

Ngày 05 tháng 1 năm 2012



**CTCP Chứng khoán
Rồng Việt – Rong Viet
Securities**

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

www.vdsc.com.vn

info@vdsc.com.vn

Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phanhich@vdsc.com.vn

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

01-02/2012

TỔNG QUAN

Quý I/2012, khả năng xu hướng tăng thấp của lạm phát như trong các tháng vừa qua sẽ chấm dứt chủ yếu do tác động của yếu tố mùa vụ. Thời tiết giá rét ở khu vực Bắc và Trung bộ, nhu cầu mua sắm dịp lễ tết, cùng với sự điều chỉnh tăng giá ở hai mặt hàng cơ bản là điện và nước sẽ khiến chỉ số giá ở hầu hết các nhóm hàng trong rổ hàng hóa tính CPI tăng mạnh, đặc biệt ở các nhóm hàng lương thực – thực phẩm, đồ uống – thuốc lá, may mặc, nhà ở - điện nước và dịch vụ. Với những nhận định trên, chúng tôi kỳ vọng lạm phát hai tháng đầu năm sẽ tăng xoay quanh mức 2,5-3%. Cùng với nguy cơ lạm phát tăng trở lại, thanh khoản trong hệ thống ngân hàng đang trong giai đoạn căng thẳng sẽ là những rào cản đối với khả năng kéo giảm lãi suất ngay trong những tháng đầu năm. Dòng tiền vào thị trường chứng khoán do đó cũng chưa thể cải thiện ngay trong thời gian này.

Một khó khăn khác trong ngắn hạn là áp lực giảm giá đồng nội tệ đang tăng nhanh trở lại bởi hai nguyên nhân chính. Thứ nhất là nhu cầu ngoại tệ để bù đắp cho chênh lệch giữa tăng trưởng huy động và cho vay trong năm 2011 (ước tính khoảng 6 tỷ USD). Thứ hai, giá vàng thế giới đang trong giai đoạn biến động mạnh, chủ yếu theo xu hướng giảm trong hơn một tháng qua (từ mức trên 1.700 xuống ~1.500 USD/ounce). Trong khi đó, giá vàng trong nước luôn đứng ở mức cao hơn giá vàng thế giới và cách biệt thường được nới rộng trong những phiên giá vàng thế giới giảm mạnh (cao hơn từ 2 đến trên 3 triệu đồng/lượng). Chênh lệch lớn này đã kích thích hoạt động nhập lậu vàng và gián tiếp gây áp lực lên nhu cầu ngoại tệ. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng sẽ tiếp tục có các đợt điều chỉnh tỷ giá cho phù hợp với thực tế thời gian tới, song mức điều chỉnh sẽ linh hoạt và diễn ra trong nhiều đợt.

Đầu năm 2012, thị trường có thể sẽ tiếp tục trải qua giai đoạn vắng bóng thông tin hỗ trợ. Lạm phát có khả năng sẽ tăng trở lại trong khi thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá căng thẳng vào giai đoạn lễ tết khiến lãi suất chưa thể giảm ngay trong thời điểm đầu năm. Đối với TTCK, Thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý Quỹ mở được kỳ vọng sẽ là công cụ thu hút làn sóng đầu tư mới, hỗ trợ thị trường trong giai đoạn thanh khoản suy kiệt. Tuy nhiên, Thông tư này sẽ chưa thể mang lại hiệu quả như mong đợi cho đến khi các khó khăn nội tại của nền kinh tế được giải quyết và niềm tin NĐT trở lại.

Mặc dù khá lạc quan với triển vọng kinh tế nửa cuối năm, chúng tôi cho rằng bức tranh vĩ mô vẫn u ám trong những tháng đầu năm 2012. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm đầu tư thận trọng trong giai đoạn này. NĐT kiên nhẫn đứng ngoài và quan sát chặt chẽ những chuyển biến từ vĩ mô. Mặc dù vậy, phần lớn cổ phiếu đã giảm về mức thực sự hấp dẫn và với sự lạc quan vào triển vọng cuối năm, chúng tôi cho rằng NĐT giá trị với một chút mạo hiểm cũng có thể cân nhắc giải ngân khi VNIndex biến động quanh vùng (320-340) và HNIIndex biến động quanh vùng (54-56) điểm. Một rủi ro NĐT cần cân nhắc khi giải ngân là khả năng cổ phiếu giảm giá mạnh hơn vẫn có thể xảy ra do niềm tin chưa quay lại với thị trường, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế vĩ mô 6 tháng đầu năm được dự báo chưa thể hé lộ gam màu tích cực

Quý nhà đầu tư có thể tham khảo các cổ phiếu được đánh giá có triển vọng đầu tư tốt trong báo cáo cập nhật **"Cổ phiếu triển vọng 2011"** được phát hành vào tháng 11/2011.

KINH TẾ THẾ GIỚI

Kinh tế Mỹ

Các số liệu kinh tế được công bố cho thấy nền kinh tế lớn nhất thế giới này vẫn đang bấp bênh giữa bờ vực suy thoái hoặc tăng trưởng chậm. Sản lượng công nghiệp Mỹ giảm trong tháng 11 khi hoạt động sản xuất suy yếu, chống lại những dấu hiệu tăng trưởng gần đây trong nền kinh tế. Trái với dự báo tăng 0,2%, hoạt động sản xuất trong lĩnh vực công nghiệp Mỹ giảm 0,2% trong tháng trước, lần giảm đầu tiên kể từ tháng 4, sau khi tăng 0,7% trong tháng 10. Bên cạnh đó, số đơn đặt hàng sản xuất chỉ tăng 1,8%, thấp hơn dự báo 2% của các chuyên gia. Ở phía ngược lại, chỉ số sản xuất và chỉ tiêu cho xây dựng của nước này tiếp tục tăng lên trong tháng 11 và 12. Thêm vào đó, sau khi giảm xuống mức 8,6%, tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục được cải thiện trong tháng 12 và niềm tin tiêu dùng vượt dự báo là bằng chứng cho thấy kinh tế Mỹ đang dần phục hồi, bất chấp doanh số bán lẻ trong tháng 11 còn khiêm tốn.

