



2008

ĐIỂM LẠI KINH TẾ 2008 & CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2009



www.vcsc.com.vn



2009



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BÙN VIỆT

ĐIỂM LẠI KINH TẾ 2008 & CHIẾN LƯỢC CĐU TẾ 2009

15 tháng 1, 2009

MỤC LỤC

TỔNG HỢP NHỮNG ĐIỂM CHÍNH	4
PHẦN I – NHÌN LẠI 2008	5
Các mốc thay đổi lãi suất và chính sách tiền tệ	5
Lạm phát giảm mạnh gây ra lo ngại về sức giảm sức cầu	5
Nợ xấu gia tăng và rủi ro liki nhu cầu ngành ngân hàng	6
Thị trường trái phiếu, kênh đầu tư sinh lợi cao trong năm 2008	6
PHẦN II – MÔ TẢ VÀ NĐỊNH TRONG NĂM 2009 TÁC ĐỘNG CỦA KHUẾNG HOẾNG TOÀN CẦU	8
Xu hướng và bài toán tỷ giá	8
FDI và khả năng tăng trưởng kinh tế	9
Các chỉ tiêu định hướng tình hình sức khỏe của nền kinh tế	11
PHẦN III – CHIẾN LƯỢC CĐU TẾ	12
Xác định thị trường đầu tư	12
Phân bổ giữa các nhóm tài sản	12
Phân bổ theo loại cổ phiếu:	14
Phân bổ theo ngành	15

MẪU TỪ TỪ VIẾT TẮT

CPI	Chỉ số giá tiêu dùng
EPS	Lợi nhuận trên 1 cổ phiếu
FDI	Nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
LNST	Lợi nhuận sau thuế
NDF	Hợp đồng kỳ hạn không giao
NHNN	Ngân hàng nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
ODA	Hỗ trợ phát triển chính thức
TCTD	Tổng cục tín dụng
TCTK	Tổng cục thống kê
P/B	Giá trị hóa trị trừ đi giá trị cổ phần công ty theo tính toán sổ sách
P/E	Giá trị hóa trị trừ đi lợi nhuận 4 quý gần nhất
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn

TỔNG HỢP NHỮNG ĐIỂM CHÍNH

- Năm 2008 là năm có ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình kinh tế vĩ mô diễn ra biến động phức tạp, thị trường tài sản phát triển quá nóng, lạm phát tăng cao ngoài tầm kiểm soát khiến cho hoạt động tài chính và suy sụp kinh tế toàn cầu. Các chính sách của chính phủ cũng hoàn toàn bất đồng với các chính sách tài chính và kinh tế, thị trường chứng khoán tiếp tục sụt giảm khiến cho các doanh nghiệp gặp khó khăn.
- Bên cạnh sang năm mới, hoạt động kinh tế toàn cầu làm giảm sức cầu tiêu thụ của các thị trường xuất khẩu của Việt Nam, giá cổ phiếu nguyên liệu đầu vào cũng diễn ra biến động phức tạp khiến cho các doanh nghiệp trong nước lâm vào tình cảnh khó khăn.
- Để duy trì nền kinh tế, chính phủ quyết tâm thực hiện các gói kích thích cầu nội địa bằng các biện pháp tăng cung tiền, tăng đầu tư công, giảm thuế và kích thích xuất khẩu bằng các chính sách hỗ trợ nguồn vốn vay cho doanh nghiệp và trợ giá đối ngoại Việt Nam.
- Do kiện nợ nguồn vốn FDI giảm ngân sách đầu tư 6 đến 8 tỷ USD trong năm 2009 do xu hướng giảm đầu tư nước ngoài trên toàn cầu. Do đó, việc cắt giảm chi tiêu ngân sách và môi trường đầu tư là việc cần quan trọng nhằm hỗ trợ triển khai một cách hiệu quả các gói kích cầu và thu hút đầu tư nước ngoài trong bối cảnh kinh tế như hiện nay.
- Chúng tôi nhận định tình hình kinh tế còn nhiều bất ổn phía trước và chúng ta nên theo dõi các dấu hiệu sau để nhận biết tình hình sức khỏe của nền kinh tế và để quyết định thời điểm đầu tư: doanh số bán lẻ, chỉ số tiêu dùng, tình hình xuất khẩu, giá trị sản xuất công nghiệp.

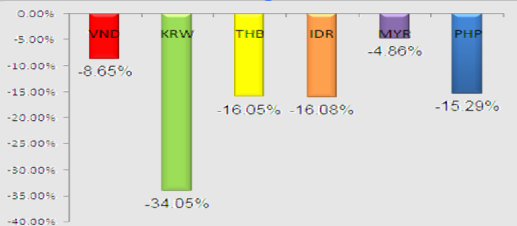
Quan điểm đầu tư

Mặc dù thị trường chứng khoán đã trải qua hầu hết các khó khăn trong năm 2008 và đã đạt đến đáy quanh mức 300 điểm, các khó khăn, thách thức vĩ mô vẫn là những yếu tố ảnh hưởng đến sự biến động của thị trường, ít nhất là đến giữa năm 2009. Vì vậy, các tiêu chí quan trọng trong quyết định đầu tư cho thời gian tiếp theo là báo toàn vốn và giảm thiểu rủi ro đa số biến động của danh mục đầu tư.

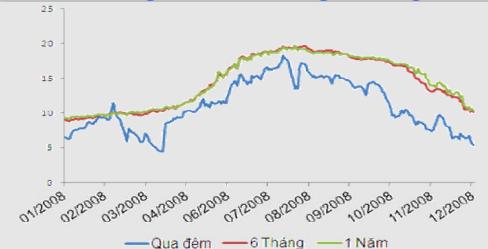
- Đưa trên phân bổ giữa các nhóm tài sản khác nhau, chúng tôi khuyến nghị giảm đầu tư vào cổ phiếu, nâng cao tỷ trọng trái phiếu và trái phiếu (đặc biệt là nhà đầu tư thận trọng). Tuy nhiên, đặc biệt là nhà đầu tư chấp nhận mức độ rủi ro cao hơn và có chiến lược đầu tư dài hạn, cổ phiếu vẫn chiếm tỷ trọng lớn hơn trong danh mục do khả năng sinh lợi dài hạn của chúng.
- Đưa trên phân bổ theo loại cổ phiếu, nên tập trung chú trọng hơn vào các cổ phiếu vốn hóa lớn và tăng trưởng (các blue chip có P/B cao) do đây là các cổ phiếu đã bị giảm giá mạnh trong giai đoạn thị trường sụt giảm và nhiều khả năng sẽ tăng nhanh hơn các nhóm cổ phiếu khác khi thị trường phục hồi.
- Đưa theo ngành, chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào lĩnh vực mang tính chất phòng vệ và ổn định như dược, thực phẩm, công nghệ viễn thông, điện.
- Ngoài ra, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn non trẻ và chưa hiệu quả nên vẫn còn nhiều rủi ro đối với các cổ phiếu bất ổn định giá quá thấp hay quá cao so với tiềm năng sinh lợi của chúng. Chiến lược tìm kiếm các cổ phiếu bất ổn định giá thấp để đầu tư, không hẳn chỉ ngành nghề hay chức năng loại, vẫn là một chiến lược đầu tư mang tính hiệu quả cao.

	2008	2009F
GDP	6.23%	5.5%
CPI	23%	10%
Xuất khẩu (tỷ USD)	62.9	69.2
Nhập khẩu (tỷ USD)	80.4	82.8
Nhập siêu (tỷ USD)	17.5	13.6
Tăng trưởng Doanh số bán lẻ	31%	30%
Tăng trưởng Giá trị SXCN	14.6%	12%
Tăng trưởng tín dụng	21%	20%

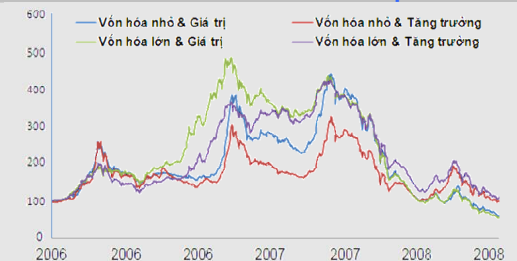
Tỷ lệ biến động giá cổ phiếu Việt Nam và các nước trong khu vực



