

Diễn biến TTCK tháng Bảy không đi xa những dự báo của chúng tôi trong **báo cáo chiến lược tháng Bảy** khi mà đà tăng của nhóm cổ phiếu lớn với các đại diện của ngành ngân hàng và bảo hiểm không thể kéo dài quá hai tuần đầu tháng Bảy. Dần về cuối tháng, nhóm này đã phải nhường chỗ cho các cổ phiếu nhỏ hơn, đặc biệt là cổ phiếu trong các ngành được kỳ vọng hưởng lợi từ TPP. Dù vậy, hạn chế về quy mô vốn hóa chỉ cho phép nhóm này “giữ nhiệt” cho thị trường hơn là trở thành động lực cho chỉ số.

Trong tháng Tám, chúng tôi nhận thấy không có nhiều yếu tố để thị trường tăng mạnh. Thứ nhất, hai nhóm ngành ngân hàng và bảo hiểm sau chuỗi “tăng mạnh-giảm-phục hồi” trong tháng dường như đã tìm được mặt bằng mới để đi ngang. Thứ hai, sự bất phá của cổ phiếu vốn hóa trung bình, thấp trong thời gian qua cho thấy bóng dáng của dòng tiền đầu cơ. Sự sụt giảm nhanh chóng của nhóm này trong tuần đầu tháng Tám cho thấy dòng tiền đầu cơ bắt đầu rút đi hoặc ít nhất là đang chốt lời. Điều này được xác nhận bởi xu hướng giảm dần về khối lượng giao dịch.

Chúng tôi dự báo sự vận động của các nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình thấp sẽ phân hóa bởi câu chuyện riêng của từng doanh nghiệp. Trong khi đó, các cổ phiếu lớn có khả năng sẽ chứng lại trong tháng Tám bởi sự vận động của nhóm cổ phiếu này thường bị tác động nhiều bởi giao dịch của NĐTNN và dựa trên những tín hiệu kinh tế vĩ mô mà chúng tôi cho rằng không có nhiều những nét vẽ sáng.

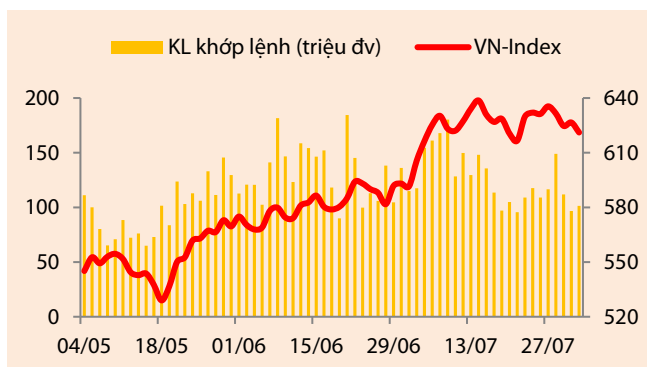
Vùng điểm dự báo trong tháng này với VNIndex là 593 -627 và HNIIndex là 80 - 85.

Xét về yếu tố ngành, Thông tư 07/TT-NHNN Quy định về bảo lãnh ngân hàng có hiệu lực thi hành từ ngày 09/08/2015 được kỳ vọng sẽ giúp tạo niềm tin cho người mua nhà, qua đó gia tăng thanh khoản trên thị trường BĐS. Với các khuôn khổ pháp lý mới như Thông tư 07, ngành BĐS vẫn tiếp tục được kỳ vọng sẽ có những chuyển biến tích cực.

Bên cạnh đó, các diễn biến sắp tới của tỷ giá có thể tạo thêm thuận lợi cho một số doanh nghiệp nhập khẩu ô tô và linh kiện trong nước. Với thông kê tiêu thụ tích cực, chúng tôi khá lạc quan về KQKD của các doanh nghiệp kinh doanh ô tô trong hai quý cuối năm.

Cuối tháng Tám, bộ trưởng các nước TPP dự kiến sẽ ngồi lại lần nữa để giải quyết các tranh chấp còn tồn đọng trong kỳ họp trước. Khi mà câu chuyện TPP chưa đi đến hồi kết, nhà đầu tư chỉ nên bám sát vào yếu tố nội tại của doanh nghiệp và không nên bị tác động bởi sự trỗi sụt của thị trường.

Chúng tôi cho rằng những phiên xanh đầu tháng sẽ là cơ hội để nhà đầu tư chốt lời, bởi thanh khoản thị trường giảm dần về cuối tháng có thể khiến cho việc này không thuận lợi. Đối với nhà đầu tư dài hạn, cơ hội tích lũy thêm cổ phiếu có thể rõ ràng hơn vào cuối tháng. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng với đa số các phiên giao dịch ở trạng thái giằng co, thị trường sẽ tạo mặt bằng tích lũy tốt cho những cổ phiếu vẫn đang có định giá hấp dẫn.



Khối Phân tích và Tư Vấn Đầu Tư

Đoàn Thị Thanh Trúc - Giám đốc

truc.dtt@vdsc.com.vn

Nguyễn Bá Phước Tài

tai.nbp@vdsc.com.vn

Trần Thị Hà My

my.tth@vdsc.com.vn

Trần Thị Diễm My

my.ttd@vdsc.com.vn

Nguyễn Thị Phương Lam

lam.ntp@vdsc.com.vn

Bùi Thị Tâm

tam.bt@vdsc.com.vn

Lê Hữu Triển

trien.lh@vdsc.com.vn

Phạm Thị Hường

huong.pt@vdsc.com.vn

Huỳnh Khoa Nam

nam.hk@vdsc.com.vn

Huỳnh Minh Tuấn

tuan.hm@vdsc.com.vn

Nguyễn Hải Hoàng

hoang.nh@vdsc.com.vn

Bành Trần Tường Vân

van.btt@vdsc.com.vn

Nguyễn Trung Kiên

kien.nt@vdsc.com.vn

Bùi Vĩnh Thiện

thien.bv@vdsc.com.vn

Nguyễn Hà Trinh

trinh.nh@vdsc.com.vn

NỘI DUNG CHÍNH

KINH TẾ THẾ GIỚI

Trang 3

- ✓ Mỹ - Phục hồi tốt hơn mong đợi Trang 3
- ✓ EU - Hoạt động sản xuất tiếp tục cải thiện Trang 3
- ✓ Trung Quốc - Kinh tế xấu đi ảnh hưởng giá hàng hóa thế giới Trang 4

KINH TẾ VIỆT NAM

Trang 6

- ✓ NSNN đang khó khăn trước áp lực trả nợ dài hạn Trang 7
- ✓ Các chính sách mới hỗ trợ tích cực cho quá trình xử lý nợ xấu Trang 8
- ✓ Chi phí cơ hội để bảo vệ sự ổn định của tỷ giá Trang 10
- ✓ TPP và khả năng lỡ hẹn thêm một lần nữa Trang 11

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 08/2015

Trang 24

Với ảnh hưởng tâm lý lan rộng từ sự sụt giảm ở nhóm cổ phiếu có liên quan đến TPP, trong những ngày đầu tháng Tám TTCK khó diễn biến tích cực. Thanh khoản có thể cũng sẽ giảm dần khi nhiều nhà đầu tư quyết định chốt lời và giữ tiền mặt cho đến khi thị trường hồi phục hoặc ít nhất là chậm đáy. Chúng tôi nhận thấy nhóm cổ phiếu nhỏ chỉ vừa bắt đầu giảm nhưng các cổ phiếu trụ cột hầu hết đã đi chậm lại và bắt đầu tích lũy từ giữa tháng Bảy. Do đó, nhà đầu tư giao dịch theo xu hướng có thể cân nhắc quay lại với nhóm cổ phiếu này khi nhận thấy (1) giao dịch khối ngoại có biểu hiện tích cực hơn và (2) tín hiệu vĩ mô có sự lạc quan hơn.

Ngược lại, đối với các nhà đầu tư trung và dài hạn, cơ hội mua vẫn còn trong tháng Tám ở một số nhóm ngành triển vọng:

- Tuy giá cổ phiếu tăng nhanh trong thời gian ngắn, định giá của các cổ phiếu dệt may và thủy sản cũng không hẳn là kém hấp dẫn. Đỉnh điểm ngày 27/07, TCM giao dịch ở khoảng 10,7 lần EPS dự phóng năm 2015 (so với 9,0 lần cuối tháng Sáu). Tương tự, P/E forward của VHC và FMC ở những phiên tích cực nhất cũng chỉ khoảng 9,6 lần và 7,1 lần. Trong trường hợp các phương tiện truyền thông tiếp tục lan truyền các thông tin không tích cực về TPP, các cổ phiếu nói trên có thể giảm về mức định giá hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn.
- Các doanh nghiệp VLXD đang cho thấy sự tăng trưởng đáng lạc quan về KQKD. Trong đó, sản lượng tiêu thụ của các công ty xi măng đầu ngành như HT1, BCC, HOM, BTS đang tăng tốt trong khi biên LNST cũng được mở rộng. Ngành nhựa với đại diện lớn phía Nam là BMP cũng đã ghi nhận mức tăng mạnh về lợi nhuận trong hai quý đầu năm. Cùng với NTP, cổ phiếu BMP còn có thể được hưởng lợi đáng kể từ việc nói "room" cho NĐTNN.
- Các cổ phiếu ngành sản xuất và bán lẻ ô tô cũng đang có nhiều yếu tố hỗ trợ. Nếu nhu cầu ô tô tăng mạnh đang hỗ trợ cho doanh số của các công ty phân phối như HHS, SVC, TMT và HAX thì xu hướng giảm giá của đồng JPY so với USD là cơ hội gia tăng lợi nhuận của HTL.
- Tình hình khí tượng thủy văn những ngày qua có thể tác động tiêu cực đến hoạt động của các nhà máy nhiệt điện miền Bắc như PPC và NBP. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng là không nhiều và có thể chỉ mang tính tạm thời. Trong khi đó, các nhà máy thủy điện và nhiệt điện phía Nam như NT2, SHP, CHP, SHP, VSH, SJD, TMP... có thể hưởng lợi xu hướng tăng chung của giá điện trên thị trường.

Trong giai đoạn thị trường biến động không thuận lợi, yếu tố nội tại của ngành và doanh nghiệp sẽ là lực đỡ chính cho giá cổ phiếu. Nhà đầu tư nên hướng sự quan tâm là những cổ phiếu có (1) thuộc những ngành có triển vọng tăng trưởng tích cực trong trung và dài hạn, (2) có KQKD 6 tháng cuối năm kỳ vọng khả quan và (3) có định giá tương đối hấp dẫn so với thị trường chung.

MỘT SỐ CHỈ SỐ CỦA CÁC NHÓM NGÀNH

Trang 25

Diễn biến các chỉ số ngành trong tháng 07 và chỉ số P/E, P/B của các nhóm ngành tại thời điểm cuối tháng.

DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

Trang 27

Nhóm cổ phiếu gồm 57 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 nay.



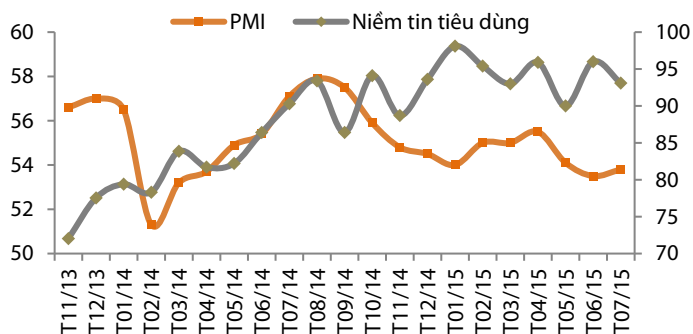
KINH TẾ THẾ GIỚI

- Mỹ - Phục hồi tốt hơn mong đợi
- EU – Hoạt động sản xuất tiếp tục cải thiện
- Trung Quốc – Kinh tế xấu đi ảnh hưởng đến giá hàng hóa thế giới

Mỹ - Phục hồi tốt hơn mong đợi

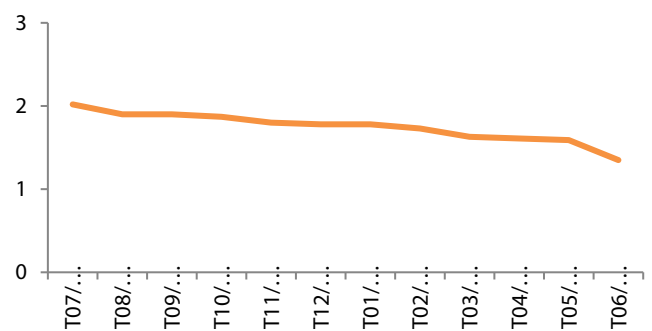
Trong Q2/2015 tăng trưởng GDP của nền kinh tế lớn nhất thế giới đạt 2,3%, cải thiện mạnh so với mức tăng 0,6% của quý trước đó. Đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng trong quý này đến từ sự phục hồi của lĩnh vực tiêu dùng (yếu tố đóng góp 2/3 vào guồng máy của nền kinh tế Mỹ). Theo đó, chỉ tiêu tiêu dùng cá nhân ghi nhận mức tăng 2,9%, cao hơn 1,1% của quý 1. Bên cạnh đó, hoạt động xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ cũng chứng kiến sự phục hồi khả quan, với mức tăng 5,3%, sau khi giảm 6% trong quý trước đó. Một điểm sáng khác là hoạt động sản xuất công nghiệp trong các tháng gần đây của nền kinh tế đều duy trì ổn định trên ngưỡng mở rộng 50 điểm. Theo cập nhật mới nhất từ HSBC, nhờ sự cải thiện của điều kiện kinh doanh nội địa, PMI lĩnh vực sản xuất trong tháng 07 của Mỹ ghi nhận mức tăng nhẹ so với tháng trước, đạt 53,8 điểm.

Hình 1: Diễn biến PMI và niềm tin tiêu dùng Mỹ



Nguồn: Tradingeconomics, RongViet Research

Hình 2: Tỷ lệ thất nghiệp dài hạn



Nguồn: Tradingeconomics, RongViet Research

Tiếp tục xu hướng từ đầu năm đến nay, thị trường lao động Mỹ tiếp tục ghi nhận khả quan. Theo đánh giá của FED, chỉ số điều kiện thị trường lao động tiếp tục cải thiện trong tháng 06/2015, sau những dấu hiệu tiêu cực trong tháng 03 và tháng 04. Bên cạnh đó, tỷ lệ thất nghiệp dài hạn cũng ghi nhận mức giảm mạnh, đạt 1,35% trong tháng sáu, so với mức 1,59% của tháng trước đó. Các chỉ báo vĩ mô tích cực của nền kinh tế Mỹ cũng hỗ trợ nhiều cho đồng USD, theo đó, chỉ số này đã tăng 3,2% chỉ trong tháng 07.

Với các dấu hiệu tích cực của nền kinh tế Mỹ cũng như sự cải thiện của thị trường lao động Mỹ khi chỉ số thất nghiệp dài hạn giảm mạnh, trong cuộc họp tháng 07 vừa rồi, FED cho biết để ngỏ khả năng sẽ tăng lãi suất trong năm nay. Ngoài ra, trong cuộc họp vừa qua, FED cũng khẳng định quan điểm về phạm vi lãi suất mục tiêu từ 0 đến 0,25% vẫn còn thích hợp. Theo quan điểm của chúng tôi, khả năng cao là FED sẽ nâng lãi suất với mức độ điều chỉnh khoảng 0,25% trong cuộc họp 16-17/09 sắp tới.

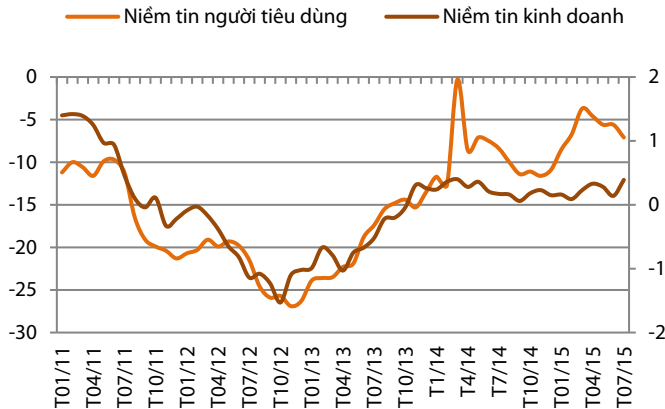
EU – Hoạt động sản xuất tiếp tục cải thiện

Theo số liệu công bố của Markit, chỉ số PMI trong tháng 07 của khu vực EU tiếp tục ghi nhận sự cải thiện. Trong đó, các nền kinh tế lớn như Hà Lan, Đức, Ý và Áo nằm trong top những nước có kết quả tích cực nhất. Đáng chú ý, nền kinh tế Ý ghi nhận kết quả PMI khả quan nhất trong tháng 07/2015 đạt 55,3 điểm, mức cao nhất kể từ tháng 02/2011. Bên cạnh đó, theo Tradingeconomics, điều kiện kinh doanh ở khu vực này cũng chứng kiến sự phục

hồi mạnh mẽ, khi chỉ số niềm tin kinh doanh đạt 0,39 điểm, mức cao nhất kể từ năm 2012.

