

Triển vọng TTCK Việt Nam Q2 2021

Triển vọng trung hạn tích cực được duy trì

Tiếp tục rung lắc trong ngắn hạn

Trong quý 1, chỉ số VNIndex đã 3 lần thất bại khi nỗ lực vượt mốc cản tâm lý 1,200 điểm trong bối cảnh thị trường thiếu vắng các yếu tố hỗ trợ trong nước, mặt bằng giá cổ phiếu đã phục hồi đáng kể, khối ngoại đẩy mạnh bán ròng trong khi môi trường đầu tư bên ngoài nhiều biến động. Chúng tôi cho rằng các nhịp rung lắc nhiều khả năng sẽ còn tiếp diễn trong thời gian tới khi mà vùng cản quanh 1,200 điểm vẫn còn tiềm ẩn 1 lượng lớn áp lực cung chốt lời giá cao trong khi nguồn vốn cho vay margin tại các CTCK vẫn duy trì sát mức tối đa.

Triển vọng tích cực trong trung hạn được duy trì, chỉ số VNIndex hướng đến mốc 1,250 điểm trong quý 2

Dù thị trường được dự báo sẽ diễn biến phức tạp với các nhịp rung lắc, tăng/giảm đan xen, chúng tôi chưa nhận thấy rủi ro nào đáng kể có thể cản trở xu hướng tăng của thị trường trong trung hạn, tương đồng với sự khởi sắc của nền kinh tế, tăng trưởng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp, trong bối cảnh mặt bằng lãi suất được dự báo khó có thể tăng mạnh. Theo đó, dù hoạt động mua đuổi vùng giá cao tiềm ẩn các rủi ro ngắn hạn, chúng tôi cho rằng bất cứ nhịp điều chỉnh sâu nào của thị trường đều là cơ hội để tích lũy cổ phiếu cho danh mục đầu tư trung- dài hạn với mục tiêu chỉ số VNIndex hướng đến mốc 1,250 điểm trong quý 2. Các yếu tố hỗ trợ thị trường trong Q2 bao gồm: 1) Fed và các NHTW lớn trên thế giới vẫn giữ nguyên chính sách tiền tệ nới lỏng; 2) Kinh tế Việt Nam và thế giới phục hồi hậu Covid-19; 3) Dịch bệnh Covid-19 ở Việt Nam được kiểm soát tốt và dịch bệnh trên toàn cầu được đẩy lùi nhờ tăng tốc phân phối vaccine; 4) Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp của quý 1 năm trước.

Các yếu tố rủi ro, dù được đánh giá chưa ở mức cảnh báo có thể đảo chiều xu hướng tăng của thị trường, vẫn cần được theo dõi chặt chẽ

Các yếu tố rủi ro bao gồm: 1) áp lực bán ròng của NĐTNN lớn do lợi suất trái phiếu của Mỹ tăng cao cùng với xu hướng hồi phục của đồng USD; 2) việc phân phối vaccine Covid-19 ở châu Âu đang bị trì hoãn; 3) rủi ro lạm phát và lãi suất trong nước bật tăng; 4) làn sóng Covid-19 lần thứ 4.

01/04/2021

KBSV Top pick			
Mã	Giá mục tiêu	Ngày ra báo cáo	Upside
BID	51.300	24/03/21	19.7%
DRC	32.300	19/03/21	11.8%
TCB	49.000	09/03/21	21.0%
VCB	120.500	09/03/21	27.1%
IMP	79.300	26/02/21	7.6%
HPG	52.550	19/02/21	13.1%
HND	22.500	28/10/20	10.3%

Lê Anh Tùng, CFA
 Chuyên viên chiến lược thị trường
 tungla@kbsec.com.vn

Trần Đức Anh
 Giám đốc Kinh tế vĩ mô & Chiến lược thị trường
 anhhd@kbsec.com.vn

I. CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG THỊ TRƯỜNG Q2 2021	3
1. Kinh tế thế giới và Việt Nam bước vào giai đoạn phục hồi	3
2. Áp lực lạm phát của thế giới & Việt Nam	6
3. Lợi suất trái phiếu 10 năm của Mỹ, Đồng Dollar và Dòng tiền NĐTNN	9
III. NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG	11
III. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ Q2 2021	12
1. Kinh tế hồi phục	12
2. Nhu cầu hàng hóa gia tăng	13
3. Các nhóm chịu ảnh hưởng bởi Covid-19	14
IV. TRIỂN VỌNG NGÀNH	15
Bất động sản	15
Bất động sản khu công nghiệp	16
Điện lực	17
Cảng biển	18
Công nghệ thông tin	19
Ngân hàng	20
Bán lẻ	21
Thủy sản	22

