

05/01/2016

Chiến lược đầu tư tháng 1/2016

Sẵn sàng cho cơ hội mới



Ngay cả sau khi quyết định tăng lãi suất của FED được công bố, TTCK tháng Mười Hai không có nhiều sự đột phá và vẫn nằm trong xu thế chung của các tháng trước đó khi phần lớn các cổ phiếu luôn chực chờ đảo chiều và các chỉ số hầu như chỉ đi ngang. Đúng như dự đoán của chúng tôi, dòng tiền từ khối ngoại vẫn còn khá hờ hững với TTCK Việt Nam và việc thanh khoản suy yếu về cuối tháng là dấu hiệu cho thấy sự kiên nhẫn của các nhà đầu tư trong nước cũng đang cạn dần. Tính chung cả tháng, thanh khoản trên hai sàn giao dịch giảm 20,9% trong khi khối ngoại tiếp tục bán ròng 2.058 tỷ đồng. Trái với nhiều dự báo về một mức tăng lạc quan 10-15%, VNIndex kết thúc cả năm chỉ tăng 6% trong khi có đến 2/3 các nhóm ngành ghi nhận mức tăng giá dương trong cả năm.

Với tiền đề là một năm 2014 vượt xa mong đợi, sự xuất hiện của một bức tranh vĩ mô với nhiều điểm sáng tối đan xen là nguyên nhân chính khiến các chỉ số không thể thoát khỏi xu hướng đi ngang trong suốt một năm qua. Nếu như giai đoạn 2013-2014, khi thị trường tăng trưởng trên diện rộng, dòng tiền dễ bỏ qua những cổ phiếu giá trị nhưng có thanh khoản kém và ít biến động thì trong không gian “chật choạng” của năm 2015, dòng tiền đã có sự phân hóa mạnh mẽ giữa các nhóm ngành và cổ phiếu. Trong đó, những câu chuyện lợi nhuận bất thường, phát hành tăng vốn để đầu tư dự án... đã không thể đưa nhiều cổ phiếu “nóng” đi xa. Ngược lại đã tăng giá chỉ thực sự bền vững ở những cổ phiếu ít biến động theo thị trường và gần như chưa tăng giá trong thời gian dài như CTD, BMP, KSB, VSC, GMD... Mặt khác, các thống kê về KQKD cũng cho thấy những cổ phiếu có mức tăng giá đáng kể trong năm 2015 đều được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng tích cực về doanh thu và lợi nhuận, trong đó, nhóm cổ phiếu ngành ô tô, vận tải, xây dựng và VLXD là những điển hình sinh động.

Chúng tôi tin rằng những xu hướng trên đây sẽ tiếp tục chi phối sự vận động của TTCK trong năm 2016. Theo hướng tiếp cận “từ trên xuống”, tăng trưởng kinh tế và cơ hội từ hiệp định thương mại như TPP và FTA sẽ đem lại cho những nhà đầu tư theo trường phái tăng trưởng nhiều lựa chọn hơn khi tập trung vào các ngành dịch vụ phục vụ trực tiếp cho quá trình phát triển hạ tầng (cứng, mềm) như xây dựng, xây lắp theo dự án, công nghệ, tiện ích công cộng, kho vận – logistics... Trong xu hướng đó, những doanh nghiệp đầu ngành và có nền tảng cơ bản tốt sẽ tiếp tục được hưởng lợi. Song song với đó, chiến lược đầu tư “ngược xu thế” dành cho những nhà đầu tư giá trị với khả năng chịu đựng rủi ro cao và khung thời gian đầu tư dài vẫn có thể áp dụng được đối với những nhóm ngành đang ở đáy của chu kỳ kinh doanh như dầu khí và nguyên liệu cơ bản.

Vùng điểm dự báo trong tháng Một đối với VNIndex là 555 - 580 và HNIIndex là 78-80.

Chúng tôi cho rằng tháng Một là giai đoạn mà thị trường sẽ có sự phân hóa rõ giữa các cổ phiếu có yếu tố cơ bản hỗ trợ và những cổ phiếu có triển vọng kinh doanh chưa rõ ràng. Hay nói cách khác, những cổ phiếu đang trong xu hướng tăng sẽ tiếp tục tăng giá và bắt đầu mặt bằng chung. Do vậy, chúng tôi tin rằng chọn lọc cổ phiếu trong giai đoạn này vẫn quan trọng hơn là dự báo xu thế thị trường. Chúng tôi duy trì các khuyến nghị về ngành và danh mục cổ phiếu gợi ý được trình bày sơ bộ trong Báo cáo Chiến lược tháng 12/2015. Các phân tích và khuyến nghị cụ thể hơn sẽ được chúng tôi gửi đến quý nhà đầu tư trong báo cáo Thị trường chứng khoán năm 2016 sẽ được phát hành trong Quý 1/2016.



#### Khối Phân tích và Tư Vấn Đầu Tư

Đoàn Thị Thanh Trúc - Giám đốc

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

Nguyễn Bá Phước Tài

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

Trần Thị Hà My

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

Nguyễn Thị Phương Lam

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

Bùi Thị Tâm

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

Nguyễn Hải Hoàng

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

Phạm Thị Hương

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

Nguyễn Trung Kiên

[kien.nt@vdsc.com.vn](mailto:kien.nt@vdsc.com.vn)

Trần Thị Diễm My

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

Bùi Vĩnh Thiện

[thien.bv@vdsc.com.vn](mailto:thien.bv@vdsc.com.vn)

Lê Hữu Triền

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

Nguyễn Hà Trinh

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

Huỳnh Minh Tuấn

[tuan.hm@vdsc.com.vn](mailto:tuan.hm@vdsc.com.vn)

Bành Trần Tường Vân

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

Nguyễn Tiến Lợi

[loi.nt@vdsc.com.vn](mailto:loi.nt@vdsc.com.vn)

## NỘI DUNG CHÍNH

### KINH TẾ THẾ GIỚI 3

- ✓ Cuộc chạy đua để kích thích tăng trưởng kinh tế thông qua chính sách nới lỏng tiền tệ 3
- ✓ Mỹ về nhất, các nước phát triển còn lại chật vật, Trung Quốc trải qua giai đoạn gặp ghềnh trong tăng trưởng 4

### KINH TẾ VIỆT NAM 8

- ✓ Tăng trưởng kinh tế tích cực hơn so với kỳ vọng 8
- ✓ Thương mại Việt Nam yếu đi trước cánh cửa hội nhập ngày càng rộng 9
- ✓ Bất ổn trong điều hành tỷ giá do cú sốc bên ngoài 10
- ✓ Tái cấu trúc nền kinh tế đạt được bước nhảy về “lượng” 11
- ✓ Ngân sách nỗ lực để giảm bội chi, kiểm hãm đà tăng của nợ công 13

### DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM 26

68 mã cổ phiếu 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 trước đến nay.

### CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 1/2016 29

Diễn biến của thị trường trong tháng Một được dự báo vẫn tiếp tục nằm trong xu hướng chung của các tháng trước với các chỉ số vận động chậm trong biên độ dao động hẹp và tần suất đảo chiều cao. Xu hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp tục diễn ra trong trung hạn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tháng Một vẫn là khoảng thời gian phù hợp để tích lũy cổ phiếu cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Trong đó, danh mục đầu tư khuyến nghị cho năm 2016 sẽ bao gồm cổ phiếu (1) của những doanh nghiệp có vị thế lớn trong ngành, (2) có nền tảng cơ bản tốt và (3) thuộc những nhóm ngành được đánh giá tích cực trong năm tới.

Trong đó, với yêu cầu chuẩn bị về cơ sở hạ tầng cho tăng trưởng kinh tế và thu hút FDI sau khi có TPP và các FTA, *ngành xây dựng* là một trong những ngành được hưởng lợi đầu tiên. Và thực tế, ngành này đã ghi nhận tăng trưởng KQKD ấn tượng trong 9T2015. Với số lượng dự án giao thông, công nghiệp và BĐS đang tăng nhanh, chúng tôi vẫn lạc quan triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng năm 2016.

Trong quá trình hội nhập sau khi ký kết các hiệp định thương mại, nhóm ngành logistics, vận tải, cảng biển cũng sẽ được hưởng lợi, trước tiên từ nhu cầu nhập khẩu máy móc, nguyên vật liệu phục vụ sản xuất và sau đó là sự tăng trưởng về sản lượng hàng hóa xuất khẩu. Một khi nền sản xuất công nghiệp “bắt” được đà tăng trưởng ổn định, những lĩnh vực mang tính hỗ trợ cho hoạt động sản xuất như *công nghệ, điện nước và công nghiệp phụ trợ* là những ngành có triển vọng kinh doanh tích cực:

- o Ngành vận tải: GSP, PVT, GMD
- o Ngành cảng biển: HAH, VSC
- o Ngành xây dựng: LCG, HUT, FCN, CTD
- o Ngành công nghệ: FPT, ELC
- o Ngành điện: NT2, CHP, SHP, PPC, REE
- o Ngành BĐS: BCI, KDH, NBB, VPH, LHG
- o Ngành bán lẻ: SVC, PET
- o Ngành VLXD: DNP, BMP, HT1, KSB, HPG, HSG
- o Ngành dệt may: TCM, STK
- o Ngành dầu khí: PGS, PVS, PLC
- o Ngành khác: SKG, DHC, BMI, MAC, PAC, DMC, DPM

### CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH 31

Diễn biến các chỉ số ngành trong tháng 12 và chỉ số P/E, P/B của các nhóm ngành tại thời điểm cuối tháng



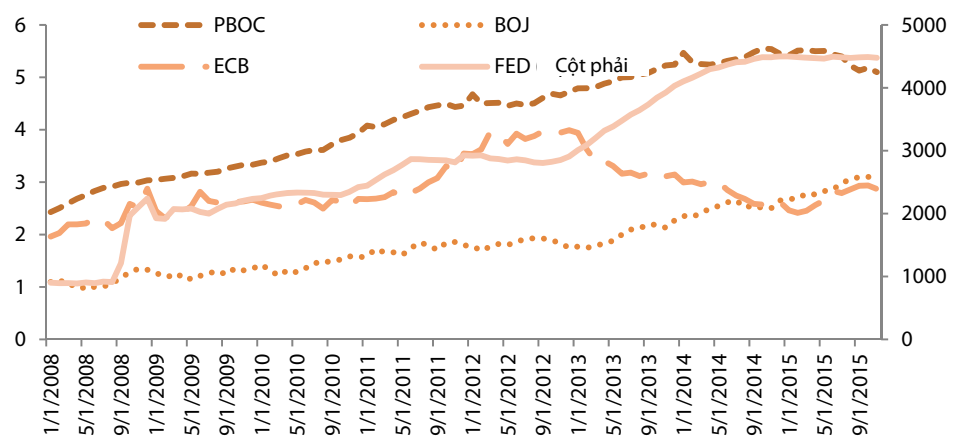
## KINH TẾ THẾ GIỚI

- Cuộc chạy đua để kích thích tăng trưởng kinh tế thông qua chính sách nới lỏng tiền tệ
- Mỹ về nhất, các nước phát triển còn lại chật vật, Trung Quốc trải qua giai đoạn gập ghềnh trong tăng trưởng

### Cuộc chạy đua để kích thích tăng trưởng kinh tế thông qua chính sách nới lỏng tiền tệ

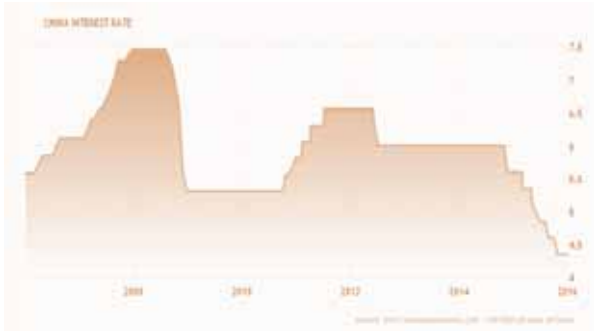
Như đã nhận định trong Báo cáo Thị trường chứng khoán năm 2015, làn sóng nới lỏng tiền tệ đã diễn ra ở hầu hết các nước, từ nhóm phát triển cho đến đang phát triển. Có thể nói, làn sóng này đã tạo nên nhiều chuyện đáng để kể lại trong năm 2015, đặc biệt là trong bối cảnh Mỹ - nền kinh tế lớn nhất toàn cầu đi ngược với xu hướng trên khi thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ.

**Hình 1: Bảng cân đối tài sản của các NHTW lớn trên thế giới (tính từ năm 2008) (Đvt: tỷ USD)**

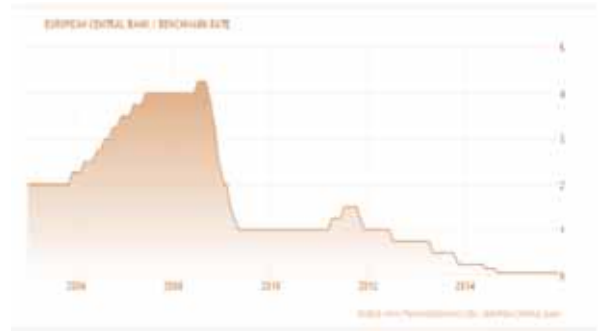


Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Năm vừa qua, các nhà điều hành tại các nền kinh tế lớn gồm châu Âu (ECB), Nhật Bản (BOJ) và Trung Quốc (PBOC) đều thực hiện nới lỏng tiền tệ thông qua nhiều biện pháp như cắt giảm lãi suất điều hành, hạ dự trữ bắt buộc và sử dụng các gói nới lỏng định lượng,... Tại Châu Âu, chính sách lãi suất âm tiếp tục được ECB sử dụng, đến cuối năm 2015, lãi suất điều hành của ECB giảm còn -0,3%, đồng thời, chương trình nới lỏng định lượng được kéo dài thời hạn đến tháng 03/2017. Tương tự như ECB, mức lãi suất điều hành của NHTW Nhật Bản (BOJ) duy trì mức 0% kể từ năm 2011. Bên cạnh chương trình mua tài sản đang thực hiện, BOJ sẽ thực hiện một chương trình mới nhằm mua các quỹ hoán đổi danh mục ETF với quy mô ~2,45 triệu USD. Sự kiện nổi bật nhất trong điều hành tiền tệ của năm đến từ PBOC. Dưới tác động suy giảm tăng trưởng, PBOC từ trạng thái trung lập đã rất mạnh tay trong việc thực hiện nới lỏng tiền tệ, đặc biệt trong nửa cuối năm 2015. Khác với chương trình mua tài sản của các NHTW khác, PBOC sử dụng nhiều biện pháp gồm cắt giảm các lãi suất điều hành, hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc và hỗ trợ tín dụng cho doanh nghiệp xuất khẩu.

**Hình 2: Diễn biến lãi suất điều hành của Trung Quốc**

Nguồn: Tradingeconomics, RongViet Research

**Hình 3: Diễn biến lãi suất điều hành của EU**

Nguồn: Tradingeconomics, RongViet Research

Làn sóng nới lỏng tiền tệ không chỉ dừng lại ở các nền kinh tế lớn và phát triển mà đã lan tỏa sang cả nhóm đang phát triển, đặc biệt là ở khu vực châu Á. Theo Goldman Sachs, lãi suất điều hành của các nước ở khu vực này đều ghi nhận mức giảm từ 10-245 điểm phần trăm trong năm 2015.

Trái ngược với xu hướng trên, trong kỳ họp định kỳ tháng 12/2015, FED đã nâng lãi suất điều hành thêm 0,25% khi các chỉ tiêu vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, hoạt động sản xuất, tiêu dùng và việc làm đều phát đi các tín hiệu tích cực.

**Bảng 1: Lãi suất điều hành chính sách tiền tệ của các nền kinh tế châu Á**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Trung Quốc</b>	3,85	3,93	3,25	5,34	4,45	2,00
<b>Ấn Độ</b>	6,25	8,50	8,00	7,75	8,00	7,25
<b>Hàn Quốc</b>	2,50	3,25	2,75	2,50	2,00	1,50
<b>Indonexia</b>	6,50	6,00	5,75	7,50	7,75	7,50
<b>Malaysia</b>	2,75	3,00	3,00	3,00	3,25	3,25
<b>Philippines</b>	4,00	4,50	3,50	3,50	4,00	4,00
<b>Thái Lan</b>	2,00	3,25	2,75	2,25	2,00	1,25
<b>Đài Loan</b>	1,63	1,88	1,88	1,88	1,88	1,75

Nguồn: Goldman Sachs, RongViet Research

**Mỹ về nhất, các nước phát triển còn lại chật vật, Trung Quốc trải qua giai đoạn gặp ghềnh trong tăng trưởng**

Theo quan sát của chúng tôi, hiệu ứng từ chính sách nới lỏng tiền tệ đến sự hồi phục tăng trưởng là có nhưng chưa đồng nhất.

