giữ để đầu tư trung và dài hạn. Xu hướng tăng giá vì thế cũng là xu hướng chủ đạo của VNM. Việc tăng giá mạnh của cổ phiếu này không chỉ đóng góp đáng kể cho đà tăng của cả ngành Thực phẩm mà còn cho cả chỉ số VN Index.

Theo nhóm vốn hóa, cả ba nhóm cổ phiếu đều ghi nhận mức lợi suất dương. Trong đó, nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tiếp tục nổi trội và thu hút được sức cầu tốt của cả khối ngoại lẫn các nhà đầu tư trong nước.

Chúng tôi dự báo ưu thế này vẫn sẽ tiếp diễn trong nửa cuối năm 2013

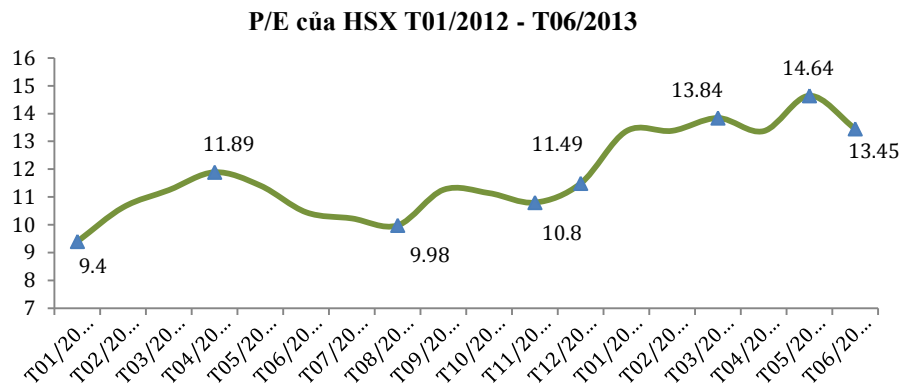
Theo nhóm vốn hóa thị trường, cả ba nhóm cổ phiếu ghi nhận mức lợi suất dương giai đoạn 6 tháng đầu năm 2013, tuy nhiên mức tăng điểm cũng chênh lệch đáng kể giữa các nhóm. Đóng cửa ngày 28/06, so với thời điểm cuối năm ngoái, nhóm vốn hóa lớn ghi nhận mức tăng lên tới +22,82%, nhóm vốn hóa trung bình cũng tăng khá +18,24% còn nhóm vốn hóa nhỏ chỉ tăng nhẹ +9,05%.



Trong nửa đầu năm 2013, đường lợi suất của nhóm vốn hóa lớn vẫn thường xuyên ở trên hai nhóm còn lại. Nguyên nhân chính là do nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tập trung nhiều các cổ phiếu của các công ty đầu ngành, có nền tảng cơ bản tốt, có khả năng chống chịu tốt với những khó khăn đồng thời khả năng phục hồi trở lại cũng nhanh hơn so với nhóm công ty vừa và nhỏ khi nền kinh tế có những chuyển biến tích cực. Theo đó, trong thời gian qua nhóm cổ phiếu này đã thu hút được không chỉ lực cầu tốt của khối ngoại, với nhiều mã trong danh mục các quỹ, mà còn cả với các nhà đầu tư trong nước. Dự báo nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn vẫn sẽ tiếp tục có ưu thế cũng như là động lực dẫn dắt cho đà tăng của thị trường trong nửa cuối năm 2013.

Một mặt bằng giá cổ phiếu cao hơn đáng kể so với thời điểm cuối năm ngoái đã được hình thành.

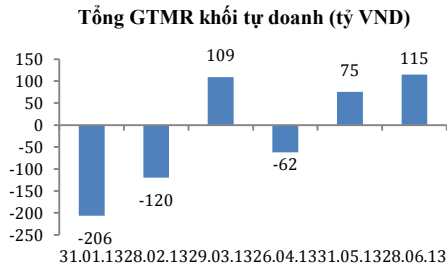
Mặc dù P/E đã sụt giảm từ 14,64, cuối tháng 5, xuống 13,45 nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với con số 11,49 vào cuối T12.2012. Như vậy, chỉ số P/E của sàn HSX đã tăng khoảng 17%, trong khi đó chỉ số VN Index chỉ tăng khoảng 16% trong giai đoạn nửa đầu năm 2013. Điều này cho thấy việc tăng lên của P/E chủ yếu là do đóng góp của yếu tố tăng giá, trong khi lợi nhuận của các doanh nghiệp nhìn chung chưa có nhiều cải thiện rõ nét.



Như vậy nếu so sánh tương quan với lợi nhuận của các doanh nghiệp thì một mặt bằng giá cổ phiếu cao hơn đáng kể so với thời điểm cuối năm ngoái đã được hình thành. Thị trường nhiều khả năng sẽ cần thời gian để tích lũy ở vùng giá này và tìm động lực mới để có thể tiếp tục tăng điểm. Động lực chính cần thiết ở đây, theo chúng tôi, là những khởi sắc hơn nữa của nền kinh tế nói chung và đặc biệt là triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp nói riêng.

Sau khi bán ròng gần 220 tỷ trong Quý 1, khối tự doanh các công ty chứng khoán đã mua ròng trở lại trong Quý 2 với tổng giá trị mua ròng khoảng hơn 120 tỷ. Trong đó, khối này có xu hướng mua ròng mạnh lên trong tháng 6, tháng mà khối ngoại đẩy áp lực thoái vốn mạnh lên thị trường.

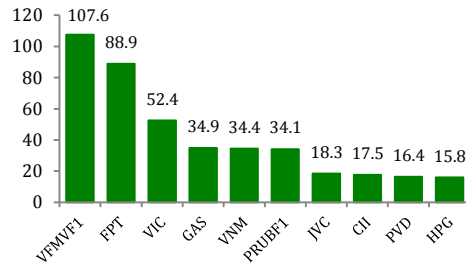
Sau khi bán ròng đáng kể trong Quý 1, khối tự doanh chuyển sang mua ròng trong Quý 2 và mua mạnh lên trong tháng 6



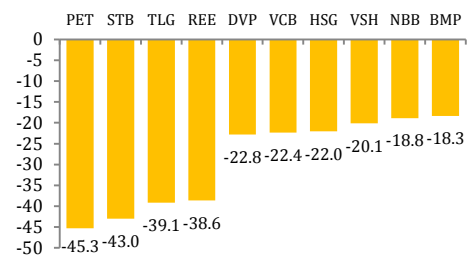
Kịch bản tăng điểm được dự báo là kịch bản chính của thị trường trong 6 tháng cuối năm với nhận định nền kinh tế vẫn ổn định, đang đi đúng hướng và sẽ tiếp tục có những chuyển biến tích cực hơn

Sự khởi sắc của thị trường nhiều khả năng sẽ rõ nét hơn từ nửa cuối Quý 3. Với giai đoạn nửa đầu quý 3 trước mắt, thị trường nhiều khả năng sẽ

Top 10 cp mua ròng của khối tự doanh



Top 10 cp bán ròng của khối tự doanh



Động thái của khối tự doanh trong 6 tháng đầu năm 2013 nhìn chung đã bót trái ngược hơn so với khối ngoại. Một số nét tương đồng có thể thấy như chiều mua ròng với việc khối này cũng đã mua ròng mạnh một số blue-chips như VIC, GAS, HPG, trong khi đó ở chiều bán ròng, khối này cũng bán ròng đáng kể các mã như REE, STB và VSH. Mặc dù vậy cũng vẫn còn không ít trái ngược như việc khối tự doanh bán ròng mạnh PET, TLG, VCB, HSG, DVP, trong khi khối ngoại lại mua ròng các mã này.

Triển vọng thị trường chứng khoán 6 tháng cuối năm 2013

Chúng tôi cho rằng sự khởi sắc của nền kinh tế vẫn là yếu tố cơ bản và quan trọng nhất quyết định đến kịch bản tăng điểm của thị trường. Chúng tôi cũng dự báo, kịch bản này nhiều khả năng sẽ là kịch bản chính của thị trường trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2013 với nhận định nền kinh tế vẫn ổn định, đang đi đúng hướng và sẽ tiếp tục có những chuyển biến tích cực hơn. Kết quả của nhiều thay đổi tích cực từ phía chính sách được đưa ra từ năm 2012 và 6 tháng đầu năm 2013 cũng sẽ dần trở nên rõ nét hơn. Với mặt bằng lãi suất đã được điều chỉnh giảm đáng kể cùng với việc VAMC đi vào hoạt động thì khó khăn trong việc tiếp cận vốn của các doanh nghiệp cũng sẽ giảm bớt. Ngoài ra, về cuối năm hoạt động sản xuất cũng như nhu cầu vốn thường được đẩy mạnh hơn, theo đó tăng trưởng tín dụng nhiều khả năng sẽ gia tốc và việc đạt được mức 12%, theo chúng tôi, là hoàn toàn có thể. Chúng tôi cũng kỳ vọng, GDP sẽ đạt mức 5,2% vào cuối năm.