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG THỊ TRƯỜNG Q2 2021

Biến động TTCK Việt Nam trong những tháng đầu năm 2021 đã tiếp tục cho thấy sự ảnh hưởng mang tính chất chi phối từ bối cảnh vĩ mô toàn cầu nhiều biến động. Diễn biến dịch Covid-19, giá dầu, đồng USD, lợi suất TP Chính phủ Mỹ, các tín hiệu về sự thay đổi của chính sách tài khoá và tiền tệ của các Chính phủ và NHTW, kỳ vọng lạm phát... đã và sẽ tiếp tục tác động mạnh đến TTCK Việt Nam trong 1 vài quý tới.

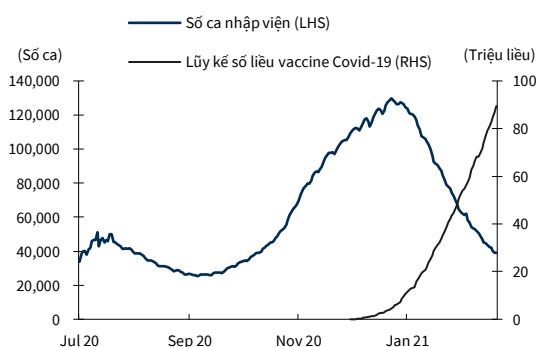
Trong khi đó, đối với các yếu tố tác động trong nước, kỳ vọng vào nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ từ mức nền thấp của năm 2020 dưới tác động của dịch Covid-19, tạo môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp bứt phá về tăng trưởng trong doanh thu và lợi nhuận sẽ là yếu tố có tính chất hỗ trợ thiết yếu cho diễn biến TTCK. Rủi ro trong nước tập trung chủ yếu liên quan đến lo ngại lạm phát, lãi suất tăng trở lại song hành cùng đà hồi phục của nền kinh tế.

Trong phần này của báo cáo, chúng tôi tập trung phân tích các yếu tố chính có ảnh hưởng đến TTCK Việt Nam trong các quý tiếp theo:

1. Kinh tế thế giới và Việt Nam bước vào giai đoạn phục hồi

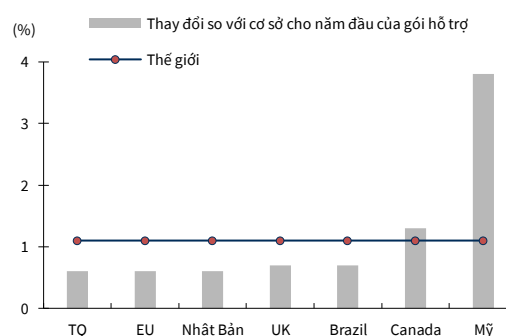
Chúng tôi lạc quan về triển vọng phục hồi mạnh mẽ của kinh tế toàn cầu, tương đồng với những kì vọng chung của các nhà kinh tế học. Cở sở của nhận định trên đến từ (1) việc triển khai tiêm vaccine trên diện rộng ở một số nước đã giúp số ca nhập viện suy giảm, tạo tiền đề để nới lỏng giãn cách; (2) gói hỗ trợ tài khoá 1.9 tỷ USD của chính quyền tổng thống Biden mang tới hiệu ứng lan tỏa; (3) tỷ lệ tiết kiệm trên thu nhập toàn cầu ở mức cao, đặc biệt là ở Mỹ; và (4) chính sách hỗ trợ tiền tệ nới lỏng tiếp tục được duy trì.

Biểu đồ 1. Mỹ - Tương quan số ca nhập viện và số liều vaccine Covid-19 được tiêm (Triệu liều, %)



Nguồn: Ourworldindata, Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 2. Tác động gói hỗ trợ tài khoá mới của Mỹ lên tăng trưởng kinh tế toàn cầu (%)



Nguồn: OECD, Bloomberg, KB Securities Vietnam

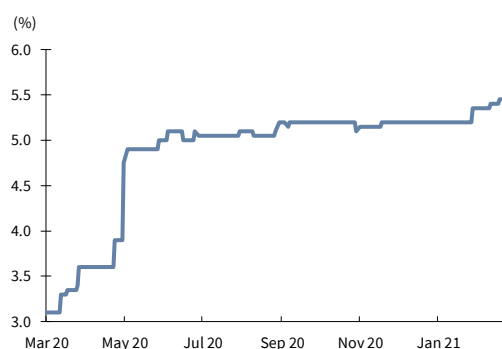
Biểu đồ 3. Mỹ - Tỷ lệ tiết kiệm / Thu nhập của người dân (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Ghi chú: Dải màu xanh hiện thị giai đoạn suy thoái kinh tế của nước Mỹ