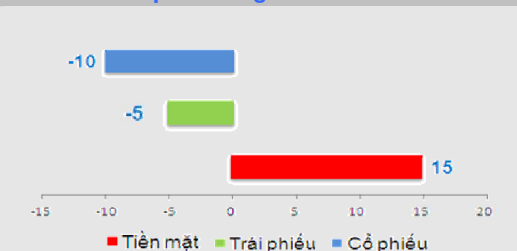
Biến động lãi suất liên ngân hàng 2008



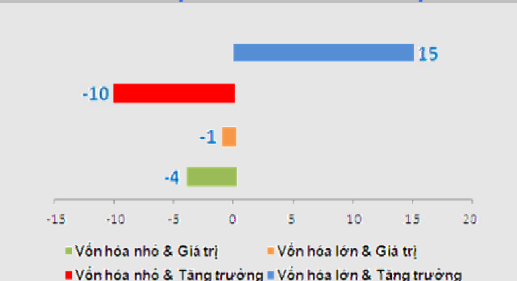
Điểm biến động của các nhóm cổ phiếu



Chiến lược phân bổ giữa các nhóm tài sản



Chiến lược phân bổ theo loại cổ phiếu



PHẦN I – ĐIỂM MẤU CHỐT KINH TẾ 2008

Năm 2008 có thể nói là một năm nhiễu loạn đáng kể với nền kinh tế trong nước. Trong nửa đầu năm 2008, chúng ta chứng kiến nền kinh tế đi lên bền vững và nền kinh tế khi lạm phát tăng cao, thâm hụt thặng dư ngân sách thì nền kinh tế tháng cuối năm cuối cùng hoạt động tài chính tín dụng. Mối lan rộng trên toàn cầu và tác động đến nền kinh tế Việt Nam. Do vậy, các chính sách đầu tư vĩ mô đã linh hoạt thay đổi để ứng phó với những khó khăn của nền kinh tế, qua đó lạm phát đã được kiềm chế. Tuy nhiên với các chính sách thắt chặt tín dụng vào đầu năm đã tác động mạnh mẽ đến việc tiếp cận vốn của các doanh nghiệp nhỏ và vừa, làm sản xuất đình đốn, và việc nhập khẩu quá nhanh trong quý cuối năm đã làm cho khối ngân hàng bơm nhàn rỗi. Trong năm 2008, Ngân hàng Nhà nước đã tiến hành tăng lãi suất 3 lần và giảm 5 lần. Lãi suất cơ bản đặt định 14% vào ngày 11/6, duy trì cho tới ngày 21/10 và đã liên tục được điều chỉnh giảm đến hơn 40%, mức 8.5% hiện nay. Tuy nhiên, mức lãi suất thấp này vẫn chưa đủ để kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm được chi phí huy động vốn cho sản xuất kinh doanh.

Các mức thay đổi lãi suất và chính sách tiền tệ

Ngày hiệu lực	Lãi suất cơ bản (%)	Lãi suất tái cấp vốn (%)	Lãi suất chiết khấu (%)	Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi Việt Nam dưới 12 tháng (%)
12/2005 – 31/01/2008	8.25	6.5	4.5	10
Giai đoạn thắt chặt tiền tệ				
01/02/2008	8.75	7.5	6.0	11
17/03/2008	Bộ c NHTM mua 20.300 tỷ đồng tín phiếu bù đắp bù đắp lãi suất cơ bản 7,8%, kỳ hạn 1 năm (lãi suất tín phiếu được điều chỉnh tăng lên 13% kể từ 1/7/2008).			
19/05/2008	12.0	13.0	11.0	
11/06/2008	14.0	15.0	13.0	
Giai đoạn nới lỏng tiền tệ				
21/10/2008	13.0	14.0	12.0	
	NHNN cho thanh toán trước hạn 20.300 tỷ đồng tín phiếu bù đắp bù đắp phát hành kể từ ngày 17.3.2008 theo nhu cầu rút trước hạn của các TCTD			
05/11/2008	12.0	13.0	11.0	10
21/11/2008	11.0	12.0	10.0	8
05/12/2008	10.0	11.0	9.0	6
22/12/2008	8.5	9.5	7.5	5

Nguồn: NHNN Việt Nam

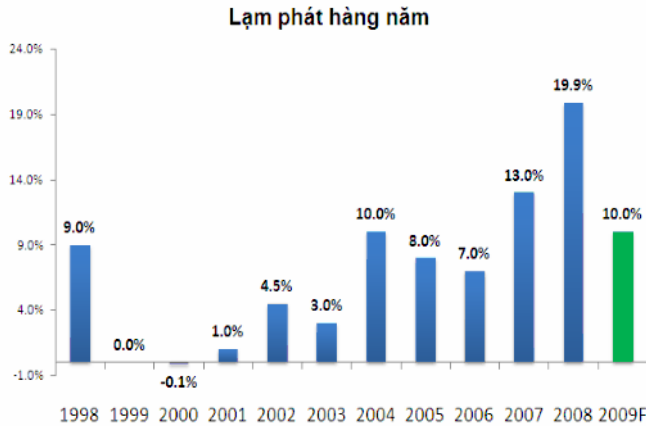
Lạm phát gây ra lo ngại về sức giảm sức cầu

Sau giai đoạn thắt chặt tiền tệ, lạm phát đã bắt đầu giảm nhanh và CPI đã tăng trở lại gần 3 tháng liên tiếp. Ngoài tác động của việc thắt chặt tiền tệ, giá cả hàng hóa sức giảm toàn cầu cũng là một yếu tố chính góp phần vào xu hướng sức giảm nhanh của CPI trong thời gian qua. Nếu như trong giai đoạn đầu, giá cả các loại hàng thiết yếu tăng mạnh như dầu 50%, thép 80%, gạo 100% so với thời điểm cuối năm 2007 thì đến cuối năm 2008, giá các loại hàng thiết yếu giảm mạnh, khoảng 40% so với cuối quý 2, gas, phôi thép, bột giấy, phân bón... cũng giảm mạnh từ 50-70% so với thời điểm cuối tháng 8.

Kinh nghiệm của cuộc khủng hoảng tài chính khu vực năm 1997 đã cho thấy nền kinh tế Việt Nam có thể trở lại khu vực và quốc tế. Việt Nam đã trải qua giai đoạn có tỷ lệ lạm phát thấp khi tăng trở lại CPI là 0% trong năm 1999 và 1% trong năm 2001. Cùng với tốc độ lạm phát thấp, GDP cũng sức giảm nghiêm trọng trong các năm 1999 – 2001.

Lạm phát tăng nhanh gây lo ngại về bất ổn xã hội những xu hướng giảm mạnh của lạm phát lại trở thành vấn đề đáng lo ngại đối với nền kinh tế, nhất là khi xu hướng giảm nhanh của CPI lại xuất phát từ việc giảm chi tiêu và tiêu dùng – yếu tố cản trở tăng trưởng kinh tế trong thời gian tới.

Lạm phát thấp tác động tiêu cực đến vĩ mô tăng trưởng GDP, diễn hình ảnh giai đoạn sau khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, thì đến năm 1999 lạm phát và GDP đều suy giảm mạnh



Người n: TCTK



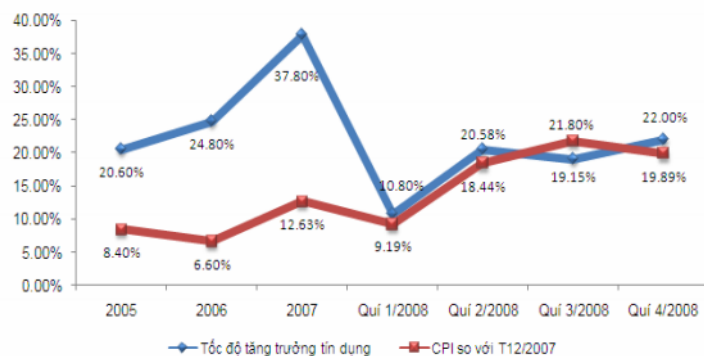
Người n: TCTK

Nhu cầu gia tăng và khó khăn về vốn của ngành ngân hàng

Hệ thống ngân hàng là đối tượng bị tác động mạnh nhất từ các biến động trong chính sách tiền tệ: lãi suất cho vay giảm năm đầu định 23%-24%/năm, đến cuối năm giảm còn 11 - 12% năm; lãi suất huy động cũng giảm định 20%/năm và hiện đang giảm quanh mức 7-8%/năm. Hệ thống ngân hàng Việt Nam đối mặt nguy cơ khủng hoảng thanh khoản trong giai đoạn từ các khó khăn về vốn và nhu cầu trong hiện tại, nhất là khi nguồn vốn đầu tư nhà nước không giảm ngân sách do: (1) ngân hàng không tìm được đối tượng vay có hoạt động kinh doanh hiệu quả (2) doanh nghiệp không tìm được đối tượng ra nên không vay được mà rơi vào tình trạng suy thoái kinh doanh.

Bên cạnh đó, các ngân hàng còn phải đối mặt với vấn đề nhu cầu trong hoạt động tín dụng. Số tiền gửi giảm mạnh của thị trường chứng khoán cũng như thị trường bất động sản làm sụt giảm nhu cầu vốn khó đòi trong 2 lĩnh vực này. Hoạt động cho vay vốn lưu động thì chi phí ngân hàng tăng kho cũng trở thành gánh nặng cho ngành ngân hàng khi giá cả nhiều loại nguyên vật liệu giảm mạnh trong thời gian gần đây do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới. Các khó khăn trong tăng trưởng tín dụng kết hợp với gánh nặng về nợ phòng ngừa khó đòi làm cho nhu cầu của ngành ngân hàng bị thu hẹp một cách nghiêm trọng.

