

BSC RESEARCH**Trưởng phòng****Trần Thăng Long**
longtt@bsc.com.vn**Nhóm thực hiện****Bùi Nguyên Khoa**
khoabn@bsc.com.vn**Vũ Thanh Phong**
phongvt@bsc.com.vn**Nguyễn Quốc Trường**
truongnq@bsc.com.vn

Sau cơn mưa, trời sẽ lại sáng

Nín thở ngóng kết quả họp FOMC

Giới tài chính toàn cầu đều đang hướng về phiên họp Ủy ban Thị trường mở Liên bang Hoa Kỳ (FOMC) trong tuần thứ 3 trong tháng 12 này. Sở dĩ cuộc FOMC lần này có ý nghĩa quan trọng bởi khả năng FED nâng lãi suất USD (hiện đang ở mức 0 – 0,25%/năm) đang cao nhất trong gần 1 thập kỷ nay.

Dòng vốn đầu tư tại các nước thị trường mới nổi, thị trường biên, trong đó có Việt Nam, kể từ sau không còn được sự hỗ trợ từ chi phí thấp của đồng USD, nhiều khả năng có xu hướng chuyển dịch về Hoa Kỳ và các tài sản định giá bằng đồng USD.

Điều khá ngạc nhiên là trong các chu kỳ tăng lãi suất của FED từ 1983 đến nay 5/6 lần đa số các kênh đầu tư đều thu được lợi suất dương. Điều khá ngạc nhiên là trong các chu kỳ tăng lãi suất của FED từ 1983 đến nay 5/6 lần đa số các kênh đầu tư đều thu được lợi suất dương. Khiến FED nâng lãi suất không phải điều quá đáng sợ, NĐT có thể tham khảo thêm trong báo cáo [“Nhà đầu tư nên làm gì khi FED tăng lãi suất”](#) của BSC

Sức nóng của tỷ giá

Tỷ giá là câu chuyện nóng trong quãng thời gian nửa tháng trở lại đây. Mới đây nhất, NHNN Việt Nam (SBV) điều chỉnh giá USD ở chiều mua vào lên 21.890 VND/USD trong sáng ngày 15/12, sau quãng thời gian dài yết giá mua vào tại 21.800 VND/USD (tăng 90 VND/USD), nhằm thích ứng một phần với áp lực đối với thị trường. Tỷ giá niêm yết tại nhiều ngân hàng kịch trần (22.547 VND/USD), chênh lệch giữa giá mua và bán thu hẹp.

Trong lần biến động này, ngoài việc nhu cầu cuối năm thông thường có xu hướng gia tăng, tâm lý tích trữ USD chờ tăng giá là một trong những nhân tố chính khiến thị trường ngoại hối nổi sóng. Vốn ngắn hạn phần nào rút khỏi các tài sản như bất động sản, chứng khoán và có xu hướng tìm đến USD như một phương tiện tích trữ. NĐT có thể tham khảo thêm trong báo cáo [BSC Nhân định tăng tỷ giá và chính sách của NHNN 2015 & Ảnh hưởng đến các nhóm ngành](#) và [Báo cáo nhận định động thái điều chỉnh tỷ giá](#) của NHNN của BSC

Nhận định và Dự đoán thị trường

Rõ ràng, tâm lý đầu cơ ngoại hối ngắn hạn hiện đang chiếm ưu thế, là một trong những nguyên nhân tác động tiêu cực tới diễn biến VN-Index trong thời gian vừa qua. Hoạt động bán ròng của khối ngoại đồng thời tác động đáng kể đối với TTCK Việt Nam trong 2 tuần vừa rồi. Các dự báo về vùng đáy trong ngắn hạn (kịch bản tốt và xấu) và khả năng hồi phục kể từ giữa tháng 12 đã được chúng tôi dự đoán trong báo cáo Market Insights mới nhất: [How long & How low the VN-Index can go](#). Và VNindex đã và đang vận động theo kịch bản về sát 561 điểm.

Như thường lệ, thị trường hầu hết biến động một cách thái quá so với bản chất của sự việc. Dựa trên các thống kê trong lịch sử và phân tích về phản ứng của các ngành trong điều kiện tương tự (USD tăng giá và FED thắt chặt chính sách tiền tệ), chúng tôi nhận thấy thị trường đã ở vùng hấp dẫn, và đang cần 1 thông tin hỗ trợ đủ mạnh. Như thường lệ phần thưởng sẽ chỉ có cho nhà đầu tư kiên nhẫn và lựa chọn khôn ngoan.

