



**BÁO CÁO**

# **VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

**Triển vọng Quý 4/2015**

# **BÁO CÁO VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

**Triển vọng Quý 4/2015**

# Mục lục

<b>Bức tranh vĩ mô Việt Nam trong 2015Q3 .....</b>	<b>1</b>
1. Tăng trưởng kinh tế .....	1
2. Lạm phát .....	3
3. Diễn biến vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) .....	4
4. Thương mại xuất nhập khẩu .....	6
5. Thị trường ngoại hối, tỷ giá .....	9
6. Ngân hàng – Lãi suất .....	10
<b>Dự báo vĩ mô Việt Nam trong 2015Q4.....</b>	<b>14</b>
1. Tăng trưởng kinh tế .....	15
2. Lạm phát .....	15
3. Đầu tư trực tiếp nước ngoài .....	15
4. Thương mại, xuất nhập khẩu .....	16
5. Thị trường ngoại hối, tỷ giá .....	16
6. Ngân hàng - lãi suất .....	16
<b>Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam 2015Q3 .....</b>	<b>18</b>
<b>Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2015Q4 .....</b>	<b>28</b>
1. Các yếu tố ảnh hưởng đến TTCK.....	28
<b>Yếu tố Vĩ mô .....</b>	<b>28</b>
<b>Yếu tố thông tin thị trường .....</b>	<b>28</b>
<b>Yếu tố Đầu tư nước ngoài .....</b>	<b>31</b>
<b>Yếu tố cơ bản của thị trường .....</b>	<b>31</b>
2. Triển vọng TTCK quý 4/2015.....	32
<b>Chiến lược đầu tư quý 4 và một số khuyến cáo .....</b>	<b>33</b>
Thông tin chi tiết về cổ phiếu, NĐT tham khảo trong Báo cáo Triển vọng ngành 2015Q4. ....	34
<b>Dự báo VN-Index sử dụng mô hình định lượng .....</b>	<b>35</b>



## Bức tranh vĩ mô Việt Nam trong 2015Q3

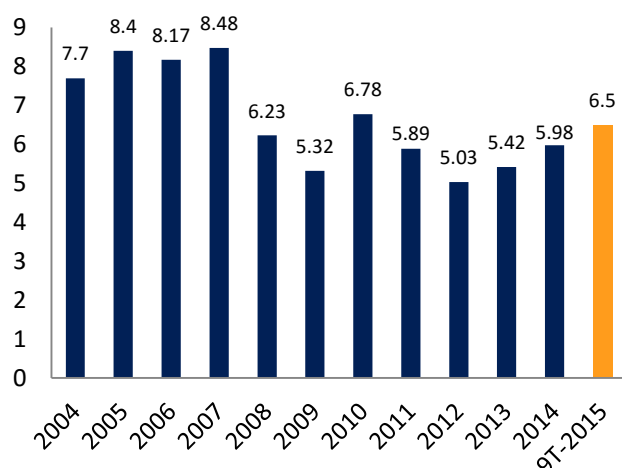
### 1. Tăng trưởng kinh tế

**Quý 3/2015, tổng sản phẩm trong nước (GDP) ước tính tăng trưởng 6,81% so với cùng kỳ năm 2014.** Như vậy, GDP Việt Nam tiếp tục mở rộng tốc độ tăng trưởng so với các mức tăng trưởng 6,12% trong 2015Q1 và 6,47% trong 2015Q2.

**Tính chung 9 tháng đầu năm, GDP toàn bộ nền kinh tế tăng 6,5% so với cùng kỳ 9 tháng đầu năm 2014.** Khu vực có mức đóng góp nhiều nhất là khu vực công nghiệp và xây dựng với 3,12 điểm %, theo sau là khu vực dịch vụ đóng góp 2,38 điểm %, và cuối cùng là khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản với 0,36 điểm %.

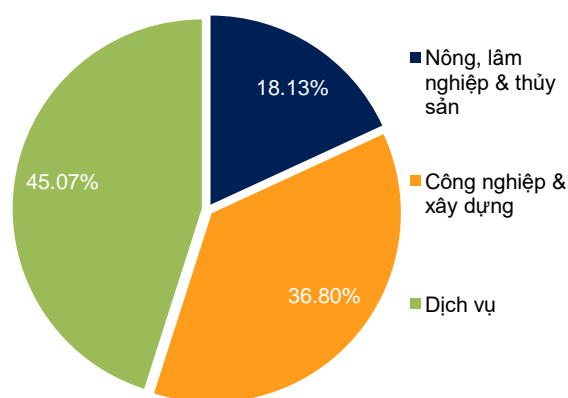
**Tăng trưởng trong quý 3 nói riêng và 9 tháng đầu năm nói chung trong năm 2015 hiện đạt mức cao nhất trong vòng 6 năm trở lại đây (kể từ sau năm 2009).** Nền kinh tế được mở rộng nhờ một loạt các yếu tố; trong đó đáng kể nhất là (1) sự đóng góp mạnh mẽ của sản lượng sản xuất trong ngành Công nghiệp và xây dựng. Thêm vào đó, (2) nền kinh tế vĩ mô ổn định, giúp thu hút lượng vốn đầu tư nước ngoài và (3) sự hồi phục của nhu cầu tiêu dùng nội địa cũng là những yếu tố hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng.

**Đồ thị 1: Tăng trưởng GDP (% yoy)**



Nguồn: GSO, BSC Research

**Đồ thị 2: Cơ cấu nền kinh tế 2015Q3**



Nguồn: GSO, BSC Research

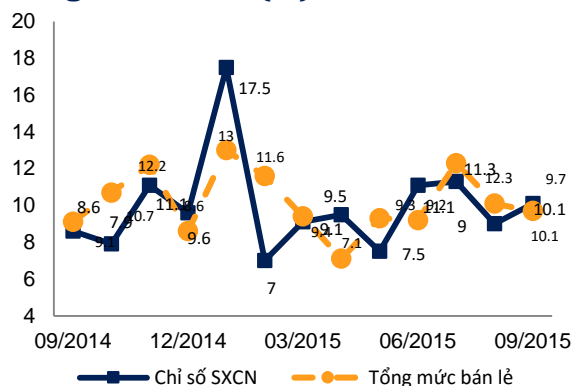
**Trong 3 khu vực trên, dẫn đầu tốc độ tăng trưởng là Công nghiệp và xây dựng, theo sau là Dịch vụ trong khi Nông, lâm nghiệp và thủy sản giảm tốc khá nhiều.**

- Ngành sản xuất công nghiệp nhờ có sự hỗ trợ mạnh mẽ từ dòng các vốn đầu tư, đặc biệt là vốn FDI, có mức tăng trưởng ấn tượng: tăng 9,8% so với cùng kỳ 9 tháng năm 2014. Các ngành lớn có tốc độ tăng trưởng tương đối đồng đều: Công nghiệp

chế tạo (+10,2% yoy), Sản xuất và phân phối điện (+11,4% yoy), Khai khoáng (+8,2% yoy) và Cung cấp nước, xử lý rác thải (+7,3% yoy).

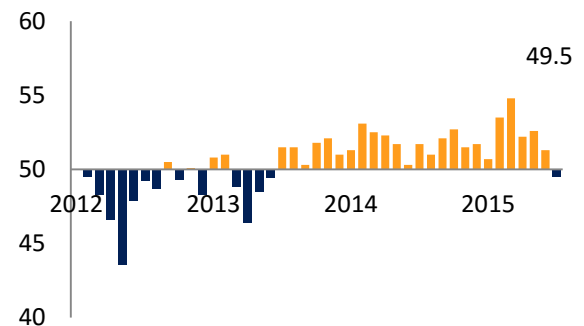
- Ngành dịch vụ về cơ bản tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2014. Các ngành tăng trưởng mạnh gồm: Thông tin truyền thông (+8,45% yoy), Bán buôn bán lẻ, sửa chữa xe (+8,4% yoy), Nghệ thuật & giải trí (+7,4% yoy), Y tế (+7,05% yoy) và Giáo dục (+7% yoy). Không có ngành tăng trưởng âm, ngành tăng trưởng thấp nhất là Dịch vụ lưu trú & ăn uống (+3,83% yoy).
- Ngành nông nghiệp do chịu ảnh hưởng bất lợi từ điều kiện thời tiết, sự tăng giá vật tư sản xuất nông nghiệp nên có mức tăng thấp so với cùng kỳ. Lâm nghiệp tăng trưởng mạnh nhất (+7,89% yoy), dù vậy chiếm tỷ trọng thấp nên đóng góp là không đáng kể; trong khi đó, 2 ngành chiếm tỷ trọng cao là nông nghiệp và thủy sản tăng trưởng thấp hơn đáng kể, lần lượt là +1,77% và +2,11% yoy.

**Đồ thị 3: Chỉ số sản xuất công nghiệp & Tổng mức bán lẻ (%)**



Nguồn: GSO, BSC Research

**Đồ thị 4: Chỉ số PMI Việt Nam**



Nguồn: Markit, BSC Research

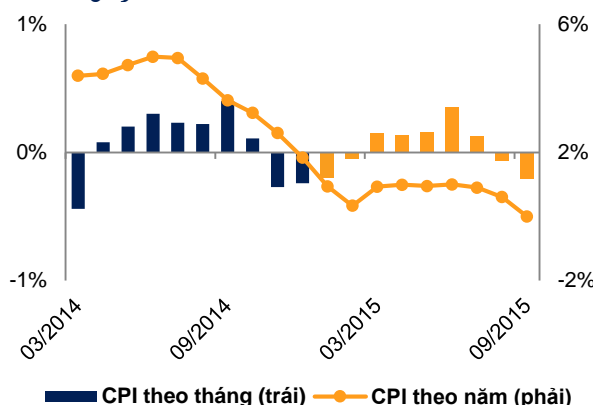
### Các chỉ số sản xuất, tiêu dùng chuyển biến trái chiều, cụ thể:

- Chỉ số PMI lần đầu giảm sút trong hơn 2 năm nay, từ 52,6 (tháng 7) giảm lần lượt xuống 51,3 (tháng 8) và 49,5 (tháng 9). Điều kiện kinh doanh có xu hướng co hẹp tại Việt Nam trong 3 tháng liên tiếp là do (1) nhu cầu hàng hóa xuất khẩu suy giảm, (2) giá cả đầu vào liên tục giảm kéo theo sự điều chỉnh của giá cả đầu ra, đặc biệt trong bối cảnh Trung Quốc phá giá đồng CNY hồi tháng 8. Tuy vậy, tốc độ tạo việc làm vẫn được duy trì dù cho có sự giảm tốc trong tháng vừa qua.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) giữ đà tăng trong Q3, dù bị gián đoạn trong tháng 8. IIP tăng 9,1% yoy trong quý 1, tăng 9,6% yoy trong quý 2 và 9,8% yoy trong quý 3. Đây là mức tăng cao nhất trong vòng 4 năm trở lại đây.
- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 3 quý đầu năm 2015 ước đạt 2374,5 nghìn tỷ đồng, tăng 9,8% yoy. Tổng mức bán lẻ sau khi loại trừ yếu tố giá là +9,1%, cao hơn mức tăng cùng kỳ 7,3% trong năm 2014.

## 2. Lạm phát

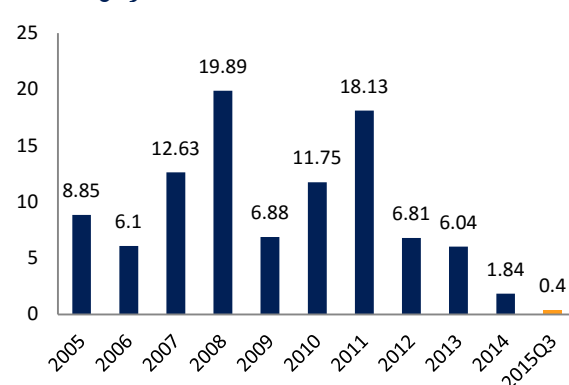
**Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong quý 3 suy giảm, xuống mức 0% so với cùng kỳ 9 tháng năm 2014 và chỉ tăng 0,4% so với cuối năm 2014, thấp nhất kể từ năm 2001. Tính bình quân mỗi tháng trong 3 quý đầu năm, CPI chỉ tăng 0,44%/tháng, là mức tăng thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây.**

**Đồ thị 5: Diễn biến CPI tháng (2014Q2 – 2015Q3)**



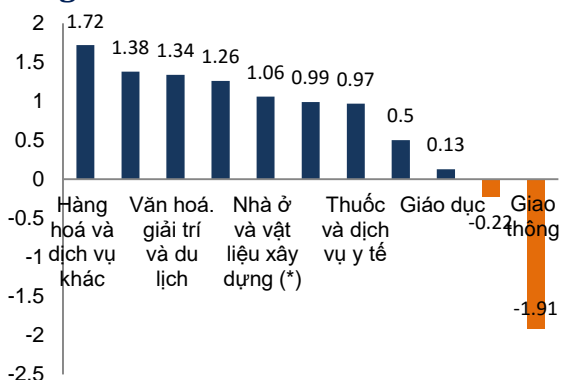
Nguồn: GSO, BSC Research

**Đồ thị 6: Diễn biến CPI năm (2005 – 2015Q3)**



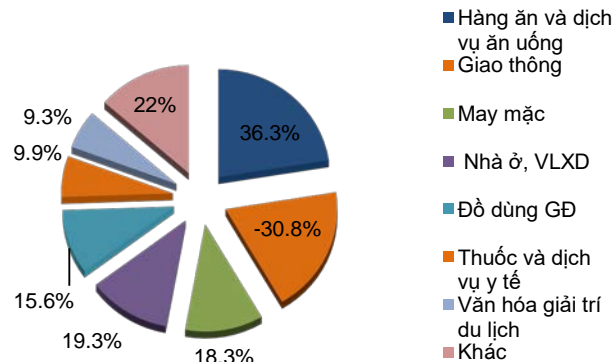
Nguồn: GSO, BSC Research

**Đồ thị 7: Mức tăng/giảm các nhóm hàng 2015H3 so với cuối 2014**



Nguồn: GSO, BSC Research

**Đồ thị 8: Đóng góp của các nhóm hàng 2015H3**



Nguồn: GSO, BSC Research

**CPI trong 9 tháng đầu năm chịu ảnh hưởng đáng kể bởi mặt bằng giá khá thấp của xăng dầu. Trong quý 3, xăng dầu giảm giá 5 lần và tăng lại 2 lần (vào nửa cuối tháng 9) với tổng mức giảm 2.580 VND/lít. Giá xăng dầu thấp duy trì trong thời gian dài đã khiến giá cả nhiều mặt hàng, đặc biệt là nhóm hàng Giao thông giảm mạnh, đặc biệt trong tháng 9 (-5.1% qoq), nhóm hàng Nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng giảm nhẹ (-1%**

qoq). Ngược lại, Giáo dục tăng 2,1% qoq, tuy nhiên với tỷ trọng thấp. Các nhóm hàng còn lại đa phần tăng không đáng kể. Diễn biến trên đã khiến cho CPI giảm dần trong 3 tháng quý 3.

### **3. Diễn biến vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)**

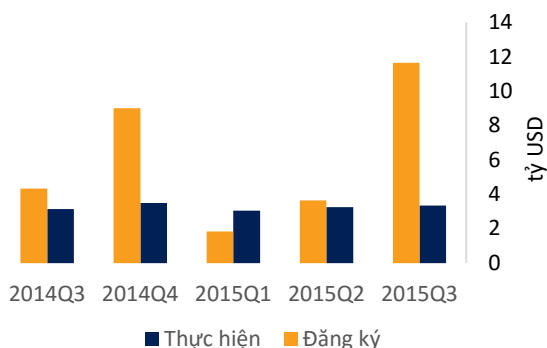
**Tình hình thu hút FDI trong 2015Q3 xét trên tổng thể có những điểm nổi bật sau:**

- **Tốc độ FDI giải ngân tăng trưởng tích cực trong quý vừa qua, đánh dấu quý thứ 3 liên tiếp FDI thực hiện được mở rộng.** Giá trị giải ngân trung bình quý 3 đạt 1,116 tỷ USD/tháng, tăng 3% so với trung bình quý 2, tăng 9% so với trung bình quý 1 và cao hơn 4,2% so với trung bình 9 tháng đầu năm. Tính chung 9 tháng, tổng số vốn FDI giải ngân là 9,65 tỷ USD, tăng 8,4% so với cùng kỳ năm 2014.
- **Quý 3 đánh dấu một loạt các dự án FDI có quy mô vốn đăng ký lớn.** Giá trị FDI đăng ký trung bình trong quý 3 là 3,89 tỷ USD/tháng, gấp hơn 3 lần so với trung bình quý 2, gấp hơn 6 lần so với trung bình quý 1 và gấp hơn 2 lần so với trung bình cả 9 tháng. Lũy kế 9 tháng, tổng vốn FDI đăng ký đạt 17,15 tỷ USD, tăng 53% so với cùng kỳ 2014.
- **Có 17 ngành và lĩnh vực đón nhận vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, nhiều hơn 2015Q2 1 ngành, và hơn 3 ngành so với 2015Q1.** Điểm nhấn của quý là sự tăng trưởng của vốn đầu tư vào ngành Sản xuất, phân phối điện, khí, nước và điều hòa. Top 5 ngành thu hút vốn đầu tư nhiều nhất lần lượt là Công nghiệp chế biến chế tạo (chiếm 66,3% tổng vốn đăng ký đầu tư), Sản xuất phân phối điện nước khí (chiếm 15,3%), Kinh doanh bất động sản (chiếm 10,6%), Bán buôn bán lẻ (chiếm 2,4%) và Xây dựng (chiếm 1,6%).