Bên cạnh đó, với việc mặt bằng lãi suất được điều chỉnh giảm khá mạnh, chúng tôi đánh giá kênh đầu tư chứng khoán cũng vẫn tiếp tục là kênh đầu tư có khả năng thu hút tốt với dòng tiền. Trong khi đó, các kênh đầu tư khác như vàng và bất động sản không thực sự hấp dẫn. Sau khi FED thông báo có khả năng sẽ rút dần và tiến tới ngừng hẳn chương trình QE3 vào giữa năm 2014 cùng với những tín hiệu phục hồi của nền kinh tế Mỹ thì triển vọng của thị trường vàng trong thời gian tới cũng không thực sự tích cực. Đồng thời, khoảng cách giữa giá vàng trong nước và thế giới cũng khá cao. Vì vậy chúng tôi đánh giá rủi ro nếu đầu tư vào vàng là không nhỏ trong khi lợi nhuận kỳ vọng chưa thực sự tốt. Với kênh đầu tư bất động sản, mặc dù nhận được những chính sách hỗ trợ tích cực, đặc biệt là gói hỗ trợ mua nhà ở xã hội 30.000 tỷ, nhưng theo chúng tôi cũng cần có thời gian dài để thấy được kết quả thực sự và 6 tháng cuối năm cũng như cả năm 2013 được dự báo vẫn sẽ là giai đoạn khó khăn với ngành này.

Tuy kỳ vọng vào một kịch bản tích cực nhưng chúng tôi cho rằng sự khởi sắc của thị trường nhiều khả năng sẽ rõ nét hơn từ thời điểm khoảng cuối Q3 với kỳ vọng thị trường sẽ nhận được các thông tin hỗ trợ, đặc biệt là các số liệu cho thấy nền kinh tế đang được cải thiện, đáng chú ý nhất là tăng trưởng tín dụng và GDP. Cụ thể, trong nửa đầu quý 3, thị trường được dự báo sẽ có xu hướng chủ đạo là tích lũy và giằng co. Nguyên nhân chính là

**trong giai đoạn tích lũy và
giằng co**

**Dòng tiền được kỳ vọng sẽ có
sự phân hóa, mức tăng điểm sẽ
không đồng đều giữa các nhóm
cổ phiếu. Các nhóm ngành nổi
bật trong giai đoạn 6 tháng
cuối năm vẫn sẽ là các nhóm
ngành đặc thù, nhận được
nhiều sự ưu ái từ chính sách
như dầu khí hóa chất, xây
dựng cơ bản hoặc ít chịu ảnh
hưởng từ những khó khăn
chung của nền kinh tế như
hàng tiêu dùng thiết yếu, thực
phẩm, cao su sẫm lốp và y tế.**

**Rủi ro từ phía nền kinh tế thế
giới, đặc biệt là từ Trung Quốc
và Châu Âu, tiếp tục là yếu tố
có ảnh hưởng không nhỏ đến
thị trường chứng khoán Việt
Nam và cần được theo dõi chặt
chẽ trong 6 tháng cuối năm
2013.**

**Trong 6 tháng cuối năm, kích
bản dòng vốn ngoại đổ mạnh
vào thị trường chứng khoán
như nửa đầu năm 2013 là khó
xảy ra, tuy nhiên khả năng rút
vốn mạnh của khối này cũng**

vì (1) thị trường đã tăng điểm tốt trong hai tháng đầu Quý 2, sự điều chỉnh và tích lũy theo đó là cần thiết trước khi tăng trở lại; (2) khoảng thời gian ngắn hạn trước mắt nhiều khả năng sẽ là khoảng thời gian thiếu vắng thông tin hỗ trợ mạnh từ phía nền kinh tế trong nước và (3) tâm lý các nhà đầu tư trở nên thận trọng hơn trước những thông tin xấu từ nền kinh tế Trung Quốc.

Chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo về sự phân hóa của dòng tiền cũng như việc mức tăng điểm sẽ không đồng đều giữa các nhóm cổ phiếu. Trong ngắn hạn, thời điểm đầu quý 3 cũng là thời điểm công bố kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của các doanh nghiệp niêm yết, theo đó nhiều khả năng dòng tiền sẽ có sự phân hóa, căn cứ và phụ thuộc nhiều vào kỳ vọng và kết quả kinh doanh của từng doanh nghiệp. Trong trung và dài hạn, chúng tôi cho rằng sự phân hóa này cũng vẫn sẽ diễn ra. Nền kinh tế được dự báo sẽ tiếp tục tốt dần lên về cuối năm nhưng rõ ràng dẫn đầu cho sự phục hồi cũng như có được sự bứt phá mạnh vẫn phải là các doanh nghiệp đầu ngành, với vốn hóa lớn và có cơ bản tốt, từ đó tạo sức lan tỏa ra các doanh nghiệp vừa và nhỏ phía sau. Mặt khác, trong giai đoạn thời gian tới, mặc dù đã phần nào giảm bớt nhưng các doanh nghiệp vẫn sẽ phải đối mặt với không ít khó khăn, theo đó việc xuất hiện một số doanh nghiệp thua lỗ, hoặc thậm chí xấu hơn là bị đảo thải cũng là hợp lý.

Theo chúng tôi, các nhóm ngành nổi bật trong giai đoạn 6 tháng cuối năm vẫn sẽ là các nhóm ngành đặc thù, nhận được nhiều sự ưu ái từ chính sách như dầu khí hóa chất, xây dựng cơ bản hoặc ít chịu ảnh hưởng từ những khó khăn chung của nền kinh tế như hàng tiêu dùng thiết yếu, thực phẩm, cao su sẫm lốp và y tế.

Rủi ro từ phía nền kinh tế thế giới tiếp tục là yếu tố có ảnh hưởng không nhỏ đến thị trường chứng khoán Việt Nam và cần được theo dõi chặt chẽ trong 6 tháng cuối năm 2013. Mặc dù có điểm sáng từ sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ và Nhật Bản nhưng những diễn biến và triển vọng của nền kinh tế Châu Âu và Trung Quốc lại không thực sự khả quan. Cuộc khủng hoảng nợ công chưa có hồi kết ở Châu Âu tiếp tục có những tác động xấu lên nền kinh tế của khu vực này. Các chính sách thắt lưng buộc bụng của Liên minh Châu Âu và các chính sách khác như duy trì mức lãi suất thấp và những gói cứu trợ khổng lồ mà ECB tung ra hiện vẫn chưa phát huy được hiệu quả. GDP của Châu Âu tiếp tục giảm trong Quý 1, ghi nhận quý giảm thứ 6 liên tiếp trong khi tỷ lệ thất nghiệp tăng cao. Chúng tôi cho rằng sẽ còn cả chặng đường dài phía trước để đẩy lùi những tác động xấu từ cuộc khủng hoảng nợ công và khu vực Châu Âu được dự báo sẽ khó có khởi sắc trong năm nay.

Trong khi đó nền kinh tế Trung Quốc, một trong những đầu tàu của nền kinh tế thế giới và là bạn hàng lớn của Việt Nam, cũng phát đi những tín hiệu tiêu cực. Có thể kể đến như, chỉ số PMI liên tiếp trượt giảm, tăng trưởng tín dụng quá nóng, lãi suất liên ngân hàng tăng lên mức kỷ lục trong tháng 5 kéo theo quan ngại về thanh khoản trong hệ thống ngân hàng từ đó có thể ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế nước này. Ngoài ra, trong thời gian gần đây diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam cũng đã cho thấy những tương quan nhất định với diễn biến của thị trường chứng khoán Trung Quốc. Như vậy, nếu nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục có diễn biến xấu kéo theo sự lao dốc của thị trường chứng khoán nước này cũng như thế giới thì nhiều khả năng sẽ có tác động xấu đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

Về động thái của các nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi cho rằng, trong 6 tháng cuối năm, kích bản dòng vốn ngoại đổ mạnh vào thị trường như giai đoạn nửa đầu năm 2013 sẽ khó có thể xảy ra. Nguyên nhân chính là do: (1) dòng vốn có xu hướng rút bớt tỷ trọng ở các nước mới nổi và chuyển dịch sang thị trường các nước đã phát triển, nhất là Mỹ sau khi nền kinh tế nước này đã có những dấu hiệu hồi phục tốt cùng với tuyên bố của FED về khả năng ngừng gói QE3 từ giữa năm 2013; (2) trong những năm gần đây chu kỳ giải ngân

rất thấp. Dòng vốn nội được kỳ vọng sẽ là yếu tố chính dẫn dắt cho kịch bản tăng điểm của thị trường.

P/E các nước trong khu vực			
	T12/2012	T03/2013	T06/2013
Việt Nam	11,49	13,83	13,45
Thái Lan	17,37	17,95	16,72
Malaysia	15,47	14,92	16,94
Singapore	12,56	10,29	12,94
Indonesia	17,08	18,63	18,84
Phillipines	18,83	21,20	19,24

Thị trường hiện tại thích hợp với đầu tư trung và dài hạn với mục tiêu là các mã có cơ bản vững chắc và triển vọng sáng.

Các nhà đầu tư ngắn hạn và lướt sóng chỉ nên duy trì một tỷ lệ cổ phiếu ở mức vừa phải trong danh mục. Việc giải ngân, nếu có, cũng chỉ nên xem xét ở các cổ phiếu có thanh khoản cao, được dự báo sẽ có kết quả kinh doanh tốt trong 6 tháng.

mạnh của khối ngoại vào thị trường chứng khoán thường không vào thời điểm 6 tháng cuối năm; (3) P/E của Việt Nam tuy vẫn ở mức thấp nhất trong khu vực nhưng khoảng cách so với các nước cũng đã thu hẹp đáng kể so với thời điểm cuối năm 2012, cho thấy sức hấp dẫn của thị trường phần nào giảm bớt.