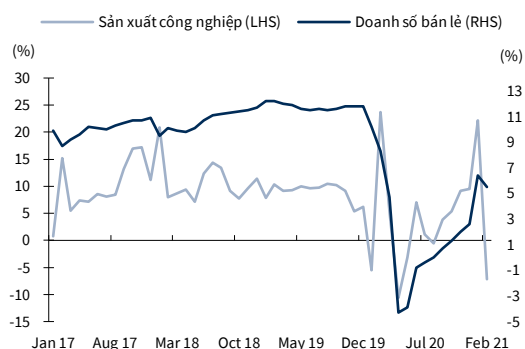
Biểu đồ 4. Khảo sát consensus tăng trưởng GDP toàn cầu trong năm 2021 (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Kinh tế Việt Nam có thể ghi nhận mức tăng trưởng cao trong năm nay. Với việc kiểm soát tốt dịch bệnh Covid-19, nền kinh tế Việt Nam đang từng bước cho thấy sự hồi phục chắc chắn, phản ánh qua diễn biến tích cực của chỉ số bán lẻ, sản xuất công nghiệp và hoạt động thương mại quốc tế những tháng gần đây. Chúng tôi tự tin cho rằng tăng trưởng kinh tế Việt Nam sẽ ở mức cao và có thể vượt qua mục tiêu 6% của chính phủ nhờ (1) hoạt động sản xuất, thương mại hưởng lợi từ sự phục hồi mạnh mẽ của kinh tế toàn cầu; (2) chính sách tiền tệ nới lỏng vẫn được duy trì; (3) hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh trong nhiệm kỳ mới; và (4) khả năng kiểm soát dịch bệnh Covid-19 tốt cùng với kế hoạch phân phối vaccine kịp thời.

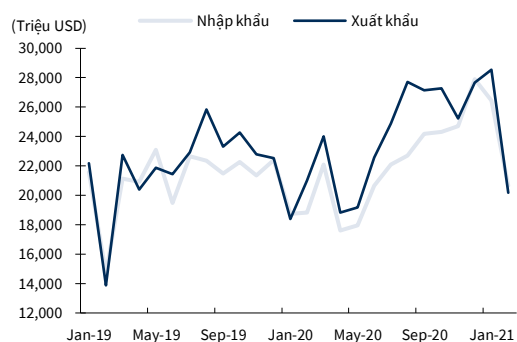
Biểu đồ 5. Việt Nam - Chỉ số hoạt động sản xuất công nghiệp & doanh số bán lẻ (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Ghi chú: Dữ liệu tháng 2 chịu ảnh hưởng bởi hiệu ứng Tết

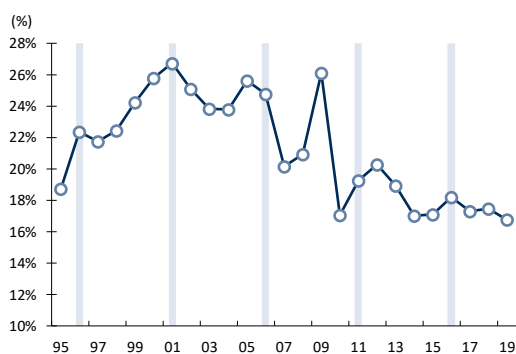
Biểu đồ 6. Việt Nam – Kim ngạch xuất nhập khẩu (Tỷ USD)



Nguồn: GSO, KB Securities Vietnam

Ghi chú: Dữ liệu tháng 2 chịu ảnh hưởng bởi hiệu ứng Tết

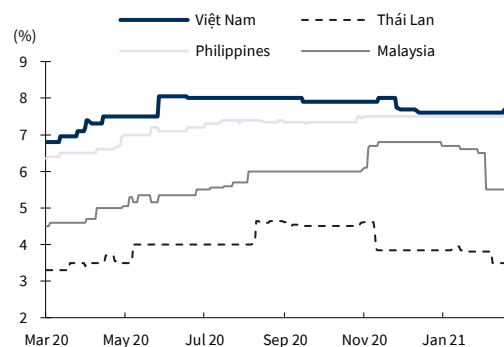
Biểu đồ 7. Tỷ lệ vốn đầu tư NSNN / Tổng vốn đầu tư (%)



Nguồn: GSO, KB Securities Vietnam

Ghi chú: Dải màu xanh hiện thị năm đầu của nhiệm kỳ Đại Hội Đảng.