**Một số dự án lớn được cấp phép trong quý 3/2015 là:**

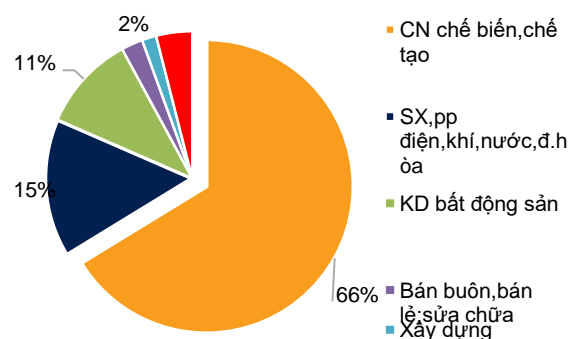
- Dự án Công ty TNHH liên doanh thành phố Đế Vương, do CTCP BĐS Tiến Phước và CT TNHH BĐS Trần Thái Liên liên doanh với nhà đầu tư Denver Power Ltd (Vương quốc Anh), thuộc lĩnh vực Kinh doanh bất động sản, có trị giá 1,2 tỷ USD;
- Dự án Công ty Samsung Display Việt Nam, do tập đoàn Samsung (Hàn Quốc) đầu tư, tại KCN Yên Phong 1 – Bắc Ninh, thuộc lĩnh vực Công nghiệp chế biến chế tạo, có trị giá 3 tỷ USD;
- Dự án Nhà máy điện Duyên Hải 2, do Công ty Janakuasa Sdn. Bhd (Malaysia) đầu tư, tại Trà Vinh, thuộc lĩnh vực Sản xuất phân phối điện, có trị giá 2,4 tỷ USD.

**Đồ thị 9: Vốn FDI (tỷ USD) (2014Q2 – 2015Q3)**



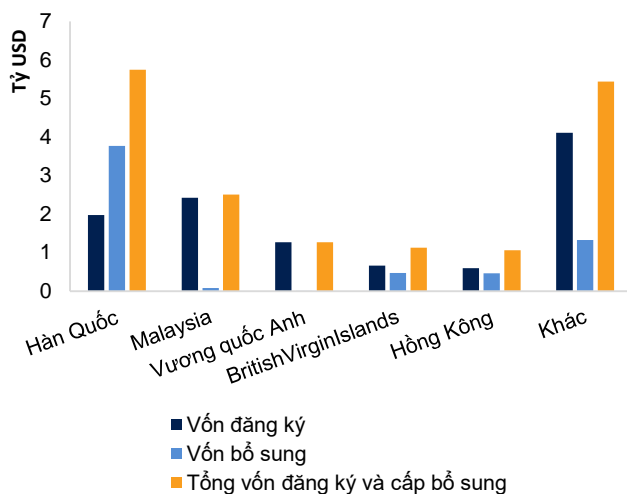
Nguồn: FIA, BSC Research

**Đồ thị 10: Cơ cấu lĩnh vực đầu tư FDI (lũy kế đến 20/09/2015)**



Nguồn: FIA, BSC Research

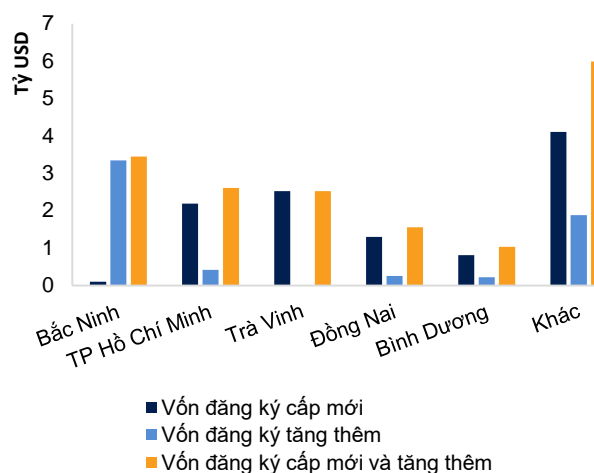
**Đồ thị 11: Quy mô vốn FDI theo đối tác lũy kế đến 20/09/2015 (tỷ USD)**



Tổng số quốc gia đầu tư vào Việt Nam tính đến hết quý 3 là 58 nước, tăng 10 nước so với quý 2. Đối tác đăng ký đầu tư lớn nhất vào Việt Nam lần lượt là Hàn Quốc (5,7 tỷ USD, chiếm 33,5% tổng vốn đầu tư), Malaysia (2,5 tỷ USD, chiếm 14,6%) và Vương quốc Anh (1,2 tỷ USD chiếm 7,4%).

Nguồn: FIA, BSC Research

**Đồ thị 12: Quy mô vốn FDI theo địa phương lũy kế đến 20/09/2015 (tỷ USD)**



Có tổng số 49 tỉnh thành đón nhận vốn đầu tư FDI. Nhờ dự án bổ sung 3 tỷ USD của Samsung, Bắc Ninh dẫn đầu về thu hút đầu tư (với 3,4 tỷ USD, chiếm 20,1%), theo sau là TP. Hồ Chí Minh (2,6 tỷ USD, chiếm 15,2%) và Trà Vinh (2,5 tỷ USD, chiếm 14,5%).

Nguồn: FIA, BSC Research



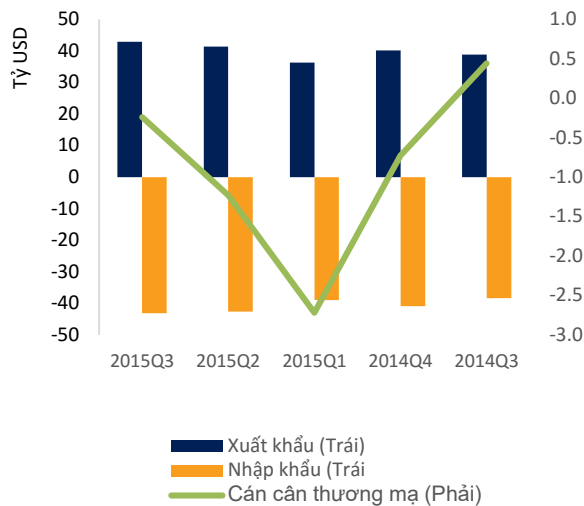
**Vốn FDI tăng mạnh trong 2015Q3, hứa hẹn một năm thu hút vốn đầu tư nước ngoài tích cực trong nhiều năm trở lại đây.** Trái ngược với diễn biến trong nửa đầu năm, dòng vốn ngoại đăng ký đầu tư gia tăng mạnh mẽ với sự xuất hiện của các dự án quy mô lớn trong bối cảnh Việt Nam nổi lên như một địa chỉ hấp dẫn trong khu vực châu Á – Thái Bình Dương nói riêng và trên bản đồ đầu tư thế giới nói chung. Một mặt, các yếu tố bên ngoài lần lượt đạt được kể từ đầu năm 2015, như việc ký kết các hiệp định FTAs, các bước tiến tích cực trong tiến trình đàm phán Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương TPP... Mặt khác, Việt Nam cũng trở nên hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư nước ngoài khi các vấn đề nội tại của nền kinh tế, như vấn đề sở hữu nước ngoài, nỗ lực ổn định tỷ giá, các bộ luật/ng nghị định định hướng hỗ trợ môi trường kinh doanh..., cũng được chính phủ quan tâm xử lý và hoàn thiện. Nếu giữ được tốc độ tăng trưởng như hiện tại, mục tiêu thu hút 23 tỷ USD trong 2015 mà Bộ Kế hoạch và Đầu tư đề ra hồi đầu năm hoàn toàn khả thi.

#### **4. Thương mại xuất nhập khẩu**

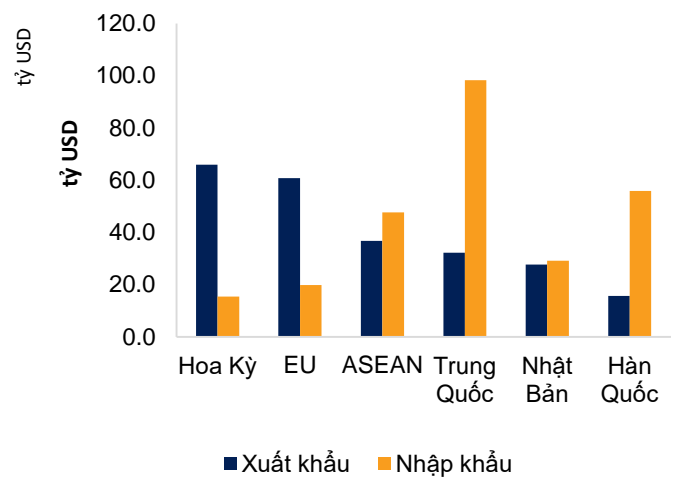
**Tiêu điểm tình hình xuất nhập khẩu quý 3 và 9 tháng đầu năm 2015 như sau:**

- **Tổng nhập siêu trong quý 3 là 0,24 tỷ USD, là quý thứ 3 liên tiếp thâm hụt.** Tính chung 9 tháng, Việt Nam đã nhập siêu khoảng 3,9 tỷ USD, tương đương với 3,2% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Tuy nhiên, áp lực nhập siêu giảm dần theo từng quý, cụ thể, nhập siêu trong 2015Q2 là 1,1 tỷ USD, trong 2015Q1 là 2,6 tỷ USD).
- **Kim ngạch xuất khẩu trong 2015Q3 là 42,9 tỷ USD, tăng 3,6% so với quý trước.** Tình tổng 9 tháng, kim ngạch xuất khẩu cả nước đạt 120,7 tỷ USD, tăng 9,6% so với cùng kỳ 2014.
- **Kim ngạch nhập khẩu trong 2015Q3 là 43,1 tỷ USD, tăng 1,2% so với quý trước.** Trong 9 tháng đầu năm, Việt Nam đã nhập khẩu 124,5 tỷ USD, tăng 15,9% so với cùng kỳ 2014. Trong số này, khu vực trong nước nhập khẩu 51,3 tỷ USD, chiếm 41,2% tổng kim ngạch nhập khẩu; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài nhập 73,3 tỷ USD, chiếm 58,9% tổng kim ngạch nhập khẩu. Nhu cầu nhập khẩu tăng, đặc biệt ở khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài.

**Đồ thị 13: Xuất nhập khẩu & Cán cân thương mại (tỷ USD) (2014Q2 -2015Q3)**



**Đồ thị 14: Thị trường xuất khẩu trong 2015Q3 (tỷ USD)**



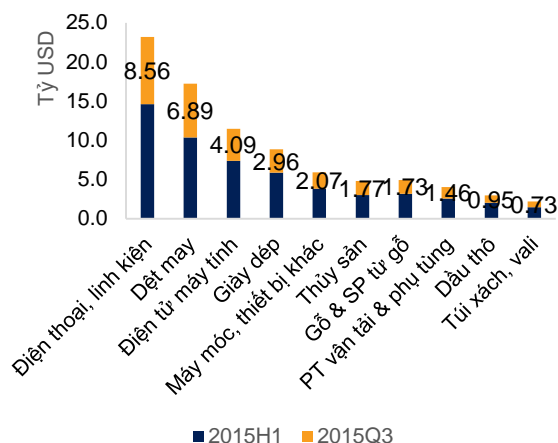
Nguồn: GSO, BSC Research

Nguồn: GSO, BSC Research

**Hoạt động xuất khẩu của Việt Nam phụ thuộc ngày càng chặt chẽ vào các sản phẩm gia công, lắp ráp. Nhìn chung, tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng linh kiện, điện tử, điện thoại và máy vi tính có xu hướng ổn định sau quá trình tăng trưởng mạnh trước đó. Xuất khẩu các mặt hàng chủ lực của Việt Nam như dệt may, da giày, gỗ vẫn duy trì tốc độ tích cực trong 9 tháng đầu năm. Các mặt hàng thuộc nhóm điện tử, điện thoại, dệt may, giày dép giữ giá trị đóng góp chủ đạo. Kim ngạch thậm chí còn có thể giảm 4,2% yoy nếu loại bỏ nhóm hàng gia công nêu trên. Trong quý 3 vừa qua, đa phần các mặt hàng xuất khẩu đều có giá trị gia tăng, đặc biệt là nhóm các mặt hàng gia công, tiêu biểu như Dệt may (+ 26% qoq), Điện thoại (+8% qoq), Điện tử máy móc (+7% qoq). Duy chỉ có Giày dép là 1 trong những mặt hàng chủ chốt có kim ngạch xuất khẩu giảm (-11% qoq).**

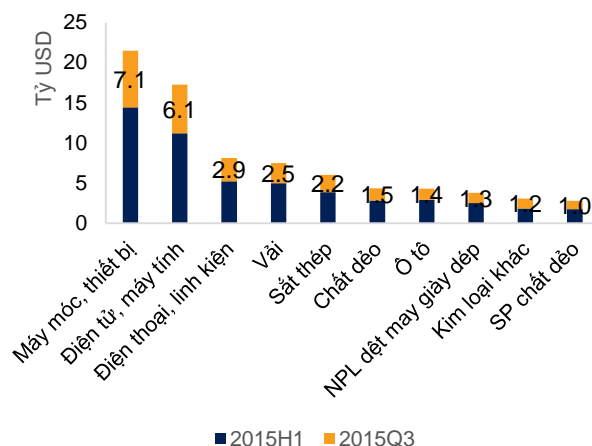
**Kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng nhiên liệu về cơ bản giảm sút trong quý vừa qua. Xuất khẩu dầu thô giảm 14% qoq, than đá giảm 60% qoq. Một số mặt hàng thuộc nhóm nông lâm thủy sản có xu hướng thu hẹp do chịu tác động cạnh tranh về giá của một số nước như Ấn Độ, Thái Lan... Một số mặt hàng có mức tăng trưởng mạnh là Cao su (+ 44% qoq) và Chè (+ 19% qoq); trong khi số khác lại giảm như Gạo (-18% qoq), Tiêu (-44% qoq), Sắn (-44% qoq).**

**Đồ thị 15: Top 10 mặt hàng xuất khẩu 2015Q3 (tỷ USD)**



Nguồn: GSO, BSC Research

**Đồ thị 16: Top 10 mặt hàng nhập khẩu 2015Q3 (tỷ USD)**



Nguồn: GSO, BSC Research

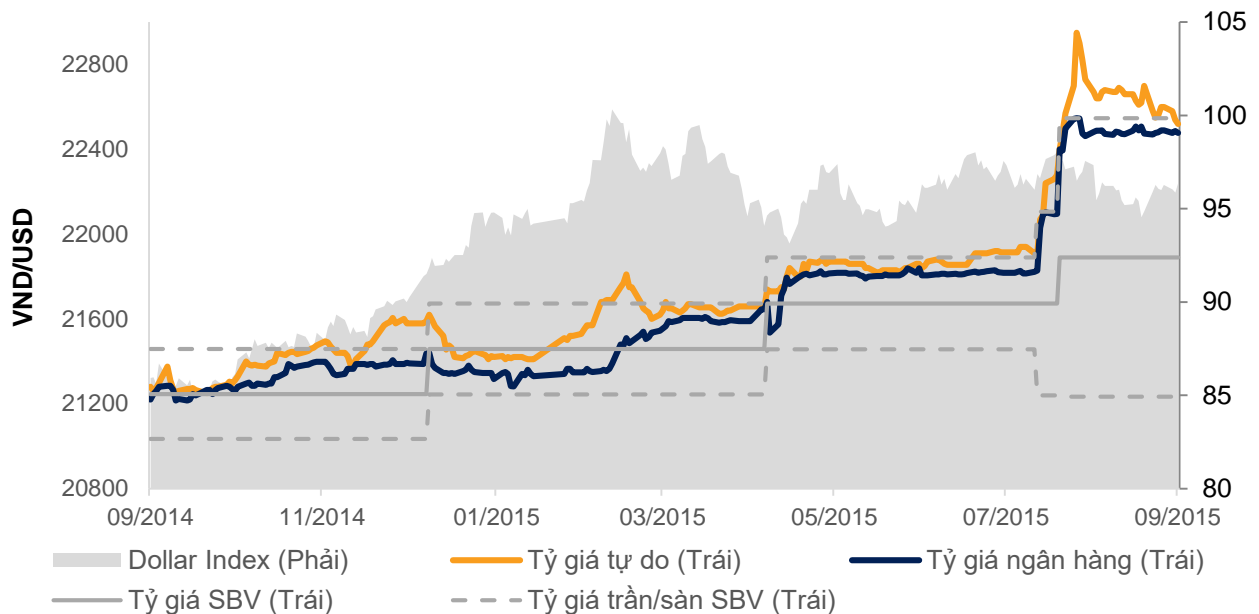
**Giữ vai trò chủ chốt trong hoạt động xuất khẩu của Việt Nam là khu vực doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài** với tổng giá trị 82,1 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm, tương đương 68,1% tổng tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu. Mặt khác, khu vực kinh tế trong nước xuất khẩu gần 1/3 tổng kim ngạch xuất khẩu, tương đương với 35,5 tỷ USD. Xuất khẩu của khu vực vốn đầu tư nước ngoài mở rộng mạnh với tốc độ 21,1% yoy; trong khi đó, tốc độ xuất khẩu của khu vực doanh nghiệp trong nước giảm 2,7% yoy.

