

04/12/2015

Chiến lược đầu tư tháng 12/2015

## Cơ hội trong rủi ro

TTCK tháng Mười Hai được dự báo vẫn nằm trong bức tranh chung của năm 2015: dòng tiền đến nhanh và rút đi chóng vánh khi mà những tác động từ bên ngoài và sự chưa vững vàng về nội tại kinh tế Việt Nam luôn đặt TTCK trong một biên độ rộng với những chu kỳ “giảm – tăng – giảm” đan xen nhưng không thoát khỏi xu hướng chung là đi ngang. Hai tuần đầu tháng, tâm lý bi quan của khối ngoại vẫn tiếp tục ảnh hưởng lên chỉ số và tiếp thêm bởi lực bán từ các ETF. Trong xu hướng này, tác động trước tiên và mạnh nhất sẽ đặt các cổ phiếu lớn, đưa nhóm này về vùng giá thấp nhanh hơn các cổ phiếu vốn hóa trung bình, thấp.

Tuy nhiên, giao dịch trong tháng Ba và tháng Tám cho thấy NĐTNN thường bán ra quyết liệt khi vấn đề về tỷ giá đang “nóng” nhưng sẽ mau chóng quay lại mua khi giá cổ phiếu đã giảm nhiều. Do vậy, trong nửa sau tháng Mười Hai, khi phiên họp của FOMC kết thúc (16-17/12) và các biến số vĩ mô rõ ràng hơn, chúng tôi kỳ vọng tâm lý của khối ngoại và kéo theo là giao dịch trên TTCK sẽ được cải thiện.

Vùng điểm dự báo cho VNIndex là 550 - 610 và đối với HNIIndex là 77 - 82

Một điểm quan trọng khác khiến nhà đầu tư e dè là cảnh báo gần đây về dư nợ ký quỹ (margin) đang ở mức cao. Tuy nhiên, nhìn vào thanh khoản thị trường và những thu thập của riêng mình, chúng tôi cho rằng, dòng tiền margin tăng đột biến này có thể phân nhiều không nằm ở thị trường niêm yết mà đang tìm tới các thương vụ IPO, thoái vốn DNNN và các cơ hội M&A. Thậm chí, để có vốn, các ông chủ lớn của một số doanh nghiệp còn phải xoay sở cầm cố đến từng cổ phiếu. Do vậy, đối với vấn đề margin, nhà đầu tư không nên đánh đồng trên bình diện toàn thị trường mà nên nhìn vấn đề ở góc độ từng doanh nghiệp riêng lẻ để tránh sự e ngại quá mức cần thiết về rủi ro hệ thống. Chúng tôi cho rằng, trong bức tranh sáng tối đan xen của vĩ mô thế giới và Việt Nam, những cơ hội tốt vẫn tồn tại.

Lời khuyên cho nhà đầu tư trong tháng Mười Hai là chọn lọc cổ phiếu đầu tư cho năm 2016 và tích lũy vào danh mục, kết hợp hai nguyên tắc: (1) tối thiểu hóa việc sử dụng đòn bẩy, (2) đảo giá vốn trong những phiên biến động mạnh. Chúng tôi cho rằng biến động thị trường vẫn sẽ ở mức cao và nhà đầu tư luôn có cơ hội để “bán xanh mua đỏ” nhưng vẫn đảm bảo việc nắm giữ được những cổ phiếu tiềm năng cho năm sau. Việc bắt đáy và đánh cược vào những giao dịch T+ là không thực sự ý nghĩa trong giai đoạn này.

Năm 2016 có thể xem là năm thứ hai Chính Phủ và cả các doanh nghiệp đầu tư và chuẩn bị để đón làn sóng đầu tư FDI vào Việt Nam. Quá trình này đã và đang lôi kéo được nguồn lực tư nhân đóng góp tích cực vào tăng trưởng kinh tế và chắc chắn vẫn còn tiếp tục trong thời gian tới. Chính vì vậy, những ngành dịch vụ phục vụ trực tiếp cho quá trình xây dựng hạ tầng (cứng và mềm) như xây dựng, xây lắp theo dự án, công nghệ, tiện ích công cộng, kho vận – logistic sẽ tiếp tục nhận được sự hưởng ứng của dòng vốn đầu tư và có thêm nhiều “công ăn việc làm”. Trong khi đó, các doanh nghiệp sản xuất nội địa sẽ gặp phải sự cạnh tranh mạnh mẽ mà theo chúng tôi sẽ mạnh nha từ năm 2016 trở đi với những đối thủ đến từ các nước ký kết các hiệp định thương mại tự do với Việt Nam.



### Khối Phân tích và Tư Vấn Đầu Tư

Đoàn Thị Thanh Trúc - Giám đốc

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

Nguyễn Bá Phước Tài

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

Trần Thị Hà My

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

Nguyễn Thị Phương Lam

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

Bùi Thị Tâm

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

Nguyễn Hải Hoàng

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

Phạm Thị Hương

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

Nguyễn Trung Kiên

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

Trần Thị Diễm My

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

Bùi Vinh Thiện

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

Lê Hữu Triển

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

Nguyễn Hà Trinh

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

Huỳnh Minh Tuấn

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

Bành Trần Tường Văn

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

## NỘI DUNG CHÍNH

### KINH TẾ THẾ GIỚI 3

- ✓ Mỹ - Lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp đang chạm dẫn đến mục tiêu, xác suất FED nâng lãi suất gần như chắc chắn 3
- ✓ Trung Quốc – sự cải thiện trong lĩnh vực dịch vụ không đủ bù trừ cho suy giảm của hoạt động sản xuất 4

### KINH TẾ VIỆT NAM 7

- ✓ Nhu cầu trong nước đang là điểm tựa cho hoạt động sản xuất 7
- ✓ Tỷ giá có dấu hiệu căng thẳng trở lại 7
- ✓ Vay chính sách của Việt Nam sẽ nằm ở đâu trong lựa chọn đối nghịch của kinh tế thế giới? 8

### CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 12 18

Với những rủi ro từ bên ngoài và yếu tố nội tại chưa vững chắc, TTCK trong trung hạn được dự báo vẫn tiếp diễn đi ngang trong biên độ dao động mạnh, được đánh dấu bởi nhiều lần đảo chiều. Trong đó, chiến lược tái cơ cấu linh hoạt: mua vào khi giá giảm và đảo giá vốn khi thị trường bước vào vùng biến động có thể giúp tối đa hóa hiệu quả đầu tư. Trong ngắn hạn, thị trường đang diễn biến bất lợi khi thanh khoản đã bắt đầu giảm trong 3-4 ngày đầu tháng và giá cổ phiếu cần thời gian để tạo mặt bằng giá mới. Trong đó, những nhịp hồi phục trong nửa đầu tháng là cơ hội để cắt giảm margin và tỷ trọng cổ phiếu và nắm giữ tiền mặt đến khi rủi ro thông tin giảm bớt và thị trường ổn định trở lại. Tính từ đầu năm, tỷ lệ cổ phiếu tăng – giảm trên hai sàn là 50-50 nhưng số cổ phiếu tăng áp đảo ở nhóm vốn hóa lớn còn phần đông các cổ phiếu nhỏ đều giảm. Cổ phiếu của các doanh nghiệp lớn, có cơ bản tốt (BMP, CTD, VNM, NCT...) chống chịu tốt hơn với biến động của thị trường và vĩ mô đồng thời luôn có lực cầu tốt trong những đợt giảm mạnh. Nhiều cổ phiếu lớn cũng đã bị chiết khấu tương đối trong tháng Mười Một, đây sẽ là những lựa chọn ít rủi ro hơn trong giai đoạn này. Như phân tích ở trên, trong tháng Mười Hai sẽ là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Trong đó, danh mục đầu tư khuyến nghị cho năm 2016 sẽ bao gồm (1) những cổ phiếu đầu ngành, (2) có nền tảng cơ bản tốt và (3) thuộc những nhóm ngành được đánh giá tích cực trong năm tới. Trong đó, với yêu cầu chuẩn bị về cơ sở hạ tầng cho tăng trưởng kinh tế và thu hút FDI sau khi có TPP và các FTA, *ngành xây dựng* là một trong những ngành được hưởng lợi đầu tiên. Và thực tế, ngành này đã ghi nhận tăng trưởng KQKD ấn tượng trong 9T2015. Với số lượng dự án giao thông, công nghiệp và BĐS đang tăng nhanh, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng năm 2016.

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

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

Kết hợp phân tích về triển vọng ngành và thị trường, RongViet Research chọn lọc những cổ phiếu tiềm năng trong các danh mục đầu tư đề xuất cho năm 2016 trong bảng 6&7 (Trang 19). Chúng tôi sẽ có những đánh giá cụ thể, căn cứ trên kết quả kinh doanh và diễn biến giá cả năm 2015 của các cổ phiếu trong các danh mục trong *Báo cáo Thị trường Chứng khoán* dự kiến sẽ được phát hành trong quý 1 năm 2016.

### CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH 21

Diễn biến các chỉ số ngành trong tháng 11 và chỉ số P/E, P/B của các nhóm ngành tại thời điểm cuối tháng

### DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM 22

68 mã cổ phiếu được RongViet Securities nghiên cứu (tìm hiểu, trao đổi thông tin với doanh nghiệp) và có những phân tích, đánh giá cụ thể trong các “Báo cáo phân tích công ty” hoặc “Nhật ký tư vấn” phát hành từ đầu năm đến nay.



## KINH TẾ THẾ GIỚI

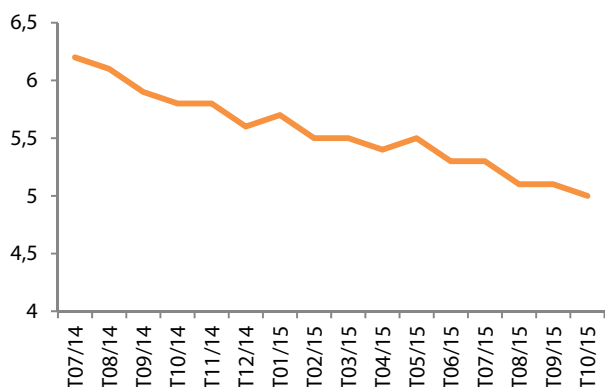
- Mỹ - Lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp đang chậm dần đến mục tiêu, xác suất FED nâng lãi suất gần như chắc chắn
- Trung Quốc – sự cải thiện trong lĩnh vực dịch vụ không đủ bù trừ cho suy giảm của hoạt động sản xuất
- Đồng NDT được thêm vào rổ SDR – trong ngắn hạn chưa có nhiều tác động

### Mỹ - Lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp đang chậm dần đến mục tiêu, xác suất FED nâng lãi suất gần như chắc chắn

Tăng trưởng GDP Q3/2015 của kinh tế Mỹ được điều chỉnh lên mức 2,1% so với ước tính trước đó là 1,5%. Trong đó, tiêu dùng vẫn là bệ đỡ chính cho guồng máy nền kinh tế. Trong tháng 11, chỉ số niềm tin người tiêu dùng Mỹ vẫn tiếp tục duy trì lạc quan, đạt 91,3 điểm - tăng nhẹ so với mức 90 điểm của tháng trước. Bên cạnh những đánh giá khả quan về tăng trưởng kinh tế, thị trường lao động trong tháng 10 cũng tiếp tục ghi nhận thêm nhiều sự cải thiện. Theo Bộ Lao động Mỹ, trong tháng 10, nền kinh tế tạo ra thêm 271.000 việc làm - mức tăng cao nhất kể từ tháng 12/2014. Cùng với đó, tiền lương bình quân của người lao động cũng ghi nhận mức tăng trưởng 2,5% so với cùng kỳ. Đáng lưu ý, tỷ lệ thất nghiệp trong tháng cũng giảm về mức toàn dụng nền kinh tế, tương ứng với 5% - mức mục tiêu của FED. Trong tháng 10, lạm phát của nền kinh tế ghi nhận sự phục hồi, trong đó, lạm phát và lạm phát lõi tăng lần lượt đạt 0,2% và 1,9% so với cùng kỳ.

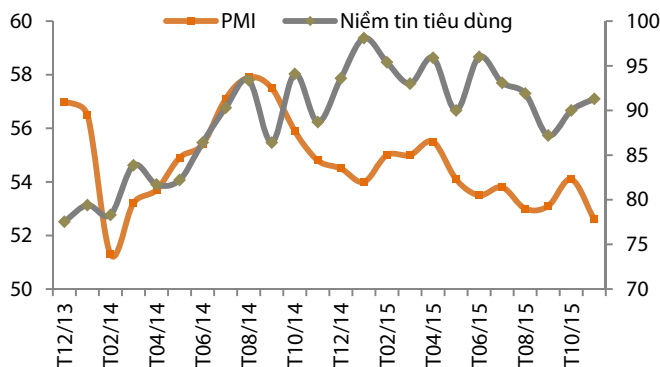
Trong tháng vừa qua, trái ngược với diễn biến của các nước đang phát triển, hoạt động sản xuất của kinh tế Mỹ tiếp tục ghi nhận đà mở rộng, tuy tốc độ đã chậm lại. Xét ở khía cạnh lạc quan, nhân tố làm suy giảm đến chủ yếu từ các nhân tố bên ngoài, ngược lại, nhu cầu nội địa tích cực tiếp tục là đối trọng lớn giúp hoạt động sản xuất duy trì ổn định. Dựa trên các diễn biến gần đây, lĩnh vực sản xuất kỳ vọng có đóng góp tích cực vào tăng trưởng GDP Q4/2015.