Tăng trưởng GDP quý III/2011 chỉ đạt 1,8%, thấp hơn ước tính 2% trong tháng trước. Chỉ tiêu dùng yếu hơn khiến lợi nhuận trước thuế của các công ty bị điều chỉnh giảm là nguyên nhân khiến tăng trưởng GDP quý III bị điều chỉnh giảm. Cụ thể, lợi nhuận trước thuế của các công ty Mỹ chỉ tăng 1,2% trong quý III, thấp hơn mức tăng 1,6% trong báo cáo ước tính trước đó. Trong khi đó, trái với dự báo tăng 0,1%, chỉ số giá tiêu dùng tháng 11 của Mỹ đi ngang chủ yếu do giá xăng và giá ô tô giảm. Nếu lạm phát tiếp tục giảm trong những tháng tới, nhiều khả năng cục dự trữ liên bang sẽ đưa ra các chính sách nhằm giảm tỷ lệ thất nghiệp 8,6% hiện nay.

Kinh tế Trung Quốc

Cơ quan quản lý kéo dài kiểm soát thị trường khiến giá nhà tại Trung Quốc tiếp tục giảm trong tháng 12, đánh dấu tháng giảm thứ 4 liên tiếp. Giá nhà giảm ở 60/100 tỉnh thành, bao gồm cả 10 thành phố lớn nhất của nước này. Ở chiều ngược lại, chỉ số PMI tháng 12 của nước này đã tăng lên trên mức 50 điểm từ mức 49 điểm của tháng 11. Kết quả này cho thấy lĩnh vực sản xuất của Trung Quốc bắt đầu có tín hiệu hồi phục sau khi chính sách tiền tệ được nới lỏng nhẹ, giảm 0,5 điểm phần trăm tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

Tiếp nối đà giảm tốc của ba tháng trước đó, chỉ số giá tiêu dùng tháng 11/2011 của Trung Quốc chỉ tăng 4,2% so với cùng kỳ năm 2010 và là mức thấp nhất trong 14 tháng qua. Cùng chung xu hướng hạ nhiệt, chỉ số giá sản xuất tăng 2,7% trong tháng 11, mức tăng thấp nhất trong gần hai năm qua. Với sự hạ nhiệt bốn tháng liên tiếp của lạm phát, Trung Quốc có thể sẽ tiếp tục nới lỏng hơn chính sách tiền tệ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế vốn đang có dấu hiệu chậm lại (tăng trưởng quý III chỉ còn tăng 9,1%, thấp hơn mức tăng 9,5% của quý II và mức 9,7% của quý I). Giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc có khả năng sẽ là biện pháp tiếp tục được áp dụng nhằm bơm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng.

Kinh tế châu Âu

Vừa qua, hàng loạt quốc gia châu Âu đã thông qua kế hoạch cắt giảm chi tiêu và tăng thuế như ở Tây Ban Nha, Italia, Ireland... Chương trình cắt giảm thâm hụt này càng nhấn mạnh hơn những khó khăn hơn của khu vực gây ra bởi cuộc khủng hoảng nợ công kéo dài và chưa có hồi kết.

Trong tháng 12, tỷ lệ lạm phát tại 17 nước thành viên khu vực đồng euro giảm từ 3% xuống 2,8% do kinh tế châu Âu đang đứng trước bờ vực suy thoái, các doanh nghiệp chịu áp lực phải hạ giá để thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng. Theo ước tính của ECB, giá tiêu dùng trung bình năm 2011 tăng 2,7%. Số liệu của cơ quan thống kê châu Âu cho thấy xuất khẩu và nhập khẩu tháng 10 của EU sau khi điều chỉnh yếu tố mùa vụ giảm lần lượt 0,7% và 0,5% so với tháng trước. Ngoài ra, trong tháng 12, mặc dù chỉ số PMI của khu vực có sự cải thiện nhẹ song vẫn đứng dưới ngưỡng 50 điểm tháng thứ 5 liên tiếp. Đây là tín hiệu cho thấy hoạt động sản xuất đang bị thu hẹp. Sản lượng và các đơn hàng mới cũng giảm tại tất cả các nước eurozone tháng thứ 2 liên tiếp. Các chuyên gia kinh tế cho rằng kinh tế châu Âu đang rơi vào vòng xoáy suy thoái song mức độ không nghiêm trọng như cuối năm 2008. Kinh tế châu Âu được dự báo không tăng trưởng trong năm 2012.

Kinh tế Nhật Bản

Tăng trưởng kinh tế quý II của Nhật Bản chỉ đạt 5,6% so với cùng kỳ, thấp hơn mức dự kiến 6%; tăng trưởng GDP thực chỉ đạt 1,4%, thấp hơn công bố 1,5% trước đó. Các chuyên gia kinh tế cho rằng mức tăng trưởng thực chất trong Quý II thấp hơn các số liệu tính toán sơ bộ là do Chính phủ Nhật Bản giảm chi tiêu công vốn chiếm một phần quan trọng trong GDP của nước này. Theo số liệu của Văn phòng Nội các Nhật Bản, đầu tư công của Nhật Bản trong Quý II chỉ tăng 0,4% so với quý trước, giảm rất nhiều so với mức tăng dự kiến là 1,1%. Bên cạnh đó, tiêu dùng cá nhân vốn chiếm tới 60% GDP cũng chỉ tăng 0,7%, thấp hơn mức tăng dự kiến 1%.

Trong khi đó, dự trữ ngoại hối của Nhật Bản đã tăng lên mức kỷ lục 1.305 tỷ USD, tính đến thời điểm tháng 11/2011 do nước này phải nhiều lần đơn phương can thiệp tiền tệ, tung đồng nội tệ để mua vào ngoại tệ nhằm kim hãm đà leo thang của đồng JPY. Trong tháng 10, Nhật Bản chịu thâm hụt thương mại thêm 206,1 tỷ JPY do xuất khẩu sụt giảm. Thặng dư tài khoản vãng lai theo đó giảm tháng thứ 8 liên tiếp, còn 562,4 tỷ JPY (~7 tỷ USD).

Thị trường chứng khoán thế giới

Các thị trường chứng khoán thế giới trải qua tháng cuối cùng của năm với những biến động mạnh do tác động trái chiều từ thông tin kinh tế, diễn biến nợ công khu vực châu Âu và sự thay đổi nhà lãnh đạo của Triều Tiên. Trong đó, các thị trường Mỹ và châu Âu sau khi trải qua nửa đầu tháng giảm điểm do số liệu kinh tế kém khả quan và vấn đề nợ công đi vào bế tắc, đã hồi phục ở giai đoạn cuối tháng do triển vọng kinh tế Mỹ sáng sủa hơn so với dự báo. Trong khi đó, hầu hết thị trường châu Á giảm điểm do tăng trưởng kinh tế suy giảm ở các nền kinh tế lớn như Nhật Bản và Trung Quốc. Mối quan ngại đối với Triều Tiên sau khi lãnh đạo nước này qua đời cũng góp phần làm bi quan thêm diễn biến ở các thị trường châu Á.