**Đối với hoạt động nhập khẩu, tốc độ nhập vật tư, máy móc, một số nguyên nhiên vật liệu giảm trong quý 3.** Máy móc, Vải, Nguyên phụ liệu Dệt may, Xăng dầu... lần lượt giảm 2%, 15%, 10% và 34%. Ngược lại, một số sản phẩm nông nghiệp có kim ngạch nhập khẩu gia tăng, như Thủy sản (+25%), Rau quả (+50%). Nhu cầu sản xuất đơn hàng xuất khẩu giảm sút trong quý 3 là nguyên nhân khiến cho kim ngạch nhập khẩu co hẹp lại.

**Về thị trường, Mỹ và EU vẫn là 2 thị trường xuất khẩu các mặt hàng có giá trị gia tăng cao chủ đạo của Việt Nam, trong khi Trung Quốc là thị trường xuất khẩu chủ đạo các mặt hàng nông sản.** Tổng kim ngạch xuất sang 2 thị trường Mỹ và EU là 126,7 tỷ USD, giảm tỷ trọng xuống 53% từ mức 39% hồi nửa đầu năm. **Ở chiều ngược lại, Việt Nam chịu sự phụ thuộc ngày càng gia tăng vào 2 thị trường lớn là Trung Quốc và đặc biệt là sự nổi dậy từ thị trường Hàn Quốc.** Nhập khẩu từ Trung Quốc trong 9 tháng đầu năm là 36,8 tỷ USD, tăng 18,1% yoy. Nhập khẩu từ Hàn Quốc tăng mạnh 32% lên mức 20,9 tỷ USD, đưa nước này lên vị trí thị trường nhập khẩu thứ 2 của Việt nam.

## 5. Thị trường ngoại hối, tỷ giá

Đồ thị 17: Diễn biến tỷ giá (2014Q4 – 2015Q3)

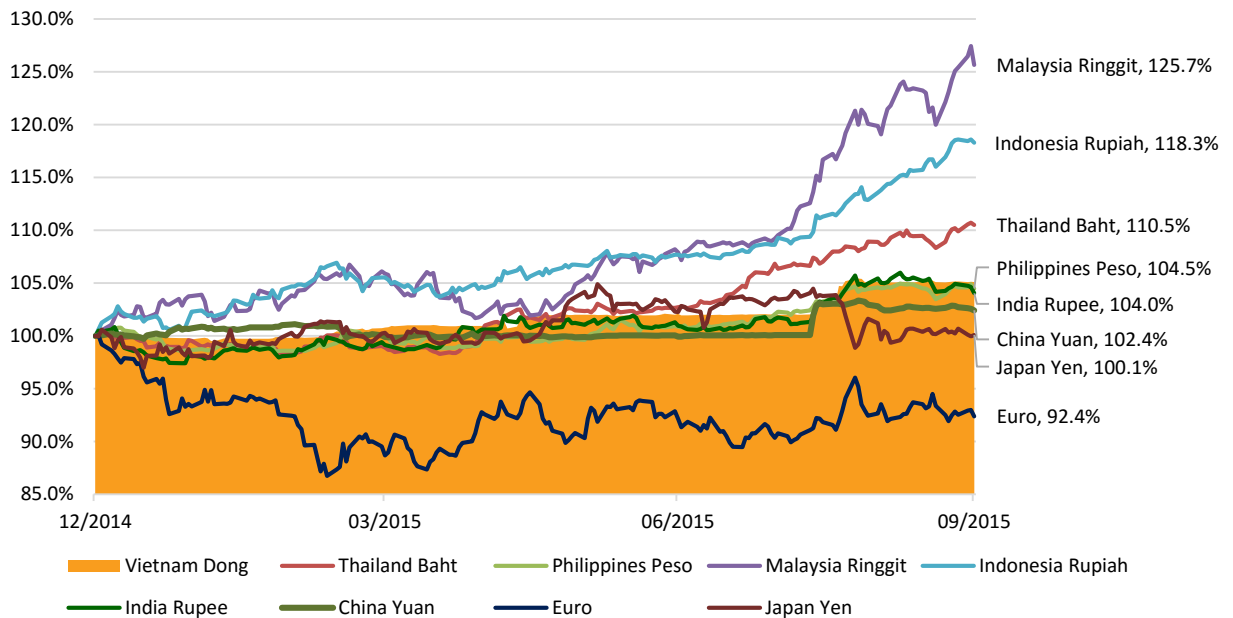


Nguồn: Bloomberg, SBV, BSC Research

Nhìn chung, quý 3 vừa qua là một quý đầy biến động đối với tỷ giá USD/VND kể từ đầu năm. Diễn biến nổi bật về tỷ giá trong 2015Q3 theo trình tự thời gian:

- **Tỷ giá duy trì vùng cận trần 21.890 VND/USD trong suốt hơn 1 tháng, kéo dài từ cuối 2015M6 đến 1/3 tháng đầu của 2015M8.** Tỷ giá tự do và liên ngân hàng trung bình trong giai đoạn này lần lượt là 21.892 VND/USD và 21.817 VND/USD. Tỷ giá trần/sàn trong biên độ cho phép thời điểm đó là khoảng 21.673 – 21.890 VND/USD.
- **Liên tiếp trong tuần từ 11/8 đến 20/8, tỷ giá USD/VND trong nước chịu ảnh hưởng mạnh trước diễn biến bất thường của thị trường tiền tệ thế giới.** Trước tình hình đó, NHNN đã thực hiện liên tiếp các biện pháp điều chỉnh tỷ giá: **(1) Nói biên độ tỷ giá lên 2% từ mức 1% vào ngày 11/8**, khiến biên độ dao động nói ra là 21.240 – 22.106 VND/USD, **(2) Phá giá thêm 1% vào ngày 19/8**, khiến mức tỷ giá bình quân mới là 21.890 VND/USD từ mức cũ 21.673 VND/USD, đồng thời **(3) Nói biên độ tỷ giá lên 3% từ mức 2% trước đó trong cùng ngày**, đưa biên độ mới rộng ra là 21.233 – 22.547 VND/USD. Tác động nhanh và gấp này khiến tỷ giá liên ngân hàng và tự do biến động mạnh, mức trung bình trong phần còn lại của tháng 8 lần lượt là 22.340 và 22.511 VND/USD.
- **Giai đoạn tháng 9, tỷ giá có xu hướng ổn định lại, đặc biệt là tỷ giá tự do có xu hướng giảm nhiệt.** Trong tháng này, mức trung bình của tỷ giá liên ngân hàng và tự do trong thời kỳ này lần lượt là 22.483 và 22.625 VND/USD.

**Đồ thị 18: Tương quan sự phá giá của các đồng tiền (2015Q1 – 2015Q3)**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Khác với nguyên nhân thúc đẩy tỷ giá trong quý 2 từ các yếu tố nội tại là chủ đạo (gồm giá USDVND tự do lên cao và lo ngại về thâm hụt thương mại), tỷ giá trong quý 3 chịu ảnh hưởng mạnh mẽ từ các yếu tố bên ngoài: (1) *Sức ép tỷ giá trước tác động tiêu cực từ sự phá giá liên tiếp đồng Nhân dân tệ CNY* với biên độ lớn nhất kể từ năm 1994 đã đẩy nổi e ngại trên quy mô toàn cầu tăng cao, và (2) *Tác động hạ nhiệt tỷ giá khi FED công bố giữ nguyên chính sách lãi suất* sau phiên họp FOMC tháng 9. Sự kiện này đã khiến giá của đồng thời trên thế giới, gồm cả các thị trường mới nổi tăng giá so với USD.

Chốt lại, các yếu tố trên tác động trái chiều nhau đối với thị trường ngoại hối, dù vậy vẫn đưa tỷ giá lên một vùng cao mới vào thời điểm cuối quý 3. Tính tới thời điểm 30/9/2015, VND mất 5,1% giá trị so với hồi đầu năm, thấp hơn so với sự mất giá của đồng tiền của Ấn Độ, Trung Quốc và Nhật. EUR tăng giá so với USD, trong khi tiền tệ của một số nền kinh tế trong khu vực ASEAN như MYR, THB, IDR có mức mất giá khá mạnh.

## 6. Ngân hàng – Lãi suất

Nửa đầu năm 2015, hệ thống ngân hàng có nhiều diễn biến đáng chú ý, trong đó:

Tín dụng là điểm nổi bật trong hoạt động ngân hàng 9 tháng đầu năm. Tính thời ngày 21/9, tín dụng nền kinh tế đã tăng 10,78% so với cuối năm 2014 theo số liệu



**của Vụ Tín dụng các ngành kinh tế, thuộc NHNN.** Tín dụng cải thiện mạnh trong năm nay khi gia tăng ngay từ những tháng đầu năm. Tại mức tăng trưởng hiện tại, tín dụng đã vượt gần 2 lần so với tốc độ 5,82% trong cùng kỳ 2014, gần như chắc chắn sẽ hoàn thành mục tiêu 13-15% tăng trưởng vào thời điểm cuối năm. Đây là nỗ lực của NHNN trong việc gia tăng thanh khoản hệ thống nhằm thúc đẩy tăng trưởng trong bối cảnh lạm phát yếu, chi phí giá cả thấp so với mặt bằng các năm trước.

**Thanh khoản hệ thống nhìn chung ổn định. Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng giảm ở kỳ hạn dưới 1 tháng, tăng nhẹ ở các kỳ hạn dài hơn.** Trong quý 3, dù thanh khoản hệ thống chịu tác động tiêu cực nhất thời trước các sự kiện phá giá tỷ giá, hay chờ đợi kết quả họp FOMC của FED trong tháng 9, mặt bằng lãi suất kỳ hạn ngắn vẫn giữ ổn định, có xu hướng hạ nhẹ do thanh khoản dư thừa ở các kỳ hạn ngắn này. Bình quân lãi suất liên ngân hàng qua đêm giảm xuống 2,33% từ mức 2.9% cuối quý trước; kỳ hạn 1 tuần không thay đổi nhiều, từ 1-3 tháng tăng khoảng 0,3% lên mức 4-4,6%, kỳ hạn 6 tháng tăng nhẹ 0,3% lên mức 4,73%, các kỳ hạn dài hơn gần như không thay đổi.

**Bảng 1: Lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn (2014 - 2015M9)**

Kỳ hạn	Cuối 2014	2015M9	Chênh lệch
Qua đêm	3,42	2,33	-1,09
1 tuần - 2 tuần	3,63 - 3,83	3,04 - 3,50	-0,6
1 tháng - 3 tháng	4,1 - 4,37	4,02 - 4,57	+0,2
6 tháng - 1 năm	4,47 - 4,63	4,73 - 4,8	-0,17

*Nguồn: SBV, BSC Research*

**Các mức lãi suất điều hành, trần lãi suất huy động bằng VND, lãi suất huy động USD, trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND đối với các lĩnh vực ưu tiên được duy trì ổn định.**

**Bảng 2: Các mức lãi suất điều hành**

Lãi suất tái cấp vốn	6,5%
Lãi suất tái chiết khấu	4,5%
Trần LS huy động VND từ 1T - dưới 6T	5,5%
Trần LS huy động VND không kỳ hạn & dưới 1T	1,0%

*Nguồn: SBV, BSC Research*

**Mặt bằng lãi suất ổn định trong quý vừa qua.** Tuy nhiên, mục tiêu giảm lãi suất trung, dài hạn thêm 1-1,5%/năm trong năm nay của NHNN trở nên khó khả thi trước áp lực trên thị trường ngoại hối và sức hấp dẫn của các kênh đầu tư khác. Lãi

suất huy động VND có biến động tăng nhẹ tại một số ngân hàng nhằm duy trì mức độ hấp dẫn đối với người gửi tiền trong bối cảnh kinh tế có dấu hiệu khởi sắc. Trong khi đó, lãi suất huy động USD được điều chỉnh hạ 0,5%/năm trong tuần cuối cùng của quý, nhằm cân đối tình trạng ngoại tệ trên thị trường. Lãi suất cho vay VND giảm không đáng kể, khoảng 0,2-0,3%/năm, hiện phổ biến quanh mức 6-9%/năm đối với ngắn hạn và 9-11%/năm đối với trung và dài hạn.

**Bảng 3: So sánh mức lãi suất huy động các kỳ hạn (2014 - 2015M9)**

Kỳ hạn	Cuối 2014	2015M9	Chênh lệch
VND không kỳ hạn và dưới 1 tháng	0,8 - 1,0	0,8 - 1,0	0
1 tháng - dưới 6 tháng	5 - 5,5	4,5 - 5,4	-0,5
6 tháng - dưới 12 tháng	5,7 - 6,8	5,4 - 6,5	-0,3
12 tháng trở lên	6,8 - 7,5	6,4 - 7,2	-0,4
USD dân cư	0,75	0,25	-0,5
USD tổ chức	0,25	0	-0,5

*Nguồn: Bloomberg, BSC Research*

**Bảng 4: So sánh mức lãi suất cho vay các kỳ hạn (2014 - 2015M9)**

Kỳ hạn	Cuối 2014	2015M9	Chênh
VND ngắn hạn	7 - 9	7 - 9	0
VND trung, dài hạn	9 - 11	9,3 - 11	0,3
USD ngắn hạn	3 - 6	3 - 5,5	-0,5
USD trung, dài hạn	5,5 - 7	5,5 - 6,7	-0,3

*Nguồn: Bloomberg, BSC Research*

**Trong quý, hoạt động cơ cấu hệ thống ngân hàng cũng được đẩy mạnh.** Cụ thể, **(1) GPBank được NHNN mua lại ngày 7/7 bắt buộc** do bị âm vốn trong khi các cổ đông không đồng thuận bổ sung vốn để đáp ứng yêu cầu về vốn pháp định 3.000 tỷ đồng. **(2) Ngân hàng TMCP Đông Á rơi vào diện kiểm soát đặc biệt** kể từ trung tuần tháng 8. Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam được chỉ định hỗ trợ ngân hàng TMCP Đông Á vượt qua khó khăn trong giai đoạn hiện tại. **(3) Ngân hàng TMCP Sacombank đã sáp nhập với Ngân hàng TMCP Phương Nam (Southern Bank), chính thức vào 1/10/2015.** Ngân hàng sau sáp nhập giữ tên Sacombank, đồng thời tăng vốn điều lệ lên 18,85 nghìn tỷ đồng. Trước đó, 3 ngân hàng TMCP khác đã được xử lý, bao gồm NH Xây Dựng, NH TMCP Đại Dương (Oceanbank) và NH PGBank.

**Hoạt động xử lý nợ xấu của Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng TCTD (VAMC) tiếp tục đẩy mạnh về cuối năm.** Từ đầu năm 2015 đến thời điểm 30/9, VAMC đã mua được 91,3 nghìn tỷ đồng nợ xấu. Tiến độ mua nợ đang khá suôn sẻ, vượt kế hoạch 80 nghìn tỷ đề ra đầu năm. Ngày 28/8/2015, NHNN ban hành thông tư 14/2015/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của TT 19/2013/TT-NHNN về việc mua, bán và xử lý nợ xấu của Công ty VAMC, qua đó cụ thể hóa thay đổi trong Nghị định 34/2015/NĐ-CP. Với các cơ chế mới thuận lợi hơn, công tác xử lý nợ xấu được kỳ vọng đẩy nhanh hơn vào quý cuối 2015. Hiện tại, VAMC đã gom được gần 225 nghìn tỷ đồng nợ xấu trong hệ thống tổ chức tín dụng kể từ khi thành lập, đóng vai trò quan trọng trong nhiệm vụ xử lý nợ xấu, đưa tỷ lệ nợ xấu toàn hàng về dưới mức 3% vào cuối năm nay.