So sánh tốc độ tăng trưởng tín dụng và CPI trong thời gian qua



Người n: TCTK, NHNN

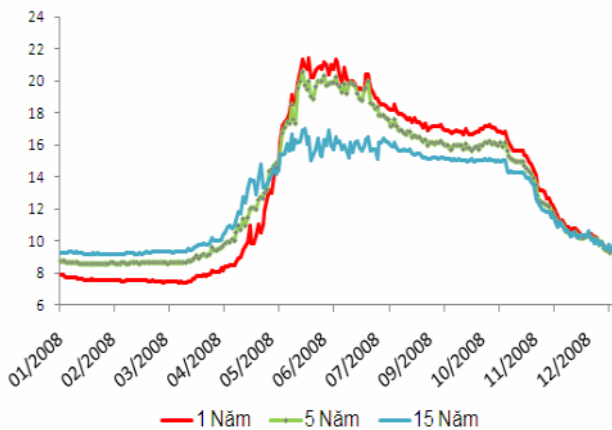
Thị trường trái phiếu, kênh đầu tư sinh lời cao trong năm 2008

Vào thời điểm cuối năm 2008, lạm phát tăng phi mã và thâm hụt cán cân thương mại không thể kiểm soát đã đẩy nền kinh tế Việt Nam, khi đó cho các nhà đầu tư nước ngoài lo ngại và đua nhau bán trái phiếu để rút vốn khỏi thị trường. Lợi tức trái phiếu trong thời gian ngắn bắt đầu lúc bấy giờ đã được đẩy lên đến mức kỷ lục vào khoảng 22%/năm vào thời kỳ cuối tháng 6. Các biện pháp thắt

chính phủ tiếp tục nắm tay cựa chính phủ nhằm đối phó tình hình bất ổn của nền kinh tế đã góp phần đẩy các ngân hàng vào tình cảnh khủng hoảng và tính thanh khoản. Lãi suất qua đêm từ thị trường liên ngân hàng tăng cao trên 20%/năm. Đến cuối năm 2008, khi ngân hàng đã bán ròng tiền tệ ngoại tệ 2.2 tỷ USD giá trái phiếu ngân hàng giảm.

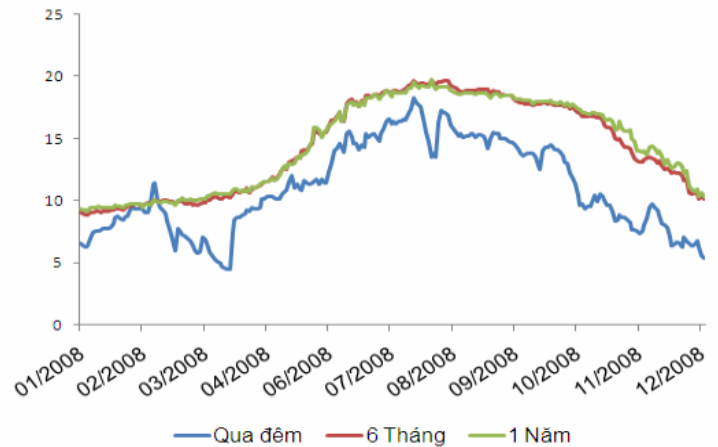
Trong khi các nhà đầu tư nước ngoài, một trong những chủ thể chính tham gia thị trường trái phiếu ngân hàng loạt bán ra đẩy rút vốn thì nguồn vốn từ hệ thống ngân hàng âm thầm chảy vào thị trường trái phiếu. Hai đợt sụt giảm mạnh của lợi tức trái phiếu vào cuối tháng 7 và cuối tháng 10 đã mang lại lợi nhuận đáng kể cho các ngân hàng đã rót vốn vào thị trường này. Cho đến cuối năm 2008, lợi tức trái phiếu chỉ còn 10%, thấp là chưa bằng một nửa so với mức đỉnh. Với lãi suất lợi nhuận khoảng 40%, thị trường trái phiếu thực sự là cứu tinh cho kế hoạch lợi nhuận của các ngân hàng trong năm 2008.

Biến động lợi tức trái phiếu (%)



Nguồn: Reuters

Biến động lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: Reuters

Gói kích cứu 100,000 tỷ đồng (6 tỷ USD) – tiền tệ đồng nội tệ gần 7% GDP của Việt Nam hay 25% dự toán thu ngân sách năm 2009, sẽ được tài trợ qua 3 nguồn chính là phát hành trái phiếu chính phủ, miễn giảm thuế và sử dụng Quỹ đầu tư Nhà nước. Nhờ vậy, áp lực phát hành trái phiếu chính phủ trong thời gian tới sẽ tăng lên. Đồng thời, gánh nặng lãi phí trả gia tăng từ việc phát hành trái phiếu chính phủ sẽ làm trầm trọng thêm thâm hụt ngân sách.

Hiện nay, nguồn cứu trái phiếu chủ yếu từ tiền tệ chính trong nước và các ngân hàng tham gia mua cổ phần, trong khi khi ngoại tệ và tiền tệ chính bán ròng trái phiếu trên thị trường, do vậy việc phát hành trái phiếu Chính phủ sẽ gặp nhiều khó khăn hơn. Bên cạnh đó, việc phát hành trái phiếu sẽ gián tiếp rút bớt tiền tệ ra khỏi lưu thông, mâu thuẫn với chủ trương nới lỏng chính sách tiền tệ để khuyến khích doanh nghiệp vay vốn để đầu tư cho sản xuất kinh doanh. Do vậy, việc phát hành trái phiếu Chính phủ sẽ là bài toán khó để vừa đảm bảo nguồn vốn cho chi tiêu công đồng thời không ảnh hưởng đến việc tiếp cận vốn của các doanh nghiệp.

Chúng tôi cho rằng khi chính sách kích cứu của Chính phủ được kỳ vọng là sẽ đem lại đồng lợi ích cho nền kinh tế thì việc công bố sẽ ổn định của hệ thống ngân hàng sẽ là câu trả lời quan trọng cho việc duy trì tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế trong năm 2009.

PHẦN II – MẶT SẴN VỐN ĐÓNG VÀI BÊN TRONG NĂM 2009 TÁC ĐỘNG CỦA KHỦNG HOẢNG TOÀN CẦU

Nền kinh tế Việt Nam đã có nhiều bước tiến trong quá trình hội nhập với thế giới, đặc biệt là sau khi Việt Nam chính thức là thành viên của WTO vào tháng 11 năm 2006, các hoạt động thương mại, xuất nhập khẩu, đầu tư với các nước khác đã tăng đáng kể. Vì vậy cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu lần này sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế Việt Nam thông qua xuất khẩu và các luồng vốn đầu tư.

Xuất khẩu và bài toán tỷ giá

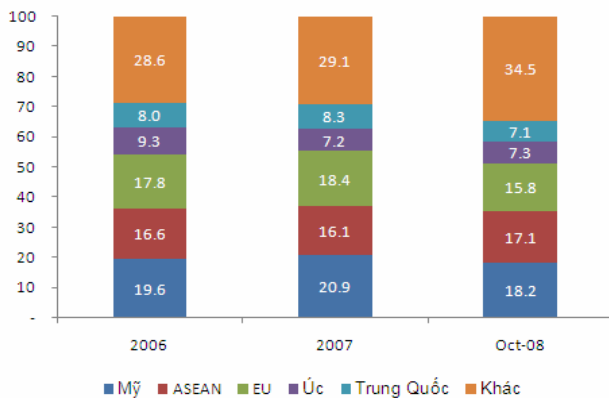
Xuất khẩu

Chiếm hơn 60% tổng giá trị GDP, xuất khẩu được xem là mặt điểm sáng trong năm 2008 khi đã tăng trưởng khá tốt trong nửa đầu năm mặt phản ánh vào các nỗ lực cải thiện năng lực của các doanh nghiệp Việt Nam, phần lớn còn lại là nhờ vào sự tăng giá của đa số các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam (nhựa thô, than đá, v.v.). Tuy nhiên, kể từ tháng 07/2008 trở về sau, xuất khẩu đã bước đầu giảm dần do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới, cụ thể là giá các loại hàng hóa đã sụt giảm nhanh (dầu thô, cao su, gạo, cà phê, v.v.), và sự cạnh tranh giảm do các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam đã và đang giảm nhu cầu mua sắm các sản phẩm kinh tế từ Trung Quốc.

Mặt yếu tố đáng khích lệ trong năm 2008 là dù xuất khẩu đã sụt giảm thì giá trị của xuất khẩu tăng trưởng khá cao hơn tăng trưởng nhập khẩu (29.5% so với 28.3%).

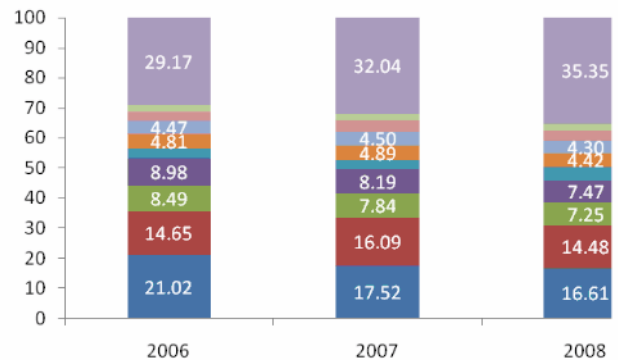
Bên cạnh tranh xuất khẩu trong năm 2009 sẽ phần nào có nhiều màu sắc do các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam như Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản đang phải chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính hiện tại. Dự báo tỷ giá tăng trưởng chậm lại, thậm chí có thể âm của các nền kinh tế nói trên trong năm 2009 sẽ làm cho sức cạnh tranh của các khu vực này bước đầu giảm trong năm 2009. Bên cạnh đó, giá trị hàng hóa được nhập khẩu từ các nước giảm mạnh hơn nửa đầu năm 2009 sẽ tác động mạnh mẽ đến xuất khẩu của Việt Nam.