Kết thúc tháng, chỉ số công nghiệp Dow Jones tăng 5,73% lên 11.577,51 điểm, S&P 500 tăng 5,22% lên 1.257,64 điểm, Nasdaq tăng 3,56% lên 2.605,15 điểm. Tại thị trường châu Âu, FTSE100 của Anh tăng 4,41%, CAC 40 của Pháp tăng 4,4% và DAX của Đức tăng 1,7%. Trái với sự tích cực trên thị trường chứng khoán Mỹ và châu Âu, các thị trường chứng khoán châu Á đóng cửa với kết quả trái chiều trong tháng 12. Trong đó, phía giảm giá là thị trường Nhật (Nikkei giảm 0,27%), Trung Quốc (ShangHai giảm 8,83%), Hàn Quốc (Kospi giảm 1,66%). Phía tăng giá là các thị trường Hồng Kong, Đài Loan, Indonesia và Malaysia.

Chứng khoán	31/12/10	30/11/11	Index	30/12/11	
				± sv 31/12/10	± sv 30/11/11
Chứng khoán Mỹ					
Dow Jones	11,577.51	11,555.60	12,217.60	5.53%	5.73%
S&P 500	1,257.64	1,195.19	1,257.60	0.00%	5.22%
Nasdaq	2,652.87	2,515.51	2,605.15	-1.80%	3.56%
Chứng khoán Châu Âu					
FTSE 100	5,899.94	5,337.00	5,572.28	-5.55%	4.41%
CAC 40	3,804.78	3,026.76	3,159.81	-16.95%	4.40%
DAX	6,914.19	5,799.91	5,898.35	-14.69%	1.70%
Chứng khoán Châu Á					
Nikkei 225	10,228.92	8,477.82	8,455.35	-17.34%	-0.27%
SSE (Shanghai)	2,940.22	2,412.39	2,199.42	-25.20%	-8.83%
Hang Seng (Hongkong)	23,035.45	18,256.20	18,434.40	-19.97%	0.98%
TSEC (Taiwan)	8,188.11	6,988.65	7,072.08	-13.63%	1.19%
Kospi (Korean)	1,904.63	1,856.52	1,825.74	-4.14%	-1.66%
Strait Times	3,190.04	2,688.10	2,652.36	-16.85%	-1.33%
JKSE (Indonesia)	3,703.51	3,781.10	3,821.99	3.20%	1.08%
KLSE (Malaysia)	1,518.91	1,485.26	1,530.73	0.78%	3.06%
VNIndex (Vietnam)	484.66	380.69	351.55	-27.46%	-7.65%
HNX-Index (Vietnam)	114.24	60.47	58.74	-48.58%	-2.86%
Giá vàng bình quân	1,378.80	1,751.30	1,566.80	13.64%	-10.54%
Giá dầu	93.05	100.96	98.83	6.21%	-2.11%

Nguồn: Tổng hợp từ Bloomberg, Yahoo finance

KINH TẾ VIỆT NAM

Các thông tin kinh tế vĩ mô trong tháng

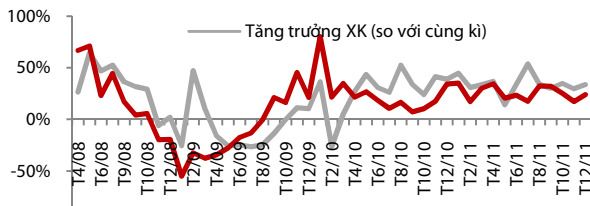
- ✓ **Tăng trưởng kinh tế.** Chính sách ưu tiên kiểm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô của Chính phủ khiến điều kiện kinh tế năm 2011 khó khăn, tăng trưởng kinh tế trong năm năm do vậy chỉ đạt 5,89%, thấp hơn mức tăng 6,78% của năm 2010. Trong đó, khu vực khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 4%, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 5,53% và khu vực dịch vụ tăng 6,99%.
- ✓ **Thâm hụt thương mại.** Kim ngạch hàng hóa nhập khẩu năm 2011 đạt 105,8 tỷ USD, tăng 24,7% so với năm trước và kim ngạch hàng hóa xuất khẩu đạt 96,3 tỷ USD, tăng 33,3% so với năm 2010. Nhập siêu năm 2011 ước tính 9,5 tỷ USD, bằng 9,9% tổng kim ngạch hàng hóa xuất khẩu. Mức nhập siêu của năm 2011 là mức thấp nhất trong vòng 5 năm qua và là năm có tỷ lệ nhập siêu so với kim ngạch xuất khẩu thấp nhất kể từ năm 2002.
- ✓ **Đầu tư trực tiếp nước ngoài.** Tính từ đầu năm đến ngày 15/12/2011, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đăng ký mới và tăng thêm vào Việt Nam đạt 14,7 tỷ USD, bằng 74% so với năm 2010. Riêng vốn đăng ký mới đạt 11,6 tỷ USD, chỉ bằng 65% so với năm 2010. Dòng vốn đăng ký mới sụt giảm chủ yếu do giảm đầu tư ở lĩnh vực bất động sản. Vốn đăng ký mới vào lĩnh vực công nghiệp và xây dựng chiếm 76,4% tổng vốn đăng ký mới năm 2011, cải thiện đáng kể so với mức 54,1% của năm 2010. Giải ngân FDI trong năm nay đạt 11 tỷ USD, tương đương với mức giải ngân năm ngoái, và đóng góp 25,9% cho tổng mức đầu tư toàn xã hội.
- ✓ **Chỉ số giá tiêu dùng** tháng 12/2011 tăng 0,53% so với tháng trước, thấp hơn nhiều so với mức tăng 1,38% và 1,98% của cùng kỳ năm 2009 và năm 2010. Chỉ số giá tiêu dùng tháng 12/2011 so với tháng 12/2010 tăng 18,13%. Chỉ số giá tiêu dùng bình quân năm 2011 tăng 18,58% so với bình quân năm 2010.
- ✓ **Tài chính, tiền tệ.** Tổng thu ngân sách Nhà nước năm 2011 ước tính đạt 674,5 nghìn tỷ đồng, bằng 113,4% dự toán năm và tăng 20,6% so với năm 2010 (Mục tiêu đề ra trong Nghị quyết số 11 của Chính phủ là tăng 7-8%). Tổng chi ngân sách Nhà nước năm 2011 ước tính 796 nghìn tỷ đồng. Bội chi ngân sách Nhà nước bằng 4,9% GDP (Kế hoạch đề ra là 5,3%). Tổng phương tiện thanh toán năm 2011 ước tính tăng 10% so với tháng 12/2010 (Kế hoạch là 15-16%); tổng dư nợ tín dụng tăng 12% (Kế hoạch là dưới 20%).
- ✓ **Tỷ giá.** Sau hơn một tháng duy trì ổn định, tỷ giá VND/USD bắt đầu xu hướng biến động tăng trở lại. Tháng 12, NHNN đã có thêm hai lần điều chỉnh tỷ giá vào giữa và cuối tháng, lên mức 20.828 VND/USD. Tỷ giá giao dịch ở các NHTM xoay quanh mức 21.230 – 21.270 VND/USD và tỷ giá trên thị trường tự do xoay quanh mức 21.300 – 21.450 VND/USD. Lý giải cho sự giảm giá VND là do nhu cầu tăng cao vào cuối năm. Thêm vào đó, mặc dù vàng thế giới trải qua tháng giảm giá mạnh, tốc độ giảm của giá vàng trong nước khá chậm, tạo nên cách biệt lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới, gián tiếp đẩy tăng cầu ngoại tệ.