## Dự báo vĩ mô Việt Nam trong 2015Q4

**Quý 4 tới dự báo tiếp tục là một quý tăng trưởng của Việt Nam.** Kinh tế sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi đà phát triển của sức bật của lĩnh vực xây dựng và bất động sản, và sự hồi phục lực cầu nội địa. Triển vọng tăng trưởng của sản lượng sản xuất sẽ khó dự đoán hơn mặc dù vẫn đóng góp đáng kể cho GDP. **Tăng trưởng kinh tế có thể đạt mức 6,56 – 6,66% vào thời điểm cuối năm 2015.** Lạm phát có thể hồi phục trong quý tới, dù vậy **lạm phát trong cả năm sẽ duy trì thấp, có thể dưới 2% so với cuối năm 2014.**

Trước hiệu ứng của các Hiệp định Thương mại, tiêu biểu là TPP, Việt Nam cũng trở nên hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư nước ngoài. Dòng vốn đầu tư có khả năng gia tăng, đón đầu cơ hội. **FDI cuối năm có thể đạt mức 22-24 tỷ USD.** Thâm hụt thương mại gia tăng và nghiêng về mục đích phục vụ nhu cầu nội địa hơn là sản xuất xuất khẩu gia tăng trong khi xuất khẩu tăng chậm lại; **cán cân thương mại được dự đoán thâm hụt khoảng 6 – 7 tỷ USD trong cả năm 2015.**

Thị trường ngoại hối được dự đoán sẽ có một quý êm ả, **tỷ giá được kiểm soát tốt. Lãi suất có thể không thay đổi,** duy trì thấp khoảng một vài quý tiếp trước khi tăng trở lại.

**Bảng 5: Các chỉ tiêu vĩ mô theo tháng năm 2015**

Chỉ tiêu/Tháng	2015M4	2015M5	2015M6	2015M7	2015M8	2015M9
GDP yoy (%)	-	-	6.47	-	-	6.81
GDP ytd yoy (%)	-	-	6.28	-	-	6.50
PMI	53.5	54.8	52.2	52.6	51.3	49.5
IIP yoy (%)	9.5	7.5	11.1	11.3	9.0	10.1
IIP ytd yoy (%)	9.4	9.2	9.6	9.9	9.9	9.8
Retail Sales yoy (%)	7.1	9.3	9.2	12.3	10.1	9.7
Retail Sales ytd yoy (%)	8.8	9.1	9.8	9.9	10.1	9.8
Retail Sales (đc giá) (%)	8	8.2	8.3	8.3	9.1	9.1
CPI mom (%)	0.14	0.16	0.35	0.13	-0.07	-0.21
CPI yoy (%)	0.99	0.95	1.00	0.90	0.61	0
FDI đăng ký (tỷ USD)	3.72	4.29	5.49	8.8	7.87	11.04
FDI giải ngân (tỷ USD)	4.2	4.95	6.3	7.4	8.5	9.65
Xuất khẩu (tỷ USD)	50.10	63.20	77.70	92.30	106.3	120.7
Nhập khẩu (tỷ USD)	53.10	66.20	81.50	95.60	109.9	124.5
Cán cân TM (tỷ USD)	-3.00	-3.00	-3.80	3.37	-3.6	-3.9
Tỷ giá (VND/USD)	21,590	21,815	21,839	21,839	22,482	22,483
Tăng trưởng tín dụng (%)	2.78	4.26	6.28	7.32	9.54	10.23
Nợ xấu (%)	-	3.15	-	-	-	-

Nguồn: BSC Research

## 1. Tăng trưởng kinh tế

**Tăng trưởng kinh tế được dự đoán duy trì đà tích cực trong 2015Q4 tới, có thể đạt mức tăng trưởng 6,9 – 7,1% trong quý 4, đưa GDP cả năm đạt khoảng 6,56 – 6,66% vào cuối năm.** Tính tới 2015Q3, bất lợi đối với tăng trưởng là hoạt động xuất khẩu nói chung chậm lại trước sự suy giảm nhu cầu trên thế giới, trong đó xuất khẩu dầu thô, một trong những điểm tựa của Việt Nam trong nhiều năm qua, suy yếu mạnh bởi giá dầu giảm sâu trong thời gian dài cả năm 2015. Tuy nhiên, (1) sự phục hồi của nhu cầu nội địa, và (2) tăng trưởng lĩnh vực Sản xuất công nghiệp, đặc biệt là lĩnh vực Xây dựng đã bù đắp và đưa nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn.

## 2. Lạm phát

**Lạm phát được dự đoán có thể hồi phục trong 2015Q4 tới.** Dù vậy, áp lực giá cả hiện vẫn còn yếu trong bối cảnh giá cả hàng hóa thế giới, giá dầu đang ở mức thấp. **Do đó, chỉ số giá toàn phần trong năm 2015 có thể còn thấp hơn mức 2% vào thời điểm cuối năm.** Lạm phát tại thời điểm tháng 9/2015 không thay đổi so với cùng kỳ năm 2014, và mới chỉ tăng 0,4% so với cuối năm trước.

Giá dầu, yếu tố chính quyết định tới CPI cả nước, đã chịu nhiều áp lực giảm giá trong quý vừa qua, đáng kể nhất là (1) nhu cầu dầu suy yếu đi kèm với triển vọng kinh tế đột ngột ảm đạm của Trung Quốc. (2) Nhu cầu dầu cũng chịu nhiều áp lực khi tăng trưởng của Mỹ và khu vực châu Âu giảm tốc. Bên cạnh đó, (3) sản lượng, nguồn cung dầu liên tục duy trì ở mức cao trong nhiều tuần qua, và (4) chi phí khai thác dầu đá phiến hạ nhờ cải tiến công nghệ. Tất cả những yếu tố trên cộng hưởng, khiến giá dầu giảm đáng kể trong 2015Q3. Dầu WTI và Brent tụt xuống vùng 42-50 USD/thùng từ vùng 60-64 USD/thùng trong 2015Q2. Mùa đông chuẩn bị đến trong khi các biến động địa chính trị khu vực Trung Đông tiếp diễn có thể giảm tải áp lực nguồn cung, do đó giá dầu sẽ có cơ hội hồi phục trong quý tới. Dù vậy, giá dầu nhiều khả năng sẽ biến động không mạnh, khiến CPI vào cuối năm 2015 sẽ ở mức rất thấp trong nhiều năm nay.

## 3. Đầu tư trực tiếp nước ngoài

**Đầu tư trực tiếp nước ngoài trong quý tới tiếp đà tăng trưởng.** Sự hấp dẫn của Việt Nam trong mắt nhà đầu tư nước ngoài suy chuyển không đáng kể, thậm chí còn gia tăng nhờ các yếu tố: (1) kinh tế vĩ mô ổn định, môi trường đầu tư được cải tổ sau khi cải tổ và hiệu lực hóa khá nhiều đạo luật mới, (2) Hiệp định Thương mại đối tác xuyên Thái Bình Dương TPP hứa hẹn triển vọng tươi sáng cho hoạt động đầu tư nước ngoài tại Việt Nam trong nhiều quý tới. TPP khi đi vào hiệu lực sẽ tạo cú bật lớn cho hoạt động xuất khẩu của Việt Nam bởi khối 12 nước TPP chiếm tới 40% GDP và 30% thương mại toàn cầu, trong



đó có các nước rất lớn như Mỹ và Nhật. Bên cạnh đó, (3) hiệp định EVFTA giữa Liên minh châu Âu và Việt Nam được kỳ vọng sẽ ký kết trong năm 2015 sau khi hai bên đã chính thức thống nhất kết thúc cơ bản đàm phán vào sáng ngày 04/08/2015. Như vậy, EVFTA và cả TPP đều mở ra cơ hội cho các ngành sản xuất của Việt Nam, đặc biệt là các ngành mũi nhọn gồm dệt may, giày dép, thủy sản, gỗ... Việc Việt Nam có khả năng đặt chân vào các thị trường lớn trên sẽ kích thích mạnh mẽ hơn nữa dòng vốn đầu tư trong thời gian tới.

#### **4. Thương mại, xuất nhập khẩu**

**Thâm hụt thương mại của Việt Nam dự đoán gia tăng trong thời gian tới, đưa cán cân thương mại của Việt Nam quay trở về vị thế nhập siêu sau 3 năm xuất siêu liên tiếp.** Tốc độ nhập siêu trong quý 3 chậm lại so với các quý trước, hiện đang thâm hụt 3,9 tỷ USD. Xu hướng cán cân thương mại của Việt Nam lại rơi vào thâm hụt là rõ ràng, và cán cân thương mại được dự đoán thâm hụt từ 7-8 tỷ USD vào thời điểm cuối năm 2015. Hoạt động xuất khẩu phụ thuộc mạnh vào nhóm doanh nghiệp FDI, trong khi khu vực này cũng nhập khẩu khá nhiều nhằm sản xuất hàng hóa xuất nước ngoài. Nhu cầu thu hẹp quy mô rộng trên thế giới đi kèm với sự giảm giá hàng hóa là yếu tố chính kìm hãm hoạt động xuất khẩu của Việt Nam. Trong khi đó, nhu cầu tiêu dùng quay trở lại sẽ thúc đẩy hoạt động nhập khẩu, khiến thâm hụt thương mại còn gia tăng trong các tháng tới.

#### **5. Thị trường ngoại hối, tỷ giá**

**Tỷ giá được dự đoán ổn định trong vùng 21.890 - 22.547 VND/USD trong 2015Q4.** Yếu tố quyết định tới tỷ giá, tiêu biểu nhất là khả năng điều chỉnh lãi suất của FED đã giảm xuống đáng kể sau khi (1) tăng trưởng của Mỹ giảm tốc trước những rủi ro về biến động kinh tế toàn cầu và (2) mức lạm phát của Mỹ còn cách xa lạm phát mục tiêu 2%. Trong quý 4, FED sẽ tổ chức 2 lần họp FOMC, một vào cuối tháng 10 và một còn lại vào cuối tháng 12. Các dự đoán về việc tăng lãi suất trong tháng 12, vốn là khả năng có tỷ lệ dự đoán cao nhất, đã giảm sút. Thậm chí, khả năng bình thường hóa chính sách lãi suất của FED được đẩy lùi sau năm 2015. Do đó, áp lực về tỷ giá từ yếu tố quốc tế giảm đáng kể.

Tuy nhiên, về xu hướng trung hạn, tỷ giá vẫn có xu hướng gia tăng. Thâm hụt thương mại giảm tốc những vẫn đem lại lo ngại cho sự thiếu hụt tiền USD trên thị trường nội địa. Những áp lực này sẽ đem lại những tác động nhất định, không quá căng thẳng, đối với tỷ giá USD/VND vào thời điểm cuối năm.

#### **6. Ngân hàng - lãi suất**

**Lãi suất có thể duy trì mặt bằng thấp trong 2015Q4 khi mà lạm phát cả năm được dự đoán ở mức thấp. Tuy nhiên, chính sách hạ lãi suất cho vay trung và dài hạn của NHNN trở nên khó khả thi hơn.** Tín dụng năm nay có nhiều chuyển biến so với các năm trước, hiện tăng trưởng ở mức rất tích cực. Tăng trưởng tín dụng được dự đoán có thể đạt mức 14-16% vào thời điểm cuối năm, hỗ trợ đáng kể cho tăng trưởng kinh tế. Các yếu tố cơ bản để lãi suất được kỳ vọng duy trì mặt bằng thấp hiện tại là: (1) tăng trưởng kinh tế hứa hẹn giữ tốc độ lạc quan, (2) khả năng về sự chuyển biến giá cả hàng hóa vào quý tới, điển hình là khả năng hồi phục giá dầu, sẽ đẩy lạm phát hồi phục, cùng với (3) tác động từ việc bình thường hóa chính sách lãi suất của FED (kỳ vọng vào cuối 2015, đầu năm 2016). 3 khả năng trên là những yếu tố cơ bản để NHNN giữ ổn định lãi suất trong quý tới.

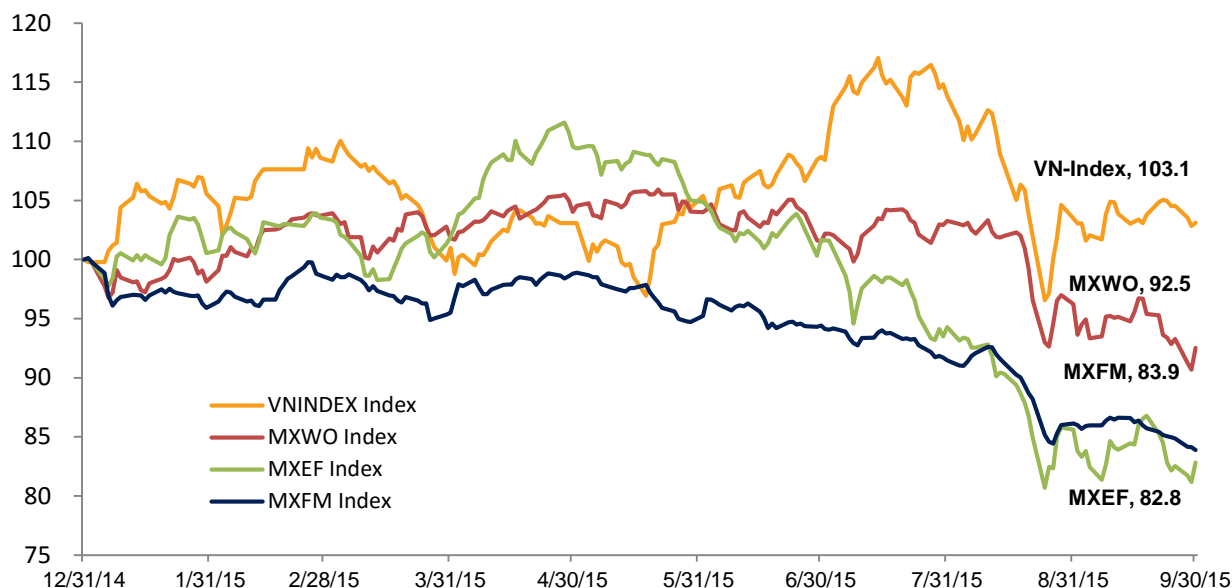
## Diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam 2015Q3

*Thị trường trời sập, diễn biến phức tạp do ảnh hưởng bởi từ thị trường thế giới, đặc biệt từ Trung Quốc. Thanh khoản và quy mô vốn thị trường đều giảm sút. Nhóm cổ phiếu Dầu khí là nguyên nhân chính khiến thị trường giảm sâu và không có sự hồi phục đáng kể. Các nhóm cổ phiếu vừa và nhỏ vận động tích cực và tăng mạnh vào cuối tháng 9 do không bị ảnh hưởng bởi hoạt động rút vốn của khối ngoại.*

Trước thông tin bất ngờ từ Trung Quốc liên tiếp điều chỉnh tỷ giá NDT, thị trường có đợt sụt giảm mạnh về mức đáy của năm 2014. Kịch bản vận động hình sin có khoảng thời gian 6 tháng giữa 2 đỉnh của năm 2014 lại tái hiện lại trong năm 2015. 2 chỉ số có tháng 7 tăng điểm trước khi bước vào đợt giảm mạnh trong tháng 8 và hồi phục nhẹ, đi ngang trong tháng 9. Những chuyển biến về kinh tế Việt Nam vẫn khá rõ rệt và là một trong những điểm sáng của kinh tế thế giới. Tuy nhiên sự đi xuống của nền kinh tế có quy mô lớn thế giới Trung Quốc phần nào đã phủ bóng đen tâm lý lên các thị trường. Đợt sụt giảm trong tháng 8 bắt nguồn từ việc Trung Quốc liên tiếp điều chỉnh tỷ giá trong ngày 11 – 12/8/2015 với mức phá giá NDT 3.6%. Động thái này đã tạo ra cú sốc đến các thị trường tài chính quốc tế trong đó có thị trường Việt Nam. Tâm lý bán ra ở các nước phát triển và hoạt động rút vốn của khối ngoại ở thị trường mới nổi khiến các chỉ số chứng khoán của các quốc gia chủ chốt giảm mạnh. Hiệu ứng rút vốn của của khối ngoại cũng được ghi nhận ở thị trường Việt Nam rõ rệt qua việc các ETFs rút vốn, tạo hiệu ứng đẩy thị trường giảm mạnh về vùng giá tương đương với mặt bằng giá tại thời điểm tháng 5/2014 (gắn với sự kiện Biển Đông) và tháng 12/2014 (khi giá dầu và các cổ phiếu ngành dầu khí lao dốc). Thị trường sau đó hồi phục rất nhanh vào tuần cuối của tháng 8 và duy trì tích lũy trong suốt tháng 9 quanh ngưỡng 560 điểm. Kết thúc phiên giao dịch ngày 30/6, VN-Index đóng cửa ở mức 562.6 điểm (giảm 5.1% trong quý 3), trong khi đó HNX-Index chốt tại 77.9 điểm (giảm 8.1% trong quý 3). Tính chung trong 9 tháng, VN-Index có mức tăng 3.1% và HNX-Index giảm 6% so với đầu năm.