Hình 1: Tỷ lệ thất nghiệp Mỹ



Nguồn: Tradingeconomics, RongViet Research

Hình 2: Niềm tin tiêu dùng và PMI Mỹ



Nguồn: Tradingeconomics, RongViet Research

Hiện tại, các chỉ báo của nền kinh tế đều phát đi tín hiệu phục hồi tích cực trong tháng 11, trong đó, hai yếu tố chính đang được quan sát hiện nay là lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp đang tiến dần đến ngưỡng mục tiêu của FED. Trong tháng 12, quan tâm chính của RongViet Research là cuộc họp định kỳ thị trường mở (FOMC) diễn ra vào ngày 15-16/12. Với các dữ liệu vĩ mô trên, xác suất FED sẽ tăng lãi suất trong lần họp này gần như chắc chắn, chúng tôi kỳ vọng mức điều chỉnh sẽ khoảng 0,25%. Trước những diễn biến trên, chỉ số USD trong tuần đầu tháng 12 đã vượt mốc 100 điểm, cao nhất kể từ tháng 03/2015.



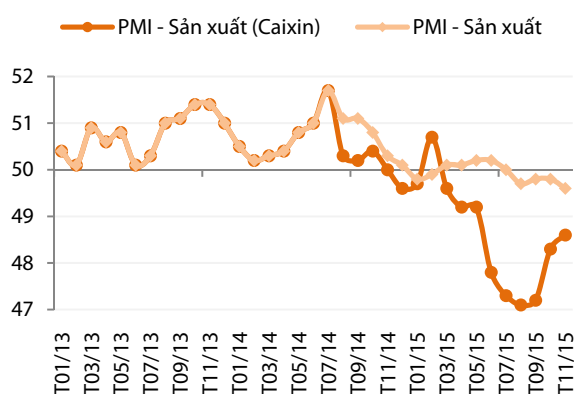
### Trung Quốc – sự cải thiện trong lĩnh vực dịch vụ không đủ bù trừ cho suy giảm của hoạt động sản xuất

Trong tháng qua, các chỉ báo sớm hoạt động sản xuất và dịch vụ của nền kinh tế Trung Quốc ghi nhận diễn biến trái chiều giữa thống kê trong nước và Caixin. Cụ thể, trong lĩnh vực sản xuất, chỉ số PMI chính thức giảm từ mức 49,8 điểm trong tháng 10 xuống còn 49,6 điểm trong tháng 11. Trong khi đó, chỉ số PMI từ Caixin cho thấy sự hồi phục trong 3 tháng gần đây, đã tăng nhẹ so với tháng trước lên 48,6 điểm. Đối với lĩnh vực dịch vụ, chỉ số PMI chính thức tăng lên 53,6 điểm trong khi chỉ số PMI từ Caixin lại giảm từ mức 52 điểm xuống còn 51,2 điểm. Sự khác biệt đưa đến hàm ý quan trọng về tình trạng hiện tại của nền kinh tế Trung Quốc.

- Thứ nhất, điểm tương đồng là hoạt động sản xuất của Trung Quốc vẫn đang thu hẹp trong khi khu vực dịch vụ mở rộng.
- Thứ hai, chỉ số thành phần của chỉ số PMI sản xuất từ Tổng cục thống kê cho thấy hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp quy mô lớn có sự cải thiện trong khi nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ đang hoạt động kém tích cực. Dù vậy, kết hợp với diễn biến của chỉ số PMI từ Caixin (mẫu khảo sát chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ), chúng tôi cho rằng hoạt động của các doanh nghiệp này đang có sự cải thiện trong thời gian gần đây. Đây là dấu hiệu tốt sau hàng loạt động thái nới lỏng tiền tệ của NHTW Trung Quốc thời gian qua.
- Thứ ba, chúng tôi không cho rằng chỉ số PMI lĩnh vực dịch vụ từ Caixin giảm trong tháng 11 là một dấu hiệu cảnh báo bởi nếu loại đi yếu tố mùa vụ (ảnh hưởng đến từ đợt bán hàng khuyến mãi cuối năm) thì khu vực dịch vụ của Trung Quốc vẫn đang trong đà tăng trưởng.

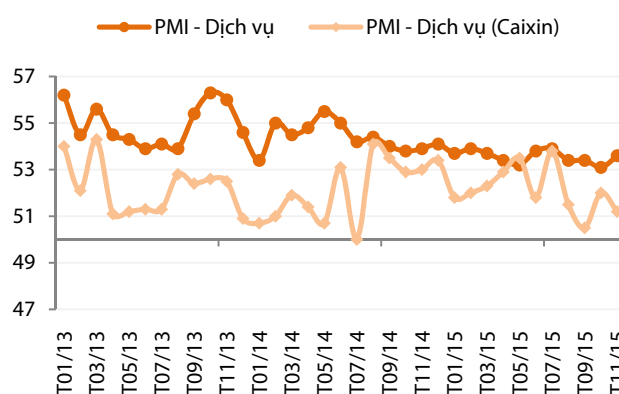
Tựu chung lại, dù lĩnh vực dịch vụ khả quan hơn khu vực sản xuất trong suốt thời gian qua, yếu tố này vẫn không đủ bù đắp sự suy giảm của khu vực sản xuất. Để duy trì tăng trưởng ổn định (ít nhất là mục tiêu tăng trưởng 6,5% trong năm 2016), nhiều nhận định cho rằng Trung Quốc phải nới lỏng chính sách tiền tệ hơn nữa đặc biệt là trong bối cảnh giảm phát đang đe dọa tiêu dùng và Mỹ bắt đầu tăng lãi suất từ cuối năm nay.

**Hình 3: Chỉ số PMI lĩnh vực sản xuất**



Nguồn: Bloomberg, NBS, RongViet Research

**Hình 4: Chỉ số PMI lĩnh vực dịch vụ**



Nguồn: Bloomberg, NBS, RongViet Research

### Đồng NDT được thêm vào rổ SDR – trong ngắn hạn chưa có nhiều tác động

Cuối tháng qua, IMF đã chính thức đưa ra quyết định thêm đồng NDT vào rổ tiền tệ dự trữ quốc tế SDR với tỷ trọng là 10,92%. Quyết định này sẽ bắt đầu có hiệu lực từ ngày

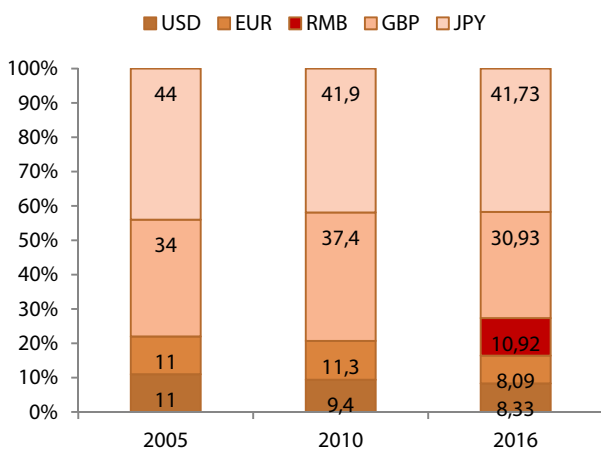


01/10/2016, theo đó, đồng NDT xếp vị trí thứ 3 sau đồng USD và đồng EUR trong cơ cấu rổ SDR. Điểm đáng lưu ý trong cách tính toán tỷ trọng của IMF là tỷ trọng của đồng USD gần như không thay đổi trong khi đó, phần phân bổ tỷ trọng cho đồng NDT đến từ các đồng tiền còn lại, đáng kể nhất là tỷ trọng đồng EUR giảm từ mức 37,4% còn 30,9%. Từ góc độ này có thể nhìn nhận rằng vị thế của Mỹ đang vững chắc trong khi khu vực EU không còn mạnh như trước.

Nhìn sang diễn biến của các cặp tỷ giá trong tháng qua, đồng EUR đã mất giá mạnh nhất trong các đồng tiền của rổ SDR. Nguyên nhân một phần do quyết định trên của IMF nhưng đồng thời cũng gắn với kỳ vọng ECB sẽ tiếp tục giảm lãi suất vào tăng quy mô và thời gian của chương trình mua tài sản. Tuy nhiên, sau quyết định mới nhất của ECB (ngày 04/12) – giảm lãi suất cơ bản xuống -0,3% và kéo dài chương trình mua tài sản đến tháng 03/2017, đồng EUR đã tăng rất mạnh và hiện tại đang có mức độ mất giá tương đương đồng NDT sau diễn biến tăng giá mạnh của đồng USD trong thời gian gần đây.

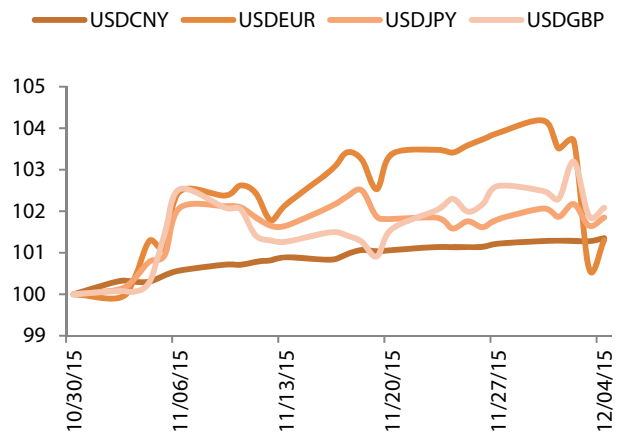
Tham khảo những nhận định xoay quanh việc thêm đồng NDT vào rổ SDR, chúng tôi đồng tình rằng yếu tố này sẽ không ảnh hưởng nhiều đến diễn biến của đồng NDT trong ngắn hạn. Trước mắt, biện pháp nới lỏng tiền tệ của Trung Quốc và triển vọng của nền kinh tế nước này trong năm 2016 sẽ là nhân tố chính tác động đến biến động của đồng tiền nước này. Hơn nữa, diễn biến vừa qua có thể ngầm hiểu rằng thị trường kỳ vọng đồng NDT sẽ tiếp tục mất giá nhưng các nhà làm chính sách tại Trung Quốc vẫn có khả năng điều tiết để đảm bảo sự ổn định cho vị thế mới của đồng tiền này. Dù vậy, mức độ kiểm soát biến động đồng bản tệ có thể dẫn được nới lỏng để đáp ứng các yêu cầu của IMF là một khả năng cần tính đến.

**Hình 5: Cơ cấu rổ tiền tệ SDR**



Nguồn: IMF, RongViet Research

**Hình 6: Diễn biến tỷ giá các đồng tiền trong rổ SDR**

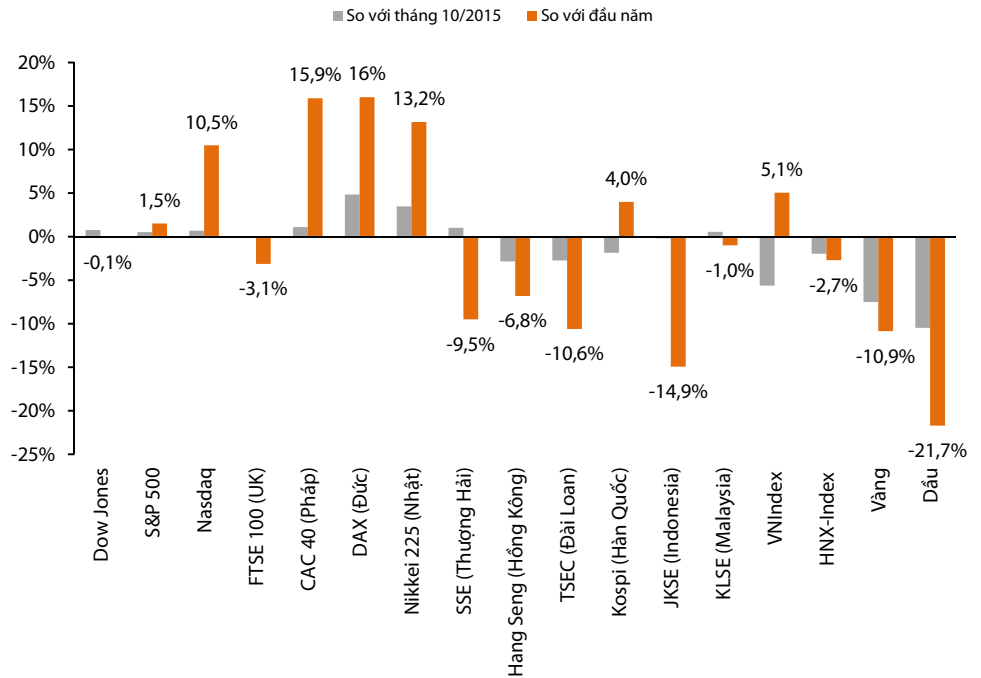


Nguồn: Bloomberg, RongViet Research



## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI: Biến động trái chiều

**Hình 7: Diễn biến các chỉ số chứng khoán trên thế giới trong tháng 11**



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Các thị trường chứng khoán trên thế giới biến động trái chiều trong tháng Mười Một. Trong đó, TTCK Mỹ diễn biến có phần tích cực nhất trong khi các thị trường chứng khoán châu Âu diễn biến theo chiều ngược lại.

Nền kinh tế Mỹ phát tín hiệu phục hồi khả quan, thông qua thị trường việc làm và chỉ số lạm phát, đang tạo cơ sở ngày càng chắc chắn cho khả năng điều chỉnh tăng lãi suất sau cuộc họp giữa tháng Mười Hai của FED. Các tín hiệu này đồng thời hỗ trợ cho 3 chỉ số Nasdaq, S&P 500 và Dow Jones tăng duy trì xu hướng tăng, với mức tăng lần lượt 0,68%, 0,52% và 0,76% so với tháng 10. Trong khi USD tăng giá trước kỳ vọng FED nâng lãi suất vào tháng 12 này, giá vàng quay đầu giảm mạnh 7,52% so với tháng 10 và về mức giá thấp nhất 5 năm trở lại đây 1.056,29 USD/ounce.

Thị trường chứng khoán của châu Âu diễn biến trái chiều trong đó FTSE 100 giảm nhẹ trong khi CAC 40 và DAX tăng điểm tháng thứ hai liên tiếp. Động lực tăng điểm chủ yếu đến từ khả năng ECB sẽ mở rộng chương trình nới lỏng định lượng và cắt giảm lãi suất tiền gửi sâu hơn nữa nhằm đẩy lùi tình trạng lạm phát thấp hiện nay.

