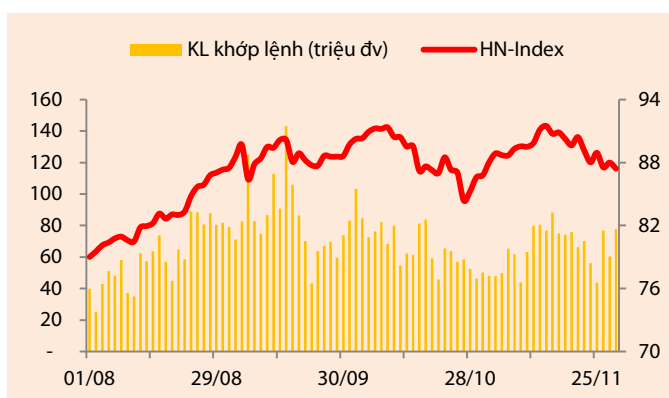
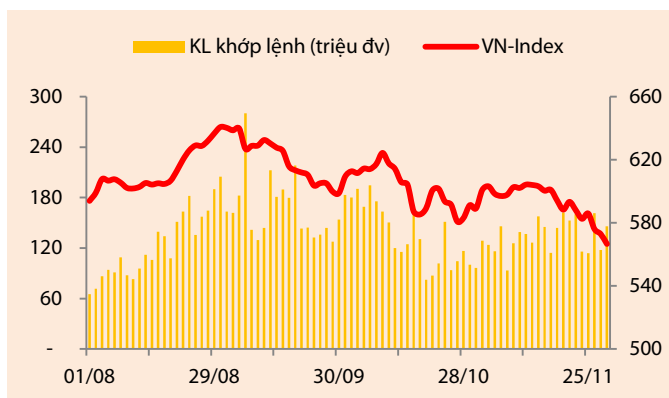




Trong tháng Mười Một, TTCK đã đón nhận liên tiếp hai cú sốc thông tin lớn là việc ban hành Thông tư 36 và đợt giảm mạnh của dầu thô trên thị trường quốc tế. Một mặt, việc các công ty chứng khoán đồng loạt giảm tỷ lệ ký quỹ của các cổ phiếu “nóng” ngay sau khi Thông tư 36 được ban hành đã làm dâng lên những lo ngại rằng dòng tín dụng cho kênh đầu tư chứng khoán sẽ bị siết lại. Mặt khác, việc giá dầu thế giới giảm xuống dưới ngưỡng tâm lý \$70/thùng cũng kích thích việc bán ra ồ ạt, chủ yếu từ khối ngoại, ở các cổ phiếu dầu khí vốn chiếm tỷ trọng lớn trong VNIndex và HNIIndex. Dù vậy, điều đáng mừng là ngay cả trong những phiên giảm mạnh, trên thị trường cũng không hề xuất hiện tâm lý hoảng loạn; lực bán tập trung phần nhiều vào nhóm cổ phiếu dầu khí và chủ yếu đến từ khối ngoại. Việc các nhà đầu tư có thể lấy lại được sự bình tĩnh chỉ trong một thời gian ngắn cho thấy quá trình xử lý thông tin trên thị trường đã hiệu quả hơn và các thông tin tiêu cực đã được “tiêu hóa” phần nhiều trong tháng Mười Một.

Giá dầu và diễn biến của nhóm ngành dầu khí hiện vẫn là mối quan ngại thường trực của nhà đầu tư trong giai đoạn này. Tại thời điểm này, khó có thể khẳng định đà giảm của giá dầu sẽ không kéo dài, đặc biệt là sau khi Trung Quốc, quốc gia tiêu thụ dầu lớn nhất thế giới, công bố PMI ngành sản xuất tháng Mười Một thấp nhất trong vòng hơn nửa năm qua (50,3 điểm). Trong những ngày đầu tháng Mười Hai, với tâm lý chọn thời điểm để tích lũy đã được “lên dây cót” từ trước, chúng tôi nhận thấy hoạt động bắt đáy đã xuất hiện trở lại, ngay cả ở một số cổ phiếu nhóm dầu khí. Điều này cho thấy là không phải tất cả nhà đầu tư đều mang “gánh nặng” tâm lý đối với nhóm cổ phiếu dầu khí và sự tự tin vẫn đang hiện hữu trên thị trường. Cộng với việc mặt bằng giá của nhiều cổ phiếu đã về mức khá hấp dẫn, chúng tôi cho rằng tâm lý ổn định sẽ là điểm tựa cho thị trường trong tháng cuối cùng của năm 2014.



#### Phòng Phân tích và Tư Vấn Đầu Tư

Đoàn Thị Thanh Trúc – Trưởng Phòng

[truc.dtt@vdsc.com.vn](mailto:truc.dtt@vdsc.com.vn)

Nguyễn Bá Phước Tài

[tai.nbp@vdsc.com.vn](mailto:tai.nbp@vdsc.com.vn)

Trần Thị Hà My

[my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)

Trần Thị Diễm My

[my.ttd@vdsc.com.vn](mailto:my.ttd@vdsc.com.vn)

Chung Bích Ngọc

[ngoc.cb@vdsc.com.vn](mailto:ngoc.cb@vdsc.com.vn)

Nguyễn Thị Phương Lam

[lam.ntp@vdsc.com.vn](mailto:lam.ntp@vdsc.com.vn)

Bùi Thị Tâm

[tam.bt@vdsc.com.vn](mailto:tam.bt@vdsc.com.vn)

Lê Hữu Triển

[trien.lh@vdsc.com.vn](mailto:trien.lh@vdsc.com.vn)

Phạm Thị Hường

[huong.pt@vdsc.com.vn](mailto:huong.pt@vdsc.com.vn)

Huỳnh Khoa Nam

[nam.hk@vdsc.com.vn](mailto:nam.hk@vdsc.com.vn)

Nguyễn Hải Hoàng

[hoang.nh@vdsc.com.vn](mailto:hoang.nh@vdsc.com.vn)

Bành Trần Tường Vân

[van.btt@vdsc.com.vn](mailto:van.btt@vdsc.com.vn)

## NỘI DUNG CHÍNH

### KINH TẾ THẾ GIỚI

**Trang 3**

- ✓ Kinh tế Mỹ – tăng trưởng Q4/2014 ở mức vừa phải
- ✓ EU – gói QE sẽ được triển khai đầu năm 2015
- ✓ Trung Quốc – Nới lỏng tiền tệ một cách thận trọng

Trang 3

Trang 3

Trang 4

### KINH TẾ VIỆT NAM

**Trang 6**

- ✓ Tổng cầu cải thiện hơn vào những tháng cuối năm
- ✓ Thương mại được lợi nhờ giá hàng hóa thế giới giảm
- ✓ Huy động trái phiếu Chính phủ: Bài toán khó trong năm 2015
- ✓ Thông tư 36 – nắn dòng tín dụng
- ✓ Tỷ giá – thời điểm điều chỉnh tỷ giá đang đến gần?

Trang 6

Trang 7

Trang 8

Trang 9

Trang 10

### CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 12/2014

**Trang 18**

Dù khá yên tâm vào sự ổn định về tâm lý trên thị trường, chúng tôi phải thừa nhận rằng những phản ứng tiêu cực, đặc biệt là hành động của khối ngoại, đối với nhóm cổ phiếu dầu khí vẫn là rủi ro lớn đang hạn chế sự tham gia của dòng tiền. Do đó, chúng tôi thiên về kịch bản thị trường sẽ đi ngang hoặc chỉ tăng nhẹ trong tháng Mười Hai.

Các lý do đó cộng với mức thanh khoản hiện tại không ủng hộ nhiều cho những giao dịch T+. Khi mà lợi nhuận kỳ vọng không đáng kể, chi phí giao dịch là vấn đề nhà đầu tư ngắn hạn nên cân nhắc. Đối với hoạt động trading trong tháng này, nhà đầu tư cũng nên ưu tiên những doanh nghiệp có triển vọng lợi nhuận tốt vào cuối năm trong các ngành như logistics, thủy sản, xây lắp và dệt may.

Như chúng tôi đã đề cập trong Báo cáo chiến lược tháng Mười Một, những nhóm ngành sản xuất có sử dụng nguồn nguyên vật liệu nhập khẩu như nhựa, hóa chất, vận tải, chăn nuôi, thủy sản, dệt may ... đang hưởng lợi trực tiếp từ giá xăng dầu và nguyên liệu thế giới. Với tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu hiện nay và triển vọng ký kết các hiệp định như TPP và FTA, ngành logistics cũng rất đáng chú ý. Trong ngành logistic, ngoài mảng cho thuê kho bãi luôn có tỷ suất sinh lợi tốt, lĩnh vực vận tải bộ chuyên dụng và vận tải đường sông kỳ vọng sẽ là những điểm sáng mới trong năm sau.

Đối với ngành dầu khí, chúng tôi, tuy không quá quan ngại đối với kết quả kinh doanh của nhóm các doanh nghiệp này ít nhất đến quý 2 năm sau. Tuy vậy, chúng tôi cũng không khuyến khích mua vào vội vàng đối với nhóm này trước khi giá dầu tìm thấy sự ổn định ở mặt bằng mới.

Riêng với nhóm ngành cảng, chúng tôi cho rằng sẽ dần có sự phân hóa giữa các cảng có vị trí thuận lợi và bất lợi khi ngày càng có nhiều cảng mới đi vào hoạt động, đặc biệt là tại khu vực Cảng Hải phòng. Do đó, sự chọn lọc và cân nhắc vị trí các cảng là cần thiết cho dù ngành khai thác cảng và logistic nói chung vẫn được chúng tôi dự đoán sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của sản xuất và xuất nhập khẩu.

Trong những ngày đầu tháng, chúng tôi nhận thấy nhóm cổ phiếu ngân hàng đã rục rịch chuyển động. Thị trường hiện đang nhắc nhiều đến khả năng các ngân hàng sẽ hoàn nhập dự phòng cho các khoản nợ xấu sau khi VAMC thanh lý được các khoản nợ này. Đây có thể là chất xúc tác cho sự hồi phục của các cổ phiếu ngân hàng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ít nhất phải đến giữa năm 2015 mới có thể hy vọng ngành này có sự chuyển biến tích cực.

Vùng điểm dự báo của chúng tôi trong tháng Mười Hai đối với VNIndex là 565 – 590 điểm và đối với HNIIndex là 86-91 điểm.

Không nhiều thay đổi so với tháng trước, chúng tôi nghĩ rằng vẫn còn hợp lý để nhà đầu tư dài hạn tiếp tục nắm giữ và tích lũy thêm các cổ phiếu tốt. Nhà đầu tư ngắn hạn cũng có thể xem xét giải ngân thêm nếu nhận thấy có thị trường có sự ủng hộ của khối ngoại và giá trị giao dịch trụ vững ở mức 3.000 tỷ đồng/phần hoặc cao hơn.

### MỘT SỐ CHỈ SỐ CỦA CÁC NHÓM NGÀNH

**Trang 20**

Diễn biến các chỉ số ngành trong tháng 11 và chỉ số P/E, P/B của các nhóm ngành tại thời điểm cuối tháng.

### DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

**Trang 21**

Nhóm cổ phiếu gồm 39 mã được RongViet Securities nghiên cứu (tìm hiểu, trao đổi thông tin với doanh nghiệp) và có những phân tích, đánh giá cụ thể trong các "Báo cáo phân tích công ty" hoặc "Nhật ký tư vấn" phát hành từ đầu năm đến tháng 11/2014.



## KINH TẾ THẾ GIỚI

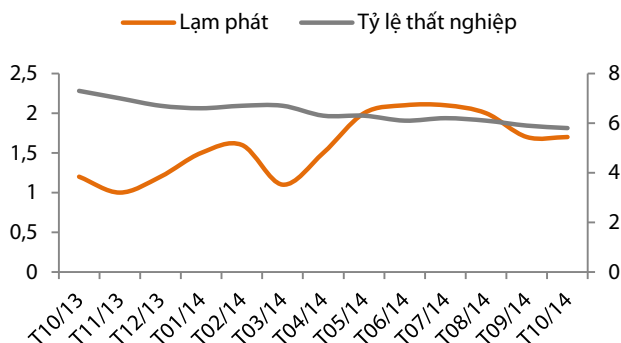
- Kinh tế Mỹ - tăng trưởng Q4/2014 ở mức vừa phải
- EU – gói QE sẽ được triển khai đầu năm 2015
- Trung Quốc – Nới lỏng tiền tệ một cách thận trọng

### Kinh tế Mỹ - tăng trưởng Q4/2014 ở mức vừa phải

Theo báo cáo Beige Book về triển vọng kinh tế được FED công bố ngày 03/12, cơ quan này đã đưa ra đánh giá rất lạc quan rằng thị trường lao động đang cải thiện trên diện rộng. Theo dự báo của nhiều nhà phân tích, trong tháng 11 nền kinh tế Mỹ dự báo sẽ tạo ra 230.000 việc làm, đây là lần thứ 10 liên tiếp nền kinh tế Mỹ tạo ra hơn 200.000 việc làm/tháng. Đồng thời, tỷ lệ thất nghiệp nhiều khả năng sẽ giảm về mức 5,8%, tháng thứ 2 liên tiếp đứng dưới ngưỡng 6%. Điều còn gây quan ngại chính là tăng trưởng lương vẫn chậm chạp, ảnh hưởng đến khả năng chi tiêu mua sắm của người dân. Bù lại, giá năng lượng giảm mạnh lại là yếu tố kỳ vọng có thể thúc đẩy chi tiêu thời điểm cuối năm.