Sau gần 10 năm thực hiện chính sách lãi suất thấp, nền kinh tế Mỹ đã gạt hái những “quả ngọt” đầu tiên trong năm nay khi các chỉ tiêu vĩ mô đều phát đi các tín hiệu tích cực trong năm nay, trong đó, hai yếu tố chính là lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp càng về cuối năm càng chậm dần đến mục tiêu của FED. Trong bức tranh chung đó, tiêu dùng là trụ đỡ cho tăng trưởng kinh tế xuyên suốt cả năm, khi người tiêu dùng Mỹ lạc quan hơn so với triển vọng kinh tế. Bên cạnh đó, hoạt động sản xuất của Mỹ liên tục ghi nhận đà mở rộng nhờ sự tích cực của nhu cầu nội địa. Đáng lưu ý, tỷ lệ thất nghiệp của nền kinh tế đã chạm mức toàn dụng nền kinh tế và cũng là mức mục tiêu của FED (5%) đi cùng với sự khởi sắc của tốc độ tạo việc làm cũng như tăng trưởng tiền lương.

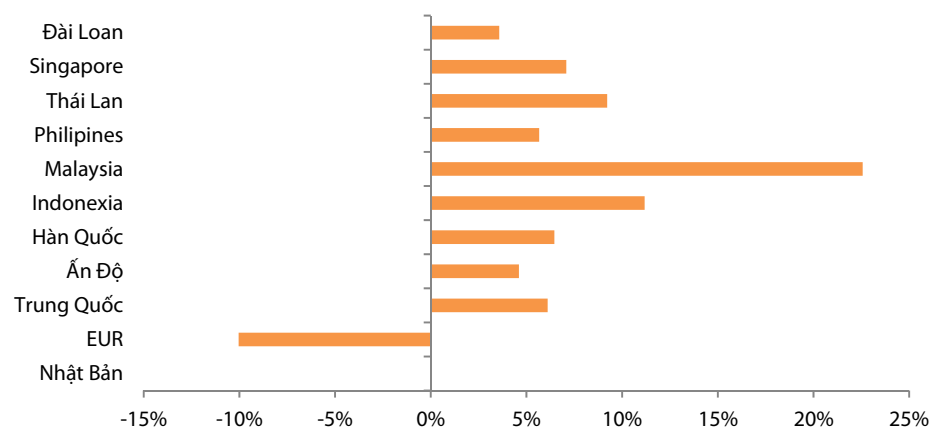
Trong năm qua, Ấn Độ trở nên nổi bật – thuộc nhóm có mức tăng trưởng kinh tế cao nhất thế giới, nhờ biện pháp giảm lãi suất điều hành từ năm 2011 đến nay đồng thời cũng là quốc gia hưởng lợi từ sự sụt giảm của giá hàng hóa. Trong khi đó, khu vực EU và Nhật Bản phục hồi chậm chạp dù đã thực hiện nhiều chương trình kích thích kinh tế. Tuy vậy, chính sách điều hành đã phản ánh vào nền kinh tế ở một vài khía cạnh. Cụ thể, năm 2015, lĩnh vực sản xuất tại khu vực EU tương đối khả quan với chỉ số PMI duy trì ổn định ở ngưỡng mở rộng (>50 điểm). Cùng với đó, tỷ lệ thất nghiệp giảm trong năm từ mức 11,4% xuống 10,7%. Đối với Nhật Bản, nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ, tăng trưởng kinh tế cũng như hoạt động sản xuất cũng dần khởi sắc hơn vào nửa cuối năm 2015.

Riêng với câu chuyện của Trung Quốc, các chương trình nới lỏng tiền tệ được thực hiện trễ hơn các nước còn lại khi đã suy giảm tăng trưởng kinh tế chỉ mới bắt đầu. Tăng trưởng cả năm 2015 ước đạt 6,8% và dự kiến tiếp tục suy giảm trong năm 2016. Đa số các nhận định cho rằng kinh tế Trung Quốc đang bước sang một giai đoạn tăng trưởng thấp hơn, gập ghềnh hơn. Định hướng tăng trưởng tập trung vào tiêu dùng nội địa khó có thể cân bằng lại sự đi xuống của hoạt động sản xuất.

Trong bối cảnh chính sách tiền tệ đối lập giữa Mỹ và đại bộ phận các nền kinh tế khác cũng như tăng trưởng không đồng đều giữa các quốc gia, diễn biến giá các đồng bản tệ có thể được coi là nét chấm phá nổi bật nhất trong bức tranh kinh tế toàn cầu năm 2015. Thống kê từ Bloomberg cho thấy chỉ số US Dollar trong năm 2015 tăng 7,4% so với cuối năm ngoái. Dưới sức ép đến từ sự mạnh lên của đồng USD, đại bộ phận các đồng tiền lớn trên thế giới, trừ Nhật Bản, đều mất giá. Trong đó, xét riêng ở khu vực châu Á, các đồng tiền ở các nước này ghi nhận sự mất giá từ 4-23% trong cả năm 2015.

Trong năm nay, câu chuyện nổi bật không thể kể đến là việc Trung Quốc liên tục có những điều chỉnh về chính sách tỷ giá và tiền tệ để nhằm thực hiện mục tiêu đưa đồng NDT vào rổ tiền dự trữ đặc biệt (SDR) của IMF. Các biện pháp được nước này thực hiện từ thay đổi chính sách tỷ giá tham chiếu, phát hành TPQT 5 tỷ NDT, dỡ bỏ trần lãi suất tiết kiệm,... Nhờ đó, vào cuối tháng 11/2015, đồng NDT đã chấp thuận vào rổ tiền SDR khi thỏa mãn các điều kiện được đưa ra. Trong khi đó, từ giữa tháng 12/2015, nhà điều hành nước này tiếp tục thay đổi chính sách tỷ giá khi quyết định neo giữ đồng NDT theo một rổ tiền tệ thay vì neo theo USD như trước kia. Tuy vậy, sau động thái mới này, đồng NDT vẫn tiếp tục mất giá, nâng tỷ lệ mất giá trong cả năm 2015 lên mức 4,6%.

#### Hình 4: Biến động tỷ giá của các nước



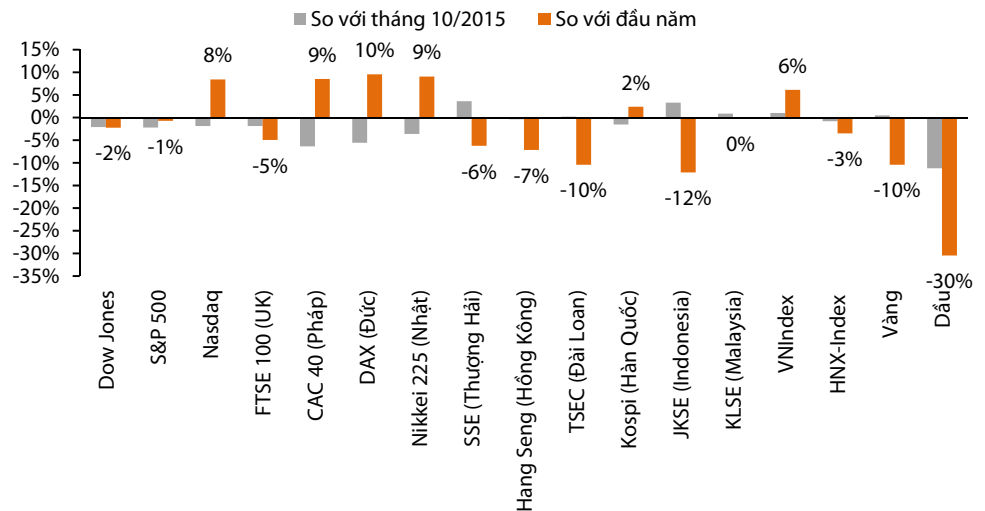
Nguồn: RongViet Research



## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI

Chứng khoán thế giới: tiêu cực nhiều hơn tích cực

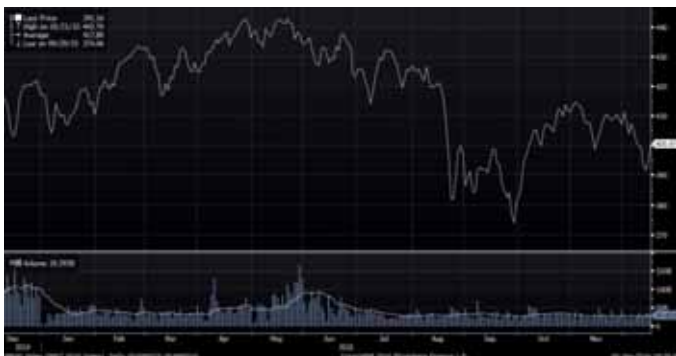
**Hình 5: Diễn biến các chỉ số chứng khoán trên thế giới trong năm 2015**



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Thị trường chứng khoán thế giới đã kết thúc năm 2015 với những kết quả không thuận lợi. Những sự kiện lớn tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán năm nay có thể kể đến như: (1) sự suy giảm của giá hàng hóa mà đáng kể nhất là giá dầu. Sau khi đã giảm 45% trong năm 2014, giá dầu tiếp tục giảm sâu 30% trong năm 2015, về mức thấp nhất trong vòng 11 năm là \$35/thùng; (2) những tín hiệu kém khả quan từ nền kinh tế Trung Quốc cũng như việc PBoC thay đổi chính sách tỷ giá làm đồng NDT mất giá, ảnh hưởng nặng nề đến thị trường tài chính trong Q3/2015; và (3) việc FED nâng lãi suất đã tác động tiêu cực đến dòng vốn vào các thị trường mới nổi và cận biên. Chỉ số MSCI All Country Index trong năm 2015 đã giảm 4,4%.

**Hình 6: Diễn biến chỉ số MSCI World Index**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 7: Diễn biến chỉ số MSCI Asia Pacific Index**



Nguồn: Bloomberg



Tại Mỹ, ngoại trừ Nasdaq tăng 5,7% thì cả Dow Jones và S&P 500 đều ghi nhận mức giảm lần lượt 2,2% và 0,7%. Đáng nói, đây là năm giảm điểm đầu tiên của Dow Jones kể từ năm 2008 đến nay. Tại châu Âu, mặc dù trải qua những căng thẳng về địa chính trị, nhưng với tác động từ chính sách nới lỏng tiền tệ của ECB, chứng khoán lục địa già đã có 1 năm tăng trưởng khá tốt với CAC 40 (+8,53%), DAX (+9,56%) và chỉ có FTSE 100 giảm gần 5%.

Chỉ số chứng khoán châu Á nhìn tổng thể cũng không khả quan hơn so với các khu vực khác. Tính chung cả năm 2015, chỉ số MSCI Asia Pacific Index giảm 4,4%, là năm giảm điểm thứ 2 liên tiếp kể từ lần đầu vào năm 2002. Chỉ số Shanghai Composite của Trung Quốc khép lại 1 năm biến động mạnh khi đóng cửa năm tăng 9,4% sau khi sụt giảm 40% vào cuối tháng 8 bởi những đợt bán tháo bắt đầu từ giữa năm. Chỉ số Nikkei 225 của Nhật và KOSPI của Hàn Quốc sau phiên giao dịch cuối cùng ngày 30/12/2015 cũng đã ghi nhận mức tăng lần lượt 9,3% và 2,4% cho năm qua. Ở chiều ngược lại, Hang Seng Index lại giảm 7,2%. Riêng tại khu vực Đông Nam Á, Việt Nam là thị trường tăng trưởng tốt nhất xấp xỉ mức 6%. STI (-15%) của Singapore, SET Index (-14%) của Thái Lan và Jakarta Composite Index (-12%) của Indonesia sụt giảm mạnh nhất khu vực.





## KINH TẾ VIỆT NAM 2015

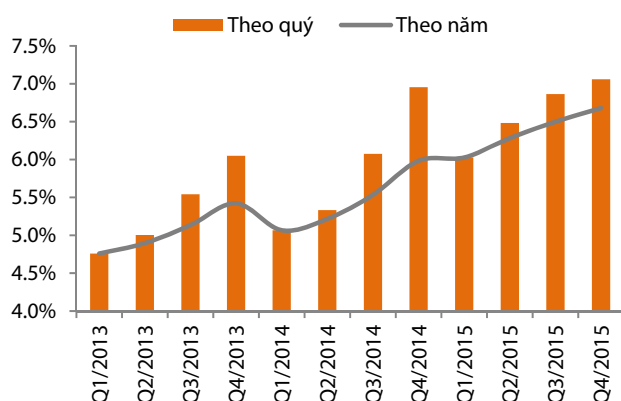
- Tăng trưởng kinh tế tích cực hơn so với kỳ vọng
- Thương mại Việt Nam yếu đi trước cánh cửa hội nhập ngày càng rộng
- Bất ổn trong điều hành tỷ giá do cú sốc bên ngoài
- Tái cấu trúc nền kinh tế đạt được bước nhảy về “lượng”
- Ngân sách nỗ lực để giảm bội chi, kiểm hãm đà tăng của nợ công

### Tăng trưởng kinh tế tích cực hơn so với kỳ vọng

Như đã nhận định trong BCCL đầu năm 2015, RongViet Research cho rằng cánh cửa phục hồi kinh tế của Việt Nam đang mở rộng nhờ các trụ đỡ chính gồm sản xuất công nghiệp và tiêu dùng. Khép lại một năm, cả nền kinh tế đi đúng hướng kỳ vọng nhưng mức độ tăng trưởng thì tốt hơn so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi.

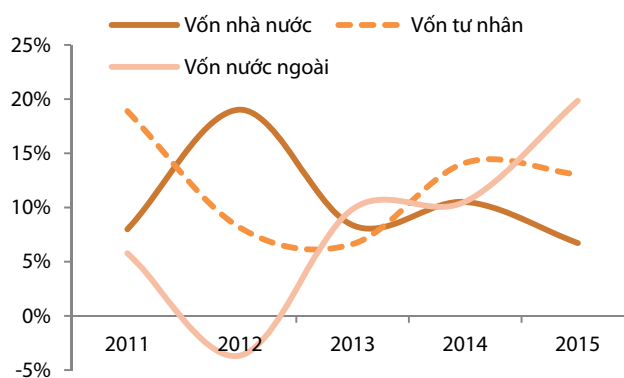
Đối với sản xuất công nghiệp, độ bền tăng trưởng của khu vực này tiếp tục được giữ vững trong năm nay khi các điều kiện kinh doanh trong nước được cải thiện. Theo Markit, chỉ số quản trị Nhà mua hàng (PMI) của Việt Nam duy trì mức mở rộng (>50 điểm) liên tục trong vòng 2 năm qua trong bối cảnh các nền kinh tế trong khu vực thu hẹp hoạt động. Sự tích cực của khối doanh nghiệp FDI và mặt bằng lãi suất thấp trong năm nay là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng của hoạt động sản xuất.

Hình 8: Tăng trưởng kinh tế của Việt Nam



Nguồn: GSO, RongViet Research

Hình 9: Vốn đầu tư theo các khu vực



Nguồn: GSO, RongViet Research

Trong năm qua, nền kinh tế cũng ghi nhận sự khởi sắc đối với tình hình hoạt động của các doanh nghiệp. Theo TCTK, số lượng doanh nghiệp thành lập cũng như số vốn đăng kí ghi nhận mức tăng trưởng cao, lần lượt đạt 26,6% và 39,1% so với cuối năm 2014. Theo thống kê từ Bloomberg, hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DNNY cũng tăng tốc trong năm qua. Tính tới cuối năm 2015, tỷ lệ này đạt 15,89%, tăng nhẹ so với mức 14,55% của cả năm 2014. Xét ở bình diện rộng hơn của nền kinh tế, điều kiện kinh doanh cải thiện cũng khuyến khích các doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư vốn vào nền kinh tế. Trong năm 2015, khu vực tư nhân và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong ba khu vực, lần lượt là 13% và 19,9% so với cùng kỳ. Ngoài ra, doanh nghiệp tự tin hơn trong việc vay vốn tạo điều kiện cho tăng trưởng tín dụng phục hồi, tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt 18%, vượt 5% so với kế hoạch.