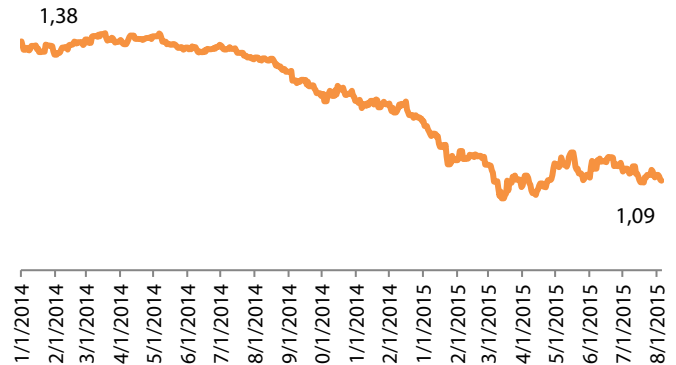
Trong bối cảnh các chỉ báo vĩ mô của khu vực này đều tiếp tục xu hướng “khởi sắc” nhẹ, vào đầu tháng 08, cơ quan xếp hạng tín nhiệm S&P vừa hạ đánh giá triển vọng của khu vực EU từ mức “ổn định” sang “tiêu cực”. Một trong những lý do triển vọng tín nhiệm bị hạ là do kế hoạch cứu trợ cho các nước thành viên được cho là rủi ro và khả năng Anh đang trưng cầu dân ý về việc rời khỏi EU (Anh là nước đóng góp thứ hai vào ngân sách của khu vực EU). Động thái trên khiến tỷ giá EUR/USD mất 2,2% giá trị chỉ trong 4 ngày đầu tháng 08 sau khi ghi nhận mức giảm 1,34% trong tháng 07.

Hình 3: Niềm tin kinh doanh và tiêu dùng khu vực EU



Nguồn: Tradingeconomics

Hình 4: Diễn biến tỷ giá EUR/USD

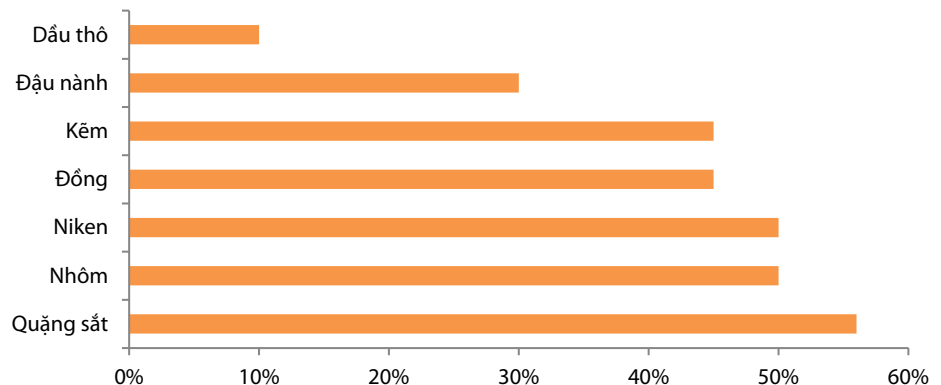


Nguồn: Bloomberg

Trung Quốc – Kinh tế xấu đi ảnh hưởng đến giá hàng hóa thế giới

Trong tháng 07, kinh tế Trung Quốc tiếp tục ghi nhận nhiều tín hiệu tiêu cực. Theo cập nhật mới nhất của Markit, PMI tháng 07/2015 của nước này đạt 47,8 điểm, giảm từ mức 49,4 điểm của tháng 6. Đây là tháng thứ 5 liên tiếp hoạt động sản xuất của nước này đạt dưới ngưỡng mở rộng 50 điểm. Theo báo cáo này, các chỉ số thành phần như điều kiện kinh doanh, nhu cầu cả trong và ngoài nước đều giảm sút cũng như việc làm mới tạo ra đều ghi nhận mức giảm mạnh. Theo Financial Times, Trung Quốc là thị trường tiêu thụ chính nhiều kim loại quan trọng của thế giới như quặng sắt, nhôm, Nickel, đồng, kẽm, dầu,... Do vậy, sắc xám của kinh tế Trung Quốc cũng lan tỏa sang giá các hàng hóa, đặc biệt là kim loại. Theo Indexmundi, các chỉ số giá kim loại, nguyên liệu đầu vào ngành công nghiệp và giá dầu đều chứng kiến mức giảm mạnh chỉ trong vòng một tháng, tương ứng với mức giảm 4,59%, 2,97% và 1,98%.

Hình 5: Tỷ trọng của Trung Quốc trong bản đồ tiêu thụ hàng hóa toàn cầu (2014)



Nguồn: Financial Times

Vào những ngày cuối tháng 07, IMF đã đưa ra thông báo về việc chưa thêm đồng NDT vào rổ Quyền rút vốn đặc biệt (SDR) trong năm nay, dù chỉ hai tháng trước đó, khối các nước G7 đã đồng ý về mặt nguyên tắc để NDT có thể tham gia vào rổ tiền này. Theo tìm hiểu của chúng tôi, động thái này không tác động nhiều đến diễn biến đồng NDT. Những tuyên bố tiếp theo liên quan đến việc NDT có được đưa vào rổ tiền SDR sẽ hoãn cho tới tháng 09/2016. Trong bối cảnh suy giảm của lĩnh vực sản xuất tiếp tục giảm sâu, mới đây, NHTW Trung Quốc tuyên bố sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thận trọng trong nửa cuối năm dù nhiều dự báo kỳ vọng khả năng cắt giảm lãi suất.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI

Trong tháng 7, thị trường chứng khoán thế giới diễn biến trái chiều với sự phục hồi từ thị trường chứng khoán Mỹ, châu Âu và sự giảm sút ở thị trường chứng khoán châu Á.

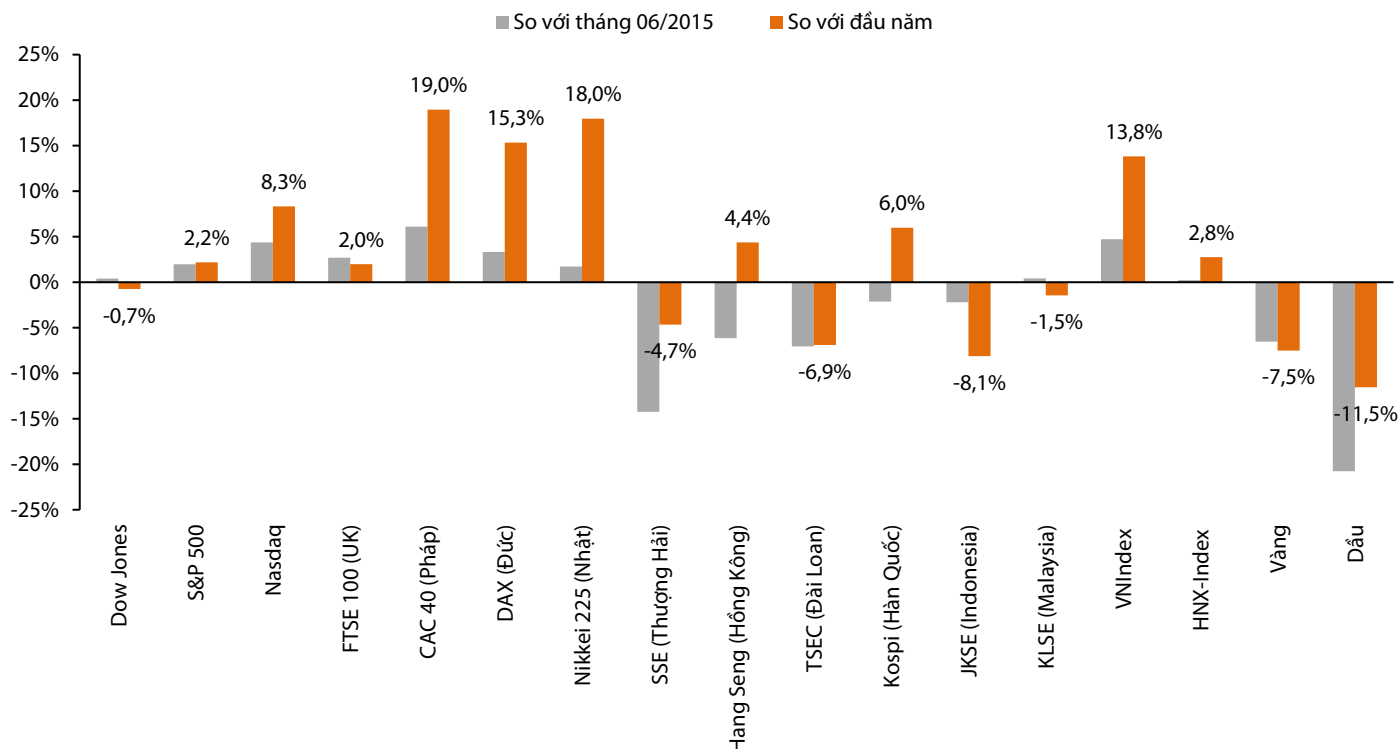
Ở Mỹ, nền kinh tế đã phục hồi tốt hơn mong đợi khi GDP Q2/2015 tăng 2,3% so với Q1/2015 (đạt kỳ vọng của FED) và hoạt động sản xuất (PMI) tăng nhẹ, đạt 53,8 điểm. Do đó, hai chỉ số Dow Jones và S&P 500 đã tăng nhẹ trong tháng qua lần lượt là 0,4% và 2,0%, còn chỉ số Nasdaq đã tăng mạnh với 4,4%.

Tương tự như thị trường chứng khoán Mỹ, thị trường chứng khoán châu Âu hồi phục nhờ lạm phát giữ ở mức ổn định 0,9% trong tháng 7 và các hoạt động SXCN khu vực EU như Pháp, Hà Lan, Đức và Hy Lạp cải thiện. Đóng cửa ngày 31/07/2015, cả ba chỉ số chứng khoán ở châu Âu là FTSE 100, CAC 40 và DAX đều lần lượt tăng là 2,7%, 6,1% và 3,3%.

Ngược với diễn biến của thị trường chứng khoán ở Mỹ và châu Âu, thị trường chứng khoán châu Á giao dịch ở trạng thái tiêu cực trong tháng 7, nổi bật là thị trường chứng khoán Trung Quốc với mức giảm 14,24%. Kinh tế Trung Quốc tiếp tục chậm lại với mức PMI giảm từ 49,4 điểm trong tháng 6 xuống còn 47,8 điểm trong tháng 7. Đây là tháng thứ ba liên tiếp mà chỉ số PMI của Trung Quốc nằm ở mức dưới 50 điểm. Chỉ số thị trường chứng khoán ở một số nước khác trong khu vực cũng giảm điểm như Hang Seng (-6,2%), TSEC (-7,1%), Kospi (-2,1%) và JKSE (-2,2%). Tuy nhiên, chỉ số Nikkei 225 và KLSE lại có mức tăng nhẹ so với tháng 6 lần lượt là 1,7% và 0,4%.

Giá dầu thế giới đã giảm hơn 20% trong tháng 7, đạt ~45USD/thùng. Theo số liệu từ EIA, sản lượng dầu thô tháng 5 tăng 4,84 triệu thùng cùng lượng dầu lưu kho cuối tháng 7 tiếp tục tăng (lên xấp xỉ 1,97 triệu thùng) cũng tạo ra sức ép tâm lý khiến giá dầu WTI chịu chung tác động tiêu cực.

Hình 6: Diễn biến các chỉ số chứng khoán trên thế giới trong tháng 7



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp



KINH TẾ VIỆT NAM

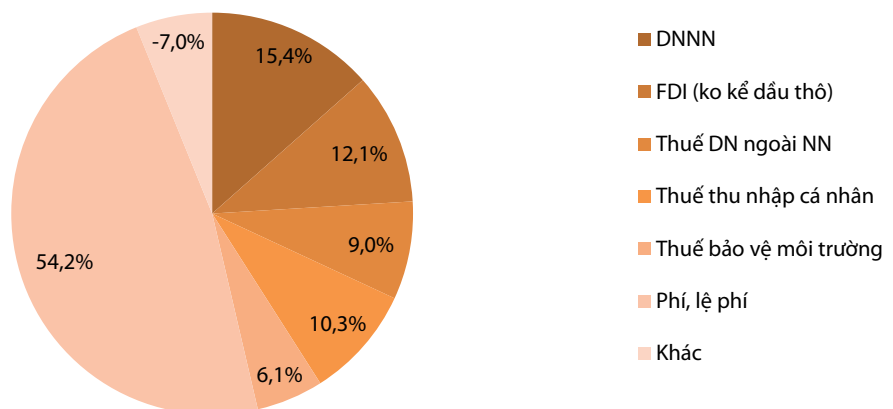
- NSNN đang khó khăn trước áp lực trả nợ dài hạn
- Các chính sách mới hỗ trợ tích cực cho quá trình xử lý nợ xấu
- Chi phí cơ hội để bảo vệ sự ổn định của tỷ giá
- TPP và khả năng lỡ hẹn thêm một lần nữa

NSNN đang khó khăn trước áp lực trả nợ dài hạn

Nguồn thu cải thiện nhờ tăng thu phí, lệ phí

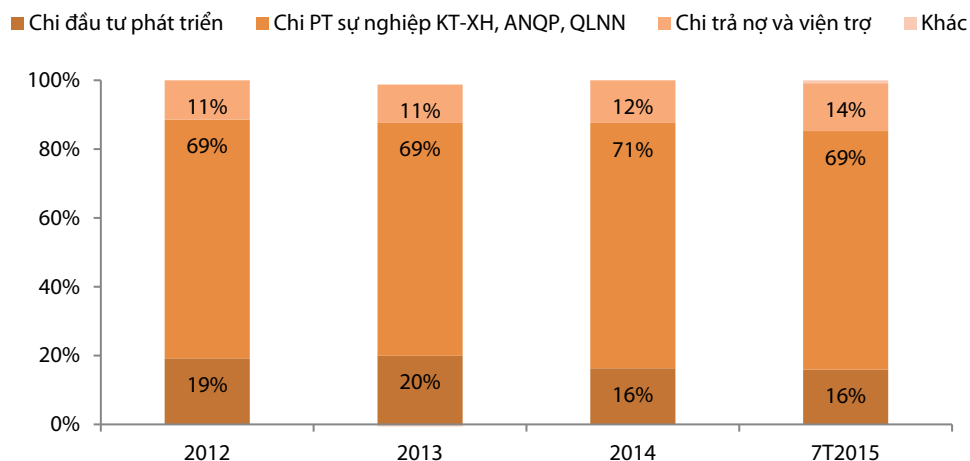
Theo GSO, tổng thu ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến thời điểm 15/7/2015 ước tính đạt 476,5 nghìn tỷ đồng, bằng 52,3% dự toán cả năm. Trong đó, thu nội địa tiếp tục ghi nhận mức tăng khả quan so với cùng kỳ (tăng 15,1%), đạt 348,5 nghìn tỷ đồng. Điều đặc biệt lưu ý là đóng góp lớn nhất cho sự cải thiện của nguồn thu lại đến từ khoản thu từ phí và lệ phí (~54% vào mức tăng tuyệt đối). Như vậy, việc cải thiện nguồn thu chủ yếu nhờ tăng phí như hiện tại chỉ là giải pháp *tình thế và không mang tính bền vững lâu dài*. Lũy kế đến tháng 07, mức tăng thu từ phí và lệ phí chỉ đủ để bù đắp sự sụt giảm của thu từ dầu thô (giảm 32,5% so với cùng kỳ). Trong khi đó, khoản thu từ hoạt động xuất nhập khẩu không ghi nhận nhiều thay đổi nhiều so với cùng kỳ.

Hình 7: Tỷ trọng các khoản thu trong tổng tăng trưởng nguồn thu nội địa



Nguồn: GSO, RongViet Research

Về phía chi tiêu, theo GSO, tổng chi NSNN 7 tháng đầu năm ước đạt 590,9 nghìn tỷ đồng. Trong đó, tỷ lệ chi trả nợ và viện trợ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng cao so với cùng kỳ, xấp xỉ 14%, tương đương khoảng 82,2 nghìn tỷ đồng. Sau 7 tháng, thâm hụt NSNN ước đạt 114.400 tỷ đồng, nằm trong kế hoạch dự toán bội chi năm 2015 (~50,6% dự toán bội chi NSNN). Tuy nhiên, với tốc độ tăng ngày càng cao của khoản chi trả nợ, chúng tôi lo ngại rằng ngân sách của chính phủ đang đứng trước áp lực lớn hơn liên quan đến trả nợ gốc và lãi vay. Theo Bloomberg, lịch trình trả nợ của Chính phủ sẽ rơi nhiều vào giai đoạn 2015-2017, với áp lực trả nợ lần lượt là 140.000 tỷ đồng trong năm 2016 và 120.000 tỷ đồng trong năm 2017. Đây là khoản chi tương đối lớn, nhìn nhận xa hơn thì con số này có thể lấn át dư địa tài khóa dành cho chi đầu tư phát triển trong các năm tới – khoản chi tiêu cần thiết để đảm bảo tăng trưởng kinh tế.