Tuy nhiên chúng tôi cũng cho rằng nếu tình hình thế giới không có diễn biến quá xấu thì khả năng dòng vốn ngoại rút mạnh khỏi Việt Nam cũng là rất thấp do nền kinh tế Việt Nam vẫn đang cho thấy sự ổn định và được kỳ vọng sẽ tốt dần lên về cuối năm. Tỷ giá mặc dù vừa được điều chỉnh tăng lên 1% vào cuối tháng 6 nhưng về trung và dài hạn nếu duy trì được cam kết sẽ điều chỉnh không vượt quá 2%-3% trong năm 2013, mà theo chúng tôi nhiều khả năng sẽ làm được, thì niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài vào sự ổn định của nền kinh tế Việt Nam sẽ càng được củng cố.

Như vậy, trong kịch bản tích cực mà chúng tôi đề cập ở trên, dẫn dắt chủ yếu cho đà tăng của thị trường trong 6 tháng cuối năm nhiều khả năng sẽ là dòng vốn nội trong bối cảnh (1) mặt bằng lãi suất đã được điều chỉnh về mức thấp; (2) nền kinh tế tiếp tục cho thấy sự ổn định và khởi sắc và (3) tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp được cải thiện. Trong khi đó, khối ngoại mặc dù có thể sẽ vẫn duy trì vị thế mua ròng nhưng hoạt động giao dịch nhiều khả năng sẽ thu hẹp hơn so với giai đoạn nửa đầu năm 2013. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cũng vẫn nên lưu ý theo dõi sát việc cơ cấu lại danh mục của các quỹ lớn vào đánh giá lại danh mục hàng quý.

Với triển vọng thị trường trong giai đoạn 6 tháng cuối năm như kể trên, chúng tôi cho rằng thời điểm này thích hợp cho việc đầu tư trung và dài hạn. Quá trình tích lũy và giảm co trong ngắn hạn của thị trường sẽ mở ra cơ hội tốt cho các nhà đầu tư theo trường phái này có thể mua dần các cổ phiếu có nền tảng cơ bản vững chắc và triển vọng sáng, nhất là những mã đầu ngành và đã được chiết khấu giá ở mức hợp lý, từ đó có được giá vốn tối ưu nhất. Các nhóm ngành nên lưu ý có thể kể đến như dầu khí hóa chất, xây dựng cơ bản, hàng tiêu dùng thiết yếu, thực phẩm và cao su sẫm lớp.

Trong khi đó, các nhà đầu tư ngắn hạn hay lướt sóng được khuyến nghị nên thận trọng quan sát diễn biến thị trường, cần tuân thủ kỷ luật với một chiến lược quản trị rủi ro tốt và nên duy trì tỷ lệ cổ phiếu ở mức vừa phải trước khi có những tín hiệu chắc chắn hơn cho thấy quá trình tích lũy của thị trường đã chấm dứt và xu hướng tăng điểm được hình thành. Việc giải ngân, nếu có, cũng chỉ nên xem xét ở các cổ phiếu có thanh khoản cao, được dự báo sẽ có kết quả kinh doanh tốt trong 6 tháng.

TRIỂN VỌNG MỘT SỐ NGÀNH CHỦ Y

Tổng quan triển vọng 6 tháng cuối năm 2013

Kết quả kinh doanh Q2 của các doanh nghiệp vẫn tiếp tục phân hóa theo đặc thù và mức độ gắn kết với tổng thể nền kinh tế nói chung. Trong đó, hai ngành ngân hàng và bất động sản, có sự kết nối chặt chẽ nhất với sức khỏe của nền kinh tế, vẫn tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn do các chính sách tháo gỡ chưa được cụ thể hóa và phát huy tác dụng. Trong khi đó, một số ngành sản xuất vẫn tiếp tục được hưởng lợi từ biến động của các yếu tố đầu vào cũng như nhu cầu ổn định và ít bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế như cao su sẫm lốp, phân phối khí đốt và hàng tiêu dùng (cụ thể là sản phẩm sữa).

- Ngành bất động sản - tăng tiêu thụ ở phân khúc bình dân nhưng tồn kho nhìn chung vẫn cao:** Mặc dù đã có sự cải thiện đầu ra ở phân khúc bình dân nhưng nhìn chung lượng hàng tồn kho vẫn lớn và các DN tiếp tục gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn. Về mặt chính sách, các gói hỗ trợ thị trường vẫn chưa cho thấy kết quả cụ thể nào. Các quỹ đầu tư bất động sản đã được phép thành lập tại Việt Nam nhưng các NĐT trong và nước ngoài vẫn còn khá ngần ngại về các rào cản pháp lý cũng như triển vọng của ngành trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi cho rằng trong 6 tháng cuối năm, ngành bất động sản sẽ chưa thể khởi sắc và không khuyến nghị đầu tư vào các mã cổ phiếu BĐS tại thời điểm này.
- Ngành ngân hàng - nợ xấu chưa thể giảm mạnh do VAMC chưa có cơ chế hoạt động cụ thể và cần thêm thời gian để phát huy hiệu quả.** Trong khi đó, sức cầu từ nền kinh tế vẫn yếu và tác động mạnh tới nhu cầu vay của doanh nghiệp, khiến tăng trưởng tín dụng của đa phần các ngân hàng chưa được khả quan. Ngoài ra, NIM của các NH ngày càng thu hẹp nhằm tạo động lực thúc đẩy tăng tín dụng, tuy nhiên việc này làm lợi nhuận sụt giảm. Do đó, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên thận trọng khi đầu tư vào cổ phiếu thuộc ngành này và phải lựa chọn được những mã đầu ngành, có các yếu tố cơ bản tốt như VCB và MBB. Với các mã thể hiện một số dấu hiệu chuyển biến tích cực như SHB hay STB, nhà đầu tư có thể theo dõi cho mục đích đầu tư khi triển vọng ngành tích cực hơn.
- Ngành cao su sẫm lốp - tiếp tục hưởng lợi nhờ giá cao su giảm:** Do giá cao su nguyên liệu tiếp tục giảm trong Q2 nên các doanh nghiệp trong ngành đều được hưởng lợi ít nhiều tùy thuộc vào chính sách hàng tồn kho của mình. Sản lượng tiêu thụ trong Q2 cũng được dự báo khả quan hơn Q1 do yếu tố mùa vụ. Ngoài ra, các DN sẫm lốp trong nước cũng đang tích cực đầu tư nhà máy sản xuất để nâng cao sức cạnh tranh với các DN nước ngoài. Chúng tôi đánh giá DRC là doanh nghiệp có thị phần và năng lực sản xuất lớn trong dòng lốp xe ô tô tải, sở hữu nhiều lợi thế, có các chỉ tiêu cơ bản tốt, tiềm năng tăng trưởng cao khi nhà máy sản xuất lốp radial đã bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 7/2013.
- Ngành phân phối khí - tính thiết yếu của sản phẩm khí đảm bảo tăng trưởng ngành:** ngành duy trì được mức tăng trưởng khá với lượng khai thác dầu thô và khí đốt tăng 4,6% trong 5T2013 so với cùng kỳ. Mặc dù nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng phần nào bởi tình hình sản xuất đình trệ, giá khí vẫn được kỳ vọng sẽ tăng vào cuối năm do tình trạng thiếu điện trong mùa khô đòi hỏi lượng khí cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện tăng lên và tiến độ khai thác một số mỏ dầu khí lớn đang bị trễ khiến sản lượng còn hạn chế. Chúng tôi đánh giá khả quan với GAS do đây là doanh nghiệp đầu ngành, có vị thế độc quyền trong việc phân phối khí từ PVN và duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tốt.
- Ngành hàng tiêu dùng - nhất là sản phẩm sữa vẫn đảm bảo mức tăng trưởng đều đặn.** Phân khúc sữa vẫn tiếp tục tăng trưởng khá (chỉ số sản xuất tăng 6,2% y-o-y), đặc biệt sản xuất sữa bột đạt mức tăng cao (12,8% y-o-y). Với đặc trưng 70% nguyên liệu là nhập khẩu, việc giá sữa thế giới tăng mạnh trong 6T2013 và vẫn ở mức cao đã ảnh hưởng nhất định đến chi phí đầu vào của DN trong ngành. Tuy nhiên, các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là DN đầu ngành thị phần lớn, cũng đã tiến hành điều chỉnh tăng giá sữa thành phẩm để bù đắp chi phí đầu vào tăng và vẫn đảm bảo được tăng trưởng lợi nhuận. VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sữa hàng đầu của Việt Nam với thị phần lớn, liên tục duy trì tăng trưởng lợi nhuận cao nhờ vào hai động lực chính là sữa nước và sữa bột, cùng với đẩy mạnh xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ tiếp tục tăng trưởng lợi nhuận tốt trong 2013 và cho rằng đây là cổ phiếu tốt để đầu tư trong năm nay.

Chi tiết về diễn biến và triển vọng của một số ngành được trình bày cụ thể dưới đây.