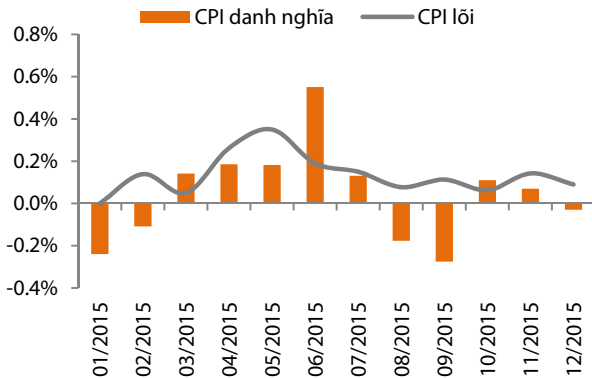
Đối với trụ cột còn lại của tăng trưởng kinh tế năm nay là tiêu dùng, chúng tôi nhận thấy có sự cải thiện vượt bậc. Hoạt động tiêu dùng được hưởng lợi nhờ yếu tố chính là giá dầu duy





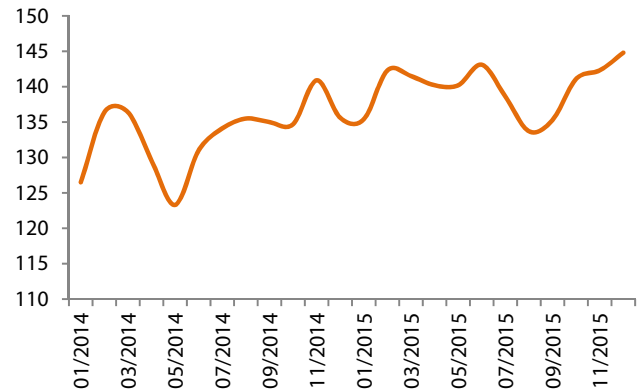
trì ở mức thấp, đà sụt giảm mạnh của giá dầu và hàng hóa giúp cho lạm phát cả năm lần đầu tiên trong nhiều năm giảm xuống dưới 1%. Lạm phát thấp tạo điều kiện để niềm tin tiêu dùng gia tăng, từ đó hỗ trợ thêm cho xu hướng tiêu dùng trong nước. Niềm tin tiêu dùng cuối năm 2015 đạt 144,8 điểm, tăng 9,2 điểm so với cuối năm 2014. Đồng thời, theo khảo sát về điều kiện kinh doanh của Việt Nam và các nước trong khu vực của tổ chức IMA Asia, Việt Nam nằm trong top các nước có điều kiện kinh doanh trong lĩnh vực bán lẻ tốt nhất trong khu vực.

**Hình 10: Lạm phát cả năm 2015**



Nguồn: GSO, RongViet Research

**Hình 11: Xu hướng niềm tin tiêu dùng**

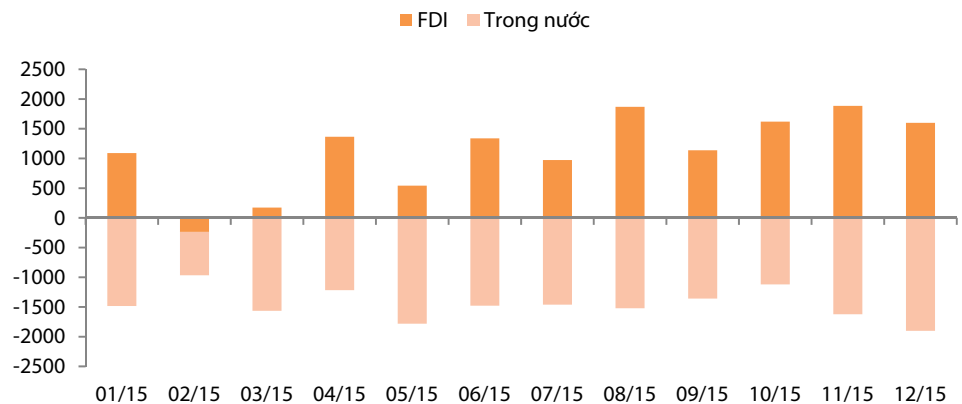


Nguồn: ANZ, RongViet Research

### Thương mại Việt Nam yếu đi trước cánh cửa hội nhập ngày càng rộng

Trong năm 2015, Việt Nam ghi nhận mức thâm hụt thương mại xấp xỉ 6 tỷ USD. Nguyên nhân khiến cho cán cân thương mại đảo chiều đến từ sự suy giảm của hoạt động xuất khẩu, mà chủ yếu là đến từ khối doanh nghiệp nội địa. Năm 2014, thâm hụt thương mại của khu vực trong nước chỉ khoảng 8 tỷ USD thì con số này đã tăng lên hơn 2 lần trong năm nay, tương ứng mức thâm hụt hơn 17 tỷ USD. Ngược lại, khối FDI là đầu tàu giữ cho hoạt động xuất khẩu Việt Nam còn tăng trưởng. Tổng kim ngạch xuất khẩu cả năm của khối các doanh nghiệp FDI đạt ~112 tỷ USD (chiếm 69% tổng kim ngạch xuất khẩu và tăng gần 19% so với cùng kỳ). Thặng dư thương mại mở rộng lên trên 13 tỷ USD, duy trì mức tăng tương đương năm trước (+44% so với cùng kỳ).

**Hình 12: Cán cân thương mại của khối FDI và trong nước**



Nguồn: Customs, RongViet Research



Tính trọng yếu của khối doanh nghiệp FDI trong hoạt động thương mại khiến đặc trưng gia công của nền kinh tế Việt Nam trong chuỗi thương mại toàn cầu tiếp tục được củng cố. Tỷ trọng hàng hóa trung gian và hàng hóa thiết bị (phi tiêu dùng) chiếm hơn 75% cơ cấu nhập khẩu. Ở chiều xuất khẩu, tỷ trọng nguyên liệu thô và chế biến sơ của Việt Nam giảm đi do giá hàng hóa thế giới suy giảm, trong khi đó, tỷ trọng các mặt hàng gia công cho khối FDI tăng so với năm 2014. Lĩnh vực hàng tiêu dùng vốn là thế mạnh của các doanh nghiệp Việt Nam có tăng trưởng nhưng không bằng cùng kỳ. Điển hình là giá trị xuất khẩu hàng dệt may chỉ tăng trưởng khoảng 9% trong năm nay.

Tất cả những quan sát trên cho thấy cả năm nay, hoạt động xuất khẩu nội địa bị ảnh hưởng tiêu cực bởi xu hướng giá hàng hóa không thuận lợi. Nếu không nhờ trụ đỡ của khối FDI, thương mại Việt Nam chắc có lẽ không phải là điểm sáng trong bức tranh thương mại khá xấu của toàn cầu. Qua bức tranh thương mại, tính gia công của nền kinh tế hiển hiện, năng lực chế biến sâu, nâng cao chất lượng để cải thiện giá trị xuất khẩu chưa thực sự rõ nét.

Về độ mở rộng của hoạt động thương mại, Việt Nam khai phá khá tốt các thị trường mới ở khu vực Mỹ La Tinh và Châu Âu. Trong khi đó, tình hình xuất khẩu sang khu vực thường xuyên trao đổi hàng hóa với Việt Nam là các nước châu Á – Thái Bình Dương không khả quan trong cả năm 2015. Thống kê hoạt động xuất khẩu giữa Việt Nam và các đối tác đã, đang và sắp ký kết các hiệp định thương mại chưa cho thấy tín hiệu tích cực. Cụ thể, năm 2015, tăng trưởng xuất khẩu sang khối TPP ước đạt hơn 7%, khối EU đạt ~11%, cộng đồng AEC đạt ~4%, đều giảm so với tốc độ tăng của năm trước. Xuất khẩu sang Hàn Quốc tăng cao (hơn 25%) song thâm hụt thương mại của Việt Nam với nước này tăng mạnh từ 13 tỷ USD lên gần 18 tỷ USD trong năm 2015.

**Bảng 2: Thương mại của Việt Nam với một số đối tác thương mại lớn**

	Xuất khẩu	Nhập khẩu	Cán cân thương mại
TPP	57,197	33,208	23,989
ASEAN	16,834	21,678	(4,844)
VACUFTA	1,353	662	690
EU	28,041	9,193	18,848
Hàn Quốc	8,190	25,462	(17,272)
Nhật Bản	12,875	13,176	(300)
Chile	604	269	335
Trung Quốc	15,501	44,998	(29,497)

Nguồn: Customs, RongViet Research

Năm 2015 đánh dấu nhiều sự kiện quan trọng về quan hệ ngoại thương của Việt Nam khi hiệp định FTA Việt Nam – Hàn Quốc và cộng đồng kinh tế AEC bắt đầu có hiệu lực. Quan trọng hơn là tiến trình đàm phán TPP đi đến hồi kết vào tháng 10/2015, các nước đã đưa ra tuyên bố chung và mang lại nhiều hứng khởi cho các chủ thể trong nền kinh tế. Dù hiệp định TPP còn lâu nữa mới có hiệu lực nhưng chúng tôi cho rằng hiệu ứng kinh tế mà hiệp định này mang lại đã đi vào nền kinh tế thông qua sự cải thiện của dòng vốn FDI và tốc độ tăng trưởng của hoạt động sản xuất trong năm vừa qua. Có thể nói, niềm tin và hy vọng mà TPP mang lại đang được ương mầm trên mảnh đất còn cằn cỗi và cần cải tạo rất nhiều của Việt Nam.

### **Bất ổn trong điều hành tỷ giá do cú sốc bên ngoài**

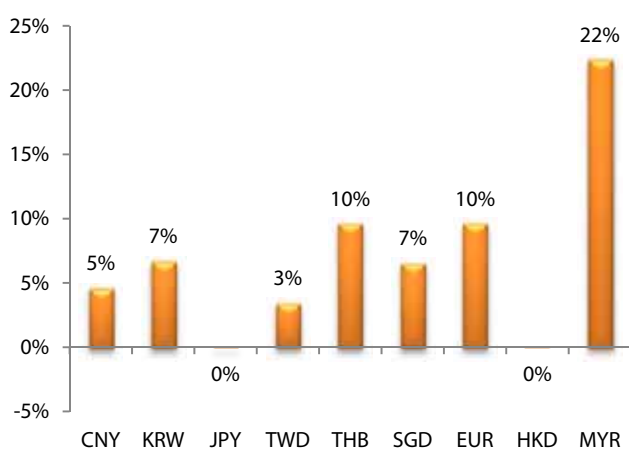
Yếu tố tỷ giá vốn được nhiều quốc gia sử dụng để nâng cao năng lực cạnh tranh của hàng xuất khẩu cũng được NHNN Việt Nam (SBV) vận dụng trong năm vừa qua. Sau hai lần phá giá mang tính chủ động đầu năm và giữa năm 2015, SBV đối mặt với thách thức điều hành tỷ giá khi Trung Quốc thay đổi chính sách điều hành tỷ giá bởi Trung Quốc là đối tác có tỷ



trọng thương mại chiếm trên 20% tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam.

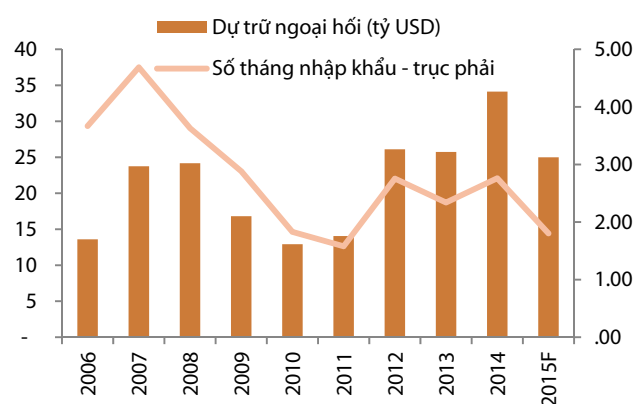
Tính chung cả năm, đồng Việt Nam mất giá khoảng 5,1%, tương đương mức giảm giá của đồng NDT. Yếu tố bất ngờ từ Trung Quốc khiến chúng tôi phải nhìn nhận thêm về chính sách điều hành tỷ giá của Việt Nam dưới tác động của quốc tế. Nhìn chung, đối với hoạt động thương mại, kết quả điều hành tỷ giá trong năm qua giúp hạn chế nguy cơ phình ra của thâm hụt thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc. Dù vậy, sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam có thể đã giảm so với một số nước trong khu vực như Malaysia và Thái Lan, nơi đồng bản tệ của các nước này mất giá mạnh trong năm 2015. Cam kết không phá giá thêm nữa tiền đồng từ sau đợt điều chỉnh vào tháng 08/2015 khiến SBV phải chịu tổn thất đối với tài khoản dự trữ ngoại hối. Theo ước tính của chúng tôi, SBV ít nhất đã dùng hơn 10 tỷ USD để ổn định tỷ giá trong nửa sau năm 2015, đưa cân đối vĩ mô là dư trữ ngoại hối về lại tình trạng bấp bênh.

**Hình 13: Biến động tỷ giá của các đồng tiền của quốc gia có thương mại lớn với Việt Nam (so với đồng USD)**



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

**Hình 14: Dự trữ ngoại hối của Việt Nam**



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

### Tái cấu trúc nền kinh tế đạt được bước nhảy về “lượng”

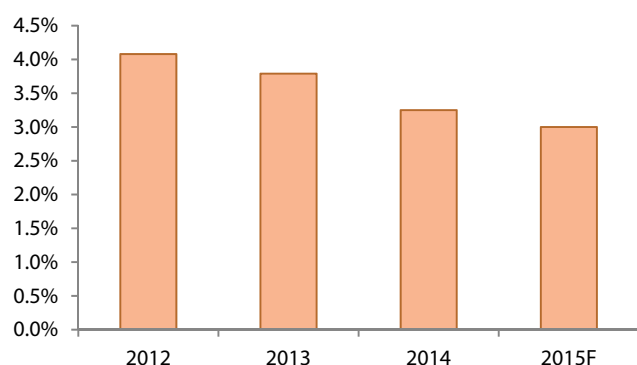
Trong phần triển vọng vĩ mô của Báo cáo Thị trường chứng khoán năm 2015, chúng tôi đã đưa ra một lời kết rằng nền kinh tế có thể sẽ ghi nhận những cột mốc quan trọng về “lượng” của quá trình tái cấu trúc nền kinh tế trong năm 2015. Thực tế cho thấy nhiều chỉ tiêu về “lượng” đã đạt được trong năm qua.