Chính sách thắt chặt tiền tệ, kiểm soát lạm phát thực hiện từ đầu năm đã phát huy tác

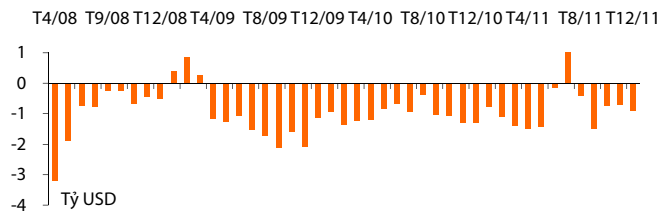
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 01-02/2012

dụng và tỏ ra khá hiệu quả trong nửa cuối năm 2011. Mức tăng chỉ số giá tiêu dùng theo tháng duy trì ổn định dưới 1% trong 5 tháng liên tiếp, lạm phát theo năm đã qua đỉnh và chỉ tăng 18,13% vào thời điểm cuối năm mặc dù lạm phát bình quân còn ở mức khá cao, tăng 18,53% so với lạm phát bình quân của năm 2010. Sang quý I/2012, khả năng xu hướng tăng thấp trong các tháng vừa qua sẽ chấm dứt chủ yếu do tác động của yếu tố mùa vụ. Thời tiết giá rét ở khu vực Bắc và Trung bộ, nhu cầu mua sắm dịp lễ tết, cùng với sự điều chỉnh tăng giá ở hai mặt hàng cơ bản là điện và nước sẽ khiến chỉ số giá ở hầu hết các nhóm hàng trong rổ hàng hóa tính CPI tăng mạnh, đặc biệt ở các nhóm hàng lương thực – thực phẩm, đồ uống – thuốc lá, may mặc, nhà ở – điện nước và dịch vụ. Cụ thể, giá điện đã được điều chỉnh tăng thêm 0,5% từ ngày 20/12/2011, giá nước sạch khu vực TP. HCM tăng thêm 10% kể từ ngày 1/1/2012. Với những nhận định trên, chúng tôi kỳ vọng lạm phát hai tháng đầu năm sẽ tăng xoay quanh mức 2,5-3%.

Tăng trưởng kim ngạch XK

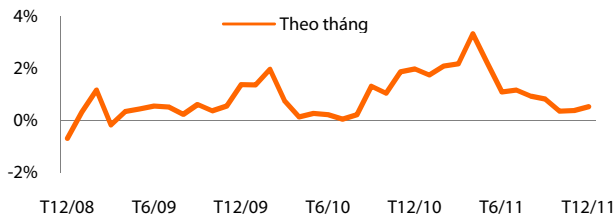


Cán cân thương mại

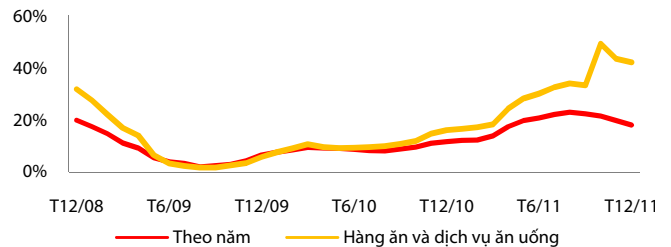


Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Tốc độ tăng trưởng CPI theo tháng

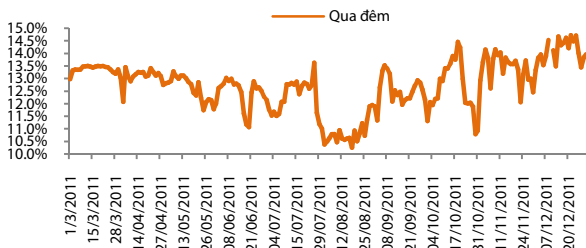


Tốc độ tăng trưởng CPI theo năm

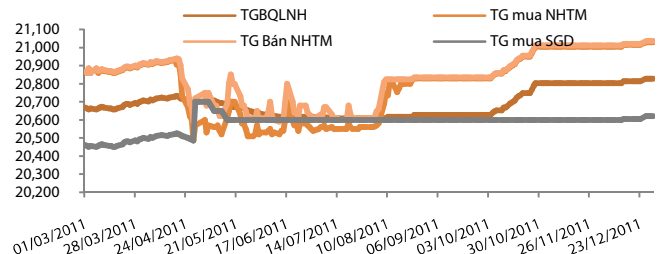


Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Biến động của lãi suất qua đêm liên ngân hàng



Biến động của tỷ giá hối đoái



Nguồn: SBV, VIETCOMBANK, RONGVIET SECURITIES database

Trong tháng 12, NHNN đã bơm ròng khoảng 15,7 nghìn tỷ đồng vào hệ thống ngân hàng, cao hơn 25% so với mức bơm ròng trong tháng 11. Lãi suất thị trường liên ngân hàng không có nhiều biến động trong tháng 12, phổ biến ở mức 13-15,3% đối với các kỳ hạn

ngắn và ở mức 11-21% đối với các kỳ hạn từ ba đến mười hai tháng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy doanh số giao dịch ở các mức lãi suất cao thường rất thấp, chiếm chưa đến 0,5% tổng doanh số giao dịch toàn thị trường. Mặc dù NHNN khá tích cực bơm ròng, bổ sung thanh khoản cuối năm cho hệ thống ngân hàng nhưng số lượng ngân hàng tiếp cận được với nguồn vốn này khá thấp do không có đủ giấy tờ có giá để thế chấp. Trong khi đó, một số phương tiện truyền thông đã bắt đầu đưa tin về hiện tượng vượt rào lãi suất huy động đang quay trở lại, trong bối cảnh thanh khoản eo hẹp ở giai đoạn cuối năm. Trước tình trạng căng thẳng thanh khoản hiện tại, lãi suất sẽ khó có khả năng được kéo giảm ngay trong quý I/2012.