Ngành Ngân hàng

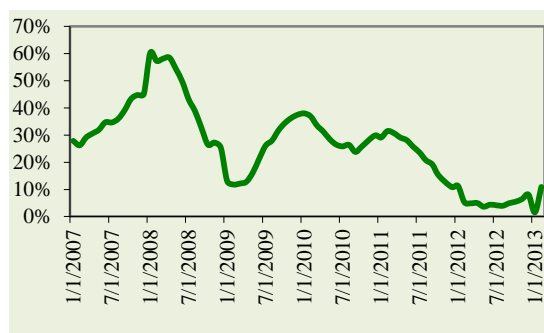
Diễn biến Q2:

Ngành Ngân hàng: Lãi suất tiếp tục được điều chỉnh giảm. Tăng trưởng tín dụng được cải thiện tốt, động lực chủ yếu đến từ cho vay cá nhân của các NH bán lẻ. Tuy nhiên NIM tiếp tục sụt giảm và ảnh hưởng đến lợi nhuận của các NH.

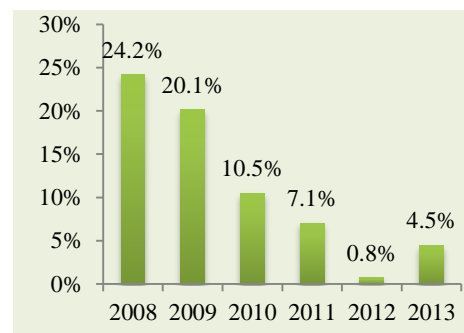
Tăng trưởng tín dụng được cải thiện: Do tăng trưởng tín dụng Q1 còn khiêm tốn và tình hình lạm phát được kiểm soát tốt, NHNN đã tiến hành hạ trần lãi suất huy động từ 7,5%/năm xuống 7%/năm đối với tiền gửi VND và dỡ bỏ trần lãi suất với kỳ hạn trên 6 tháng đến 12 tháng. Hành động này không gây bất ngờ do trước đó các NH lớn như VCB, CTG và BIDV đã lần lượt hạ lãi suất huy động kỳ hạn ngắn xuống mức 6% - 7% và là chỉ báo cho việc điều chỉnh lãi suất của NHNN. Việc giảm chi phí vốn của các NH đã phần nào thúc đẩy hoạt động cho vay của các NH, do đó tăng trưởng tín dụng của toàn ngành được cải thiện đáng kể trong Q2. Theo thông tin không chính thức, tăng trưởng tín dụng đạt 4,5% vào thời điểm cuối tháng 6, tăng từ 0,1% trong Q1 và cao hơn nhiều so với cùng kỳ 6T2012 là 0,76%. Tín dụng VND tăng mạnh 7,55% trong khi tín dụng ngoại tệ giảm gần 9,4%. Theo quan sát của chúng tôi, động lực cho tăng trưởng tín dụng hầu hết đến từ các ngân hàng có thể mạnh về cho vay bán lẻ (ACB, STB, EIB, VIB), trong khi các NH lớn cho vay bán buôn tăng trưởng tín dụng còn tương đối khiêm tốn.

Nhưng lợi nhuận vẫn sụt giảm: NIM sụt giảm vẫn là xu hướng chung của hầu hết các NH nhằm đẩy mạnh hoạt động cho vay, tuy nhiên sự sụt giảm diễn ra mạnh hơn ở các NH lớn có cổ phần Nhà nước chi phối (BID, CTG và VCB) so với các NH bán lẻ. Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu gần đây nhất được công bố là 4,65% theo báo cáo của các NH, cao hơn mức 4% vào cuối năm 2012, cho thấy chi phí dự phòng của các NH tiếp tục ở mức cao. Điều này tiếp tục ảnh hưởng tới lợi nhuận của toàn hệ thống. Theo thống kê của NHNN, trong 5T2013, mức chênh lệch giữa thu nhập so với chi phí lũy kế của toàn hệ thống mới đạt 18.200 tỷ đồng; bằng 109% chênh lệch thu chi 5T2012 nhưng chỉ bằng 88% so với 2010 và 61% so với 2011. Trong đó, 24 trên tổng số 124 TCTD có mức chênh lệch giữa thu và chi âm. 100 TCTD còn lại có lãi nhưng trong đó 57 đơn vị giảm lãi so với cùng kỳ các năm trước.

Tăng trưởng tín dụng toàn ngành



Tăng trưởng TD trong Q2 qua các năm



Nguồn: VCBS

VAMC được chính thức thành lập, thời hạn áp dụng TT02 lùi lại đến 1/6/2014: Liên quan đến các chính sách quan trọng, nghị định về thành lập VAMC đã chính thức được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt vào ngày 21/5 và VAMC chính thức đi vào hoạt động kể từ ngày 9/7/2013 với vốn điều lệ 500 tỷ đồng. Tuy nhiên, các quy định về cơ chế hoạt động, cơ cấu ban tổ chức, lãnh đạo cũng như quy chế về phát hành trái phiếu đặc biệt vẫn chưa được ban hành. Điều này cho thấy việc mua bán nợ xấu tiếp tục chậm trễ so với kỳ vọng mặc dù VAMC

đã chính thức đi vào hoạt động. Ngoài ra, thời điểm thực hiện Thông tư 02 cũng đã được lùi lại 1 năm (1/6/2014) theo như dự báo của chúng tôi trong Q1, nguyên nhân chủ yếu là do việc áp dụng có thể ảnh hưởng tiêu cực thêm tới tình hình hoạt động đang khó khăn của cả ngân hàng và doanh nghiệp trong ngắn hạn. Như vậy, con số nợ xấu thực sự theo chuẩn TT02 cũng chưa được phản ánh và điều này có thể ảnh hưởng phần nào đến niềm tin của các nhà đầu tư (cả trong và ngoài nước) vào những cải tổ quan trọng của hệ thống ngân hàng trong thời gian qua.

Triển vọng Q3:

Tăng trưởng tín dụng toàn ngành dự báo tiếp tục được cải thiện trong Q3, mức tăng trưởng cao hơn với các NH bán lẻ: Chúng tôi cho rằng Q3 sẽ là điểm mốc quan trọng để thấy được rõ nét sức hồi phục của nền kinh tế nói chung cũng như của ngành Ngân hàng nói riêng. Mặt bằng lãi suất trong Q3 sẽ tương đối ổn định và không giảm thêm dựa trên diễn biến lạm phát được dự báo trong những tháng tới. Ngoài ra, với tính chất chu kỳ là tín dụng thường tăng nhiều hơn trong Q3 và Q4, chúng tôi cho rằng hoạt động cho vay của các NH sẽ tiếp tục được cải thiện trong Q3. Tuy nhiên, tỷ lệ tăng trưởng sẽ tốt hơn ở các NH có thể mạnh bán lẻ như đã đề cập. Ngoài ra, NIM của các NH này vẫn được duy trì cao hơn của các NH bán buôn, do đó lợi nhuận của nhóm ngân bán lẻ dự báo có thể sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn. Với các NH bán buôn, do hoạt động cho vay vẫn chưa khởi sắc, chúng tôi cho rằng hoạt động đầu tư giấy tờ có giá vẫn là một lựa chọn hợp lý trong thời gian sắp tới, chủ yếu tập trung vào kỳ hạn ngắn, cho dù lợi suất trái phiếu đã giảm khá mạnh trong Q2. Điều này tiếp tục ảnh hưởng tới thu nhập lãi của các NH này.

Nhưng các quy định cụ thể về mua bán nợ chưa được ban hành có thể khiến tăng trưởng tín dụng tại các NH có tỷ lệ nợ xấu cao tiếp tục khó khăn: Trong Q3, các quy định hướng dẫn cụ thể về hoạt động của VAMC kì vọng sẽ được ban hành và việc mua bán nợ có thể bắt đầu triển khai từ cuối Q3 hoặc đầu Q4. Như vậy, chúng tôi cũng đánh giá rằng lượng nợ xấu có thể được xử lý bởi VMAC trong năm 2013 sẽ khó đạt mức 60% - 70% như kì vọng của NHNN. Điều này khiến cho việc thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của các NH có tỷ lệ nợ xấu cao sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn.

Mặc dù triển vọng ngành ngân hàng trong ngắn hạn chưa khởi sắc nhưng cổ phiếu của một số ngân hàng vẫn phù hợp với mục tiêu nắm giữ trong dài hạn. Trong đó, MBB và VCB vẫn là hai mã cổ phiếu ưa thích của chúng tôi khi cân nhắc các yếu tố cơ bản tốt và tính ổn định trong tăng trưởng lợi nhuận. Ngoài ra, chúng tôi cũng quan sát thấy một số dấu hiệu tích cực từ STB và SHB. STB tăng trưởng lợi nhuận tốt trở lại sau những ảnh hưởng liên quan đến sự kiện ông Đặng Văn Thành nhờ vào thế mạnh về hoạt động bán lẻ, trong khi SHB đã bù đắp được phần lỗ lũy kế từ HBB, đồng thời có lãi trong Q1.2013 và hiện đang ở mức giá tương đối hấp dẫn so với các NH niêm yết khác. Mặc dù STB vẫn đang ở mức thị giá cao và SHB vẫn chưa thể hiện rõ được khả năng bứt phá, nhà đầu tư có thể theo dõi các mã cổ phiếu này cho mục đích đầu tư khi triển vọng ngành khá quan trọng.