Thống kê lịch sử: Vnindex luôn bật lại mạnh mẽ sau mỗi nhịp giảm sâu

Đối chiếu số liệu từ năm 2014 cho đến nay, thị trường chứng khoán Việt Nam xảy ra 4 đợt giảm giá lớn, sự kiện Biển Đông, Giá Dầu, Thông tư 36, Tỷ giá Trung Quốc, nếu như ước tính đơn thuần về chỉ số, trung bình mỗi đợt điều chỉnh có thể lấy đi của thị trường 17,4% về mặt điểm số và thanh khoản cũng giảm sút tương ứng sau mỗi biến cố như vậy. Dù vậy sau mỗi lần giảm sâu, TTCK Việt Nam lại bật lại đáng kể những nhịp phục hồi này có một số đặc điểm sau:

- Có nhóm cổ phiếu dẫn dắt (2014 là CP dầu khí, 2015 là CP ngân hàng, CP SCIC thoái vốn)
- Có thông tin vĩ mô tốt hỗ trợ (Nới room, thoái vốn)
- Nhà đầu tư nước ngoài giao dịch tích cực (dừng bán ròng, hoặc mua vào mạnh)
- Thanh khoản thường giảm sút sau khi tạo đáy
- Mức độ bật lại thường thấp hơn lần giảm liền trước, và bật mạnh trong tuần đầu và tháng đầu sau khi tạo đáy

Diễn biến giảm:

Sự kiện	Đỉnh					Đáy					
	Thời điểm đỉnh	Giá trị đỉnh	KL	KLTBSP	Thời điểm đáy	Giá trị đáy		KL		KLTBSP	
		(Điểm)	Triệu CP	Triệu CP		(Điểm)	(%)	Triệu CP	(%)	Triệu CP	(%)
Biển Đông	25/03/2014	609.5	245.4	206.6	13/05/2014	508.5	-16.6%	92.1	-62.5%	95.5	-53.8%
Giá Dầu, Thông tư 36	3/9/2014	644.6	188.7	155.1	17/12/2014	513.1	-20.4%	165.1	-12.5%	103.8	-33.0%
Thông tư 36, margin	5/3/2015	602.4	122.0	99.8	18/5/2015	528.9	-12.2%	101.6	-16.7%	77.6	-22.2%
Tỷ giá, Trung Quốc	15/07/2015	641.1	136.7	138.6	25/08/2015	511.1	-20.3%	167.5	22.5%	144.3	4.1%
Trung bình							- 17.4%				

Diễn biến hồi phục:

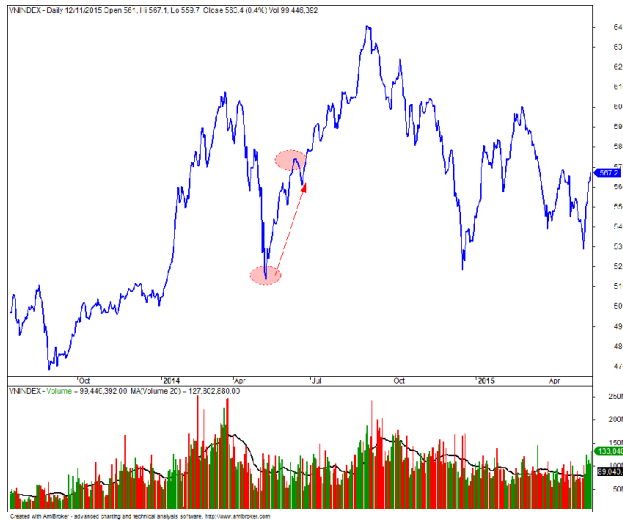
Thời điểm đáy	Đáy			Sau 1 tuần						Sau 1 tháng					
	Giá trị	KL	KLTBSP	Đóng cửa		KL		KLTBSP		Đóng cửa		KL		KLTBSP	
	(Điểm)	Triệu CP	Triệu CP	(Điểm)	(%)	Triệu CP	(%)	Triệu CP	(%)	(Điểm)	(%)	Triệu CP	(%)	Triệu CP	(%)
13/05/2014	508.5	92.1	95.5	537.5	5.7%	102.5	11.2%	101.7	6.4%	566.9	11.5%	78.1	-15.2%	73.2	-23.4%
17/12/2014	513.1	165.1	103.8	539.4	5.1%	57.2	-65.4%	93.9	-9.5%	574.8	12.0%	103.7	-37.2%	107.5	3.6%
18/5/2015	528.9	101.6	77.6	563.0	6.4%	106.1	4.4%	105.9	36.4%	586.5	10.9%	147.0	44.8%	146.2	88.4%
25/08/2015	511.1	167.5	144.3	562.3	10.0%	85.2	-49.2%	115.0	-20.3%	572.7	12.1%	107.8	-35.6%	115.7	-19.8%
Trung bình					6.8%						11.6%				