Tại châu Á, Nikkei 225 của Nhật là chỉ số tăng mạnh nhất, đạt 3,5% và chỉ số Shanghai tăng nhẹ (1%), hầu hết các thị trường còn lại giảm điểm. Nikkie 225 duy trì xu hướng tăng điểm mạnh nhờ vào việc BoJ công bố sẽ tiếp tục chương trình nới lỏng tiền tệ tại nước này. Tại Trung Quốc, những thông tin tốt về việc PBOC tuyên bố sẽ tiếp tục đưa ra những chính sách kích thích nền kinh tế đã lấn át các thông tin tiêu cực về việc nhiều công ty chứng khoán bị UBCK Trung Quốc điều tra. Theo đó, chỉ số Shanghai Composite và Hang Shang tăng lần lượt 8,86% và 5,52%.



## KINH TẾ VIỆT NAM

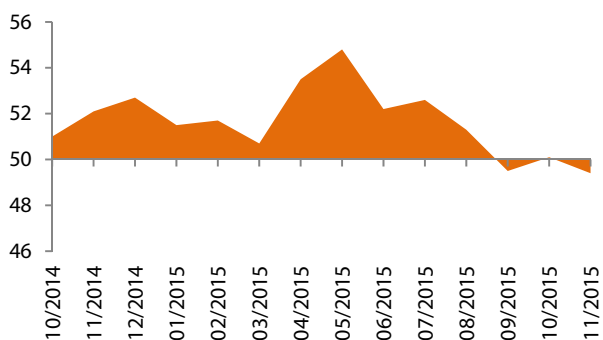
- Nhu cầu trong nước đang là điểm tựa cho hoạt động sản xuất
- Tỷ giá có dấu hiệu căng thẳng trở lại
- Chính sách của Việt Nam sẽ nằm ở đâu trong lựa chọn đối nghịch của hai nền kinh tế lớn nhất thế giới?

### Nhu cầu trong nước đang là điểm tựa cho hoạt động sản xuất

Kết thúc chuỗi phục hồi bền vững trong gần hai năm qua, hoạt động sản xuất cả nước có dấu hiệu chững lại trong ba tháng gần đây. Theo Nikkei, chỉ số quản trị người mua hàng (PMI) trong tháng 11 ghi nhận mức điểm 49,4, giảm so với mức 50,1 điểm của tháng 10. Có thể thấy, dưới tác động suy giảm kinh tế thế giới, hoạt động sản xuất của Việt Nam đang bị ảnh hưởng, thể hiện rõ qua sự thu hẹp trong vài tháng gần đây của chỉ số đơn hàng mới và đơn hàng xuất khẩu mới.

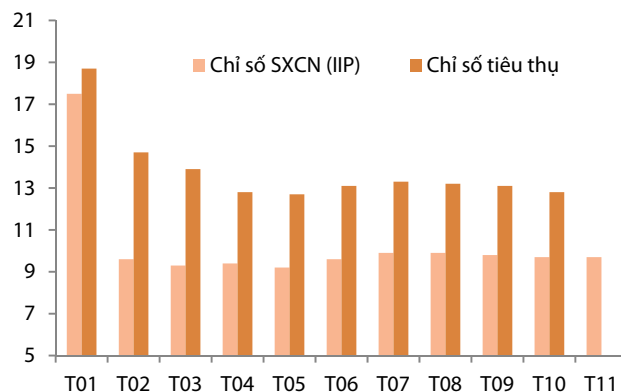
Ngược lại, điểm tựa cho hoạt động sản xuất đang là sự ổn định của nhu cầu nội địa. Theo TCTK, nhu cầu tiêu thụ hàng hóa của khu vực tiêu dùng lẫn khu vực sản xuất đều tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ. Cụ thể, bình quân 10 tháng đầu năm, chỉ số tiêu thụ toàn ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 12,88% so với cùng kỳ, (mức tăng của năm 2014 là 10,02%). Đối với hoạt động bán lẻ trong nước, xu hướng tương tự cũng được ghi nhận, với mức tăng 8,3% (sau khi loại trừ yếu tố giá). Quý 4 là giai đoạn cao điểm tiêu dùng hàng hóa cuối năm, do vậy, sức mua trong nước vẫn duy trì tốt sẽ là một đối trọng để giảm bớt tác động tiêu cực từ việc giảm đơn hàng từ các đối tác bên ngoài.

Hình 8: Diễn biến chỉ số PMI



Nguồn: Markit, RongViet Research

Hình 9: Chỉ số SXCN và tiêu thụ



Nguồn: GSO, RongViet Research

### Tỷ giá có dấu hiệu căng thẳng trở lại

Sau những diễn biến ổn định trong tháng 10, tỷ giá USD/VND có dấu hiệu căng thẳng trở lại trong suốt tháng 11 và hiện đang tiến sát đến mức trần quy định của NHNN. Mặc dù vậy, chính sách điều hành vẫn có được khoảng đệm hỗ trợ đến từ các yếu tố bên trong như sự giảm dần thâm hụt thương mại qua các tháng, nguồn kiều hối dồi dào đi cùng với giải ngân FDI tăng mạnh từ cuối Q2/2015. Theo Cục đầu tư nước ngoài, tính đến hết tháng 11, vốn giải ngân và đăng ký FDI tăng trưởng lần lượt 17,9% và 16,7% so với cùng kỳ. Đây là một tín hiệu tích cực cho nền kinh tế khi việc trở thành thành viên của các hiệp định tự do thương mại mở ra cơ hội giúp Việt Nam thu hút sự chú ý của các NĐTNN.



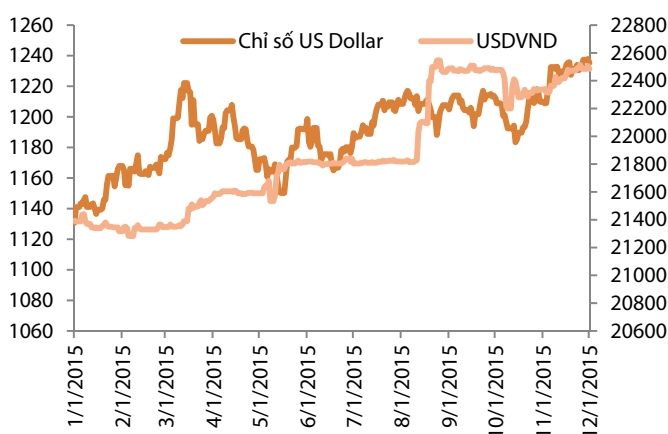
Tuy nhiên, điều đáng lưu ý hiện nay là sức ép đến từ các yếu tố bên ngoài đang đè nặng lên chính sách điều hành tỷ giá, trong đó, hai yếu tố trọng yếu là đồng USD mạnh lên và khả năng Trung Quốc tiếp tục nới lỏng tiền tệ. Theo Bloomberg, chỉ số đồng USD tính đến đầu tháng 12/2015 ghi nhận mức tăng 10,13% so với cùng kỳ khi nền kinh tế Mỹ tiếp tục phát đi các tín hiệu tích cực và xác suất FED nâng lãi suất gần như chắc chắn. Cộng hưởng thêm với yếu tố này là việc đồng NDT mất giá trở lại trong thời gian tháng 11. Cuối tháng 11 vừa qua, IMF đã thông qua quyết định chấp thuận đồng NDT vào rổ tiền dự trữ quốc tế (SDR), áp dụng chính thức từ 1/10/2016. Như đã phân tích ở phần kinh tế thế giới, trong thời gian tới, chính sách tiền tệ ngược chiều giữa Mỹ và Trung Quốc sẽ là yếu tố khiến cho đồng NDT chịu thêm áp lực mất giá.

### Vậy chính sách của Việt Nam sẽ nằm ở đâu trong lựa chọn đối nghịch trên?

Đầu tiên là đối với chính sách điều hành tỷ giá, mặc dù nhận thấy SBV đang sở hữu những khoảng đệm để đảm bảo sự ổn định tỷ giá (dự trữ ngoại hối, dòng vốn FDI, kiều hối, áp lực thâm hụt thương mại giảm bớt, quy định kiểm soát giao dịch ngoại tệ). Xét từng yếu tố, chúng tôi cho rằng yếu tố “quyền lực nhất” giúp SBV giữ ổn định tỷ giá chính là dự trữ ngoại hối và yếu tố “quyền lực thứ hai” là quy định kiểm soát giao dịch ngoại tệ. Theo IMF, nguồn dự trữ ngoại tệ đã giảm 6,7 tỷ USD trong quý 3/2015, chỉ còn khoảng 30,3 tỷ USD, thấp hơn con số cuối năm 2014 nhưng vẫn ở mức cao nếu so với giai đoạn trước đây. Hiện tại, mức dự trữ này đáp ứng được 2,1 tháng nhập khẩu, thấp hơn mức cần thiết là 3 tháng nhập khẩu. Nếu NHNN tiếp tục cam kết bán USD để giữ ổn định tỷ giá thì dự trữ ngoại hối sẽ càng mỏng dần, cùng với triển vọng không mấy tích cực của hoạt động xuất khẩu thời gian gần đây. Có thể nói, công cụ quyền lực nhất đang giảm dần sức mạnh.

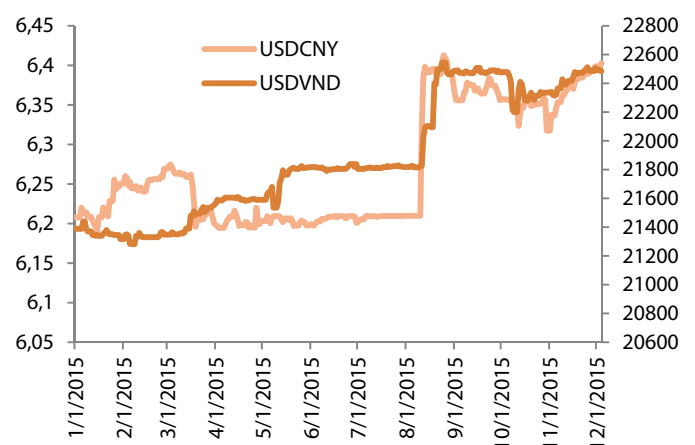
Yếu tố thứ hai đã phát huy tốt tác dụng giảm bớt kỳ vọng phá giá tiền đồng vào tháng 10/2015 – sự ra đời của thông tư 15. Tuy nhiên, diễn biến tỷ giá trong tháng 11 một lần nữa cho thấy kỳ vọng mất giá tiền đồng vẫn còn quá lớn. Như vậy, trong tay của NHNN hiện nay còn yếu tố hỗ trợ đáng kể nhất là dòng vốn FDI, lũy kế 11 tháng, lượng FDI giải ngân là 13,2 tỷ USD, tăng mạnh so với cùng kỳ nhưng theo chúng tôi là còn quá ít để là yếu tố cân bằng lại kỳ vọng trên. Bên cạnh đó, yếu tố này mang tính thời điểm và bị động nhiều hơn là chủ động nên cũng không có tác động mạnh, tương tự như kiều hối.

**Hình 10: Diễn biến chỉ số USD index và tỷ giá USDVND**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 11: Tương quan cặp tỷ giá USDCNY và USDVND**



Nguồn: Bloomberg



Theo thống kê của RongViet Research, mức độ tương quan giữa cặp tỷ giá USD/CNY và USD/VND ngày càng cao kể từ lần thay đổi chính sách điều hành vào tháng 08/2015 của Trung Quốc. Nếu nói về lựa chọn tỷ giá, tiền đồng với lịch sử bị định giá cao là đồng tiền của nền kinh tế mới nổi, SBV chỉ còn lựa chọn để đồng Việt Nam mất giá nhưng trong “trật tự” và “không quá biến động”. Theo quan điểm của RongViet Research, để sẵn sàng cho khả năng mất giá của đồng NDT trong thời gian tới, mức giảm giá 1% mỗi quý đối với tiền đồng có thể là một lựa chọn khả dĩ.

Thứ hai là đối với chính sách điều hành lãi suất, Việt Nam đang ở trong chu kỳ nới lỏng tiền tệ với định hướng điều hành lãi suất liên tục giảm trong thời gian qua. Tuy nhiên, diễn biến từ cuối năm 2015 cho thấy lãi suất trong nền kinh tế gần như đã chạm đáy. Trong tháng 12/2015, FED sẽ điều chỉnh lãi suất lần đầu tiên sau chuỗi nới lỏng tiền tệ kéo dài 8 năm. Theo thống kê của Goldman Sachs, trong lần điều chỉnh tăng lãi suất gần nhất của FED vào năm 2004, hầu hết các nền kinh tế khu vực châu Á đều có động thái tương tự với độ trễ từ 2-18 tháng và mức thay đổi từ 150-300 điểm cơ bản. Lãi suất của nền kinh tế Việt Nam cũng có sự điều chỉnh tăng sau 8 tháng với mức tăng khoảng 250 điểm cơ bản.