*Ngành ngân hàng đạt được kết quả đáng khích lệ trong công tác xử lý nợ xấu và tái cơ cấu các ngân hàng yếu kém.* Đến cuối năm 2015, SBV đã đạt được mục tiêu đưa tỷ lệ nợ xấu về dưới mức 3% (số liệu mới nhất cuối tháng 11/2015 là 2,72%). Trong 11 tháng của năm 2015, VAMC đã mua được 98.000 tỷ đồng nợ xấu, nâng tổng số nợ mua được lên 227.000 tỷ đồng với giá trị mua qua phát hành trái phiếu đặc biệt là 199.000 tỷ đồng. Theo NHNN, tổng số nợ xấu được xử lý từ năm 2012 đến nay khoảng 463.000 tỷ đồng, đồng nghĩa với việc xử lý gần như toàn bộ số nợ xấu ước tính tại thời điểm tháng 09/2012. Đối với các ngân hàng yếu kém, NHNN đã đứng ra mua lại 3 NHTMCP với giá 0 đồng (NH Xây dựng, NH Đại Dương và NH Dầu khí toàn cầu). Đồng thời, 4 thương vụ sáp nhập cũng được thực hiện trong năm qua (gồm NH Phát triển Nhà ĐBSCL (MHB) và BIDV (BID), NH Xăng dầu Petrolimex (PGBank) sáp nhập vào VietinBank (CTG), NH Phát triển Mê Kông (MDB) vào MaritimeBank (MSB) và SouthernBank (PNB) vào Sacombank (STB)). Song song với hoạt động tái cấu trúc, chúng tôi nhận thấy SBV thực hiện khá tốt đối với công tác đảm



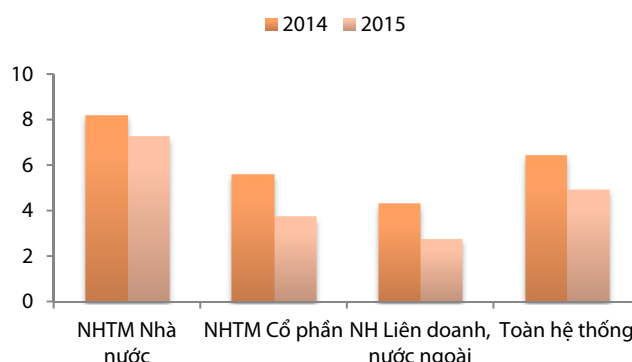
bảo thanh khoản hệ thống, bơm-hút vốn đều đặn đồng thời sử dụng triệt để các biện pháp hành chính trong những thời điểm thị trường tiền tệ biến động (chủ yếu do biến động tỷ giá). Như vậy, mục tiêu về lượng cơ bản đạt được đối với lĩnh vực ngân hàng, xương sống trong hoạt động của nền kinh tế. Tuy nhiên, về chất thì những khoản nợ xấu đã được VAMC vẫn chưa tìm được đầu ra khả dĩ và đội ngũ lãnh đạo sau tái cấu trúc chưa tạo được nhiều chuyển biến tích cực trong kinh doanh. Cả năm 2015, VAMC đã xử lý khoảng 17.000 tỷ đồng nợ xấu (tương đương 7,7% tổng số nợ xấu đã mua). Hệ thống NHTM vẫn nặng gánh đối với trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu, ăn dần vào lợi nhuận khiến cho hiệu quả kinh doanh chung khó cải thiện.

**Hình 15: Tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng**



Nguồn: SBV, RongViet Research

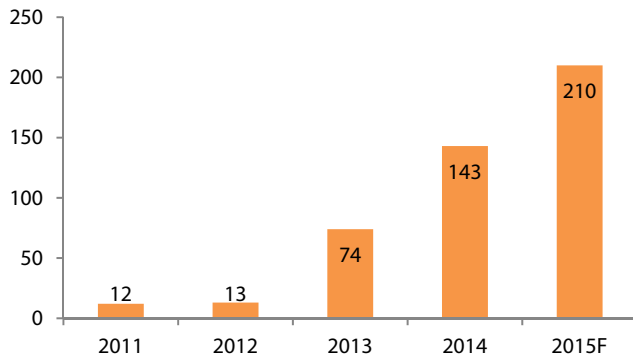
**Hình 16: Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần (ROE) của hệ thống ngân hàng**



Nguồn: SBV, RongViet Research, số liệu tính đến cuối Q3/2015

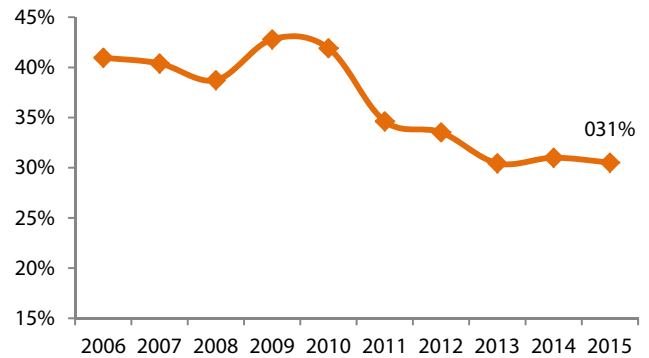
Trong năm nay, hoạt động tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước (DNNN) đạt được kết quả khả quan về lượng nhưng chúng tôi đánh giá rằng khu vực này bước đi còn chậm và chưa thực chất trong tiến trình tái cơ cấu của nền kinh tế. Theo Chính phủ, tính đến ngày 10/11/2015, cả nước đã sắp xếp được 471 doanh nghiệp, trong đó cổ phần hóa được 408 doanh nghiệp (bằng 79,37% tổng số doanh nghiệp phải cổ phần hóa theo kế hoạch 2011 - 2015). Theo ước tính sơ bộ, trong trường hợp đẩy nhanh tiến độ thì năm 2015 sẽ cổ phần hóa được 210 doanh nghiệp, đưa kết quả cổ phần hóa tiệm cận mục tiêu cổ phần hóa giai đoạn 2011-2015. Hoạt động thoái vốn của DNNN tương đối hiệu quả với giá trị thu về đạt xấp xỉ 14.000 tỷ đồng, gấp 1,5 lần giá trị sổ sách. Trong đó, thu hồi từ bán vốn đầu tư ngoài ngành (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, bất động sản) không tốt bằng bán vốn tại các doanh nghiệp Nhà nước không cần nắm giữ. Hoạt động IPO là chậm nhất và kém hiệu quả nhất khi chỉ bán được 38% tổng số cổ phần chào bán, số doanh nghiệp có tỷ lệ chào bán cổ phần thành công (>90%) chỉ là 55/93 doanh nghiệp. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng lộ trình tái cấu trúc DNNN trong năm 2015 vấp phải một số vấn đề sau: (1) Sức ỳ trong cải cách còn lớn khiến cho quá trình cổ phần hóa diễn ra chậm; (2) Chất lượng và hiệu quả kinh doanh của các DNNN được cơ cấu lại là không đồng đều hạn chế sức hút từ quá trình tái cấu trúc đối với các NGT, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài; (3) Khó khăn liên quan đến vấn đề pháp lý và tính công khai minh bạch của DNNN đang cản trở sự thay đổi về chất.

**Hình 17: Số lượng doanh nghiệp cổ phần hóa trong giai đoạn 2011-2015**



Nguồn: GSO, RongViet Research

**Hình 18: Tỷ lệ vốn đầu tư trên GDP**



Nguồn: GSO, RongViet Research

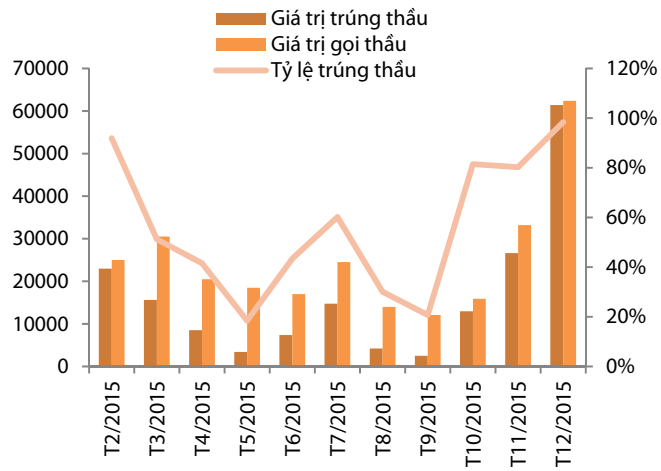
Mặt trận tái cấu trúc đầu tư công không thu hút sự quan tâm của dư luận nhưng là lĩnh vực chúng tôi nhận thấy hiệu quả rõ nét. Trong năm 2015, tỷ lệ đầu tư/GDP ước đạt 30,5%, giảm so với mức 31% của năm 2014. Trong đó, vốn từ ngân sách đạt hơn 220 nghìn tỷ đồng, tăng 6% so với cùng kỳ. Mục tiêu giảm tỷ trọng vốn đầu tư của khu vực công đạt được trong năm qua, với tỷ trọng vốn nhà nước trong tổng cơ cấu đầu tư giảm còn 38% so với mức 40% của năm 2014. Những lĩnh vực mũi nhọn của hoạt động đầu tư Nhà nước trong năm 2015 là giao thông vận tải (+19% so với cùng kỳ), Y tế (+63,5%) và Giáo dục và đào tạo (+25,1%). Thể chế đầu tư có chuyển biến trong năm vừa qua nhờ các luật sửa đổi gồm Luật đầu tư, Luật doanh nghiệp, Luật đấu thầu, đầu tư theo hình thức đối tác công tư... Ví dụ điển hình về cải cách trong hoạt động đầu tư công là lĩnh vực giao thông, trong năm 2015, tổng vốn giải ngân ước khoảng 80.437,3 tỷ đồng, trong đó 9% vốn từ NSNN, 39% vốn từ TPCP và còn lại khoảng 52% vốn ngoài ngân sách. Về cơ bản, công tác đầu tư công chắc chắn còn lãng phí, kém hiệu quả nhưng chúng tôi lạc quan rằng hiệu quả đầu tư đã có chuyển biến tích cực so với trước đây.

#### **Ngân sách nỗ lực để giảm bội chi, kiểm hãm đà tăng của nợ công**

Trong năm vừa qua, hoạt động huy động vốn của Chính phủ gặp nhiều khó khăn do thay đổi phương thức về kỳ hạn phát hành trái phiếu chính phủ trong khi tín dụng khu vực tư nhân phục hồi. Tính cả năm 2015, tổng khối lượng trái phiếu chính phủ đạt hơn 197.745 tỷ đồng, đạt 80% kế hoạch năm. Việc huy động vốn nhà nước gặp những thời điểm khó khăn vào tháng 5 và tháng 9 khi tỷ lệ trúng thầu rút về mức thấp, chưa đến 20%. Tuy nhiên, nhà điều hành đã điều chỉnh chính sách để huy động vốn qua kênh trái phiếu dễ thở hơn. So với đầu năm, lãi suất trái phiếu chính phủ tăng ở hầu hết các kỳ hạn với mức tăng từ 0,5-1%, trong đó mức tăng cao nhất thuộc về kỳ hạn 3 năm.

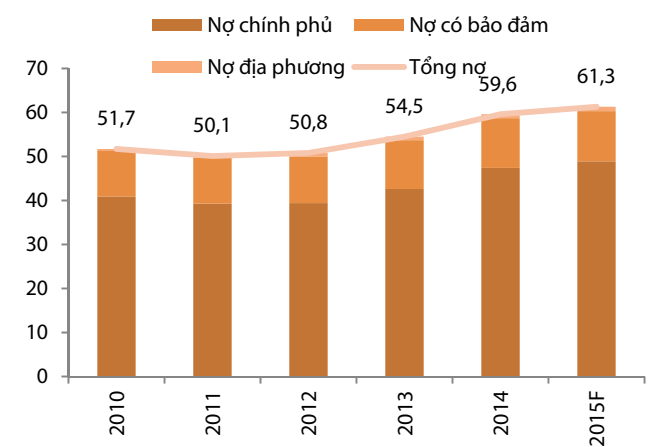
Trong bối cảnh chi phí đi vay tăng trở lại, Chính phủ đã tìm cách để đẩy mạnh thu thông qua tăng các khoản thuế, phí và lệ phí. Tính đến 15/12/2015, thu ngân sách nhà nước đạt 884,8 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ. Trong đó, các khoản thu thuế môi trường, tiền sử dụng đất, lệ phí trước phá đều vượt dự toán từ 30-80%. Ở chiều ngược lại, hoạt động chi NSNN năm 2015 tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao, đạt 10% so với cùng kỳ. Đáng lưu ý, khoản chi trả nợ và viện trợ tăng mạnh với mức tăng ~24%. Tính đến ngày 15/12/2015, lũy kế thâm hụt NSNN đạt 179.700 tỷ đồng và chỉ tương đương với 80% dự toán năm nay. Bằng nhiều biện pháp, bội chi năm 2015 nằm trong tầm kiểm soát giúp cho nợ công được kiểm chế ở ngưỡng an toàn. Dù vậy, rủi ro nợ công tăng cao đã được cảnh báo nhiều lần trong năm 2015 và sắp tới cũng chưa có dấu hiệu hạ nhiệt.

**Hình 19: Giá trị gọi thầu và trúng thầu TPCP từng tháng trong năm 2015**



Nguồn: VBMA, RongViet Research

**Hình 20: Nợ công của Việt Nam**



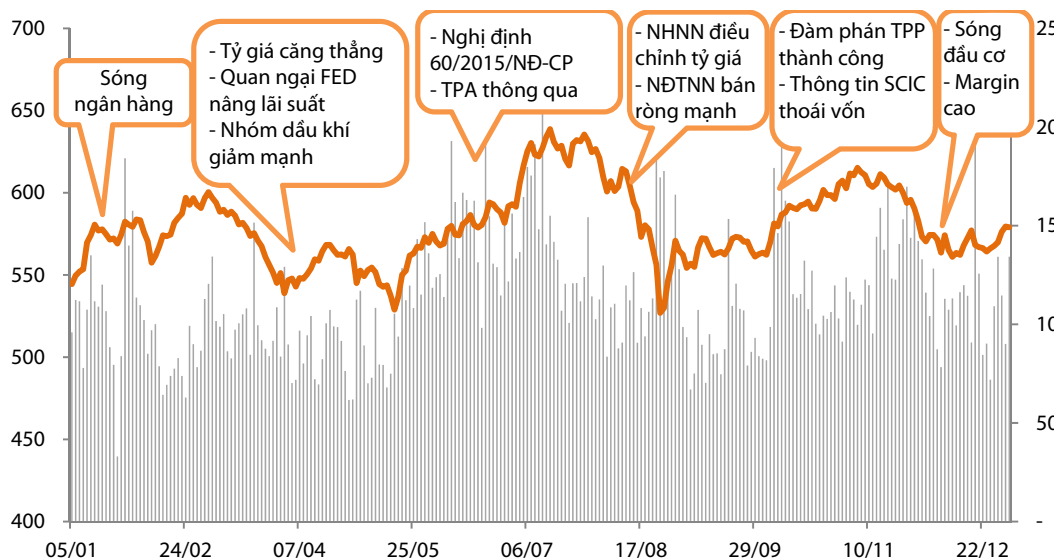
Nguồn: WB, RongViet Research

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2015: GẬP GHỀNH TĂNG TRƯỞNG

### Diễn biến thị trường trong năm 2015

Thị trường chứng khoán Việt Nam 2015 kết thúc với VNIndex tăng khoảng 6% trong khi HNIndex giảm 3,5%. Trung bình thanh khoản năm nay trên cả 2 sàn chỉ đạt khoảng 2.500 tỷ đồng, sụt giảm 19,2% so với năm 2014 bởi dòng vốn tín dụng vào TTCK đã bị hạn chế do TT36/2014/TT-NHNN. Vốn hóa toàn thị trường ghi nhận ở mức 58 tỷ USD, tăng 14,35% so với cùng kỳ 2014. Thị trường chứng khoán năm 2015, lấy VNIndex làm đại diện đã trải qua 3 sóng tăng và 3 sóng giảm rõ ràng.

**Hình 21: Những sự kiện quan trọng và diễn biến VNIndex 2015**

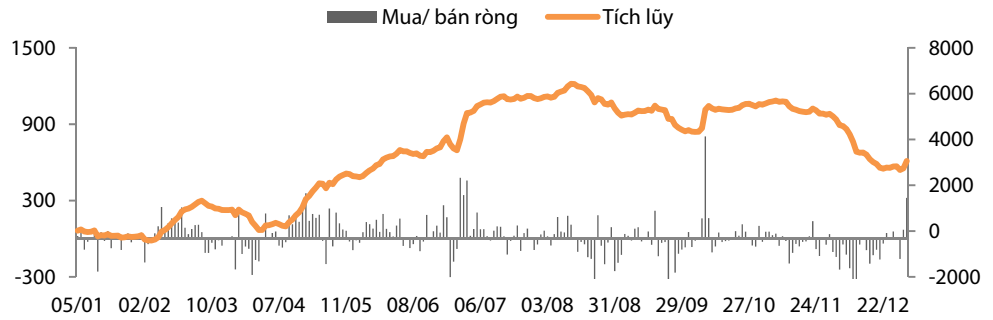


Nguồn: RongViet Research

Về các chính sách định hướng phát triển cho TTCK Việt Nam trong năm qua, đáng chú ý là Nghị định 60/2015/NĐ-CP về quyết định mở room không hạn chế cho nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào các doanh nghiệp đại chúng không thuộc ngành nghề kinh doanh có điều kiện và thông tư 203/2015/TT-BTC về hướng dẫn giao dịch trên thị trường chứng khoán. Mặc dù còn một số hạn chế nhưng những chính sách như vậy có thể giúp cho thị trường Việt Nam tiến một bước dài hơn trong việc được xét nâng hạng lên thị trường mới nổi theo các tiêu chí của MSCI.