Chi tiết 4 đợt giảm điểm và bật lại nhanh

Sự kiện Biển Đông

Sau khi giảm tới 16,6% so với đỉnh, TTCK hồi phục lại khá nhanh nhờ dòng tiền bất đáy của NĐT NN.

Đồ thị 1: VN-Index hồi phục đợt tháng 9 – 11/2015

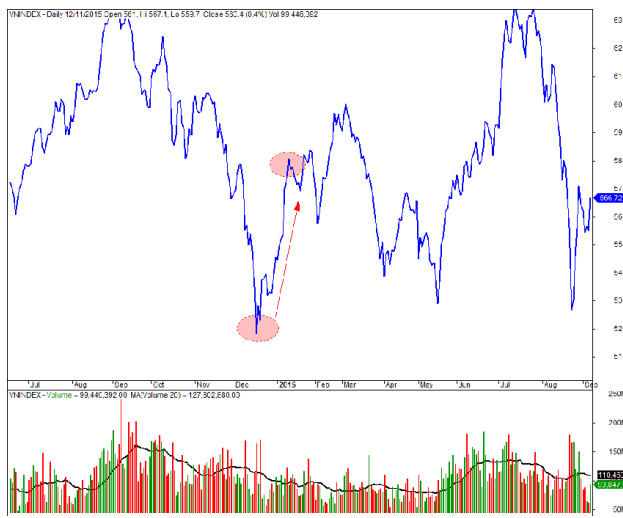


Nguồn: BSC Research

Khối nội bán tháo được đẩy mạnh trong nửa đầu tháng 5, chỉ hồi phục trở lại trước lực cầu của khối ngoại. Nhóm cổ phiếu LargeCap có biến động giao động lớn và hồi phục nhanh nhất. Thanh khoản duy trì ổn định đã giúp thị trường cân bằng vào cuối tháng 5. Sau 1 tháng kể từ khi lập đáy, TTCK tăng 11,5% kèm khối lượng giảm.

Sự kiện Giá Dầu và Thông Tư 36

Đồ thị 2: VN-Index trong đợt bán ròng của khối ngoại trước thông tin về TT36 đợt tháng 11 – 12/2015



Nguồn: BSC Research

Sự kiện này đã có lúc đẩy TTCK Việt Nam giảm sâu 20% trong 3 tháng cuối năm 2014 mà nguyên nhân chính là sự sụt giảm của giá dầu cùng với việc áp dụng thông tư 36. Sau đó TTCK phục hồi nhờ CP dầu khí bật lại và CP ngân hàng thay thế vị trí dẫn dắt.

Tâm lý hưng phấn quay trở lại và chỉ số phục hồi 12% trong 1 tháng.

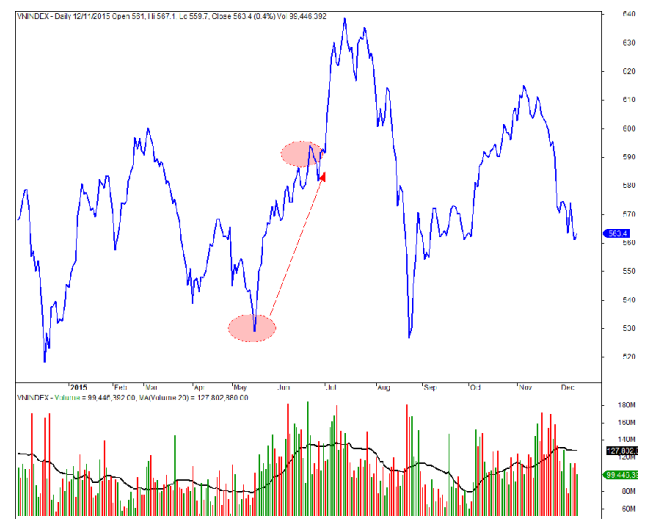
Sự kiện Thông Tư 36 và margin

Dòng tiền bất ngờ quay lại thị trường sau khi hiệu ứng này gây thiệt hại 12.2 % về mặt điểm số, phiên kỷ lục 51 mã cổ phiếu tăng trần vào cuối phiên. Các thông tin được chờ đợi nhất là các hiệp định Thương mại tự do FTA và triển vọng mở room cho NĐT nước ngoài sẽ tiếp tục tác động tích cực đến thị trường và dòng tiền.