Biểu đồ 8. Khảo sát consensus tăng trưởng GDP các nước ASEAN trong năm 2021 (%)

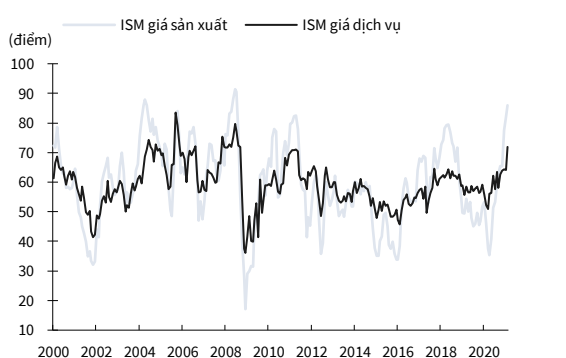


Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

2. Áp lực lạm phát của thế giới & Việt Nam – bắt đầu xuất hiện nhưng chưa lớn

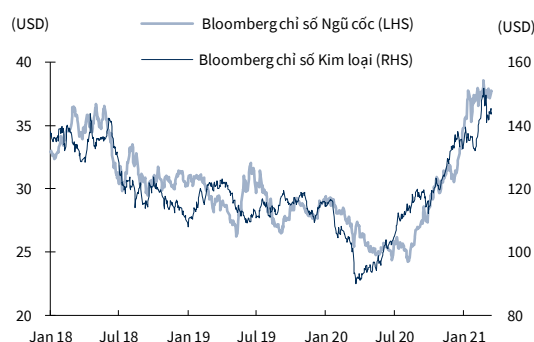
Thị trường đã xuất hiện những lo lắng về những tín hiệu cảnh báo lạm phát của Mỹ gia tăng trong thời gian tới, thể hiện qua mức độ tăng cao của giá nguyên vật liệu đầu vào, chi phí sản xuất, chi phí vận chuyển hàng hóa và qua mức tăng trưởng cung tiền đột biến của Fed.

Biểu đồ 9. Mỹ - Chỉ số ISM giá sản xuất và ISM giá dịch vụ (điểm)



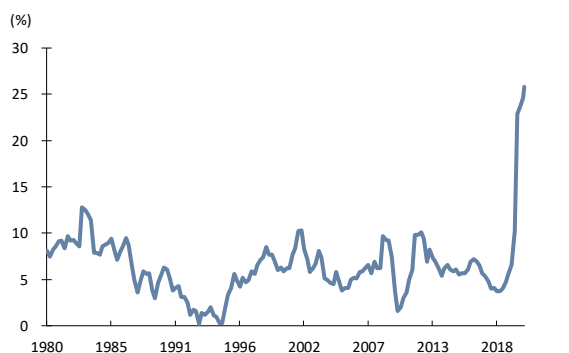
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 10. Chỉ số Bloomberg hàng hóa – nguyên vật liệu đầu vào (USD)



Nguồn: GSO, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 11. Mỹ - Thay đổi cung tiền M2 (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 12. Chi phí vận chuyển 40ft container từ Thượng Hải (TQ) đi Los Angeles (Mỹ) (USD)



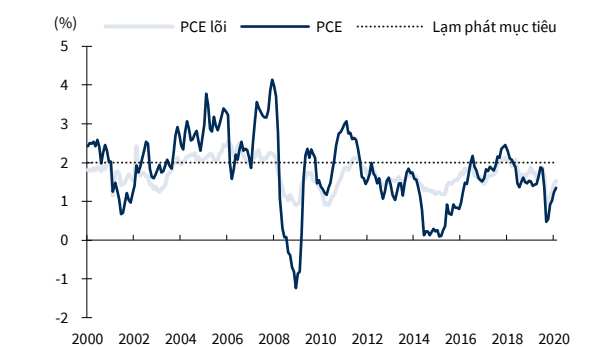
Nguồn: Drew World Container Index, KB Securities Vietnam

Chúng tôi kì vọng áp lực lạm phát của Mỹ chỉ mang tính thời điểm trong ngắn hạn. Cơ sở cho nhận định trên bao gồm (1) Đột biến giá do lệch pha bất thường về cung – cầu sẽ quay lại mức ổn định khi các hoạt động kinh tế dần được bình thường hóa; (2) Nguồn cung tiền M2 của Mỹ dù lớn nhưng được “trung hòa” bởi mức giảm của vận tốc tiền tệ* (velocity).