Ngành Cao su, sắn lát

Ngành cao su sắn lát:
DN sắn lát tiếp tục hưởng lợi nhờ giá cao su đầu vào giảm. Nhu cầu tiêu thụ và chính sách hàng tồn kho tạo sự khác biệt giữa LN của các DN trong ngành.

Diễn biến Q2:

Q2 tiếp tục hưởng lợi từ diễn biến giá cao su tiếp tục giảm - biên lợi nhuận của doanh nghiệp sắn lát tăng: Giá cao su nguyên liệu luôn là nhân tố quan trọng nhất tác động nhiều lợi nhuận của các doanh nghiệp sắn lát. Giá cao su xuất khẩu Q2 tiếp tục giảm 11% so với Q1 và giảm 18% so cùng kỳ năm trước nên lợi nhuận của các doanh nghiệp sắn lát trong Q2 hứa hẹn sẽ tiếp tục khả quan. Tuy nhiên, trong sản xuất, các doanh nghiệp sắn lát có thành phẩm tồn kho và dự trữ nguyên vật liệu cho 1-2 tháng sản xuất tùy thuộc vào tình hình tiêu thụ và chính sách quản lý hàng tồn kho. Do đó, mặc dù hầu hết các doanh nghiệp trong ngành có

thể có lợi nhuận tốt nhưng mức độ hưởng lợi từ nguyên liệu giá rẻ là khác nhau. Xem xét các doanh nghiệp sản phẩm đang niêm yết trên sàn cho thấy:

- Doanh thu Q1 của DRC và SRC giảm tương ứng 13% yoy và 23% yoy nên hàng tồn kho của DRC và SRC chủ yếu là thành phẩm (tương ứng 1,5 đến 2 tháng tiêu thụ). Theo đó, mức độ cải thiện biên lợi nhuận Q2 của các công ty này sẽ phụ thuộc vào tình hình tiêu thụ sản phẩm sản xuất trong kỳ ngoài các thành phẩm tồn kho (được sản xuất bởi nguyên vật liệu cũ có chi phí cao hơn).
- Hàng tồn kho dưới dạng thành phẩm của CSM khá thấp so với DRC, SRC (khoảng 1 tháng tiêu thụ) do doanh thu Q1 của CSM tương đương với cùng kỳ trong khi doanh thu DRC, SRC giảm 13-23%. Tuy nhiên CSM lại dự trữ nguyên vật liệu khá lớn, theo đó mức độ cải thiện biên lợi nhuận Q2 của CSM từ giá nguyên liệu giảm có thể không nhiều.

Xét tổng thể hàng tồn kho của ba doanh nghiệp, số ngày tồn kho bình quân Q1 của CSM và DRC khá cao, 136-137 ngày trong khi SRC là 108 ngày nên sự cải thiện biên lợi nhuận gộp trong Q2 của SRC nhiều khả năng sẽ tốt hơn so với DRC và CSM.

Sản lượng tiêu thụ Q2 có khả năng tốt hơn Q1 do thời gian nghỉ tết rơi vào Q1 tuy nhiên doanh thu có thể vẫn giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước do cạnh tranh ngày càng lớn và nhu cầu thị trường chưa cao. Điều này có thể thấy thông qua kế hoạch một số doanh nghiệp lớn trên sàn, doanh thu kế hoạch Q2 của DRC và SRC tăng khoảng 18-19% so với thực hiện trong Q1 và giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ năm trước.

Điều chỉnh tỷ giá 1% có tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp sản phẩm: NHNN đã điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng VND/USD tăng thêm 1% từ 20.828 đồng/USD lên 21.036 đồng/USD từ ngày 28/6/2013. Việc điều chỉnh tỷ giá này sẽ có lợi đối với các doanh nghiệp sản phẩm sản xuất chủ yếu để xuất khẩu như Kumho, Yokohama Tuy nhiên sự biến động tỷ giá sẽ làm tăng chi phí ba doanh nghiệp sản phẩm đang niêm yết trên sàn bởi (i) các doanh nghiệp sản phẩm mặc dù xuất khẩu thành phẩm, chiếm khoảng 10-25% doanh thu nhưng phải nhập khẩu một số nguyên liệu như cao su tổng hợp, vải màn, than đen, thép tanh chiếm khoảng 40% giá vốn hàng bán, (ii) các doanh nghiệp lớn như DRC, CSM đều đã và đang triển khai các dự án lớn trong đó có sử dụng vay nợ bằng USD và nhập khẩu máy móc thiết bị. Chúng tôi cho rằng biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến DRC, CSM nhiều hơn so với SRC, tuy nhiên mức độ ảnh hưởng là không lớn.

Một số tin trong ngành:

- Trước làn sóng đầu tư mạnh mẽ của các doanh nghiệp sản phẩm nước ngoài, hai doanh nghiệp sản phẩm lớn CSM và DRC đã triển khai các dự án nhà máy sản xuất lốp radial lớn nhằm giữ vững thị trường trong nước ở phân khúc xe tải. Do đó, việc nhà máy sản xuất lốp radial 600.000 lốp/năm GĐ1 của DRC khánh thành vào ngày 29/6/2013 là sự kiện lớn đối với DRC cũng như ngành sản phẩm của Việt Nam.
- Trong Q2, DRC và SRC đã thực hiện chi trả cổ tức trong tháng 6 với tỷ lệ tương ứng là 40% và 25% (trong đó 50% bằng tiền mặt và 50% bằng cổ phiếu). CSM dự kiến thực hiện chi trả cổ tức tỷ lệ 30% trong tháng 9.

VCBS ước tính KQKD Q2 và cả năm của các doanh nghiệp sản phẩm đang niêm yết trên sàn

	LNTT Q2.2013 (tỷ đồng)	% thay đổi	LNTT 6T2013 (tỷ đồng)	% kế hoạch	LNTT 2013 (tỷ đồng)	% kế hoạch
DRC	130	14%	234	56%	470	113%

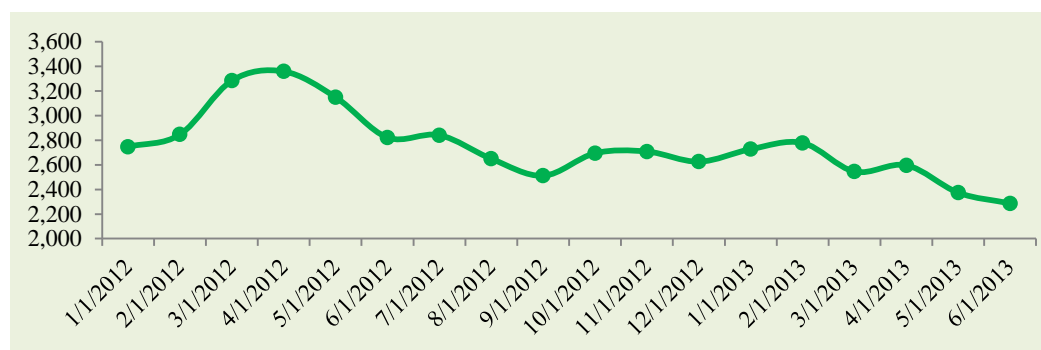
CSM	105	12%	197	71%	390	142%
SRC	27	98%	51,5	79%	100	154%

Nguồn: VCBS ước tính

Triển vọng Q3:

Giá cao su đã giảm khá mạnh trong Q2 và nhiều khả năng khó tăng mạnh trở lại trong Q3 do kinh tế Trung Quốc đang tăng trưởng chậm lại và cao su đã bắt đầu vào mùa khai thác. Đồng thời cao su nguyên liệu thường được dự trữ từ 1-2 tháng nên chi phí nguyên vật liệu đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất trong Q3 nhiều khả năng sẽ thấp hơn Q2. Tỷ giá VND/USD tăng 1% và có thể chưa biến động nhiều trong Q3, do đó chúng tôi cho rằng ảnh hưởng biến động tỷ giá đến lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành là không lớn, theo đó ngành sản xuất sản phẩm trong Q3 sẽ có triển vọng cao hơn Q2.

Biểu đồ giá xuất khẩu bình quân của cao su tự nhiên của Việt Nam – (USD/tấn)



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê

Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể tiếp tục **NĂM GIỮ** đối với các cổ phiếu DN sản xuất, do (i) KQKD tốt trong 6T2013, (ii) Triển vọng tiếp tục khả quan trong thời gian tới, (iii) Hiện nay PE của các cổ phiếu trong ngành vẫn thấp hơn mức PE chung của thị trường. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét tăng tỷ lệ đầu tư tại **DRC** với mục tiêu đầu tư dài hạn vì **DRC** có thị phần và năng lực sản xuất lớn trong dòng lốp xe ô tô tải, sở hữu nhiều lợi thế, có các chỉ tiêu cơ bản tốt, tiềm năng tăng trưởng cao khi nhà máy sản xuất lốp radial đã bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 7/2013.