Hình 8: Tỷ trọng các khoản chi trong tổng chi NSNN qua các năm

Nguồn: GSO, RongViet Research

Nhiều biện pháp nhằm cải thiện nguồn thu và bù đắp thâm hụt NSNN

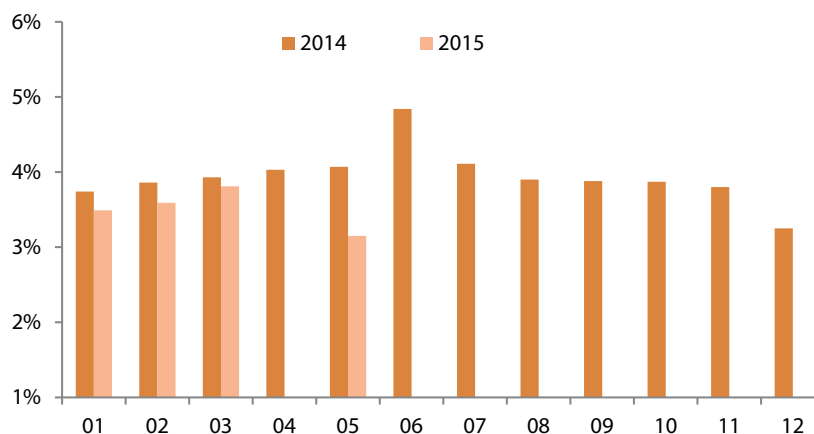
Thời gian vừa qua, Bộ tài chính đã thực hiện nhiều biện pháp nhằm tăng cường công tác thu nợ và tăng thuế, phí, qua đó nhằm cải thiện nguồn thu cũng như bù đắp thâm hụt NSNN. Các biện pháp bao gồm: công khai danh sách 600 doanh nghiệp nợ thuế trên cả nước, quyết liệt thu hồi nợ đọng XDCB của địa phương, tăng thu thuế sử dụng đất, phí, tạm giữ 10% dự toán chi thường xuyên 8 tháng cuối năm,...

Trong năm trước, kênh huy động trái phiếu chính phủ đã đóng vai trò khá tốt giúp bù đắp bội chi NSNN. Tuy nhiên, trong 7 tháng qua, giá trị KBNN huy động thông qua kênh này chỉ đạt 93.252 tỷ đồng, tương đương 37,3% kế hoạch phát hành cả năm. Do đó, BTC đã mở lại kênh tín phiếu kho bạc từ giữa tháng 6/2015 để trang trải cho chi tiêu ngân sách trong ngắn hạn. Tính đến cuối tháng 7/2015, KBNN đã huy động được khoảng 21.130 tỷ đồng tín phiếu kỳ hạn từ 3-6 tháng.

Ngoài ra, các đề xuất gần đây cho thấy nỗ lực để tăng thu như vay NHNN 30.000 tỷ đồng, dùng dự trữ ngoại hối để chi đầu tư phát triển, tăng sản lượng khai thác dầu thô... Hầu hết những đề xuất trên đều thể hiện chính sách tài khóa đang lệ thuộc vào chính sách tiền tệ. Bài toán vốn cho ngân sách trong thời gian tới theo đánh giá chủ quan của chúng tôi là rủi ro cần lưu tâm bởi các tác động không mong muốn có thể xảy ra của các quyết sách điều hành đến sự ổn định của lãi suất, lạm phát và thị trường tiền tệ.

Các chính sách mới hỗ trợ tích cực cho quá trình xử lý nợ xấu

Theo cập nhật gần nhất từ NHNN, tính đến cuối tháng 05/2015, nợ xấu chiếm 3,15% dư nợ toàn hệ thống, tương đương với 131.600 tỷ đồng. So với đầu năm, tỷ lệ nợ xấu đã giảm nhưng theo đánh giá của chúng tôi, hiệu quả xét từ góc độ con số xử lý nợ xấu chưa cao bởi ba lý do: (1) tăng trưởng tín dụng nửa đầu năm 2015 khả quan (+282.500 tỷ đồng so với cuối năm 2014); (2) VAMC đã mua khoảng 33.000 tỷ đồng; (3) các NHTM trích lập dự phòng khá nhiều trong nửa đầu năm 2015. Theo nhiều đánh giá, nợ xấu chủ yếu trong lĩnh vực bất động sản, từ đầu năm đến nay, thị trường bất động sản có sự chuyển biến ở một số phân khúc. Tuy nhiên, theo báo cáo mới nhất của Bộ Xây dựng, tổng giá trị tồn kho bất động sản tính đến cuối tháng 6/2015 vẫn khá cao (~65.273 tỷ đồng). Trước những thực tế về khó khăn trong quá trình xử lý nợ xấu như chưa có thị trường mua bán nợ, thủ tục xử lý tài sản đảm bảo, vấn đề pháp lý trong việc xử lý nợ xấu..., gần đây, chúng tôi nhận thấy nhiều văn bản pháp lý được ban hành có thể là bước đệm để hỗ trợ cho quá trình xử lý nợ xấu.

Hình 9: Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng

Nguồn: SBV, RongViet Research

Cụ thể, thông tư 07 (có hiệu lực từ ngày 09/08/2015) liên quan trực tiếp đến các quy định bảo lãnh ngân hàng, trong đó, chúng tôi lưu ý đến điều 12 – Bảo lãnh tài sản bất động sản hình thành trong tương lai. Quy định mới này dựa chủ yếu theo tinh thần của điều 56 luật Kinh doanh bất động sản năm 2014. Theo đó, cam kết hoàn tiền cho bên mua khi chủ đầu tư vi phạm nghĩa vụ bàn giao theo tiến độ đã cam kết. Về phía các NHTM, các tổ chức này sẽ đánh giá rủi ro dựa trên các tiêu chí như khả năng thực hiện dự án đúng tiến độ, cách thức sử dụng số tiền ứng trước và các khoản tiền bên mua đã ứng cho chủ đầu tư dự án. Như vậy, một phần của thông tư này có thể được xem là hình thức hỗ trợ cho chủ đầu tư và người mua nhà. Ngoài ra, việc bảo lãnh tài sản bất động sản hình thành trong tương lai cũng đóng góp vào tăng trưởng tín dụng của các NHTM nói chung. Thực tế, hiện nay đã có nhiều hợp đồng bảo lãnh được ký kết giữa chủ đầu tư bất động và các ngân hàng cho nhiều mục đích khác nhau (hỗ trợ để chủ đầu tư có nguồn thu mới trả nợ cũ, tạo lòng tin đối với người mua nhà, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ...). Thông tư hướng dẫn bằng văn bản nhằm hợp thức hóa hiện trạng trên đồng thời hỗ trợ cho sự cải thiện của thị trường bất động sản – một vấn đề đang gắn kết mật thiết với lộ trình xử lý nợ xấu.

Tiếp theo đó, từ ngày 01/09/2015, thông tư 09 liên quan đến quy định về hoạt động mua, bán nợ của TCTD cũng bắt đầu có hiệu lực thi hành. Trong đó có quy định một số nguyên tắc, phương thức cũng như cách thức định giá các khoản nợ. Với thông tư này, hoạt động mua bán nợ sẽ có những nguyên tắc cơ bản để thực hiện thông suốt hơn, giảm được tình trạng xử lý nợ không thực chất và cũng là bước khởi đầu để hình thành thị trường mua bán nợ trong tương lai. Một văn bản khác cũng có hiệu lực cùng thời gian là Nghị định 60/2015/NĐ-CP – cho phép phát hành cổ phiếu để hoán đổi lấy vốn góp của doanh nghiệp tại doanh nghiệp khác, đồng thời phát hành cho chủ nợ để chuyển nợ thành vốn góp. Phần lớn các tổ chức tín dụng đánh giá họ không thực sự quan tâm đến việc hoán đổi nợ thành vốn góp, tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng đây cũng là một cửa mở cần thiết để hỗ trợ cho một số trường hợp xử lý nợ xấu cụ thể từ cả phía NHTM và VAMC.

Nguyên tắc

- Người mua nợ: tỷ lệ nợ xấu <3%
- Người bán nợ: không được bán nợ cho công ty con, không được mua lại nợ đã bán, quy định nội bộ về hoạt động mua/bán nợ.

Phương thức

- Thỏa thuận
- Đấu giá

Định giá khoản nợ

- Giá khởi điểm: giá trị ghi sổ, khoản lãi mà bên nợ sẽ trả trong tương lai, phân loại nhóm nợ, khả năng thu hồi và giá trị tài sản đảm bảo
- Thẩm định giá đối với mua/bán nợ theo phương pháp thỏa thuận

Tựu chung lại, nhằm giúp mục tiêu của NHNN đưa tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng về dưới mức 3% trước ngày 1/10/2015, nhiều văn bản pháp lý được đưa ra nhằm hỗ trợ mạnh cho công tác xử lý nợ xấu của VAMC cũng như làm “sạch” bảng cân đối cho hệ thống ngân hàng. Chúng tôi cho rằng văn bản hướng dẫn cụ thể là một bước tiến tiếp theo để lộ trình xử lý nợ xấu có thể được thúc đẩy nhanh hơn đồng thời đi vào “thực chất” hơn.

Chi phí cơ hội để bảo vệ sự ổn định của tỷ giá

Trong những ngày cuối tháng 7/2015, thị trường tiền tệ tiếp tục có sự biến động khi tỷ giá trên thị trường tự do tiến sát mốc 22.000 đồng/USD, vượt trần quy định của NHNN trong khi tỷ giá giao dịch tại các NHTM cũng giao dịch sát mức trần. Quy luật thông thường đối với biến động tỷ giá thường rơi vào đầu năm, đầu quý 2, khoảng thời gian từ giữa đến cuối quý 3 và diễn biến năm nay cũng tương tự. Trong lần biến động này, NHNN tiếp tục đưa ra thông điệp khẳng định cam kết giữ biên độ phá giá tiền đồng 2% trong năm 2015 và công bố dự trữ ngoại hối ~37 tỷ USD (~2,6 tháng nhập khẩu bình quân hiện tại) đủ khả năng để đảm bảo cam kết. Trong lần cập nhật này, chúng tôi không đề cập đến việc cam kết có được đảm bảo hay không mà chúng tôi đề cập một ý tưởng ngắn gọn về “chi phí cơ hội” để giữ ổn định tỷ giá.

Trong nửa đầu năm, những mặt hàng xuất khẩu sụt giảm mạnh so với cùng kỳ chủ yếu là mặt hàng trong ngành khai khoáng, nông nghiệp, thủy sản... Việc suy giảm xuất khẩu của các mặt hàng này có liên hệ mật thiết với sự sụt giảm giá hàng hóa tuy nhiên, không thể phủ nhận việc giữ ổn định tỷ giá cũng tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất và xuất khẩu của các ngành trên. Theo nghiên cứu công bố vào tháng 05/2015 của VEPR, năm ngành bị tác động tiêu cực từ việc định giá đồng VND cao gồm: (1) Nông nghiệp; (2) Khai khoáng; (3) Chế biến nông nghiệp; (4) Công nghiệp nhẹ thâm dụng lao động và (5) Công nghiệp nặng. Trong khi đó, hai ngành hưởng lợi là (1) Công nghiệp chế tạo thâm dụng vốn và (2) Dịch vụ. Tình hình hoạt động sản xuất và xuất khẩu của các ngành trong hơn nửa đầu năm 2015 đã cho thấy kết quả nghiên cứu trên khá phù hợp. Sản xuất công nghiệp đang là đầu tàu và là động lực tăng trưởng kinh tế chính trong nửa đầu năm, ngoài ra tiêu dùng cũng khởi sắc so với giai đoạn trước. Trong khi đó, khu vực nông nghiệp, thủy sản... sụt giảm về giá trị sản xuất và gặp khó khăn tại một số thị trường xuất khẩu. Ngành khai khoáng giữ được mức tăng trưởng về sản lượng sản xuất nhưng ghi nhận mức tăng trưởng âm về giá trị xuất khẩu. Cộng hưởng lại, tăng trưởng kinh tế vẫn đang đúng kỳ vọng, việc phá giá tiền đồng chưa phải áp lực cấp bách, nhưng chắc chắn vẫn là áp lực.

Áp lực trên sẽ gia tăng từ nay đến cuối năm liên quan đến một chuỗi các yếu tố đan xen gồm khả năng FED nâng lãi suất trong tháng 09/2015; áp lực nhập siêu trong những tháng cuối năm; biến động đồng tiền của các đối tác thương mại quan trọng của Việt Nam (EU, ASEAN, Nhật Bản...), suy giảm tăng trưởng kinh tế của nước láng giềng Trung Quốc. Với quan điểm nhất quán của NHNN cùng với con số dự trữ ngoại hối hiện có, chúng tôi cho rằng kỳ vọng về việc phá giá có chăng chỉ giữ nguyên chứ không thuyên giảm. Việc tiếp tục điều chỉnh tỷ giá đồng Việt Nam có thể hình dung đơn giản là “không sớm thì muộn”.

Bảng 1: Top 10 các mặt hàng có mức tăng trưởng cao và thấp nhất trong nửa đầu năm

Xuất khẩu 6 tháng so với cùng kỳ			
Than đá	-63%	Máy ảnh máy quay phim và linh kiện	124%
Dầu thô	-49%	Máy vi tính, sản phẩm điện tử & linh kiện	60%
Xăng dầu các loại	-40%	Sắn và các sản phẩm từ sắn	45%
Cà phê	-35%	Nguyên phụ liệu dệt, may, da giày	37%
Canhke và xi măng	-26%	Sản phẩm nội thất từ chất liệu khác gỗ	36%
Phân bón các loại	-18%	Hạt điều	29%
Hàng hải sản	-14%	Điện thoại các loại và linh kiện	27%
Sắt thép các loại	-12%	Kim loại thường khác và các sản phẩm	22%
Gạo	-11%	Thủy tinh và các sản phẩm từ thủy tinh	22%
Phương tiện vận tải và phụ tùng	-10%	Giày dép các loại	22%
Nhập khẩu 6 tháng so với cùng kỳ			
Dầu thô	-74%	Ô tô nguyên chiếc các loại	125%
Phế liệu sắt thép	-45%	Hạt điều	63%
Xăng dầu các loại	-43%	Máy ảnh máy quay phim và linh kiện	37%
Khí đốt hóa lỏng	-38%	Sản phẩm từ sắt thép	29%
Nguyên phụ liệu thuốc lá	-34%	Linh kiện, phụ tùng ô tô	25%
Đậu tương	-32%	Hàng điện gia dụng và linh kiện	23%
Phương tiện vận tải khác và phụ tùng	-31%	Máy móc, thiết bị, dụng cụ & phụ tùng	17%
Sữa và sản phẩm sữa	-22%	Điện thoại các loại và linh kiện	16%
Linh kiện và phụ tùng xe máy	-22%	Máy vi tính, sản phẩm điện tử & linh kiện	16%
Dầu mỡ động thực vật	-21%	Ngô	11%

Nguồn: TCHQ

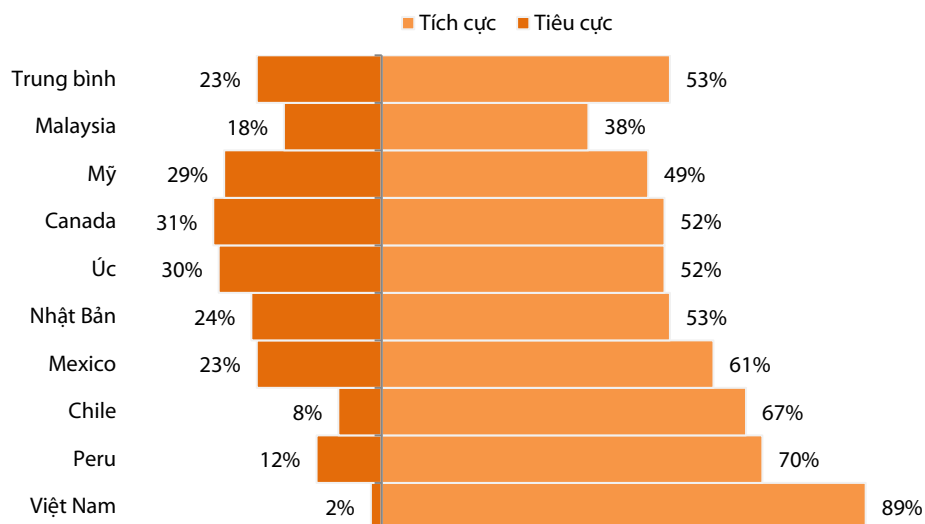
TPP và khả năng lỡ hẹn thêm một lần nữa

Cuộc đàm phán cấp bộ trưởng các nước trong khối TPP diễn ra vào cuối tháng 07/2015 đã kết thúc không như kỳ vọng khi không có tuyên bố chung về việc hoàn tất quá trình đàm phán. Với kết quả trên, giới quan sát đưa ra rủi ro rằng mục tiêu hoàn tất đàm phán TPP vào cuối năm có thể sẽ bị bỏ lỡ thêm một lần nữa. Dựa trên thông tin thu thập từ phát biểu của các bộ trưởng sau Hội nghị, khoảng 90-98% các vấn đề chi tiết đã được giải quyết. Tuy nhiên, những vấn đề cơ bản vẫn chưa được giải quyết đối với những ngành quan trọng ảnh hưởng đến lợi ích của thành phần kinh tế trong nước của mỗi quốc gia. Chẳng hạn như vấn đề độc quyền dữ liệu đối với dược phẩm sinh học, Mỹ muốn bảo vệ ngành dược phẩm với yêu cầu thời hạn bảo hộ độc quyền lên đến 12 năm, dài hơn nhiều so với tiêu chuẩn hiện tại của các nước thành viên TPP như Úc, Chile và NewZealand. Việc mở cửa thị trường sữa của Canada không đáp ứng được yêu cầu của NewZealand, Hoa Kỳ và Úc. Ngoài ra, vấn đề quy tắc xuất xứ đối với ô tô vẫn đang vấp phải tranh luận giữa Nhật, Mexico và Canada hay các vấn đề song phương giữ Nhật – Mỹ về mặt hàng gạo và Úc – Mỹ đối với mặt hàng đường. Bên cạnh vấn đề mở cửa thị trường đối với ngành, những vấn đề còn tồn đọng liên quan đến tiêu chuẩn lao động và mặt hàng nông nghiệp cũng chưa được giải quyết.

