

Báo cáo Chiến lược

Phạm Thái Bình
Giám đốc Ban Phân tích

CTCP CK Dầu khí (PSI)
Email: research@psi.vn
Website: <http://psi.vn>

Trụ sở chính - Hà Nội
18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm
Tel: (84-4) 6 278 9898
Fax: (84-4) 6 278 8989

Chi nhánh - TP HCM
1-5 Lê Duẩn, quận 1
Tel: (84-8) 3 911 1818
Fax: (84-8) 3 911 1919

8/2010

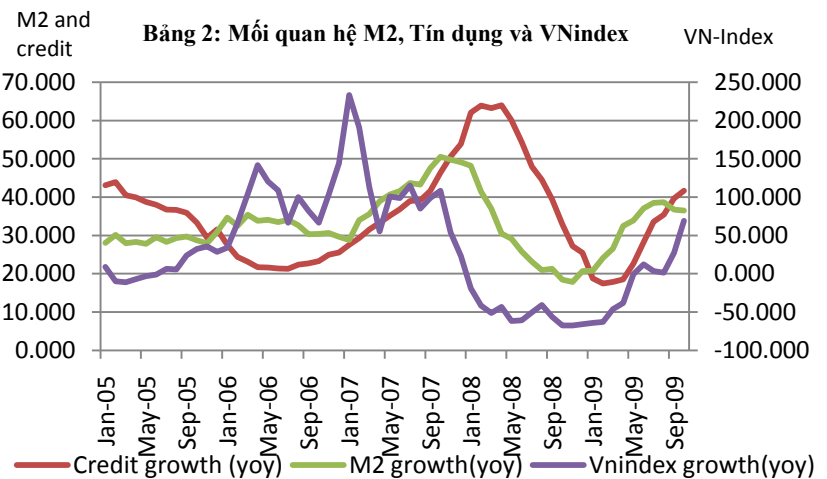
- **Khó tìm thấy một lý do để thị trường có thể tăng mạnh, sau khi đã tăng mạnh từ 235 điểm lên 630 điểm. Thị trường đã mất đà tăng mạnh và cần phải nghỉ ngơi để có thể lấy lại sức mạnh.**
- **Trong chu kỳ kinh tế (economic cycle) gần đây nhất, Việt nam bắt đầu từ đáy chu kỳ kinh tế tháng 12/ 2001 và đạt đỉnh tháng 12/2007, tháng 3/2009 thì đạt đáy. Hiện nay, chúng ta đang bắt đầu chu kỳ kinh tế mới và chúng ta đang ở cạnh đi lên của một chu kỳ kinh tế mới, bắt đầu từ tháng 3/2009.**
- **VN-Index có mối quan hệ tương đối chặt chẽ với kỳ vọng (expectation) về tín dụng**
- **Độ tương quan-correlation giữa VNindex và Dowjones là 0.81 năm 2009 nhưng chỉ là 0.5 gần đây. Điều đó có nghĩa là VNindex và Dowjones có mối quan hệ chặt chẽ năm 2009 nhưng gần đây thì có rất ít quan hệ (correlation)**

Thị trường Chứng khoán (TTCK) phản ánh sự kỳ vọng (expectation) của mọi người vào nền kinh tế. Do vậy, mọi biến động kinh tế lớn đều được phản ánh trên TTCK. (Trong hình bên dưới, tôi có sử dụng thang logarithm đối với VNIndex). Điểm lại lịch sử của TTCK, chúng ta có thể thấy rằng thị trường đã trải qua hai đợt tăng mạnh rồi giảm giai đoạn 2000-2003 và 2005-2008. Năm 2000, khi mới ra đời, với việc một số nhà đầu tư TQ mua mạnh cổ phiếu đã đẩy VN-Index tăng mạnh, vượt quá so với hoạt động thực chất của các doanh nghiệp và bong bóng chứng khoán đã vỡ năm 2001. TTCK gần như quay trở lại vạch xuất phát khi quay trở về đáy 135 điểm tháng 10/2003. Sau khi rơi xuống thì TTCK đã gần như đi ngang (sideway) trong khoảng gần 2 năm. Cuối năm 2005 với kỳ vọng về sự tăng mạnh tín dụng thì TTCK đã tăng mạnh lên khu vực 1100 điểm và sau đó, do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ thì VNindex lại rớt xuống 235 điểm.