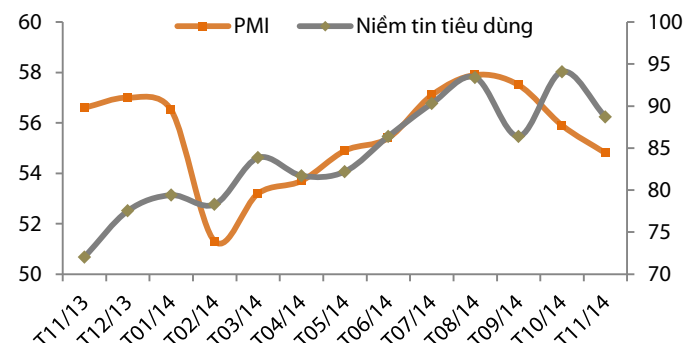
Dù số liệu về việc làm tại Mỹ khá lạc quan trong tháng này, các số liệu về hoạt động sản xuất, dịch vụ và niềm tin tiêu dùng đều có dấu hiệu chững lại. Cụ thể, chỉ số PMI lĩnh vực sản xuất giảm từ 55,9 điểm về mức 54,8 điểm, mức thấp nhất trong 10 tháng qua. Tương tự, PMI lĩnh vực dịch vụ giảm về còn 56,2 điểm so với mức 57,1 điểm của tháng 10. Bên cạnh đó, chỉ số niềm tin tiêu dùng Mỹ theo khảo sát của Conference Board giảm về mức 88,7 điểm so với mức 94,1 của tháng trước. Thông thường, tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ chậm lại trong quý cuối năm, do đó, các chỉ báo trên không phải yếu tố đáng quan ngại. Tăng trưởng GDP quý 4/2014 có thể sẽ chậm lại ở mức độ vừa phải và chỉ mang tính tạm thời.

**Hình 1: Diễn biến lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp Mỹ**



Nguồn: Trading economics, RongViet Research tổng hợp

**Hình 2: Diễn biến PMI và niềm tin người tiêu dùng Mỹ**



Nguồn: Trading economics, RongViet Research tổng hợp

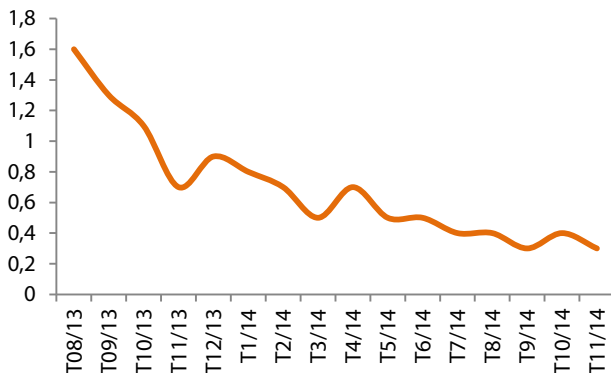
### EU – gói QE sẽ được triển khai đầu năm 2015

Theo báo cáo mới nhất của Eurostat, tốc độ tăng trưởng GDP trong quý 3 của khu vực tiếp tục tăng trưởng chậm chạp (~0,2%), tính theo năm, tăng trưởng của khu vực EU chỉ đạt 0,8%. Dù các chỉ báo kinh tế trước đó của hai nền kinh tế lớn nhất khu vực là Pháp và Đức không mấy khả quan, tốc độ tăng trưởng GDP của hai nước này cũng nhích nhẹ so với quý trước, tương ứng với mức 0,3% và 0,1%. Bên cạnh đó, do ảnh hưởng của chỉ số năng lượng giảm mạnh 2,5%, lạm phát của khu vực trong tháng 11 duy trì mức tăng 0,3% so với cùng kỳ. Đây là mức lạm phát thấp nhất trong 5 năm qua và tiếp tục cách xa mục tiêu 2% của NHTW châu Âu. Tỷ lệ thất nghiệp của khu vực trong tháng 10 tiếp tục duy trì mức cao, tương ứng với 11,5%.

Cùng với đó, báo cáo về chỉ số quản trị nhà mua hàng (PMI) mới đây của HSBC cũng cho thấy bức tranh ảm đạm về hoạt động sản xuất cũng như dịch vụ của khu vực này. Theo HSBC, PMI lĩnh vực sản xuất của khu vực giảm từ mức 50,6 xuống còn 50,1 điểm. Cũng theo

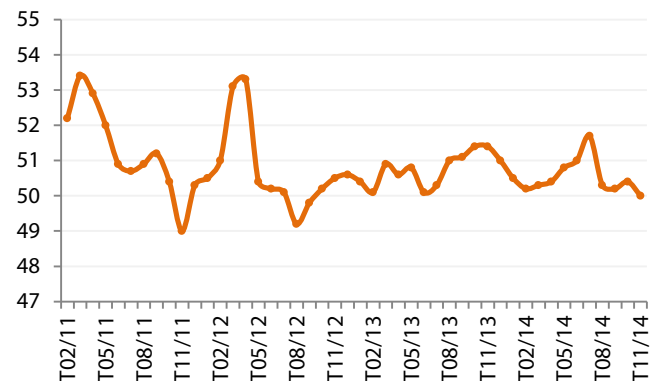
báo cáo này, đây là lần đầu tiên cả ba nền kinh tế lớn nhất khu vực là Pháp, Đức và Ý đồng thời có chỉ báo xấu. Những dấu hiệu tiêu cực của các chỉ báo vĩ mô của khu vực cho thấy đà suy thoái vẫn tiếp tục ở nền kinh tế này. Trong khi đó, tại cuộc họp cuối cùng của năm 2014, ECB quyết định duy trì chính sách lãi suất thấp và cho biết sẽ tăng cường kích thích vào đầu năm sau. Theo chủ tịch ECB, đà lao dốc của giá dầu sẽ là trở ngại lớn đối với mục tiêu thúc đẩy lạm phát lên 2%. Ngoài ra, ECB cũng điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2015 xuống còn 1%, và kỳ vọng lạm phát còn 0,7% (chưa tính đến sự sụt giảm của giá dầu).

**Hình 3: Diễn biến lạm phát của khu vực EU**



Nguồn: Trading economics, RongViet Research tổng hợp

**Hình 4: Diễn biến PMI Trung Quốc**



Nguồn: HSBC, RongViet Research tổng hợp

### Trung Quốc – Nới lỏng tiền tệ một cách thận trọng

Các số liệu về hoạt động sản xuất của Trung Quốc tiếp tục chững lại trong tháng này. Theo báo cáo mới nhất của HSBC, chỉ số Quản trị người mua hàng (PMI) lĩnh vực sản xuất tháng 11 giảm từ mức 50,4 trong tháng 10 xuống còn 50 điểm, mức thấp nhất trong 8 tháng qua. Đi sâu vào chi tiết, một số chỉ số thành phần của PMI tiếp tục cho kết quả không mấy khả quan. Cụ thể, số đơn hàng trong nước dù vẫn giữ đà tăng trưởng trong tháng này nhưng tốc độ đã chậm lại, đồng thời, nhu cầu của khách hàng nước ngoài suy giảm cũng khiến số đơn hàng xuất khẩu giảm. Số liệu PMI chính thức của Tổng cục thống kê Trung Quốc cũng cho một kết quả tương tự, theo đó, chỉ số này giảm từ mức 50,8 xuống còn 50,3 trong tháng này.

Trong tháng qua, PBOC đã bắt tay thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ bằng cách giảm 40 điểm cơ bản lãi suất cho vay xuống còn 5,6% và giảm 25 điểm cơ bản lãi suất tiền gửi xuống còn 2,75%. Theo một số nhận định của các nhà kinh tế, động thái này của NHTW Trung Quốc nhằm giảm chi phí vốn của các doanh nghiệp, đồng thời hỗ trợ cho thị trường bất động sản đang dư cung hiện nay. Tuy nhiên, việc điều chỉnh lãi suất có vẻ là một biện pháp chưa đủ mạnh để hỗ trợ nền kinh tế nước này. Trong bối cảnh trên, giá dầu thô thế giới giảm mạnh là một điểm sáng tích cực đối với quốc gia nhập khẩu dầu thô lớn nhất thế giới này.

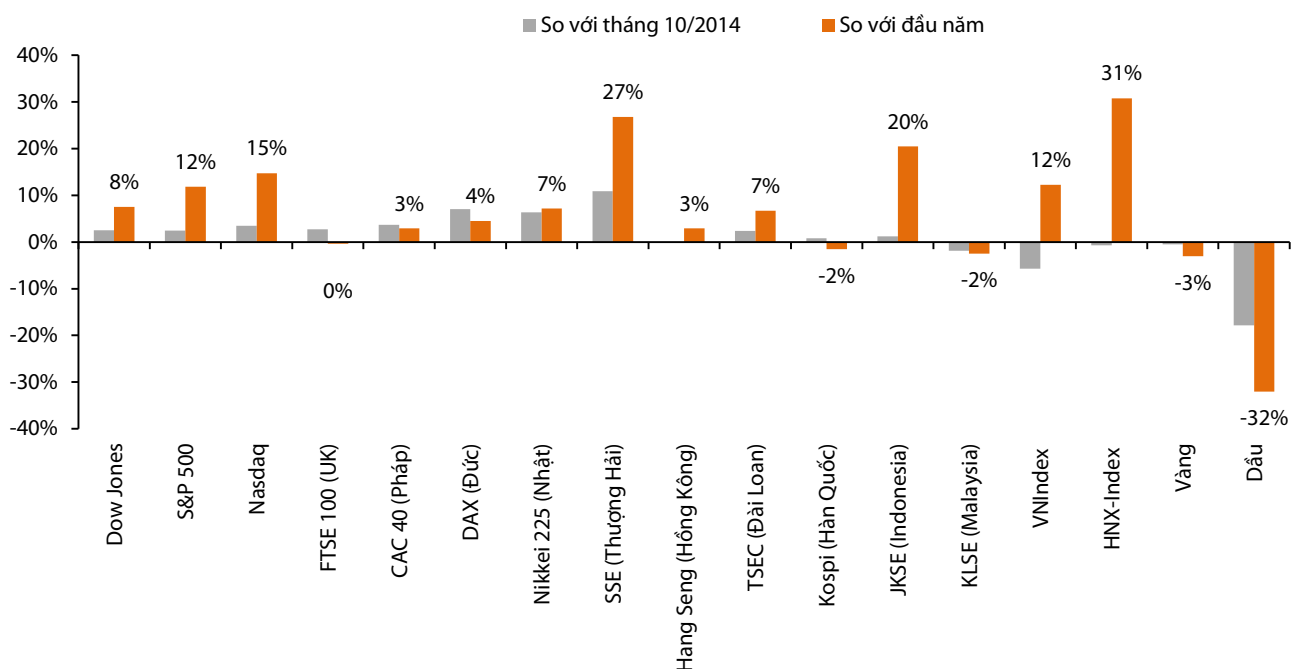
## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI

Ba chỉ số lớn của thị trường Mỹ gồm chỉ số Dow Jones, S&P 500 và Nasdaq đều tăng từ những phiên đầu tháng trước chiến thắng của Đảng Cộng Hòa trong cuộc bầu cử giữa kỳ ở Mỹ diễn ra vào ngày 05/11. Tiếp theo đó, những thông tin tích cực từ số liệu việc làm, tỷ lệ thất nghiệp giảm mức kỷ lục trong 6 năm qua hay kết quả kinh doanh quý III khả quan của các doanh nghiệp tiếp tục “giữ lửa” cho đà tăng này đến hết tháng. Kết phiên ngày 28/11, Dow Jones và S&P 500 tăng lần lượt là 7,55% và 11,86% trong khi Nasdaq thể hiện sự vượt trội hơn với mức tăng 14,73%.