Nếu như quyền đàm phán nhanh được Quốc hội Mỹ trao cho tổng thống Obama vào giữa tháng 6/2015 được coi là một bước tiến đối với tiến trình đàm phán TPP thì những sự kiện sắp tới được xem là lực cản để mục tiêu hoàn tất đàm phán trong năm 2015 thành hiện thực: (1) Cuộc bầu cử quốc hội Canada sắp tới (ngày 19/10) sẽ hạn chế cơ hội đàm phán thành công đối với vấn đề liên quan đến mặt hàng sữa; (2) Theo quy định của TPA, thời gian để tổng thống Obama phải thông báo với Quốc hội 90 ngày làm việc trước khi ký kết TPP, như vậy, thời gian khá sát sao để TPP được thông qua khi hiện vẫn chưa có thỏa thuận sau cùng; (3) Cuộc bầu cử tổng thống năm 2016 tại Mỹ có thể khiến hiệp định TPP bị “treo” cho đến năm 2017. Các nước thành viên đang trong nỗ lực tổ chức thêm một cuộc họp bàn vào cuối tháng 8/2015, tuy nhiên, chúng tôi quan ngại của ngày càng hẹp đối với khả năng hiệp định thương mại thế kỷ này được hoàn tất vào cuối năm 2015. Theo khảo sát của Pew

Research, Việt Nam là nước có tỷ lệ ủng hộ hiệp định TPP nhiều nhất trong các nước được khảo sát. Việc không đạt được thỏa thuận TPP trong năm nay có thể không tác động đến tăng trưởng kinh tế nhưng sẽ ảnh hưởng đến niềm tin về động lực tăng trưởng của Việt Nam trong năm tới.

Hình 10: Mức độ ủng hộ hiệp định TPP tại một số quốc gia

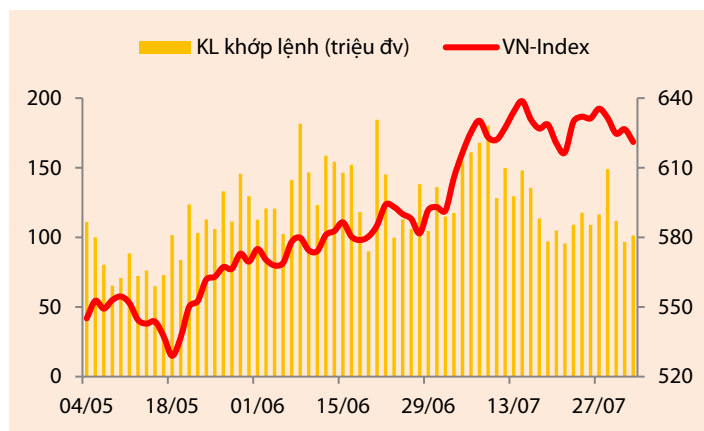


Nguồn: Pew Research Center

TTCK THÁNG 07/2015: XÁC LẬP ĐỈNH MỚI

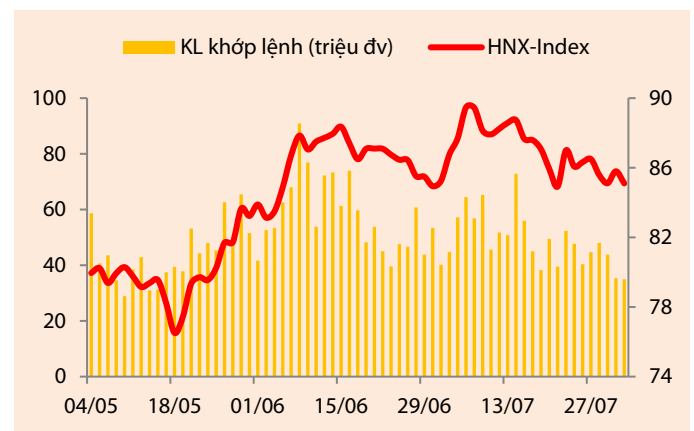
Thị trường tháng 7 được phân chia rõ rệt thành hai giai đoạn: tăng mạnh trong nửa đầu tháng và đi ngang trong biên độ lớn trong nửa sau tháng 7. Giai đoạn nửa đầu tháng, thị trường đã hình thành đỉnh mới của năm, mốc 638,7 điểm, cao hơn đỉnh cũ (600,4 điểm ngày 04/03/2015) khoảng 6,7% nhờ sự khuếch đại kỳ vọng về chính sách nới room và TPP. Trong khi đó, giai đoạn nửa sau tháng 7, thị trường đã hãm đà tăng giá cũng như thanh khoản tại nhiều nhóm cổ phiếu để kiểm tra lại cung cầu. Theo đó, VNIndex giai đoạn nửa cuối tháng biến động quanh vùng 625 điểm với biên độ +/-10 điểm và khối lượng khớp lệnh trên sàn HSX cũng giảm 22,7% so với nửa đầu tháng. Sự giảm sút thanh khoản này phát lên tín hiệu dòng tiền đang chủ động rút ra khỏi thị trường. Trên lý thuyết về phân tích dòng tiền và biến động giá (VSA), sự thoái lui này có thể do một số thành viên có giá trị giao dịch lớn đang kiểm tra cung cầu thực của thị trường. Do đó, chúng tôi cho rằng sự sụt giảm thanh khoản này có thể sẽ giúp thị trường thiết lập mặt bằng giá hợp lý hơn.

Hình 11: Biến động chỉ số VN-Index



Nguồn: RongViet Research

Hình 12: Biến động của chỉ số HN-Index



Nguồn: RongViet Research

Với sự khuếch đại kỳ vọng về TPP và nới room, nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn đầu ngành đã tăng giá mạnh trong tháng 7. Do đó, tuy số mã giảm nhiều hơn so với số mã tăng (số mã giảm gấp 1,2 lần số mã tăng) nhưng hầu hết các nhóm ngành đều tăng điểm, với 15/19 nhóm ngành tăng điểm. Đồng thời, kịch bản thị trường lệ thuộc vào một vài nhóm ngành dẫn dắt trong các tháng trước đã được thay thế bằng sự luân chuyển giữa nhiều nhóm ngành.

Tuy nhiên, ngoài một số nhóm cổ phiếu duy trì đà tăng điểm tốt như dệt may (TCM, TNG), thực phẩm (VNM, MSN),..., thị trường vẫn tồn tại một số "bẫy tăng giá", tức các cổ phiếu tăng mạnh theo tin nhưng không duy trì được xu hướng tăng trong nhiều phiên, tại nhóm cổ phiếu thủy sản (HVG, FMC) và dược phẩm (DHG, DMC). Theo chia sẻ của chuyên viên ngành, KQKD của các DN thủy sản trong 6 tháng đầu năm mới chỉ hoàn thành từ 20-40% kế hoạch đề ra. Kết quả này khá tương đồng với tình hình xuất nhập khẩu trong 6 tháng đầu năm khi cả giá bán và sản lượng đầu ra đều sụt giảm. Tuy nhiên, theo yếu tố mùa vụ cũng như phân tích diễn biến thị trường thì 6 tháng cuối năm mới là thời điểm ghi nhận phần lớn lợi nhuận. Chúng tôi vẫn kỳ vọng những tín hiệu khởi sắc trong nhu cầu đối với mặt hàng thủy sản tại các thị trường xuất khẩu từ Q3 sắp tới. Tương tự, theo yếu tố mùa vụ, các DN ngành dược trong nửa cuối năm được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh về doanh thu và lợi nhuận. Tính đến tháng 6, các DN này đều hoàn thành từ 45-50% kế hoạch đề ra. Chúng tôi nhận thấy, sự cạnh tranh gay gắt trong ngành sẽ khiến chỉ tiêu doanh thu trở thành một thử thách lớn. Tuy nhiên, hầu hết các công ty đều có khuynh hướng tái cơ cấu ngành hàng, giảm thiểu chi phí; nhờ vậy, lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng đáng kể và có nhiều khả năng vượt kế hoạch đề ra trong hai quý tiếp theo.

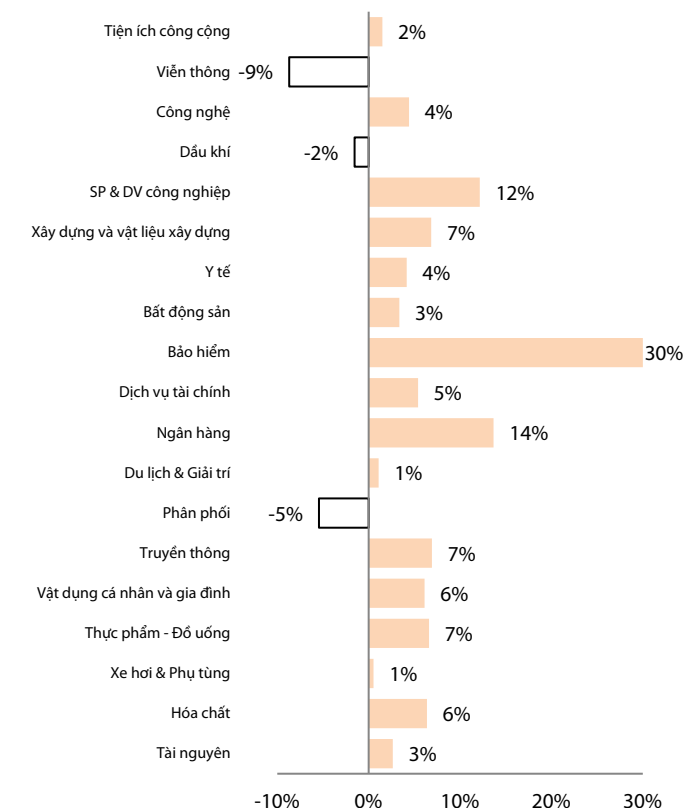
Bảng 2: Diễn biến chỉ số ngành trong tháng 7

Ngành	Nửa đầu tháng	Nửa cuối tháng	Nửa đầu tháng	Nửa cuối tháng
Tài nguyên	0	+	0,1%	1,0%
Hóa chất	+++	-	7,3%	-2,6%
Xe hơi & Phụ tùng	0	-	-0,8%	-2,0%
Thực phẩm - Đồ uống	++	+	3,9%	1,4%
Vật dụng cá nhân và gia đình	+	+	1,7%	1,2%
Truyền thông	+	+	2,0%	1,7%
Phân phối	--	-	-3,5%	-1,9%
Du lịch & Giải trí	-	++	-2,7%	3,9%
Ngân hàng	+++	-	12,5%	-1,8%
Dịch vụ tài chính	+	0	1,4%	0,9%
Bảo hiểm	+++	---	43,9%	-12,5%
Bất động sản	+	0	1,6%	-0,6%
Y tế	0	0	0,0%	0,6%
Xây dựng và vật liệu xây dựng	++	++	1,8%	5,0%
SP & DV công nghiệp	+++	0	8,4%	0,2%
Dầu khí	+	--	1,4%	-4,8%
Công nghệ	0	+	-0,5%	1,7%
Viễn thông	NA	NA	-9,1%	0,0%
Tiện ích công cộng	0	++	1,0%	3,3%

Ghi chú:

Ký hiệu	Biên độ	Ký hiệu	Biên độ
0	Từ -1% đến 1%		
+	1% - 3%	-	Từ -1% đến -3%
++	3% - 5%	--	-3% - (-5%)
+++	>5%	---	< (-5%)

Nguồn: RongViet Research

Hình 13: Tăng trưởng nhóm ngành trong tháng 7

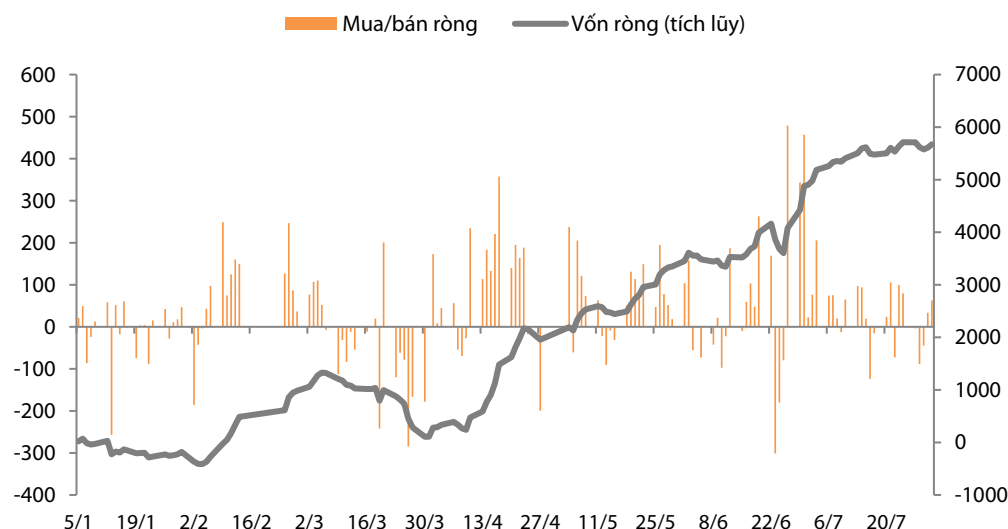
Nguồn: RongViet Research

Bên cạnh thông tin về TPP và chính sách nới room, thị trường tháng Bảy còn nhận được sự hỗ trợ bởi KQKD quý 2 tích cực của các DN niêm yết. Theo thống kê KQKD của 103/306 mã niêm yết trên sàn HSX và 5/30 mã trong nhóm VN30 (tính đến cuối tháng 7) của Rongviet Research, các DN trên sàn HSX đã ghi nhận tổng LNST tăng hơn 4 lần so với cùng kỳ. Bốn ngành ghi nhận mức tăng trưởng LNST lớn nhất lần lượt là phân phối (447%), thực phẩm đồ uống (303%), tiện ích công cộng (232%) và bất động sản (99%). Riêng ngành thực phẩm đồ uống, nếu loại trừ tác động lợi nhuận đột biến của KDC thì ngành này tăng trưởng khoảng 35% so với cùng kỳ. Trong khi đó, trên sàn HNX, tổng số DN lãi tuy có giảm nhẹ nhưng tổng LNST (179/367 DN có trong mẫu thống kê) tăng hơn 24% so với cùng kỳ.