**Diễn biến thị trường không thuận lợi trong 9 tháng so với 2 năm gần đây, tuy nhiên vận động giá của VN-Index vẫn đang tốt hơn so với các chỉ số MSCI ở thế giới, chỉ số MSCI thị trường mới nổi và chỉ số MSCI của thị trường biên.** Chỉ số MSCI thị trường mới nổi và thị trường biên đều có mức giảm mạnh lần lượt 17.2% và 16.1% so với đầu năm và kém xa so mức giảm 7.5% của chỉ số MSCI thế giới. Xét về tương quan vận động, VN-Index bám sát các chỉ số MSCI trong 5 tháng đầu năm, có sự vận động ngược chiều trong tháng 6 và tháng 7 và vẫn duy trì được vị thế tăng trưởng 3.1% đến cuối tháng 9. Đây vẫn là điểm tích cực của thị trường chứng khoán Việt Nam trong 9 tháng năm 2015.

**Đồ thị 19: Hiệu suất VN-Index so với các chỉ số trong khu vực**



*Nguồn: Bloomberg, BSC Research*

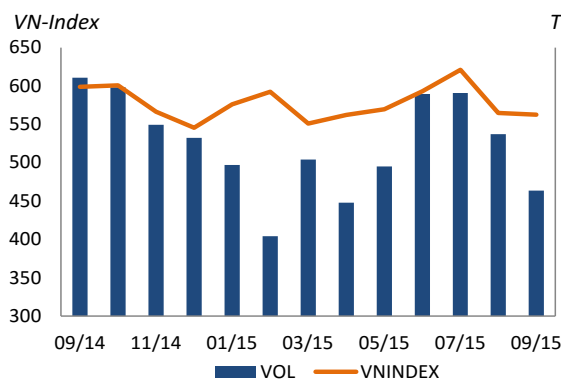
**Diễn biến thị trường quý III tiếp tục khá phức tạp với sự tăng giảm mạnh và khá bất ngờ.**

- Giai đoạn tăng điểm theo đà tăng của tháng 6 (VN-Index đạt đỉnh 638.7 điểm, tăng 4.7% từ 1/7/2015 đến 31/7/2015):** Theo tăng trưởng trong tháng 6, các chỉ số tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong suốt tháng 7 nhờ sự dẫn dắt của nhóm cổ phiếu Ngân hàng, và hoạt động mua vào chủ đạo của khối ngoại với ETF. Thanh khoản thị trường duy trì ở mức cao, đạt bình quân 3.170 tỷ trong tháng 7. Thông tin mở room và tham gia TPP là động lực thu hút dòng tiền trong nước và nước ngoài. Tuy nhiên thị trường có dấu hiệu suy yếu vào cuối tháng 7 sau khi không thể vượt đỉnh của 7 năm tại 640 điểm sau 2 lần nỗ lực kiểm tra, và đã quay đầu giảm điểm kết thúc chu kỳ tăng giá kéo dài 2.5 tháng.
- Giai đoạn giảm điểm (VN-Index giảm 15.1% từ 31/7 đến 24/8/2015):** Thị trường bước vào giai đoạn giảm điểm ngắn hạn khi giảm dưới đường viền cổ của mô hình 2 đỉnh và không vượt qua được ngưỡng cản này trong phiên giao dịch ngày 11/8. Tâm lý lo ngại khi các thị trường thế giới lao dốc sau khi Trung Quốc liên tiếp phá giá NDT, cùng với hoạt động bán ra của các ETF khiến thị trường giảm mạnh. Chỉ có 1 phiên tăng điểm trong số 10 phiên giao dịch trong giai đoạn này, biên độ giảm mạnh. Thanh khoản đạt 2.964 tỷ/phiên, giảm 15% so với tháng trước. Hoạt động giải chấp xuất hiện ở một vài công ty chứng khoán với quy mô bán ra nhỏ khi hoạt động đầu tư margin thấp và nhà

đầu tư đã chủ động bán ra trước đó. Đây cũng là đợt giảm điểm mạnh lần thứ 2 trong năm 2015.

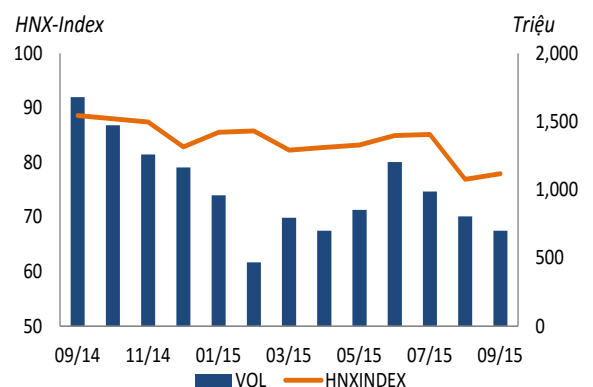
**Giai đoạn hồi phục và tích lũy đi ngang** (VN-Index hồi phục 6.7% và tích lũy đi ngang quanh 560 điểm từ 24/8/2015 đến 30/9/2015): Sau đợt sụt giảm mạnh, thị trường hồi phục nhanh chóng cùng với hoạt động bắt đáy và giúp chỉ số tăng về sát ngưỡng 570 điểm. Tuy nhiên thanh khoản ở mức thấp, thị trường không có thông tin hỗ trợ nên không vượt qua được ngưỡng cản quan trọng tại 575 điểm mà tích lũy đi ngang trên 560 điểm đến hết tháng 9. Thanh khoản bình quân giảm mạnh chỉ đạt 2.000 tỷ/phần. Khối ngoại tiếp tục rút ròng vốn, thông qua hoạt động thoái vốn qua giao dịch thỏa thuận.

**Đồ thị 20: Diễn biến VN-Index**



Nguồn: HSX, Bloomberg, BSC Research

**Đồ thị 21: Diễn biến HNX-Index**



Nguồn: HNX, Bloomberg, BSC Research

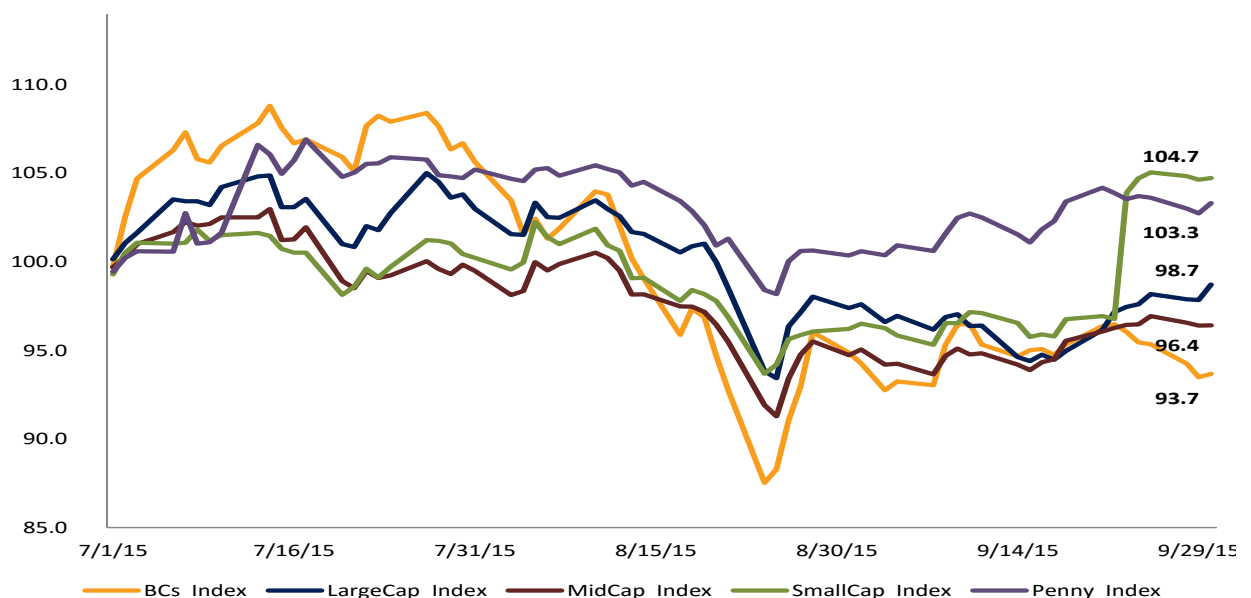
Thị trường tiếp tục biến động phức tạp trong 9 tháng đầu năm với 2 đợt tăng và giảm điểm kế tiếp nhau kéo dài điểm kéo dài 2.5 tháng. Bất chấp kinh tế vĩ mô ổn định và chuyển biến tích cực, cùng với hoạt động kinh doanh của các Doanh nghiệp vẫn đang cải thiện, thị trường vẫn đang có những biến động mạnh và khó lường. Biến động phức tạp này đến từ sự đi xuống của kinh tế Trung Quốc và những hệ lụy từ việc hỗ trợ thị trường chứng khoán và phá giá đồng NDT của NHTW Trung Quốc. Đây cũng diễn biến của thị trường chứng khoán thế giới trong 2 tháng qua.

**Chuyển động của các nhóm ngành trong quý III, cổ phiếu Small Cap và Penny tăng điểm tốt hơn so với thị trường.** Nhóm cổ phiếu Bluechips vượt trội và dẫn dắt thị trường trong tháng 7, tuy nhiên nhóm cổ phiếu này giảm rất mạnh trong tháng 8 và kết thúc quý với mức giảm 6%. Những nhóm cổ phiếu có quy mô lớn và vừa đều có mức giảm điểm lần lượt -1.4% và -3.2% với Large Cap và MidCap. Chỉ có Small Cap và Penny đi ngược xu thế với mức tăng lần lượt là 5.4% và 3.8%. Sau 7 tháng dẫn dắt xu hướng thị trường nhóm Bluechips đã không còn duy trì được vị trí tăng điểm, và đang có mức giảm mạnh hơn thị trường. Nhóm cổ phiếu này có thời điểm giảm 12.5% tại phiên giao dịch



24/8 và cũng là thời điểm thị trường lập đáy 526.9 điểm. Những nhóm cổ phiếu lớn và vừa cũng đều giảm điểm do nhiều cổ phiếu này nằm trong danh mục ETF và danh mục đầu tư nước ngoài bị bán ra. Ngược lại, những nhóm cổ phiếu nhỏ và penny lại có xu hướng vận động ngược chiều với thị trường khi không bị ảnh hưởng từ khối đầu tư nước ngoài và vẫn thu hút được dòng tiền đầu tư nội. Kết thúc 9 tháng, vị trí các ngành đã có sự thay đổi rõ rệt so với vị trí các của 6 tháng, theo đó nhóm Bluechips từ vị thế dẫn đầu với mức tăng 9.8% trở thành nhóm có mức tăng trưởng thấp nhất với mức tăng 1.8%; nhóm Penny và Small Cap là 2 nhóm có mức tăng điểm mạnh nhất lần lượt 15.4% và 11.8%, theo sau là nhóm cổ phiếu LargeCap và MidCap với mức tăng lần lượt 5,5%, và 4,5%. Sự tăng giảm mạnh của nhóm Bluechips cũng cũng lý giải cho việc VN-Index tăng giảm trời sụt trong 9 tháng đầu năm.

**Đồ thị 22: Biến biến của các nhóm cổ phiếu trong 6 tháng đầu năm**

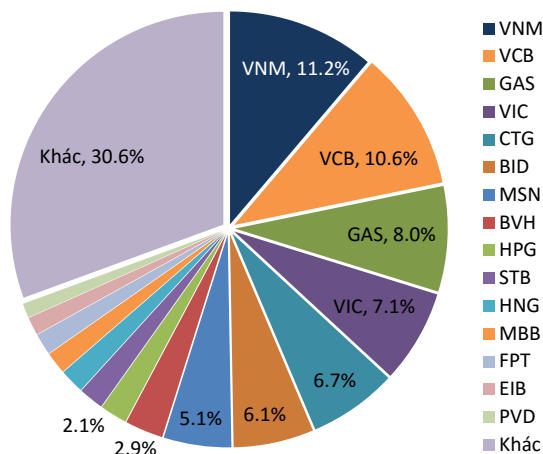


*Nguồn: Bloomberg, BSC Research*

**Các cổ phiếu Ngân hàng vẫn có tỷ trọng lớn nhất, nhưng không còn duy trì được tầm ảnh hưởng lớn đến xu hướng thị trường như 6 tháng đầu năm.** 15 cổ phiếu có quy mô lớn nhất chiếm 69.4% tỷ trọng vốn hóa toàn thị trường, giảm 1.5% so với tỷ trọng cuối tháng 6. 6 cổ phiếu Ngân hàng trên HSX chiếm tỷ trọng 28.4% mức vốn hóa thị trường, giảm 1.1% so với tháng 6. Quy mô vốn hóa của nhóm cổ phiếu dẫn đầu thị trường do vậy giảm chủ yếu từ sự sụt giảm của nhóm cổ phiếu Ngân hàng. Trong nhóm 5 cổ phiếu đứng đầu, VNM đã vượt qua VCB (11.2%) và GAS (8%) để đứng đầu với tỷ trọng 11.2%, trong khi đó VIC (7.1%) cũng vượt qua CTG (6.7%) để đứng thứ 4. Đến cuối tháng 9, các cổ phiếu Ngân hàng đã không còn duy trì được vị thế quy mô vốn hóa vượt trội trong 6 tháng đầu năm tuy nhiên 6 ngân hàng niêm yết trên HSX đều nằm trong nhóm 15 cổ phiếu có mức vốn hóa lớn nhất.

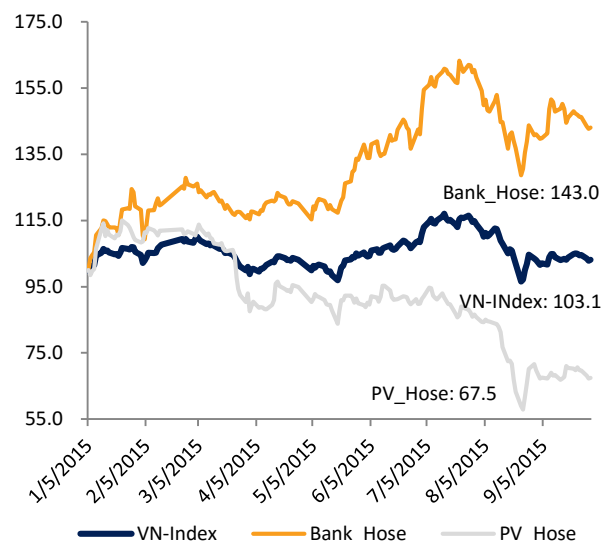
Dù vậy, nhóm cổ phiếu Ngân hàng trên HSX vẫn duy trì hiệu suất tốt nhất, tăng trưởng 42.4%, đóng góp 43.5 điểm cho VN-Index từ đầu năm. Biến động khá mạnh trong quý 3, nhóm cổ phiếu Ngân hàng vẫn kịp hồi phục và chỉ góp 2.9 điểm giảm cho VNIndex (BID +4 điểm, CTG +0.6 điểm, VCB – 5.5 điểm, STB -1.4 điểm, EIB – 0.6 điểm và MBB -0.01 điểm), tích cực hơn nhiều khi so với mức góp -17.3 điểm giảm của GAS. Nhóm cổ phiếu Ngân hàng vẫn tiếp tục duy trì vị thế hàng đầu khi có mức tăng 43% vượt xa mức tăng 3.1% của toàn thị trường. Nhóm dầu khí tiếp tục đà suy giảm khi giảm thêm 22.3% so với quý 2 và giảm 32.5% so với đầu năm. Mức giảm trong quý 3 của 2 cổ phiếu chủ chốt nhóm dầu khí trên Hose lần lượt 27.7% và 22.9%, góp cho VN-Index -17.3 điểm và - 2 điểm.