Chứng khoán Châu Âu có vẻ đã trải qua một tháng hồi phục khó khăn và thành quả đạt được rất đáng ghi nhận. FTSE 100 bất ngờ tăng 2,69% từ mức giảm 3% của tháng trước, chỉ số CAC 40 và DAX cũng tăng lần lượt là 4,49% và 7,17% trong tháng 11. Dường như TTCK Châu Âu vẫn đang dõi theo từng động thái của Ngân hàng trung ương ECB, cam kết mở rộng chương trình kích thích kinh tế nếu cần thiết của Chủ tịch Mario Draghi đã tạo động lực khá nhiều cho TTCK nước này.

Trái với các diễn biến của hai thị trường trên, thị trường chứng khoán châu Á tiếp tục có diễn biến trái chiều trong tháng này. Nikkei 225, SSE và TSEC tiếp tục đà tăng trong tháng này, tương ứng với mức tăng 6,37%, 10,85% và 2,37%. Trong khi đó, đà giảm của VNIndex và HNIIndex vẫn chưa có dấu hiệu chững lại. Đà giảm của giá dầu vẫn chưa có dấu hiệu chững lại, đạt mức suy giảm kỷ lục của năm nay (~17,87%), đưa mức giảm của cả năm nay lên tới 32%.

**Hình 5: Diễn biến các chỉ số chứng khoán trên thế giới trong tháng 11**



Nguồn: Bloomberg, Marketwatch, RongViet Research tổng hợp

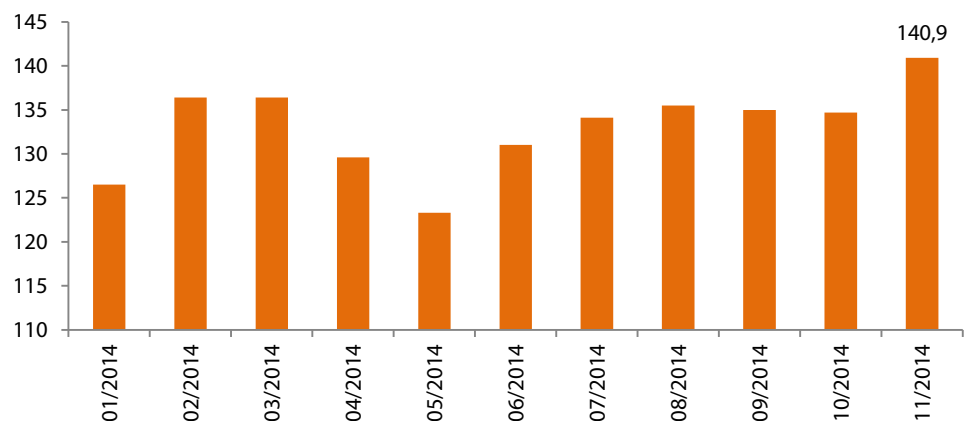
## KINH TẾ VIỆT NAM

- Tổng cầu cải thiện hơn vào những tháng cuối năm
- Thương mại được lợi nhờ giá hàng hóa thế giới giảm
- Huy động trái phiếu chính phủ: Bài toán khó trong năm 2015
- Thông tư 36 – nắn dòng tín dụng
- Tỷ giá – thời điểm điều chỉnh tỷ giá đang đến gần?

### Tổng cầu cải thiện hơn vào những tháng cuối năm

Theo khảo sát mới nhất của ANZ Roy-Morgan, chỉ số niềm tin tiêu dùng Việt Nam tháng 11 tăng thêm 6,2 điểm so với tháng trước, lên mức 140,9 điểm là mức cao nhất từ đầu năm 2014 đến nay. So sánh với các nước khác trong khu vực, chỉ số niềm tin tiêu dùng của Việt Nam hiện đang nằm trong top 3 (chỉ đứng sau Trung Quốc và Indonesia). Chuyển biến của niềm tin tiêu dùng song hành đồng thời với sự tăng tốc của tổng cầu nội địa. Theo đó, doanh thu hàng hóa bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng tăng 5,5% so với tháng trước, lũy kế 11 tháng, chỉ báo đại diện cho cầu tiêu dùng đã tăng 6,5% (sau khi loại trừ lạm phát), cao hơn nhiều so với mức tăng 5,6% của cùng kỳ năm 2013. Diễn biến này cũng tương đồng với số liệu theo thống kê của HSBC, chỉ số đơn hàng mới và đơn hàng xuất khẩu đều tăng trưởng góp phần đưa chỉ số PMI tăng lên 52,1 điểm trong tháng qua.

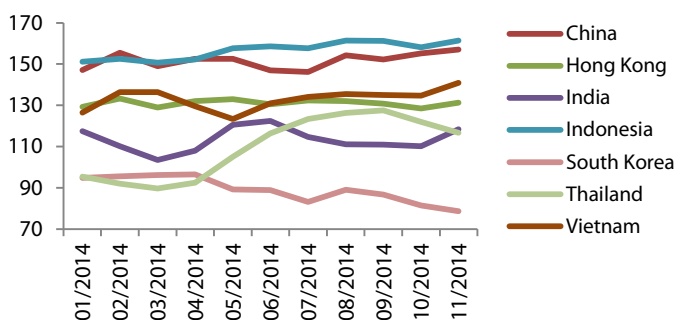
**Hình 6: Niềm tin tiêu dùng theo đánh giá của ANZ Roy-Morgan**



Nguồn: ANZ, RongViet Research tổng hợp

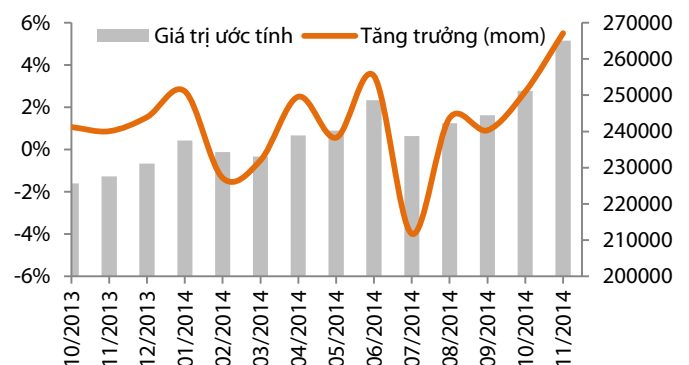
Tựu chung lại, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng càng về cuối năm càng được cải thiện. Bên cạnh yếu tố mùa vụ thì sự sụt giảm trên thị trường hàng hóa thế giới đã tác động tích cực lên cả sản xuất và tiêu dùng. Đây có thể được coi là điểm sáng của vĩ mô sau một thời gian dài nhu cầu tiêu thụ phục hồi khó khăn.

**Hình 7: Chỉ số niềm tin tiêu dùng các nước**



Nguồn: ANZ, RongViet Research tổng hợp

**Hình 8: Doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng**

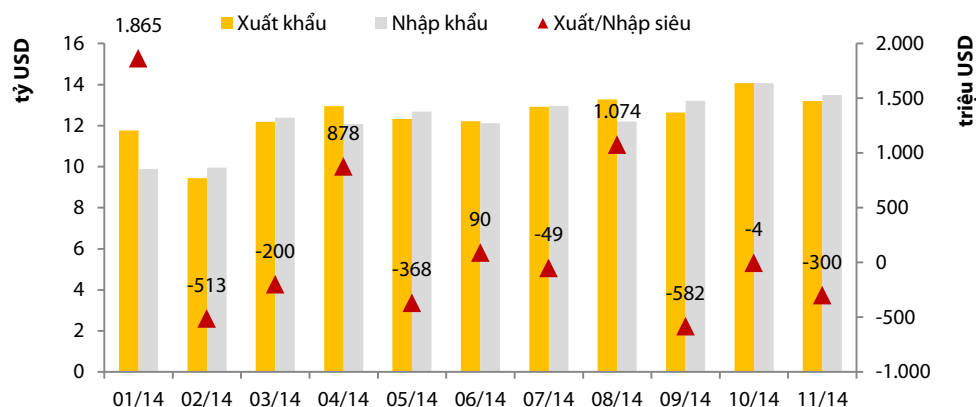


Nguồn: GSO, RongViet Research tổng hợp



## Thương mại được lợi nhờ giá hàng hóa thế giới giảm

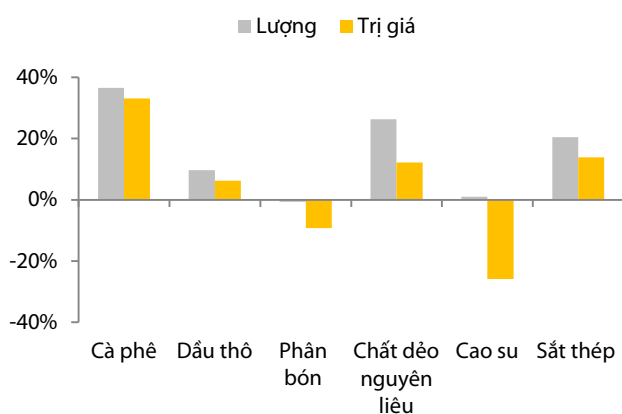
**Hình 9: Diễn biến thương mại từ đầu năm đến nay**



Nguồn: GSO, RongViet Research tổng hợp

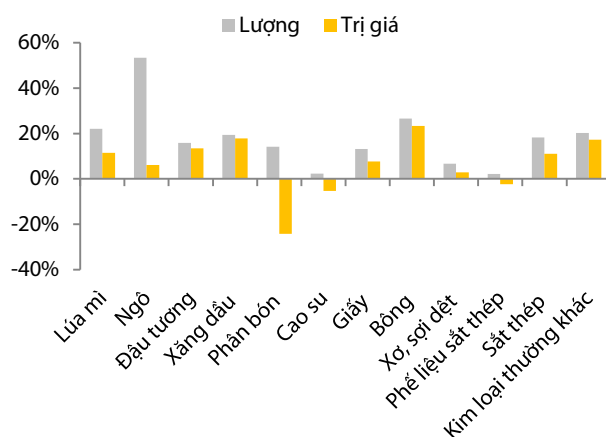
Theo TCHQ, tổng kim ngạch xuất khẩu 10 tháng đã đạt 123,75 tỷ USD, tăng 14% so với cùng kỳ năm trước. Trong top 20 mặt hàng xuất khẩu có kim ngạch lớn nhất, có khoảng 6 mặt hàng chịu tác động trực tiếp từ xu hướng giảm của giá hàng hóa thế giới trong thời gian qua và chiếm khoảng 10-12% kim ngạch xuất khẩu. Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu đạt 121,56 tỷ USD, tăng 11,6% so với cùng kỳ năm trước, trong đó, những mặt hàng có liên quan đến các loại hàng hóa đang trong xu hướng giảm chiếm đến 21-23% tổng kim ngạch nhập khẩu. Xét ở góc độ tổng thể, xu hướng giảm giá hàng hóa chắc chắn sẽ có những tác động gián tiếp lên các mặt hàng còn lại, tuy vậy, về mặt định tính, chúng tôi cho rằng hoạt động thương mại của Việt Nam sẽ được hưởng lợi nhờ xu hướng trên. Theo ước tính của GSO, kim ngạch xuất khẩu tháng 11/2014 đạt 13,2 tỷ USD và nhập khẩu đạt 13,5 tỷ USD, tương đương với mức nhập siêu khoảng 300 triệu USD. Theo thường lệ, những tháng cuối năm nhập siêu sẽ gia tăng, tuy nhiên, xét trong bối cảnh trên, chúng tôi kỳ vọng thặng dư thương mại sẽ được duy trì ở mức khoảng 2 tỷ USD cho cả năm 2014.