**Bảng 1: Mức thay đổi chính sách lãi suất trong lần FED thay đổi lãi suất giai đoạn 2004-2006**

	Trung Quốc	Ấn Độ	Hàn Quốc	Đài Loan	Thái Lan	Indonesia	Philipines	Việt Nam
Thời điểm bắt đầu tăng lãi suất điều hành (sau khi FED tăng lãi suất)	10/2004	10/2005	12/2005	10/2004	08/2004	04/2005	04/2005	01/2005
Khoảng thời gian tính từ thời điểm FED tăng lãi suất và nước sở tại tăng lãi suất	4	16	18	4	2	10	10	8
Mức điểm phần trăm lãi suất tăng tính đến trước thời điểm khủng hoảng tài chính	216	300	150	225	250	156	-75	250

Nguồn: Goldman Sachs, RongViet Research

Trong lần điều chỉnh này, chúng tôi có hai lưu ý: (1) FED sẽ nâng lãi suất một cách từ từ với mức tăng kỳ vọng 0,25%/năm trong lần tăng đầu tiên và khoảng 3-4 lần tiếp theo với mức tăng tương tự trong năm 2016; (2) hiện tại đang có một sự phân hóa rõ rệt trong chính sách điều hành tiền tệ giữa các nền kinh tế trên toàn cầu (đa phần là nghiêng về nới lỏng tiền tệ). Cũng theo Goldman Sachs, việc FED nâng lãi suất sắp tới hầu như không tác động đến chính sách lãi suất của các nền kinh tế lớn ở châu Á trong năm 2016. Đối với triển vọng lãi suất của Việt Nam, chúng tôi cho rằng việc FED nâng lãi suất sẽ mang tác động thuận chiều lên chính sách tiền tệ của Việt Nam hơn là nghịch chiều do lãi suất trong nền kinh tế gần như đã chạm đáy. Tuy nhiên, độ trễ của tác động này lên nền kinh tế ít nhất cũng từ 6 tháng đến 1 năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng điều chỉnh có thể xảy ra trong nửa cuối năm 2016 với mức tăng kỳ vọng khoảng 50-100 điểm cơ bản. Dù vậy, cần kết hợp với các yếu tố nội tại của nền kinh tế để xác lập kỳ vọng cụ thể hơn cho chính sách điều hành lãi suất năm sau.

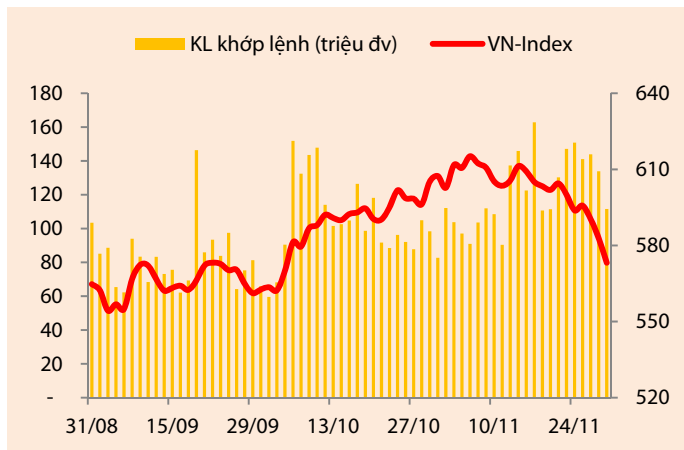


## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 11: GIẢM ĐIỂM TRONG THANH KHOẢN CAO

### Giảm điểm trên diện rộng nhưng thanh khoản bình quân tháng vẫn duy trì ở mức cao.

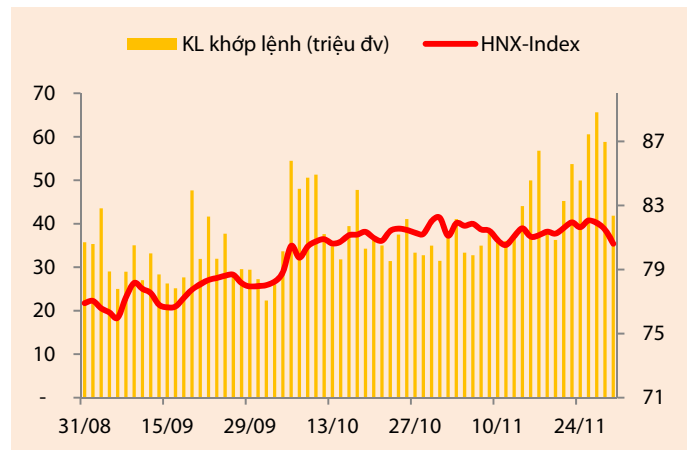
Thị trường đã không thể duy trì được đà tăng của tháng 10. Mặc dù đầu tháng 11, VNIndex cố gắng rướn được vài phiên để thiết lập đỉnh ngắn hạn tại vùng 612 nhưng sau đó vì áp lực chốt lời cùng với một số thông tin trên thị trường về việc siết chặt vấn đề cho vay margin nên nhiều cổ phiếu trụ cột đã bước vào thời kỳ điều chỉnh. Bộ tứ VNM-VCB-VIC-BVH đã không thể duy trì vai trò trụ đỡ thị trường như tháng 10 và ghi nhận mức giảm khoảng 3,3% trong tháng 11. VNIndex và HNIIndex đồng thời giảm lần lượt 5,6% và 2% so với tháng 10.

Hình 12 : Diễn biến giao dịch VNIndex



Nguồn: RongViet Research

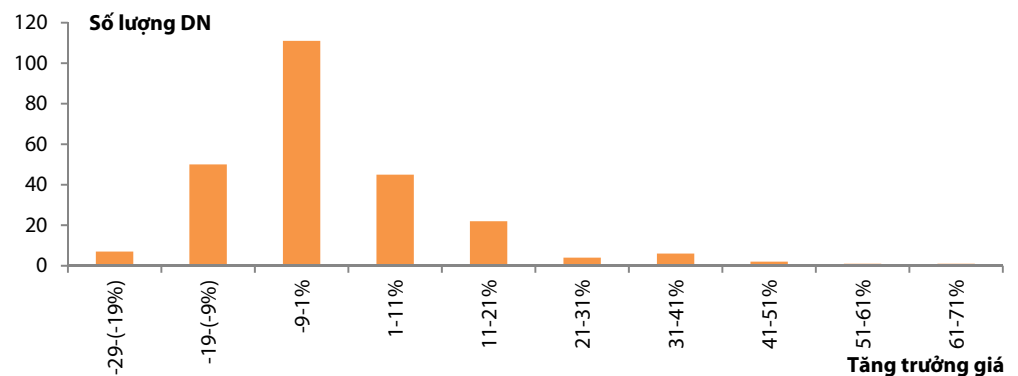
Hình 13: Diễn biến giao dịch HNIIndex



Nguồn: RongViet Research

Ngoài bị mất nhịp của cổ phiếu trụ, trong tháng Mười Một, thị trường cũng chứng kiến giảm điểm trên diện rộng, với số mã giảm trên số mã tăng là 378/230. Đồng thời, quan sát các mã có thanh khoản tốt (KLGD>50.000 cổ phiếu) và tăng điểm trên 5%, chúng tôi nhận thấy đa phần các mã này đều rơi vào dòng cổ phiếu thuộc khẩu vị đầu cơ, tiêu biểu như: FLC, TSC, SHN, SCR, DLG, SHS, JVC, KLF, OGC,....

Hình 14: Phân bố tăng trưởng giá trong tháng Mười Một ở nhóm cổ phiếu có KLGĐ trung bình tháng trên 50.000 đơn vị

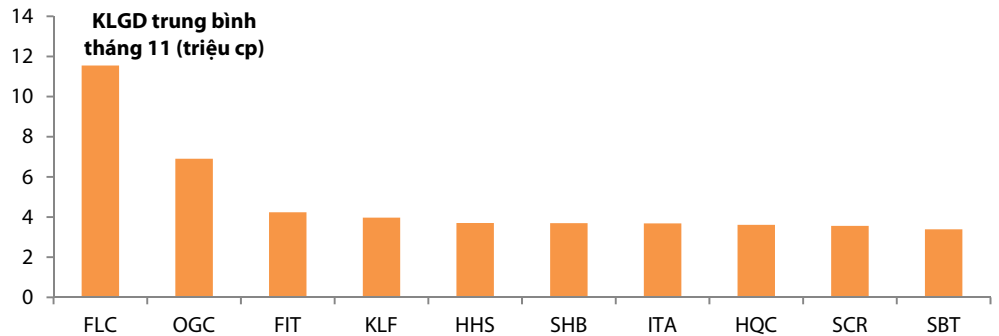


Nguồn: Bloomberg, Rongviet Research



Tuy nhiên, thị trường đã chứng kiến tháng Mười Một đi ngược xu hướng về thanh khoản. Thống kê lịch sử hai năm nay cho thấy, tại vùng đỉnh thanh khoản đều cao hơn thanh khoản của các phiên điều chỉnh giảm điểm sau vùng đỉnh. Tuy nhiên, tháng 11 chứng kiến thanh khoản đi ngược lại xu hướng lịch sử này, thanh khoản các phiên giảm điểm cao hơn khoảng 26% thanh khoản tại vùng đỉnh. Điều này một phần được lý giải bởi thanh khoản tích cực tại nhóm cổ phiếu đầu cơ, nhóm tăng trưởng giá tốt nhất thị trường giai đoạn điều chỉnh trong tháng 11. Thanh khoản của nhóm cổ phiếu đầu cơ đóng góp hơn 30% tổng thanh khoản thị trường và nhóm này đã tăng trưởng về KLGDKL trên 70% so với tháng 10.

**Hình 15: 10 cổ phiếu thanh khoản cao nhất thị trường tháng 11**



Nguồn: Bloomberg, Rongviet Research

Thống kê KQKD Q3: Kết quả kinh doanh Q3 không khả quan như kỳ vọng do ảnh hưởng của lỗ chênh lệch tỷ giá.

**Bảng 2: KQKD tổng hợp của các doanh nghiệp trong rổ VN30 (loại trừ các DN thuộc ngành chứng khoán, bảo hiểm, ngân hàng) (đvt: tỷ đồng)**

	2014Q3	2015Q3	Tăng trưởng (y-o-y)
Doanh thu	64.404	70.469	9,4%
Lợi nhuận gộp	15.037	18.805	<b>25,1%</b>
Biên lợi nhuận gộp	23%	27%	4,0%
CP bán hàng và quản lý	-6.424	-8.887	38,3%
Doanh thu tài chính	3.010	2.355	-21,8%
Chi phí tài chính	-1.912	-3.752	<b>96,2%</b>
Trong đó: chi phí lãi vay	-1.407	-1.252	-11,0%
Thu nhập tài chính	1.098	-1.397	-227,2%
Thu nhập HĐKD	9.710	9.002	-7,3%
Biên lợi nhuận HĐKD	15%	13%	-2,0%
Lợi nhuận khác	35	-25	-171,4%
Lợi nhuận trước thuế	9.718	9.057	-6,8%
Lợi nhuận sau thuế	8.018	7.484	<b>-6,7%</b>
Biên lợi nhuận ròng	12%	11%	-1,0%
EBIT	11.125	10.309	-7,3%

Nguồn: RongViet Research

**Bảng 3: Cơ cấu chi phí tài chính của các doanh nghiệp trong rổ VN30 (loại trừ các DN thuộc ngành chứng khoán, bảo hiểm, ngân hàng) (đvt: tỷ đồng)**

	2014Q3	2015Q3	Tăng trưởng (y-o-y)
Lãi tiền vay	1.415	1.158	<b>-18%</b>
Chiết khấu thanh toán, lãi bán hàng trả chậm	4	79	1.875%
Lỗ do thanh lý các khoản đầu tư ngắn hạn, dài hạn	13	0	-100%
Lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện	65	758	<b>1.066%</b>
Lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện	12	462	<b>3.750%</b>
Dự phòng giảm giá các khoản đầu tư ngắn hạn, dài hạn	-45	0	-100%
Chi phí tài chính khác	416	1.134	173%

Nguồn: RongViet Research

Với thống kê gần như đầy đủ các doanh nghiệp niêm yết (605 DN đang niêm yết có đầy đủ KQKD Q3 năm 2014 và Q3 năm 2015), chúng tôi nhận thấy doanh thu và lợi nhuận trong



Q3 đều khá thấp, với doanh thu và LNST chỉ tăng trưởng quanh mốc 5% so với cùng kỳ. Trong đó, nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn (thuộc nhóm VN30) thậm chí ghi nhận mức LNST giảm 6% so với cùng kỳ. Nếu loại trừ các doanh nghiệp thuộc ngành dịch vụ chứng khoán, bảo hiểm và ngân hàng thì doanh thu nhóm VN30 tăng 9% so với cùng kỳ nhưng LNST cũng bị giảm 7% so với cùng kỳ. Sự sụt giảm lợi nhuận này đến từ các khoản mục chi phí tài chính. Trong quý 3 năm nay, khoản chi phí này bị đột biến do lỗ chênh lệch tỷ giá, với lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện tăng hơn 37 lần và lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện tăng hơn 10 lần so với cùng kỳ. Do đó, dù biên lãi gộp tăng đến hơn 4 điểm phần trăm nhưng do chi phí từ hoạt động tài chính đã khiến lợi nhuận hoạt động kinh doanh giảm 7,3% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế giảm 6,7%.

Tuy nhiên, đứng trên góc độ nhóm ngành, thị trường vẫn đón nhận khá nhiều ngành có tăng trưởng lợi nhuận khá tốt, tiêu biểu như: phân phối bán lẻ, nguyên liệu cơ bản, du lịch và giải trí, xây dựng và vật liệu xây dựng,... Đặc điểm chung của các ngành này đều là các ngành có thị trường tiêu thụ trong nước và không bị ảnh hưởng nặng bởi yếu tố tỷ giá.