Bảng 3: Một số nhóm ngành tăng trưởng LNST tích cực

	HSX		HNX	
	2014Q2	2015Q2	2014Q2	2015Q2
Tổng số DN niêm yết		306		367
Tổng số DN có KQKD	103	103	179	179
Tổng số DN lãi	94	96	154	152
Tổng số DN lỗ	9	7	25	27
Tổng LNST của DN lãi	2.197	8.318	1.337	1.652
Tổng LNST của DN lỗ	-249	-219	-95	-110
Tổng LNST	1.947	8.098	1.241	1.541

Nguồn: Rongviet Research

GIAO DỊCH KHỐI NGOẠI: Thận trọng trước khả năng nâng lãi suất từ FED**Hình 14: Diễn biến giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trong 7 tháng năm 2015**

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

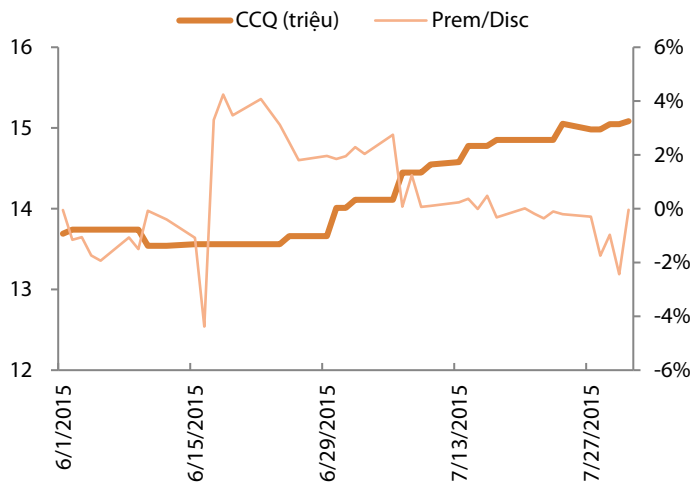
Các dự báo về khả năng FED sẽ nâng lãi suất trong cuộc họp vào ngày 16-17/09 đã tạo ra một rào cản cho dòng tiền của NĐT nước ngoài trong tháng 7. Bên cạnh đó, mặc dù tỷ lệ sở hữu tối đa của NĐT nước ngoài đã được điều chỉnh tăng từ 49% lên mức tối đa 100% (theo Nghị định 60/2015/NĐ-CP sửa đổi bổ sung Nghị định số 58/2012/NĐ-CP quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán), nhưng không mở rộng cho tất cả các ngành nghề và chưa có Thông tư hướng dẫn. Các thông tin kém lạc quan này đã ít nhiều tác động đến giao dịch NĐT nước ngoài trên sàn chứng khoán Việt Nam trong tháng Bảy. Theo đó, mặc dù duy trì trạng thái mua ròng tháng thứ 4 liên tiếp nhưng giá trị giao dịch ròng đã sụt giảm đáng kể, chỉ đạt 792 tỷ đồng, giảm 48,3% so với tháng trước. Bên cạnh đó, giá trị giao dịch tích lũy ròng của khối ngoại trong 7 tháng là 5.673,4 tỷ đồng, giảm 2,7% so với cùng kỳ năm 2014.

Một số cổ phiếu nổi bật được khối ngoại mua ròng trong tháng qua là SSI (+504,4 tỷ đồng), MSN (+352,9 tỷ đồng), DPM (+137,4 tỷ đồng) và PVS (+123,6 tỷ đồng). Ở chiều ngược lại, HAG, KDC, và VIC tiếp tục bị bán ròng lần lượt là 473,5 tỷ đồng, 239,2 tỷ đồng và 215,1 tỷ đồng.

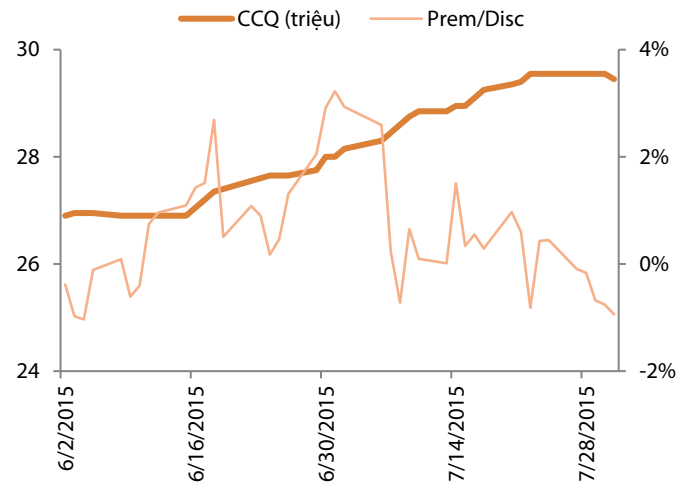
Trong tháng 7, giao dịch của cả hai quỹ ETF diễn ra khá tích cực. Cụ thể, như đã đề cập trong báo cáo chiến lược tháng 6, với mức thặng dư khá cao giữa giá so với NAV của chứng chỉ quỹ (CCQ) trong thời gian này, hai quỹ FTSE ETF và VNM ETF đã phát hành thêm lần lượt là 1,1 triệu CCQ (+7,6%) và 1,5 triệu CCQ (+5,2%). Theo ước tính của chúng tôi, tổng giá trị rót vốn của hai quỹ đã tăng gần 40% so với tháng trước, đạt khoảng 1.800 tỷ đồng. TTCK Việt Nam nhờ vậy đã nhận được sự hỗ trợ khá tốt từ dòng tiền ngoại trong nửa đầu tháng Bảy.

Chênh lệch giữa giá và NAV bắt đầu âm trở lại trong tuần cuối tháng, với mức âm tại ngày 31/07 là -0,04% đối với FTSE ETF và -0,94% đối với VNM ETF. Với xu hướng này, chúng tôi cho rằng sẽ khó có thêm tiền từ hai quỹ ETF này đổ vào thị trường trong tháng Tám, đặc biệt trong bối cảnh mối quan ngại về việc FED sẽ nâng lãi suất trong tháng 9 vẫn còn lớn.

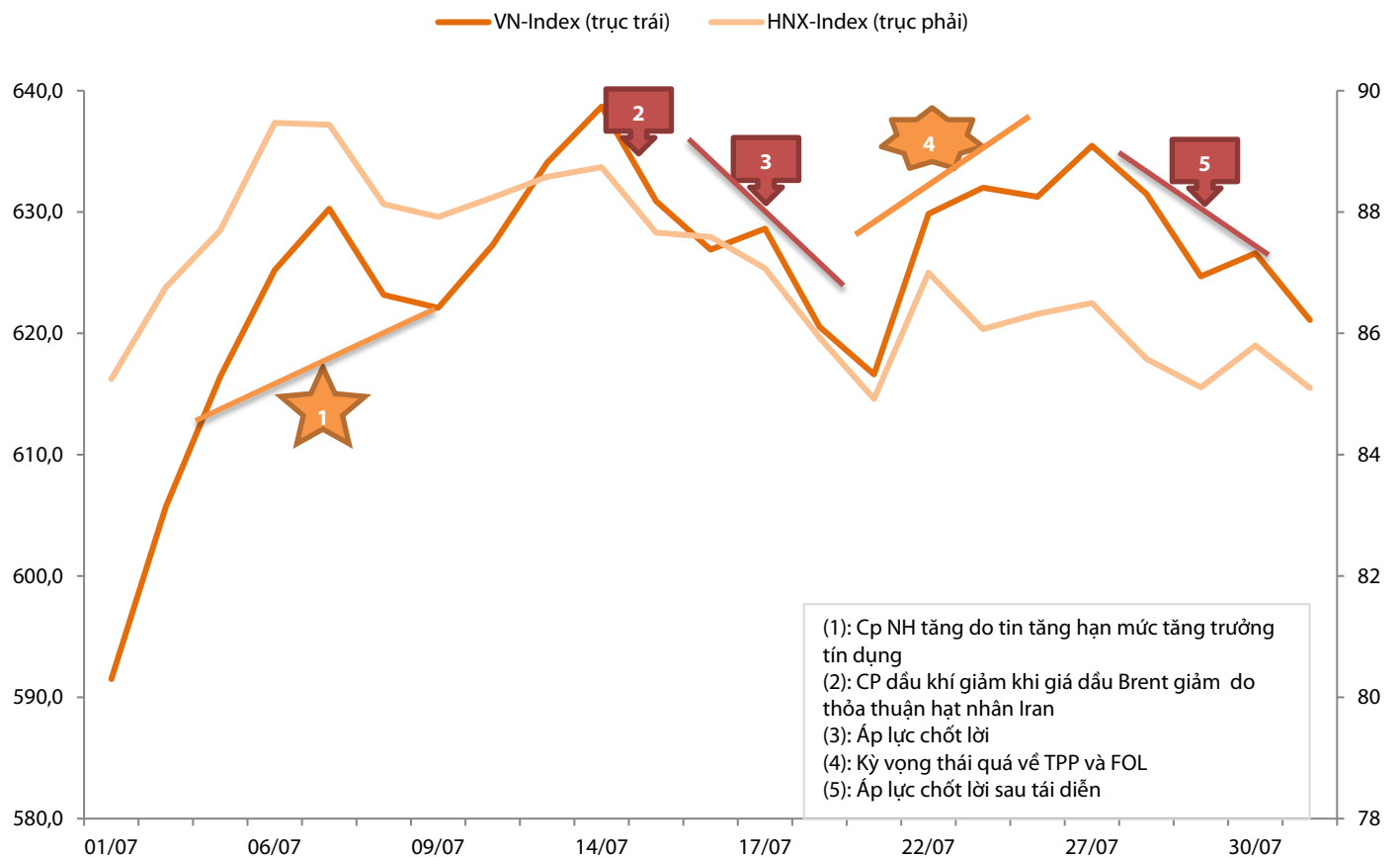
Do đó, tháng Tám có thể sẽ tiếp tục là tháng mà giao dịch khối ngoại suy giảm nhưng vẫn giữ ở trạng thái mua ròng nhẹ.

Hình 15: Diễn biến giao dịch của FTSE ETF

Nguồn: RongViet Research

Hình 16: Tăng trưởng nhóm ngành trong tháng 7

Nguồn: RongViet Research

Hình 17: Diễn biến VNIndex, HNIIndex và một số thông tin liên quan

Nguồn: Rongviet Research

THÁNG 08/2015: Cơ hội tích lũy vẫn còn dù các chỉ số khó tăng mạnh

Diễn biến TTCK tháng Bảy không đi xa những dự báo của chúng tôi trong **báo cáo chiến lược tháng Bảy** khi mà đà tăng của nhóm cổ phiếu lớn với các đại diện của ngành ngân hàng và bảo hiểm không thể kéo dài quá hai tuần đầu tháng Bảy. Dần về cuối tháng, nhóm này đã phải nhường chỗ cho các cổ phiếu nhỏ hơn, đặc biệt là cổ phiếu trong các ngành được kỳ vọng hưởng lợi từ TPP như dệt may, thủy sản, VLXD ([Xem hình 13](#)). Dù vậy, hạn chế về quy mô vốn hóa chỉ cho phép nhóm này “giữ nhiệt” cho thị trường hơn là trở thành động lực cho chỉ số.

Trong tháng Tám, chúng tôi nhận thấy không có nhiều yếu tố để thị trường tăng mạnh. Thứ nhất, hai nhóm ngành ngân hàng và bảo hiểm sau chuỗi “tăng mạnh-giảm-phục hồi” trong tháng dường như đã tìm được mặt bằng mới để đi ngang. Tính chung cả tháng, nhóm ngân hàng và bảo hiểm vẫn tăng mạnh hơn VNIndex lần lượt 4,7% và 15%. Tính từ đầu năm, mức chênh lệch này lên đến 42,0% đối với cổ phiếu ngành ngân hàng và 38,0% đối với ngành bảo hiểm. Thứ hai, sự bứt phá của cổ phiếu vốn hóa trung bình, thấp trong thời gian qua cho thấy bóng dáng của dòng tiền đầu cơ với vai trò lớn của truyền thông trong việc thổi phồng sự lạc quan cũng như thất vọng về kỳ đàm phán TPP ở Hawaii (Mỹ) cuối tháng Bảy vừa rồi. Sự sụt giảm nhanh chóng của nhóm trong tuần đầu tháng Tám cho thấy dòng tiền đầu cơ bắt đầu rút đi hoặc ít nhất là đang chốt lời. Đây không phải là yếu tố tích cực, ít nhất là về tâm lý, đối với TTCK. Điều này cũng được xác nhận bởi xu hướng giảm dần về khối lượng giao dịch.

Chúng tôi dự báo sự vận động của các nhóm cổ phiếu vốn hóa trung bình thấp sẽ phân hóa bởi câu chuyện riêng của từng doanh nghiệp. Trong khi đó, các cổ phiếu lớn có khả năng sẽ chững lại trong tháng Tám bởi sự vận động của nhóm cổ phiếu này thường bị tác động nhiều bởi giao dịch của NĐTNN và dựa trên những tín hiệu kinh tế vĩ mô mà chúng tôi cho rằng không có nhiều những nét vẽ sáng.

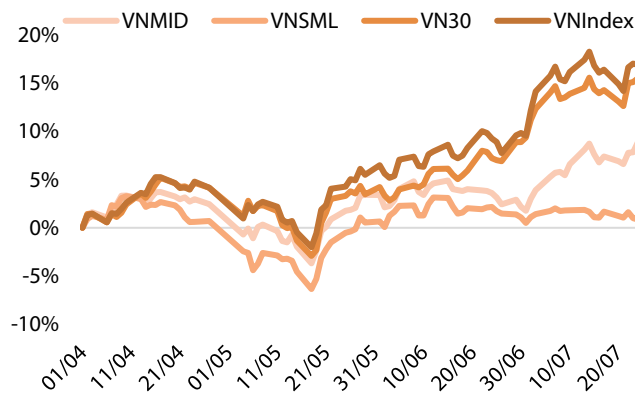
Vùng điểm dự báo trong tháng này với VNIndex là 593 đến 627 và HNIIndex là từ 80 đến 85.

Xét về yếu tố ngành, Thông tư 07/TT-NHNN Quy định về bảo lãnh ngân hàng có hiệu lực thi hành từ ngày 09/08/2015 được kỳ vọng sẽ giúp tạo niềm tin cho người mua nhà, qua đó gia tăng thanh khoản trên thị trường BĐS. Với các khuôn khổ pháp lý mới như Thông tư 07, ngành BĐS vẫn tiếp tục được kỳ vọng sẽ có những chuyển biến tích cực trong thời gian còn lại của năm 2015.

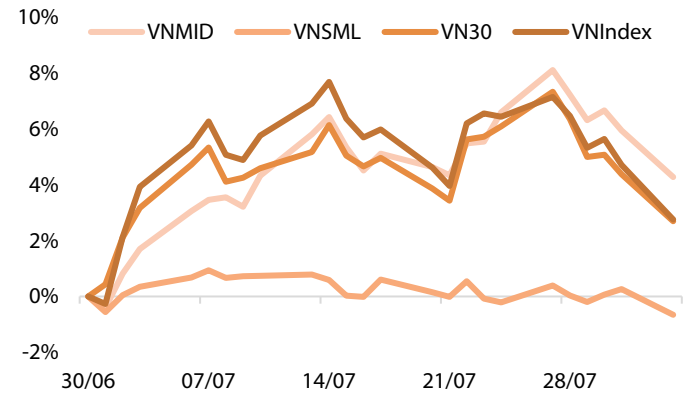
Bên cạnh đó, các diễn biến sắp tới của tỷ giá có thể tạo thêm thuận lợi cho một số doanh nghiệp nhập khẩu ô tô và linh kiện trong nước. Với thông kê tiêu thụ 6 tháng đầu năm tích cực, chúng tôi khá lạc quan về KQKD của các doanh nghiệp kinh doanh ô tô trong hai quý cuối năm.

Cuối tháng Tám, bộ trưởng các nước TPP dự kiến sẽ ngồi lại lần nữa để giải quyết các tranh chấp còn tồn đọng trong kỳ họp trước. Việc đàm phán một hiệp định thương mại chiếm đến 40% GDP và 1/3 giá trị thương mại toàn cầu mặc định là vấn đề khó khăn. Khi mà câu chuyện TPP chưa đi đến hồi kết, nhà đầu tư chỉ nên bám sát vào yếu tố nội tại của doanh nghiệp và không nên bị tác động bởi sự trỗi sụt của thị trường.

Chúng tôi cho rằng những phiên xanh đầu tháng sẽ là cơ hội cho những nhà đầu tư muốn chốt lời, bởi thanh khoản thị trường giảm dần về cuối tháng có thể khiến cho việc này không thuận lợi. Đối với nhà đầu tư dài hạn, cơ hội tích lũy thêm cổ phiếu có thể rõ ràng hơn vào cuối tháng. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng với đa số các phiên giao dịch ở trạng thái giằng co, thị trường sẽ tạo mặt bằng tích lũy tốt cho những cổ phiếu vẫn đang có định giá hấp dẫn.