Cấu trúc các nước xuất khẩu của Việt Nam (đơn vị: %)



Nguồn: TCKT

Cấu trúc các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam (đơn vị: %)



Nguồn: TCKT

Theo kinh nghiệm từ hai cuộc khủng hoảng vừa qua, tăng trưởng của xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam đều giảm mạnh trong thời kỳ khủng hoảng. Đặc biệt, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam giảm từ 20% xuống âm 1.9% sau thời kỳ khủng hoảng kinh tế châu Âu năm 1997; và từ hơn 30% xuống 5% sau thời kỳ khủng hoảng của Mỹ vào năm 2001. Do đó, nhiều khả năng tốc độ phát triển xuất khẩu của Việt Nam không duy trì trong năm 2009.

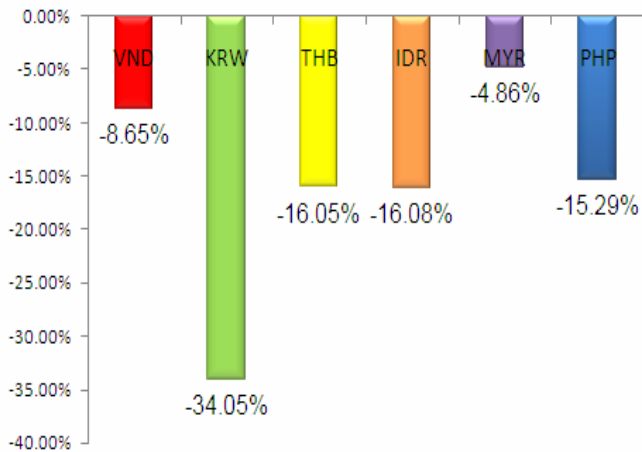
Bài toán tỷ giá

Đối với Việt Nam, xuất khẩu không chỉ là mặt số liệu đầu thu trong cán cân vãng lai, mà còn là mặt trong nhu cầu thu chính cho Chính phủ và chính các doanh nghiệp. Do vậy, xuất khẩu có ảnh hưởng lớn đến sự cạnh tranh của các ngành, thị trường lao động và tình hình an sinh xã hội trong nước. Trước nguy cơ sự cạnh tranh của các sản phẩm xuất khẩu giảm sút, sự cạnh tranh giữa các nước xuất khẩu lớn gia tăng nhanh. Vì thế, hội nhập các nước xuất khẩu lớn đầu tư vào đồng tiền chung sẽ trở thành giá trị sống còn là mặt "vũ khí" hữu hiệu để bảo vệ lợi ích xuất khẩu của mình.

Tình hình xuất khẩu đã khiến số sụt giảm trong năm 2009, đồng thời làm giảm FDI ghi nhận trong năm 2009 và ODA sẽ không dồi dào do phần lớn các nước đầu tư FDI và hỗ trợ ODA tại Việt Nam như Nhật, Hàn Quốc, Đài Loan đều bị ảnh hưởng nặng nề trong cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu hiện nay. Nguồn cung USD sụt giảm trong khi nhu cầu USD vẫn tăng sẽ gây áp lực cho tiền đồng Việt Nam tiếp tục trượt giá so với đồng đô la Mỹ.

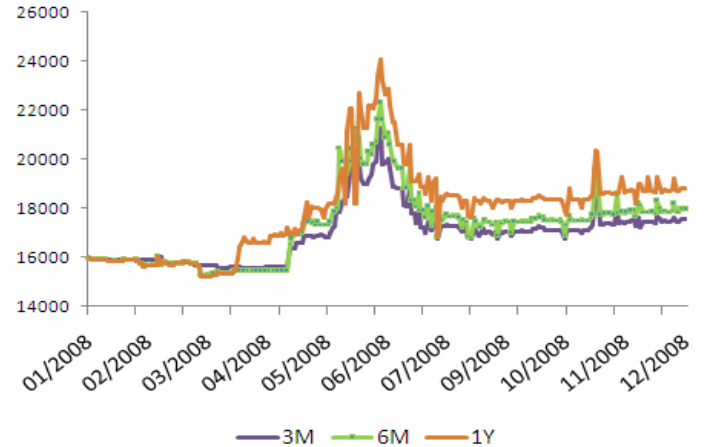
Tính đến ngày 31/12/2008, hầu hết các đồng nội tệ của các nước cạnh tranh xuất khẩu chính với Việt Nam đều đã trượt giá khá nhiều, với mức bình quân là 15% so với đồng đô la Mỹ, trong khi đó đồng tiền của Việt Nam chỉ trượt giá khoảng 8,6% so với đồng đô la Mỹ.

Sự trượt giá của đồng Việt Nam và tiền tệ các nước xuất khẩu trong khu vực từ 01/01/2008 – 31/12/2008



Nguồn: Reuters, VCSC

Tỷ giá VND/USD theo các hợp đồng NDF kỳ hạn từ 3 đến 12 tháng



Nguồn: Reuters, VCSC

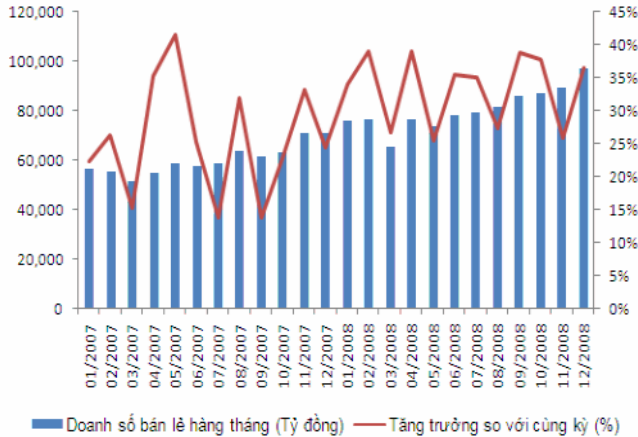
Với chính sách nội ngoại tệ hiện tại, Việt Nam có thể sẽ tiếp tục xu hướng trượt giá đồng Việt Nam so với USD để đạt mục tiêu giảm giá với các nước trong khu vực và để cải thiện tình hình xuất khẩu. Biên độ trượt giá VND/USD để khiến số tiếp tục giảm của nội tệ đồng thời thúc đẩy tăng trưởng kinh tế theo quy luật cung cầu. Tuy nhiên, với sự suy yếu ngày càng nhiều của đồng USD cùng với việc nguồn cung USD giảm kỷ lục sẽ tăng lên do Chính phủ Mỹ thực hiện các gói cứu trợ kinh tế, sự trượt giá của đồng Việt Nam so với đồng đô la Mỹ là không lớn. Để khiến Việt Nam số tiếp tục làm trượt giá đồng tiền của mình thêm 5%, dao động trong khoảng 17,500đ/USD – 18,375đ/USD.

FDI và khả năng tăng trưởng kinh tế

Tốc độ tăng trưởng của Việt Nam có mối liên quan mật thiết với biến động giá cả hàng hóa (thông qua tiêu dùng cá nhân), đầu tư và chi tiêu của chính phủ. Tiêu dùng cá nhân tuy có giảm với tốc độ trong cơ cấu GDP, từ 85% vào năm 90 xuống 65% vào năm 2007, nhưng vẫn là nhân tố chính đóng góp vào cơ cấu GDP.

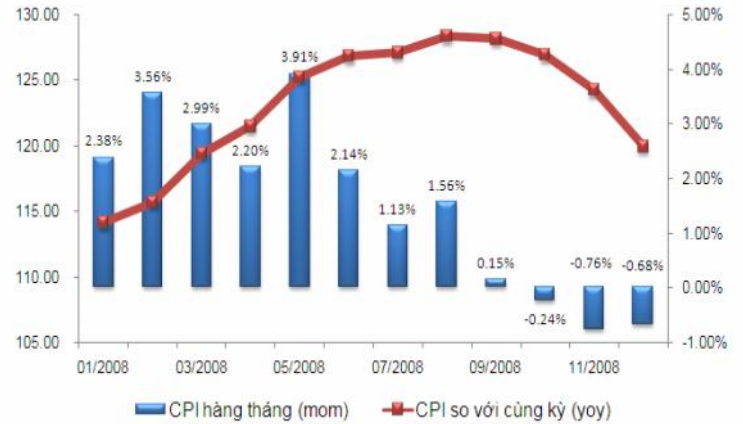
Hiện nay số cơ cấu tiêu dùng đang giảm mạnh, một phần do hiện tượng sụt giảm liên tục của CPI trong các tháng cuối năm 2008 và một khác doanh số bán lẻ cũng đang có xu hướng tăng chậm lại kể từ đầu tháng 9 đến nay. Nếu lo ngại yếu tố giá thị trường bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2008 chỉ tăng 6.5% so với năm 2007. Trong khi đó, chỉ số CPI cũng bắt đầu giảm mạnh từ tháng 9 và tăng trưởng âm trong 3 tháng cuối năm – trái ngược với xu hướng tăng mạnh mẽ trong giai đoạn trước.