Ngành Bất động sản

Diễn biến Q2:

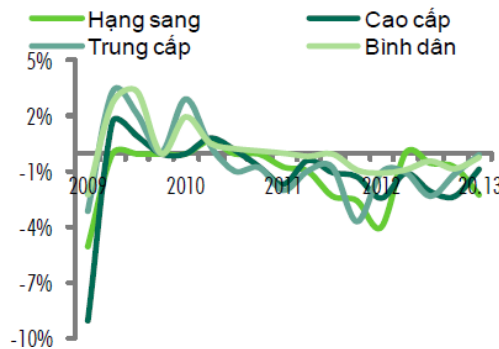
Phân khúc bình dân đã sôi động hơn nhưng lượng tồn kho vẫn lớn. Chúng tôi không khuyến nghị MUA đối với các DN BĐS đang niêm yết trên sàn

Thị trường căn hộ bình dân tương đối sôi động so với các phân khúc khác. Trong Q2.2013, thị trường phân khúc bình dân vẫn tiếp tục chiếm ưu thế đặc biệt là tại TP.HCM với các lượt chào bán thành công tại dự án Gia Phú Khang, EHome 3, Phúc Thịnh Tower. Tính đến cuối tháng 5 năm 2013, nguồn cung căn hộ thuộc phân khúc này tại Hà Nội có số lượng khiêm tốn hơn với 144 căn trên hơn 2.200 căn hộ trong khi con số này ở TP.HCM đạt hơn 900 trên tổng số 2.350 căn hộ. Theo thống kê của UBND Tp Hà Nội, lượng hàng tồn kho căn hộ 6 tháng đầu năm khoảng 9.600 căn trong đó căn hộ trên 90 m2 chiếm tới 5.400 căn do bên cạnh số lượng đang tồn đọng, còn thêm nhiều dự án mới ra hàng như Mulberry Lane, VC7 Housing Complex, Platinum Residence... Số liệu căn hộ tồn kho của Sở XD TP.HCM mới công bố đạt 12.613 căn hộ giảm 14% so với cuối năm 2012.

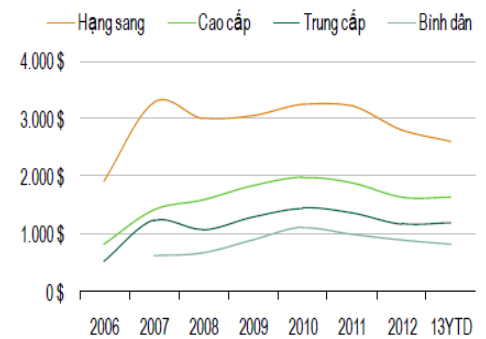
Các giao dịch vẫn tập trung tại phân khúc giá thấp, diện tích phù hợp, theo đó các đợt mở bán mới khá tốt, điều này cho thấy nhu cầu của đại bộ phận người dân vẫn đang tập trung vào nhóm các căn hộ có diện tích nhỏ và giá rẻ. Mặt bằng giá các căn hộ được chào bán tại Hà Nội vẫn cao hơn khá nhiều so với TP.HCM với các căn hộ có mức giá hơn 20 triệu đồng/m², là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng hàng tồn kho tăng mạnh tại thủ đô.

Thị trường căn hộ thứ cấp (qoq)

Biến động giá GD tại TP.HCM



Giá GD căn hộ tại Hà Nội



Nguồn : CBRE Q1.2013

Các biện pháp vĩ mô vẫn chưa phát huy rõ hiệu quả, các doanh nghiệp BĐS vẫn gặp nhiều khó khăn. Các yếu tố vĩ mô như vốn FDI cho ngành BĐS đạt 307 triệu USD trong tháng 4 cùng những chính sách hỗ trợ của nhà nước chính thức đi vào hoạt động, mang lại hy vọng nhất định về khả năng phục hồi SX-KD của các DN, tuy nhiên, dấu hiệu đi lên của thị trường vẫn chưa rõ nét. Các DN trong ngành vẫn có mức tăng trưởng âm, thậm chí thua lỗ vì nhiều lý do như (1) chi phí XD dở dang lớn, hàng tồn kho nhiều do khả năng bán hàng thấp trong bối cảnh thị trường đóng băng và sản phẩm thuộc phân khúc giá cao, (2) khả năng tiếp cận vốn còn hạn chế khi ngân hàng siết chặt hoạt động cho vay, DN không huy động được vốn qua TTCK, theo đó thiếu nguồn lực để tiếp tục triển khai các dự án dở dang (3) một số DN đầu tư dàn trải ngoài hoạt động cốt lõi dẫn đến KQKD chịu ảnh hưởng nghiêm trọng. Sau hơn 1 tháng chính thức có hiệu lực, gói cứu trợ 30.000 tỷ đồng vẫn chưa tiếp cận được rộng rãi tới DN và người có nhu cầu, tiến độ giải ngân rất thấp, nguyên nhân chính xuất phát từ (1) hướng dẫn về người có thu nhập thấp chưa cụ thể, (2) các thủ tục cho vay còn phức tạp khi ngân hàng giữ thái độ thận trọng trong bối cảnh nợ xấu còn là quan ngại lớn.

Triển vọng Q3 :

Khả năng phục hồi của ngành trong 6 tháng cuối năm là khá khó khăn. Với diễn biến chung chưa có nhiều điểm tích cực, chỉ số PMI sụt giảm xuống 46,6 trong tháng 6, CPI tăng nhẹ 0,05% phản ánh cầu tiêu dùng yếu, ngành BĐS nói riêng vẫn sẽ còn gặp nhiều khó khăn trong thời gian trước mắt, đặc biệt là vấn đề giải quyết hàng tồn kho, vốn dĩ tập trung nhiều ở phân khúc hàng trung và cao cấp (căn hộ có diện tích lớn, đơn giá cao, biệt thự, nhà liền kề chiếm tỷ trọng lớn). Mặc dù VAMC đã đi vào hoạt động ngày 9/7/2013 nhưng chưa có quy định hướng dẫn cụ thể về việc mua bán nợ, do đó theo nhận định của chúng tôi, tình hình nợ xấu chưa thể sớm đảo ngược xu hướng trong thời gian tới, đặc biệt khi các khó khăn nội tại vẫn hiện hữu và chưa có cách xử lý triệt để. Các giao dịch trong thời gian tới vẫn sẽ tập trung vào phân khúc giá rẻ và xu hướng mặt bằng giá chung sẽ tiếp tục giảm, đặc biệt là tại Hà Nội đối với các phân khúc hàng hóa cấp cao. Ngoài ra, chúng tôi cũng quan ngại hiện tượng một số DN BĐS coi việc chuyển đổi dự án nhà ở thương mại sang NOXH hoặc đầu tư mới vào các dự án NOXH là giải pháp thoát khỏi tình trạng khó khăn hiện tại mà chưa nghiên cứu kỹ về tính

khả thi và hiệu quả (thiếu đi các yếu tố được NĐT quan tâm như vị trí, sự đồng bộ về hạ tầng kỹ thuật và xã hội), theo đó sản phẩm dù có mức giá thấp có thể vẫn không gặp được cầu.

Các quỹ đầu tư BĐS sẽ sớm tham gia thị trường. Ngày 1/7/2013, Thông tư 228/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính về thành lập và quản lý quỹ đầu tư BĐS sẽ chính thức có hiệu lực. Đây sẽ là một cơ hội mới cho ngành BĐS và đặc biệt là các phân khúc có dòng tiền ổn định như tòa nhà văn phòng, căn hộ cho thuê, diện tích bán lẻ, khách sạn. Khả năng thanh khoản của thị trường được kỳ vọng sẽ tốt hơn nếu như các quỹ đầu tư được hình thành và phát triển minh bạch. Tuy nhiên, các NĐT trong nước và nước ngoài vẫn còn khá ngần ngại về các rào cản pháp lý cũng như triển vọng của ngành trong thời gian tới. Chính vì vậy, chúng tôi vẫn nghi ngại về khả năng tác động của chính sách này đến thị trường BĐS trong tương lai gần.

Nền kinh tế đã qua giai đoạn khó khăn nhất, tuy nhiên có lẽ chưa thể bút phá và phục hồi như kỳ vọng, điều này khiến các NĐT chưa thực sự quan tâm đến thị trường BĐS. Các doanh nghiệp BĐS sẽ vẫn gặp nhiều khó khăn trong xử lý hàng tồn kho, huy động được vốn để tiếp tục SXKD và tái cấu trúc hoạt động. Chúng tôi cũng ghi nhận những thành công nhất định của một số DN khi giữ được mức tăng trưởng DT và LN cao trong thời gian qua, chủ yếu là các DN môi giới BĐS và DN đầu tư vào phân khúc bình dân với chiến lược và định hướng rõ ràng, có nguồn lực nội tại tốt và không sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính. Chúng tôi cho rằng, triển vọng thị trường BĐS sẽ phụ thuộc đồng thời vào khả năng thực thi các giải pháp hỗ trợ của Chính phủ và nỗ lực tự thân của các DN. Chúng tôi tiếp tục không khuyến nghị MUA đối với các cổ phiếu BĐS đang niêm yết trên sàn.

Ngành Khí đốt

Trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế tài chính và chính trị toàn cầu năm nay, dự báo nhu cầu sẽ không tăng quá lớn, giá sẽ tăng trở lại trong các tháng cuối năm. Trên hai sàn GDCK, NĐT có thể xem xét mua các mã GAS, PGC và PGS.