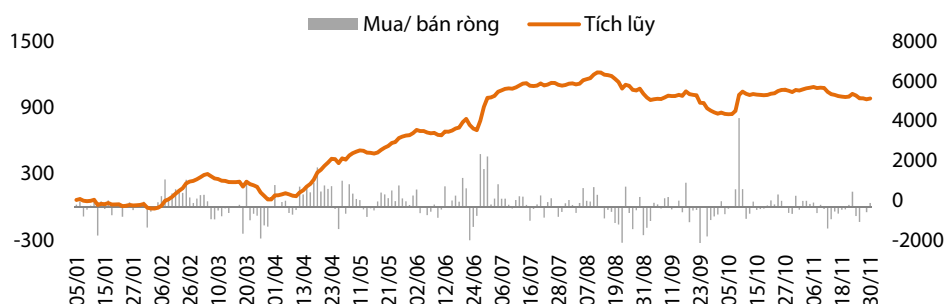
**Bảng 4: Tóm tắt tình hình tài chính một số ngành**

	GTVH (Tỷ VND)	ROE	P/E	P/B	ROA	ROS	EV/EBITDA	+/- giá	+/- DT Q3	+/- LNST Q3
SX và DV công nghiệp	164.561	14%	16,44	2,55	6%	8%	8,56	-3,9%	27%	26,9%
Thực phẩm - Đồ uống	217.757	23%	16,56	5,82	10%	14%	0,83	3,2%	16%	-12,3%
Ngân hàng	334.493	10%	16,22	1,74	1%	0%	14,52	-10,4%	N/A	8,6%
Xây dựng và vật liệu xây dựng	73.274	13%	9,41	1,56	4%	6%	5,35	4,1%	14%	36,4%
Dịch vụ tài chính	29.353	8%	14,14	1,39	5%	26%	8,07	-6,4%	22%	-46,0%
Tài nguyên	19.317	4%	7,39	4,54	1%	1%	9,04	-1,1%	-1%	277,7%
Phân phối	9.742	32%	6,89	1,24	15%	9%	7,89	8,1%	5%	813,7%
Y tế	13.715	15%	10,31	1,91	8%	6%	(3,45)	-2,2%	5%	-8,7%
Dầu khí	105.637	24%	7,23	1,69	14%	13%	(17,39)	-11,4%	-23%	-16,3%
Tiện ích công cộng	34.234	17%	8,48	1,45	8%	11%	8,09	-1,0%	-6%	-41,9%
Bất động sản	131.102	5%	24,52	2,56	2%	9%	5,16	-3,2%	13%	-22,2%
Truyền thông	1.390	12%	11,78	1,13	6%	4%	7,29	-2,2%	16%	0,0%
Bảo hiểm	51.499	8%	25,85	2,32	2%	0%	12,62	-10,3%	N/A	N/A
Vật dụng cá nhân và gia đình	25.474	16%	10,51	2,04	7%	6%	12,09	5,2%	2%	17,1%
Du lịch & Giải trí	7.695	13%	10,50	2,25	7%	9%	21,73	-0,3%	6%	153,4%
Công nghệ	22.662	19%	11,18	2,10	8%	4%	4,68	-3,2%	-20%	10,5%
Hóa chất	38.373	12%	8,08	1,29	7%	8%	6,52	-1,3%	24%	10,7%
Xe hơi & Phụ tùng	7.927	22%	9,85	2,19	10%	8%	67,68	-0,7%	4%	-0,2%

Nguồn: RongViet Research

#### NĐT NƯỚC NGOÀI: GIAO DỊCH THẬN TRỌNG

**Hình 16: Diễn biến giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tính đến tháng 11/2015**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp



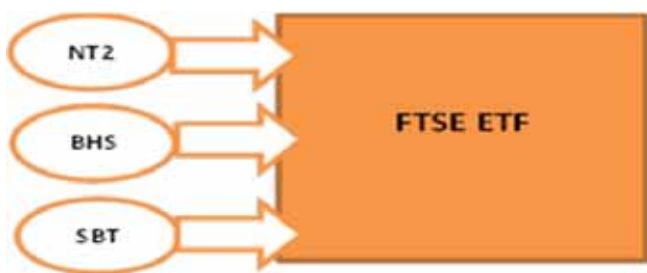
Trong bối cảnh thiếu vắng thông tin trong nước hỗ trợ thì có vẻ như mối quan ngại đối với khả năng FED sẽ tăng lãi suất trong tháng Mười Hai và biến động sau đó của cặp tỷ giá USD/VND đã tác động tiêu cực đến giao dịch của NĐT nước ngoài trên sàn chứng khoán Việt Nam. Theo đó, trên sàn HSX, thay cho mức tích lũy ròng mạnh trong tháng Mười và duy trì vị thế mua ròng nhẹ trong tuần đầu tiên của tháng Mười Một, NĐT nước ngoài chuyển sang vị thế bán ròng trong phần lớn thời gian còn lại của tháng. Tổng giá trị bán ròng trên sàn HSX trong tháng Mười Một là xấp xỉ 554 tỷ đồng. Mặc dù vậy, trong khi phần lớn giá trị bán ròng trong tháng tập trung vào MSN (-474 tỷ) và HHS (-195 tỷ), VIC (-150,8 tỷ), HAG (-150 tỷ), KDC (-128,4 tỷ) và GAS (-108,7 tỷ), thì NĐT nước ngoài lại phân bổ giá trị mua khá đều ở nhiều mã, nổi bật với một số cổ phiếu như DLG (163,5 tỷ), VCB (103,9 tỷ), CII (90,3 tỷ), HNG (80,7 tỷ), DPM (69,2 tỷ), BID (66,5 tỷ) và NT2 (64,8 tỷ). Trên HNX, NĐT nước ngoài mua ròng hơn 127 tỷ đồng, trong đó CEO là cổ phiếu được mua ròng nhiều nhất (39,8 tỷ) và PVS bị bán ròng mạnh nhất (-25,5 tỷ).

Xu hướng của hai quỹ ETF khá tương đồng trong tháng Mười Một. Theo đó, cả hai quỹ này đều được giao dịch ở mức giá chiết khấu so với NAV trong phần lớn thời gian của tháng khiến số lượng chứng chỉ quỹ cũng giảm dần. Kết thúc tháng Mười Một, VNM ETF bị chiết khấu 1,1% và số lượng CCQ lưu hành giảm 300.000 đơn vị và FTSE ETF bị chiết khấu 0,4% và số lượng CCQ giảm 165.000 đơn vị so với cuối tháng Mười. Theo chúng tôi ước tính, hai quỹ này đã bị rút ròng hơn 184 tỷ đồng trong tháng Mười Một.

Với những diễn biến xấu của thị trường gần đây cùng với thời điểm FED họp về vấn đề nâng lãi suất vào giữa tháng 12 sắp tới, rõ ràng khối ngoại đang thực hiện hoạt động giao dịch một cách khá thận trọng. Xu thế của các nhà đầu tư nước ngoài khả năng sẽ chỉ được thể hiện rõ ràng hơn sau ngày 17/12 khi có thông tin chính thức về cuộc họp của FED hay thậm chí sau phiên giao dịch ngày 18/12 khi 2 quỹ ETF hoàn tất việc tái cơ cấu danh mục.

Liên quan đến kỳ xem xét tái cân đối danh mục của hai quỹ VNM ETF và FTSE ETF, dựa trên số liệu ước tính, RongViet Research cho rằng VNM ETF sẽ thêm vào HHS đồng thời loại IJC do mã này không đáp ứng được điều kiện về thanh khoản. Đối với FTSE ETF, kết quả xem xét danh mục của quỹ này được công bố ngày 4/12 với 3 cổ phiếu được thêm mới là NT2, BHS và SBT trong khi không có cổ phiếu bị loại.

**Hình 17: Cổ phiếu thêm vào danh mục của FTSE ETF sau kỳ xem xét cuối cùng của năm 2015**



Nguồn: www.ftse.com

**Hình 18: Các mã thêm vào/loại ra theo ước tính của RongViet Research**



Nguồn: RongViet Research database

## TRIỂN VỌNG TTCK THÁNG 12: CƠ HỘI TRONG RỦI RO

Trong tháng Mười Một, khối ngoại một lần nữa thể hiện tâm lý giao dịch thất thường, rút đi hơn 500 tỷ đồng trên HSX, chủ yếu là ở những mã có vốn hóa lớn như MSN, VIC, KDC, HAG và cả VNM. Chúng tôi cho rằng tâm lý bi quan quay lại trong các giao dịch của khối ngoại tiếp tục là rủi ro với thị trường trong tháng Mười Hai. Ngoài ra, từ ngày 7/12 đến 19/12 sẽ diễn ra đợt review danh mục của 2 quỹ ETF là VNM ETF và FTSE ETF. Theo tính toán, 2 quỹ này có thể bán ra lượng lớn cổ phiếu dù vẫn thêm vào nhiều cổ phiếu như HHS, NT2, SBT... Các giao dịch này cũng sẽ góp phần gia tăng mức bán ròng của khối ngoại trong tháng này.

Nhìn bao quát hơn, kết quả cuộc họp FED cuối tháng Mười Hai cộng với sự suy yếu được dự báo của đồng Nhân dân tệ (NDT) sẽ là thử thách đối với khả năng ổn định tỷ giá – lãi suất của NHNN và là rủi ro về tâm lý đối với TTCK Việt Nam. Trong đó, “mạch đập” đang yếu đi của kinh tế Trung Quốc là cơ sở để nhiều tổ chức dự báo đến cuối 2016, đồng NDT có thể mất giá thêm khoảng 6,3% so với hiện tại. Ở chiều hướng khác, khả năng cao FED sẽ tăng lãi suất lần đầu tiên sau 10 năm qua trong tháng Mười Hai này vẫn đang đe dọa sẽ rút đi dòng vốn đầu tư gián tiếp được phân bổ vào các thị trường mới nổi. Về tình hình trong nước, bộ phận nghiên cứu vĩ mô của RongViet Research khá quan ngại về sự sụt giảm xuống dưới ngưỡng mở rộng của chỉ số PMI ngành sản xuất tháng Mười Một và bên cạnh đó là sức ép đang tăng dần lên sự cân bằng tỷ giá – lãi suất của Việt Nam. Tất cả những vấn đề này dường như đang tạo ra một “đám mây rủi ro” che mờ những cơ hội đầu tư trên TTCK.

Như vậy, TTCK tháng Mười Hai được dự báo vẫn nằm trong bức tranh chung của năm 2015: dòng tiền đến nhanh và rút đi chóng vánh khi mà những tác động từ bên ngoài và sự chưa vững vàng về nội tại kinh tế Việt Nam luôn đặt với TTCK trong một biên độ rộng với những chu kỳ “giảm – tăng – giảm” đan xen nhưng không thoát khỏi xu hướng chung là đi ngang. Hai tuần đầu tháng, tâm lý bi quan của khối ngoại vẫn tiếp tục ảnh hưởng lên chỉ số và tiếp thêm bởi lực bán từ các ETF. Trong xu hướng này, tác động trước tiên và mạnh nhất sẽ đặt các cổ phiếu lớn, đưa nhóm này về vùng giá thấp nhanh hơn các cổ phiếu vốn hóa trung bình, thấp.

Tuy nhiên, giao dịch trong tháng Ba và tháng Tám cho thấy NĐTNN thường bán ra quyết liệt khi vấn đề về tỷ giá đang “nóng” nhưng sẽ mau chóng quay lại mua khi giá cổ phiếu đã giảm nhiều. Do vậy, trong nửa sau tháng Mười Hai, khi phiên họp của FOMC kết thúc (16-17/12) và các biến số vĩ mô rõ ràng hơn, chúng tôi kỳ vọng tâm lý của khối ngoại và kéo theo là giao dịch trên TTCK sẽ được cải thiện.

Vùng điểm dự báo cho VNIndex là 550 - 610 và đối với HNIIndex là 77 - 82

Một điểm quan trọng khác khiến nhà đầu tư e dè là cảnh báo gần đây về dư nợ ký quỹ (margin) đang ở mức cao. Tuy nhiên, nhìn vào thanh khoản thị trường và những thu thập của riêng mình, chúng tôi cho rằng, dòng tiền margin tăng đột biến này có thể phần nhiều không nằm ở thị trường niêm yết mà đang tìm tới các thương vụ IPO, thoái vốn DNNN và các cơ hội M&A. Thậm chí, để có vốn, các ông chủ lớn của một số doanh nghiệp còn phải xoay xở cầm cố đến từng cổ phiếu. Do vậy, đối với vấn đề margin, nhà đầu tư không nên đánh đồng trên bình diện toàn thị trường mà nên nhìn vấn đề ở góc độ từng doanh nghiệp riêng lẻ để tránh sự e ngại quá mức cần thiết về rủi ro hệ thống. Chúng tôi cho rằng, trong bức tranh sáng tối đan xen của vĩ mô thế giới và Việt Nam, những cơ hội tốt vẫn tồn tại.

Lời khuyên cho nhà đầu tư trong tháng Mười Hai là chọn lọc cổ phiếu đầu tư cho năm 2016 và tích lũy vào danh mục, kết hợp hai nguyên tắc: (1) tối thiểu hóa việc sử dụng đòn bẩy, (2)



đảo giá vốn trong những phiên biến động mạnh. Chúng tôi cho rằng biến động thị trường vẫn sẽ ở mức cao và nhà đầu tư luôn có cơ hội để “bán xanh mua đỏ” nhưng vẫn đảm bảo việc nắm giữ được những cổ phiếu tiềm năng cho năm sau. Việc bắt đáy và đánh cược vào những giao dịch T+ là không thực sự ý nghĩa trong giai đoạn này.

Năm 2016 có thể xem là năm thứ hai Chính Phủ và cả các doanh nghiệp đầu tư và chuẩn bị để đón làn sóng đầu tư FDI vào Việt Nam. Quá trình này đã và đang lôi kéo được nguồn lực tư nhân đóng góp tích cực vào tăng trưởng kinh tế và chắc chắn vẫn còn tiếp tục trong thời gian tới. Chính vì vậy, những ngành dịch vụ phục vụ trực tiếp cho quá trình xây dựng hạ tầng (cứng, mềm) như xây dựng, xây lắp theo dự án, công nghệ, tiện ích công cộng, kho vận – logistic sẽ tiếp tục nhận được sự hưởng ứng của dòng vốn đầu tư và có thêm nhiều “công ăn việc làm”. Trong khi đó, các doanh nghiệp sản xuất nội địa sẽ gặp phải sự cạnh tranh mạnh mẽ mà theo chúng tôi sẽ mạnh nha từ năm 2016 trở đi với những đối thủ đến từ các nước ký kết các hiệp định thương mại tự do với Việt Nam.