Doanh số bán lẻ hàng hóa giảm từ đầu tháng 9 đến nay



Nguồn: TCKT, IMF

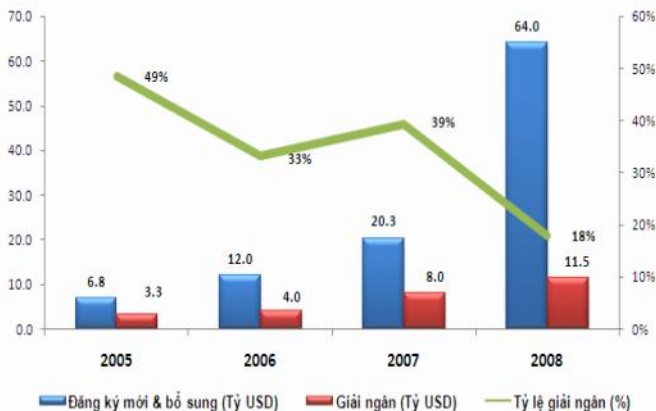
Chỉ số CPI cũng bắt đầu giảm mạnh từ tháng 9 đến cuối năm 2008



Nguồn: TCKT, IMF

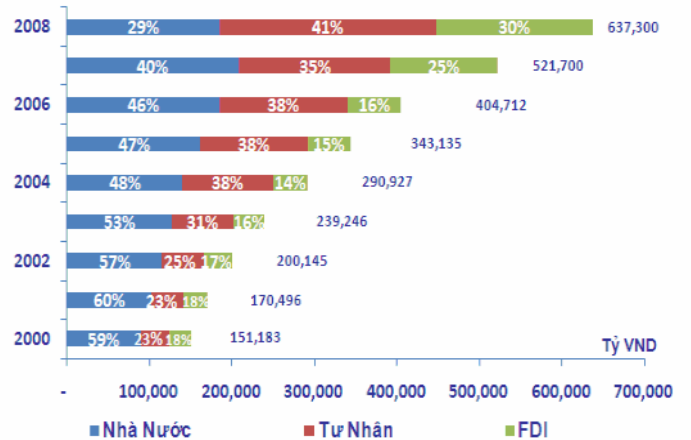
Với tiêu dùng là yếu tố thúc đẩy sự ổn định của GDP, đầu tư ngày càng trở thành một nhân tố quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng GDP khi chiếm gần 40% GDP cả năm. Trong cơ cấu đầu tư, đóng góp vào tăng trưởng đầu tư toàn xã hội đã tăng liên tục qua các năm, từ mức dưới 20% lên 25% trong năm 2007 và 30% trong năm 2008. Đặc biệt, giá trị sản xuất công nghiệp và lĩnh vực FDI cũng tăng mạnh, chiếm hơn 40% tổng giá trị sản xuất công nghiệp cả năm.

FDI tăng nhanh trong thời gian qua, cả về số vốn đăng ký và vốn giải ngân, nhưng giảm dần về tỷ lệ giải ngân



Nguồn: TCKT

Trong cơ cấu đầu tư và đầu tư toàn xã hội – FDI ngày càng đóng vai trò quan trọng khi chiếm đến 1/3 tổng vốn đầu tư vào nền kinh tế

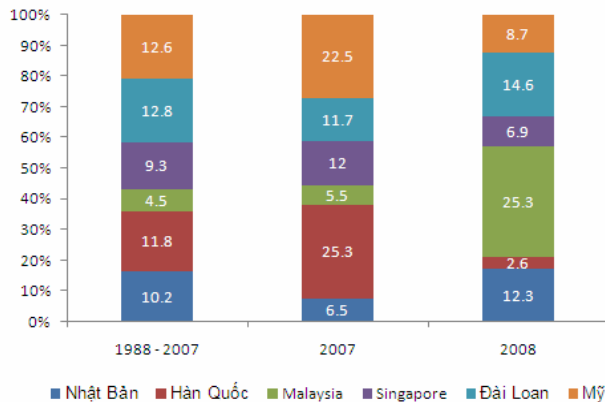


Nguồn: TCKT

FDI được xem là điểm sáng của nền kinh tế Việt Nam trong năm 2008 khi dòng vốn FDI đăng ký tăng mạnh, đạt hơn 63 tỷ USD, trong đó tập trung chủ yếu vào lĩnh vực công nghiệp và xây dựng, chiếm 55.1% tổng vốn đăng ký; dịch vụ chiếm 44.5%; nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ chiếm 0.4%. Tuy nhiên, do vốn đăng ký tăng quá nhanh, tốc độ vốn thực hiện trên vốn đăng ký nhiều hơn khả năng sản xuất giảm mạnh, nhất là khi lĩnh vực bất động sản và vốn chủ sở hữu có dấu hiệu tan băng. Bên cạnh đó, những năm có vốn đầu tư lớn vào Việt Nam tập trung nhóm các nước có bản nh hàng công nghiệp của các khu vực công nghiệp tài chính toàn cầu nên khả năng nguồn vốn giải ngân trong thời gian tới sẽ bị trì hoãn.

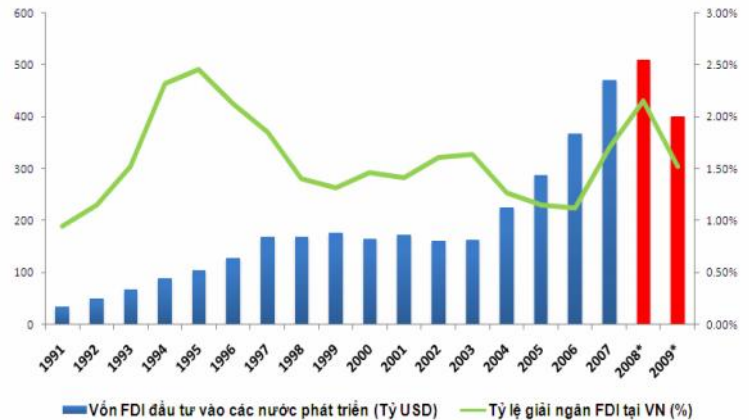
Theo tổng quan nguồn vốn FDI đầu tư vào các nước đang phát triển và các giải ngân FDI theo các nước Việt Nam trong thời gian qua, tốc độ giải ngân vào Việt Nam trung bình chiếm khoảng 1.5% tổng nguồn vốn đầu tư vào các nước đang phát triển. Với tác động của các khu vực công nghiệp tài chính toàn cầu, nguồn vốn đầu tư vào các nước đang phát triển trong năm 2009 sẽ khoảng 400 tỷ USD. Nếu số dòng vốn giải ngân trung bình Việt Nam như năm trước là khoảng 1.5% đến 2% (năm 2008 tốc độ giải ngân đạt 2.2%) thì FDI giải ngân tại Việt Nam vào năm 2009 sẽ trong khoảng từ 6 đến 8 tỷ USD, tức là giảm từ 3 – 5 tỷ USD so với mức giải ngân của năm 2008.

Mức số vốn có vốn đầu tư流入 vào Việt Nam



Nguồn: TCKT

Nguồn vốn FDI đầu tư vào các nước đang phát triển và tỷ lệ giải ngân FDI thặng dư của Việt Nam



Nguồn: TCKT, IMF

Bài toán vốn tăng trưởng trong thời gian dài sẽ gặp nhiều khó khăn và cần các tín hiệu tích cực từ số liệu nền tảng, từ việc duy trì đà tăng trưởng của xuất khẩu, nhất là trong ngành lĩnh vực là thế mạnh của Việt Nam như dệt may, giày dép, thủy sản. Bên cạnh đó, việc thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài và cải thiện môi trường đầu tư để tiếp tục thu hút nguồn vốn FDI giải ngân sẽ giúp cho bài toán tăng trưởng của Việt Nam thuận lợi hơn.

Các chỉ tiêu đo lường biến động tình hình sức khỏe của nền kinh tế

Mức số chỉ tiêu chính	2008	2009F
GDP	6.23%	5.5%
CPI	23%	10%
Xuất khẩu (tỷ USD)	62.9	69.2
Nhập khẩu (tỷ USD)	80.4	82.8
Nhập siêu (tỷ USD)	17.5	13.6
% tăng trưởng XK	29.5%	11%
% tăng trưởng NK	28.3%	3%
FDI đăng ký (tỷ USD)	64	25
FDI giải ngân (tỷ USD)	11.5	6 – 8
% tăng trưởng Doanh số bán lẻ	31% *	30%
% tăng trưởng Giá trị SX công nghiệp	14.6%	12%
Tỷ lệ thất nghiệp	4.6%	5%
Tăng trưởng tín dụng	21%	20%

* 6.5% nếu loại trừ yếu tố giá

Nguồn: TCKT, VCSC

Trong bối cảnh suy thoái kinh tế toàn cầu, các dữ liệu báo cáo các chỉ số tài chính cũng đang gặp nhiều khó khăn. Khi nền kinh tế trở nên khó chính xác, nền kinh tế trong nước bị tác động mạnh mẽ từ các yếu tố bên ngoài, và đang phải đối mặt với nhiều khó khăn (xuất khẩu, tiêu dùng, đầu tư) cũng đang có các dấu hiệu tiêu cực, việc theo dõi chuyển biến các yếu tố này trong nước sẽ là một thách thức quan trọng cho quyết định đầu tư.