Sau bốn năm liên tiếp chịu thâm hụt cao, cán cân thanh toán tổng thể được dự báo thặng dư khoảng 3,1 tỷ USD trong năm 2011 nhờ thâm hụt thương mại giảm cả về giá trị tuyệt đối lẫn tương đối, chính sách tỷ giá ổn định giúp củng cố giá trị VND, tạo điều kiện cho NHNN tăng dự trữ ngoại hối và thu hút được lượng kiều hối cao. Bên cạnh đó, Thống đốc NHNN cũng đã thực hiện thành công cam kết không để VND giảm giá quá 1% trong 4 tháng cuối năm (tổng cộng có 16 lần điều chỉnh với tổng mức tăng là 0,97%) là những điểm sáng đối với thị trường ngoại tệ năm 2011.

Cán cân thanh toán thặng dư và chênh lệch tỷ giá giao dịch ở các NHTM và thị trường tự do không quá lớn (hiện dao động từ 1 đến 2%) là những cơ sở để chúng tôi kỳ vọng trong ngắn hạn sẽ không có đợt phá giá mạnh như đầu năm 2011. Mặc dù vậy, sức ép giảm giá VND trong hai tháng đầu năm vẫn khá lớn bởi các nguyên nhân như cầu ngoại tệ cao do chênh lệch giữa huy động và cho vay ngoại tệ cao (khoảng 6 tỷ USD) và cách biệt lớn giữa giá vàng trong nước với thế giới, lãi suất VND có xu hướng giảm dần, rủi ro thâm hụt thương mại tăng trở lại... Trong đó, áp lực lớn nhất trong ngắn hạn là nhu cầu ngoại tệ bù đắp cho khoản chênh lệch giữa huy động và cho vay và xu hướng đầu cơ, tích trữ để nhập vàng. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng sẽ tiếp tục có các đợt điều chỉnh tỷ giá cho phù hợp với thực tế ngay trong những tháng đầu năm, song mức điều chỉnh sẽ không lớn và sẽ được chia thành nhiều đợt.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

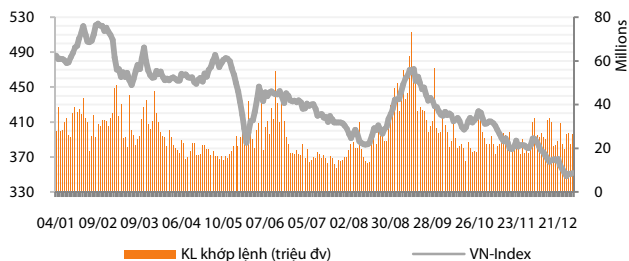
Diễn biến thị trường

Bên cạnh tác động từ sự khó khăn của thế giới, bất ổn và khó khăn từ nội tại nền kinh tế trong nước khiến TTCK Việt Nam suy giảm trầm trọng trong năm 2011. Xu hướng chủ đạo của thị trường trong năm nay là suy giảm với hai giai đoạn chính: tám tháng đầu năm và gần bốn tháng cuối năm. Trong giai đoạn tám tháng đầu năm, thị trường bám sát và phản ứng khá mạnh đối với những biến động của kinh tế vĩ mô và các động thái chính sách tiền tệ. Thị trường trải qua các đợt sụt giảm diễn ra vào các tháng 2-3; 5-6 và 6-8, đánh dấu các mốc biến động của kinh tế vĩ mô như tỷ giá bất ngờ bị điều chỉnh tăng mạnh, lạm phát bùng phát và sự ra đời của Nghị quyết 11 về thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, đặc biệt đối với lĩnh vực phi sản xuất; các CTCK giảm tỷ lệ ký quỹ và các NHTM tiến hành thu nợ chứng khoán nhằm hạ tỷ lệ tín dụng phi sản xuất về dưới 22%; thanh khoản trên TTCK suy kiệt, lãi suất tăng cao trong khi lạm phát tăng tốc nhưng chưa có dấu hiệu đạt đỉnh. Hai đợt tăng ngắn trong giai đoạn này chủ yếu mang tính kỹ thuật.

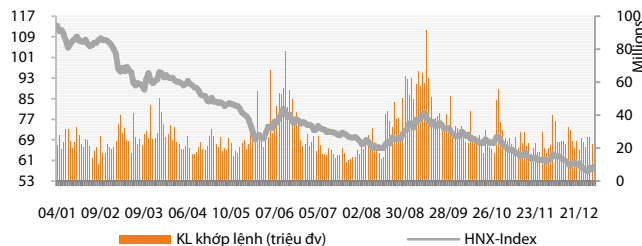
Đợt phục hồi mạnh nhất của thị trường diễn ra trong ba tuần, từ cuối tháng 8 đến nửa đầu tháng 9 nhờ kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ được đưa về mức 17-19% như tuyên bố của Tân Thống đốc NHNN. Sau đợt tăng này, thị trường trải qua giai đoạn suy giảm thứ hai trầm trọng hơn do tác động từ nhiều yếu tố như sự xuất hiện của các vụ đổ vỡ tín dụng đen, khó khăn dẫn đến yêu cầu tái cấu trúc hệ thống ngân hàng và các công ty chứng khoán, mối quan ngại về khả năng thoái vốn của NĐT ngoại và quan trọng hơn là sự suy giảm lòng tin của NĐT. Đà suy giảm của thị trường do đó vẫn chưa có dấu hiệu chấm dứt trong khi hai chỉ số đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ tháng 5/2009. Chốt phiên ngày 30/12/2011, VNIndex còn 351,55 điểm và HNIIndex còn 58,74 điểm, giảm lần lượt 27,5% và 48,6% so với phiên cuối cùng của năm 2010.