### **Tăng trưởng từ hội nhập kinh tế sẽ lan tỏa từ những ngành phục vụ cho việc chuẩn bị về hạ tầng**

Tác động của tăng trưởng kinh tế và xu hướng hội nhập sẽ lan tỏa đến ngành nghề theo hiệu ứng “thác nước”. Ban đầu, để thu hút vốn đầu tư nước ngoài và tạo thuận lợi cho thương mại qua việc giảm chi phí luân chuyển hàng hóa, Nhà Nước cần chuẩn bị về hạ tầng, đặc biệt là hạ tầng giao thông (cảng, cầu, đường cao tốc...). Đây nguồn công việc lớn cho các nhà thầu xây dựng, nhất là xây dựng công nghiệp. Sau khi các điều kiện sản xuất hình thành, các doanh nghiệp sẽ cần nhập khẩu nguyên vật liệu, máy móc thiết bị và sau đó là phân phối, xuất khẩu thành phẩm và hình thành nhu cầu đối với lĩnh vực vận tải và logistics.

Trong quá trình sản xuất, doanh nghiệp cũng luôn cần các lĩnh vực hỗ trợ khác như dịch vụ ngân hàng (vay vốn, thanh toán...), sản phẩm - dịch vụ phụ trợ (bao bì, cơ khí, sửa chữa, kiểm định hàng hóa...) cộng với tất cả các loại tiện ích công cộng (điện, nước, khí đốt...). Đây sẽ là những điểm đến tiếp theo trong dòng chảy tăng trưởng kinh tế. Sau cùng, khi các doanh nghiệp có lợi nhuận và người lao động có thêm thu nhập, tăng trưởng kinh tế sẽ lan tỏa sang những ngành ít cấp thiết hơn như tiêu dùng và tài chính.

*Ngành xây dựng là ngành dịch vụ đang có nhu cầu lớn*

**Ngành xây dựng** Việt Nam đã ghi nhận sự tăng trưởng tích cực trong năm 2015. Giá trị sản xuất xây dựng trong 3 quý đầu năm tăng hơn 12% so với cùng kỳ đồng thời cao hơn mục tiêu cả năm 10% của Bộ Xây dựng. Tổng sản phẩm do ngành tạo ra cũng tăng 9,0%, mức cao nhất trong 5 năm gần đây.

**Bảng 5: Giá trị sản xuất xây dựng 9 tháng đầu năm 2015**

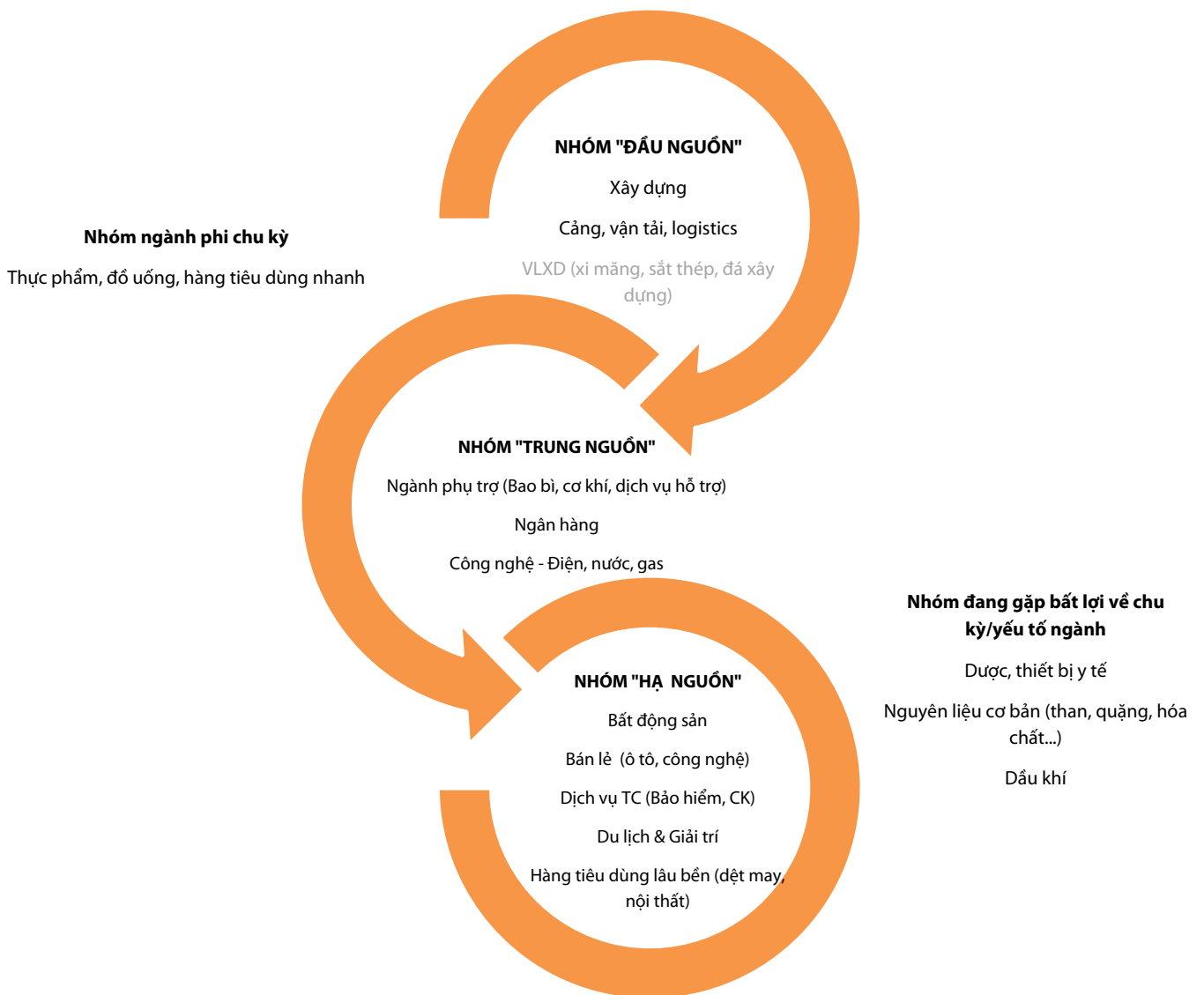
Ngìn tỷ đồng (theo giá hiện hành)	9T2015	9T2014	Tăng trưởng
<b>Giá trị sản xuất xây dựng</b>	<b>660,9</b>	<b>587,6</b>	<b>12,47%</b>
<i>Theo khu vực</i>			
- Khu vực nhà nước đạt	58,0	61,7	-6,00%
- Khu vực ngoài nhà nước	561,4	487,7	15,11%
- Khu vực có vốn đầu tư nước ngoài	41,5	38,2	8,64%
<i>Theo loại công trình</i>			
- Công trình nhà ở	266,5	260,0	2,50%
- Công trình nhà không để ở	106,5	87,6	21,58%
- Công trình kỹ thuật dân dụng	214,8	168,7	27,33%
- Hoạt động xây dựng chuyên dụng	73,1	71,3	2,52%

*Nguồn: Tổng cục Thống kê, RongViet Research*



Tính đến hết Q3/2015, ngành xây dựng là một trong những ngành có tốc độ tăng trưởng LNST cao nhất toàn thị trường (132%). Trong khi các dự án BĐS đem lại những hợp đồng xây dựng quy mô lớn cho những nhà thầu dân dụng như CTD và HBC thì những doanh nghiệp như CII, HUT, FCN hưởng lợi từ sự bùng nổ về số lượng dự án hạ tầng giao thông trên cả nước. Tổng số vốn huy động cho các dự án BOT trong 9 tháng đạt trên 40 nghìn tỷ đồng, tức tương đương cả năm 2014. Sự tham gia vào cả hai phân khúc xây dựng nói trên đem lại cho CTD tăng trưởng tốt về doanh thu (64%), lợi nhuận (75%) và giá cổ phiếu (145%) trong 9T2015.

**Hình 19: Vị trí các nhóm ngành trong dòng chảy tăng trưởng kinh tế**



Nguồn: RongViet Research



Chúng tôi khá lạc quan về triển vọng kinh doanh năm 2016 của các doanh nghiệp xây dựng. Thứ nhất, Nhà Nước đang có nhiều chính sách khuyến khích thu hút nguồn lực từ nhân đầu tư vào hạ tầng giao thông, thể hiện rõ nhất là qua Nghị định 15/2015/NĐ-CP về hình thức hợp tác công – tư PPP. Thứ hai, sự nhảy vọt về số lượng dự án BĐS trong năm 2015 cộng với nguồn cung mới trong năm 2016 sẽ giúp duy trì công ăn việc làm cho các nhà thầu. Thứ ba, xu hướng dịch chuyển của các nhà sản xuất toàn cầu sang Việt Nam để tận hưởng các lợi ích từ TPP và các hiệp định FTAs và thúc đẩy việc xây dựng nhà máy, nhà xưởng, hệ thống kho bãi.

Rủi ro chính của ngành trong năm sau là khả năng tăng lãi suất và cắt giảm đầu tư công. Các dự án hạ tầng hầu như đều phải sử dụng nhiều vốn vay nên khi lãi suất tăng, hiệu quả đầu tư và dòng tiền của dự án cũng như lợi nhuận của chủ đầu tư sẽ giảm. Với các bất cập của hình thức BOT, nhiều doanh nghiệp đang chuyển hướng sang hình thức BT, hay “đổi đất lấy hạ tầng”, để thu hồi vốn nhanh và mở rộng quỹ đất trong giai đoạn thị trường BĐS đang hồi phục. Tuy vậy, việc xác định giá trị xây dựng và giá quyền SDD để vướng sự kiểm tra của các cơ quan Nhà Nước. Nói tóm lại, những công ty chuyên về xây dựng như HBC, CTD và FCN sẽ có lợi thế nhất định hơn so với các công ty đang tham gia sâu vào mảng đầu tư dự án giao thông như CII, HUT, PPI và LCG.

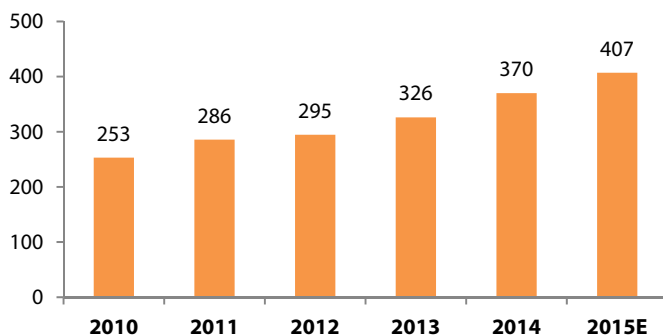
Nhìn chung, đối với ngành xây dựng, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư lựa chọn những công ty có năng lực thi công, danh mục dự án và giá trị hợp đồng ký kết lớn; trong đó, ưu tiên các nhà thầu dân dụng có tên tuổi. Riêng với lĩnh vực xây dựng hạ tầng, nên ưu tiên lựa chọn những công ty có các dự án sắp hoàn thành và có thể ghi nhận doanh thu.

*Vận tải, kho bãi và logistics được hưởng lợi từ hội nhập và tăng trưởng thương mại hàng hóa*

Dù chưa chính thức có hiệu lực nhưng TPP và các hiệp định FTA đã và đang phát huy tác động tích cực đến thương mại hàng hóa của Việt Nam và làm gia tăng đáng kể nhu cầu đối với các dịch vụ **cảng biển, vận tải và kho bãi**. 10 tháng đầu năm 2015 sản lượng hàng thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt hơn 349 triệu tấn, tăng 12% so với cùng kỳ. Riêng sản lượng qua khu vực cảng Hải Phòng tăng 13,2% so với cùng kỳ, đạt 67,5 triệu tấn.

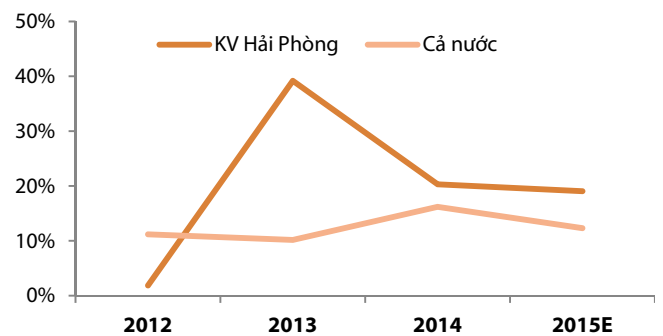
Các công ty logistics Việt Nam vốn thua kém các doanh nghiệp ngoại về thị phần, trình độ quản lý và công nghệ nhưng có lợi thế về khả năng tiếp cận quỹ đất để mở rộng; điều này thể hiện rõ nhất là ở ngành cảng biển. 9T2015, KQKD toàn ngành không thực sự ấn tượng khi doanh thu chỉ tăng 4% còn LNST giảm 9%. Tuy nhiên, KQKD các doanh nghiệp đầu ngành, đặc biệt là nhóm cảng biển, lại cho thấy sự bức tranh trái ngược khi NCT, VSC, HAH, DVP, DXP, TMS đều tăng ghi nhận mức tăng trưởng trên 30% về LNST; riêng doanh thu của GMD tăng 23% và nếu loại trừ lợi nhuận từ việc bán Gemadep Tower cùng kỳ năm ngoái, LNTT của công ty vẫn tăng hơn 6 lần.