Trong thời gian dài, mức số liệu quan trọng để đo lường biến động tình hình sức khỏe của nền kinh tế và là những chỉ báo quan trọng để xác định thời điểm thị trường bắt đầu phục hồi bao gồm:

Các chỉ tiêu chính yếu:

1. Doanh số bán lẻ: theo dõi số liệu tiêu dùng có duy trì ổn định trong những tháng đầu năm và tăng trưởng vào cuối năm không?
2. CPI: theo dõi biến động của lạm phát. Tình hình tích cực khi lạm phát được kiểm soát tăng nhẹ và ổn định.
3. Chỉ số công nghiệp: dấu hiệu quan trọng khi giá trị sản xuất công nghiệp có xu hướng tăng trưởng.
4. Xuất khẩu: theo dõi tốc độ tăng trưởng của các sản phẩm xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam ngoài dầu mỏ (ví dụ như dệt may, thủy sản).

Các chỉ số hỗ trợ cho biến động xu hướng phát triển của nền kinh tế:

1. Số cấp phép mới cho đầu tư
2. Chỉ số thị trường
3. Khả năng tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp

Các chỉ số hỗ trợ cho biến động khả năng cung cấp và hấp thụ vốn trong nền kinh tế:

1. Lượng tăng cung tiền cho nền kinh tế
2. Chênh lệch lãi suất (dài hạn – ngắn hạn)
3. Tốc độ tăng trưởng tín dụng

Trong phần kết tiếp, chúng tôi sẽ tiếp tục phân tích chi tiết các đầu tư của nhà đầu tư có thể là những chỉ số đầu tư phù hợp trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều biến động trong năm 2009. Các chỉ số phân tích này được phân theo chi tiết phân bổ tài sản, chi tiết của các nhóm ngành và chi tiết của các ngành.

PHẦN III – CHỈ SỐ LẠM PHÁT 2009

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua một năm 2008 đầy biến động khi chỉ số chứng khoán trên cả hai sàn đều sụt giảm liên tục trong năm 2008. Thị trường chứng khoán đã mất đi khoảng 270,000 tỷ đồng (tương đương 15 tỷ USD) do cả VN-Index và HASTC đã giảm hơn 65%. Chưa bao giờ các khó khăn của nền kinh tế vĩ mô lại tác động mạnh mẽ đến thị trường chứng khoán như vậy. Hơn nữa tất cả các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đều đã bị thua lỗ khi giá trị tài sản nắm giữ sụt giảm theo thị trường.

Mặc dù thị trường chứng khoán đóng cửa đã trải qua hầu hết các khó khăn trong năm 2008 và đã đạt đến đáy quanh mức 300 điểm, các khó khăn, thách thức vĩ mô vẫn là những yếu tố ảnh hưởng đến sự biến động của thị trường, ít nhất là đến giữa năm 2009. Thị trường chứng khoán bắt đầu xu hướng tăng điểm, nhưng sự không đi vào chu kỳ sụt giảm mạnh mẽ năm 2008 do hầu hết các thông tin bất lợi đã được phản ánh vào giá chứng khoán hiện tại.

Do vậy, các tiêu chí quan trọng trong quy trình định đầu tư cho thị trường tài chính là bao toàn vẹn và giảm thiểu rủi ro bất biến đồng của danh mục đầu tư.

Dựa vào các tiêu chí trên, chúng tôi phân tích việc phân bổ tài sản theo ba khía cạnh khác nhau. Thứ nhất là phân bổ giữa các nhóm tài sản khác nhau, thứ hai là giữa tiền, trái phiếu và chứng khoán. Thứ ba là phân bổ dựa trên các khu vực khác nhau. Và cuối cùng là phân bổ giữa các nhóm ngành khác nhau.

Chúng tôi cũng đưa ra các khuyến nghị phân bổ tài sản theo chỉ số Lạm phát dài hạn và chỉ số thu hẹp trong ngắn hạn. **Phân bổ chỉ số Lạm phát** dài hạn thể hiện cái nhìn về thị trường chứng khoán và nền kinh tế trong khoảng thời gian từ một đến ba năm tới. Trong khi đó, **phân bổ chỉ số thu hẹp** thể hiện quan điểm trong ngắn hạn từ sáu đến chín tháng tới.

Xác định thị trường đầu tư

Theo chúng tôi, Quý 1/2009 sẽ là thời điểm thị trường tiếp tục biến động và diễn biến do các thông tin vĩ mô và kinh doanh năm 2008 được công bố đầy biến động không có nhiều quan trọng. Việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho và dự phòng đầu tư tài chính sẽ là yếu tố chính làm sụt giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Các khó khăn trong tiếp cận nguồn vốn của doanh nghiệp sẽ ảnh hưởng đến việc thực hiện kế hoạch sản xuất kinh doanh, nhất là việc huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán sẽ khó khăn.

Quý 2/2009 sẽ là thời điểm tích lũy của thị trường chứng khoán trong khi chờ đợi các chuyển biến của vĩ mô. Việc mở rộng tín dụng, chính sách nợ và ngân sách cùng với chính sách kích cầu được đưa ra vào cuối năm 2008 sẽ bắt đầu phát huy tác động do được thực hiện các chính sách thị trường là khoảng 6 tháng. Nền kinh tế có thể bắt đầu cải thiện nếu doanh nghiệp tiếp cận được với nguồn vốn để phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh, khi thông tin được tiếp cận rõ ràng vào suy thoái nếu vốn được đưa ra và thị trường tiêu thụ vẫn rơi vào bất ổn.

Như vậy, xu hướng ngắn hạn của thị trường chứng khoán có thể bắt đầu Quý 3 khi các dữ liệu phục hồi được thể hiện rõ ràng.

Việc xác định thị trường tham gia vào thị trường là rất quan trọng do nhà đầu tư có thể tận dụng thời cơ tốt nhất của nền kinh tế, tiềm năng và mức giá hợp lý. Tuy vậy, xác định chỉ số Lạm phát đầu tư sẽ quy định việc lựa chọn các tiềm năng để mở rộng tiêu chí bao toàn vẹn, giảm thiểu rủi ro bất biến đồng của danh mục đầu tư, phù hợp với mức độ chấp nhận rủi ro và quan điểm đầu tư của từng nhà đầu tư.

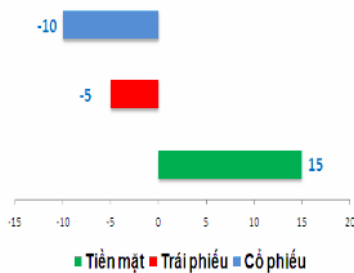
Phân bổ giữa các nhóm tài sản

Chúng tôi khuyến nghị các mức phân bổ giữa các tiền, trái phiếu và tiền mặt dựa trên các mức độ chấp nhận rủi ro và thời gian nắm giữ danh mục của các nhà đầu tư khác

Phân bổ giữa các nhóm tài sản chính (%)

	Phân bổ chính lưu ý	Đầu tư chính thuật	Phân bổ chính thuật hiện tại
CP	60	-10	50
TP	30	-5	25
Tiền	10	15	25

Đầu tư phân bổ chính thu nhập xu hướng



nhau.

Hiện nay, chúng tôi có giá khá hợp lý so với mức bình quân của thị trường trong quý 4/2008 cho đến hết quý 2/2009 sẽ có những sự giảm sút đáng kể do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế trên diện rộng. Do đó, dự đoán trong thời gian tới, chỉ số P/E của thị trường chứng khoán sẽ dao động trong khoảng 9x đến 10x.

Nhiều công ty cũng sẽ khó khăn do các khoản chi phí trong năm nay, hoặc sẽ đưa ra các khoản chi phí hợp lý cho năm sau. Thêm vào đó, có nhiều khả năng nhiều công ty sẽ giảm giá trị hoãn vì công bố kết quả hoạt động kinh doanh cho quý 4 và cả năm càng lâu càng tốt. Như vậy, thị trường chứng khoán sẽ còn chịu nhiều áp lực trong suốt quý 1 năm 2009. Do vậy, việc tăng nắm giữ cổ phiếu chưa phù hợp với các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro cao và thời hạn nắm giữ trên một năm.