Bảng 1: Diễn biến TTCK từ năm 2000- nay

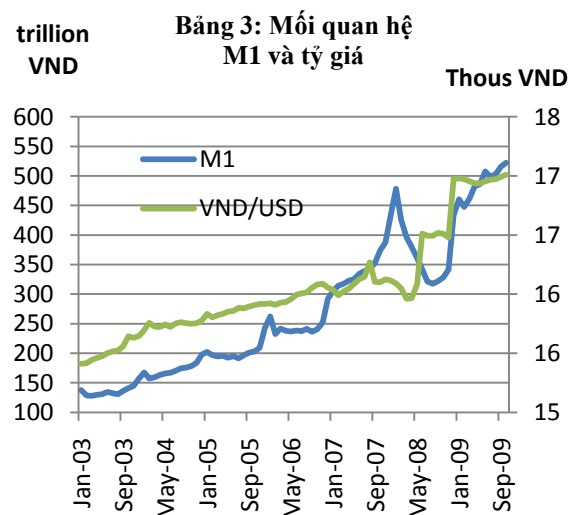


Xét về nguyên nhân của biến động VN-Index, thì chúng ta có thể thấy rằng, TTCK phản ánh kỳ vọng (expectation) về nền kinh tế. Mà ở VN thì hệ thống ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong cung cấp vốn đầu tư cho nền kinh tế và tăng trưởng tín dụng có thể được sử dụng làm một thước đo cho dự báo tăng trưởng kinh tế. Do vậy, VN-Index có mối quan hệ tương đối chặt chẽ với kỳ vọng (expectation) về tín dụng. Sử dụng đồ thị VNindex và tăng trưởng tín dụng, chúng ta có thể thấy mối quan hệ chặt chẽ trong thời gian qua giữa VNindex với kỳ vọng tăng trưởng tín dụng và M2. Năm 2006, kỳ vọng tín dụng đã khiến cho VNIndex tăng nhanh, thậm chí tăng trước khi tín dụng tăng khoảng 12 tháng. Và sau đó, đứng trước nguy cơ khủng hoảng tài chính thì VNindex, với kỳ vọng là tăng trưởng tín dụng sẽ ở mức xấu, cũng đã rớt rất nhanh đi trước tín dụng khoảng 12 tháng. Thông thường kỳ vọng có thể hình thành trước các diễn biến kinh tế thực khoảng 1-6 tháng, tức là VNindex và kỳ vọng tín dụng có thể hình thành trước các diễn biến thực tế của tín dụng khoảng 1-6 tháng. Việc VN-Index đi trước tăng trưởng tín dụng năm 2006-2007 đến 12 tháng là hơi dài, cho thấy giai đoạn 2006-2007, thị trường vẫn còn mang đậm tính chất của một thị trường chứng khoán mới nổi của một quốc gia đang phát triển. Kể từ khoảng tháng 9/2008 đến nay, thì VNindex và tăng trưởng tín dụng có một quan hệ rất chặt chẽ với nhau với độ trễ khoảng 1 tháng.