**Hình 10: Một số mặt hàng xuất khẩu 10T/2014 (yoy)**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, RongViet Research tổng hợp

**Hình 11: Một số mặt hàng nhập khẩu 10T/2014 (yoy)**



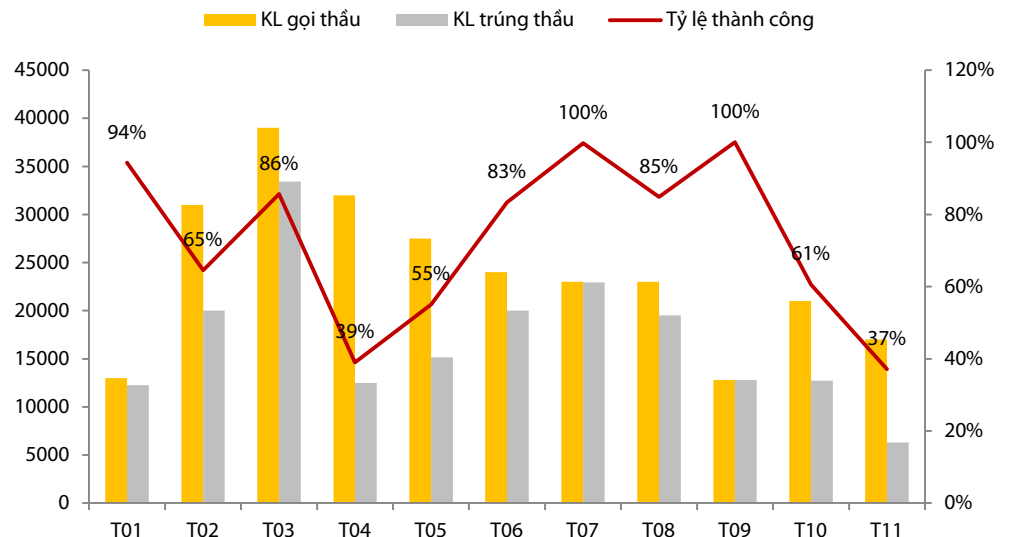
Nguồn: Tổng cục Hải quan, RongViet Research tổng hợp



### Huy động trái phiếu chính phủ: Bài toán khó trong năm 2015

Sau một thời gian dài kênh huy động vốn trái phiếu thu hút dòng vốn của các NHTM thì dòng vốn vào kênh đầu tư này bắt đầu sụt giảm kể từ khi Kho bạc Nhà nước tạm dừng phát hành trái phiếu kỳ hạn dưới 3 năm. Trong tháng 9/2014, tỷ lệ trúng thầu vẫn ở mức tuyệt đối (100%), tuy nhiên sang quý IV/2014, tỷ lệ trúng thầu bắt đầu giảm dần. Tháng 11/2014, KBNN chỉ phát hành được khoảng 6.300 tỷ đồng với tỷ lệ trúng thầu bình quân là 37%, mức thấp nhất kể từ đầu năm. Và mặc dù sự sôi động trên thị trường sơ cấp suy giảm song mới đây, KBNN lần thứ hai đã điều chỉnh kế hoạch phát hành TPCP năm 2014, tăng thêm 30.000 tỷ đồng lên 262.000 tỷ đồng. Tính đến cuối tháng 11, tổng số huy động vốn qua phát hành TPCP đạt hơn 229.000 tỷ đồng (~98,8% kế hoạch trước khi điều chỉnh). Do đó, nếu nhìn ở góc độ đặt một mục tiêu mới cho tháng cuối năm thì việc điều chỉnh tăng phát hành TPCP không phải là câu hỏi khó trả lời. Tuy nhiên, xét ở góc độ nhu cầu thị trường thì TPCP có vẻ không còn là kênh đầu tư ưa thích của NHTM do phải thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn cuối năm. Hơn nữa, định hướng chuyển cơ cấu vay nợ trong nước sang kỳ hạn dài chưa chắc đã thuyết phục được các NHTM, minh chứng là tỷ lệ trúng thầu ở mức rất thấp của những phiên đấu thầu TPCP gần đây.

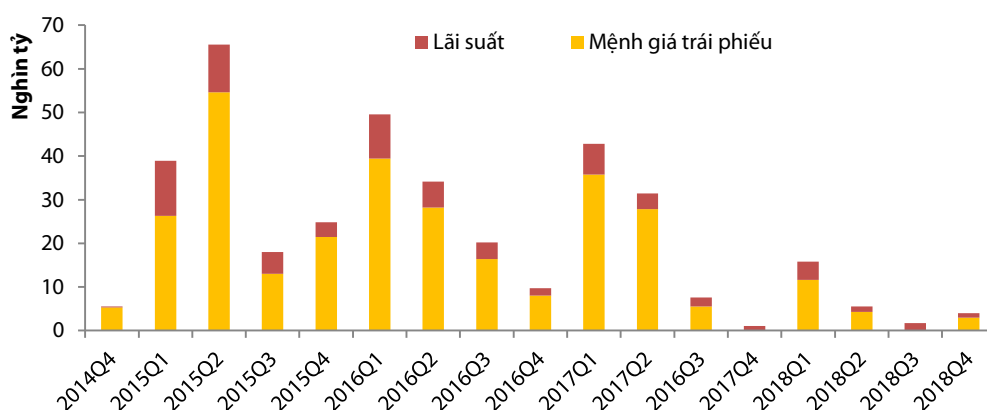
**Hình 12: Khối lượng TPCP huy động trong năm 2014 (tỷ đồng)**



Nguồn: HNX

Một điểm đáng lưu ý là trong Nghị quyết về dự toán NSNN năm 2015, Quốc hội đã yêu cầu từ năm sau, phát hành TPCP kỳ hạn từ 5 năm trở lên, không thực hiện các khoản vay ngắn cho bù đắp bội chi NSNN và giảm mức vay đảo nợ. Chúng tôi nghĩ rằng đây là một định hướng tốt song đồng thời cũng là gánh nặng đối với Bộ Tài Chính trong năm sau bởi: (1) Phần lớn nguồn vốn huy động trong hệ thống ngân hàng là ngắn hạn, NHTM do đó phải rất cân nhắc khi đầu tư trái phiếu kỳ hạn dài; (2) Năm 2015, tổng vốn huy động TPCP là rất cao (~450.000 tỷ đồng) gồm bù đắp bội chi NSNN, phát hành đảo nợ và chi đầu tư. Như vậy, để huy động một lượng vốn lớn với thời gian vay nợ dài dằng dặc như khó khả thi trong điều kiện hiện nay. Trong tháng qua, lợi suất TPCP hầu hết các kỳ hạn đã tăng trở lại với mức tăng khoảng 45-70 điểm cơ bản, nhu cầu phát hành trái phiếu kỳ hạn dài khiến nhà đầu tư đặt ra kỳ vọng với mức lợi suất cao hơn.



**Hình 13: Lượng TPCP đáo hạn theo quý trong các năm tiếp theo**

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

### Thông tư 36 – nắn dòng tín dụng

Thông tư 36 được ban hành vào gần cuối tháng 11 đã tạo ra một sự xáo trộn không nhỏ đối với thị trường tài chính. Những quy định mới trong thông tư này đã được mổ xẻ ở nhiều khía cạnh, tuy nhiên để lượng hóa tác động của nó đối với thị trường thì diễn biến từ nay đến khi thông tư có hiệu lực sẽ là câu trả lời thích hợp nhất. Về mặt định hướng chung, chúng tôi cho rằng thông tư 36 là một giải pháp mang tính bước ngoặt đối với tiến trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng với mục tiêu: (1) siết sở hữu chéo; (2) nắn dòng tín dụng thúc đẩy vốn vào sản xuất.

Nói thêm về mục tiêu thứ hai, những năm gần đây, tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đều khá chậm và ở mức thấp, phần vì doanh nghiệp trong nước vẫn đang trong quá trình đào thải, phần nữa là vì NHTM buộc phải siết chặt các điều kiện cho vay để đảm bảo an toàn hệ thống trong khi đang xử lý nợ xấu. Thông qua quy định mới như tăng gấp đôi tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn đồng thời giới hạn tỷ lệ đầu tư TPCP và cổ phiếu bằng những van khóa rất “rõ ràng”, chúng tôi cho rằng cơ quan điều hành đã thực sự quyết liệt hơn đối với việc đẩy mạnh vốn vào nền kinh tế. Trong ngắn hạn, những xáo trộn đã và đang diễn ra cùng với tâm lý quan ngại của các thành viên thị trường. Tuy nhiên, nếu tình hình thuận lợi, doanh nghiệp mạnh dạn vay vốn hơn và các ngân hàng trong “cái khó ló cái khôn” thì bỏ qua biến động ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng sẽ có một bước tiến sâu sắc đối với tăng trưởng tín dụng trong năm 2015 khi thông tư 36 chính thức có hiệu lực.

**Bảng 1: Quy định mới trong thông tư 36**

	Tỷ lệ tối đa vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn	Tỷ lệ mua tối đa TPCP bằng nguồn vốn ngắn hạn
NHTM Nhà nước	60%	15%
NHTM cổ phần	60%	35%
CN ngân hàng nước ngoài	60%	15%
TCTD phi ngân hàng	200%	5%
Ngân hàng hợp tác xã	60%	40%

Nguồn: Thông tư 36, RongViet Research tổng hợp

### Tỷ giá – thời điểm điều chỉnh tỷ giá đang đến gần?

Tỷ giá có dấu hiệu tăng trong tháng qua, tính đến cuối tháng tỷ giá giao dịch của các NHTM tăng khoảng 0,6% so với tháng trước. Biến động trên có thể được lý giải dưới nhiều khía cạnh, tuy nhiên, điều chúng tôi quan tâm là NHNN đã tiếp tục đưa ra cam kết ổn định tỷ giá từ nay cho đến hết năm. Không chỉ là cam kết, những ngày đầu tháng 12, giá USD đã giảm trở lại trên cả thị trường ngân hàng và tự do. Theo phương tiện truyền thông, NHNN đã bán ra khoảng 1,5 tỷ USD với giá thấp hơn khoảng 60 đồng so với giá trần. Như vậy, dù diễn biến cung-cầu có biến động, giữ tỷ giá ổn định vẫn đang nằm trong tầm kiểm soát của NHNN nhờ (1) cán cân thanh toán tích cực; (2) dự trữ ngoại hối ở mức khá.

Đối với kỳ vọng trong năm 2015, chúng tôi cho rằng có nhiều yếu tố khiến NHNN sẽ điều chỉnh tỷ giá đầu năm sau. Thứ nhất, đồng USD đang tăng giá mạnh trong thời gian qua, việc neo đồng VND theo đồng USD sẽ khiến đồng nội tệ tăng giá so với các loại tiền tệ khác. Hay nói cách khác, hàng hóa Việt Nam sẽ trở nên kém cạnh tranh hơn so với những hàng hóa đến từ các quốc gia khác trên trường quốc tế. Thứ hai, dòng vốn đầu tư gián tiếp có dấu hiệu rút khỏi thị trường vốn của Việt Nam trong thời gian gần đây. Vào thời điểm này của các năm trước, dòng vốn đầu tư nước ngoài diễn biến khá tích cực, tuy nhiên, năm nay, điều này vẫn chưa diễn ra. Thứ ba, nhu cầu trong nước hồi phục là tốt đối với nền kinh tế nhưng đồng thời chúng tôi cho rằng nhu cầu nhập khẩu cũng sẽ gia tăng. Tựu chung những yếu tố trên, chúng tôi nghĩ rằng thời điểm điều chỉnh tỷ giá đang đến gần. Cần nhắc các yếu tố tâm lý và nhu cầu thị trường, giữa Q1/2015 có thể là thời điểm thích hợp để NHNN điều chỉnh tăng thêm 1%.

**Hình 14: Diễn biến tỷ giá VND/USD từ đầu năm đến nay**

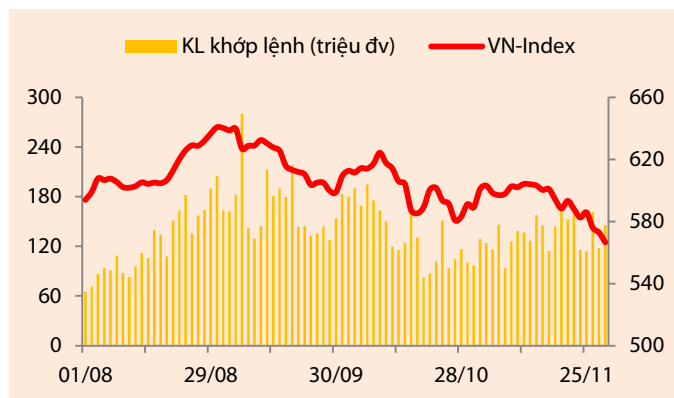


Nguồn: NHNN, RongViet Research tổng hợp

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 11/2014: GẬP GHỀNH CÙNG THÔNG TƯ 36 VÀ GIÁ DẦU

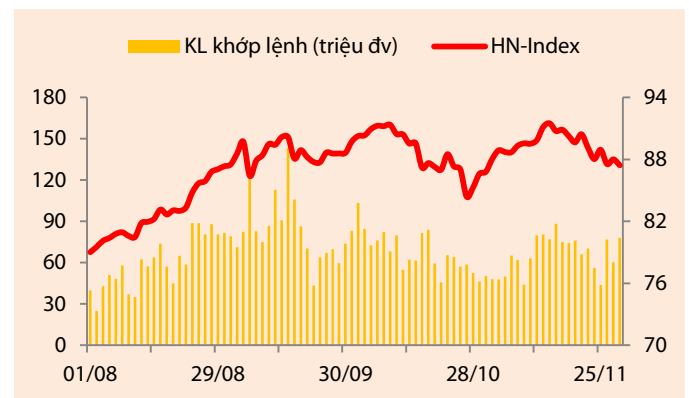
Hai chỉ số chính trên TTCK Việt Nam dường như vẫn chưa ra khỏi xu hướng giảm trong 3 tháng qua. Xét riêng trên sàn HSX, độ dốc của chỉ số VN-Index phản ánh mức giảm nhanh hơn tháng Mười. Trong suốt tháng Mười Một, VN-Index đã giảm 34,26 điểm (-5,7%), biến động của chỉ số này chia thành hai giai đoạn rõ rệt, gần như đi ngang trong hai tuần đầu và giảm mạnh sau khi SBV ban hành Thông tư 36 kèm theo việc giá dầu thô thế giới chạm đáy các năm trước. Ngược lại, cùng trong xu hướng giảm nhưng “độ co giãn” của HN-Index có phần tốt hơn, bằng chứng là sự tăng giảm khá luân phiên nên chỉ số này chỉ giảm nhẹ; mất 0,61 điểm (-0,7%) trong tháng. Kết phiên ngày 28/11, VN-Index dừng ở mức 566,58 điểm (mức đóng cửa thấp nhất trong 5 tháng) trong khi HN-Index là 87,42 điểm.