Diễn biến Q2.2013: Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, trong 5 tháng đầu năm, khai thác dầu thô và khí tự nhiên tăng khá, đạt 4,6% yoy. Sản lượng khai thác khí đốt thiên nhiên dạng khí đạt 4.460,9 triệu m³, tăng 9,6% yoy, tuy nhiên sản lượng sản xuất khí hóa lỏng (LPG) đạt 283,6 nghìn tấn, giảm 3,3% so với cùng kỳ năm trước do phát sinh một số khó khăn và chậm tiến độ trong đầu tư, khai thác. Cũng theo số liệu thống kê sơ bộ từ Tổng cục Hải quan, trong 5 tháng đầu năm, Việt Nam đã nhập khẩu 225,8 nghìn tấn LPG, trị giá 202,4 triệu USD, giảm 7,5% về lượng và giảm 18,8% về trị giá so với cùng kỳ năm 2012. Sản lượng và giá trị nhập khẩu suy giảm được cho là do số lượng doanh nghiệp phá sản hoặc giải thể từ cuối năm 2012 đến năm 2013 tăng cao, và đối với các đơn vị còn lại, nhu cầu tiêu thụ cũng giảm.

Biểu đồ giá LPG bình quân tháng (USD/tấn)



Nguồn: Aramco, VCBS tổng hợp

Trung Quốc tiếp tục là thị trường chính cung cấp LPG cho Việt Nam trong 5 tháng đầu năm, chiếm tới 58% thị phần, tương ứng 131,5 nghìn tấn, trị giá 122,8 triệu USD; kế đến là thị

trường Ả Rập Xêút chiếm 19,6% thị phần với kim ngạch 36,5 triệu USD, tương đương 44,3 nghìn tấn. Thứ 3 là thị trường Hàn Quốc – trên 3 nghìn tấn khí, trị giá 2,9 triệu USD.

Từ đầu năm đến hết tháng 5, giá gas trong nước đã liên tục được điều chỉnh giảm theo biến động giá gas thế giới, tổng mức giảm khoảng 65.000đ/bình 12kg tùy công ty cung cấp. Tuy nhiên từ 1/6, giá bán lẻ gas một số nơi đã tăng nhẹ từ 1.000 đến 3.000 đồng/bình lên mức 365.000đồng - 370.000đồng/bình.

Triển vọng các tháng cuối năm

Kể từ năm 2009 đến nay, giá gas thế giới luôn tăng về cuối năm và năm nay có thể cũng không phải là ngoại lệ. Tuy nhiên, trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế tài chính và chính trị toàn cầu năm nay, dự báo nhu cầu sẽ không tăng quá lớn, do đó giá gas trong thời gian tới tuy tăng nhưng sẽ không đột biến.

Hiện nay do sản lượng sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 56% nhu cầu thị trường, 44% còn lại phải nhập khẩu nên giá gas trong nước vẫn phụ thuộc rất lớn vào giá thế giới. Do đó dù giá gas liên tục giảm từ đầu năm đến tháng 6, tuy nhiên nhiều doanh nghiệp vẫn dự báo giá sẽ tăng trở lại trong các tháng cuối năm. Ngoài ra, giá gas còn chịu tác động của một số diễn biến trong nước như (i) Trước thực trạng thiếu điện trong mùa khô vừa qua, Chính phủ đã chỉ đạo các công ty gas tăng cường cung cấp sản lượng khí cho các nhà máy nhiệt điện, điều này có thể dẫn đến giảm lượng cung cấp cho các đơn vị công nghiệp khác; (ii) Một số dự án khai thác mỏ dầu khí lớn đang bị trễ tiến độ, sớm nhất cũng phải vào quý 4 mới bổ sung thêm sản lượng. Tuy nhiên các doanh nghiệp cũng đều cho rằng trước biến động rất thất thường trên thị trường gas thế giới từ giữa năm ngoái đến nay, rất khó dự đoán giá gas về cuối năm.

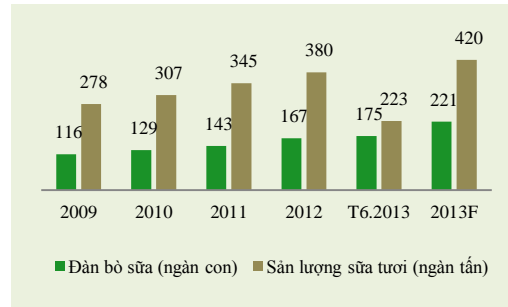
Trên hai sàn GDCK, ngoài Tổng công ty GAS còn có các công ty con như CNG, PGS, PGD, PCG, PVG cũng như một số công ty khác như MTG, PGC. Trong số đó, CNG, GAS, PGC và PGS là các công ty đạt mức tăng trưởng lợi nhuận Q1/2013 cao hơn cùng kỳ năm trước, đặc biệt mức tăng LNST của GAS lên đến gần 83% yoy. Với dự báo tăng giá LPG nói trên vào cuối năm, các công ty PGC, PGS sẽ hoàn thành kế hoạch cả năm, đặc biệt là GAS. Chúng tôi dự báo LNST 2013 của GAS có thể lên đến gần 12.000 tỷ đồng (+19% yoy), vượt 56% KH năm, theo đó EPS 2013 vào khoảng 6.300 đồng/cp, P/E forward là 9,5 lần. So với các công ty niêm yết hàng đầu khác trên HOSE cũng như xem xét tốc độ tăng trưởng của GAS, chúng tôi duy trì đánh giá khả quan và khuyến nghị MUA đối với GAS với giá mục tiêu 67.000 đồng/cp, tương ứng P/E là 10,6 lần.

Ngành Sữa

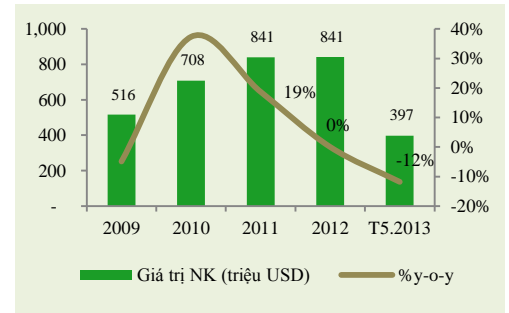
Dù diễn biến giá sữa nguyên liệu không có nhiều thuận lợi như năm 2012, tuy nhiên so với những ngành khác, ngành sữa vẫn tăng trưởng khá hấp dẫn. Đặc biệt với vị thế hàng đầu trên thị trường, VNM vẫn là cổ phiếu tốt để đầu tư trong năm nay.

Diễn biến ngành sữa 6T2013: Ngành sữa Việt Nam đang được đánh giá là ngành khá hấp dẫn với tốc độ tăng trưởng ấn tượng. Theo báo cáo ngành hàng tiêu dùng nhanh FMCG - Q1.2013 của Kantar Worldpanel, sữa đang là một những ngành phát triển hàng đầu ở cả thành thị và nông thôn với mức tăng trưởng về giá trị lần lượt đạt 15% và 18%. Theo Bộ Công Thương, chỉ số phát triển sản xuất công nghiệp đối với chế biến sữa và các sản phẩm sữa 6T2013 tăng 6,2% y-o-y, trong đó sữa bột đã sản xuất được 40.900 tấn (+12,8% y-o-y), đạt 58,4% kế hoạch năm. Chỉ số tiêu thụ của ngành lũy kế 5T2013 cũng tăng 5,7% so với cùng kỳ.

Tăng đầu tư để đẩy nguồn cung sữa tươi nguyên liệu: Tình hình sản xuất sữa tươi nguyên liệu trong nước tiếp tục tăng trưởng khả quan. 6T2013, số lượng bò sữa tăng khoảng 7.700 con, đạt 174,7 ngàn con (+10,3% y-o-y), tương ứng tổng sản lượng sữa tươi nguyên liệu sản xuất đạt khoảng 222 ngàn tấn (+9,2% y-o-y). Trong những năm qua, hầu hết các doanh nghiệp sản xuất và chế biến sữa Việt Nam như Vinamilk, TH True Milk, Mộc Châu... đều có các chiến lược phát triển vùng nguyên liệu sữa với kinh phí đầu tư lớn.

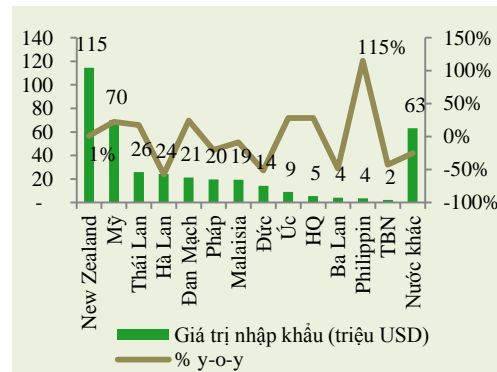
Thống kê về đàn bò và sản lượng sữa tươi

Nguồn: Tổng cục thống kê, DairyVietnam

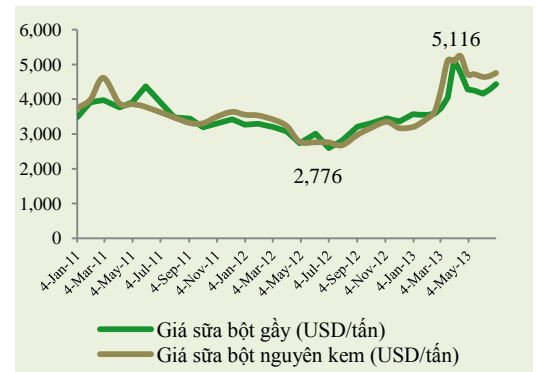
Giá trị nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa

Nguồn: Globaldairytrade

Nguồn cung trong nước mới chỉ đáp ứng 30% nhu cầu: Lượng sữa sản xuất từ nguồn nguyên liệu trong nước mới đủ tăng nhưng cũng chỉ đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu, còn lại vẫn phải nhập tới 70%, bao gồm 50% là sữa nguyên liệu và 20% là sữa thành phẩm. Theo Tổng cục Hải quan lũy kế 5 tháng đầu năm 2013, tổng giá trị nhập khẩu sữa và sản phẩm sữa của Việt Nam là 397,1 triệu USD, giảm khoảng 12% so với cùng kỳ 2012, trong đó tháng 5 giảm khoảng 7,2% so với tháng 4. Như vậy xuất hiện tín hiệu chững lại từ việc nhập khẩu mà nguyên nhân chủ yếu là do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế khiến sức mua suy giảm trong khi sản xuất sữa tươi nguyên liệu trong nước tăng trưởng tốt.