Giá trị khớp lệnh trên cả hai sàn sụt giảm mạnh so với năm 2010. Năm 2011, tổng giá trị khớp lệnh bình quân một phiên trên cả hai sàn chỉ đạt xấp xỉ 1.126 tỷ đồng, giảm 50% so với mức bình quân của năm 2010. Trong khi đó, giao dịch thỏa thuận trên sàn HSX tăng khoảng 30%, chủ yếu do chuyển nhượng ở nhóm cổ phiếu bluechips, nổi bật là STB, VNM, FPT, VIC, HAG...

Biến động của chỉ số VN-Index trong năm 2011



Biến động của chỉ số HNX-Index trong năm 2011



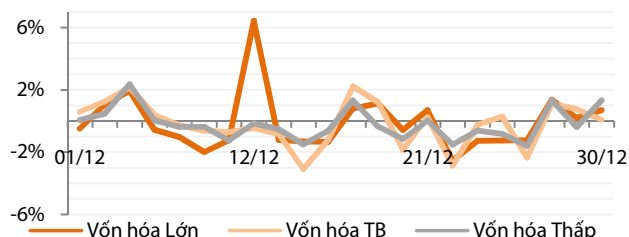
Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Trái với xu hướng mua ròng của năm 2010, NĐT nước ngoài ở vào vị thế bán ròng khá nhiều bluechips trong năm 2011. Cụ thể, các cổ phiếu bị bán ròng mạnh nhất là STB, với 69 triệu cổ phiếu tương đương 1.017 tỷ đồng (đóng góp chủ yếu là đợt thoái vốn của

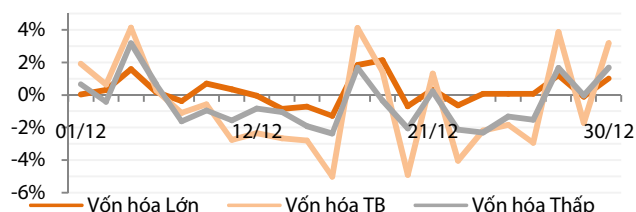
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 01-02/2012

Dragon Capital, khoảng 61 triệu cp); tiếp đến là VIC (17,6 triệu cp, tương đương 1.819 tỷ đồng), HAG (-9,9 triệu cp), PPC (-8,2 triệu cp), SAM (-7,6 triệu cp)... Ở chiều ngược lại, nhiều cổ phiếu khác được mua ròng tích cực như CTG (17,8 triệu cp), FPT (16 triệu cp), REE (14 triệu cp), VCB (11,5 triệu cp), KDC (11,5 triệu cp), MBB (11 triệu cp). Tính chung cả hai sàn, khối này mua ròng khoản 1.960 tỷ đồng trong năm 2011. Tuy nhiên, các giao dịch chủ yếu diễn ra thông qua phương thức mua thỏa thuận hoặc chào bán riêng lẻ.

Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HSX)

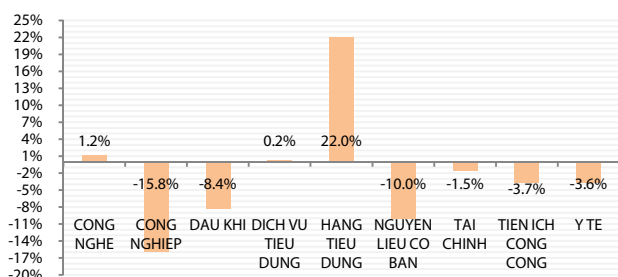


Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HNX)

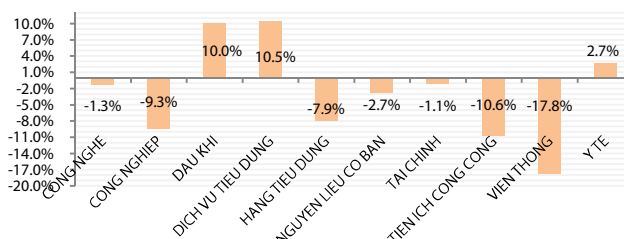


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Biến động các nhóm ngành trong tháng (HSX)

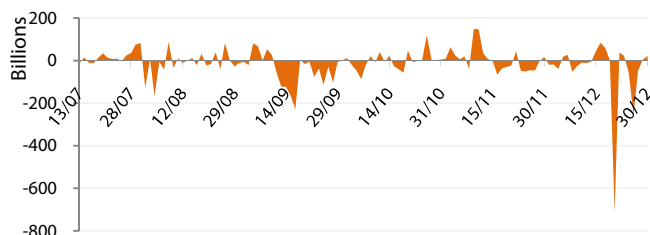


Biến động các nhóm ngành trong tháng (HNX)

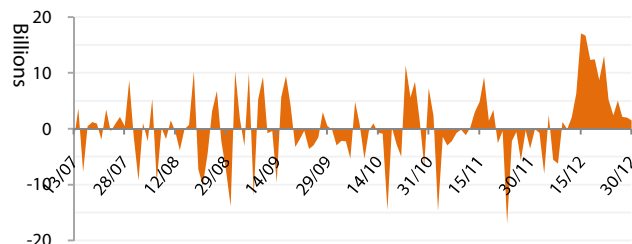


Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trên HSX (tỷ đồng)



Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trên HNX (tỷ đồng)



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Khối lượng cổ phiếu niêm yết từ đầu năm 2011

Quý/2011	HSX		HNX	
	SLCP lưu hành (CP)	VHTT (tỷ đồng)	SLCP lưu hành (CP)	VHTT (tỷ đồng)
Quý 01	213.479.079	5.732	143.549.230	2.184
Quý 02	88.840.000	6.752	7.200.000	144
Quý 03	295.978.349	3.687	61.490.694	738
T10_Q.04	33.932.000	395	17.000.000	238
T11_Q.04	760.312.038	10.766	-	-
T12_Q.04	19.860.397	222	-	-

Nguồn: RONGVIET SECURITIES databas

Triển vọng thị trường

TTCK tháng 12 diễn biến hoàn toàn tiêu cực và vượt xa kỳ vọng của chúng tôi do phải chịu đựng khá nhiều tin đồn xoay quanh nguy cơ phá sản của nhiều công ty chứng khoán và nguy cơ NĐT ngoại thoái vốn bắt đầu từ đầu năm 2012 trong khi kết quả kinh tế vĩ mô năm 2011 không đủ tích cực để vực dậy niềm tin cho NĐT. Đầu năm 2012, thị trường có thể sẽ tiếp tục trải qua giai đoạn vắng bóng thông tin hỗ trợ. Lạm phát có khả năng sẽ tăng nhanh trở lại trong hai tháng đầu năm do yếu tố mùa vụ và tác động tăng giá của một số mặt hàng cơ bản như điện và nước. Lạm phát cao cùng với thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá căng thẳng trong giai đoạn lễ tết khiến lãi suất chưa thể giảm ngay trong thời điểm đầu năm. Đối với TTCK, Thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý Quỹ mở được kỳ vọng sẽ là công cụ thu hút làn sóng đầu tư mới, hỗ trợ thị trường trong giai đoạn thanh khoản suy kiệt. Tuy nhiên, Thông tư này sẽ chưa thể mang lại hiệu quả như mong đợi cho đến khi các khó khăn nội tại của nền kinh tế được giải quyết và niềm tin NĐT trở lại.