Đối với trái phiếu, đầu tư công lập và trái phiếu hiện tại đã giảm mạnh ngay với lãi suất trái phiếu hiện tại xoay quanh mức 10%. Đầu tư công lập và trái phiếu đầu tư dự đoán sẽ tiếp tục nắm giữ hoặc có thể tăng lên nhờ đưa vào hai lý do sau. Thứ nhất, lãi suất sẽ giảm sâu hơn nữa trong những tháng tiếp theo các khoản chi phí cho gói kích cầu được duy trì trong kinh tế. Thứ hai, nhu cầu cho trái phiếu có thời gian đáo hạn bình quân ngắn sẽ tiếp tục tăng cao khi ngày càng có nhiều nhà đầu tư tìm kiếm “nơi trú ẩn” an toàn cho nguồn vốn của họ. Tuy nhiên, khi lãi suất trái phiếu tăng cao, lợi suất trái phiếu sẽ tiếp tục bị giảm, làm cho kênh đầu tư trái phiếu trở nên kém hấp dẫn hơn các kênh khác.

Đối với các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro ở mức bình thường và trên trung bình, khuyến nghị phân bổ tài sản trong ngắn hạn của chúng tôi là giảm thiểu một phần và giảm bớt trọng tâm đầu tư vào trái phiếu. Nguyên nhân chính không phải vì tiềm năng tăng lợi nhuận cao của trái phiếu, mà là việc nhà đầu tư có thể linh hoạt dùng tiền để đầu tư trở lại vào thị trường chứng khoán.

Đối với các nhà đầu tư thận trọng hơn, có mức chấp nhận rủi ro thấp hơn, chúng tôi vẫn khuyến nghị đầu tư chủ yếu vào trái phiếu do đây là một kênh đầu tư an toàn cho mức độ bảo toàn vốn và một tỷ suất lợi nhuận hợp lý. Với tiền để đầu tư nhất định vào trái phiếu trong danh mục, chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào các loại trái phiếu có kỳ hạn dưới 2 năm.

Trong dài hạn và với khả năng chấp nhận rủi ro cao hơn, cổ phiếu vẫn là một kênh đầu tư hấp dẫn do trung bình lợi nhuận kỳ vọng từ việc đầu tư chứng khoán sẽ cao hơn lợi nhuận từ việc đầu tư vào trái phiếu hay nắm giữ tiền mặt. Vì thế, đối với chiến lược đầu tư dài hạn, chúng tôi khuyến nghị tăng trọng tâm đầu tư vào cổ phiếu và giảm bớt đầu tư vào trái phiếu và tiền mặt.

Dù đây là một số chiến lược phân bổ tài sản đầu tư theo quan điểm về thời gian nắm giữ – ngắn hạn hoặc dài hạn và các mức độ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư: thận trọng, chấp nhận rủi ro thấp, trung bình, chấp nhận rủi ro vừa phải và chấp nhận rủi ro cao.

Phân tích quản lý rủi ro của việc phân bổ tài sản dựa trên mức độ chấp nhận rủi ro khác nhau

Mức chấp nhận rủi ro	Phân bổ chính lưu ý dài hạn			Đặc điểm danh mục đầu tư		
	Cổ phiếu	Trái phiếu	Tiền	Mức sinh lợi kỳ vọng của danh mục (%)	Rủi ro của danh mục (%)	VaR (5%)
Thận trọng	20	40	40	11,8	10,8	6,0
Chấp nhận rủi ro thấp	40	35	25	15,3	15,8	10,7
Trung bình	60	30	10	18,7	21,8	17,2
Chấp nhận rủi ro vừa phải	70	20	10	20,2	24,6	20,3
Chấp nhận rủi ro cao	85	10	5	22,6	29,2	25,4

	Phân bố chiến lược đầu tư ngắn hạn			Đặc điểm danh mục đầu tư		
	Cổ phiếu u	Trái phiếu u	Tiền	Mức sinh lời kỳ vọng của danh mục (%)	Rủi ro của danh mục (%)	VaR (5%)
Thiên trọng	20	40	40	11,8	10,8	6,0
Thiên trọng vốn a phi	35	30	35	14,2	13,8	8,5
Trung bình	50	25	25	16,8	18,2	13,1
Chiến lược rủi ro vốn a phi	60	20	20	18,4	21,2	16,5
Chiến lược rủi ro cao	65	10	25	19,0	22,4	17,8

Ghi chú: VaR (Value at Risk): mức rủi ro danh mục tối thiểu (xác suất 5%)

Phân bố theo loại cổ phiếu u:

Chúng tôi phân loại cổ phiếu u theo hai yếu tố: quy mô và giá trị. Đầu tiên quy mô, chúng tôi phân loại cổ phiếu u trên hai sàn HOSE và HASTC dựa trên vốn hóa thị trường và xác định nhóm 30% công ty có vốn hóa lớn nhất thuộc quy mô Lớn và nhóm 30% công ty có vốn hóa thị trường thuộc quy mô Nhỏ. Đầu tiên giá trị, chúng tôi xếp loại các cổ phiếu u trên cơ sở 2 sàn chứng khoán dựa trên chỉ số P/B và xác định 30% cổ phiếu u có P/B cao nhất và 30% cổ phiếu u có P/B thấp nhất là cổ phiếu u Tăng trưởng và cổ phiếu u Giá trị. Lưu ý rằng chúng tôi sử dụng P/B để xác định cổ phiếu u tăng trưởng do P/B là chỉ số ổn định hơn, có liên quan thuận nghịch với P/E.

Dữ liệu bình quân 4 nhóm cổ phiếu u từ tháng 01/2006 đến tháng 12/2008 (*)



Nguồn: VCSC

(*) Phân tích chi tiết về đầu tư của chúng tôi được cập nhật trong báo cáo tuần The View số 01/2008 ngày 12/9/2008.

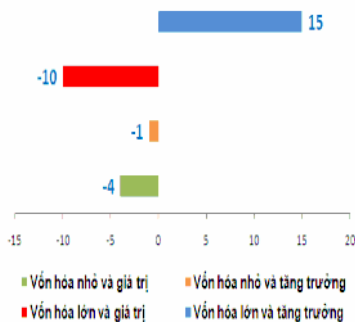
Qua nghiên cứu và thống kê thị trường, các cổ phiếu u Tăng trưởng luôn có biểu hiện tốt hơn các cổ phiếu u Giá trị, đồng thời các cổ phiếu u có vốn hóa nhỏ thường thể hiện kém hơn các cổ phiếu u có vốn hóa lớn. Đầu tiên phân bổ tài sản theo loại cổ phiếu u, kết hợp hai yếu tố quy mô và giá trị, chúng tôi khuyến nghị tăng trọng đầu tư vào các cổ phiếu u thuộc nhóm Vốn hóa lớn & Tăng trưởng, đầu tư vào vốn vào các cổ phiếu u Vốn hóa lớn & Giá trị, và giảm trọng đầu tư vào các cổ phiếu u vốn hóa nhỏ (penny stocks) dựa trên những cơ sở như sau:

1. Cổ phiếu u vốn hóa lớn có độ biến động thấp hơn và tính thanh khoản cao hơn cổ phiếu u vốn hóa nhỏ. Trong đó, tính thanh khoản đóng vai trò quyết định quan trọng nhất là khi nhà đầu tư quyết định tái cấu trúc và cân bằng lại danh mục đầu tư

của mình. Hơn nữa, các phiếu vốn hóa liên còn có tính đòn bẩy đối các phiếu vốn hóa nhỏ hơn trong xu hướng đi xuống của thị trường.

- Với chiến lược đầu tư theo giá, nhà đầu tư có thể tận dụng giá trị thị trường hiện tại của các phiếu và mua nhiều các phiếu vốn hóa liên tại mức giá thị trường đối với các phiếu vốn hóa nhỏ.
- Các công ty nhỏ hơn thường gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động vốn.
- Nhiều nghiên cứu, cả các nước ngoài và Việt Nam, đã chỉ ra rằng các phiếu tăng trưởng biến hiện tại của các phiếu giá trị trong thời kỳ nhu cầu doanh nghiệp tăng trưởng chậm. Giá trị của nhiều các phiếu tăng trưởng Việt Nam có khuynh hướng cao hơn mức trung bình do nhiều các phiếu nằm trong các ngành mang tính phòng thủ cao. Do đó, mức định giá cao hơn của các phiếu tăng trưởng có thể được xem là mức chênh lệch cho tính chất phòng thủ (ít rủi ro hơn) so với các phiếu giá trị.
- Tăng trưởng các phiếu thuộc nhóm Vốn hóa liên & Tăng trưởng sẽ giúp giảm bớt độ biến động của các phiếu trong danh mục đầu tư trong giai đoạn suy thoái; đồng thời những các phiếu thuộc nhóm này cũng là các phiếu mang tính phòng thủ tốt khi thị trường ngày càng đi xuống. Trong khi đó, việc thêm các phiếu Vốn hóa liên & Giá trị trong danh mục đầu tư cũng đem lại 2 lợi ích. Thứ nhất là lợi ích về sự đa dạng hóa. Thứ hai, các phiếu Vốn hóa liên & Giá trị thường không chỉ là các phiếu đầu tiên tăng giá mà còn là các phiếu có tốc độ tăng nhanh nhất khi thị trường có dấu hiệu hồi phục. Lý do là khi thị trường đi xuống, nhà đầu tư sẽ có khuynh hướng tham gia đầu tư vào thị trường chứng khoán với các phiếu đã giảm giá nhiều nhất.