**Đồ thị 23: Tỷ trọng 15 cổ phiếu lớn nhất trong VN-Index**



Nguồn: HSX, Bloomberg, BSC Research

**Đồ thị 24: Diễn biến các ngành chủ chốt trong VN-Index**



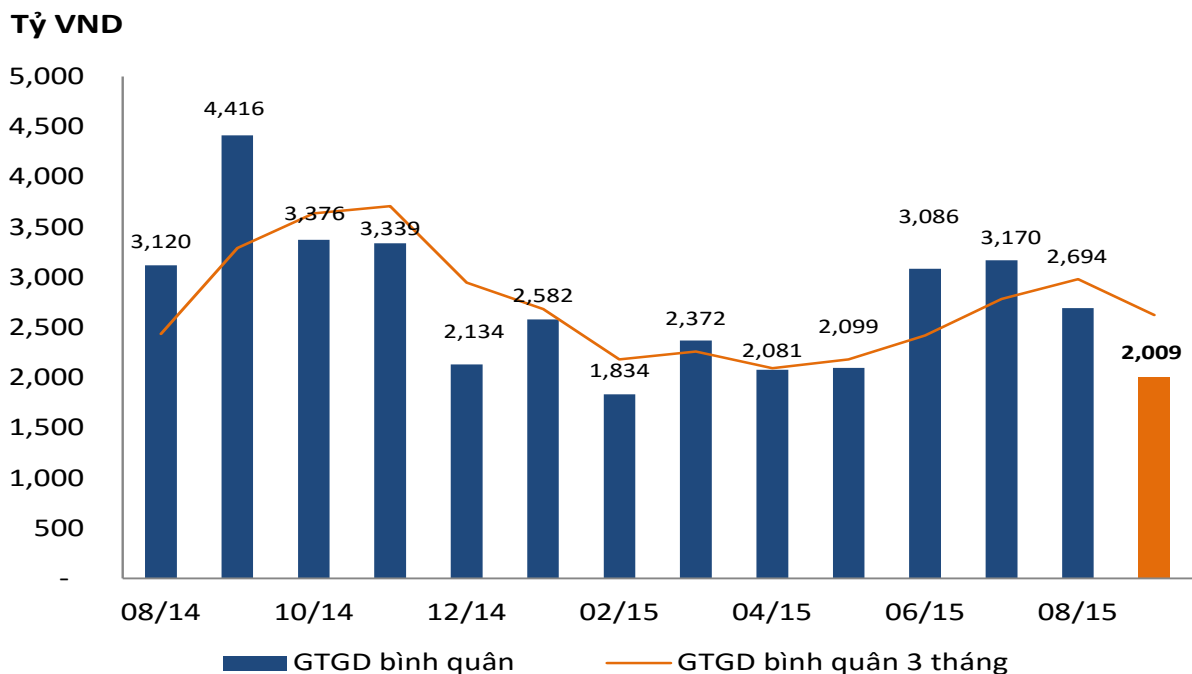
Nguồn: HSX, Bloomberg, BSC Research

Xét tổng thể các cổ phiếu lớn biến động tiêu cực đã chỉ số khiến trời sụt trong quý 3. Tuy nhiên khi đánh giá mức độ ảnh hưởng của các nhóm cổ phiếu chủ chốt thì chính nhóm cổ phiếu dầu khí mới là nguyên nhân khiến thị trường giảm mạnh và hồi phục không đáng kể.

Quy mô vốn hóa thị trường đạt 1,240 nghìn tỷ tương 55.1 tỷ USD, giảm 0.6% so với quý II (giảm 3.5% về vốn hóa quy đổi USD). Trong quý III có 15 doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn, trong đó có 5 Doanh nghiệp niêm yết trên Hose và 10 Doanh nghiệp niêm yết trên HNX. Tổng giá trị vốn hóa niêm yết mới là 32 nghìn tỷ hay 1.43 tỷ USD, tiêu biểu gồm có HNG 895 triệu USD, PHP 346 triệu USD, DWG 49 triệu USD, LDG 47 triệu USD. Hoạt động phát hành tăng vốn, và niêm yết bổ sung cũng đạt trên 600 triệu USD vốn hóa với

các cổ phiếu tiêu biểu BID 386 triệu USD, TSC 66 triệu USD, FLC 23 triệu USD, IDI 16 triệu USD, FIT 13 triệu USD, .... Hoạt động niêm yết mới, niêm yết bổ sung, phát hành tăng vốn quý 3 bù đắp được mức sụt giảm vốn hóa thị trường khi giá giảm tuy nhiên giá trị vốn hóa quy đổi USD lại sụt giảm mạnh do NHNN điều chỉnh giảm giá VND.

### Đồ thị 25: Giá trị giao dịch bình quân các tháng

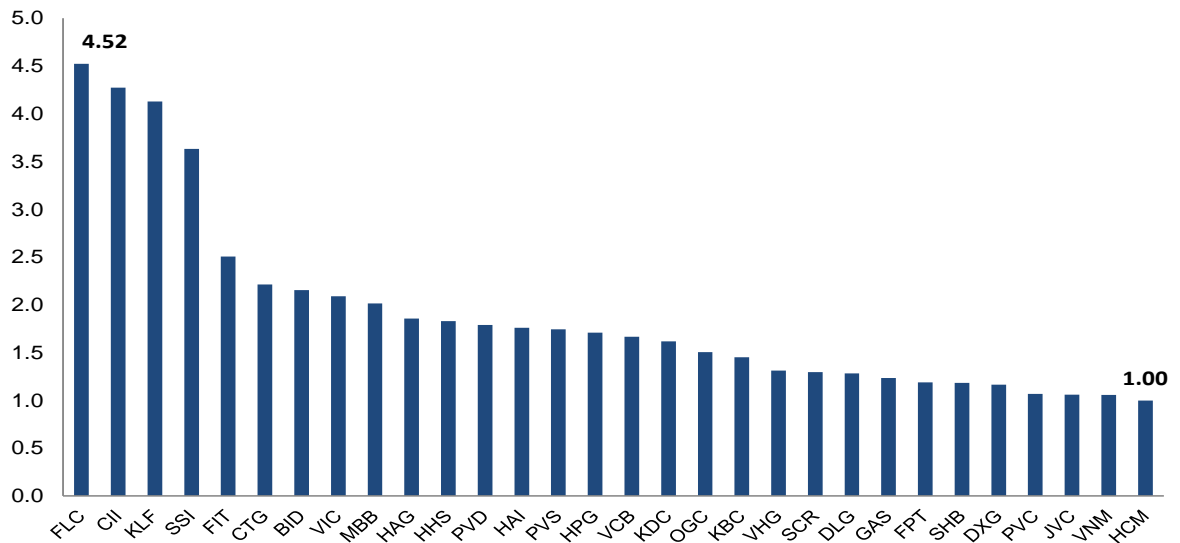


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Thanh khoản bình quân quý 3 đạt 2,624 tỷ/phiên, tăng 8.3% so với quý II tuy nhiên thanh khoản 9 tháng vẫn giảm 17% so với cùng kỳ 2014 và chỉ đạt 2.436 tỷ/phiên.**

Thanh khoản thị trường có cải thiện trong quý III, đặc biệt là vào tháng 7 thời điểm kỳ vọng nhiều về khả năng hoàn thành đàm phán TPP và mở room cho nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, thanh khoản có xu hướng giảm dần trong các tháng 8 và 9 do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trong nước và ngoài nước trước diễn biến thị trường thế giới và bất ngờ trước chính sách điều hành kinh tế vĩ mô Trung Quốc. Thanh khoản tháng 9 là một trong 2 tháng thanh khoản thấp nhất trong 12 tháng gần nhất và trái ngược thanh khoản tốt nhất của tháng 9/2014. Trong 9 tháng, thanh khoản đã giảm 17% so với cùng kỳ 2014, mức giảm tăng thêm 3% so với mức giảm ghi nhận tại thời điểm 6 tháng đầu năm.

**Đồ thị 26: Cổ phiếu có thanh khoản trên 1 triệu USD trên 2 sàn**



*Nguồn: Bloomberg, BSC Research*

**Thanh khoản giảm sút khiến số lượng các cổ phiếu thanh khoản trên 1 triệu USD cũng giảm từ 35 xuống 31 cổ phiếu.** Trong nhóm cổ phiếu dẫn đầu về thanh khoản có sự đảo lộn khi chỉ có FIT giữ được vị trí đứng đầu 4.52 triệu USD/phiên, CII (4.2 triệu USD/phiên) và KLF (4.1 triệu USD/phiên) giữ 2 vị trí thứ 2 và 3, đẩy SSI (3.6 triệu USD/phiên) xuống vị trí thứ 4. Mặt khác, khoảng cách thanh khoản giữa các cổ phiếu dẫn đầu và nhóm còn lại cũng được rút ngắn từ 2.2 triệu USD xuống còn 0.3 triệu USD. Trong bối cảnh thanh khoản giảm sút, dòng tiền phân bổ đều vào các cổ phiếu khác nhau và giảm giao dịch ở các cổ phiếu “siêu thanh khoản”. Ngoài ra cũng có nhiều cổ phiếu cải thiện vị trí, hoặc xuất hiện mới trong danh sách khi có thanh khoản tăng đột biến trong quý III phải kể đến trường hợp CTG (2.2 triệu USD/phiên), HAI (1.7 triệu USD/phiên), DXG (1.1 triệu USD/phiên) và JVC (1.0 triệu USD/phiên).

Tính đến cuối tháng 9, đầu tư nước ngoài đang sở hữu 12.9 tỷ USD vốn hóa tại thị trường Việt Nam, chiếm tỷ trọng 23,6% toàn thị trường. Ngược với xu thế bán ròng của nhiều nước khu vực, khối ngoại vẫn mua ròng trên thị trường tại thị trường Việt Nam. Đợt điều chỉnh tỷ giá vào tháng 8 đã gây thiệt hại không nhỏ cho danh mục đầu tư của khối ngoại.

**Bảng 6: Dòng vốn ngoại giao dịch ở 1 số thị trường trong khu vực (đơn vị: Triệu USD)**

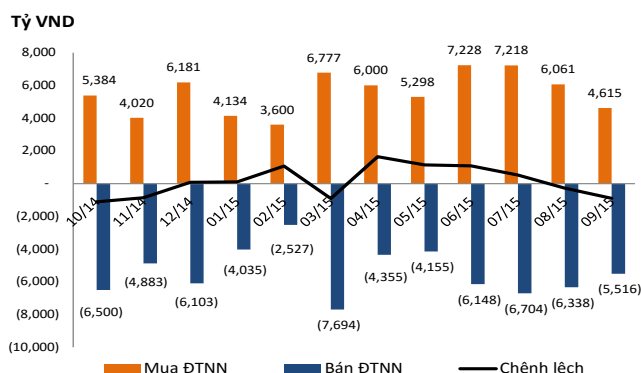
Quốc gia	Tháng 9	Quý 3	9 tháng 2015
India	(895)	(2,610)	3,574
Indonesia	(499)	(1,197)	(884)
Japan	(20,063)	(34,292)	(1,043)
Phillipine	(706)	(1,287)	(873)
Korea	(1,611)	(6,932)	431
Sri Lanka	1.3	(34)	(20)
Taiwan	(18)	(3,144)	3,135
Thailand	(584)	(2,605)	(3,072)
China	(141,660)	(266,280)	(475,070)
Pakistan	(22)	(107)	(179)
<b>Vietnam</b>	<b>(-40)</b>	<b>(28)</b>	<b>163</b>

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Khối ngoại bán ròng 563 tỷ trong quý 3, giảm 53% so lượng bán ròng cùng kỳ.** Trong 9 tháng, khối ngoại mua ròng 4,245 tỷ, giảm 27.3% so 9 tháng năm 2014. Thị trường chứng khoán Việt Nam là một trong số ít các thị trường thu hút vốn ròng kể từ đầu năm.

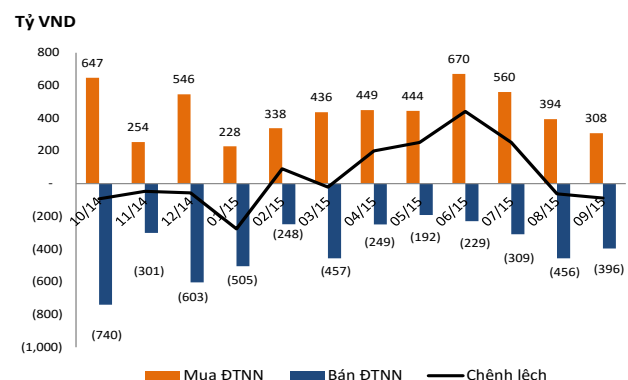
Khối ngoại mua ròng 765 tỷ trong tháng 7 và bán ròng 339 tỷ và 989 tỷ trong tháng 8 và tháng 9. Cùng với xu thế vốn ngoại rút ròng của các nước trong khu vực, dòng vốn ngoại rút ở thị trường Việt Nam trong quý 3, và đặc biệt trong tháng 9. Dù vậy, Thị trường chứng khoán Việt Nam là một trong 4 nước có hoạt động mua ròng của khối ngoại trong số 11 nước khu vực có số liệu thống kê kể từ đầu năm.

**Đồ thị 27: Diễn biến giao dịch khối ĐTNN trên HSX**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Đồ thị 28: Diễn biến giao dịch khối ĐTNN trên HNX**

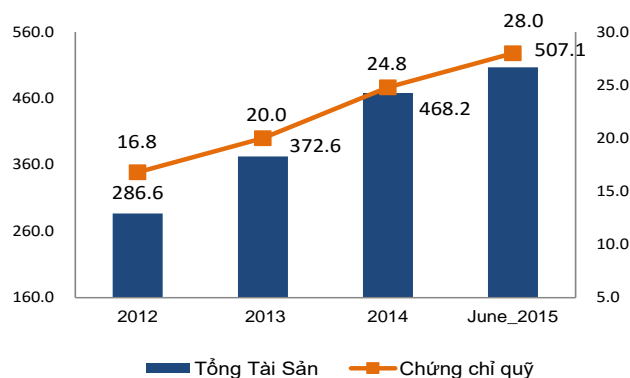


Nguồn: Bloomberg, BSC Research



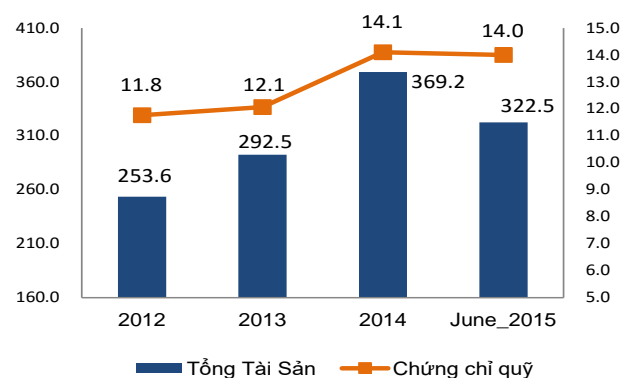
**Khối ETF bán ròng 167 tỷ trong số bán ròng 989 tỷ của khối ngoại trong tháng 9.** Trong 9 tháng 2015, ETF VNM (Vietnam market vector) phát hành được 1.55 triệu chứng chỉ (39.1 triệu USD) tương đương mua vào 679 tỷ. FTSE VN (FTSE Vietnam Index) phát hành được 1.57 triệu chứng chỉ (38.3 triệu USD) tương đương mua 859 tỷ. 2 Quỹ ETF có sự lệch pha nhau trong khi Quỹ ETF VNM tăng được quy mô đều trong các tháng và giảm quy mô 2 đợt từ 19/3 đến 9/4 và 31/7 đến 18/9 thì ETF FTSE VN không tăng được quy mô trong 6 tháng đầu năm nhưng lại tăng quy mô được trong tháng 7, 8 và 9. Động thái này xuất phát từ các chính sách điều hành kinh tế có khuynh hướng trái chiều của Ngân hàng Trung Ương Mỹ và EU, cũng như diễn biến của thị trường chứng khoán 2 khu vực này.