**Hình 22: Thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn thu hút trong mắt nhà đầu tư nước ngoài**





Nguồn: RongViet Research

Năm 2015, thị trường chứng khoán chịu nhiều tác động từ bên ngoài, cụ thể 2 yếu tố tác động mạnh nhất là sự sụt giảm của giá dầu và biến động mạnh của tỷ giá. Nhà đầu tư nước ngoài cũng với những động thái bán ròng mạnh vào tháng Ba, tháng Tám và tháng Mười Hai cũng gây áp lực tâm lý lên nhà đầu tư trong nước. Đây là hoạt động cơ cấu vốn của thị trường tài chính toàn cầu chứ không riêng gì tại Việt Nam.

Mặc dù vậy, theo RongViet Research, so với các thị trường trong khu vực, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn tỏ ra hấp dẫn hơn các thị trường khác trong khu vực thể hiện qua (1) mức P/E của thị trường năm 2015 ở mức 11,8x, thấp hơn rất nhiều so với mức 16x của các thị trường chứng khoán trong khu vực, (2) thị trường chứng khoán Việt Nam là thị trường duy nhất ghi nhận chỉ số Sharp (\*) dương và (3) là số ít thị trường hút ròng dòng vốn đầu tư gián tiếp.

(\*) Tỷ số Sharp phản ánh lợi nhuận vượt trội so với lãi suất đầu tư phi rủi ro thu được trên một đơn vị rủi ro. Tỷ số này càng cao phản ánh lợi nhuận mang lại trên một đơn vị rủi ro càng lớn.

**Bảng 3: So sánh thị trường chứng khoán Việt Nam với thị trường chứng khoán các nước trong khu vực**

	Việt Nam	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thái Lan
<b>Tỷ số Sharpe (*)</b>	0,13	-1,19	-0,52	-0,48	-1,34	-1,20
<b>P/E</b>	11,31	25,86	16,67	20,00	13,33	16,84
<b>P/B</b>	1,75	2,33	1,49	2,49	1,15	1,71
<b>Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (triệu USD)</b>						
<b>Trái phiếu</b>	-246,04	6951,8	N/A	1325,2	N/A	-4348
<b>Cổ phiếu</b>	135,96	-1571,2	N/A	-1194,4	N/A	-634,4

Nguồn: RongViet Research

Xét riêng dòng vốn đầu tư vào cổ phiếu, năm 2015 nhà đầu tư nước ngoài đã rút ròng khoảng 3.000 tỷ đồng vào thị trường, sụt giảm khoảng 5,5% so với năm 2014. Dòng vốn ngoại mang tính chất khá chọn lọc, tập trung ở 3 nhóm chính là nhóm ngân hàng (khoảng 3.100 tỷ đồng), nhóm dịch vụ tài chính (khoảng 1.900 tỷ đồng) và nhóm xây dựng, vật liệu xây dựng (khoảng 1.000 tỷ đồng).

Xét về 2 quỹ ETF, giao dịch của 2 quỹ này cũng gây khá nhiều bất ngờ cho nhà đầu tư từ việc “mua nhầm” BID, không thêm HHS vào rổ (mặc dù các CTCK Việt Nam đều dự báo HHS đầy đủ tiêu chuẩn thêm vào rổ FTSE ETF). Ngoài ra, một điểm khá thú vị nữa đó là trong kỳ review cuối năm 2015, VNM ETF đã nâng tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam trong rổ từ 77,5% lên 82%.

Đánh giá chung, tỷ lệ tham gia của dòng vốn ngoại vẫn duy trì ở mức 8-15%/phiên và dòng tiền cũng khá chọn lọc, mang tính tập trung cao ở vài nhóm ngành, thậm chí vài nhóm cổ



phiếu. Theo chúng tôi thống kê, có khoảng 94% số doanh nghiệp trên sàn vẫn còn hở room nhưng chỉ có 10% trong số này hiện đang trong tình trạng full room.



**Bảng 4: Tăng trưởng KQKD các DN niêm yết giai đoạn 2011-2015 (đvt: %)**

	Cả năm			9 Tháng			
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2015
<b>Doanh thu</b>	0,4	8,2	15,0	0,4	6,3	15,8	6,2
<b>Lợi nhuận gộp</b>	-0,8	11,6	15,7	0,9	8,2	16,1	14,1
Chi phí bán hàng	13,4	18,7	17,3	14,2	19,5	15,5	16,5
Chi phí quản lí	9,9	9,3	10,9	10,4	5,9	11,1	10,3
Doanh thu tài chính	-18,0	26,0	-6,0	-16,0	26,0	-18,0	53,0
Chi phí tài chính	-25,0	-4,0	1,0	-15,0	-10,0	-4,0	18,0
<b>Thu nhập HĐKD</b>	-9,0	25,6	10,4	-10,9	24,3	4,7	29,4
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	-10,1	24,2	11,4	-10,6	22,6	4,8	28,0

Nguồn: RongViet Research

**Xu hướng KQKD của các DN niêm yết trong năm 2015: lợi nhuận vẫn tăng trưởng tốt nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận đột biến tại một số DN lớn nhưng tốc độ tăng trưởng doanh thu đang chậm lại.**

Tổng kết KQKD của các DN phi tài chính (loại trừ ngành dịch vụ tài chính, ngân hàng, bảo hiểm và chỉ tập hợp dữ liệu các doanh nghiệp có đầy đủ dữ liệu KQKD 9T từ năm 2011-2015), cho thấy doanh thu của các DN này chỉ tăng trưởng 6,2%, gần như chỉ bằng một nửa tốc độ tăng trưởng của năm 2014. Nguyên nhân chính đến từ các đầu tàu kinh tế trên sàn chứng khoán bị tụt giảm nghiêm trọng, chẳng hạn:

**Hình 23: Tốc độ tăng trưởng doanh thu 9T một số DN lớn**

Nguồn: RongViet Research

Tuy nhiên, lợi nhuận của các DN niêm yết vẫn tăng trưởng khá ấn tượng (với LNTT tăng 28 so với cùng kỳ 9T2014) nhờ (1) lợi nhuận đột biến tại một số doanh nghiệp lớn (KDC, MSN) và cải thiện biên lợi nhuận gộp từ xu hướng giảm mạnh của giá hàng hóa thế giới, tiêu biểu như VNM. Trong đó, KDC ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc bán mẩu bánh kẹo và MSN ghi nhận lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh 44% so với cùng kỳ do hợp nhất kết quả kinh doanh từ mẩu kinh doanh đậm động vật (Proconco và Anco). Biên lợi nhuận gộp cải thiện hơn 1 điểm phần trăm nên lợi nhuận gộp của các DN này đã tăng trưởng 14,1% trong 9T2015. Do đó, LNTT cũng tăng trưởng 14,5% (sau khi đã loại trừ tác động của lợi nhuận đột biến tại KDC).

**Bảng 5: Bức tranh tăng trưởng đan xen giữa các nhóm ngành**

	Cả năm			9 Tháng			
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2015
<b>Nhóm duy trì tăng trưởng khả quan qua nhiều năm</b>							
	9,7	13,9	14,4	12,1	10,9	15,7	15,8
Thực phẩm&đồ uống	13,3	14,8	16,5	13,5	14,0	14,2	22,4
	-26,0	-8,0	17,7	-35,7	-6,0	8,3	9,6
<b>Nhóm đang trong chu kỳ tăng trưởng về hoạt động kinh doanh</b>							
	-7,6	4,2	12,1	-9,5	5,5	9,0	11,9
XD&VLXD	-19,3	1,0	10,2	-15,2	-5,9	11,8	17,6
	-58,5	-30,5	276,8	-62,1	-70,7	523,9	100,0
	9,9	5,2	1,1	10,1	7,3	2,1	14,0
Truyền thông	14,4	8,5	0,1	13,4	11,3	0,1	17,3
	10,7	-7,9	-6,3	13,8	-8,7	-8,6	12,1
	10,2	-11,7	-1,3	12,9	-12,7	-5,6	4,6
Hóa chất	-7,5	-13,2	-12,8	-1,9	-11,3	-18,0	14,4
	-10,0	-24,3	-29,5	-4,4	-21,3	-36,1	13,4
	-8,3	11,3	27,9	-10,6	10,4	22,9	50,7
Ô tô	36,8	15,8	17,6	37,6	19,1	9,9	36,4
	71,3	35,0	10,6	73,6	43,5	2,8	79,0
<b>Nhóm tăng trưởng về lợi nhuận nhưng doanh thu có dấu hiệu giảm tốc độ tăng trưởng</b>							
	6,1	-0,9	-1,9	-0,8	5,2	-0,1	-1,1
Du lịch	11,1	-20,2	1,1	0,8	-3,1	-0,8	6,6
	-2,9	-5,2	-365,5	8,8	-20,0	-50,8	103,3
	-5,4	8,5	22,8	-5,0	5,7	17,9	8,0
Công nghệ	-7,0	14,4	16,0	-5,3	9,0	15,5	23,1
	3,6	8,1	0,0	3,0	6,0	-2,2	12,9
<b>Nhóm có dấu hiệu suy giảm về tốc độ tăng trưởng</b>							
	-3,7	4,2	15,7	-3,7	1,4	17,2	5,6
Nguyên liệu cơ bản	-18,1	15,7	14,6	-19,4	1,8	26,9	11,0
	-34,4	46,4	35,8	-37,0	14,9	63,9	13,1
Tiện ích công cộng	10,7	12,0	10,8	10,8	12,6	13,7	-14,1
	-0,5	14,1	0,4	7,5	19,8	-13,8	21,2



	27,2	43,2	-14,1	-15,8	105,2	-37,4	-0,7
	4,0	4,3	10,5	4,6	3,4	11,6	9,3
HH&DV công nghiệp	-1,1	0,1	15,8	-4,0	-1,0	14,4	25,8
	5,8	29,1	44,2	6,0	36,1	21,9	7,1
	-28,6	11,9	10,0	-30,4	6,6	15,1	1,4
Vật dụng CN& GD	-9,2	5,0	29,4	-8,4	4,4	26,2	9,5
	-30,2	7,8	50,3	-30,0	9,6	39,4	20,5
	-1,9	6,7	6,1	-0,5	3,6	9,4	-11,6
Bán lẻ	-18,9	-0,9	16,7	-21,7	-5,1	14,3	7,0
	-26,0	-8,0	17,7	-35,7	-6,0	8,3	9,6

Nhóm đang có diễn biến tiêu cực về hoạt động kinh doanh, với lưu ý nhóm bất động sản có tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận gộp nhưng LNTT vẫn tiếp tục suy giảm hai năm liên tiếp. Riêng nhóm xây dựng và vật liệu xây dựng (ngành liên quan trực tiếp đến ngành BĐS) đã bước vào chu kỳ tăng trưởng tích cực.

	20,6	45,5	33,8	21,0	36,1	50,0	19,5
BĐS	12,7	49,5	38,1	15,1	40,6	49,3	13,2
	-27,1	198,0	-12,6	-21,7	181,0	-13,4	-13,4
	18,2	13,4	8,8	22,0	15,4	9,5	0,9
Y tế	15,4	9,1	15,8	17,0	11,9	12,2	-4,7
	17,8	8,1	11,3	16,2	17,1	8,3	-0,2
	10,8	9,2	29,0	11,4	11,1	28,8	-17,1
Dầu khí	15,6	27,0	13,3	24,9	16,0	18,0	-10,7
	18,7	21,2	24,6	43,1	14,5	33,5	-11,5

Chú thích:

	Tăng trưởng doanh thu
	Tăng trưởng LNG
	Tăng trưởng LNTT

Nguồn: RongViet Research



## TRIỂN VỌNG TTCK THÁNG MỘT

Ngay cả sau khi quyết định tăng lãi suất của FED được công bố, TTCK tháng Mười Hai không có nhiều sự đột phá và vẫn nằm trong xu thế chung của các tháng trước đó khi phần lớn các cổ phiếu luôn chực chờ đảo chiều và các chỉ số hầu như chỉ đi ngang. Đúng như dự đoán của chúng tôi, dòng tiền từ khối ngoại hiện vẫn khá hờ hững với TTCK Việt Nam và việc thanh khoản suy yếu về cuối tháng là dấu hiệu cho thấy sự kiên nhẫn của các nhà đầu tư trong nước cũng đang cạn dần. Tính chung cả tháng, thanh khoản trên hai sàn giao dịch giảm 20,9% trong khi khối ngoại tiếp tục bán ròng 2.058 tỷ đồng. Trái với nhiều dự báo về một mức tăng lạc quan 10-15%, VNIndex kết thúc cả năm chỉ tăng 6% trong khi có đến 2/3 các nhóm ngành ghi nhận mức tăng giá dương trong cả năm.

Với tiền đề là một năm 2014 vượt xa mong đợi, sự xuất hiện của một bức tranh vĩ mô với nhiều điểm sáng tối đan xen là nguyên nhân chính khiến các chỉ số không thể thoát khỏi xu hướng đi ngang trong suốt một năm qua. Nếu như giai đoạn 2013-2014, khi thị trường tăng trưởng trên diện rộng, dòng tiền dễ bỏ qua những cổ phiếu giá trị nhưng có thanh khoản kém và ít biến động thì trong không gian “chật chội” của năm 2015, dòng tiền đã có sự phân hóa mạnh mẽ giữa các nhóm ngành và cổ phiếu. Trong đó, những câu chuyện lợi nhuận bất thường, phát hành tăng vốn để đầu tư dự án... đã không thể đưa nhiều cổ phiếu “nóng” đi xa. Ngược lại đã tăng giá chỉ thực sự bền vững ở những cổ phiếu ít biến động theo thị trường và gần như chưa tăng giá trong thời gian dài như CTD, BMP, KSB, VSC, GMD... Mặt khác, các thống kê về KQKD cũng cho thấy những cổ phiếu có mức tăng giá đáng kể trong năm 2015 đều được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng tích cực về doanh thu và lợi nhuận, trong đó, nhóm cổ phiếu ngành ô tô, vận tải, xây dựng và VLXD là những điển hình sinh động.

Chúng tôi tin rằng những xu hướng trên đây sẽ tiếp tục chi phối sự vận động của TTCK trong năm 2016. Theo hướng tiếp cận “từ trên xuống”, tăng trưởng kinh tế và cơ hội từ hiệp định thương mại như TPP và FTA sẽ đem lại cho những nhà đầu tư theo trường phái tăng trưởng nhiều lựa chọn hơn khi tập trung vào các ngành dịch vụ phục vụ trực tiếp cho quá trình phát triển hạ tầng (cứng, mềm) như xây dựng, xây lắp theo dự án, công nghệ, tiện ích công cộng, kho vận – logistics... Trong xu hướng đó, những doanh nghiệp đầu ngành và có nền tảng cơ bản tốt sẽ tiếp tục được hưởng lợi. Song song với đó, chiến lược đầu tư “ngược xu thế” dành cho những nhà đầu tư giá trị với khả năng chịu đựng rủi ro cao và khung thời gian đầu tư dài vẫn có thể áp dụng được đối với những nhóm ngành đang ở đáy của chu kỳ kinh doanh như dầu khí và nguyên liệu cơ bản.

Vùng điểm dự báo trong tháng Một đối với VNIndex là 555 - 580 và HNIIndex là 78-80.

Chúng tôi cho rằng tháng Một là giai đoạn mà thị trường sẽ có sự phân hóa rõ giữa các cổ phiếu có yếu tố cơ bản hỗ trợ và những cổ phiếu có triển vọng kinh doanh chưa rõ ràng. Hay nói cách khác, những cổ phiếu đang trong xu hướng tăng sẽ tiếp tục tăng giá và bứt khỏi mặt bằng chung. Do vậy, chúng tôi tin rằng chọn lọc cổ phiếu trong giai đoạn này vẫn quan trọng hơn là dự báo xu thế thị trường. Chúng tôi duy trì các khuyến nghị về ngành và danh mục cổ phiếu gợi ý được trình bày sơ bộ trong Báo cáo Chiến lược tháng 12/2015. Các phân tích và khuyến nghị cụ thể hơn sẽ được chúng tôi gửi đến quý nhà đầu tư trong báo cáo Thị trường chứng khoán năm 2016 sẽ được phát hành trong Quý 1/2016.