Đồ thị phân bổ chiến lược đầu tư xu hướng



Phân bổ theo loại cổ phiếu (%)

	Phân bổ chiến lược đầu tư	Đồ thị chiến lược đầu tư	Phân bổ chiến lược đầu tư hiện tại
CP Vốn hóa Nhỏ & Giá trị	10	-4	6
CP Vốn hóa Nhỏ & Tăng trưởng	10	-1	9
CP Vốn hóa Liên & Giá trị	40	-10	30
CP Vốn hóa Liên & Tăng trưởng	40	+15	55

Phân bổ theo ngành

Chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào những ngành và các phiếu mang tính chất phòng thủ và ít biến động ngắn hạn tính chu kỳ, nhằm giảm thiểu rủi ro với các biến động của thị trường. Các ngành khuyến nghị xem xét tăng tỷ trọng đầu tư bao gồm: dầu, thép, nhôm, hàng tiêu dùng thiết yếu và điện.

Dòng cổ phiếu (tăng trưởng): Đây là ngành khá ổn định và có tính chất phòng thủ khá tốt đối với những biến động của thị trường. Tốc độ tăng trưởng của ngành được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ở mức 10% trong năm 2009. Giá nguyên liệu đầu vào giảm là yếu tố thuận lợi cho các công ty sản xuất dầu.

Các cổ phiếu đáng quan tâm: DHG, DMC, IMP

Thép, nhôm và hàng tiêu dùng (tăng trưởng): Ngành này không bị tác động tiêu cực của việc sụt giảm sản xuất do đây là các mặt hàng thiết yếu, phục vụ nhu cầu tiêu dùng hàng ngày, nhất là những công ty tập trung thị trường nội địa.

Các cổ phiếu đáng quan tâm: VNM

Ngân hàng (giảm tỷ trọng): Ngân hàng sẽ là ngành biến động ngắn hạn trong năm

2009, nhất là nửa đầu năm 2009, do các thay đổi về chính sách tiền tệ diễn ra trong năm 2008. Rủi ro về nợ xấu trong lĩnh vực cho vay bất động sản làm cho chi phí dự phòng gia tăng do thất thoát nợ bất động sản khiến cho doanh nghiệp có dòng tiền dương. Trong khi đó, khả năng đột biến nhu cầu là một thách thức đối với ngành ngân hàng khi mà chính sách nới lỏng tiền tệ diễn ra quá nhanh trong 2 tháng cuối năm làm cho NIM (chênh lệch giữa lãi suất đầu ra cho vay và lãi suất huy động gửi vào) của ngành ngân hàng bị âm.

Các cổ phiếu đáng quan tâm: ACB, STB do xét đến yếu tố là các cổ phiếu lớn, tăng trưởng, thanh khoản tốt

Công nghệ và viễn thông (tăng trưởng): Đối với các cổ phiếu thuộc ngành công nghệ và viễn thông, chúng tôi dự xu hướng tăng trưởng do tiềm năng tăng trưởng của các cổ phiếu thuộc ngành này vẫn còn lớn do chính sách khuyến khích đầu tư của Việt Nam.

Các cổ phiếu đáng quan tâm: FPT

Đầu tư (tăng trưởng): Giá đầu tư đang trong quá trình tăng giá, dòng tiền đầu ra của các doanh nghiệp trong ngành luôn được đảm bảo với mức đầu tư suất lợi nhuận và phí. Đây là ngành khá ổn định và không bị tác động bởi các khó khăn kinh tế.

Các cổ phiếu đáng quan tâm: VSH

Bất động sản (giảm trưởng): Do tình hình thất thoát nợ bất động sản vẫn khiến cho doanh nghiệp có dòng tiền dương, dòng tiền nguồn tín dụng dành cho lĩnh vực bất động sản vẫn khiến cho khai thông nên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành sẽ tiếp tục biến động.

Thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn non trẻ và chưa hiệu quả nên vẫn còn nhiều hạn chế về các cổ phiếu bị định giá quá thấp hay quá cao so với tiềm năng sinh lợi của chúng. Chỉ nên tìm kiếm các cổ phiếu bị định giá thấp để đầu tư, không nên chọn ngành nghề hay chứng khoán, vẫn là một chiến lược đầu tư mang tính hiệu quả cao. Đính kèm theo sau là kết quả hoạt động năm 2008 của 28 công ty có mã chứng khoán niêm yết trên hai sàn HOSE và HASTC.

Đ BẢO HO T Đ NG C A 28 CÔNG TY CÓ M C V N HÓA L N

Mã CK	Ngành	Sàn GD	Giá C Phi u @ 05/01/09	V n Đi u L (t đ ng)	V n Hóa (t đ ng)	2008				
						LN ròng (đ báo)	EPS	P/E	P/B	ROE (%)
ACB	Tài Chính	HASTC	27,900	7,768	21,673	1,800	2,317	12.0	2.6	21%
VNM	Hàng Tiêu Dùng	HOSE	84,000	1,753	14,723	1,230	7,018	12.0	3.1	24%
DPM	V t Li u C B n	HOSE	34,500	3,800	13,110	1,450	3,816	9.0	2.6	31%
HAG	B t Đ ng S n	HOSE	61,000	1,798	10,969	798	4,439	13.7	3.1	21%
PVD	Năng L ng	HOSE	77,000	1,322	10,177	967	7,315	10.5	4.0	38%
VIC	B t Đ ng S n	HOSE	80,000	1,200	9,599	154	1,281	62.4	5.4	9%
STB	Tài Chính	HOSE	18,200	5,116	9,311	1,032	2,017	9.0	1.1	13%
KBC	B t Đ ng S n	HASTC	60,000	1,341	8,045	602	4,489	13.4	3.0	19%
FPT	Công Ngh	HOSE	50,000	1,398	6,989	898	6,425	7.8	2.8	37%
PPC	Đi n	HOSE	19,500	3,262	6,362	(433)	(1,326)	(14.7)	1.8	-13%
HPG	V t Li u C B n	HOSE	30,700	1,964	6,028	851	4,333	7.1	1.3	18%
SSI	Tài Chính	HOSE	30,000	1,367	4,100	313	2,294	13.1	1.0	8%
VSH	Đi n	HOSE	28,000	1,375	3,850	400	2,911	9.6	1.6	17%
ITA	B t Đ ng S n	HOSE	26,500	1,322	3,505	327	2,470	10.7	1.0	7%
PVS	Năng L ng	HOSE	30,300	1,000	3,030	348	3,482	8.7	2.2	25%
PVI	Tài Chính	HASTC	27,900	1,036	2,889	269	2,595	10.8	1.2	11%
DHG	D c Ph m	HASTC	116,000	200	2,320	136	6,778	17.1	3.2	19%
SJS	B t Đ ng S n	HOSE	54,500	400	2,180	224	5,595	9.7	1.7	18%
VNR	Tài Chính	HOSE	30,100	672	2,023	150	2,232	13.5	1.1	7%
KDC	Hàng Tiêu Dùng	HASTC	28,000	571	1,599	161	2,816	9.9	0.7	7%
HT1	V t Li u C B n	HATSC	16,300	870	1,418	42	483	33.8	1.8	5%
BCC	V t Li u C B n	HOSE	14,000	957	1,339	193	2,018	6.9	1.0	17%
BMI	Tài Chính	HOSE	17,200	755	1,299	143	1,897	9.1	0.6	7%
PVT	V n T i	HOSE	16,700	720	1,202	99	1,372	12.2	1.5	12%
ANV	Hàng Tiêu Dùng	HOSE	18,200	660	1,201	267	4,049	4.5	0.7	15%
DPR	V t Li u C B n	HOSE	28,600	400	1,144	238	5,960	4.8	1.8	37%
CII	C S H T ng	HOSE	26,000	400	1,041	147	3,673	7.1	1.2	17%
SAM	S n Xu t Công Ngh p	HOSE	13,900	654	909	135	2,068	6.7	0.4	6%

(*) L do đánh giá i t chênh i ch t giá

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán BNP Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán BNP Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dữ liệu và những lập luận trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán BNP Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các khách đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán BNP Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ kỳ chứng khoán nào được đề cập đến trong báo cáo này. Quý khách nên dựa vào những số liệu và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối vào bất kỳ kỳ mục đích nào nếu không được sự cho phép từ bên cung cấp của Công ty Cổ phần Chứng khoán BNP Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BNP VIỆT

Trình Thanh Côn	can.trinh@vcsc.com.vn
Hoàng Thanh Hoa	hoa.hoang@vcsc.com.vn
Nguyễn Xuân Giao	giao.nguyen@vcsc.com.vn
Ông Thảo Thanh Thảo	thao.ong@vcsc.com.vn
Đinh Thanh Nhàn Hoa	hoa.dinh@vcsc.com.vn
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	nhi.nguyen@vcsc.com.vn
Phạm Bảo Nguyên Anh	anh.pham@vcsc.com.vn
Võ Phúc Nguyên	nguyen.vo@vcsc.com.vn
Võ Xuân Quỳnh	quynh.vo@vcsc.com.vn

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209
<http://www.vcsc.com.vn>