**Đồ thị 29: Tổng TS và chứng chỉ quỹ VNM**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Đồ thị 30: Tổng TS và chứng chỉ quỹ FTSE VN**



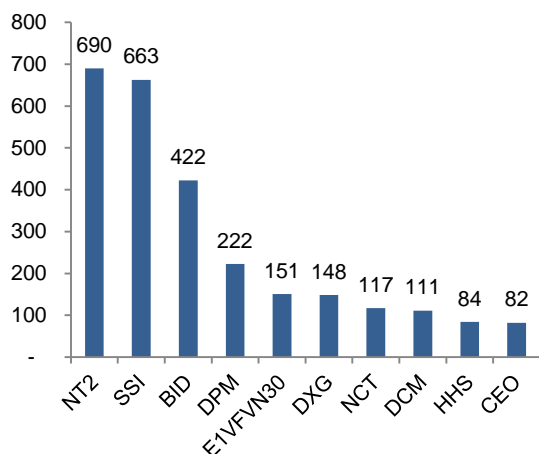
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Khối ngoại mua vào NT2, SSI, BID và DPM trong khi bán ra HAG, VIC, BIC, và KDC,** hoạt cơ cấu danh mục trong quý III cũng giúp nhiều cổ phiếu được mua ròng, trong đó NT2 được ETF VNM thêm mới mua ròng 690 tỷ; thông tin mở room cũng giúp SSI được khối ngoại mua ròng 663 tỷ. Do tính toán nhằm tỷ trọng cổ phiếu tự do chuyển, 2 ETF cũng đã mua vào BID, góp một nửa trong giá trị mua ròng 422 tỷ của khối ngoại trong quý 3. Xu thế mua ròng mạnh của các cổ phiếu Ngân hàng trong quý 2 được thay thế bởi các cổ phiếu phân bón (DPM và DCM) và các cổ phiếu ngành bất động sản (DXG, CEO). Ở chiều ngược lại, khối ngoại đẩy mạnh bán HAG với giá trị 1,023 tỷ, liền sau là VIC (675 tỷ), BCI (430 tỷ) và KDC (418 tỷ). Đây là những trường hợp thoái vốn khá tiêu biểu: (1) hoạt động kinh doanh chủ chốt không rõ ràng với HAG, KDC; (2) thoái vốn do chuyển đổi trái phiếu quốc tế với VIC và (3) Thoái vốn do hoạt động M&A với BCI.

**Số tài khoản nước ngoài mở mới trong quý 3 là 345, nâng tổng số tài khoản lên 18,301, tăng 4.2% so với 2014.** Nhà đầu tư nước ngoài đã mở mới 345 tài khoản trong quý 3 gần tương đương với số tài khoản mở trong 6 tháng đầu năm, trong đó 242 tài khoản cá nhân và 103 tài khoản tổ chức. Số tài khoản mở mới tăng từ 2.2% trong tháng 6 lên mức 4.2% tháng 9 so với cuối năm 2014. Tốc độ mở tài khoản tăng đột biến trong quý

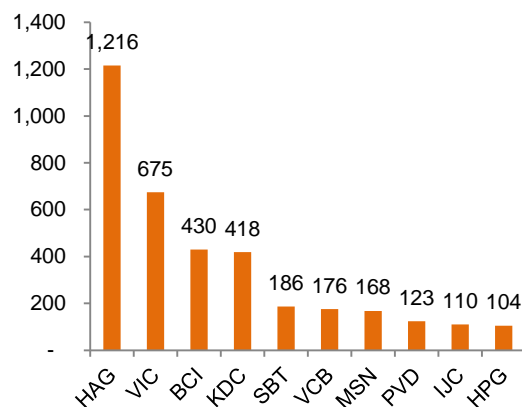
III do Chính phủ ban hành Nghị định 60 nói tỷ lệ đầu tư nước ngoài tại các Doanh nghiệp Việt Nam.

**Đồ thị 31: 10 cổ phiếu NN mua ròng quý 3**



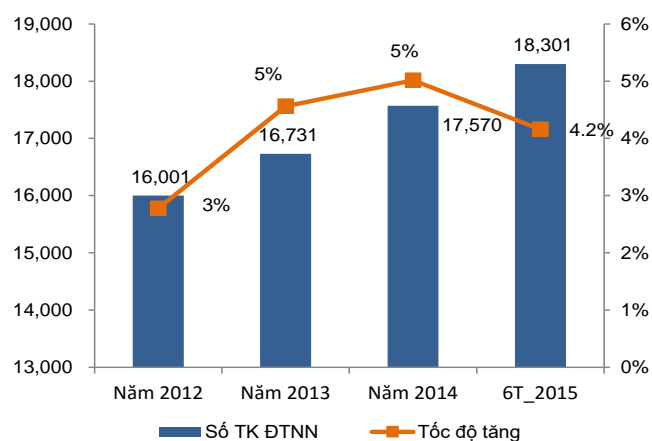
Nguồn: BSC Research

**Đồ thị 32: 10 cổ phiếu NN bán ròng quý 3**



Nguồn: BSC Research

**Đồ thị 33: Số tài khoản nước ngoài mở mới**



Nguồn: BSC Research

## Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2015Q4

### 1. Các yếu tố ảnh hưởng đến TTCK

#### **Yếu tố Vĩ mô**

Kinh tế vĩ mô tiếp tục ổn định và tăng trưởng tốt trong 9 tháng đầu năm qua một loạt các thông số quan trọng. GDP quý sau cao hơn quý trước, ước cả năm tăng trên 6.5% cao nhất trong 8 năm với 2 động lực từ sản xuất công nghiệp và bán lẻ. Lạm phát thấp nhất trong 10 năm gần đây mở mức 0.4%. Đầu tư FDI tăng mạnh và tăng trưởng tín dụng ở mức cao nhất kể từ 2011. Những thành tựu đạt được cũng được Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) ghi nhận và điều chỉnh nâng dự báo tăng trưởng của Việt Nam lên mức 6.5% năm 2015 và dự báo khoảng 6.6% vào năm 2016.

Các tổ chức nghiên cứu khác cũng có cái nhìn khá tích cực về kinh tế vĩ mô Việt Nam. Theo bloomberg, nền kinh tế Việt Nam được hưởng lợi từ giá dầu rẻ, lạm phát thấp kích thích nhu cầu tiêu thụ nội địa. Ngân hàng nhà nước thêm không gian để nới lỏng chính sách tiền tệ và điều tiết phù hợp với tình hình hiện tại. TPP thông qua đầu tháng 10 sẽ là động lực tăng trưởng mới cho Việt Nam. Viện nghiên cứu chính sách Mỹ (PPI) cũng nhận định Việt Nam có nhiều khả năng nhận được những lợi ích đáng kể từ việc tham gia TPP. Một nghiên cứu của Viện kinh tế quốc tế Peterson dự đoán thu nhập người Việt Nam có thể tăng thêm 13%, xuất khẩu tăng 37% và TPP sẽ đóng góp thêm 11% vào GDP của Việt Nam trong năm 2025.

Tuy vậy, những thay đổi trong chính sách tỷ giá Trung Quốc cũng đã tạo ra áp lực điều chỉnh giá của VND trong tháng 8, PMI cũng giảm sút lần đầu trong hơn 2 năm qua khi giảm xuống dưới 49.5 điểm. Các vấn đề thâm hụt ngân sách và nợ công tiếp tục vẫn còn là rủi ro của nền kinh tế. Theo Bank America, nợ công của Việt Nam rủi ro thứ 12 thế giới.

Tựu chung lại, trong bối cảnh nền kinh tế thế giới có dấu hiệu đi xuống do tăng trưởng chậm của kinh tế đầu tàu như Trung Quốc và Nhật Bản, kinh tế Việt Nam đang là điểm sáng trong khu vực và trong nhóm thị trường mới nổi. Theo dữ liệu của IMF, Việt Nam là một trong 5 quốc gia có mức tăng trưởng 1 năm qua mạnh hơn mức tăng trưởng trung bình kể từ năm 2010. Những thành tựu đạt được trong năm 2015 rất đáng ghi nhận nhưng cũng đặt ra nhiều thách thức về trong việc điều hành chính sách vĩ mô những tháng còn lại trong bối cảnh thị trường thế giới còn tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro khi các quốc gia lớn điều chỉnh chính sách vĩ mô.

#### **Yếu tố thông tin thị trường**

**Hiệp định TTP còn ảnh hưởng đến thị trường trong quý 4 cho dù đã qua giai đoạn phản ứng tâm lý, ngày 5/10, Bộ trưởng 12 nước tham gia Hiệp định TPP đã tuyên bố kết**

thúc đàm phán sau 5 năm đàm phán căng thẳng, giúp mở ra một khu vực thương mại tự do rộng lớn chiếm tới 40% GDP toàn cầu và 30% thương mại toàn cầu. Cho dù TPP vẫn cần một khoảng thời gian để chính thức có hiệu lực tại tất cả các thành viên sau khi đạt được thoả thuận cơ bản chung. Các nhóm ngành hưởng lợi như Dệt may, Da giày, Thủy sản, Gỗ, phân phối ô tô, khu công nghiệp, cảng biển, ... sẽ được hưởng lợi, ngược lại các ngành như mía đường, dược, nông sản, ... sẽ gặp nhiều khó khăn khi hiệp chính thức có hiệu lực. Thị trường chứng khoán phản ứng khá tích cực với các thông tin trên. Tuy nhiên, phản ứng tâm lý trước thông tin sớm qua đi dù vậy các nhóm cổ phiếu được hưởng lợi sẽ còn tiếp tục có vận động giá tích cực cùng với sự chuyển biến từ kết kinh doanh trong thời gian tới.

**Rủi ro từ việc FED tăng lãi suất không quá lớn,** FED giữ nguyên lãi suất trong kỳ 16-17/9 vừa qua do lạm phát còn quá thấp, nền kinh tế chưa thật hồi phục và tình hình kinh tế thế giới, đặc biệt là Trung Quốc, đáng quan ngại. Kết thúc cuộc họp, chủ tịch FED, bà Yeleen khẳng định tinh thần thông cáo, theo đó phần lớn các thành viên FOMC vẫn đánh giá triển vọng kinh tế Mỹ theo chiều hướng tích cực. Bà cũng nhấn mạnh các yếu tố bất định từ bên ngoài gia tăng có tác động nhẹ tới diễn biến lạm phát nhưng không phải là yếu tố căn bản thay đổi quan điểm FOMC. Trung Quốc được nhắc đến trong mối quan hệ chung của kinh tế toàn cầu, đặc biệt kinh tế mới nổi trong khu vực, chứ không phải mối quan ngại của Mỹ. Sau đó 1 tuần trong buổi phát biểu tại Đại học Massachusetts ngày 24/9, Chủ tịch FED cho biết, Ngân hàng trung ương Mỹ giữ nguyên ý định nâng lãi suất vào cuối năm. Bài phát biểu có đoạn : “Hầu hết các thành viên Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC), kể cả tôi, đều tin rằng sẽ đạt được mọi điều kiện cần thiết để có thể tăng lãi suất lần đầu tiên vào cuối năm nay, sau đó là lộ trình thắt chặt chính sách tiền tệ một cách từ từ. Tuy nhiên, nếu nền kinh tế khiến chúng ta ngạc nhiên, đánh giá về chính sách tiền tệ của chúng tôi sẽ thay đổi”.

Từ nay đến cuối năm FMOC sẽ còn 2 phiên họp vào 27-28/10 hoặc 15-16/12 sẽ đặt FED đứng trước 3 lựa chọn (1) tăng lãi suất vào phiên họp tháng 10; (2) tăng lãi suất vào tháng 12; hoặc (3) lùi việc tăng lãi suất sang 2016 nếu kinh tế có dấu hiệu gây ngạc nhiên. FED tăng lãi suất do vậy chỉ còn vấn đề thời gian, và việc FED tăng lãi suất sẽ vẫn gây xáo trộn ngắn hạn trên thị trường tiền tệ và tài chính thế giới. Dòng vốn đầu tư nước ngoài thực tế đã có dấu hiệu rút ròng mạnh ở các nước đang phát triển trong suốt tháng 8 và tháng 9. Xu thế này còn tiếp tục với quy mô nhỏ hơn sẽ vẫn diễn ra cho đến thời điểm FED tăng lãi suất. Chính sách của FED trong thời gian tới còn ảnh hưởng kể đến dòng vốn ngoại và tâm lý nhà đầu tư ở TTCK Việt Nam trong quý 4.

**Trung Quốc còn thực hiện các biện pháp hỗ trợ nền kinh tế.** Trong tháng 8, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBOC) đã thực hiện 3 lần điều chỉnh tỷ giá liên tiếp, đây là nỗ lực nhằm hỗ trợ hoạt động xuất khẩu, vực dậy nền kinh tế sau một loạt các giải pháp hạ lãi suất, giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc và phần nào đó theo lý do họ đưa ra muốn NDT có tính thị trường hơn. Động thái của PBOC khiến cho các nước khu vực đồng loạt điều chỉnh giảm

giá đồng nội tệ, kéo theo làn sóng thoái vốn của đầu tư nước ngoài ở các thị trường các nước phát triển. Để chặn đà suy giảm, chính phủ Trung Quốc đang thực hiện nhiều chính sách khác nhau để vực dậy nền kinh tế. Hoạt động điều chỉnh tỷ giá là một minh chứng, và những bước đi tiếp theo của chính phủ Trung Quốc tiếp tục thu hút sự quan tâm của thế giới, đặc biệt với các nước đang phát triển.

Ngoài ra, kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm kéo theo tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới giảm sút, giá cả nguyên liệu và hàng hóa thế giới giảm sút. Giá năng lượng sẽ có nhiều biến động và còn ảnh hưởng đến kinh tế và thị trường chứng khoán thế giới.

**Các chính sách phát triển thị trường tạo nền tảng và nâng tầm thị trường chứng khoán Việt Nam.** Trên tinh thần Nghị định 60/2015/NĐ-CP ban hành ngày 26/6 và có hiệu lực 1/9, Bộ tài chính đã ban hành và chuẩn bị ban hành một loạt các Thông tư hướng dẫn như Thông tư 123/2015/TT-BTC hướng dẫn hoạt động đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán; Thông tư hướng dẫn chào bán chứng khoán ra công chúng, mua lại cổ phiếu, bán cổ phiếu quỹ và chào mua công khai (thay thế Thông tư số 204/2012/TT-BTC và Thông tư số 130/2012/TT-BTC); Thông tư hướng dẫn chi tiết một số điều về niêm yết và đăng ký giao dịch chứng khoán trên Sở GDCK (thay thế Thông tư 73/2013/TT-BTC và Thông tư 01/2015/TT-BTC); Thông tư hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán (thay thế Thông tư số 52/2012/TT-BTC). Đại diện Bộ tài chính, UBCKNN cũng đang tích cực làm việc với các Bộ ban ngành để tháo gỡ các vướng mắc liên quan đến hoạt động giao dịch của ĐTNN trên thị trường chứng khoán.

Hoạt động mở room cho nhà đầu tư nước ngoài đã được nhiều doanh nghiệp niêm yết thực hiện sau khi được Đại hội đồng cổ đông thông qua. Tuy nhiên vẫn còn nhiều Doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong các lĩnh vực kinh doanh có quy định hạn chế hoạt động đầu tư nước ngoài vẫn chưa thể thực hiện mở room do phải chờ danh mục tỷ lệ đầu tư nước ngoài của Bộ kế hoạch đầu tư. Quá trình chuẩn bị tích cực các Thông tư hướng dẫn của Bộ tài chính sẽ giúp cho thị trường minh bạch, dễ dàng tiếp cận thị trường với nhà đầu tư và các thành phần tham gia thị trường. Các cổ phiếu hết room và được mở room theo hướng dẫn của Bộ kế hoạch đầu tư sẽ là tâm điểm của thị trường trong quý 4 và quy định mới này cũng giúp thị trường thu hút được dòng vốn ngoại tham gia cơ cấu thị trường chứng khoán, thị trường nợ và đẩy mạnh vào hoạt động M&A.

Bên cạnh đó, UBCKNN cũng lấy ý kiến về thông tư thay thế Thông tư 74/2011/TT-BTC ngày 1/6/2011 hướng dẫn về giao dịch chứng khoán. Dự thảo quy định NĐT được thực hiện giao dịch mua bán (mua trước - bán sau hoặc bán trước - mua sau) trong ngày với các cổ phiếu trong VN30 và HNX30. UBCK cũng thông báo về kế hoạch triển khai chu kỳ thanh toán từ 9h ngày T+3 về 16h30 ngày T+2 áp dụng kể từ ngày 1/1/2016. Hoạt động điều chỉnh này cũng nằm trong kế hoạch giúp thị trường tiến sát với quy định theo thông lệ thế giới, và những cải cách cần thiết để tổ chức giám sát MSCI xem xét đưa Việt Nam vào nhóm các thị trường mới nổi.



**Yếu tố Đầu tư nước ngoài**

**Khối ngoại nắm giữ 12.9 tỷ USD, chiếm 24% tổng giá trị toàn thị trường.** Khối ngoại nắm giữ lần lượt 12 tỷ USD và 0.9 tỷ USD trên lần lượt HSX và HNX. So với quý 2, giá trị của khối ngoại giảm -1.4%, tuy nhiên tỷ trọng nắm giữ cũng chỉ tăng 1% so với quý 1. Khối ngoại có tầm ảnh hưởng khá mạnh lên thị trường trong 9 tháng, hoạt động mua vào giúp thị trường tăng và thị trường giảm mạnh khi khối ngoại thoái vốn và các ETF giảm quy mô. Khối ngoại có hoạt động bán ròng trong quý 3, giảm 53% so với cùng kỳ. Nếu so với các thị trường trong khu vực, TTCK Việt Nam vẫn là một trong số ít các quốc gia thu hút được vốn ròng của khối ngoại.