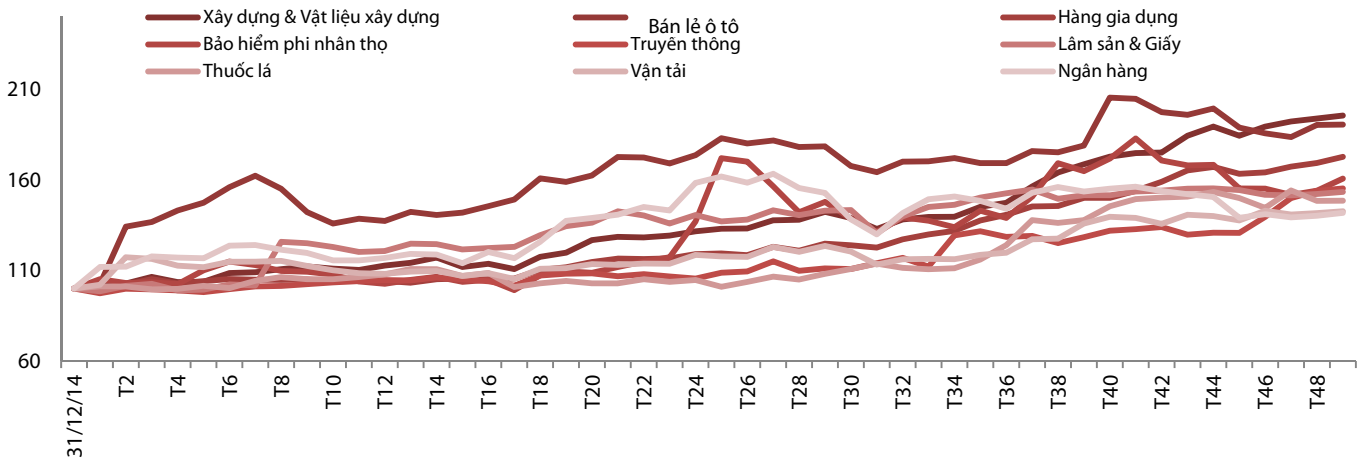


### Diễn biến các nhóm ngành năm 2015 cho thấy sự phân hóa sâu sắc

Năm 2015 có thể nói là một năm “khó” đối với nhà đầu tư trên TTCK theo nghĩa là các chiến lược đầu tư được áp dụng trong những năm trước hầu như đều không thể phát huy tác dụng một cách rõ nét trong khi sự phân hóa diễn ra mạnh mẽ không chỉ ở cấp độ ngành mà còn ở từng cổ phiếu trong mỗi nhóm ngành. Theo thống kê của RongViet Research đối với 33 ngành nghề khác nhau, có 23 ngành có chỉ số giá tăng trưởng dương trong năm 2015, trong đó có 18 ngành đạt mức tăng trên 10%. Chỉ có 10 ngành có tăng trưởng giá âm trong năm vừa rồi.

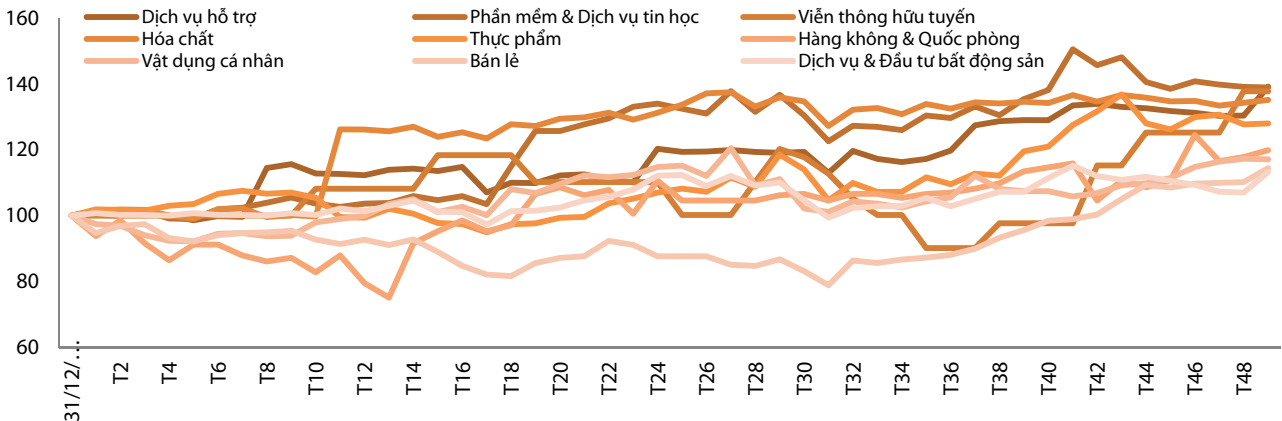
Những ngành có diễn biến giá vượt trội và tương đối bền vững trong năm 2015 bao gồm: (1) **xây dựng & VLXD**, (2) **bán lẻ ô tô**, (3) **bảo hiểm phi nhân thọ**, (4) **vận tải**, (5) **ngân hàng**; tiếp đến là (6) **dịch vụ hỗ trợ**, (7) **viễn thông**, (8) **phần mềm**, (9) **vật dụng cá nhân**, (10) **bán lẻ**, (11) **BĐS**. Như vậy, tính chung cả năm, có đến 10/12 nhóm ngành được RongViet Research đánh giá tích cực từ đầu năm (trừ **đồ uống** và **xe hơi & phụ tùng**) đã ghi nhận mức tăng giá khả quan. Ở chiều ngược lại, **dầu khí**, **xe hơi & phụ tùng**, **dược phẩm**, **thiết bị y tế**, **đồ uống**, **kim loại công nghiệp** là những ngành có biến động tiêu cực trong suốt năm 2015.

**Hình 24: Tốp các ngành dẫn đầu về diễn biến giá theo tuần trong năm 2015**



Nguồn: RongViet Research

**Hình 25: Tốp các ngành đứng thứ hai về diễn biến giá theo tuần trong năm 2015**

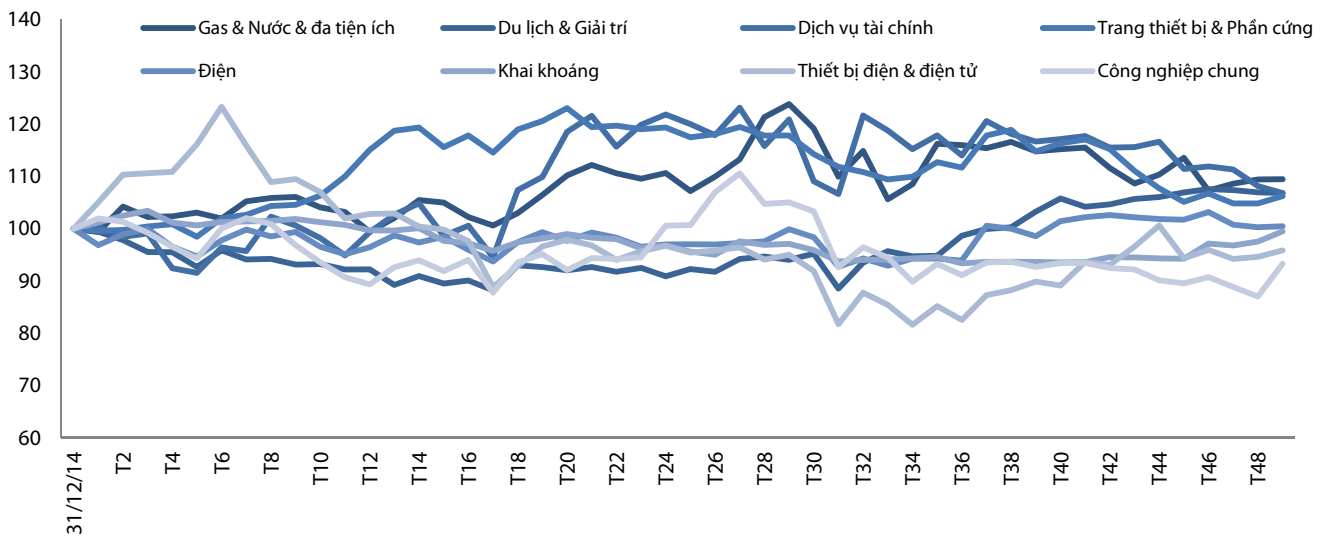


Nguồn: RongViet Research



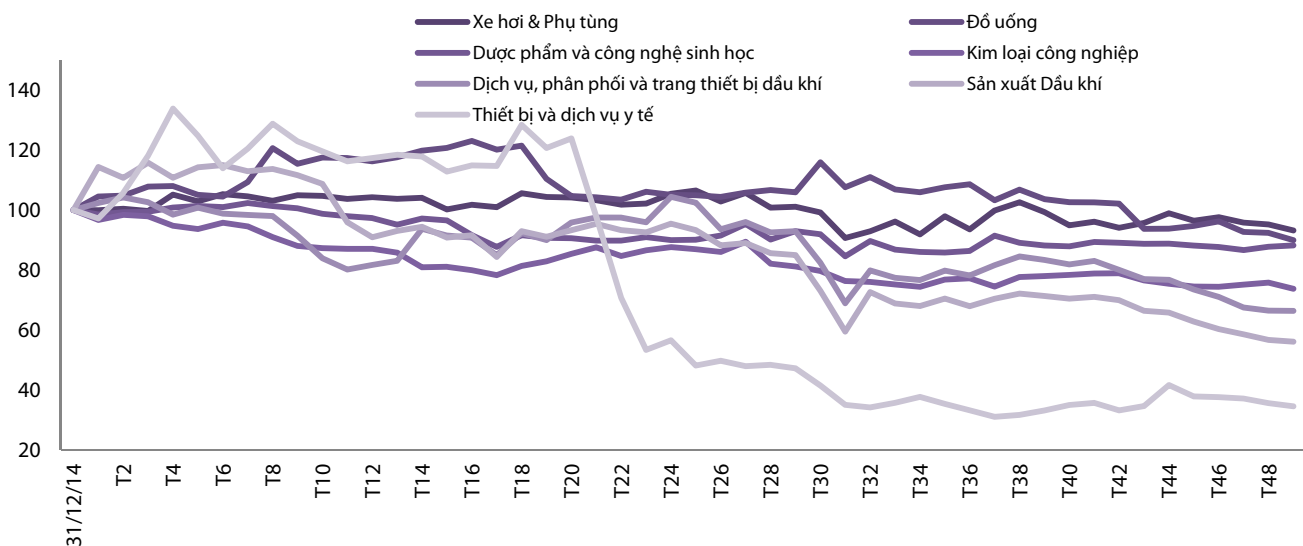


**Hình 2: Các ngành có diễn biến giá trung bình trong năm 2015**



Nguồn: RongViet Research

**Hình 26: Các ngành có diễn biến giá theo tuần kém tích cực trong năm 2015**



Nguồn: RongViet Research

Nhìn lại diễn biến giá của các nhóm ngành năm qua, chúng tôi nhận ra hai xu hướng chủ đạo. Trong xu hướng thứ nhất, những kỳ vọng lớn vào chính sách như nới room, thoái vốn của Nhà Nước, các văn bản pháp lý hỗ trợ ngành vv... là động lực tăng trưởng của “bộ ba” ngân hàng, bảo hiểm và BĐS khi mà KQKD của các doanh nghiệp trong ngành, kể cả những doanh nghiệp lớn có hiệu quả hoạt động tốt như VIC, VCB, BID, MBB vẫn chưa thực sự bứt phá. Tương tự, cú sốc tỷ giá đã ảnh hưởng đến sản lượng và kéo theo là doanh thu của các công ty dệt may (ngành *vật dụng cá nhân*) và thủy sản (ngành *thực phẩm*) xuất khẩu như HVG, VHC, TCM, STK và FMC dù kỳ vọng về TPP cũng đã tạo được không ít sự hứng khởi cho dòng cổ phiếu này trong nửa sau của năm 2015.

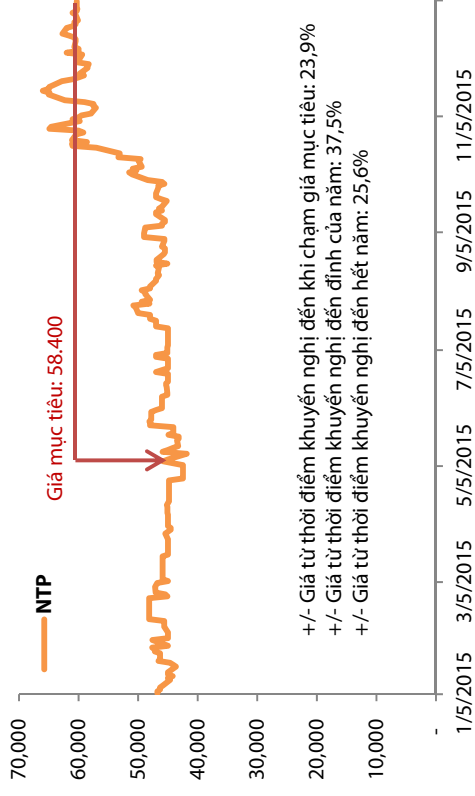
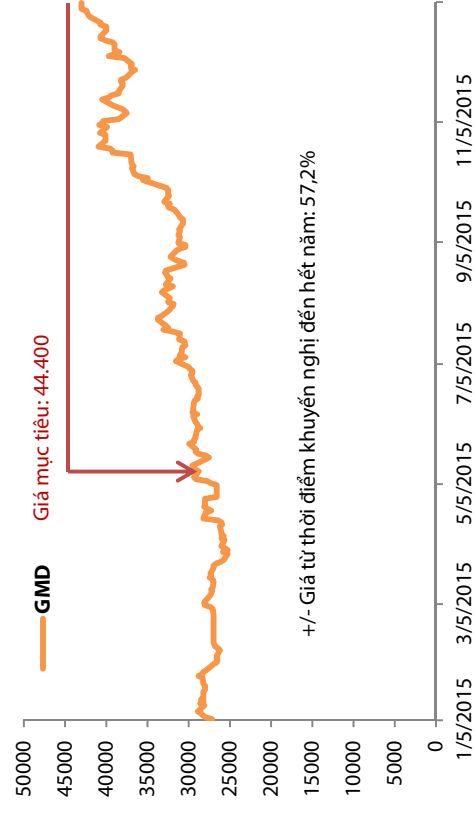
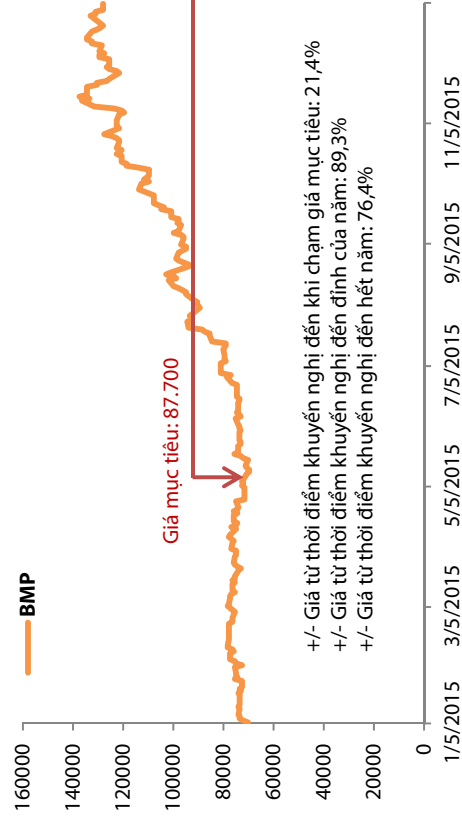
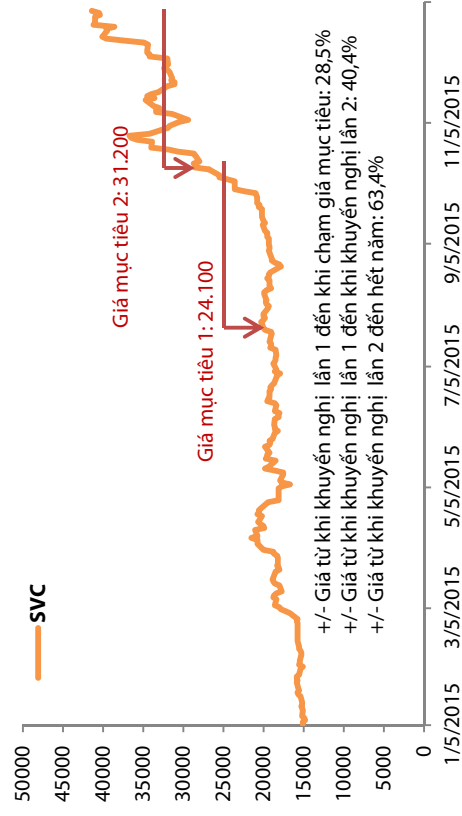
Trong xu hướng thứ hai, diễn biến giá của các ngành kinh doanh ô tô, xây dựng & VLXD, vận tải, dịch vụ hỗ trợ, bán lẻ... phản ánh khá trung thực mức tăng trưởng nổi trội về KQKD của các