Cổ phiếu Ngân hàng “Nhà Vua trở lại”. Trong bối cảnh các trụ cột chính thị trường cũ đang suy yếu, Nhóm cổ phiếu Ngân hàng có sự tăng mạnh về vốn hóa và đang trở thành trụ cột mới dẫn dắt thị trường.

Chỉ sau một tuần, Vn-index nhanh chóng lấy lại gần 34 điểm đã mất, tăng thêm 6.4%, kể từ điểm xác nhận đáy, thị trường tiếp tục đà tăng trưởng 1 tháng sau đó, với mức tăng tương ứng 10.9%. Thanh khoản thị trường cải thiện rõ nét.

Đồ thị 8: VN-Index trong các đợt bán ròng của khối ngoại trước thông tin về TT210 và việc GAS không mua cp quý đợt tháng 3 – 4/2015



Nguồn: BSC Research

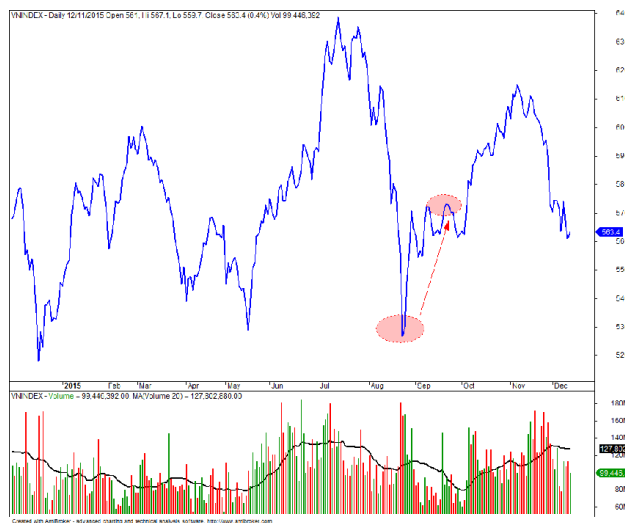
Sự kiện Tỷ Giá và Trung Quốc

TTCK Trung Quốc và châu Á tăng trở lại ít nhiều ảnh hưởng tích cực đến thị trường chứng khoán Việt Nam phiên 27/8/2015. VN-index tăng cao nhất lên 545.79 điểm, tăng hơn 3% so với mốc tham chiếu. Thống kê giao dịch cuối phiên, có tới 99 mã cổ phiếu kịch trần, mức tăng kỷ lục trong năm.

Thông tin nói room có hiệu lực từ ngày 01/09/2015 phần nào có tác động tích cực đến thị trường, khiến thị trường hồi phục nhanh chóng, tăng 10% chỉ sau một tuần xác nhận đáy, và tăng lại 12.1 % chỉ sau 1 tháng sau đó.

Tuy nhiên, do thiếu vắng một sự định hướng thị trường và sự hỗ trợ của khối ngoại là nguyên nhân chính khiến thanh khoản giảm sút sau phiên bắt đáy.

Đồ thị 9: VN-Index trong các đợt bán ròng của khối ngoại trước diễn biến IS và biến động CNY tháng 7 – 8/2015



Nguồn: BSC Research

Bối cảnh hiện tại

Thị trường đã chứng kiến một đợt sụt giảm đáng kể trong thời gian gần đây. Cụ thể, VN-Index đã đánh mất 8,8% trong chưa đầy 1 tháng, từ mốc 615,2 điểm (thời điểm 5/11/2015) xuống 561 điểm (thời điểm 10/12).