**Hình 20: Sản lượng thông quan hàng năm (triệu tấn)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Hình 21: Tăng trưởng sản lượng container qua cảng**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp



Xét riêng mảng vận tải, các công ty **vận tải dầu khí** như PVT và GSP đang được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố (1) giá xăng dầu thấp (2) nhu cầu tiêu thụ xăng dầu thành phẩm gia tăng do giá giảm và hoạt động sản xuất công nghiệp cải thiện. Thời gian tới, công suất lọc hóa dầu cả nước tăng lên cùng với việc vận hành các nhà máy lọc hóa dầu mới như NMLD Nghi Sơn, NMLD Dung Quất mở rộng là động lực tăng trưởng lớn đối với các công ty vận tải xăng dầu và khí đốt. Những quan ngại ngắn hạn, đặc biệt là về các khoản lỗ chênh lệch tỷ chưa thực hiện đang giữ nhóm cổ phiếu này ở vùng giá hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Hầu hết cổ phiếu ngành cảng và logistics đều có P/E thấp, phổ biến 8-9 lần (so với bình quân của VNIndex là hơn 12 lần), cộng với tỷ lệ nợ vay thấp (trừ vận tải biển) và dòng tiền tốt. Với tiềm năng tăng trưởng của ngành dưới hiệu lực của các hiệp định thương mại, dự địa để giá cổ phiếu gia tăng là tương đối lớn. Trong nhóm ngành này, nhà đầu tư nên ưu tiên lựa chọn những doanh nghiệp có vị thế trong ngành cùng với cơ sở phương tiện và thị phần/hệ thống khách hàng tốt. Do đặc thù về vị trí địa lý, riêng với các công ty vận hành cảng biển, chúng tôi ưa thích những doanh nghiệp hoạt động ở những trung tâm trung chuyển hàng hóa lớn của cả nước như Hải Phòng và Cát Lái.

## CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 12

---

Với những rủi ro từ bên ngoài và yếu tố nội tại chưa vững chắc, TTCK trong trung hạn được dự báo vẫn tiếp diễn đi ngang trong biên độ dao động mạnh, được đánh dấu bởi nhiều lần đảo chiều. Trong đó, chiến lược tái cơ cấu linh hoạt: mua vào khi giá giảm và đảo giá vốn (bán cao – mua thấp) khi thị trường bước vào vùng biến động có thể giúp tối đa hóa hiệu quả đầu tư.

Trong ngắn hạn, thị trường đang diễn biến bất lợi khi thanh khoản đã bắt đầu giảm trong 3-4 ngày đầu tháng và giá cổ phiếu cần thời gian để tạo mặt bằng giá mới. Trong đó, những nhịp hồi phục trong nửa đầu tháng là cơ hội để cắt giảm margin và tỷ trọng cổ phiếu và nắm giữ tiền mặt đến khi rủi ro thông tin giảm bớt và thị trường ổn định trở lại. Tính từ đầu năm, tỷ lệ cổ phiếu tăng – giảm trên hai sàn là 50-50 nhưng số cổ phiếu tăng áp đảo ở nhóm vốn hóa lớn còn phần đông các cổ phiếu nhỏ đều giảm. Cổ phiếu của các doanh nghiệp lớn, có cơ bản tốt (BMP, CTD, VNM, NCT...) chống chịu tốt hơn với biến động của thị trường và ví mô đồng thời luôn có lực cầu tốt trong những đợt giảm mạnh. Nhiều cổ phiếu lớn cũng đã bị chiết khấu tương đối trong tháng Mười Một, đây sẽ là những lựa chọn ít rủi ro hơn trong giai đoạn này.

Như phân tích ở trên, trong tháng Mười Hai sẽ là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Trong đó, danh mục đầu tư khuyến nghị cho năm 2016 sẽ bao gồm (1) những cổ phiếu đầu ngành, (2) có nền tảng cơ bản tốt và (3) thuộc những nhóm ngành được đánh giá tích cực trong năm tới.

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

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



là những ngành có triển vọng kinh doanh tích cực:

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

Kết hợp phân tích về triển vọng ngành và thị trường, RongViet Research chọn lọc những cổ phiếu tiềm năng trong các danh mục đầu tư đề xuất cho năm 2016 trong bảng dưới. Chúng tôi sẽ có những đánh giá cụ thể, căn cứ trên kết quả kinh doanh và diễn biến giá cả năm 2015 của các cổ phiếu trong các danh mục trong *Báo cáo Thị trường Chứng khoán* dự kiến sẽ được phát hành trong quý 1 năm 2016.

**BẢNG 6: DANH MỤC ĐỀ XUẤT ĐỐI VỚI CÁC CỔ PHIẾU VỐN HÓA LỚN**

Mã cp	Tỷ trọng đề xuất
CTD	28%
BMP	25%
VSC	22%
HPG	14%
FPT	11%
<b>Độ lệch chuẩn danh mục (%/năm)</b>	19%
<b>Beta danh mục (lần)</b>	0,8

Mã cp	Tỷ trọng đề xuất
VSC	34%
NTP	23%
DRC	18%
REE	18%
HSG	7%
<b>Độ lệch chuẩn danh mục (%/năm)</b>	22%
<b>Beta danh mục (lần)</b>	0,8

**BẢNG 7: DANH MỤC ĐỀ XUẤT ĐỐI VỚI CÁC CỔ PHIẾU VỐN HÓA VỪA VÀ NHỎ**

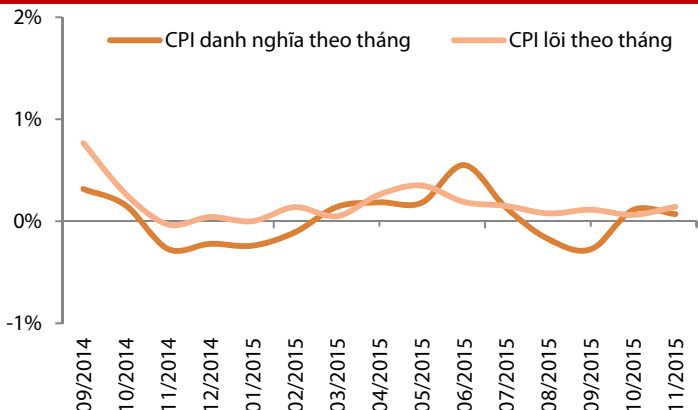
Mã cp	Tỷ trọng đề xuất
PLC	41%
MAC	24%
PVT	14%
ELC	13%
VNE	9%
<b>Độ lệch chuẩn danh mục (%/năm)</b>	24%
<b>Beta danh mục (lần)</b>	0,9

Mã cp	Tỷ trọng đề xuất
PAC	30%
DHC	23%
SVC	19%
FCN	17%
HAH	10%
<b>Độ lệch chuẩn danh mục (%/năm)</b>	18%
<b>Beta danh mục (lần)</b>	0,7



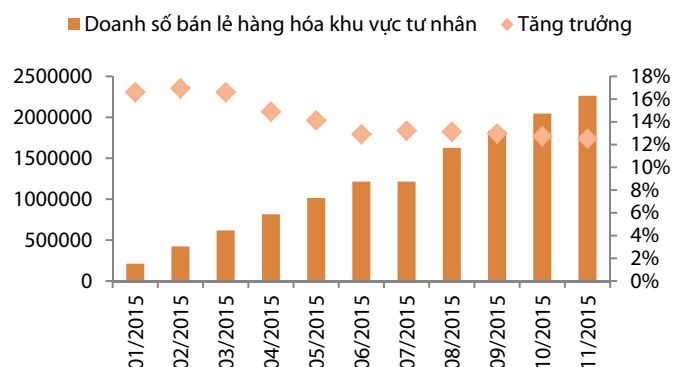
## CHỈ SỐ VĨ MÔ THÁNG 11

### Lạm phát lõi tăng 0,14%



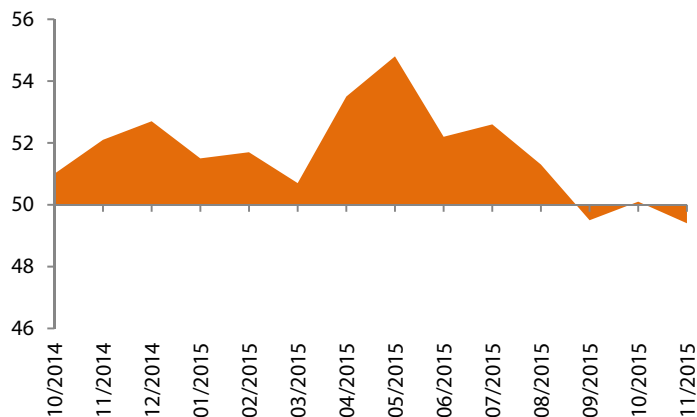
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

### Doanh số bán lẻ tiếp tục khả quan



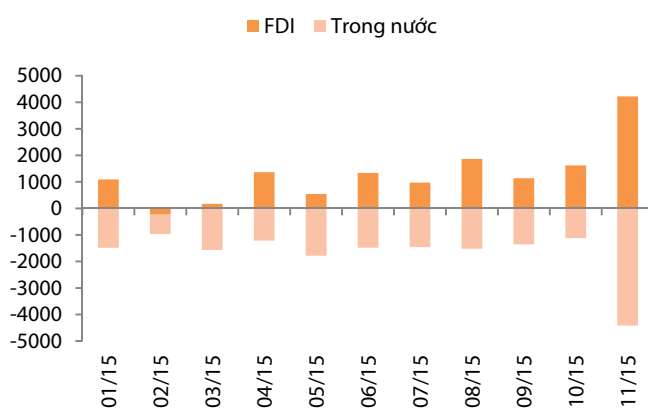
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

### Hoạt động SXCN suy giảm do yếu tố bên ngoài



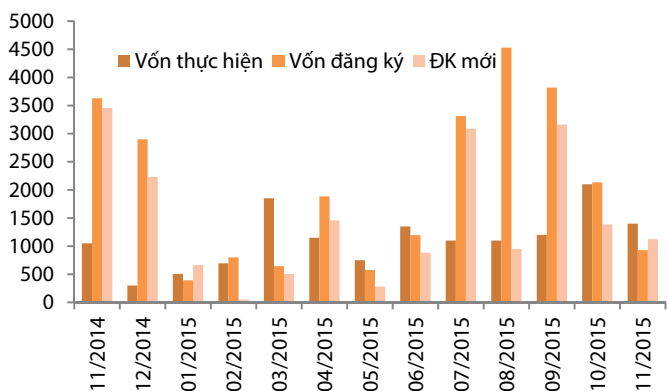
Nguồn: Markit, Rongviet Securities

### Thâm hụt khối DN trong nước gia tăng



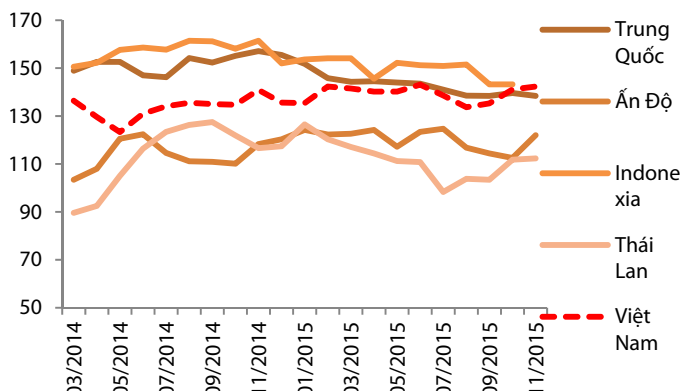
Nguồn: GSO, Rongviet Securities

### Vốn giải ngân FDI duy trì mức cao



Nguồn: GSO, Rongviet Securities

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

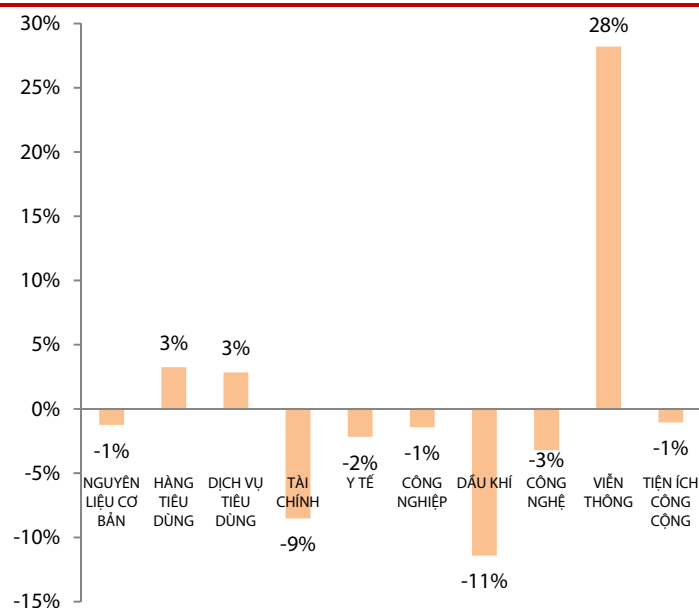


Nguồn: ANZ, Rongviet Securities



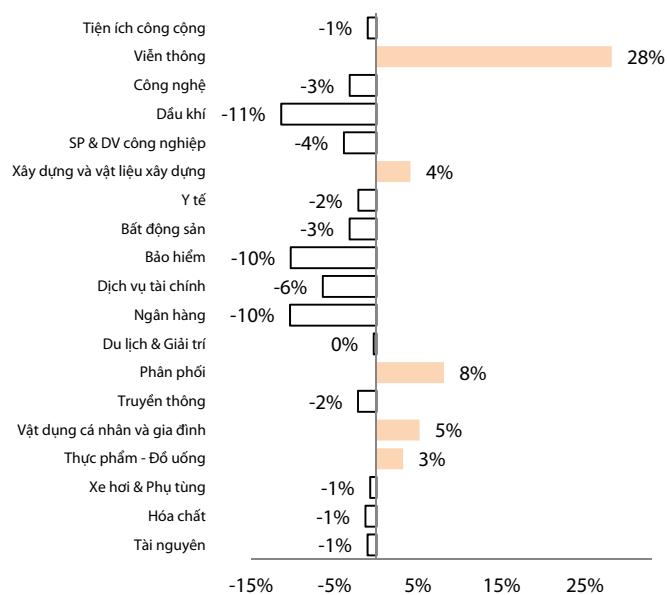
## CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH