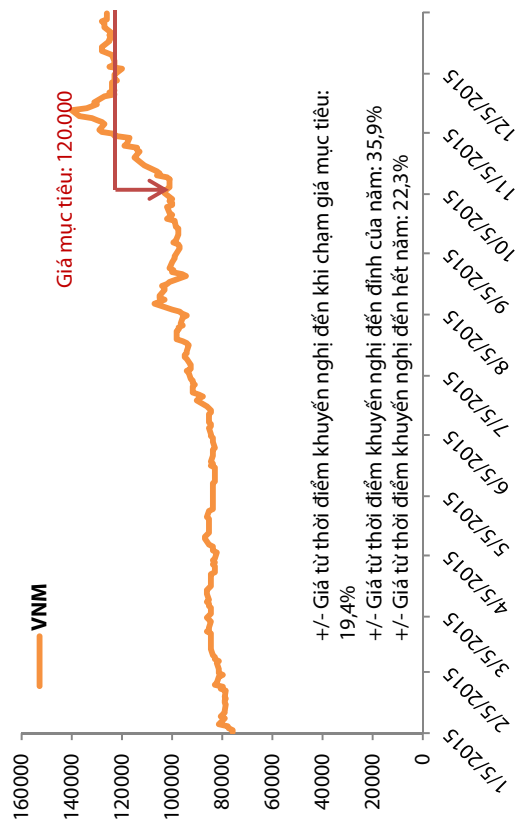
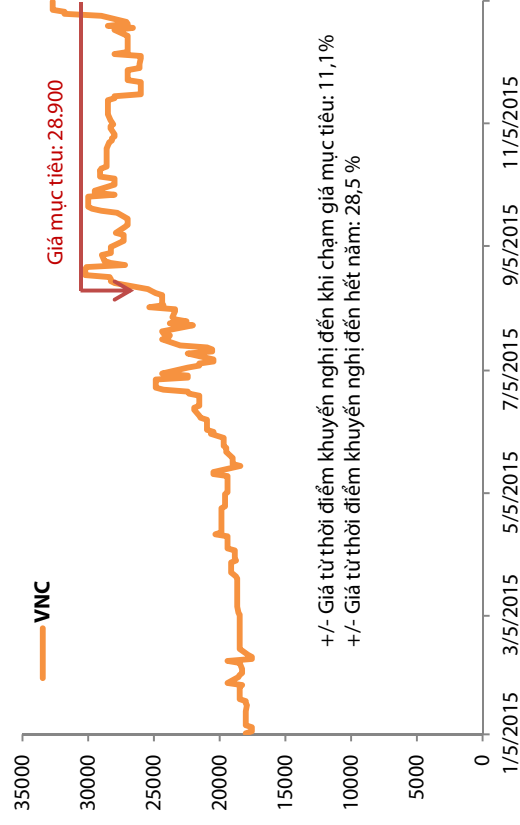


ngành này. Như một quy luật, **các cổ phiếu giá trị thường ghi nhận mức tăng vượt trội trong những năm thị trường vận động kém tích cực**. Trong nhóm này, CTD, NCT, GMD, VSC, KSB, BMP, NTP là những cổ phiếu đạt được mức tăng tốt trong cả năm nhờ “công thức vàng” (1) tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực khi ngành bước vào chu kỳ kinh doanh, (2) doanh nghiệp có vị thế đầu ngành, (3) định giá cổ phiếu tương đối thấp trong thời gian dài, (4) tỷ lệ cổ phiếu tự do lưu hành không cao. Chúng tôi tin rằng khi các ngành nói trên bước sang giai đoạn tăng trưởng nhanh, triển vọng kinh doanh cũng như diễn biến giá của nhóm cổ phiếu này sẽ tiếp tục duy trì tích cực trong năm 2016.

Tính đến thời điểm hiện tại, trong số 36 cổ phiếu được RongViet Research khuyến nghị trong năm 2015, có 24 cổ phiếu đã tăng giá từ thời điểm chúng tôi đưa ra khuyến nghị; trong số đó, có 11 cổ phiếu có mức tăng cao hơn 20% từ thời điểm khuyến nghị, chủ yếu vẫn thuộc các ngành: bán lẻ ô tô, VLXD và vận tải. Dưới đây là bảng tóm tắt diễn biến của những cổ phiếu đạt hiệu quả khuyến nghị cao trong năm qua.







DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

STT	Mã cp	Ngành cấp 3	VHTT (tỷ đồng)	Giá cp* (VND)	ROA (%)	ROE (%)	Trailing P/E* (x)	P/B* (x)	Định giá (VND/cp)	Thời điểm khuyến nghị gần nhất	Hiệu quả khuyến nghị**	Tỷ suất sinh lời		Đánh giá
												3 tháng	6 tháng	
1	CTD	Xây dựng	6.564	152.000	8,8	19,3	12,8	2,4	-	03/12/2015		54,3	98,7	Khả quan Dài hạn
3	CII	Xây dựng	4.976	22.800	7,5	32,1	4,8	1,4	-	05/05/2015		3,0	3,9	Khả quan Dài hạn
4	HBC	Xây dựng	1.436	19.000	2,0	12,7	10,5	1,4	-	05/05/2015		11,8	9,9	Ổn định Trung hạn
5	FCN	Xây dựng	942	20.600	6,1	18,4	6,8	1,3	-	03/12/2015		2,5	(0,2)	Khả quan Dài hạn
5	LCG	Xây dựng	526	6.900	0,9	2,0	36,1	0,5	9.500	16/07/2015	(15,9)	1,5	(13,8)	Mua Trung hạn
6	GMD	Dịch vụ vận tải	5.144	43.000	3,6	6,4	16,0	1,0	44.400	05/05/2015	57,2	32,3	45,5	Trung lập Dài hạn
7	TCL	Dịch vụ vận tải	633	30.200	12,0	22,1	6,3	1,2	-	05/05/2015		13,5	6,0	Khả quan Dài hạn
8	HMH	Dịch vụ vận tải	224	17.600	13,5	14,7	6,0	0,9	33.800	06/01/2015	(20,4)	6,2	(2,1)	Mua Dài hạn
9	MAC	Dịch vụ vận tải	139	10.600	10,8	15,7	5,9	0,8	16.900	05/10/2015	1,0	3,1	(4,6)	Mua Dài hạn
10	VSC	Vận tải biển	3.168	76.500	20,0	28,1	9,8	2,6	-	05/05/2015		26,4	61,0	Khả quan Dài hạn
11	PVT	Vận tải biển	2.584	10.100	3,0	9,2	8,7	0,8	15.900	20/10/2015	(9,8)	(2,9)	(15,8)	Mua Dài hạn
12	VTO	Vận tải biển	536	6.800	2,1	4,1	12,4	0,5	-	16/06/2015		3,0	(4,2)	Ổn định Trung hạn
13	GSP	Vận tải biển	468	15.600	8,4	14,7	8,6	1,2	15.400	05/10/2015	20,0	17,3	22,8	Trung lập Dài hạn
14	VNC	Hỗ trợ Kinh doanh	343	32.700	10,1	15,2	13,5	2,1	28.900	14/08/2015	28,5	16,8	31,5	Trung lập Dài hạn
15	APC	Hỗ trợ Kinh doanh	213	18.000	12,3	15,7	7,7	1,2	-	05/10/2015		2,3	(1,6)	Trung lập Trung hạn
16	DHC	Giấy	483	28.000	14,6	22,2	8,2	1,7	32.000	05/10/2015	16,9	16,5	30,7	Mua Trung hạn
17	PAC	Phụ tùng	1.007	32.900	6,6	17,7	10,6	2,0	-	07/01/2015		16,2	30,5	Khả quan Trung hạn
18	DRC	Vỏ xe	3.975	43.500	12,4	26,2	10,0	2,6	52.000	05/11/2015	(4,0)	(6,0)	(17,9)	Tích lũy Dài hạn
19	CSM	Vỏ xe	1.821	24.600	9,1	22,3	6,1	1,3	-	05/05/2015		(8,9)	(21,7)	Ổn định Trung hạn
20	FPT	Phần mềm	18.998	47.800	7,9	21,4	11,0	2,3	52.900	05/10/2015	6,2	7,4	5,3	Trung lập Dài hạn
21	NT2	Điện	7.286	26.600	14,4	35,1	5,2	1,6	29.700	05/10/2015	5,0	10,5	28,0	Tích lũy Trung hạn
22	CHP	Điện	2.608	20.700	6,3	15,9	12,2	1,8	23.600	30/09/2015	10,7	10,7	15,0	Tích lũy Trung hạn
23	SHP	Điện	1.780	19.000	7,2	19,1	8,1	1,5	22.000	03/09/2015	5,0	1,6	5,6	Tích lũy Trung hạn
24	CNG	Phân phối gas	869	32.200	16,9	26,9	7,9	2,1	-	05/05/2015		14,2	16,2	Khả quan Dài hạn
25	PGS	Phân phối gas	845	16.900	4,3	12,0	6,8	0,9	-	05/05/2015		(6,8)	(18,0)	Ổn định Trung hạn
26	REE	Tập đoàn CN	6.754	25.100	11,6	16,9	6,9	1,1	29.700	05/05/2015	(2,3)	-	(6,7)	Tích lũy Dài hạn
27	VIC	Đầu tư BDS	88.739	47.500	1,3	6,4	63,9	4,0	-	05/05/2015		13,9	9,2	Khả quan Dài hạn
28	DIG	Đầu tư BDS	1.995	9.300	1,1	2,1	33,6	0,8	-	05/05/2015		(17,0)	(16,3)	Ổn định Dài hạn
29	DXG	Đầu tư BDS	2.203	18.800	14,4	30,2	5,1	1,5	-	05/05/2015		5,6	15,3	Khả quan Trung hạn



30	NBB	Đầu tư BDS	1.216	20.900	1,3	3,1	28,3	1,0	26.800	05/05/2015	(5,4)	(6,3)	(12,9)	-	Tích lũy	Dài hạn
31	NTL	Đầu tư BDS	756	12.400	3,5	5,7	12,7	0,9	-	05/05/2015		(5,3)	(4,7)	(2,6)	Ổn định	Trung hạn
33	VPH	Đầu tư BDS	440	9.700	0,5	2,0	45,7	0,9	10.200	05/08/2015	21,3	21,3	15,5	36,0	Trung lập	Trung hạn
34	HHS	Bán lẻ chuyên biệt	2.890	12.400	32,0	45,0	2,4	2,0	20.100	29/10/2015	(32,6)	(24,8)	(31,3)	6,9	n/a	Ngắn hạn
35	SVC	Bán lẻ chuyên biệt	1.094	43.800	3,5	11,8	12,0	1,4	31.200	12/10/2015	123,1	108,6	139,2	190,0	n/a	Trung hạn
36	PNJ	Quần áo & phụ kiện	4.226	43.000	9,1	20,4	15,2	3,0	-	05/05/2015		31,8	10,1	42,9	Khả quan	Trung hạn
37	MWG	Thiết bị điện tử	11.587	79.000	24,1	53,7	11,8	5,1	101.000	25/05/2015	1,9	29,5	7,5	(8,6)	Tích lũy	Dài hạn
38	PET	Thiết bị điện tử	1.117	13.200	3,4	13,5	5,8	0,8	-	20/08/2015		(15,4)	(19,3)	(19,7)	Ổn định	Trung hạn
39	ELC	Dịch vụ tin học	919	22.500	6,7	10,4	12,4	1,4	33.000	03/12/2015	(4,3)	8,2	45,2	n/a	Mua	Dài hạn
40	BMI	Bảo hiểm toàn diện	2.126	25.600	2,6	6,4	15,3	1,0	23.000	05/08/2015	31,6	28,0	67,6	78,8	Trung lập	Dài hạn
41	BID	Ngân hàng	69.058	20.200	0,9	16,6	10,4	1,7	-	05/05/2015	4,8	(14,8)	(4,3)	73,5	Khả quan	Dài hạn
42	SKG	Đi lại & Du lịch	2.154	88.000	39,4	41,2	13,2	4,6	100.000	05/11/2015		8,6	84,1	141,8	Trung lập	Dài hạn
43	VNS	Đi lại & Du lịch	2.036	30.000	12,7	22,9	6,1	1,3	-	05/05/2015		(2,4)	(7,0)	(15,3)	Ổn định	Dài hạn
44	PCT	Đi lại & Du lịch	260	11.300	6,2	8,9	11,6	1,0	-	05/05/2015		7,6	34,5	74,8	Khả quan	Trung hạn
45	KSB	Khai thác mỏ	878	37.500	15,5	22,3	7,7	1,6	38.400	28/10/2015	22,1	29,3	50,0	69,1	Trung lập	Trung hạn
46	HPG	Tập đoàn công nghiệp	21.107	28.800	14,9	26,6	6,2	1,5	-	05/05/2015		(5,3)	(0,3)	(16,6)	Khả quan	Trung hạn
47	HSG	Tập đoàn công nghiệp	4.219	32.200	6,6	24,5	6,2	1,5	39.900	04/12/2015	(0,3)	2,6	(1,5)	(7,6)	Tích lũy	Dài hạn
48	PLC	Tổng hợp dầu khí	2.884	35.700	9,8	27,5	8,2	2,2	40.500	05/11/2015	7,2	12,2	36,6	47,8	Tích lũy	Trung hạn
49	HTI	VLXD	8.553	26.900	6,0	19,5	11,4	2,0	-	05/05/2015		22,3	18,0	54,6	Khả quan	Trung hạn
50	BMP	VLXD	5.821	128.000	24,0	27,5	11,7	3,0	87.700	05/05/2015	76,4	16,6	66,0	82,4	Khả quan	Dài hạn
51	NTP	VLXD	3.737	60.300	13,0	23,5	10,6	2,3	58.400	05/05/2015	25,6	32,2	34,0	29,0	Trung lập	Dài hạn
52	DNP	VLXD	292	21.600	8,3	30,0	3,4	1,3	21.900	09/07/2015	32,5	13,7	36,7	33,3	Trung lập	Dài hạn
53	GDT	Đồ nội thất	489	37.700	19,3	27,0	8,3	2,2	-	05/05/2015		12,2	9,2	39,1	Ổn định	Trung hạn
54	TCM	Quần áo & phụ kiện	1.493	30.400	7,9	20,5	8,8	1,7	42.500	05/05/2015	5,4	(17,2)	(10,9)	(3,1)	Ổn định	Dài hạn
55	TNG	Quần áo & phụ kiện	557	18.800	5,3	23,7	6,4	1,4	-	05/05/2015		(13,3)	(7,8)	24,8	Khả quan	Dài hạn
56	GMC	Quần áo & phụ kiện	431	37.000	8,9	28,3	6,4	1,9	-	05/05/2015		(18,7)	(11,9)	7,9	Khả quan	Dài hạn
57	VNM	Chế biến thực phẩm	151.218	126.000	30,5	37,9	21,5	8,0	120.000	05/10/2015	22,3	26,0	38,5	66,2	Trung lập	Dài hạn
58	DBC	Chế biến thực phẩm	1.631	26.000	7,3	16,2	5,6	0,9	27.000	05/10/2015	3,1	7,7	9,9	(5,4)	Trung lập	Dài hạn
59	HVG	Trồng trọt & Chăn nuôi	2.460	13.000	0,9	4,2	20,2	0,9	-	05/05/2015		(23,1)	(33,3)	(35,9)	Trung lập	Trung hạn
60	FMC	Trồng trọt & Chăn nuôi	500	25.000	7,5	27,3	5,6	1,3	25.500	05/10/2015	10,5	11,8	30,0	39,2	Trung lập	Trung hạn
61	DMC	Dược phẩm	1.101	41.200	14,6	19,3	8,0	1,5	48.000	05/10/2015	(1,4)	(1,0)	1,9	5,5	Tích lũy	Trung hạn
62	DPR	Hóa chất cơ bản	1.344	33.500	6,2	9,2	6,5	0,6	-	05/05/2015		9,1	10,1	(3,6)	Trung lập	Dài hạn
63	DPM	Hóa chất chuyên biệt	10.790	28.400	12,5	14,5	8,1	1,2	35.800	05/10/2015	(3,3)	(1,1)	3,9	3,9	Mua	Trung hạn
64	LAS	Hóa chất chuyên biệt	2.296	29.500	17,1	30,7	5,7	1,7	-	05/05/2015		(1,4)	12,5	(0,2)	Ổn định	Dài hạn