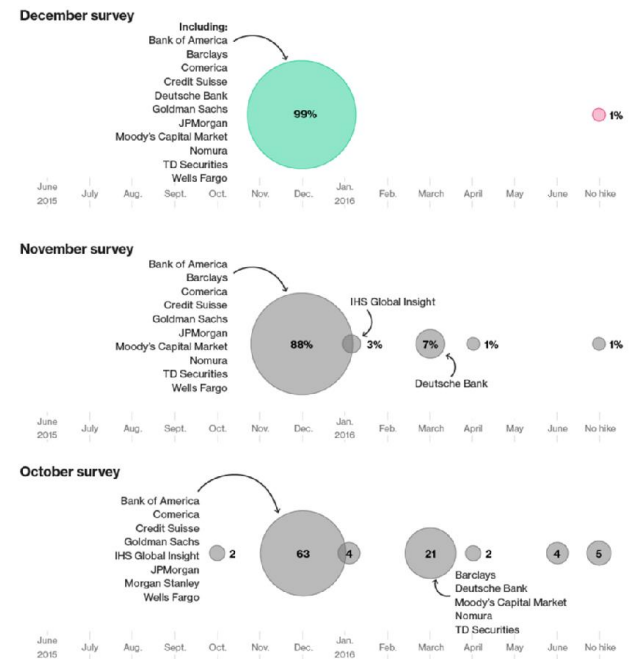
Có thể thấy rõ ràng, những nguyên nhân chính khiến VN-Index giảm điểm mạnh, bao gồm (1) Áp lực bán ròng của khối ngoại, và (2) Tác động tiêu cực khi tỷ giá tăng đều là phản ứng của thị trường trước diễn biến của cuộc

hợp FOMC tháng 12 vốn liên quan tới các chính sách lãi suất của FED.

Xác suất FED tăng lãi suất thời điểm cuối năm là rõ ràng hơn bao giờ hết. Các số liệu về tăng trưởng kinh tế, sản xuất, thất nghiệp và lạm phát công bố gần đây đều cho thấy sự cải thiện dần dần. Đây là những yếu tố then chốt để chủ tịch FED, bà Janet Yellen, quyết định siết lãi suất đồng USD sau gần 1 thập kỷ nới lỏng.

Trong một báo cáo khác của Bloomberg, kết quả 3 cuộc khảo sát cũng cho thấy tỷ lệ số nhà kinh tế được phỏng vấn đều cho rằng FED sẽ nâng lãi suất trong tháng 12 đã tăng lên tới 99% từ mức 88% trong tháng 11, và từ mức 63% trong tháng 10. Quá trình tăng lãi suất của FED sau đó sẽ diễn ra từ từ, phụ thuộc vào diễn biến của thị trường việc làm, lạm phát và tăng trưởng kinh tế của Mỹ sau đó.

Đồ thị 9: Kết quả khảo sát về khả năng FED tăng lãi suất



Nguồn: Bloomberg¹

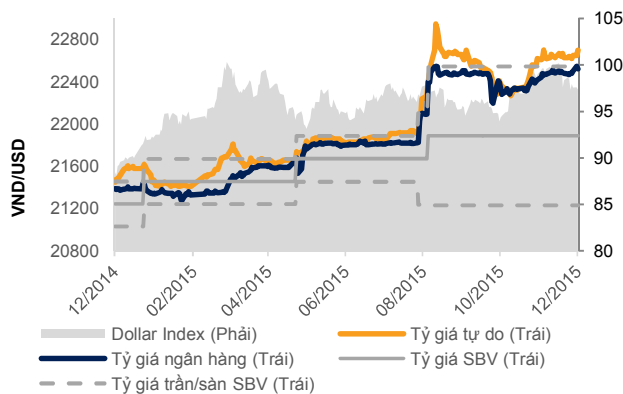
Dòng tiền trong nước có khả năng chuyển dịch sang hoạt động đầu cơ USD. Yếu tố tâm lý đầu cơ là yếu tố chủ đạo, cùng với nhu cầu ngoại tệ gia tăng vào thời điểm cuối năm đã khiến áp lực tỷ giá liên tục gia tăng trong thời gian vừa qua. Dòng tiền có xu hướng rút khỏi các thị trường chứng khoán, bất động sản và chuyển vào đồng USD và các tài sản bằng USD.

Như vậy, câu chuyện về tỷ giá sẽ tiếp tục kéo dài và sẽ định hướng hoạt động đầu tư trong thời gian tới. Mặc dù thời điểm và biên độ điều chỉnh tỷ giá của SBV là yếu tố

¹ When Will The Fed Raise Its Interest Rate? (Bloomberg.com)

không dễ dự báo nhưng chắc chắn việc xu hướng này khó có thể thay đổi.