### Biến động nhóm ngành cấp 1



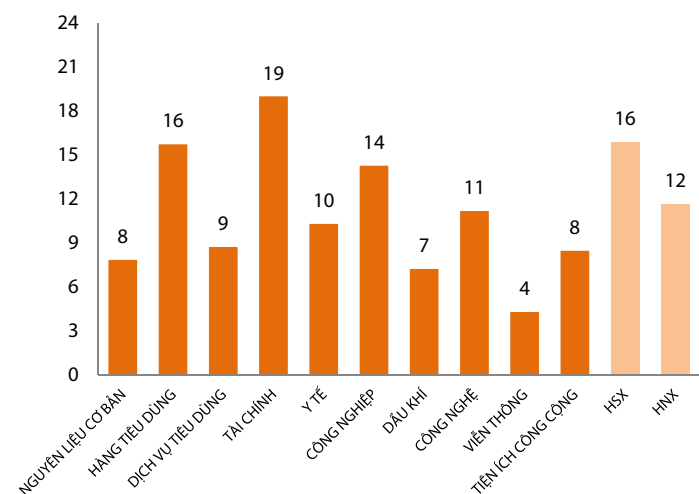
Nguồn: RongViet Research

### Biến động chỉ số nhóm ngành cấp 2



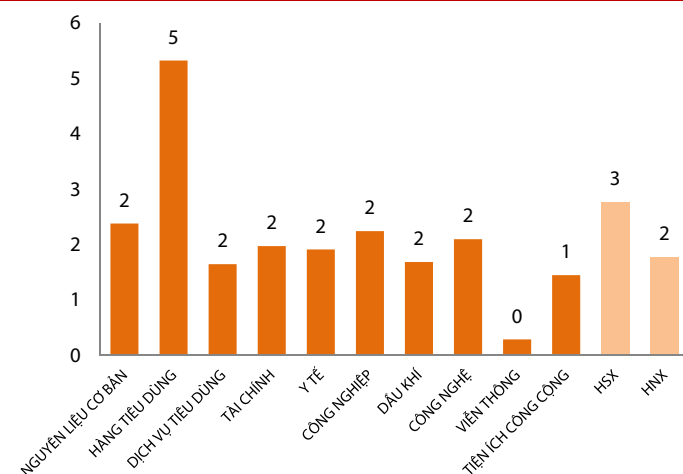
Nguồn: RongViet Research

### So sánh chỉ số P/E ngành



Nguồn: Rongviet Research

### So sánh chỉ số P/B ngành



Nguồn: RongViet Research



## DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

(Các cổ phiếu có nền tảng hoạt động kinh doanh cơ bản tốt, kết quả kinh doanh trong năm nay đạt từ mức ổn định đến khả quan)

STT	Mã cp	Ngành cấp 3	VHTT* (tỷ đồng)	Giá cp* (VND)	+/- yoy 9T2015 (%)		ROA (%)	ROE (%)	Trailing* P/E (x)	P/B* (x)	Định giá (VND/cp)	Khuyến nghị /Đánh giá
					DT	LNST						
1	CTD	Xây dựng	6.348	146.000	64,1	75,3	9,1	18,8	12,2	2,3		Khả quan - Dài hạn
3	CII	Xây dựng	4.823	21.800	-18,9	196,1	7,6	22,5	4,7	1,4		Khả quan - Dài hạn
4	HBC	Xây dựng	1.410	18.800	42,7	403,5	1,7	11,0	11,8	1,4		Ổn định - Trung hạn
5	FCN	Xây dựng	928	20.100	57,6	10,4	6,6	20,4	5,9	1,3		Khả quan - Dài hạn
5	LCG	Xây dựng	541	7.200	9,8	77,8	0,7	1,5	36,7	0,6	9.500	Tích lũy - Trung hạn
6	GMD	Dịch vụ vận tải	4.426	36.900	26,9	-35,7	3,7	6,4	13,9	0,9	44.400	Mua - Dài hạn
7	TCL	Dịch vụ vận tải	635	30.400	0,9	-0,5	-	20,6	5,9	1,2		Khả quan - Dài hạn
8	HMH	Dịch vụ vận tải	200	15.500	26,3	-25,5	13,6	14,7	5,5	0,8		Khả quan - Dài hạn
9	MAC	Dịch vụ vận tải	140	10.600	18,9	431,1	10,8	15,4	6,5	0,9	16.900	Mua - Dài hạn
10	VSC	Vận tải biển	2.920	71.000	7,6	39,0	19,2	25,7	9,4	2,4		Khả quan - Dài hạn
11	PVT	Vận tải biển	2.584	10.100	4,0	-12,5	3,1	8,1	8,9	0,8	15.900	Mua - Dài hạn
12	VTO	Vận tải biển	552	6.900	-14,3	-25,5	2,1	4,0	12,8	0,5		Ổn định - Trung hạn
13	GSP	Vận tải biển	462	15.400	5,8	64,2	8,5	13,4	8,6	1,2	15.400	Tích cực - Dài hạn
14	VNC	Hỗ trợ Kinh doanh	274	26.100	20,8	6,2	10,5	15,3	10,5	1,7	28.900	Trung lập - Dài hạn
15	APC	Hỗ trợ Kinh doanh	212	17.700	7,4	15,0	12,3	15,2	8,2	1,1	19.000	Trung lập - Trung hạn
16	DHC	Giấy	468	27.200	19,8	47,6	14,2	21,6	7,9	1,6	23.800	Trung lập - Trung hạn
17	PAC	Phụ tùng	1.056	34.500	6,8	33,1	7,2	17,5	11,6	2,1	27.500	Trung lập - Trung hạn
18	DRC	Vô xe	4.066	44.800	5,4	15,7	12,0	25,4	10,5	2,7	52.000	Tích lũy - Dài hạn
19	CSM	Vô xe	2.013	27.100	22,4	-13,9	8,9	21,6	6,8	1,5		Trung lập - Trung hạn
20	FPT	Phần mềm	19.276	47.900	2,7	7,5	7,6	19,0	11,0	2,3	52.900	Tích lũy - Dài hạn
21	NT2	Điện	7.505	28.200	8,5	20,2	8,7	24,1	7,4	1,7	29.700	Tích lũy - Trung hạn
22	CHP	Điện	2.684	21.300	54,2	5.604,3	11,2	25,5	7,4	1,8	23.600	Mua - Trung hạn
23	SHP	Điện	1.799	19.200	-0,5	-29,0	5,3	14,4	10,7	1,5	22.000	Tích Lũy - Trung hạn
24	CNG	Phân phối gas	910	33.500	-14,7	-2,9	17,8	27,0	8,2	2,2		Tích lũy - Dài hạn
25	PGS	Phân phối gas	910	18.100	-20,2	-15,3	3,9	10,8	8,1	1,0	25.000	Mua - Trung hạn
26	REE	Tập đoàn công nghiệp	6.861	25.400	8,5	-10,8	11,3	16,1	7,0	1,1	29.700	Tích lũy - Dài hạn
27	VIC	Đầu tư bất động sản	79.696	42.300	-8,6	-71,0	1,3	5,1	58,7	3,5		Khả quan - Dài hạn
28	DIG	Đầu tư bất động sản	2.167	10.000	8,8	11,1	0,9	1,9	43,2	0,8		Ổn định - Dài hạn
29	DXG	Đầu tư bất động sản	2.168	18.800	239,9	324,7	13,2	26,2	5,8	1,5		Khả quan - Trung hạn
30	NBB	Đầu tư bất động sản	1.263	21.700	-40,9	11,5	1,3	3,2	29,0	1,0	26.800	Tích lũy - Dài hạn
31	NTL	Đầu tư bất động sản	872	13.900	45,6	112,3	4,5	7,0	13,9	1,0		Ổn định - Trung hạn
32	LHG	Đầu tư bất động sản	399	15.300	25,2	524,1	4,3	9,7	6,4	0,6	25.700	Mua - Dài hạn
33	VPH	Đầu tư bất động sản	390	8.300	2,6	47,2	0,6	2,1	38,0	0,8	10.200	Mua - Trung hạn
34	HHS	Bán lẻ chuyên biệt	3.636	15.900	228,2	550,4	26,6	39,7	3,4	1,2	20.100	Mua - Ngắn hạn
35	SVC	Bán lẻ chuyên biệt	807	31.900	25,7	102,4	3,6	10,3	8,8	1,0	24.100	Trung lập - Trung hạn
36	PNJ	Quần áo & phụ kiện	3.882	41.000	-22,3	-22,6	6,8	15,8	19,1	2,9		Ổn định - Trung hạn



37	MWG	Thiết bị điện tử	10.617	76.000	60,3	52,4	23,3	50,9	11,4	4,9	101.000	Mua - Trung hạn
38	PET	Thiết bị điện tử	1.261	14.700	-5,9	-7,7	3,2	11,9	7,0	0,9		Ổn định - Dài hạn
39	ELC	Dịch vụ tin học	960	24.400	181,5	102,8	6,9	11,1	13,5	1,6	33.000	Mua - Dài hạn
40	BMI	Bảo hiểm toàn diện	2.002	24.100	8,9	24,6	2,6	6,3	14,4	0,9	23.000	Trung lập - Trung hạn
41	BID	Ngân hàng	72.819	20.800	14,9	27,8	0,8	16,6	10,4	1,8		Khả quan - Dài hạn
42	SKG	Đi lại & Du lịch	2.124	88.500	37,9	72,6	38,8	40,3	11,8	3,8	100.000	Tích lũy - Dài hạn
43	VNS	Đi lại & Du lịch	2.043	30.000	14,2	7,7	12,7	23,5	6,2	1,3		Ổn định - Dài hạn
44	PCT	Đi lại & Du lịch	269	11.700	-14,6	28,7	6,1	8,6	12,0	1,1		Khả quan - Trung hạn
45	KSB	Khai thác mỏ	789	33.400	24,8	34,5	15,2	23,8	6,4	1,5	38.400	Tích lũy - Trung hạn
46	HPG	Tập đoàn công nghiệp	22.426	30.300	7,3	6,7	14,8	26,4	6,5	1,6		Khả quan - Trung hạn
47	HSG	Tập đoàn công nghiệp	4.298	32.300	11,5	71,0	7,1	24,5	6,3	1,1	39.900	Tích lũy - Dài hạn
48	PLC	Tổng hợp dầu khí	3.151	38.900	4,5	44,1	9,4	28,7	9,0	2,4	40.500	Trung lập - Trung hạn
49	HT1	Vật liệu xây dựng	8.775	27.300	13,6	487,5	6,0	18,8	11,5	2,1		Khả quan - Trung hạn
50	BMP	Vật liệu xây dựng	5.821	127.000	17,5	43,8	23,8	27,0	11,7	3,0	87.700	Trung lập - Dài hạn
51	NTP	Vật liệu xây dựng	3.743	60.000	20,0	13,5	12,9	23,1	10,6	2,3	64.500	Trung lập - Dài hạn
52	DNP	Vật liệu xây dựng	289	21.300	88,6	176,5	-	30,0	6,0	1,1	21.900	Trung lập - Dài hạn
53	GDT	Đồ nội thất	468	38.800	7,4	2,9	18,1	26,0	8,9	2,3	41.300	Trung lập - Trung hạn
54	TCM	Quần áo & phụ kiện	1.512	30.100	11,0	1,8	7,8	20,3	8,7	1,7		Khả quan - Dài hạn
55	TNG	Quần áo & phụ kiện	587	19.800	38,3	47,1	5,0	22,3	6,2	1,4		Khả quan - Dài hạn
56	GMC	Quần áo & phụ kiện	471	39.800	0,5	17,4	9,4	28,2	6,9	2,0		Khả quan - Dài hạn
57	VNM	Chế biến thực phẩm	147.617	123.000	16,1	35,3	28,7	37,4	19,4	7,8	120.000	Trung lập - Dài hạn
58	DBC	Chế biến thực phẩm	1.650	25.700	17,0	91,2	6,8	15,9	5,5	0,8	30.000	Tích lũy - Dài hạn
59	HVG	Trồng trọt & Chăn nuôi	2.516	13.300	19,6	-73,8	1,1	4,9	16,8	0,9		Trung lập - Trung hạn
60	FMC	Trồng trọt & Chăn nuôi	490	24.700	-2,4	96,7	8,1	25,2	4,7	1,3	25.500	Trung lập - Trung hạn
61	DMC	Dược phẩm	1.045	39.100	-21,8	5,4	14,7	19,3	7,6	1,4	49.000	Tích lũy - Trung hạn
62	DPR	Hóa chất cơ bản	1.292	32.000	-23,0	2,8	6,3	8,5	6,2	0,6		Trung lập - Dài hạn
63	DPM	Hóa chất chuyên biệt	11.778	31.600	4,2	24,3	12,9	14,7	9,0	1,3	35.800	Tích lũy - Trung hạn
64	LAS	Hóa chất chuyên biệt	2.288	30.500	-10,2	-14,6	15,9	28,1	5,9	1,8		Ổn định - Dài hạn
65	CMI	Khai thác mỏ nói chung	147	9.300	-42,1	-50,2	5,0	10,4	7,3	0,8		Trung lập - Dài hạn
66	PVD	DV & thiết bị dầu khí	10.511	30.900	-22,8	-17,7	7,9	16,3	5,3	0,8	42.200	Tích lũy - Dài hạn
67	PVS	DV & thiết bị dầu khí	8.532	19.300	-15,7	9,0	6,9	17,3	4,7	0,9		Khả quan - Trung hạn
68	PXS	DV & thiết bị dầu khí	810	13.600	9,5	-9,7	6,7	16,5	6,7	1,0	17.000	Tích lũy - Trung hạn

Nguồn: RongViet Research, (\*) Số liệu tại ngày 04/12/2015



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, 2015.



## **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@vpsc.com.vn](mailto:info@vpsc.com.vn)

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

### **Chi nhánh Hà Nội**

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

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### **Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng –

TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