<b>65</b>	CMI	Khai thác mỏ nói chung	133	8.300	7,0	14,4	6,6	0,7	-	05/05/2015	(24,5)	(23,9)	(44,3)	Ổn định	Dài hạn
<b>66</b>	PVD	DV & thiết bị dầu khí	9.154	26.300	8,3	17,1	5,7	0,7	-	05/11/2015	(23,1)	(40,8)	(49,0)	Ổn định	Trung hạn
<b>67</b>	PVS	DV & thiết bị dầu khí	7.460	16.700	6,7	19,9	4,0	0,8	-	05/05/2015	(19,7)	(34,9)	(32,7)	Khả quan	Ngắn hạn
<b>68</b>	PXS	DV & thiết bị dầu khí	696	11.600	6,9	16,1	5,9	1,0	17.000	05/09/2015	(23,7)	(39,8)	(36,8)	Mua	Trung hạn

Nguồn: RongViet Research

\*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 04/01/2016

\*\* Hiệu quả khuyến nghị: mức tăng/giảm giá cổ phiếu từ thời điểm khuyến nghị gần nhất đến hiện tại





## CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 1/2016

---

Diễn biến của thị trường trong tháng Một được dự báo vẫn tiếp tục nằm trong xu hướng chung của các tháng trước với các chỉ số vận động chậm trong biên độ dao động hẹp và tần suất đảo chiều cao. Xu hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp tục diễn ra trong trung hạn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tháng Một vẫn là khoảng thời gian phù hợp để tích lũy cổ phiếu cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Trong đó, danh mục đầu tư khuyến nghị cho năm 2016 sẽ bao gồm cổ phiếu (1) của những doanh nghiệp có vị thế lớn trong ngành, (2) có nền tảng cơ bản tốt và (3) thuộc những nhóm ngành được đánh giá tích cực trong năm tới.

Trong đó, với yêu cầu chuẩn bị về cơ sở hạ tầng cho tăng trưởng kinh tế và thu hút FDI sau khi có TPP và các FTA, *ngành xây dựng* là một trong những ngành được hưởng lợi đầu tiên. Và thực tế, ngành này đã ghi nhận tăng trưởng KQKD ấn tượng trong 9T2015. Với số lượng dự án giao thông, công nghiệp và BĐS đang tăng nhanh, chúng tôi vẫn lạc quan triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng năm 2016.

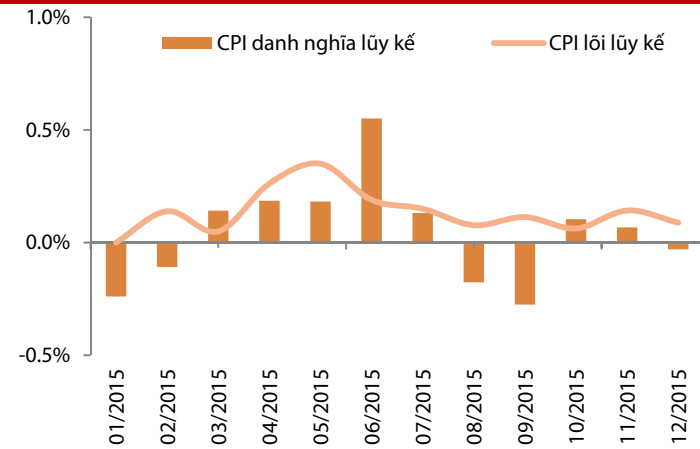
Trong quá trình hội nhập sau khi ký kết các hiệp định thương mại, nhóm ngành logistics, vận tải, cảng biển cũng sẽ được hưởng lợi, trước tiên từ nhu cầu nhập khẩu máy móc, nguyên vật liệu phục vụ sản xuất và sau đó là sự tăng trưởng về sản lượng hàng hóa xuất khẩu. Một khi nền sản xuất công nghiệp “bắt” được đà tăng trưởng ổn định, những lĩnh vực mang tính hỗ trợ cho hoạt động sản xuất như *công nghệ, điện nước và công nghiệp phụ trợ* là những ngành có triển vọng kinh doanh tích cực:

- Ngành vận tải: GSP, PVT, GMD
- Ngành cảng biển: HAH, VSC
- Ngành xây dựng: LCG, HUT, FCN, CTD
- Ngành công nghệ: FPT, ELC
- Ngành điện: NT2, CHP, SHP, PPC, REE
- Ngành BĐS: BCI, KDH, NBB, VPH, LHG
- Ngành bán lẻ: SVC, PET
- Ngành VLXD: DNP, BMP, HT1, KSB, HPG, HSG
- Ngành dệt may: TCM, STK
- Ngành dầu khí: PGS, PVS, PLC
- Ngành khác: SKG, DHC, BMI, MAC, PAC, DMC, DPM

Căn cứ trên kết quả kinh doanh và diễn biến giá cả năm 2015, RongViet Research sẽ có những đánh giá chi tiết về triển vọng các nhóm ngành và cổ phiếu cũng như đề xuất các chiến lược đầu tư cụ thể trong *Báo cáo Thị trường Chứng khoán* dự kiến sẽ được phát hành trong quý 1 năm 2016.

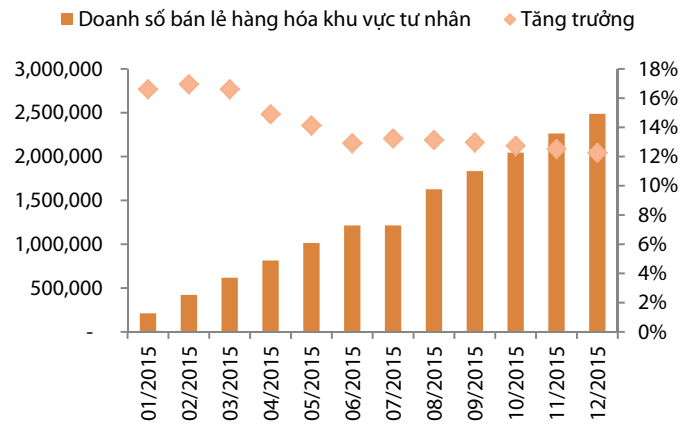
## CHỈ SỐ VĨ MÔ THÁNG 12

### Lạm phát lõi tăng 0,09%



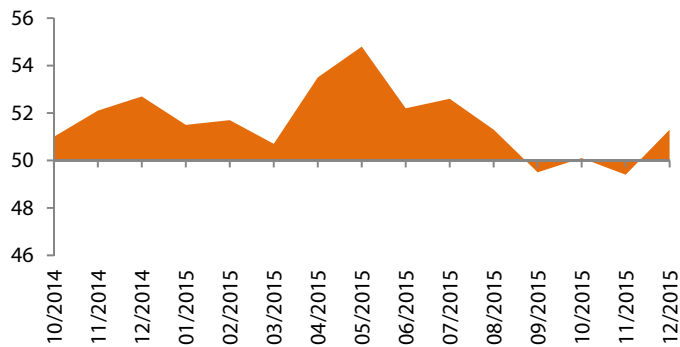
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

### Doanh số bán lẻ tiếp tục khả quan



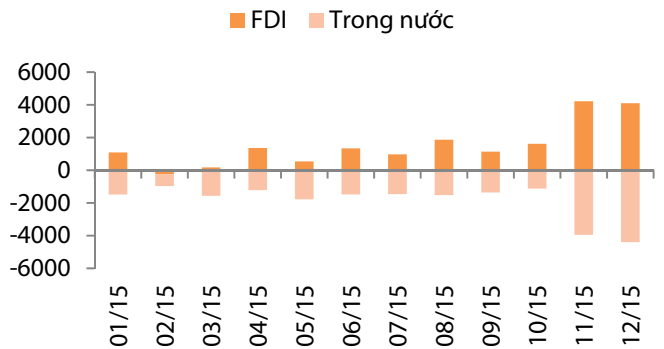
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

### Hoạt động SXCN phục hồi trở lại



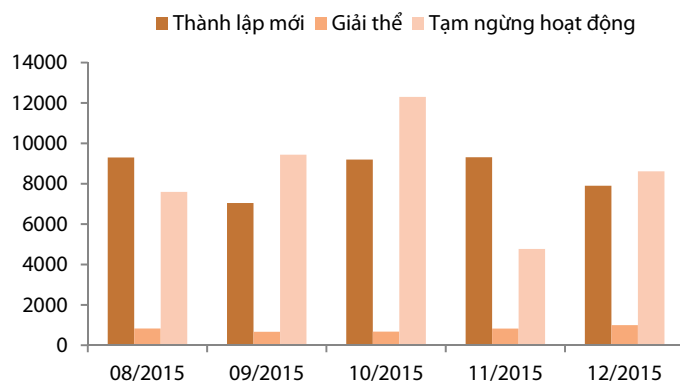
Nguồn: Markit, Rongviet Securities

### Thâm hụt khối DN trong nước gia tăng



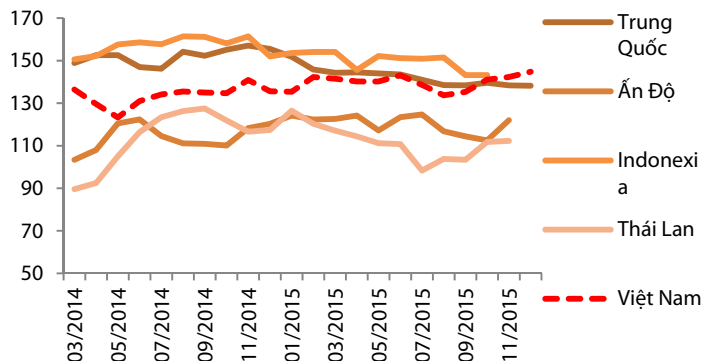
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

### Tình hình hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp



Nguồn: GSO, Rongviet Securities

### Niềm tin tiêu dùng Việt Nam đứng đầu các nước châu Á

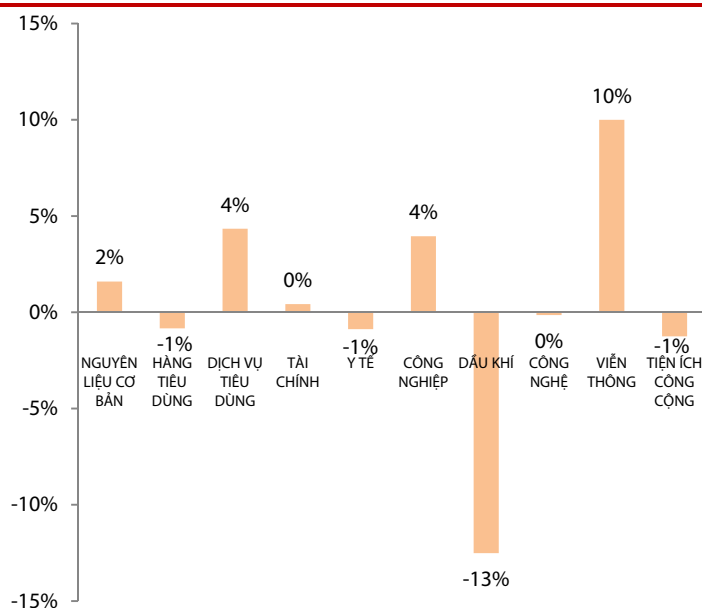


Nguồn: ANZ, Rongviet Securities



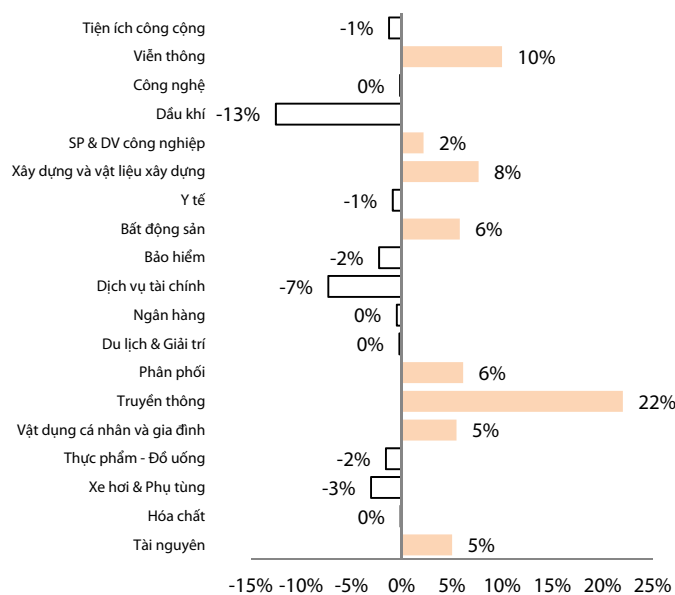
## CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH

### Biến động nhóm ngành cấp 1



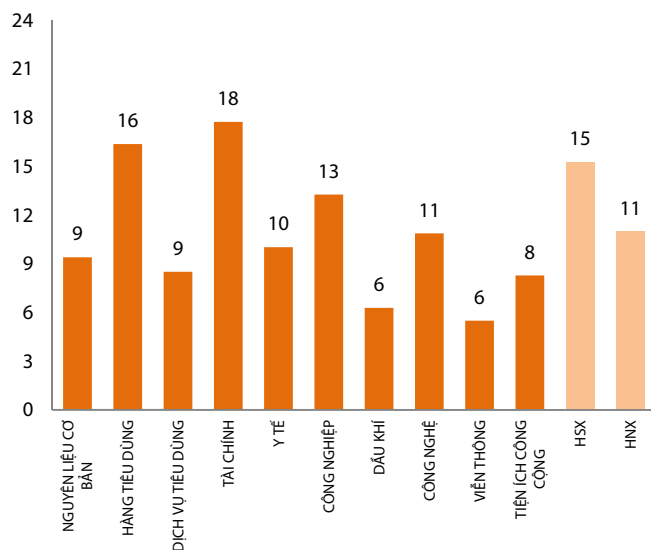
Nguồn: RongViet Research

### Biến động chỉ số nhóm ngành cấp 2



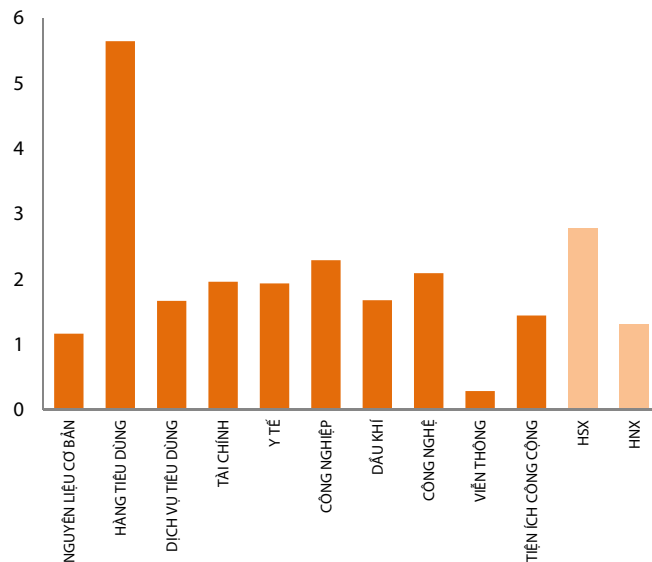
Nguồn: RongViet Research

### So sánh chỉ số P/E ngành



Nguồn: Rongviet Research

### So sánh chỉ số P/B ngành



Nguồn: RongViet Research



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, 2016.



## **CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

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

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

### **Chi nhánh Hà Nội**

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

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### **Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng –  
TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