Đồ thị 9: VN-Index trong các đợt bán ròng của khối ngoại trước diễn biến IS và biến động CNY tháng 7 – 8/2015



Nguồn: BSC Research

Các ngành ảnh hưởng của tỷ giá và FED

Như thường lệ, thị trường hầu hết biến động một cách thái quá so với bản chất của sự việc. Dựa trên các thống kê trong lịch sử và phân tích về phản ứng của các ngành trong điều kiện tương tự (USD tăng giá và FED thắt chặt chính sách tiền tệ), chúng tôi nhận thấy thị trường đã ở vùng hấp dẫn, và đang cần 1 thông tin hỗ trợ đủ mạnh.

Chúng tôi nhận thấy, mỗi khi thiếu vắng các gói nới lỏng định lượng QE các ngành phân hóa khá mạnh, một số ngành phản ứng tốt hơn thị trường chung gồm: **CNTT, cảng biển, BĐS, bảo hiểm, ngân hàng, VLXD, xuất bản**. Xét trên góc độ các ngành hưởng lợi từ tỷ giá tăng gồm Nhóm ngành xuất khẩu: **Thủy sản, dệt may, công nghệ**. Ngược lại, nhóm ngành có khả năng chịu ảnh hưởng tiêu cực là (1) Nhóm ngành nhập khẩu như dược, nhựa, sắt thép và (2) Nhóm ngành có mức độ vay nợ ngoại tệ lớn như điện, vận tải biển, xi măng. Cụ thể

Thủy sản

Chúng tôi đánh giá tích cực các doanh nghiệp thủy sản. Các doanh nghiệp này chủ yếu xuất khẩu sang Hoa Kỳ, EU và Đông Á.

Các cổ phiếu lưu ý: VHC, FMC, IDI, HVG.

Dệt may

Chúng tôi đánh giá tích cực các doanh nghiệp dệt may. Doanh thu xuất khẩu nhóm doanh nghiệp này tăng, trong khi chi phí nguyên liệu đầu vào không bị tác động lớn (do Nhân dân tệ giảm giá).

Các cổ phiếu lưu ý: TCM, TNG, NPS, KMR, GMC, GIL, TET, EVE.

Công nghệ

Chúng tôi đánh giá tích cực các doanh nghiệp công nghệ. Doanh thu của nhóm doanh nghiệp này, trong đó có mảng dịch vụ gia công phần mềm, thường được chi trả bằng USD.

Các cổ phiếu lưu ý: FPT, CMG.

Dược

Chúng tôi đánh giá tiêu cực các doanh nghiệp dược phẩm. Nguyên nhân cơ bản là chi phí đầu vào của nhóm doanh nghiệp này phụ thuộc chặt chẽ vào sự biến động của tỷ giá trong bối cảnh 90% nguyên liệu dược phải nhập khẩu. Trong khi đó, thị trường đầu ra chủ yếu là trong nước, tương ứng với doanh thu là VND.

Các cổ phiếu lưu ý: DHG, IMP, DMC, DCL, DBT, DHT, SPM.

Sắt thép

Chúng tôi đánh giá tiêu cực các doanh nghiệp sắt thép. Không tính cao su tự nhiên, phần nguyên liệu sản xuất còn lại trong ngành sắt thép, chiếm 66% chi phí sản xuất kinh doanh, buộc phải nhập khẩu. Thị trường tiêu thụ chủ yếu là trong nước, chỉ có số ít được xuất đi nước ngoài.

Các cổ phiếu lưu ý: SRC, CSM, DRC.

Nhựa

Chúng tôi đánh giá tiêu cực các doanh nghiệp nhựa. Tương tự như dược, 80% nguyên liệu hạt nhựa phải nhập khẩu, tỷ trọng tiêu thụ thành phẩm trong nước lớn.

Các cổ phiếu lưu ý: AAA, BMP, NTP, DAG, VBC, DNP, RDP, TPC.

Xi măng, Nhiệt điện, Vận tải biển

Chúng tôi đánh giá tăng mức độ tiêu cực đối với các doanh nghiệp nhiệt điện và xi măng.

Hầu hết các doanh nghiệp nhiệt điện và xi măng đều có dư nợ bằng ngoại tệ lớn. Việc VND bị mất giá không những làm giảm doanh thu tài chính từ lãi chênh lệch tỷ giá của các doanh nghiệp này, thậm chí còn có thể khiến các doanh nghiệp phải ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá.

Các cổ phiếu lưu ý: HT1, BCC, BTS, NT2, PPC, BTP, VOS, PVT, VTO.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9, Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: BSCV <GO>