**Hình 15: Biến động chỉ số VN-Index**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Hình 16: Biến động của chỉ số HN-Index**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Trong tháng Mười Một, thanh khoản hai sàn vẫn giữ được mức trung bình 3.040 tỷ đồng (-2,8% so với tháng Mười), khối lượng khớp lệnh trung bình đạt 189 triệu cp (1,86% so với tháng Mười). Đặc biệt, thanh khoản tăng khá cao giai đoạn nửa cuối tháng Mười Một và đã có phiên giá trị khớp lệnh trên hai sàn đạt mức 3.749 tỷ đồng, khá gần với mốc 4.000 tỷ đồng thời kỳ phân phối đỉnh đầu tháng Chín, lực bán có xu hướng dâng cao vào những ngày cuối tháng do những lo ngại về giá dầu thế giới cũng như tác động của Thông tư 36.

Quan sát các nhóm chỉ số cấu thành, chúng tôi nhận thấy trong khi blue-chips và một phần mid-cap giảm thì nhóm small-cap vẫn duy trì mức tăng khá nhưng sức ảnh hưởng quá nhỏ. Hiện tượng đỏ vỏ xanh lòng diễn ra rải rác khá nhiều trong tháng cho thấy blue-chips vẫn là đối tượng chính bị bán tháo trong suốt 3 tháng gần đây. Theo thống kê, có tới 27/30 mã trong VN30 giảm điểm, 2 trong số 3 mã tăng hiếm hoi trong tháng lại là 2 mã được xem là đầu cơ, FLC và ITA, với mức tăng lần lượt là 4,5% và 2,3%. Trong làn sóng lên ngôi của cổ phiếu đầu cơ, không thể không nhắc tới KLF, FLC, những đại diện tiêu biểu thu hút dòng tiền trong tháng qua trên cả hai sàn. Nếu như FLC ghi nhận mức tăng trong KLGD và GTGD lần lượt là 86% (~ 20,2 triệu cp/ngày) và 97% (~ 245 tỷ đồng/ngày) so với tháng trước và đã có lúc cổ phiếu này được giao dịch với số lượng 50 triệu cp/ngày trong khi không hề có tin tức cơ bản nào hỗ trợ thì KLF còn tỏ ra vượt trội hơn khi tăng 2,4x đối với hai chỉ tiêu trên.

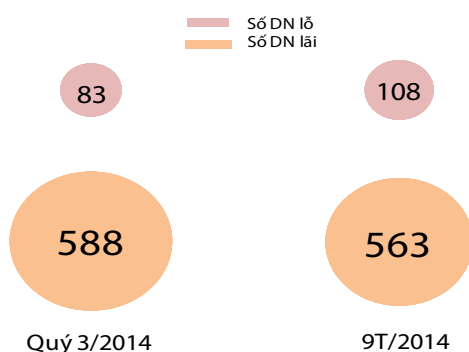
Nhắc đến tin tức nổi bật nhất trong tháng Mười Một sẽ không thể không kể đến Thông tư 36 được SBV ban hành ngày 20/11 vừa qua, quy định tỷ lệ cho vay đầu tư cổ phiếu tối đa 5% vốn điều lệ ngân hàng và 0% đối với ngân hàng nào có tỷ lệ nợ xấu trên 3%. Tính chung từ lúc râm ran tin đồn (18/11) tới hết tháng, VN-Index mất 34,35 điểm; toàn bộ mức giảm của tháng Mười Một, trong khi đó HN-Index giảm 3,45 điểm. Những phân tích tốt xấu, lợi hại từ tác động của Thông tư 36 cũng như những lời “trấn an dư luận” từ các đại diện NHNN đã được đề cập nhiều trên truyền thông cũng như trong các bài phân tích của các CTCK giai

đoạn nửa cuối tháng Mười Một. Tuy nhiên, những ảnh hưởng của thông tư này sau đó vẫn chưa có dấu hiệu chấm dứt. Thêm vào đó, tin đồn mới về việc kiểm tra các cổ phiếu có giao dịch đột biến một lần nữa đẩy lên những lo ngại về khả năng “giám sát chặt thị trường”, khiến VN-Index mất gần 10 điểm trong phiên 26/11. Điều đó cho thấy tâm lý dễ bị tác động của TTCK Việt Nam, cũng như sự chi phối bởi dòng vốn đầu cơ trong những giai đoạn thiếu sự hỗ trợ của yếu tố cơ bản.

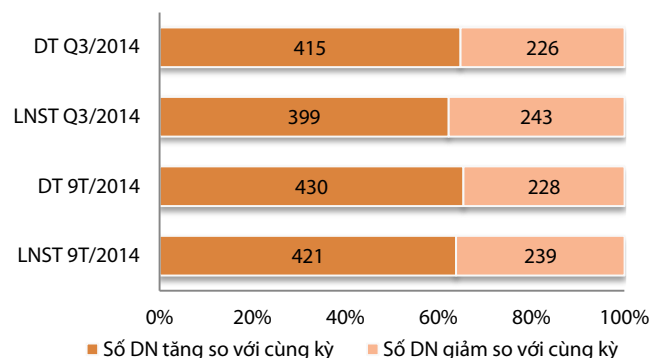
Nhìn chung, nếu như tháng trước, chúng tôi cho là tâm lý thị trường khá thận trọng, nhà đầu tư tập trung giao dịch ở những cổ phiếu lớn, có cơ bản tốt và khá “lơ là” với nhóm cổ phiếu small-cap thì tháng Mười Một đã chứng kiến sự chuyển dịch dòng tiền ngoạn mục, hàng loạt những cổ phiếu đầu cơ như FIT, KLF, VHG, FLC, HAI được giao dịch ít nhất trên 10 triệu cp/ngày, hiện tượng giao dịch T+ tăng trần, giảm sàn diễn ra liên tục ở vài nhóm cổ phiếu. Thông tư 36 được ban hành đi kèm với việc nhiều công ty chứng khoán lớn cắt giảm margin ở những mã cổ phiếu tăng đột biến đã góp phần làm nguội sức nóng của thị trường, hậu quả giảm điểm là điều khó tránh khỏi. Gần đây, chúng tôi nghe thêm tin đồn về khả năng hoãn thời hạn thực hiện Thông tư 36 đến 1/7/2015. Mặc dù vậy, quan điểm của chúng tôi về vấn đề này vẫn không thay đổi nhiều. Một số đối tượng trên thị trường có thể gặp trở ngại ngắn hạn, tuy nhiên, việc tạo hành lang để giúp thanh lọc hệ thống tài chính (bao gồm Ngân hàng, Công ty chứng khoán và các Công ty tài chính...), định hướng dòng vốn có cơ hội chảy vào hoạt động sản xuất kinh doanh chính là điều cần thiết.

#### TOÀN CẢNH BỨC TRANH KQKD Q3/2014: Dầu khí vẫn ổn định

Hình 17: Thống kê số lượng các DN lời/lỗ trong quý 3



Hình 18: Số lượng các DN có KQKD tăng/giảm sv cùng kỳ



Nguồn: RONGVIET SECURITIES tổng hợp

Nguồn: RONGVIET SECURITIES tổng hợp

Bảng: Tổng hợp các chỉ số hiệu quả HĐKD của các ngành trong Quý 3/2014

	Vốn hóa (Tỷ VND)	P/E (28/11)	P/B (28/11)	ROE (%)	ROA (%)	ROS (%)	EV/EBITDA	+/- Giá 3T	+/- DT yoy (%)	+/- LNST yoy (%)
<b>Sản phẩm Dịch vụ &amp; CN</b>	156.308	28,19	2,98	10,6	4,1	5,0	14,90	-1,1	26,8	63,2
<b>Thực phẩm - Đồ uống</b>	169.979	15,54	3,98	18,5	9,0	9,1	11,31	-3,3	10,9	30,2
<b>Ngân hàng</b>	234.330	13,36	1,22	6,2	1,0	10,3	-	-2,9	-0,6	-8,7
<b>Xây dựng &amp; VLXD</b>	56.105	18,66	1,28	5,7	1,6	2,4	8,88	1,8	18,9	256,5
<b>Dịch vụ tài chính</b>	31.813	15,93	1,60	9,3	5,0	32,9	8,70	-1,9	119,0	128,9
<b>Tài nguyên</b>	20.598	33,61	4,07	2,3	0,7	0,5	-26,61	1,6	7,7	1233,3
<b>Phân phối</b>	6.098	13,95	1,03	9,8	3,0	2,3	5,01	-2,9	15,5	81,8
<b>Y tế</b>	17.287	13,25	2,68	17,5	7,6	5,4	8,55	-0,2	11,6	2,3



<b>Dầu khí</b>	220.307	13,89	4,26	27,4	14,4	11,6	7,62	-18,2	20,9	0,1
<b>Tiện ích công cộng</b>	28.628	13,56	1,49	12,5	6,1	6,4	8,70	0,4	12,2	38,7
<b>Bất động sản</b>	121.482	24,45	2,70	7,5	2,6	10,5	22,85	2,6	-1,7	-27,8
<b>Truyền thông</b>	1.021	13,64	0,95	9,5	5,0	4,2	5,80	0,8	13,9	16,5
<b>Bảo hiểm</b>	35.802	17,21	1,72	9,1	2,4	11,6	9,82	-4,3	10,5	13,8
<b>Vật dụng cá nhân &amp; Gia đình</b>	17.090	10,97	1,77	15,1	6,0	4,5	8,63	8,4	14,3	77,0
<b>Du lịch &amp; Giải trí</b>	7.779	22,06	2,27	8,6	4,6	5,7	1,93	2,3	23,3	9,8
<b>Công nghệ</b>	19.339	11,61	2,02	17,4	7,6	3,5	7,08	-4,9	11,6	20,0
<b>Hóa chất</b>	24.217	8,92	1,34	14,4	10,1	11,0	4,77	-1,8	-2,0	-13,2
<b>Xe hơi &amp; Phụ tùng</b>	9.249	11,51	2,79	23,3	10,0	9,2	8,02	-6,0	10,1	-14,3

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Tổng kết 9 tháng đầu năm, số doanh nghiệp có lãi đạt 563 DN, tăng nhẹ 3,1% so với cùng kỳ năm trước cho thấy những nỗ lực thoát khỏi giai đoạn khó khăn chung của nền kinh tế năm qua đã dần có kết quả. Đặc biệt, nếu chỉ tính riêng trong Quý 3 thì số doanh nghiệp hoạt động có lãi đã gấp bảy lần số còn lại; đồng thời tỷ lệ doanh nghiệp có tăng trưởng doanh thu và LNST so với cùng kỳ lần lượt đạt 65% và 58,3%.

Nhìn trên mặt bằng chung KQKD Q3/2014 của các ngành, chắc hẳn sẽ có nhiều điều đáng nói về **ngành Dầu khí**, nhóm cổ phiếu gây xôn xao giới đầu tư thời gian qua. Trong Quý 3/2014, những chỉ số HĐKD đều cho thấy Dầu khí vẫn là nhóm ngành hoạt động hiệu quả nhất với chỉ số ROE và ROA đạt lần lượt là 27,4% và 14,4%, cao nhất trong tất cả các nhóm ngành. Tuy vậy, gần đây do diễn biến giá dầu thế giới rơi xuống các mốc thấp một cách bất ngờ, nhiều cổ phiếu ngành dầu khí đã bị bán ra mạnh (đặc biệt là từ khối ngoại), GAS trở thành nguyên nhân làm chỉ số VN-Index liên tục mất các mốc quan trọng. P/E của ngành Dầu khí hiện giảm về mức 13,89x; so với con số 16,5x cuối Quý 2 và thấp hơn so với nhiều ngành dẫn đầu khác như Bất động sản, Dịch vụ tài chính, Sản phẩm dịch vụ và công nghiệp,... Chuyên viên ngành của chúng tôi có chia sẻ thêm rằng hiện nay do đa phần các doanh nghiệp dầu khí đều đã hoàn thành được kế hoạch kinh doanh năm 2014 và một số hợp đồng trong mảng dịch vụ dầu khí đã được ký kết trước đó với giá cố định, do đó diễn biến đi xuống nghiêm trọng của giá dầu trong 2 tháng gần đây sẽ chưa tác động tiêu cực tới nhiều doanh nghiệp trong Quý 4 và cả năm 2014. Những ảnh hưởng cụ thể, nếu có, trong trường hợp giá dầu tiếp tục tiêu cực có thể biểu hiện ra kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp kể từ quý 2 năm sau theo dự đoán của chúng tôi. Tuy nhiên, ngành dầu khí Việt nam có những đặc thù mà mức độ ảnh hưởng còn được cân đối bởi chiến lược - kế hoạch của Tập đoàn Petro Vietnam.