Hình 18: Tăng trưởng giá 3 tháng gần nhất của các chỉ số đại diện các nhóm vốn hóa

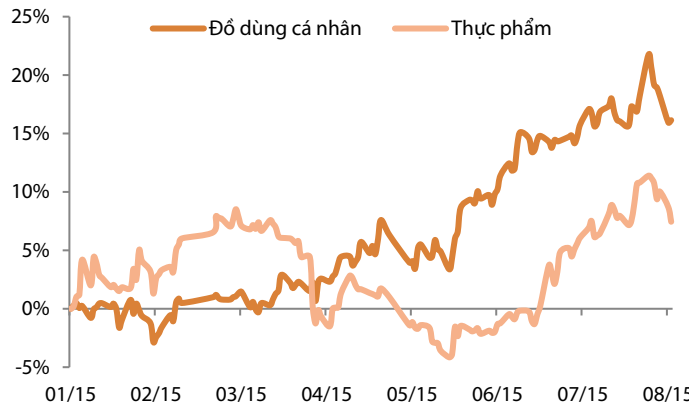
Nguồn: HSX, RongViet Research

Hình 19: Tăng trưởng giá tháng 67 của các chỉ số đại diện các nhóm vốn hóa

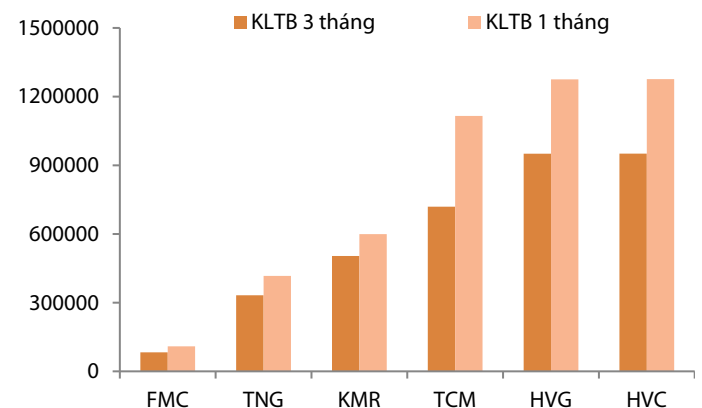
Nguồn: HSX, RongViet Research

CƠ HỘI MUA SẺ TRỞ LẠI VỚI NGÀNH DỆT MAY VÀ THỦY SẢN NẾU GIÁ CỔ PHIẾU ĐIỀU CHỈNH MẠNH

Trong Báo cáo Chiến lược đầu tư năm 2015 chúng tôi đã nhận định những thông tin về tiến trình đàm phán TPP sẽ có tác động nhất định đến giá cổ phiếu các ngành có liên quan như dệt may và thủy sản trong năm nay. Tuy nhiên, diễn biến trong tháng Bảy của nhóm cổ phiếu này cho thấy sự tham gia rõ nét của dòng tiền đầu cơ khi các cổ phiếu như TCM, TNG, VHC, HVG ... đều đồng loạt tăng mạnh sau đó quay đầu sụt giảm trong tháng Bảy với KLGD có phần đột biến so với mức trung bình các tháng gần đây. Chỉ trong hai ngày đầu tháng Tám, HVG đã giảm 10,0%, TCM 9%, TNG 8,4%, FMC 4,9% và VHC 4,2%. Với diễn biến này, các cổ phiếu nói trên có lẽ sẽ cần thêm thời gian tích lũy trước khi có thể bước tiếp.

Hình 20: Diễn biến giá một số ngành đồ dùng cá nhân và thực phẩm trong từ đầu năm

Nguồn: HSX, RongViet Research

Hình 21: Khối lượng giao dịch bình quân của một số cổ phiếu dệt may và thủy sản (Đơn vị: cp)

Nguồn: HSX, RongViet Research

Trong hội thảo ngày 30/07/2015, Hiệp hội cá tra Việt Nam dự báo kim ngạch xuất khẩu 2015 vào khoảng 1,7 tỷ USD ($\pm 5\%$); trong đó kim ngạch quý 3 dự báo đạt ~452 triệu USD và quý 4 là ~496 triệu USD. Đồng thời, hiệp hội này nhận định ngành thủy sản Việt Nam sẽ hưởng lợi nhiều từ các hiệp định FTA hơn là TPP. Cụ thể, Hàn Quốc cam kết sẽ miễn thuế cho 2.000-10.000 tấn tôm Việt Nam từ 2016 và đến 2022 là 16.000 tấn theo KVFTA; tôm và cá tra xuất sang Nga-Belarus-Khazastan cũng sẽ được hưởng mức thuế suất ưu đãi 10%. Đối với ngành này, chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp có vùng nuôi lớn và khả năng tự cung ứng tốt như VHC (65% nhu cầu nguyên liệu), HVG (65-70% nhu cầu nguyên liệu) và FMC (10% nhu cầu nguyên liệu và dự kiến đến năm 2020, sẽ tăng lên 19%).

Tương tự, đối với doanh nghiệp dệt may, năng lực sản xuất và số lượng đơn hàng ổn định cũng là yếu tố quyết định. TNG vừa vận hành giai đoạn 1 của nhà máy Đại Từ, công suất 35 chuyển may trong tháng Hai; TCM cũng đã chính thức đưa vào hoạt động nhà máy Vĩnh

Long 9,6 triệu sản phẩm/năm tại KCN Hòa Phú, Vĩnh Long trong tháng Sáu. GMC đang có kế hoạch nâng công suất nhà máy An Phú (Hóc môn) từ 15 chuyển lên 17 chuyển vào 2016 và lên 18 chuyển trong 2018; nhà máy Hà Lam cũng có thể mở rộng công suất lên 16 chuyển (+50%) trong năm nay và lên 20 chuyển trong ba năm tới. Công suất mở rộng sẽ cho phép các doanh nghiệp nắm bắt sự tăng trưởng về nhu cầu ở các thị trường xuất khẩu dệt may ngay cả khi TPP bị trì hoãn.

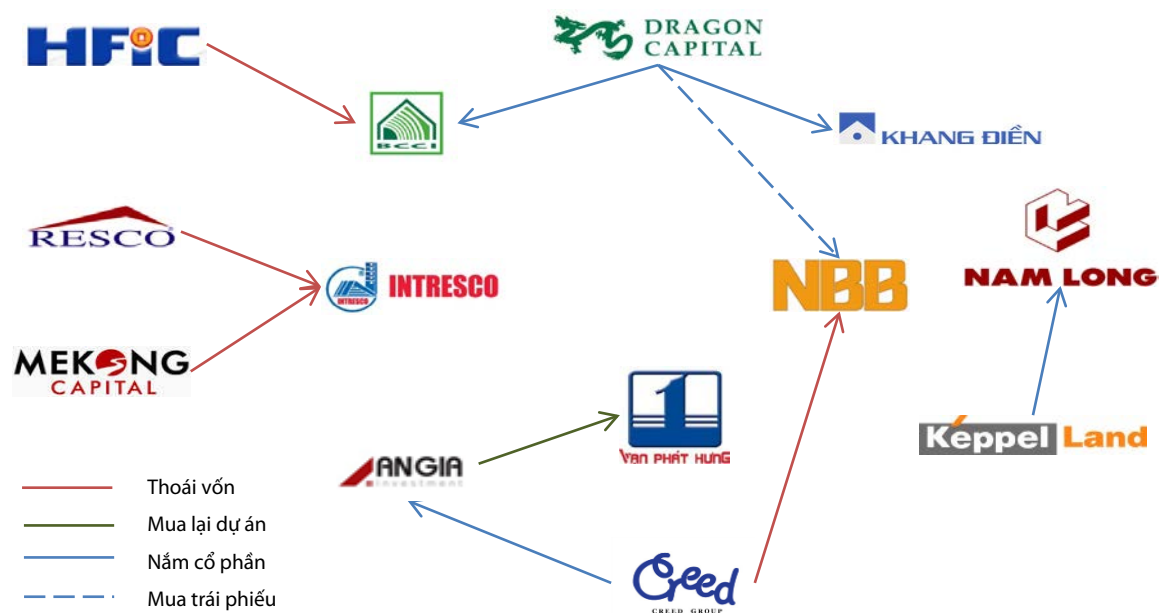
Việc cổ phiếu giảm sẽ có ảnh hưởng nhất định đến tâm lý nhà đầu tư. Tuy nhiên, ở góc độ khác, chúng tôi tin rằng những phản ứng tiêu cực có phần thái quá của thị trường đối với thông tin đàm phán TPP có thể sẽ mở ra cơ hội mua giá thấp cho những nhà đầu tư trung và dài hạn. Với những nhận định lạc quan về triển vọng trong 6 tháng cuối năm 2015 và 2016, chúng tôi cho rằng ngành dệt may và thủy sản vẫn là những nhóm ngành hấp dẫn để đầu tư, tất nhiên là với một mức giá hợp lý.

CƠN SÓNG M&A VÀ THÔNG TƯ 07 SẼ ĐEM LẠI HỨNG KHỞI CHO CỔ PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN

Trong nửa cuối tháng Bảy và đầu tháng Tám ngành BĐS nổi lên với hàng loạt thông tin về hoạt động M&A cùng làn sóng đầu tư nước ngoài trên thị trường nhà đất Việt Nam. Trong đó, đáng chú ý là khả năng kết hợp giữa hai đối tác lâu năm là CII và NBB sau khi HĐQT của CII có văn bản thông qua việc nâng tỷ lệ sở hữu tại NBB lên 45% cuối năm 2015 và 51% năm 2016. Trước đó, quỹ đầu tư BĐS Nhật Bản Creed Group đã giảm sở hữu tại NBB nhưng lại đồng thời đầu tư 200 triệu USD để mua lại 20% cổ phần của CTCP Bất động sản An Gia. An Gia là một nhà phát triển BĐS mới nổi ở TP.HCM nhưng đã gây dấu ấn trên thị trường khi liên tiếp mua lại Block 5 và Block 2 thuộc dự án Khu phức hợp La Casa của VPH. Gần cuối tháng Bảy, NLG cũng công bố việc Ibeworth Pte. Ltd., công ty con của tập đoàn Keppel Land (Singapore) mua hơn 7 triệu cổ phiếu và trở thành cổ đông lớn của công ty này.

Trong một chuyển động khác, Red River Holdings và CTCP Đầu tư Tài chính Nhà nước TP.HCM (HFIC) lần lượt công bố thoái vốn khỏi BCI trong khi nhóm cổ đông liên quan đến Dragon Capital gia tăng sở hữu tại đây lên 17,02%. Vietnam Azalea Fund cũng đã chuyển nhượng 6,7 triệu cổ phiếu ITC cho đối tác khác trong khi Tổng công ty Địa ốc Sài Gòn (Resco) lại có lộ trình thoái vốn tại doanh nghiệp BĐS này.

BCI, NBB, ITC và NLG có điểm chung là quỹ đất dồi dào ở TP.HCM và khu vực lân cận. Trong đó trừ NLG, các cổ phiếu còn lại đều đang giao dịch ở mức giá thấp hơn, hoặc không quá xa GTSS (PB của NBB, BCI và ITC lần lượt là 1,08x, 0,97x và 0,4x). Với khả năng nới room cho NĐTNN lên 100% theo Nghị định 60/NĐ-CP, quỹ đất của các công ty BĐS Việt Nam đang thu hút sự quan tâm ngày càng lớn của dòng vốn ngoại. Mới đây, NLG đã xin UBCKNN cho phép điều chỉnh "room" cho NĐTNN từ 45% lên 49%, nhiều khả năng để Keppel Land có thể tiếp tục gia tăng sở hữu.

Hình 22: Một số thương vụ M&A tiêu biểu trên thị trường BĐS

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Trên tinh thần của luật Kinh doanh bất động sản năm 2014, Thông tư 07 quy định liên quan đến việc bảo lãnh ngân hàng đối với BĐS hình thành trong tương lai vừa được NHNN ban hành trong tháng Bảy (hiệu lực từ ngày 09/08/2015). Theo hợp đồng bảo lãnh, các ngân hàng cam kết hoàn tiền cho bên mua khi chủ đầu tư không thể bàn giao BĐS theo tiến độ đã cam kết. Thông tư 07 ra đời như một hỗ trợ về pháp lý cho thị trường BĐS. Việc các ngân hàng bảo lãnh dự án có thanh khoản kém không hẳn là xấu, ngược lại còn làm tăng khả năng kinh doanh của dự án và tạo điều kiện trong việc thu hồi được các khoản nợ cũ.

Thời gian gần đây, có nhiều hợp đồng bảo lãnh được ký kết giữa chủ đầu tư bất động và ngân hàng, đơn cử như việc Techcombank bảo lãnh cho The Masteri Thảo Điền, OCB, ACB, HDBank bảo lãnh các dự án của Sacomreal, hay hợp đồng hợp tác bảo lãnh giữa Eximbank với KDH, VPBank với Novaland, hợp đồng giữa DongA Bank với PDR để bảo lãnh và tài trợ vốn cho người mua nhà tại The EverRich 2 và 3.

Về dài hạn, làn sóng M&A và khuôn khổ pháp lý mới sẽ giúp thị trường nhà đất Việt Nam phát triển lành mạnh và minh bạch hơn đồng thời cải thiện hiệu quả của các doanh nghiệp BĐS trước nay chủ yếu kinh doanh nhờ quan hệ và quỹ đất giá rẻ nhưng thiếu tầm nhìn dài hạn. Bên cạnh yếu tố KQKD, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố này có thể sẽ tiếp tục tạo sự hứng khởi cho nhóm cổ phiếu BĐS trong 6 tháng cuối năm.

DOANH NGHIỆP VLXD VÀ Ô TÔ KỲ VỌNG TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG TỐT 6 THÁNG CUỐI NĂM

Xu hướng tăng giá của đồng USD so với các ngoại tệ mạnh khác được RongViet Research nhận định là yếu tố có lợi cho một số doanh nghiệp nhập khẩu và bán lẻ xe ô tô. Thực tế, việc đồng JPY đã giảm 13,2% so với USD từ đầu năm 2015, giúp cho biên LNG của HTL, doanh nghiệp chuyên nhập khẩu linh kiện và phân phối dòng xe tải thương hiệu Hino (Nhật Bản), cải thiện từ 9,2% (quý 4/2014) lên 11,1% (quý 2/2015). Khả năng đồng USD tăng giá so với JPY sau khi FED tiến hành tăng lãi suất sẽ tiếp tục là thuận lợi cho các doanh nghiệp ô tô sử dụng đồng yên Nhật cho nhập khẩu. Mặt khác, cam kết của NHNN giữ tỷ giá USD/VND ở mức ổn định trong biên độ 2% các doanh nghiệp nhập khẩu linh kiện (TMT) và xe nguyên chiếc (HHS và HAX) bằng đồng USD ổn định hoạt động trong bối cảnh tỷ giá

tăng.

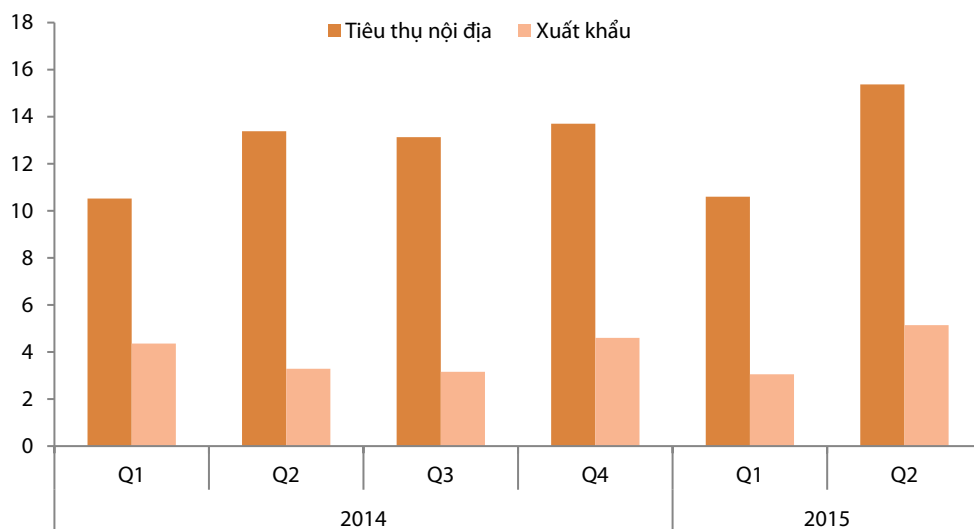
Sáu tháng cuối năm, KQKD của các doanh nghiệp trong ngành này thường có xu hướng tốt hơn so với 6 tháng đầu năm. Theo thống kê của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô (VAMA) thì tổng doanh số bán hàng của toàn thị trường trong hai quý đầu năm 2015 tăng 58% so với cùng kỳ; riêng dòng xe chuyên dụng, thương mại và du lịch lần lượt có tốc độ tăng trưởng là 136%, 75% và 45% so với cùng kỳ. HHS và TMT được kỳ vọng sẽ đạt tăng trưởng doanh thu tốt trong quý 3 và quý 4 khi HHS mở rộng phân phối dòng xe đầu kéo cao cấp của thương hiệu International (Mỹ) trong khi TMT sẽ bắt đầu phân phối các loại xe du lịch giá rẻ của TATA (Ấn Độ). Tuy nhiên, khả năng ban hành và áp dụng biểu thuế tiêu thụ đặc biệt mới cao hơn ở dòng xe hạng sang (dung tích trên 3 lít) có thể ảnh hưởng đến một số doanh nghiệp phân phối xe du lịch như SVC hay HAX.