Mặc dù khá lạc quan với triển vọng kinh tế nửa cuối năm, chúng tôi cho rằng bức tranh vĩ mô vẫn u ám trong những tháng đầu năm 2012. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm đầu tư thận trọng trong giai đoạn này. NĐT kiên nhẫn đứng ngoài và quan sát chặt chẽ những chuyển biến từ vĩ mô. Mặc dù vậy, phần lớn cổ phiếu đã giảm về mức thực sự hấp dẫn và với sự lạc quan vào triển vọng cuối năm, chúng tôi cho rằng NĐT giá trị với một chút mạo hiểm cũng có thể cân nhắc giải ngân khi VNIndex biến động quanh vùng (320-340) và HNIIndex biến động quanh vùng (54-56) điểm. Một rủi ro NĐT cần cân nhắc khi giải ngân là khả năng cổ phiếu giảm giá mạnh hơn vẫn có thể xảy ra do niềm tin chưa quay lại với thị trường, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế vĩ mô 6 tháng đầu năm được dự báo chưa thể hé lộ gam màu tích cực.

Lãi suất khó giảm trong ngắn hạn. Mức tăng chỉ số giá tiêu dùng tháng 12 đạt 0,53%, đánh dấu tháng thứ năm liên tiếp lạm phát theo tháng được kiểm chế dưới 1%. Kết quả này phản ánh sự hiệu quả của chính sách thắt chặt tiền tệ được nghiêm khắc thực hiện trong năm 2011. Tuy nhiên, đà giảm này có nguy cơ cao sẽ chấm dứt trong hai tháng đầu năm, chủ yếu do tác động của yếu tố mùa vụ. Bên cạnh đó, nhu cầu thanh toán của nền kinh tế tương đối lớn ở thời điểm cận tết sẽ khiến thanh khoản hệ thống ngân hàng căng thẳng hơn trong giai đoạn cuối và đầu năm. Thanh khoản thiếu hụt cùng với nguy cơ lạm phát bùng phát trở lại sẽ là rào cản đối với khả năng kéo giảm lãi suất ngay trong những tháng đầu năm. Đồng thời, dòng tiền vào thị trường chứng khoán chưa thể cải thiện ngay trong thời gian này.

Rủi ro giảm giá VND ngay trong những tháng đầu năm. Bốn tháng cuối năm, NHNN đã thành công trong việc kiểm soát, không để tỷ giá tăng quá 1% và cách biệt giữa tỷ giá giao dịch của NHTM và thị trường tự do không quá lớn. Tuy nhiên, áp lực giảm giá đồng nội tệ đang tăng nhanh trở lại bởi hai nguyên nhân chính. Thứ nhất là nhu cầu ngoại tệ để bù đắp cho khoản chênh lệch giữa tăng trưởng huy động và cho vay trong năm 2011 (ước tính khoảng 6 tỷ USD). Thứ hai, giá vàng thế giới đang trong giai đoạn biến động mạnh, chủ yếu theo xu hướng giảm trong hơn một tháng qua (từ mức trên 1.700 xuống ~1.500 USD/ounce). Trong khi đó, giá vàng trong nước luôn đứng ở mức cao hơn giá vàng thế giới và cách biệt thường được nới rộng trong những phiên giá vàng thế giới giảm mạnh (cao hơn từ 2 đến trên 3 triệu đồng/lượng). Chênh lệch lớn này đã kích thích hoạt động nhập lậu vàng và gián tiếp gây áp lực lên nhu cầu ngoại tệ. Do đó, chúng tôi cho

ràng khả năng sẽ tiếp tục có các đợt điều chỉnh tỷ giá cho phù hợp với thực tế thời gian tới, song mức điều chỉnh sẽ linh hoạt, chia thành nhiều đợt.

Tình hình hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết. Theo thống kê của UBCK thì tính đến ngày 31/12/2011, có khoảng 60% doanh nghiệp niêm yết có lợi nhuận sụt giảm so với năm 2010, 14% doanh nghiệp thua lỗ trong quý III/2011 và 12% công ty có lỗ lũy kế. Đây là kết quả dễ nhận thấy bởi kinh tế trong nước trải qua năm biến động với nhiều khó khăn, thách thức. Sự ra đời của Nghị quyết 11 trong đó chủ trương thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô đã dẫn đến hệ quả là lãi suất tăng cao, gây khó khăn cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Do vậy, KQKD năm 2011 của các doanh nghiệp sắp được công bố trong thời tới khó có thể là động lực hỗ trợ thị trường. Tuy nhiên, nếu xem xét riêng lẻ thì một số doanh nghiệp thuộc các ngành kinh doanh không chịu ảnh hưởng lớn bởi tính chu kỳ kinh tế vẫn có kết quả hoạt động tốt trong thời gian qua. Và đó sẽ là cơ hội cho những nhà đầu tư giá trị và có khả năng nắm bắt thông tin kịp thời.

Thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý Quỹ mở đã được ban hành song chưa thể trông đợi vào khả năng cải thiện thanh khoản nhờ làn sóng đầu tư mới ở thời điểm đầu năm. Thông tư hướng dẫn thành lập và quản lý Quỹ mở ban hành trong tháng 12/2011 được trông đợi sẽ là công cụ thu hút làn sóng đầu tư mới, hỗ trợ thanh khoản thị trường đang trong giai đoạn suy kiệt. Một điểm đáng chú ý khác trong Thông tư này là quy định cho phép chuyển đổi mô hình Quỹ đóng sang mô hình Quỹ mở trước khi tới hạn giải thể sẽ góp phần giảm sức ép giải thể của các Quỹ đang hoạt động và duy trì được một phần dòng vốn vào thị trường, đồng thời tháo gỡ mối lo ngại trong những tháng vừa qua về nguy cơ thoái vốn ồ ạt từ đầu năm 2012 khi các quỹ đến hạn giải thể. Tuy nhiên, trong bối cảnh niềm tin NĐT đang bị xói mòn, lãi suất cao và khó khăn thanh khoản của hệ thống ngân hàng chưa được giải quyết thì Thông tư này sẽ chưa thể phát huy hiệu quả như mong đợi.