Tuy không có được những chỉ số KQKD tốt như ngành Dầu khí nhưng **Dịch vụ tài chính** luôn được kỳ vọng sẽ là một trong những nhóm có KQKD 2014 tăng trưởng nhanh nhất bởi lẽ sự sôi động của TTCK từ đầu năm đến nay là cơ sở để nhà đầu tư tin tưởng vào lợi nhuận vượt trội của các CTCK hay Công ty Quản lý Quỹ đầu tư. Có thể thấy từ bảng tổng hợp, Dịch vụ tài chính là ngành có mức tăng trưởng Doanh thu và LNST Q3 cao nhất trong tất cả các nhóm ngành, lần lượt là 119% và 128,9%. Được biết, Thông tư 36 về giới hạn tỷ lệ cho vay đầu tư chứng khoán sẽ được áp dụng từ tháng 2/2015 có thể sẽ mang lại tác động tương đối đến HĐKD của các CTCK, tuy nhiên chúng tôi cho là ảnh hưởng sẽ không lớn và dần sẽ có hướng giải quyết bởi lẽ nhiều doanh nghiệp trong ngành đã lên kế hoạch thu hút vốn thông qua hoạt động phát hành cổ phiếu, trái phiếu trên TTCK để bù đắp cho khoản sụt

giảm này.

Ngoài ra, một số nhóm ngành khác như Thực phẩm – đồ uống, Vật dụng cá nhân & gia đình, Công nghệ hay Xe hơi – Phụ tùng cũng là những ngành duy trì được HĐKD tốt với mức tăng trưởng cao.

### **Diễn biến chỉ số ngành: Sự phân hóa diễn ra mạnh hơn**

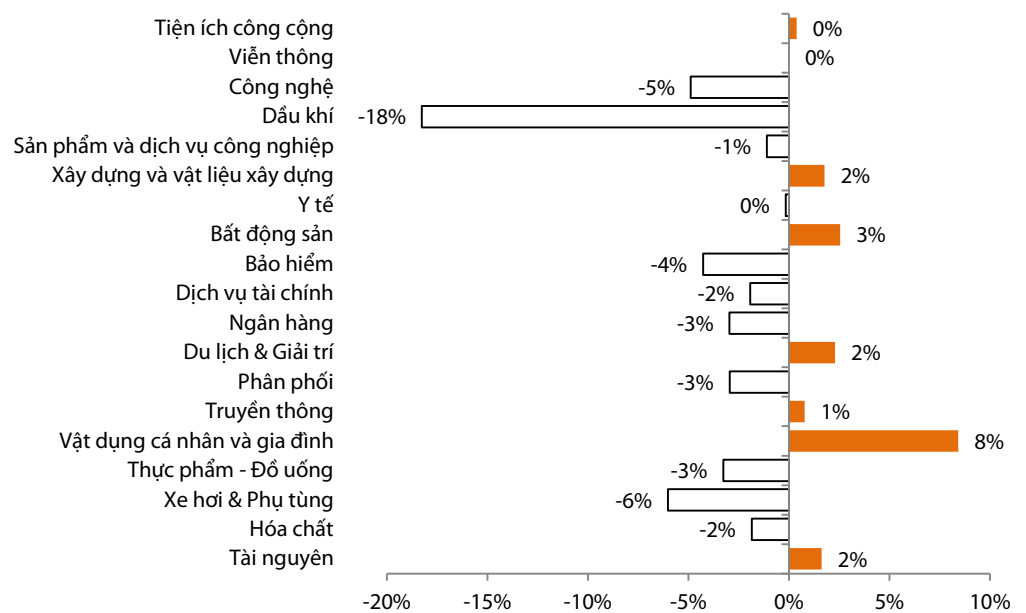
Nhìn chung, xếp hạng của các nhóm ngành không nhiều thay đổi nhưng mức độ biến động và phân hóa mạnh hơn so với tháng trước. Nhóm cổ phiếu dầu khí với những đại diện như GAS, PVD có lẽ là nhóm ngành chịu tổn thất nhiều nhất khi giá dầu giảm mạnh.

**Vật dụng cá nhân & gia đình** thay thế ngôi đầu bảng của Du lịch & Giải trí. Mức tăng của các cổ phiếu trong ngành diễn ra khá đồng thuận khi chỉ có 1/3 số cổ phiếu trong nhóm giảm giá và chỉ tập trung ở các cổ phiếu vốn hóa nhỏ, ít ảnh hưởng chỉ số chung của ngành. Trong khi đó, những cổ phiếu vốn hóa lớn nhất đều đạt mức tăng khá như PNJ (4,9%), DQC (24,8%), TNG (11,9%). Nhóm ngành vật dụng cá nhân & gia đình với những sản phẩm chính là gỗ, dệt may hay một vài những mặt hàng khác chuyên về xuất khẩu có lẽ được hưởng lợi nhiều nhất bởi sự sôi động của hoạt động mua sắm cuối năm, đó có lẽ cùng là lý do nhóm ngành này luôn nằm trong top tăng điểm từ đầu Quý 4 đến nay. Đáng chú ý, mức tăng của cổ phiếu DQC dựa trên nền tảng KQKD Q3/2014 rất lạc quan, LNST 9 tháng đạt 180 tỷ đồng (+230,3% yoy) do việc tung ra nhiều sản phẩm mới như đèn LED, ổ cắm, phích cắm hợp nhu cầu thị trường và một phần lãi bán hàng trả chậm của Cuba.

**Bất động sản** xếp thứ hai trong nhóm ngành tăng điểm, sự đảo chiều từ mức giảm 1% trong tháng trước lên mức tăng 3% chứng tỏ sự quan tâm nhiều hơn của nhà đầu tư ở nhóm ngành này, nhất là khi Luật nhà ở & Kinh doanh Bất động sản được sửa đổi kịp thời, nới lỏng các điều kiện sở hữu nhà ở Việt Nam cho người nước ngoài, tăng thanh khoản cho các dự án đang và sắp triển khai của các công ty Bất động sản trong nước. Thống kê cho thấy có đến 65,5% cổ phiếu trong nhóm tăng giá, do đó mức giảm nhẹ 1,8% của VIC chưa đủ sức kéo chỉ số ngành giảm trong tháng.

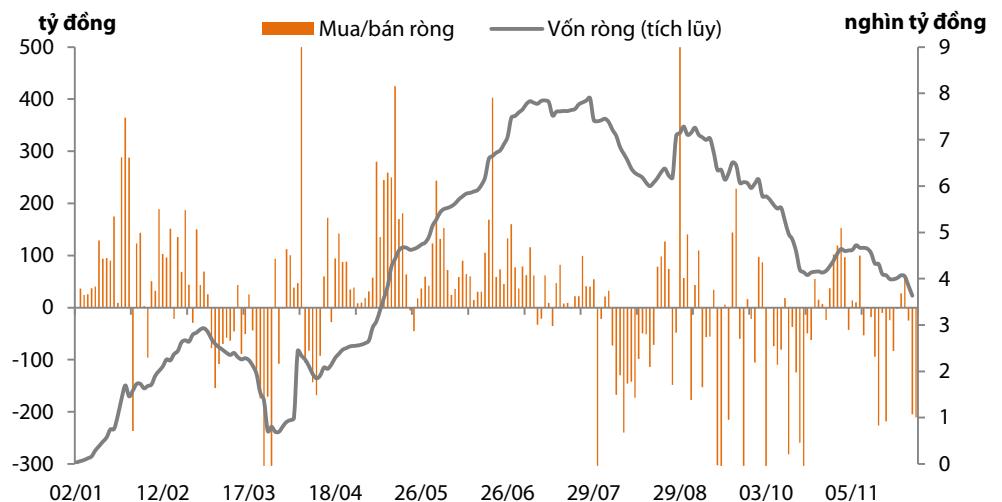
**Dầu khí** với mức giảm 18%, trở lại làm nhóm ngành bi quan nhất trong tháng. Thống kê KQKD Q3/2014 của các doanh nghiệp trong ngành cho thấy chỉ có duy nhất 2/10 doanh nghiệp có LNST Q3 giảm so với cùng kỳ. Đồng thời những chỉ số HĐKD như ROE, ROA, ROS,... càng ủng hộ thêm việc dầu khí vẫn là ngành kinh doanh hiệu quả nhất trong 9 tháng đầu năm 2014. Mặc dù bức tranh tổng thể khá sáng sủa nhưng vẫn chưa đủ sức trấn an những quan ngại của nhà đầu tư về triển vọng khá bất bênh của ngành dầu khí, nhất là trong bối cảnh giá dầu thế giới vẫn đang trên đường dò đáy của những năm trước. Quan điểm này đã được chứng tỏ thông qua phản ứng của thị trường vào những ngày cuối tháng khi ba cổ phiếu đầu ngành GAS, PVD, PVS lại cũng là những cổ phiếu giảm giá mạnh nhất với mức giảm lần lượt là 18,1%; 21,4% và 19,8%.

**Ngành Xe hơi & Phụ tùng** xếp thứ hai trong nhóm giảm điểm khi hai cổ phiếu đầu ngành CSM và DRC giảm lần lượt là 5,4% và 10,3%. Được biết, tuy được hưởng lợi từ xu hướng đi xuống của giá cao su thiên nhiên thời gian qua nhưng LNST Quý 3 của hai doanh nghiệp này không hoàn toàn tích cực, giảm lần lượt 12,1% và 28,6% so với cùng kỳ. Theo chia sẻ từ chuyên viên ngành của chúng tôi thì việc đưa vào hoạt động hai nhà máy sản xuất lốp Radial, CSM là từ tháng 4/2014 và DRC từ tháng 3/2013, đã làm tăng chi phí khấu hao và lãi vay của doanh nghiệp trong khi việc bán hàng cần thời gian để “thuyết phục” thị trường.

**Hình 19: Diễn biến các nhóm ngành trong tháng**

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### **GIAO DỊCH KHỐI NGOẠI: Bất động sản & Ngân hàng lên ngôi**

**Hình 20: Diễn biến giao dịch của NĐT nước ngoài**

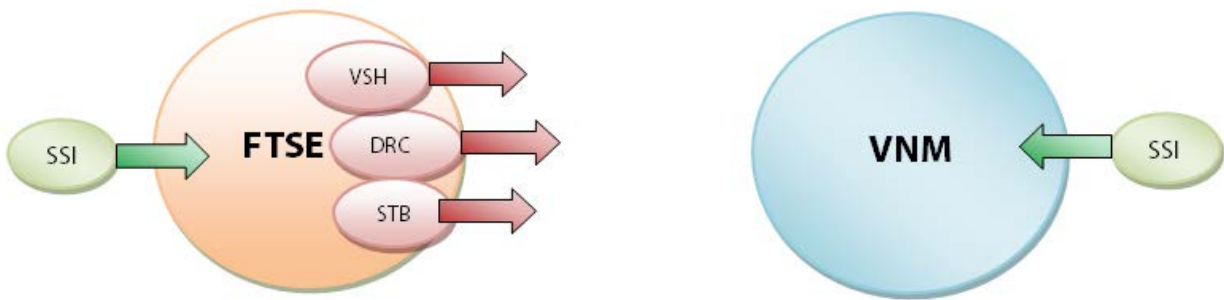
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Trong tháng 11, khối ngoại tiếp tục bán ròng với tổng giá trị là 910,4 tỷ đồng, giảm 22% so với con số tháng trước. Xu hướng mua ròng ngắn hạn diễn ra trong hai tuần cuối tháng 10 dường như không thể duy trì trong tháng Mười Một, cho thấy tín hiệu tích cực vẫn chưa thể tạo ra xu hướng như mong đợi. Tổng mức bán ròng trên HSX là 837,6 tỷ đồng; chiếm 92% tổng mức bán trên cả hai sàn, tập trung vào những mã blue-chips như GAS, PVD, VIC, MSN, KDC. Trong khi ở chiều ngược lại, khối ngoại đẩy mạnh mua vào nhóm cổ phiếu BĐS & VLXD như HAG, DXG, NBB, DIG và nhóm cổ phiếu Ngân hàng như STB, VCB, SHB. Do đó, chắc hẳn khối ngoại đã góp phần không nhỏ trong mức giảm của nhiều cổ phiếu lớn, đặc biệt nhóm cổ phiếu dầu khí như GAS (-241,6 tỷ đồng), PVD (235,8 tỷ đồng), PVS (-130 tỷ đồng) là chịu tác động nhiều nhất.