KQKD 6 tháng đầu năm công bố của các doanh nghiệp VLXD nhìn chung cũng có sự cải thiện tích cực so với cùng kỳ năm trước. Với ngành xi măng, tổng sản lượng tiêu thụ 6 tháng đầu năm đạt 34,16 triệu tấn (+6%), trong đó, tiêu thụ nội địa đạt 25,97 và xuất khẩu 8,19 triệu tấn, đều tăng 5% so cùng kỳ năm 2014. Trong đó, các doanh nghiệp đầu ngành như HT1, BCC, HOM, BTS ghi nhận KQKD quý 1 và quý 2 khả quan nhờ sản lượng tiêu thụ tăng tốt và biên LNST sự cải thiện nhờ (1) chi phí lãi vay giảm; (2) lãi chênh lệch tỷ giá VND/EUR.

Tăng trưởng KQKD của các doanh nghiệp nhựa xây dựng cũng không thua kém khi BMP ghi nhận sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 16,2%, LNTT cũng ước tăng hơn 42% so với cùng kỳ. Về dài hạn, triển vọng của BMP còn đến từ việc nhà máy Long An đi vào hoạt động trong quý 3. NTP cũng báo cáo doanh thu thuần và LNST tăng 11,5% và 5% so với cùng kỳ sau hai quý đầu năm. BMP và NTP cũng là những cổ phiếu được kỳ vọng nhiều nhờ khả năng nới "room" cho NĐTNN trong thời gian tới.

Dù quý 3 là quý mùa mưa và hoạt động xây dựng thường không sôi động như quý 2, chúng tôi kỳ vọng KQKD của các doanh nghiệp trong ngành vẫn khả quan hơn so với cùng kỳ 2014. Quý 4 là mùa cao điểm của ngành xây dựng nên doanh và lợi nhuận của ngành được dự báo sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ. Tuy nhiên, đối với ngành xi măng, chúng tôi lưu ý rằng giá xuất khẩu xi măng giảm nhẹ do nhu cầu tại thị trường Mỹ, EU, Nhật Bản giảm (do USD mạnh lên) trong khi nguồn cung của Ấn Độ, Thái Lan, Indonesia đang tăng dần.

Hình 23: Sản lượng tiêu thụ xi măng cả nước (triệu tấn)



Nguồn: Hiệp hội xi măng, RongViet Research tổng hợp

THỜI TIẾT XẤU CÓ THỂ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HOẠT ĐỘNG CỦA NHÀ MÁY NHIỆT ĐIỆN KHU VỰC PHÍA BẮC

Diễn biến khí tượng gần đây khiến chúng tôi chú ý nhiều hơn đến các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh điện. Hiện tượng mưa lũ lớn ở Quảng Ninh những ngày cuối tháng Bảy đã ảnh hưởng mạnh đến hoạt động khai thác và vận chuyển than và làm gián đoạn nguồn cung nhiên liệu cho một số doanh nghiệp nhiệt điện ở khu vực phía Bắc như Nhiệt điện Phả Lại (PPC), Nhiệt điện Ninh Bình (NBP), Nhiệt điện Duyên Hải 1, Vĩnh Tân 2, Nghi Sơn và Vũng Áng.

Theo thông tin từ EVN, sản lượng than dự trữ của một số nhà máy nhiệt điện vẫn đủ sử dụng từ 5-20 ngày. Bên cạnh đó, các mỏ than chính ở Quảng Ninh dự kiến sẽ khôi phục hoạt động cung cấp than trong vòng 1 tuần tới. Hiện Vinacomin và EVN, PVN đã cùng với Tổng cục Năng lượng (Bộ Công thương) đã triển khai sử dụng than từ mỏ Vàng Danh, Uông Bí, Mạo Khê và than pha trộn để cung cấp các nhà máy. Do vậy, khả năng thiếu hụt nguyên liệu sản xuất điện là không quá lớn và có thể nhanh chóng được khắc phục. Tuy nhiên, điều khiến chúng tôi lo lắng là việc sản lượng điện tiêu thụ ở phía Bắc có thể giảm đáng kể do giao thông và mạng lưới hạ tầng bị hủy hoại trong mưa lũ. Do vậy, dù có đủ nhiên liệu để sản xuất thì các nhà máy nhiệt điện phía Bắc có thể cũng không được huy động ở mức cao.

Ở phía Nam, sản lượng điện từ nhà máy nhiệt điện khí vẫn ở mức cao (khoảng 152,09 triệu kWh/ngày) kể từ đầu tháng Sáu đến nay. Dữ liệu sản xuất và tiêu thụ điện từ đầu năm 2015 cho thấy sản lượng huy động nhà máy nhiệt điện khí không có nhiều biến động, ngay cả trong những ngày đỉnh điểm mưa lũ vừa qua. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng nhiều vào khả năng EVN sẽ huy động thêm từ các nhà máy này để bù đắp sản lượng từ các nhà máy phía Bắc.

Ngoài ra, trong những ngày vừa qua, giá điện trung bình của thị trường điện có xu hướng tăng. Các nhà máy thủy điện và nhiệt điện có thể được hưởng lợi về giá. Do vậy, những nhà máy điện nào vừa có thể duy trì sản lượng cụ thể là các nhà máy thủy điện miền Trung và miền Nam và các nhà máy nhiệt điện phía Nam, có thể tận dụng giá điện tăng để cải thiện biên lợi nhuận ròng. Một doanh nghiệp điện niêm yết có thể hưởng lợi bao gồm CHP, SHP, VSH, SJD, TMP, NT2...

Bảng 4: Dự trữ than của một số nhà máy nhiệt điện miền Bắc

Nhà máy	Lượng than tại kho và cảng (tấn)	Tiêu thụ /tổ đẩy tải/ngày (tấn)	Khả năng phát điện với lượng than hiện có (ngày)
Uông Bí	58.200	3.100	1 tổ máy 330 MW trong 20 ngày
Quảng Ninh	65.500	3.100	Tổ máy 1 và 2 trong 7 ngày
Nghi Sơn	112.000	3.000	2 tổ máy trong 15 ngày
Hải Phòng	152.000	3.000	3 tổ máy trong 15 ngày
Phả Lại 1	92.000	1.500	8 lò/4 máy trong 15 ngày
Phả Lại 2	122.000	3.100	2 tổ máy trong 15 ngày
Ninh Bình	22.000	380	3 lò trong 16 ngày
Mông Dương 1	22.600	700	Đang chạy thử
Duyên Hải 1	97.000	5.000	2 tổ máy trong 10 ngày
Vĩnh Tân 2	25.000	6.000	1 tổ máy trong 4,5 ngày

Nguồn: EVN, RongViet Research tổng hợp

Bảng 5: Một số chỉ tiêu quan trọng của các nhóm ngành

STT	Ngành	Diễn biến giá*			Khả năng sinh lời**		Tăng trưởng		Định giá*	
		+/- Giá 1 tháng (%)	+/- Giá 3 tháng (%)	+/- Giá 6 tháng (%)	ROE (%)	ROA (%)	+/- DT 1Q15 (%)	+/- LNST 1Q15 (%)	P/E	P/B
1	Bảo hiểm phi nhân thọ	18,0	32,2	51,8	4,2	1,2	46,4	-13,3	26,0	2,5
2	Gas & Nước & đa tiện ích	10,1	14,2	21,3	19,7	8,6	-21,8	54,9	23,0	1,7
3	Công nghiệp chung	9,4	11,8	7,5	5,1	1,9	8,6	-4,0	33,6	3,4
4	Dịch vụ hỗ trợ	8,2	3,1	24,0	19,9	7,5	12,1	28,8	13,9	1,4
5	Ngân hàng	7,7	31,1	55,6	0,0	0,0	4,5	7,8	18,1	2,1
6	Xây dựng & Vật liệu xây dựng	7,2	18,2	42,7	18,0	5,8	25,6	223,1	9,4	1,3
7	Vận tải	5,9	8,5	23,3	17,7	8,4	1,6	49,1	7,5	1,4
8	Cơ khí	5,2	25,6	86,7	140,3	32,7	57,7	142,6	8,3	2,3
9	Thực phẩm	4,1	8,6	11,7	6,3	3,1	5,1	6,7	16,2	4,1
10	Lâm sản & Giấy	4,0	12,4	46,3	119,0	70,0	13,5	47,7	5,7	1,0
11	Hàng gia dụng	3,5	11,7	25,8	109,9	54,9	29,2	52,2	8,3	1,6
12	Hóa chất	2,8	4,7	37,5	8,2	4,8	39,5	39,4	8,2	1,2
13	Đồ uống	2,3	-14,3	7,7	10,6	7,2	7,1	-80,0	14,9	2,9
14	Truyền thông	2,2	3,5	10,2	86,1	43,4	30,1	434,3	12,4	1,2
15	Du lịch & Giải trí	1,6	3,3	-5,6	74,5	36,2	5,1	10,1	10,6	1,9
16	Điện	1,6	-1,0	0,3	5,3	2,9	-6,5	-51,4	7,5	1,4
17	Khai khoáng	1,3	-1,6	-2,2	7,9	3,1	14,0	-13,3	5,0	5,7
18	Thuốc lá	0,4	-3,9	3,0	39,3	13,8	-26,8	-32,4	7,2	1,2
19	Dịch vụ & Đầu tư bất động sản	0,2	5,6	10,5	9,1	3,2	16,8	-23,7	26,1	2,7
20	Hàng không & Quốc phòng	0,0	9,8	6,2	17,5	7,1	113,3	410,3	10,9	1,5
21	Viễn thông hữu tuyến	0,0	-6,9	10,2	7,7	6,1	-0,5	189,1	1,8	0,2
22	Phần mềm & Dịch vụ tin học	-0,2	20,6	35,5	7,2	2,7	34,9	25,6	11,1	2,1
23	Dược phẩm và công nghệ sinh học	-0,6	-7,2	-8,3	20,5	9,2	2,3	10,0	11,2	2,4
24	Dịch vụ tài chính	-0,8	12,3	21,5	9,8	6,2	-2,6	-36,9	16,2	1,6
25	Trang thiết bị & Phần cứng	-1,7	0,3	19,0	25,0	12,0	47,5	406,4	13,8	1,0
26	Thiết bị điện & điện tử	-2,0	-7,7	-5,0	21,7	9,5	27,8	17,9	14,4	3,8
27	Dịch vụ, phân phối và trang thiết bị dầu khí	-2,3	-1,4	-8,9	8,8	3,8	-6,4	2,9	6,7	1,3
28	Vật dụng cá nhân	-2,8	6,1	13,0	165,2	70,4	-4,5	36,9	13,0	2,3
29	Thiết bị và dịch vụ y tế	-3,5	-59,6	-47,4	4,5	3,3	40,7	208,5	3,5	0,7
30	Xe hơi & Phụ tùng	-4,1	-2,6	1,8	11,2	5,3	8,1	-11,1	10,2	2,5
31	Kim loại công nghiệp	-5,1	1,3	-16,0	8,8	2,3	4,7	-258,6	8,2	0,6
32	Bán lẻ	-5,8	-7,1	-12,5	24,9	11,2	5,5	195,6	10,2	2,0
33	Sản xuất Dầu khí	-6,1	-10,7	-15,6	8,1	5,7	-2,1	-17,5	8,6	2,9

Nguồn: RongViet Research, Bloomberg, Stoxplus

*Tính tại ngày 03/08/2015

**Đến hết quý 1/2015

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG TÁM

Với ảnh hưởng tâm lý lan rộng từ sự sụt giảm ở nhóm cổ phiếu có liên quan đến TPP, trong những ngày đầu tháng Tám TTCK khó diễn biến tích cực. Thanh khoản có thể cũng sẽ giảm dần khi nhiều nhà đầu tư quyết định chốt lời và giữ tiền mặt cho đến khi thị trường hồi phục hoặc ít nhất là chậm đáy. Chúng tôi nhận thấy nhóm cổ phiếu nhỏ chỉ vừa bắt đầu giảm nhưng các cổ phiếu trụ cột hầu hết đã đi chậm lại và bắt đầu tích lũy từ giữa tháng Bảy. Do đó, nhà đầu tư giao dịch theo xu hướng có thể cân nhắc quay lại với nhóm cổ phiếu này khi nhận thấy (1) giao dịch khối ngoại có biểu hiện tích cực hơn và (2) tín hiệu vĩ mô có sự lạc quan hơn.

Ngược lại, đối với các nhà đầu tư trung và dài hạn, cơ hội mua vẫn còn trong tháng Tám ở một số nhóm ngành triển vọng:

- Thực tế, tuy giá cổ phiếu tăng nhanh trong thời gian ngắn, định giá của các cổ phiếu dẹt may và thủy sản cũng không hẳn là kém hấp dẫn. Đỉnh điểm ngày 27/07, TCM giao dịch ở khoảng 10,7 lần EPS dự phóng năm 2015 (so với 9,0 lần cuối tháng Sáu). Tương tự, P/E forward của VHC và FMC ở những phiên tích cực nhất cũng chỉ khoảng 9,6 lần và 7,1 lần. PE trailing trung bình của hai ngành này lần lượt là 12,6 lần và 9,3 lần. Trong trường hợp các phương tiện truyền thông tiếp tục lan truyền các thông tin không tích cực về TPP, các cổ phiếu nói trên có thể giảm về mức định giá hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn.
- Các doanh nghiệp VLXD đang cho thấy sự tăng trưởng đáng lạc quan về KQKD. Trong đó, sản lượng tiêu thụ của các công ty xi măng đầu ngành như HT1, BCC, HOM, BTS đang tăng tốt trong khi biên LNST cũng được mở rộng. Ngành nhựa với đại diện lớn phía Nam là BMP cũng đã ghi nhận mức tăng mạnh về lợi nhuận trong hai quý đầu năm. Cùng với NTP, cổ phiếu BMP còn có thể được hưởng lợi đáng kể từ việc nới "room" cho NĐTNN.
- Các cổ phiếu ngành sản xuất và bán lẻ ô tô cũng đang có nhiều yếu tố hỗ trợ. Nếu nhu cầu ô tô tăng mạnh đang hỗ trợ cho doanh số của các công ty phân phối như HHS, SVC, TMT và HAX thì xu hướng giảm giá của đồng JPY so với USD là cơ hội gia tăng lợi nhuận của HTL.
- Tình hình khí tượng thủy văn những ngày qua có thể tác động tiêu cực đến hoạt động của các nhà máy nhiệt điện miền Bắc như PPC và NBP. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng là không nhiều và có thể chỉ mang tính tạm thời. Trong khi đó, các nhà máy thủy điện và nhiệt điện phía Nam như NT2, SHP, CHP, SHP, VSH, SJD, TMP... có thể hưởng lợi xu hướng tăng chung của giá điện trên thị trường.