Thị trường đang ở mức định giá hấp dẫn. TTCK Việt Nam trải qua giai đoạn suy giảm trầm trọng trong năm 2011, các phiên “bull traps” xuất hiện khá dày và những đợt tăng điểm của thị trường chủ yếu mang tính kỹ thuật mà không có sự hỗ trợ vững chắc từ nền tảng kinh tế. Các chỉ số thị trường trên sàn chứng khoán Việt Nam đang ở mức rất hấp dẫn so với các thị trường khác trong khu vực: VNIndex hiện được giao dịch mở mức 2,18 lần giá trị sổ sách và HNIIndex được giao dịch ở mức 0,8 lần giá trị sổ sách. Hầu hết cổ phiếu giảm giá mạnh trong năm qua và có khoảng 80% số cổ phiếu có thị giá thấp hơn giá trị sổ sách và nhiều cổ phiếu đang ở mức định giá khá hấp dẫn cho chiến lược đầu tư giá trị. Do đó, giai đoạn này có thể là cơ hội cho những NĐT đang nắm giữ tiền mặt và có chút mạo hiểm.

Chiến lược đầu tư

TTCK tháng 12 diễn biến hoàn toàn tiêu cực và vượt xa kỳ vọng của chúng tôi do chịu sự chi phối chủ yếu của từ các tin đồn tiêu cực. NĐT đã giải ngân theo khuyến nghị của chúng tôi ở vùng điểm 375 – 380 nên mạnh dạn cắt lỗ nếu cổ phiếu đầu tư đã giảm 10 – 15% giá trị. Trong hai tháng đầu năm 2012, trên cơ sở nhận định các số liệu kinh tế, tài chính như lạm phát, lãi suất, tỷ giá... vẫn nằm trong nhóm tiêu cực, chúng tôi cho rằng thị trường khả năng sẽ chưa thể có chuyển biến tích cực. Do đó, với quan điểm thận trọng, chúng tôi khuyến nghị NĐT tạm thời chưa gia nhập thị trường trong giai đoạn này và kiên

nhấn quan sát chuyển biến từ tín hiệu vi mô.

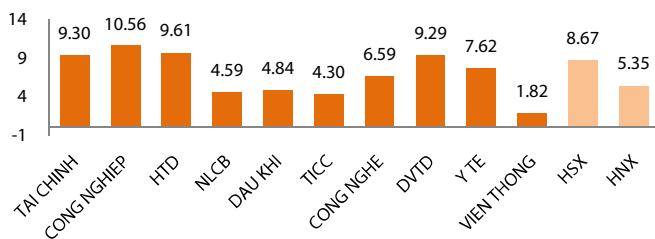
Mặc dù vậy, điểm sáng trong giai đoạn hiện tại là khá nhiều cổ phiếu đã giảm về mức hấp dẫn cho chiến lược đầu tư giá trị. Và với quan điểm lạc quan trong giai đoạn cuối năm, chúng tôi cho rằng NĐT đang nắm giữ tiền mặt với một chút mạo hiểm có thể cân nhắc giải ngân ở vùng điểm (320-340) điểm đối với VNIndex và (54-56) điểm đối với HNIIndex.

Quý nhà đầu tư có thể tham khảo các cổ phiếu được chúng tôi đánh giá có triển vọng đầu tư tốt trong năm 2011 trong báo cáo cập nhật "**Cổ phiếu triển vọng 2011**" được phát hành vào tháng 11/2011.

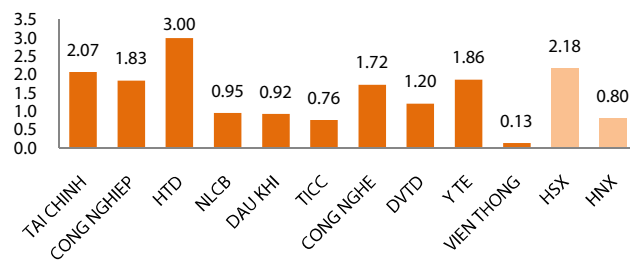
Rủi ro

Kịch bản thị trường đã được chúng tôi cân nhắc khá kỹ dựa trên những yếu tố hiện có. NĐT mạo hiểm giải ngân trong giai đoạn này cần cân nhắc rủi ro xuống giá mạnh hơn của các cổ phiếu do niềm tin chưa quay lại với thị trường. Đặc biệt trong bối cảnh bức tranh vĩ mô 6 tháng đầu năm được dự báo chưa thể hé lộ gam màu tích cực thì cơ hội mua cổ phiếu ở giá hấp dẫn hơn giá khuyến nghị của chúng tôi vẫn có thể xảy ra. Tuy nhiên, kịch bản này chỉ có thể xảy ra nếu kinh tế 2012 diễn biến xấu hơn năm 2011. Xác suất này theo chúng tôi là thấp.

Chỉ số P/E tại thời điểm cuối tháng 12



Chỉ số P/B tại thời điểm cuối tháng 12



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Bảng cập nhật hiệu quả khuyến nghị "Cổ phiếu triển vọng 2011":

Mã CK	Giá mục tiêu	Giá @ thời điểm phát hành báo cáo cập nhật (22/11/2011)	Giá @ 05/01/2012	Giá cao nhất kể từ thời điểm phát hành	Giá thấp nhất kể từ thời điểm phát hành	Thời hạn đầu tư
VNM	85.866 (*)	94.666 (*)	79.500	94.666	79.500	Dài hạn
PGD	42.000	32.900	30.000	32.900	29.500	Trung hạn
DPM	36.000	28.900	22.700	30.000	22.600	Trung hạn
HPG	19.000	18.900	16.100	20.600	16.100	Trung hạn
PGS	28.000	24.900	17.400	25.000	17.300	Trung hạn
PHR	32.000	22.900	26.000	28.900	22.800	Ngắn hạn
EIB	18.300	14.800	14.300	15.300	12.800	Trung - dài hạn
KLS	13.000	9.700	7.500	10.800	7.400	Trung hạn
DIG	23.000	12.700	10.100	13.100	10000	Trung - dài hạn

(*): Giá được điều chỉnh sau khi VNM thực hiện chia cổ phiếu thưởng 50% vào ngày 29/11/2011.

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, 2011.



CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Tel: (84 0511) 386 7084

Fax: (84 0511) 386 7085