Nếu như tháng Mười là giai đoạn các ETFs bị rút vốn liên tục thì tháng Mười Một là giai đoạn được rút vốn trở lại. Trong đó, FTSE có 7 lần tăng vốn với tổng mức rút vốn là 600 tỷ đồng, số lượng CCQ tăng thêm 1 triệu CCQ. Chốt phiên ngày 28/11, quỹ này đang được giao dịch ở mức thặng dư 0,86%. Bên cạnh đó, VNM cũng có 3 lần được thêm vốn với tổng giá trị là 111,2 tỷ đồng, đồng thời đang giao dịch ở mức thặng dư 0,71%. Tuy vậy, mức mua ròng 712,2 tỷ đồng của hai ETFs trong suốt tháng dường như không mấy may tác động nhiều tới tổng mức bán ròng 910,4 tỷ đồng của khối ngoại thời gian này. Tháng Mười Hai được kỳ vọng là thời điểm khá sôi động cho các giao dịch của quỹ ETFs bởi lẽ đây là kỳ cơ cấu danh mục cuối cùng trong năm của hai quỹ này.

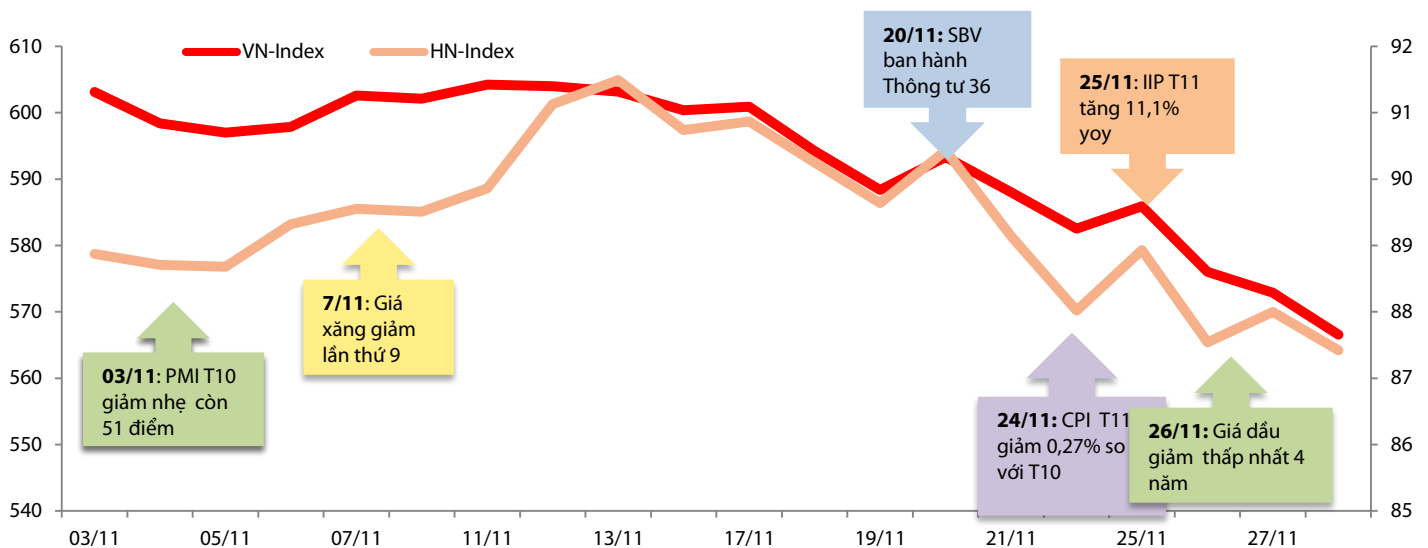
**Hình 21: Dự báo các mã thêm/bớt khỏi hai quỹ ETFs trong đợt review tháng 12**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Hình 22: Diễn biến VN-Index, HN-Index & một số thông tin liên quan**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

## THÁNG 12/2014: BIẾN ĐỘNG TỪ DẦU THÔ KHÔNG ẢNH HƯỞNG ĐẾN TRIỂN VỌNG DÀI HẠN CỦA THỊ TRƯỜNG

---

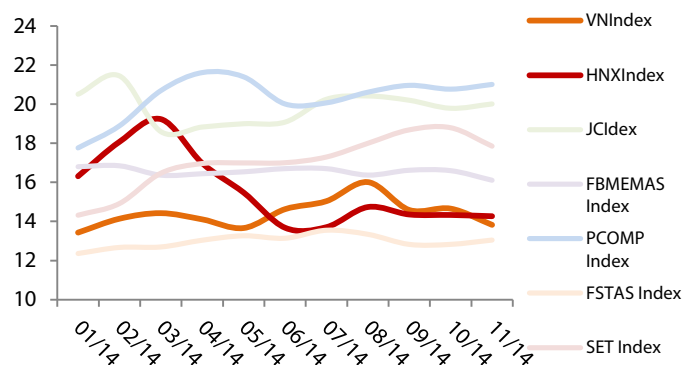
### Tâm lý cân bằng sẽ giữ thị trường ổn định trong tháng Mười Hai

Trong tháng Mười Một, TTCK đã đón nhận liên tiếp hai cú sốc thông tin lớn là việc ban hành Thông tư 36 và đợt giảm mạnh của dầu thô trên thị trường quốc tế. Một mặt, việc các công ty chứng khoán đồng loạt giảm tỷ lệ ký quỹ của các cổ phiếu “nóng” ngay sau khi Thông tư 36 được ban hành đã làm dâng lên những lo ngại rằng dòng tín dụng cho kênh đầu tư chứng khoán sẽ bị siết lại. Mặt khác, việc giá dầu thế giới giảm xuống dưới ngưỡng tâm lý \$70/thùng cũng kích thích việc bán ra ồ ạt, chủ yếu từ khối ngoại, ở các cổ phiếu dầu khí vốn chiếm tỷ trọng lớn trong VNIndex và HNXIndex. Dù vậy, điều đáng mừng là ngay cả trong những phiên giảm mạnh, trên thị trường cũng không hề xuất hiện tâm lý hoảng loạn; lực bán tập trung phần nhiều vào nhóm cổ phiếu dầu khí và chủ yếu đến từ khối ngoại. Việc các nhà đầu tư có thể lấy lại được sự bình tĩnh chỉ trong một thời gian ngắn cho thấy quá trình xử lý thông tin trên thị trường đã hiệu quả hơn và các thông tin tiêu cực đã được tiêu hóa phần nhiều trong tháng Mười Một.

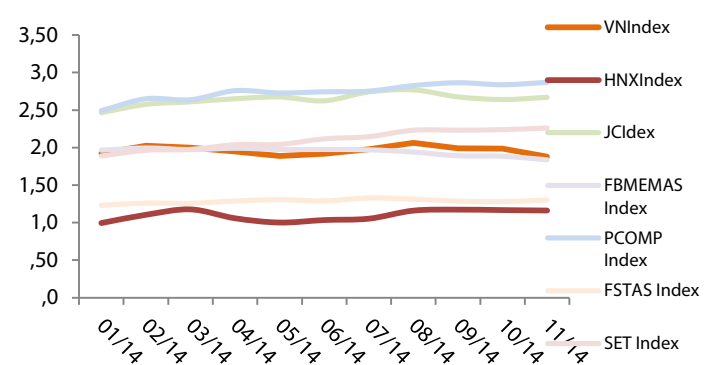
Giá dầu và diễn biến của nhóm ngành dầu khí hiện vẫn là mối quan ngại thường trực của nhà đầu tư trong giai đoạn này. Tại thời điểm này, khó có thể khẳng định đà giảm của giá dầu sẽ không kéo dài, đặc biệt là sau khi Trung Quốc, quốc gia tiêu thụ dầu lớn nhất thế giới, công bố PMI ngành sản xuất tháng Mười Một thấp nhất trong vòng hơn nửa năm qua (50,3 điểm). Trong những ngày đầu tháng Mười Hai, với tâm lý chọn thời điểm để tích lũy đã được “lên dây cót” từ trước, chúng tôi nhận thấy hoạt động bắt đáy đã xuất hiện trở lại, ngay cả ở một số cổ phiếu nhóm dầu khí. Điều này cho thấy không phải tất cả nhà đầu tư đều mang “gánh nặng” tâm lý đối với nhóm cổ phiếu dầu khí và sự tự tin vẫn đang hiện hữu trên thị trường. Cộng với việc mặt bằng giá của nhiều cổ phiếu đã về mức khá hấp dẫn, chúng tôi cho rằng tâm lý ổn định sẽ là điểm tựa cho thị trường trong tháng cuối cùng của năm 2014.

### Tiến bộ về chính sách và bức tranh vĩ mô sáng dần khiến chứng khoán Việt Nam càng hấp dẫn hơn ở mặt bằng giá mới

Từ đầu năm đến nay, RongViet Research đã không ít lần đưa ra sự so sánh về chỉ số P/E và P/B của TTCK Việt Nam. Trong lần thống kê gần nhất vào tháng Chín, khi VNIndex xoay quanh mốc 640 điểm và P/E của chỉ số này lên đến gần 16 lần, chúng tôi đặt ra câu hỏi “GAS có thể tăng đến 150.000 đồng/cp không?”. Đến nay, khi GAS đã giảm còn 87.500 đồng/cp, tỷ số P/E của VNIndex cũng quay về mức 13,8 lần. Mức giảm của chỉ số P/E quả thực là do tác động cục bộ của nhóm cổ phiếu dầu khí. Tuy nhiên, nếu xét đến việc chính nhóm cổ phiếu này đã kéo định giá của thị trường tăng liên tục từ tháng Bảy đến tháng Mười thì rõ ràng mức P/E hiện nay phản ánh chính xác hơn mặt bằng giá của hầu hết các cổ phiếu. Với mức định giá này, Việt Nam tiếp tục là một trong những thị trường hấp dẫn nhất trong khu vực Đông Nam Á (xem hình 23 và 24).

**Hình 23: P/E của các chỉ số chứng khoán Đông Nam Á (lần)**

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

**Hình 24: P/B của các chỉ số chứng khoán Đông Nam Á (lần)**

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

## CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 12/2014: NẮM BẮT CƠ HỘI CHO MỤC TIÊU DÀI HẠN

Dù khá yên tâm vào sự ổn định về tâm lý trên thị trường, chúng tôi phải thừa nhận rằng những phản ứng tiêu cực, đặc biệt là hành động của khối ngoại, đối với nhóm cổ phiếu dầu khí vẫn là rủi ro lớn đang hạn chế sự tham gia của dòng tiền. Do đó, chúng tôi thiên về kịch bản thị trường sẽ đi ngang hoặc chỉ tăng nhẹ trong tháng Mười Hai.

Các lý do đó cộng với mức thanh khoản hiện tại không ủng hộ nhiều cho những giao dịch T+. Khi mà lợi nhuận kỳ vọng không đáng kể, chi phí giao dịch là vấn đề nhà đầu tư ngắn hạn nên cân nhắc. Đối với hoạt động trading trong tháng này, nhà đầu tư cũng nên ưu tiên những doanh nghiệp có triển vọng lợi nhuận tốt vào cuối năm trong các ngành như logistics, thủy sản, xây lắp và dệt may.

Như chúng tôi đã đề cập trong Báo cáo chiến lược tháng Mười Một, những nhóm ngành sản xuất có sử dụng nguồn nguyên vật liệu nhập khẩu như nhựa, hóa chất, vận tải, chăn nuôi, thủy sản, dệt may ... đang hưởng lợi trực tiếp từ giá xăng dầu và nguyên liệu thế giới. Với tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu hiện nay và triển vọng ký kết các hiệp định như TPP và FTA, ngành logistics cũng rất đáng chú ý. Trong ngành logistic, ngoài mảng cho thuê kho bãi luôn có tỷ suất sinh lợi tốt, lĩnh vực vận tải bộ chuyên dụng và vận tải đường sông kỳ vọng sẽ là những điểm sáng mới trong năm sau.