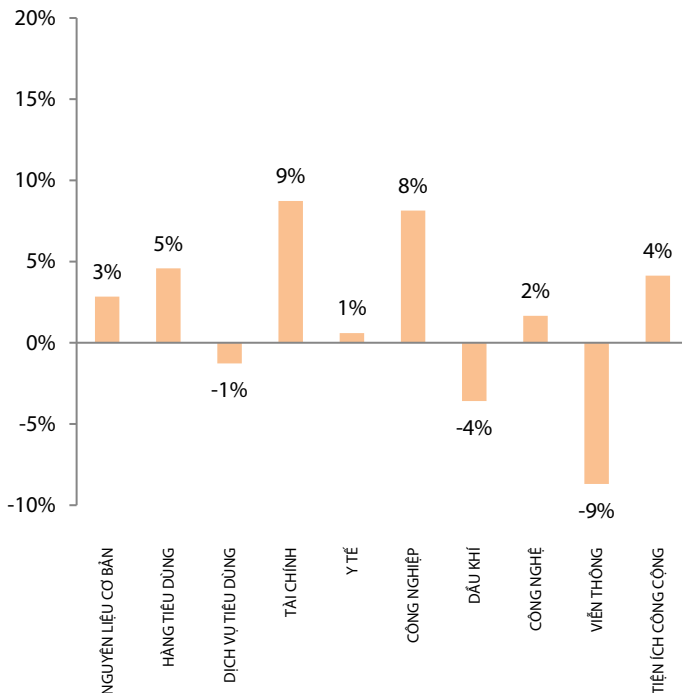
Trong giai đoạn thị trường biến động không thuận lợi, yếu tố nội tại của ngành và doanh nghiệp sẽ là lực đỡ chính cho giá cổ phiếu. Nhà đầu tư nên hướng sự quan tâm là những cổ phiếu có (1) thuộc những ngành có triển vọng tăng trưởng tích cực trong trung và dài hạn, (2) có KQKD 6 tháng cuối năm kỳ vọng khả quan và (3) có định giá tương đối hấp dẫn so với thị trường chung. Trong đó, một số cổ phiếu RongViet Research đánh giá tích cực bao gồm:

- Ngành dệt may: TCM, STK và TNG
- Ngành BĐS: BCI, KDH, NBB và VPH
- Ngành xây dựng: LCG
- Ngành VLXD: DNP, BMP
- Ngành dầu khí: PGS, PVS
- Ngành điện: NT2
- Ngành bán lẻ: SVC
- Ngành khác: SKG, DHC, BMI, VSC



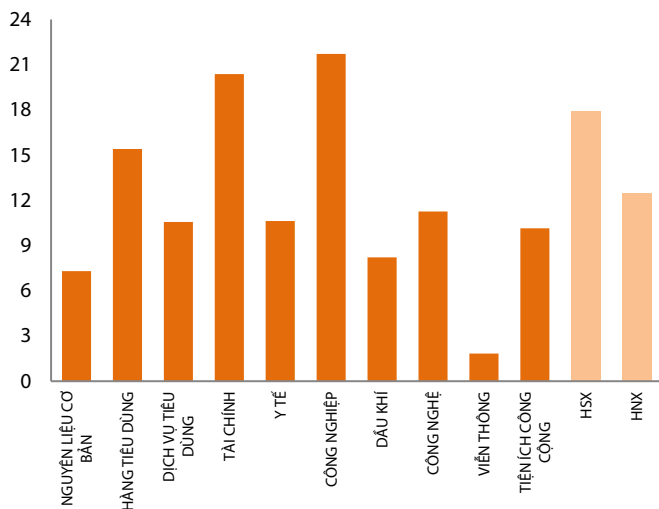
CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH

Biến động nhóm ngành cấp 1



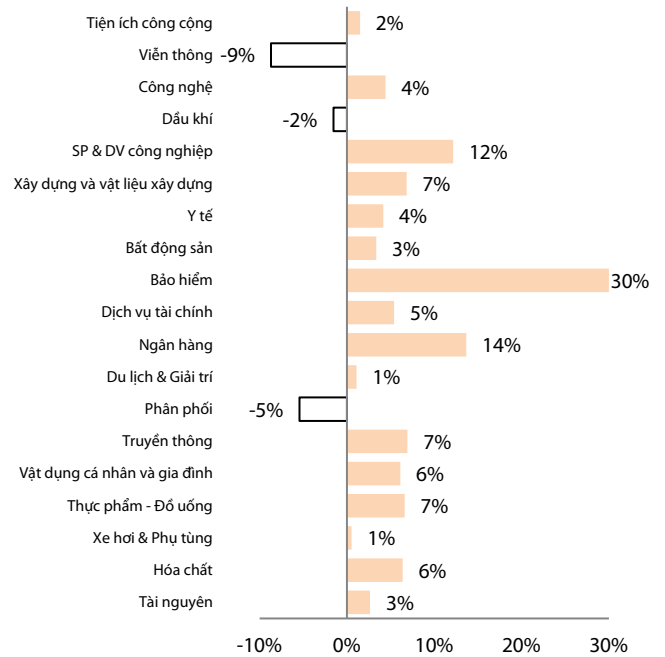
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

So sánh chỉ số P/E ngành



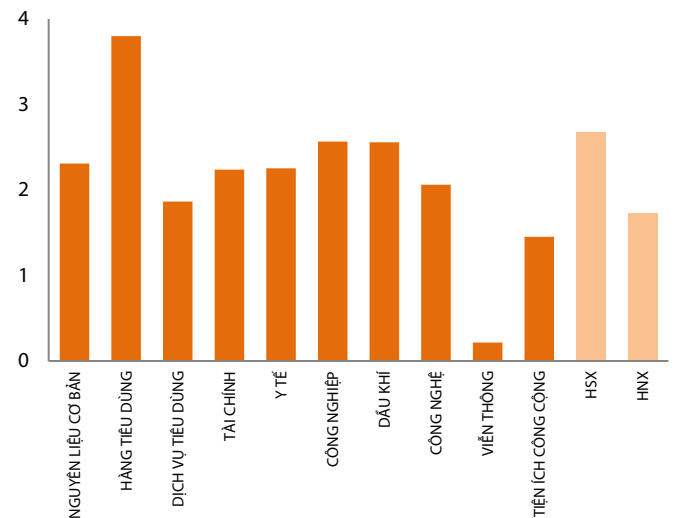
Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Biến động chỉ số ngành cấp 2



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

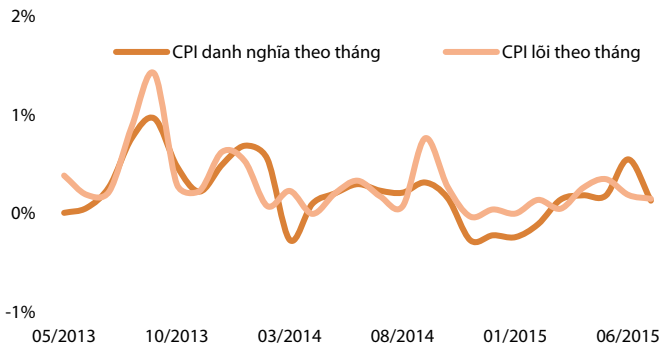
So sánh chỉ số P/B ngành



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

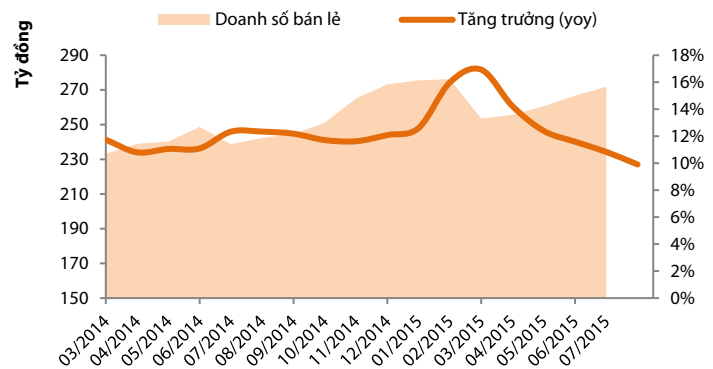
CHỈ SỐ VĨ MÔ THÁNG 07

Hình 1: Lạm phát lõi tăng 0,15%



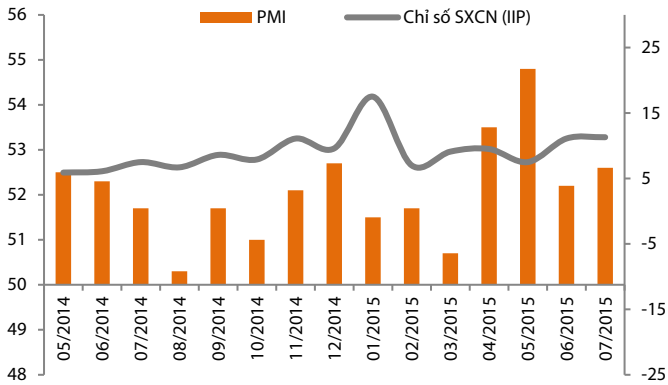
Nguồn: GSO, Rongviet Securities database

Hình 2: Doanh số bán lẻ có dấu hiệu chững lại



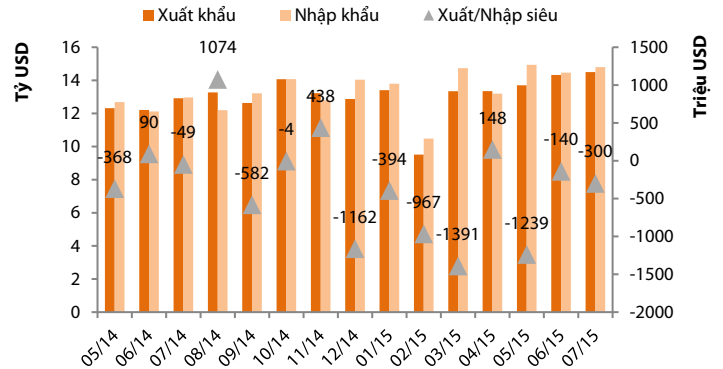
Nguồn: GSO, Rongviet Securities database

Hình 3: Chỉ số SXCN tăng 11,3% yoy



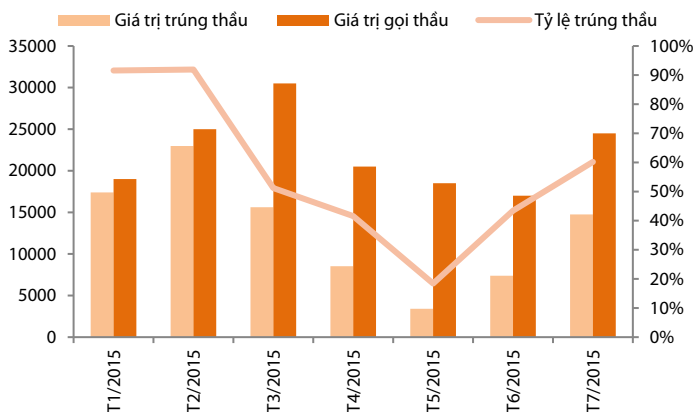
Nguồn: GSO, Rongviet Securities database

Hình 4: Thâm hụt thương mại tiếp diễn



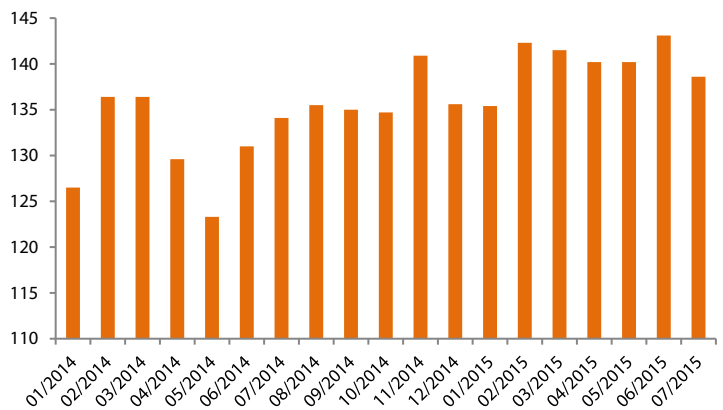
Nguồn: GSO, Rongviet Securities database

Hình 5: Tỷ lệ trúng thầu TPCP cải thiện (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, Rongviet Securities database

Hình 6: Niềm tin tiêu dùng tiếp tục cải thiện



Nguồn: ANZ, Rongviet Securities database



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 Q2/2015 (tỷ đồng)		Tăng trưởng Q2/2015 so với cùng kỳ (%)		Xu hướng lợi nhuận Q3/2015		Trailing P/E	P/B (*)	Giá hiện tại (VND/cp) 04/08/2015	Định giá (VND/cp)	Khuyến nghị/Đánh giá
		DT thuần (**)	LNST	DT thuần	LNST	So với Q3/14	So với Q2/15					
1	APC	-	-	-	-	+	+	8,5	1,3	18.600	22.000	Ổn định - Trung hạn
2	BID	-	-	-	-	+	+	12,9	1,9	23.700		Khả quan - Dài hạn
3	BMI	-	-	-	-	+	+	13,1	0,7	20.500	23.000	Tích lũy - Trung hạn
4	BMP	-	-	-	-	+	+	10,3	2,3	91.000	87.700	Tích lũy - Dài hạn
5	CII	-	-	-	-	+	+	12,8	1,8	26.500		Khả quan - Dài hạn
6	CMI	-	-	-	-	-	+	5,2	0,9	10.400		Trung lập - Dài hạn
7	CNG	245,4	35,5	-12	36	+	+	6,9	2,1	30.000		Tích lũy - Dài hạn
8	CSM	1.255,6	105,4	60	16	+	+	7,2	1,8	31.500		Trung lập - Trung hạn
9	DBC	-	-	-	-	+	+	5,8	0,9	24.900	30.000	Ổn định - Dài hạn
10	DHC	161,2	21,1	11	71	+	+	7,1	1,5	25.500	26.200	Tích Lũy - Trung hạn
11	DIG	-	-	-	-	+	+	76,1	0,9	11.700		Ổn định - Dài hạn
12	DNP	-	-	-	-	+	+	6,0	1,0	17.000	21.900	Mua - Dài hạn
13	DPM	-	-	-	-	+	+	9,7	1,2	30.600	36.100	Tích lũy - Trung hạn
14	DPR	-	-	-	-	-	+	6,7	0,6	32.000		Trung lập - Dài hạn
15	DRC	910,7	115,1	5	16	+	+	12,2	3,1	49.500		Trung lập - Trung hạn
16	DXG	-	-	-	-	+	+	9,9	1,3	18.300		Khả quan - Trung hạn
17	FMC	730,0	15,7	6	-17	+	+	6,1	1,2	23.300	27.000	Tích lũy - Trung hạn
18	FPT	4.488,0	712,0	33	67	+	+	10,8	1,9	47.000	61.000	Mua - Dài hạn
19	GDT	73,4	11,8	9	-14	+	+	8,9	2,2	38.500	41.300	Trung lập - Trung hạn
20	GMC	-	-	-	-	+	+	6,9	2,1	47.000		Khả quan - Dài hạn



05/08/2015

21	GMD	-	-	-	-	+	+	6,9	0,8	33.500	44.400	Khả quan - Dài hạn
22	GSP	+	+	-	-	+	+	11,7	1,0	13.000	16.600	Tích cực - Dài hạn
23	HBC	-	-	-	-	+	+	11,9	1,0	17.100		Không khả quan - Trung hạn
24	HMH	-	-	-	-	-	-	5,7	1,0	21.300	33.800	Mua - Dài hạn
25	HPG	-	-	-	-	+	-	8,1	1,3	32.600		Khả quan - Trung hạn
26	HSG	-	-	-	-	+	-	8,3	1,7	41.600		Khả quan - Trung hạn
27	HT1	2.063,0	146,5	19	1197	+	+	10,2	1,7	22.300		Khả quan - Trung hạn
28	HVG	-	-	-	-	-	+	10,1	1,4	19.700		Ổn định - Trung hạn
29	LAS	1.417,6	96,6	5	63	+	-	5,4	1,6	28.100		Ổn định- Dài hạn
30	LCG	-	-	-	-	+	+	30,9	0,6	7.600	9.500	Tích lũy- Trung hạn
31	MWG	5.345,0	225,0	53	58	+	+	13,2	4,7	71.000	101.000	Mua - Trung hạn
32	NBB	-	-	-	-	+	+	104,2	1,1	23.500	26.800	Tích lũy - Dài hạn
33	NT2	1.986,1	119,0	37	52	+	+	4,4	1,4	24.900	30.200	Mua - Trung hạn
34	NTL	-	-	-	-	+	+	29,1	1,1	14.200		Ổn định - Trung hạn
35	NTP	-	-	-	-	+	+	7,4	1,9	48.800	64.500	Tích lũy - Dài hạn
36	PAC	601,2	27,6	12	28	+	+	9,3	1,6	26.800	27.500	Trung lập -Trung hạn
37	PCT	-	-	-	-			9,6	0,8	8.800		Khả quan- Trung hạn
38	PET	2.867,4	69,0	-8	21	+	-	7,6	1,0	17.200		Ổn định - Dài hạn
39	PGS	-	-	-	-	+	+	8,5	1,0	21.200	25.000	Tích lũy - Trung hạn
40	PLC	-	-	-	-	-	-	7,3	2,1	33.600	34.500	Trung lập - Trung hạn
41	PNJ	-	-	-	-	+	+	12,4	1,9	35.200		Ổn định - Trung hạn
42	PVD	-	-	-	-	-	-	6,6	1,1	42.900	57.400	Mua - Trung hạn
43	PVS	-	-	-	-	+	-	6,1	1,0	25.100		Khả quan - Trung hạn
44	PXS	598,2	47,2	14	15	-	-	7,4	1,4	20.500	22.000	Trung lập - Ngắn hạn
45	REE	-	-	-	-	+	+	7,8	1,4	28.100	29.700	Trung lập - Dài hạn
46	SFG	-	-	-	-	-	-	5,8	1,0	14.000		Ổn định- Dài hạn



05/08/2015

47	SKG	91,5	54,4	48	92	+	-	9,5	3,3	56.000	64.300	Tích lũy - Dài hạn
48	SVC	-	-	-	-	+	+	7,0	0,5	20.500	24.100	Tích lũy- Trung hạn
49	TCL	-	-	-	-	-	-	5,6	1,1	28.900		Khả quan - Dài hạn
50	TCM	-	-	-	-	+	+	10,9	2,1	36.500	42.500	Mua - Dài hạn
51	TNG	500,5	23,1	56	44	+	+	7,2	1,7	26.100		Khả quan - Dài hạn
52	VIC	-	-	-	-	+	+	32,0	2,2	43.000		Khả quan - Dài hạn
53	VNM	-	-	-	-	+	+	17,1	5,5	117.000	110.000	Ổn định - Dài hạn
54	VNS	-	-	-	-	+	+	7,3	1,4	32.900		Khả quan - Dài hạn
55	VPH	62,4	-2,0	15	-76	+	+	30,0	0,7	7.900	10.200	Mua - Trung hạn
56	VSC	-	-	-	-	+	+	8,5	1,7	53.000		Khả quan - Dài hạn
57	VTO	-	-	-	-	+	+	9,2	0,5	7.100		Ổn định- Trung hạn

Nguồn: Stockplus, RongViet Research



05/08/2015

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, 2015.



CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax : (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà
Trưng – 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