**Chính sách từ FED và PBOC đang có ảnh hưởng mạnh đến sự dịch chuyển của các dòng vốn quốc tế.** Theo số liệu của Tổ chức tài chính quốc dựa vào số liệu 30 quốc gia, Nhà đầu tư đã rút 540 tỷ USD từ các thị trường đang phát triển trong năm 2015. Dòng vốn đầu tư cũng giảm giảm nữa so với cùng kỳ đạt 548 tỷ USD, thấp hơn cả mức thấp kỷ lục ghi nhận trong cuộc khủng hoảng năm 2008. Quỹ ETF cũng rút ròng 12/13 tuần gần đây với giá trị 12 tỷ USD khi mức thua lỗ đến 5.6 tỷ USD. Nhà đầu tư đã rút 6.1 tỷ USD từ các quỹ ETF Mỹ đầu tư tại các nước phát triển trong quý III. Số liệu này cho thấy dòng vốn ngoại đang có xu hướng rút rất mạnh ở các thị trường phát triển. Quá trình này sẽ tiếp tục diễn ra cho tới khi FED tăng lãi suất. Thị trường sẽ cần nhiều tháng để ổn định và đánh giá lại rủi ro trước khi có thể mở rộng đầu tư ở các thị trường nhiều rủi ro như thị trường mới nổi và thị trường biên. Dù vậy, kinh tế Việt Nam là một trong những điểm sáng trong nhóm các nước đang phát triển, và có cơ hội thu hút dòng vốn ngoại nhiều hơn nhờ Nghị định 60.

**Yếu tố cơ bản của thị trường**

Xét về P/E, P/E của VN-Index và HNX-Index lần lượt ở mức 11 và 9 lần, thấp hơn 12% và 19% so với quý II, và thấp hơn 27% và 40% so với mức trung bình của các nước trong khu vực. P/E của VN-Index giữ nguyên vị trí thứ 5 trong khi HNX-Index cải thiện 1 vị trí đứng thứ 3 trong số 20 thị trường khu vực trong tháng 9/2015. P/E của thị trường Việt Nam đang giảm mạnh hơn so với khu vực do sự cải thiện KQKD trong quý II. Cùng với sự tích cực của nền kinh tế, nhiều doanh nghiệp sẽ công bố KQKD quý 3 trong tháng 10, P/E thị trường sẽ tiếp tục được cải thiện vị trí trong tháng 10.

Xét về P/B, P/B của VN-Index và HNX-Index lần lượt 1.7 và 1.0, tương đương mức bình quân 1.6 so với mức bình quân của 20 thị trường khu vực.

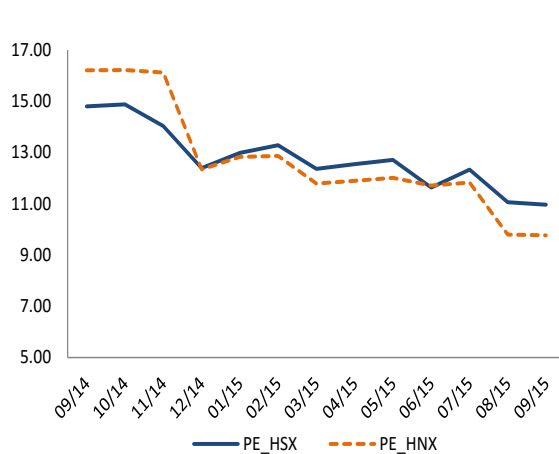
Xét về 2 chỉ tiêu cơ bản P/E và P/B, mặt bằng cổ phiếu của thị trường Việt Nam vẫn đang ở mức hợp lý so mặt bằng khu vực.

Kết quả kinh doanh cải thiện theo đà tăng trưởng của kinh tế vĩ mô, tiềm năng tăng trưởng quy mô và thanh khoản của thị trường, khả năng tiếp cận thị trường dễ dàng hơn đang là điểm hấp dẫn của thị trường so với nhiều năm trước đây. Ngoài ra hoạt động cổ



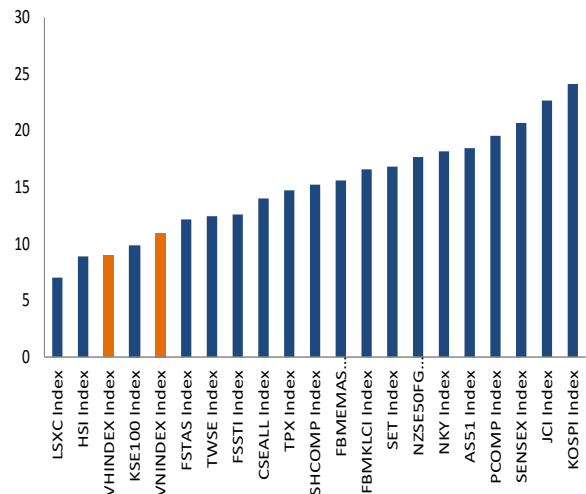
phần hóa đang được triển khai quyết liệt, cùng với cánh cửa M&A đang mở rộng với vốn ngoại giúp TTCK Việt Nam có nhiều cơ hội thu hút nhiều nhà đầu tư tài chính trên thế giới.

**Đồ thị 34: Diễn biến chỉ số P/E 2 sàn**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Đồ thị 35: Chỉ số P/E của Việt Nam so với các nước trong khu vực**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## 2. Triển vọng TTCK quý 4/2015

Diễn biến thị trường trong quý 3 đã giống như dự báo của chúng tôi tại cuối quý 2, theo đó: “Thị trường chứng khoán được dự báo sẽ có tăng trưởng mạnh nửa đầu tháng 7, điều chỉnh tích lũy trong tháng 8 và sẽ tăng trở lại trong tháng 9 cho danh mục đầu tư của khối ngoại”. Tuy nhiên hoạt động điều chỉnh rất mạnh trong tháng 8 lại nằm ngoài tiên liệu do yếu tố bất ngờ từ điều chỉnh tỷ giá của Trung Quốc.

Trong quý 4, xu hướng ngắn được dự báo khả quan, trong khi đó trung hạn chỉ duy trì ở mức trung tính. Thị trường chứng khoán sẽ có đà tăng điểm tốt trong nửa đầu tháng 10 nhờ thông tin KQKD và hiệu ứng TPP. Thị trường bước vào đợt điều chỉnh giảm điểm trong tháng 11, hồi lại tích lũy vào tháng 12. Vùng giá dự báo cuối năm nằm trong khoảng 580 điểm  $\pm$  5% vào cuối năm 2015.

Chu kỳ kinh tế Việt Nam có sự lệch pha với kinh tế của các nước đang phát triển, theo đó kinh tế của Việt Nam đang cải thiện và đi lên trong khi các nước đang phát triển lại đang có chiều hướng đi xuống. Bên cạnh đó dòng vốn rẻ quốc tế đang có sự dịch chuyển mạnh về các nước phát triển trước thời điểm FED nâng lãi suất và những rủi ro tăng lên từ khu vực các nước đang phát triển khi nền kinh tế Trung Quốc đang giảm tốc và những hệ lụy gây ra do áp dụng các chính sách hỗ trợ nền kinh tế. Thị trường chứng khoán Việt Nam là một trong những thị trường hấp dẫn đầu tư nước ngoài nhờ vĩ mô ổn định và vẫn duy trì

được đà tăng trưởng tuy nhiên vẫn không nằm ngoài xu thế rút ròng của khối ngoại. Thị trường chứng khoán được dự báo sẽ tiếp tục tích cực trong nửa đầu tháng 10 khi nhà đầu tư nội khá hứng phấn trước thông tin TPP và thị trường bước vào mùa kết quả kinh doanh quý 3. Tuy nhiên, đà tăng điểm của thị trường trong tháng 10 khó giữ được lâu một khi không có yếu tố hỗ trợ từ dòng tiền, đặc biệt từ dòng vốn ngoại. Thị trường sẽ tiếp tục căng thẳng ngóng tin hiệu tăng lãi suất từ FED trong kỳ họp 27-28/10 hoặc 15-16/12. Chờ đợi quyết định của FED sẽ chia cắt mạch luân chuyển của dòng tiền làm giảm cơ hội tăng điểm và tăng yếu tố rủi ro của thị trường. Các chỉ số do vậy nhiều khả năng sẽ có điều chỉnh giảm giá trong tháng 11 bất chấp có sự cải thiện của kinh tế vĩ mô và mức độ định giá của thị trường đang khá hấp dẫn trong vài năm nay. Trong tháng 12, chúng tôi kỳ vọng sớm thấy dòng vốn nước ngoài, đặc biệt dòng vốn có tính chu kỳ ETF sẽ giúp thị trường tích cực trở lại.

So với nhận định khá lạc quan trên cơ sở đánh giá các yếu tố cơ bản và thị trường vào quý 2, khi cho rằng: *“VN-Index trên 600 điểm vào cuối năm 2015”* do BSC xây dựng đầu năm và có khả năng vượt qua 638 điểm trong năm 2014 cũng là đỉnh xác lập trong 8 năm qua. Quan điểm thị trường vào cuối năm có phần thận trọng, và cho rằng: **“Thị trường sẽ đóng cửa quanh vùng 580 điểm  $\pm$  5% vào cuối năm 2015”**.

### **Chiến lược đầu tư quý 4 và một số khuyến cáo**

Trong bối cảnh thiếu vắng dòng tiền lớn và dòng tiền khối ngoại, dòng tiền đã có xu hướng vận động vào những cổ phiếu vừa và nhỏ có cơ bản và thanh khoản thấp vào cuối tháng 9. Các nhóm cổ phiếu nhỏ và rất nhỏ cũng duy trì hiệu suất tốt hơn các nhóm cổ phiếu khác trong quý 3. Nhiều khả năng đây sẽ là diễn biến chính trong quý 4 với dự báo các chỉ số sẽ chỉ tiếp tục duy trì xu thế đi ngang. những nhóm cổ phiếu như Ngân hàng, dầu khí, và Tiêu dùng vẫn đóng vai trò chủ chốt trong việc xác lập mặt bằng giá cho thị trường. Dù vậy, các nhóm cổ phiếu này sẽ khó có thể đóng vai trò dẫn dắt thị trường khi thiếu vắng dòng vốn ngoại và dự báo sẽ chỉ vận động ổn định trong quý 4. Các ý tưởng đầu tư khái quát trong quý tới:

- Hiệp định TPP được thông qua, mặc dù còn mất thời gian có thể áp dụng ở các nước thành viên thì hiệu ứng sẽ xuất hiện ở nhiều lĩnh vực được hưởng lợi trực tiếp như các cổ phiếu hoạt động trong lĩnh vực xuất khẩu, nhất những ngành dệt may, thủy sản, da giày, .. những ngành lĩnh vực hạ tầng khu công nghiệp, cảng biển, ... Sau hiệu ứng ban đầu, các cổ phiếu vẫn tích cực theo kết quả kinh doanh được cải thiện theo quy mô sản xuất mở rộng.
- Câu chuyện mở room cho nhà đầu tư nước ngoài theo Nghị định 60 vẫn còn ảnh hưởng lớn đến thị trường. Ngoài các nhóm cổ phiếu chứng khoán được mở room thì vẫn còn khá nhiều cổ phiếu hết room vẫn phải chờ danh sách các ngành nghề giới hạn tỷ lệ đầu tư nước ngoài. Những cổ phiếu hết room được mở thêm room sẽ

là lớp cổ phiếu thứ 2 sẽ hưởng lợi và sau đó là lớp cổ phiếu được các quỹ ETF mua mới hoặc tăng tỷ trọng khi được mở room. Dù vậy câu chuyện này chỉ thực sự rõ nét khi dòng vốn ngoại quay trở lại và dự báo sẽ vào cuối năm nay.

- Thị trường bất động sản đang hồi phục mạnh mẽ, hoạt động xây mới và bán nhà được đẩy mạnh. Câu chuyện hạch toán doanh thu và lợi nhuận của các Doanh nghiệp trong ngành giúp triển vọng ngành sáng sủa. Chu kỳ tăng giá của nhóm cổ phiếu BĐS được kỳ vọng sẽ thay thế cho nhóm cổ phiếu Ngân hàng vào cuối năm nay và trong năm sau. Các cổ phiếu ngành xây dựng và vật liệu xây dựng cũng có nhiều cơ hội tăng giá vào cuối năm nay.
- Giá dầu duy trì ở mức thấp đang giúp gia tăng lợi nhuận của các Doanh nghiệp sản xuất sử dụng nhiều nguyên liệu đầu vào có nguồn gốc khí và dầu mỏ. Các cổ phiếu ngành nhựa (BMP, NTP), ngành điện (NT2), Hóa chất (PLC, CSV), Phân bón (DPM, DCM), ... sẽ tiếp tục thuận lợi trong quý 4.
- Trong trường hợp thị trường đi ngang như dự báo, các cổ phiếu vừa và nhỏ có kết quả kinh doanh nổi bật; các cổ phiếu beta thấp sẽ có nhiều lợi thế trong quý 4.

Thông tin chi tiết về cổ phiếu, NĐT tham khảo trong Báo cáo Triển vọng ngành 2015Q4.

## Dự báo VN-Index sử dụng mô hình định lượng

Trong [Báo cáo Chiến lược Vĩ mô và Thị trường chứng khoán – Triển vọng 2015Q3](#), BSC Research dự đoán chính xác xu hướng vận động của VN-Index trong cả 3 tháng. Cụ thể, (1) Xu hướng dự báo trong tháng 7 là tăng với biên độ 4,66%, trong tháng này, VN-Index trên thực tế đã tăng 4,72%, nhỉnh hơn mức dự đoán; (2) Xu hướng dự báo trong tháng 8 là VN-Index giảm 3,67%, trên thực tế, VN-Index giảm mạnh 9,01%; (3) Tháng 9 được dự đoán là tháng đi ngang của VN-Index, trên thực tế, chỉ số này biến động giảm không đáng kể 0,04%, phù hợp với biên độ đi ngang giảm 0,38% dự báo trước đó.

	VN-Index thực tế		VNI_F 2015M7 - 2015M12 (tại thời điểm 2015M6)	
2015M06	<b>593.05</b>			
2015M07	621.06	4.72%	<b>577.12</b>	4.66%
2015M08	564.75	-9.01%	<b>575.93</b>	-3.67%
2015M09	562.64	-0.04%	<b>625.00</b>	-0.38%
2015M10				11.70% <sup>1</sup>
2015M11				2.02% <sup>1</sup>
2015M12				-10.62% <sup>1</sup>
<b>Thay đổi</b>		<b>-5.13%</b>		<b>8.30%</b>

Nguồn: BSC Research, (2015), [Báo cáo Chiến lược Vĩ mô và Thị trường chứng khoán – Triển vọng 2015Q3](#)

Trên cơ sở cập nhật các số liệu vĩ mô, thị trường mới nhất, Báo cáo Vĩ mô & Thị trường chứng khoán - Triển vọng 2015Q4 tiếp tục đưa ra dự báo về điểm số của VN-Index<sup>2</sup> cho thời gian tới. **Cụ thể, trong 2015Q4, VN-Index sẽ dao động trong biên độ 553 - 646 điểm, tăng mạnh trong tháng 10, tiếp đà tăng trong tháng 11 và giảm mạnh trong tháng 12. Tại thời điểm cuối năm 2015, VN-Index dự đoán đóng cửa tại vùng 553 điểm, giảm 1,61% so với cuối 2015Q3.**

	VN-Index		VNI_F 2015M10 - 2015M12	
<b>2015M07</b>	<b>562.64</b>			
2015M10			<b>610.18</b>	8.45%
2015M11			<b>646.49</b>	5.95%
2015M12			<b>553.59</b>	-14.37%
<b>Thay đổi</b>				<b>-1.61%</b>

Nguồn: BSC Research

<sup>1</sup> Mức dự báo này được đưa ra trong Báo cáo Chiến lược Vĩ mô và Thị trường chứng khoán – Triển vọng 2015Q2

<sup>2</sup> Dự báo VN-Index được thực hiện dựa trên việc dự báo sử dụng mô hình hồi quy đa biến có xét đến tương quan giữa VN-Index với các biến kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước. Kết quả đưa ra nên được xem như một hướng tiếp cận và đánh giá biến động của thị trường chứng khoán.

Kết quả dự đoán sẽ được điều chỉnh định kỳ hàng quý nhằm đảm bảo bám sát thị trường.

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tuần. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10& 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>  
Facebook:  
[www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)  
Bloomberg: BSCV <GO>