Đối với ngành dầu khí, chúng tôi, tuy không quá quan ngại đối với kết quả kinh doanh của nhóm các doanh nghiệp này ít nhất đến quý 2 năm sau. Tuy vậy, chúng tôi cũng không khuyến khích mua vào vội vàng đối với nhóm này trước khi giá dầu tìm thấy sự ổn định ở mặt bằng mới.

Riêng với nhóm ngành cảng, chúng tôi cho rằng sẽ dần có sự phân hóa giữa các cảng có vị trí thuận lợi và bất lợi khi ngày càng có nhiều cảng mới đi vào hoạt động, đặc biệt là tại khu vực Cảng Hải phòng. Do đó, sự chọn lọc và cân nhắc vị trí các cảng là cần thiết cho dù ngành khai thác cảng và logistic nói chung vẫn được chúng tôi dự đoán sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của sản xuất và xuất nhập khẩu.

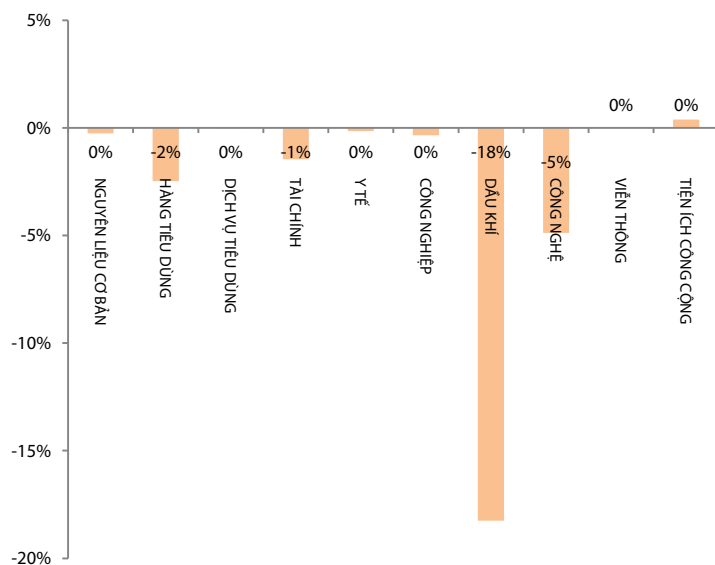
Trong những ngày đầu tháng, chúng tôi nhận thấy nhóm cổ phiếu ngân hàng đã rục rịch chuyển động. Thị trường hiện đang nhắc nhiều đến khả năng các ngân hàng sẽ hoàn nhập dự phòng cho các khoản nợ xấu sau khi VAMC thanh lý được các khoản nợ này. Đây có thể là chất xúc tác cho sự hồi phục của các cổ phiếu ngân hàng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ít nhất phải đến giữa năm 2015 mới có thể hy vọng ngành này có sự chuyển biến tích cực.

Vùng điểm dự báo của chúng tôi trong tháng Mười Hai đối với VNIndex là 565 – 590 điểm và đối với HNXIndex là 86-91 điểm.

Không nhiều thay đổi so với tháng trước, chúng tôi nghĩ rằng vẫn còn hợp lý để nhà đầu tư dài hạn tiếp tục nắm giữ và tích lũy thêm các cổ phiếu tốt. Nhà đầu tư ngắn hạn cũng có thể xem xét giải ngân thêm nếu nhận thấy có thị trường có sự ủng hộ của khối ngoại và giá trị giao dịch trụ vững ở mức 3.000 tỷ đồng/phiên hoặc cao hơn.

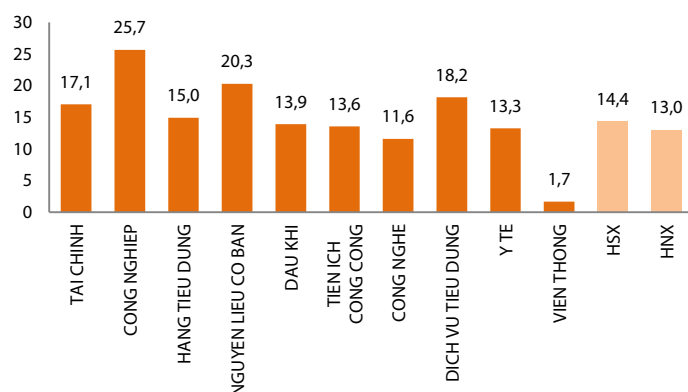
## Chỉ số các nhóm ngành

Hình 25: Biến động nhóm ngành cấp 1



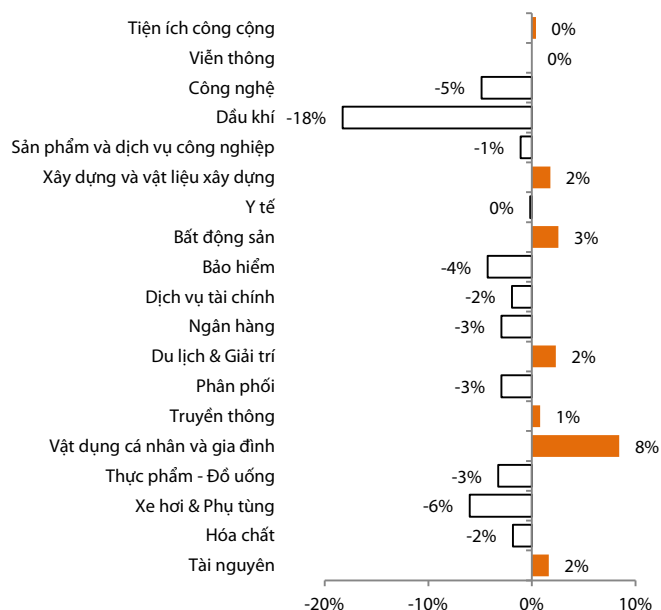
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 27: So sánh chỉ số P/E ngành



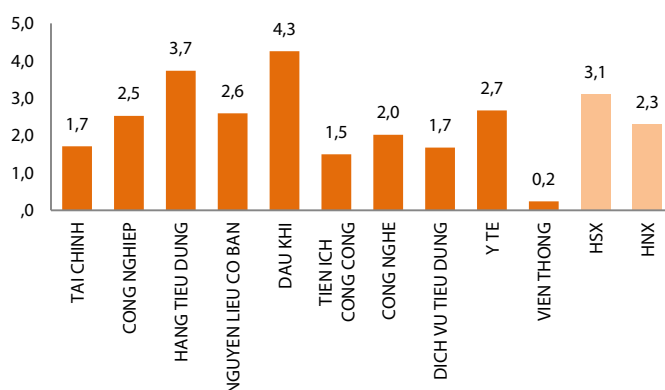
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 26: Biến động chỉ số ngành cấp 2



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 28: So sánh chỉ số P/B ngành



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

## DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

(Các cổ phiếu có nền tảng hoạt động kinh doanh cơ bản tốt, kết quả kinh doanh trong năm nay đạt từ mức ổn định đến khả quan)

STT	Cổ phiếu	Kết quả kinh doanh Q3/2014 (tỷ đồng)		Tăng trưởng Q3/2014 so với cùng kỳ (%)		Xu hướng lợi nhuận Q4/2014		Dự báo EPS 2014	Forward P/E	P/B (*)	Giá hiện tại (VND/cp) 05/11/2014	Định giá (VND/cp)	Khuyến nghị/Đánh giá
		DT thuần	LNST	DT thuần	LNST	So với Q4/13	So với Q3/14						
1	CSM	801,8	78,3	0,4	-12,1	-	-	4.510	9,8	2,3	44.000	46.700	Trung lập – Trung hạn
2	DRC	791,6	64,6	25,7	-28,6	-	-	6.100	9,1	3,2	55.500		Lạc quan – Dài hạn
3	HBC	1.060,6	2,8	29,7	-82,4					0,9	16.600		Không lạc quan – Trung hạn
4	HT1	1.599,2	77,7	-7,6	1,0	+	+	237	70,5	1,5	16.700		Lạc quan – Dài hạn
5	BMP	641,2	79,9	22,5	-8,3	+	+	8.368	8,6	2,0	72.000	87.700	Tích lũy – Dài hạn
6	NTP	723,9	66,9	26,3	21,0	+	+	5.488	9,0	2,0	49.300	64.500	Mua – Dài hạn
7	CII	217,7	70,9	-44,4	31,3	+	+			1,3	19.400		Lạc quan – Dài hạn
8	BCE	26,2	-1,0	-83,2	-113,7	-	-	1.625	6,7	1,0	10.900		Ổn định – Dài hạn
9	TNG	504,9	20,1	10,1	269,3	+	+			1,6	27.200		Ổn định – Ngắn hạn
10	TCM	625,4	45,8	-11,8	24,1	+	+	3.671	9,6	2,2	35.100	42.500	Tích lũy – Dài hạn
11	GMC	518,1	26,2	27,8	76,9	+	+			1,8	37.900		Lạc quan – Dài hạn
12	PNJ	2.347,2	46,8	-12,1	145,5	+	-	2.842	14,1	2,3	40.000		Ổn định – Trung hạn
13	GMD	741,8	39,4	14,1	24,7	+	+	5380.0	6,0	0,8	32.100	44.400	Mua – Dài hạn
14	VSC	210,4	49,0	-1,3	-17,5	+	-			1,8	53.000		Lạc quan – Dài hạn
15	TCL	224,7	27,3	12,6	11,6	+	+			1,4	32.600		Tích lũy – Dài hạn
16	HVG	3.859,4	199,1	48,1	275,2	+	+	2.800	11,3	1,7	31.500		Ổn định – Trung hạn
17	VNM	8.731,4	1.376,3	9,0	-19,0	+	+	6.118	16,3	5,5	99.500		Lạc quan – Trung hạn
18	DBC	1.274,2	43,0	10,7	-22,0	-	+	3.492	8,0	1,0	28.000	28.000	Trung lập – Dài hạn
19	PET	2.893,8	46,1	-1,6	15,5	+	+	2.577	9,2	1,2	23.700		Ổn định – Dài hạn
20	FPT	13.477,2	389,1	12,3	8,3	+	+	4.873	10,0	2,2	48.700	61.000	Tích lũy – Dài hạn
21	CMI	33,9	8,9	50,9	76,4	+	+	2.740	6,2	1,4	17.000		Theo dõi – Trung hạn



05/12/2014

22	GDT	76,1	16,3	16,4	30,4	+	+			1,8	35.500	41.300	Tích lũy – Dài hạn
23	PGS	1.961,9	73,3	8,1	6,0	+	-	4.201	8,5	1,4	35.700	37.800	Tích lũy – Dài hạn
24	PVS	9.525,5	368,1	24,3	-23,7		+	3.800	8,8	1,7	33.300		Ổn định – Ngắn hạn
25	PXS	449,8	41,2	48,3	22,9	+	-	2.617	10,6	2,0	27.800	33.600	Mua – Ngắn hạn
26	NBB	57,5	1,0	118,1	709,0	+	+	3.112	6,7	0,7	20.800	26.800	Tích lũy – Dài hạn
27	DXG	5,2	-6,6	83,5	-96,8	+	+			1,2	14.700		Tích cực – Trung hạn
28	NTL	58,7	12,5	-19,3	15,8	-	-			1,1	15.100		Không tích cực – Trung hạn
29	VIC	7.658,0	889,3	-9,6	-52,6	+	+			3,8	48.700		Lạc quan – Dài hạn
30	HPG	5.746,9	856,9	37,0	72,7	+	+	6.550	8,5	2,3	55.500	66.000	Tích lũy – Trung hạn
32	REE	654,2	243,5	16,7	21,7	+	+	3.322	8,5	1,4	28.100	29.700	Trung lập – Dài hạn
33	PVD	5.520,5	591,4	42,8	13,7	+	-	8.422	8,8	2,0	74.500	122.000	Mua – Dài hạn
34	SBA	67,0	25,9	19,8	15,7	+	+	1.611	7,2	1,1	11.600	14.500	Mua – Trung hạn
35	APC	24,7	6,6	-2,0	10,8	+	+	2.055	10,2	1,5	21.000	22.000	Trung lập – Trung hạn
36	CNG	299,7	37,2	14,8	31,9	+	+	4.712	7,4	2,3	34.800	46.000	Mua – Dài hạn
37	DHC	141,4	12,1	17,7	14,4	+	+	3.117	7,6	1,5	23.800	25.200	Trung lập – Ngắn hạn
38	DIG	120,0	9,9	-40,8	563,3	+	+	300	48,7	1,1	14.600	19.200	Mua – Dài hạn
39	DCL	159,3	10,5	-3,0	21,5	+	+	3.714	14,0	1,7	52.000	37.000	Bán – Dài hạn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2014.



## **CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

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

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

### **Chi nhánh Hà Nội**

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà  
Trung – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### **Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng –  
TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