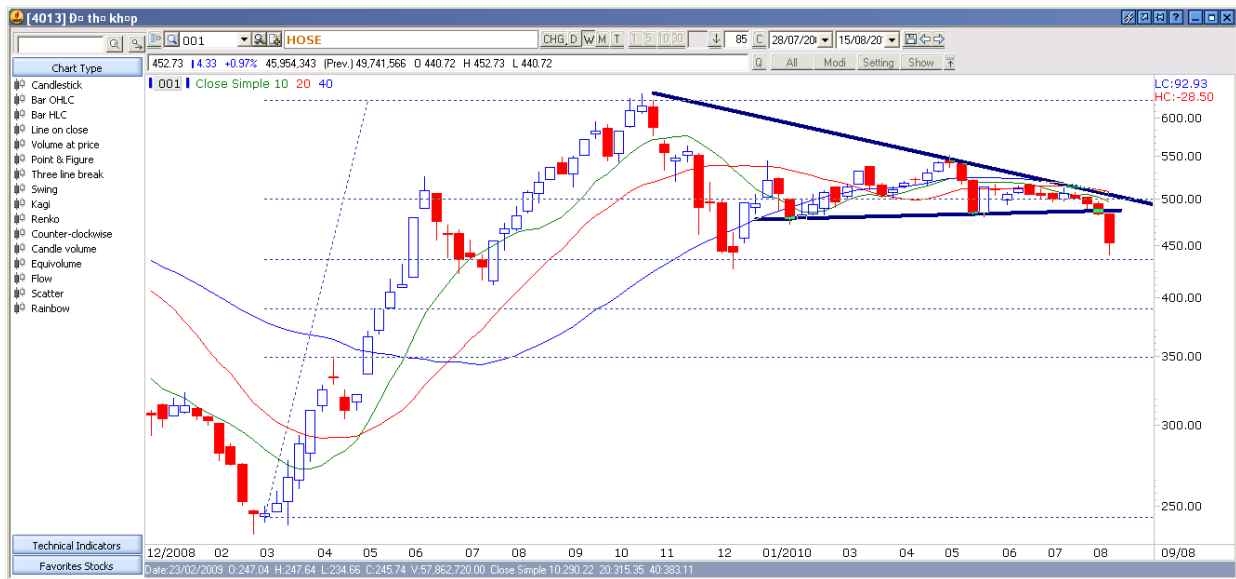
Bước sang năm 2010, chúng ta có thể thấy rằng các biến động kinh tế năm nay cũng không thật sự lạc quan và do vậy cũng không tạo động lực thúc đẩy VNindex tăng mạnh. Tăng trưởng kinh tế năm 2010 có thể đạt khoảng 6.5-6.8%. Tuy vậy, thì việc lạm phát vẫn được duy trì ở mức cao khoảng 8-9% trong năm nay, cùng với việc lạm phát vẫn duy trì ở mức cao trong vài năm qua tiềm ẩn nhiều thách thức về lạm phát trong các năm tới. Đồng thời cũng với những lo ngại về tỷ giá, dự trữ ngoại hối cũng đã gây ra nhiều quan ngại. Những quan ngại này cùng với một loạt nguyên nhân khác đã khiến luồng tiền khó chảy mạnh vào TTCK.

Quan sát hình vẽ giữa tỷ giá VND/USD và M1, chúng ta thấy chúng có mối quan hệ rất chặt chẽ với nhau. Mối quan hệ này được thể hiện thông qua cách tính toán tỷ giá thực. Ở VN, thì hệ thống ngân hàng vẫn là nơi cung cấp vốn đầu tư chủ yếu cho nền kinh



tế, cho nên nhà nước vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng hàng năm khá cao khoảng 25-35%/năm. Và do vậy, trong vài năm tới chúng ta có thể thấy tiền sẽ được tiếp tục bơm vào nền kinh tế và việc đồng VND tiếp tục mất giá so với USD sẽ vẫn là câu chuyện tiếp tục xảy ra.

Bảng 4: Diễn biến của VNindex gần đây



Dự báo TTCK trong thời gian tới, chúng tôi có một vài dự báo như sau: Sau khi bật mạnh từ 235 điểm lên mức 630 điểm, thì thị trường đã di chuyển trong một khoảng hẹp 470-550 điểm trong 3 quý vừa qua. Thị trường giảm mạnh xuống 440 điểm gần đây sau khi luồng tiền vào thị trường suy yếu và mốc kháng cự trung hạn 480 bị phá vỡ. Về trung hạn, xu hướng di chuyển trong trong khu vực này sẽ còn có thể tiếp diễn trong một thời gian nữa, có thể vài quý nữa. Thị trường có thể giảm xuống dưới 400 điểm, nhưng có lẽ không nhiều, cũng như thị trường có thể tăng lên trên mức 550 điểm nhưng không tăng vượt quá nhiều. Nhìn vào quá khứ, sau khi tăng mạnh và giảm mạnh giai đoạn 2000-2003 thì thị trường đã sideway trong khoảng 7 quý trong giai đoạn 2004-2005. Nếu như lịch sử lặp lại, thì chúng ta có thể có thêm vài quý nữa diễn biến trong khu vực này. Nguyên nhân của việc này là do:

- (i) dòng tiền vào hạn chế, tín dụng năm nay dự đoán chỉ tăng khoảng 25% - một mức sẽ không tạo thuận lợi tăng mạnh cho VNindex;
- (ii) dòng vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK VN có dấu hiệu chững lại trong khoảng hơn 1 tháng gần đây, nguyên nhân do: (a) việc quỹ VEIL có thể trở thành Quỹ mở từng phần khiến một phần dòng vốn đầu tư nước ngoài mất động lực; (b) vụ VINASHIN với khoản nợ đến 80.000 tỷ đ; (c) vốn đầu tư nước ngoài dường như dừng lại chờ đợi kết quả cuộc họp Đại hội Đảng và bầu quốc hội, chính phủ mới năm 2011; (d) các công ty niêm yết có vốn hóa quá nhỏ nên không thu hút được các big investment banks, cho đến nay, chỉ có 8 công ty có mức vốn hóa – market capitalization trên 1 tỷ USD.
- (iii) trong khi đó có khá nhiều cổ phiếu mới niêm yết, cổ phiếu phát hành thêm. Chỉ tính riêng hệ thống NH sẽ có khoảng 10 ngân hàng cần phải tăng vốn từ khoảng 3000 tỷ lên mức tối thiểu 10.000 tỷ năm 2015, tức cần phải có thêm khoảng $10 \times 7000 = 70.000$ tỷ VND. Cộng với số tiền các big

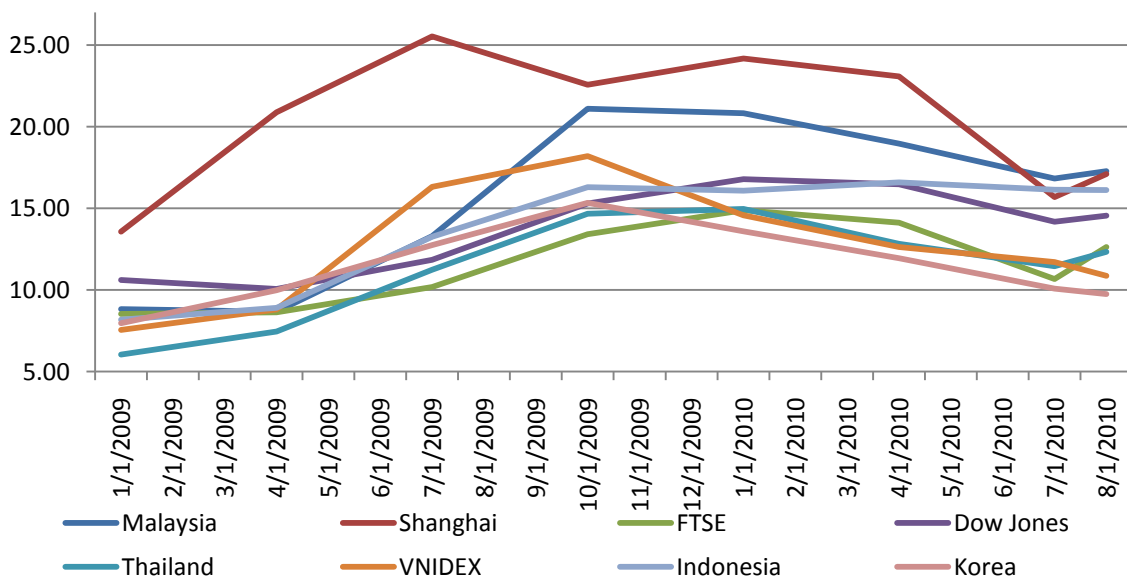
banks khác như các NHTMQD, ACB, Eximbank, Techcombank sẽ cần tăng thêm vốn để nâng cao khả năng cạnh tranh thì hệ thống ngân hàng có thể hút khoảng 100.000 tỷ VND từ nay đến năm 2015 tức là khoảng 20.000 tỷ đ mỗi năm.

- (iv) mức tăng trưởng EPS trên toàn thị trường không còn nhiều cải thiện đáng kể; chúng tôi có đo lường 13 bluechips lớn nhất thị trường. Sử dụng lợi nhuận đạt được 6 tháng đầu năm của các doanh nghiệp để ước tính EPS 2010 thì chúng tôi thấy rằng trung bình, EPS năm nay chỉ tăng 13% so với năm trước. Đó là chưa kể nhiều mid-caps và penny chips đang bị pha loãng.