Thị phần các quốc gia NK sữa vào VN

Nguồn: Tổng cục Hải Quan

Biến động giá sữa thế giới 2011 - 2013

Nguồn: Globaldairytrade

New Zealand, Mỹ, Thái Lan, Hà Lan, Đan Mạch, Pháp, Australia... là những nước nhập khẩu sữa và sản phẩm sữa hàng đầu vào Việt Nam. Trong đó dẫn đầu là New Zealand đạt 114,5 triệu USD (+1% y-o-y), chiếm 29% thị phần. Đứng thứ 2 là Mỹ với kim ngạch 70 triệu USD (+23% y-o-y). Đáng chú ý là thị trường Philippin mặc dù giá trị nhập khẩu chỉ đạt 3,5 triệu USD, nhưng tăng trưởng mạnh, tăng 115% y-o-y. Việc hạn hán xảy ra ở phía Bắc New Zealand, nơi nuôi bò sữa lớn nhất của quốc gia xuất khẩu sữa hàng đầu thế giới đã khiến giá sữa nguyên liệu thế giới tăng mạnh những tháng đầu năm 2013 và đạt đỉnh cao nhất vào tháng 5 (theo số liệu của GlobalDairyTrade.)

Các doanh nghiệp sản xuất sữa trong nước vẫn có khả năng chuyển một phần gánh nặng chi phí đầu vào sang người tiêu dùng. Do giá nguyên liệu sữa thế giới tăng mạnh, trong khi Việt Nam nhập khẩu đến 70% nguồn sữa nguyên liệu, nên các hãng sữa trong nước cũng điều chỉnh tăng giá sữa thành phẩm, cụ thể như Dumex tăng 8,5-9%, Mead Johnson tăng 10% với tất cả các loại sữa, Vinamilk tăng 7% đối với một số sản phẩm, Friesland Campina Việt Nam

tăng 8-9% một số sản phẩm sữa Friso và Dutch Lady. Như vậy sữa ngoại đã cao và mức tăng giá nhiều hơn sữa nội, điều này tạo cơ hội cho các doanh nghiệp sản xuất sữa trong nước như VNM khi người tiêu dùng thay đổi thói quen sử dụng, đặc biệt là độ nhạy cảm với biến động giá sữa cao hơn trước đây, nên không mua sữa ngoại ở bất kỳ mức giá nào như trước.

Triển vọng ngành sữa 6 tháng cuối năm 2013. Tiềm năng tăng trưởng của ngành sữa Việt Nam khá cao khi mức tiêu thụ sản phẩm sữa của Việt Nam vẫn còn ở mức thấp so với các nước trong khu vực, bình quân chỉ khoảng 15 lít sữa/năm, trong khi Malaysia và Thái Lan lần lượt là 23 và 25 lít sữa/năm... Ngoài ra, yếu tố dân số trẻ (chiếm 36%) và thu nhập bình quân đầu người tăng 6% năm cũng như nhu cầu cải thiện sức khỏe, tầm vóc của người Việt Nam là những điều kiện thuận lợi giúp cho ngành sữa trong nước dự báo tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2013 và dài hạn. Trong ngắn hạn, theo báo cáo của BMI về ngành thực phẩm & đồ uống Q3.2013, dự báo tăng trưởng về sản lượng sản xuất và doanh số bán sữa của Việt Nam sẽ đạt lần lượt khoảng 11,9% và 6,2% trong năm 2013, cải thiện hơn so với năm 2012, ước lượng chỉ đạt 8,94% và 5,25%.

Sữa nước tăng trưởng khá – VNM đang dẫn đầu thị trường: Trong các phân khúc, sữa nước (bao gồm sữa đậu nành) luôn đạt mức tăng khá, khoảng 21% y-o-y trong năm 2012 (Theo báo cáo Euromonitor). Tại phân khúc này hiện có khoảng 60 doanh nghiệp sữa cạnh tranh với nhau, tuy nhiên đứng đầu là Vinamilk chiếm 45,5% và FrieslandCampina Việt Nam chiếm 20,4%. Trong năm 2013, với việc khánh thành và đưa vào hoạt động Nhà máy sữa Việt Nam tại KCN Mỹ Phước, công suất bằng 9 nhà máy hiện nay của VNM sẽ càng khẳng định vị thế của VNM đối với phân khúc này.

Chênh lệch giá sữa bột nội và ngoại cao tạo cơ hội cho các DN trong nước: Sữa bột mặc dù đạt doanh thu chỉ bằng khoảng 1/10 so với nhóm sữa nước nhưng đang là ngành có tốc độ tăng trưởng cao hơn đang cạnh tranh cũng hết sức khốc liệt, đặc biệt bị chiếm lĩnh bởi các hãng sữa ngoại do đang là ngành có biên độ lợi nhuận cao từ 40-50%. Tuy nhiên, chênh lệch giá sữa nội và ngoại lên đến 50% là cơ hội cho những sản phẩm sữa nội chất lượng cao và giá thành cạnh tranh như VNM.

Phân khúc sữa đặc bão hòa – phân khúc sữa chua tăng trưởng khả quan: Trong khi phân khúc sữa đặc có đường đã gần như bão hòa, thì khả năng tăng trưởng của phân khúc sữa chua rất khả quan. Doanh số sữa chua toàn thị trường Việt Nam năm 2012 là 5.737 tỷ đồng, và dự kiến đạt 7.706 tỷ đồng trong năm 2013 (+34,3% y-o-y). Hiện tại, VNM vẫn chiếm vị thế hàng đầu với lần lượt 90% và 80% thị phần trong hai phân khúc sữa chua và sữa đặc có đường. Tăng trưởng của sữa chua tiếp tục là nguồn lực tăng trưởng ổn định về dài hạn cho VNM, mặc dù đang phải cạnh tranh với không ít đối thủ như FrieslandCampina (Hà Lan) với nhãn hàng Yomost, Kinh Đô với sữa chua uống Well-Yo, IDP với Love in Farm, và cả TH Milk.

Về triển vọng lợi nhuận, trong ngành sữa chỉ có 2 doanh nghiệp đang niêm yết là VNM và HNM. Trong đó, VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sữa hàng đầu của Việt Nam với thị phần lớn liên tục duy trì và tăng trưởng cùng với khả năng sinh lợi cao, ổn định trên 20% qua các năm, dự kiến năm 2013 có thể đạt 31.874 tỷ đồng DT (+20% y-o-y) và 6.149 tỷ đồng LNST (+6% y-o-y), EPS forward = 7.377 đồng/cp, nhờ vào hai động lực chính là sữa nước và sữa bột, đặc biệt VNM tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu. Từ đầu năm đến nay, kim ngạch xuất khẩu của VNM đạt 92 triệu USD, và kế hoạch năm 2013 là 230 triệu USD, chiếm khoảng 15% tổng doanh thu của VNM.

HNM cũng là doanh nghiệp hoạt động trong ngành sữa, nhưng kết quả kinh doanh không mấy khả quan. HNM không sản xuất sản phẩm sữa tươi 100% đang được người tiêu dùng ưu chuộng, mà chủ yếu chỉ là sữa tươi tiệt trùng Izzi (người tiêu dùng định vị là phân khúc giá rẻ) và sữa chua ăn Hanomilk nên doanh số khó tăng trưởng mạnh và TLSN gộp thấp. Năm 2012,

HNM chỉ đạt 1,2 tỷ đồng LN (-23% y-o-y), hoàn thành 39% KH, và không chia cổ tức. Năm 2013, HNM đặt kế hoạch 336 tỷ đồng DT (+34,1% y-o-y) và 3,1 tỷ đồng LNST (154,7% y-o-y). Với kết quả doanh thu sụt giảm 21% và công ty bị lỗ 1,83 tỷ đồng trong Q1, chúng tôi cho rằng khả năng HNM hoàn thành kế hoạch lợi nhuận là tương đối khó khăn.

Dù diễn biến giá sữa nguyên liệu không có nhiều thuận lợi như năm 2012 nhưng so với những ngành khác, ngành sữa vẫn sở hữu những lợi thế cạnh tranh nhất định trong năm 2013. Đặc biệt với vị thế của VNM trên thị trường thì đây vẫn là cổ phiếu tốt để đầu tư trong năm nay.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12&17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116 Lầu 6, Tòa nhà Khánh Nguyên, số 63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200774/75/76; 38200799 - Số máy lẻ: 101-104
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