Do vậy khó tìm thấy một lý do để thị trường có thể tăng mạnh, sau khi đã tăng mạnh từ 235 điểm lên 630 điểm. Thị trường đã mất đà tăng mạnh và cần phải nghỉ ngơi để có thể lấy lại sức mạnh. Chúng ta cần phải nghỉ ngơi một chút để giá cổ phiếu trở lên rẻ và hấp dẫn các luồng vốn trung dài hạn, cụ thể là P/E rẻ hơn và nền kinh tế tăng trưởng khá hơn chẳng hạn trên 7%/năm. Khi đó TTCK trở lên hấp dẫn hơn và có thể bắt đầu một con sóng lớn.

Mặc dù hiện nay giá cổ phiếu đang rẻ, nhưng không phải quá rẻ. Mức P/E toàn thị trường hiện nay đang ở khoảng 10.5 lần, mặc dù khá hấp dẫn. Tuy nhiên, so sánh trên bình diện quốc tế thì P/E của Việt nam vẫn cao hơn mức P/E của Korea là khoảng 9.8. Mức P/E hiện tại của Anh là khoảng 12,6, của Dowjones là 14,5 và của Thailand là 12,3. Các thị trường này (Thái lan, Korea, Anh, Mỹ) đều có độ minh bạch tài chính cao hơn Việt nam cũng có mức vốn hóa cao, dễ mua dễ bán hơn VN. Do vậy, VN cũng không có lợi thế cạnh tranh hơn hẳn để thu hút vốn đầu tư nước ngoài từ các thị trường trên chảy vào VN.

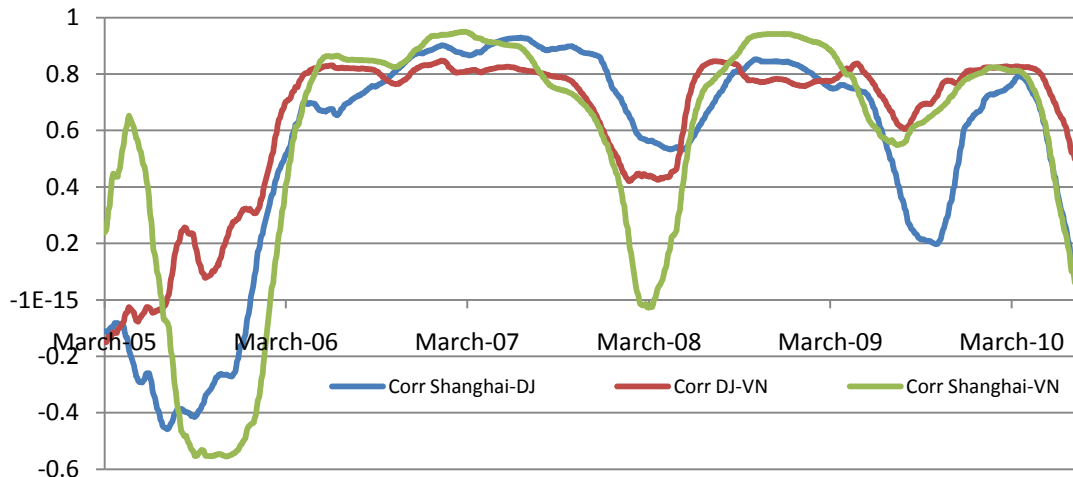
Bảng 5: P/E của một số thị trường trên thế giới từ 2009-nay



Trong tương lai gần, diễn biến các thị trường nước ngoài cũng không có mấy tác động đối với Việt nam. Đà tăng trưởng của TTCK ở Mỹ và các nước xung quanh trước mắt khó có thể tăng mạnh để chờ đợi những dấu hiệu là đà phục hồi kinh tế có thể đẩy nhanh hơn. Hơn nữa, sự tương quan – correlation giữa VN-Index với DoJones chỉ ở mức cao khi DJ đang xu hướng tăng mạnh, còn khi DJ linh xình thì mức độ tương quan- correlation là không cao. Cụ thể chúng tôi đo lường độ tương quan-correlation giữa www.psi.vn | research@psi.vn

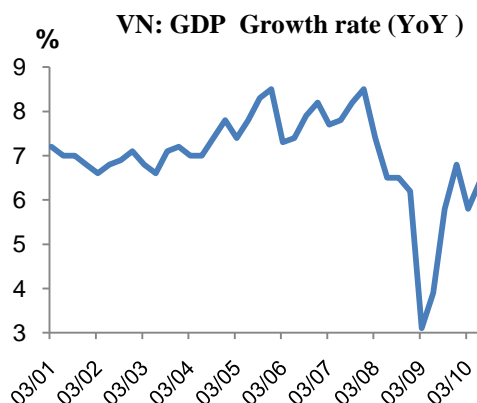
VNindex và Dowjones là 0.81 năm 2009 nhưng chỉ là 0.5 trong 7 tháng đầu năm 2010. Điều đó có nghĩa là VNindex và Dowjones có mối quan hệ chặt chẽ năm 2009 nhưng gần đây thì có rất ít quan hệ (correlation).

Bảng 6: Độ tương quan (correlation) của VNIndex với Shang hai và Dowjones



Tuy nhiên, chúng tôi không bi quan (bearish). Tăng trưởng kinh tế về trung dài hạn ở VN vẫn còn khá hấp dẫn. Tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình từ 2001-2009 là 7,28%. Mấy năm qua, bất chấp những khó khăn từ khủng hoảng kinh tế toàn cầu, Việt nam vẫn thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Khả năng cạnh tranh của nhiều doanh nghiệp trong nước được cải thiện đáng kể. Nhiều doanh nghiệp như ngành dầu khí, Viettel, Hoàng Anh Gia lai ...vv không chỉ chiếm đóng thị trường trong nước mà còn đang hướng mạnh ra các thị trường nước ngoài như Myanmar, Campuchia, Lào, Iran, Nga, Châu phi ..vv. Việt nam hoàn toàn có thể duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình khoảng trên 7%/năm trong vòng ít nhất 5-7 năm tới. Trong chu kỳ kinh tế (economic cycle) gần đây nhất, Việt nam bắt đầu từ đáy chu kỳ kinh tế tháng 12/ 2001 và đạt đỉnh tháng 12/2007, tháng 3/2009 thì đạt đáy. Như vậy là chu kỳ kinh tế này kéo dài 7 năm. Hiện nay, chúng ta đang bắt đầu chu kỳ kinh tế mới và chúng ta đang ở cạnh đi lên của một chu kỳ kinh tế mới, bắt đầu từ tháng 3/2009.

Bảng 7: Tăng trưởng GDP của Việt nam



Bảng 8: Dự báo Tăng trưởng kinh tế của một số quốc gia Châu á

	2009	2010	2011
China	8.5	10.2	9
Hongkong	-2.9	5.6	4.7
India	6.6	8.3	8.5
Taiwan	-3.4	6.5	5.5
Malaysia	-2.2	6.9	5.2
Singapore	-2.1	9.1	5
Thailand	-3	5.1	5.1
Vietnam	5.2	6.5	6.5

Theo tổng hợp dự báo kinh tế từ nhiều nguồn tin, các nước trong khu vực trong năm tới vẫn tiếp tục đà phục hồi kinh tế, tuy tốc độ phục hồi có thể bị chậm lại. Đà tăng trưởng kinh tế của Việt nam có thể vẫn duy trì ở mức tương đối khá so với các nước xung quanh. Và do vậy, chúng ta có thể lạc quan thận trọng vào tương lai TTCK, nhưng có lẽ chúng ta phải kiên nhẫn thêm một thời gian nữa trước khi thấy thị trường có thể có một đợt tăng mạnh tiếp theo.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích- Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

BAN PHÂN TÍCH

Giám đốc Ban: Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

Nghiên cứu thị trường và KT vĩ mô

Ninh Quang Hải
hainq@psi.vn

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Phân tích ngành, công ty

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Ngô Hồng Đức ducnh@psi.vn

Ngô Thị Khánh Chi
chintk@psi.vn

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Hồ Thị Thanh Hoàn
hoanhth@psi.vn