(*): vận tốc tiền tệ = GDP/ Cung tiền (M1 hoặc M2) là thước đo số lần tiền chuyển từ thực thể này sang thực thể khác của nền kinh tế trong một khoảng thời gian nhất định. Vận tốc tiền tệ giảm khi tăng trưởng GDP không theo kịp tăng trưởng cung tiền, qua đó làm giảm áp lực lạm phát của nền kinh tế.

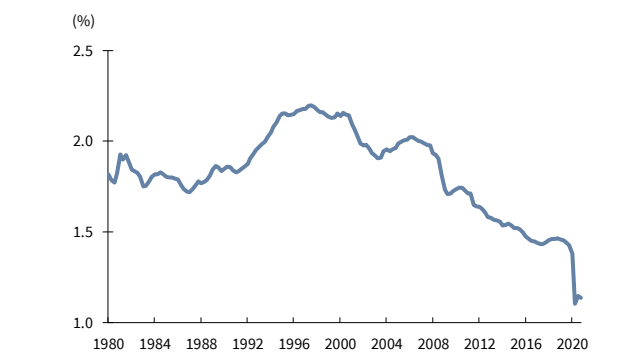
Chính sách tiền tệ nới lỏng của Fed có thể vẫn được giữ nguyên, thể hiện qua (1) chính sách điều hành tiền tệ cho phép lạm phát duy trì trên 2% “trong một khoảng thời gian nhất định”; và (2) các phát biểu và tín hiệu nhất quán về việc giữ nguyên chính sách tiền tệ cho đến khi kinh tế Mỹ hồi phục. Dù vậy, các tín hiệu lạm phát và những thay đổi trong ngôn ngữ của Fed vẫn cần được theo sát kỹ trong thời gian tới.

Biểu đồ 13. Mỹ - Chỉ số PCE và PCE lõi (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 14. Mỹ - Vận tốc tiền tệ (%)

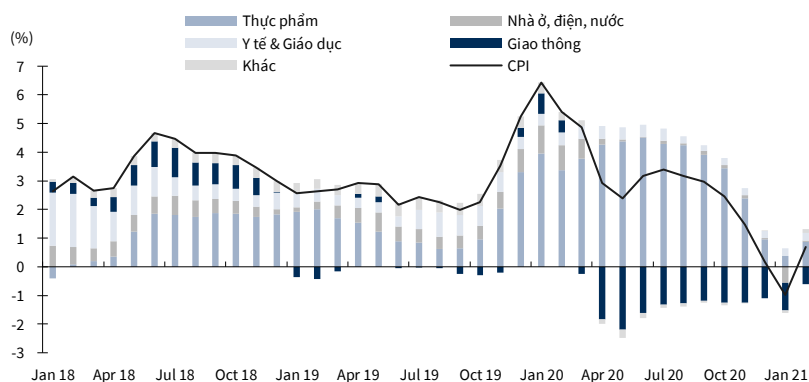


Nguồn: Drew World Container Index, KB Securities Vietnam

Mặc dù xuất hiện một số yếu tố rủi ro tới lạm phát, chúng tôi kì vọng lạm phát của Việt Nam vẫn được kiểm soát tốt nhờ (1) giá thực phẩm, bao gồm giá lợn, hạ nhiệt “bù đắp” cho giá giao thông tăng trở lại; (2) giá dịch vụ y tế có thể sẽ giữ nguyên để giảm áp lực lạm phát; và (3) chính sách tiền tệ nới lỏng ở mức vừa phải nên không gây áp lực lên lạm phát lõi.

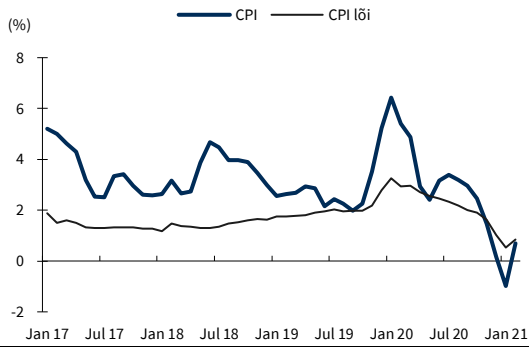
Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ giữ nguyên chính sách tiền tệ như hiện tại. Mức lãi suất điều hành hiện tại được xem là phù hợp để tạo môi trường nới lỏng cần thiết giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mà vẫn tránh tạo áp lực lạm phát lớn.

Biểu đồ 15. Việt Nam – Cơ cấu CPI (%)



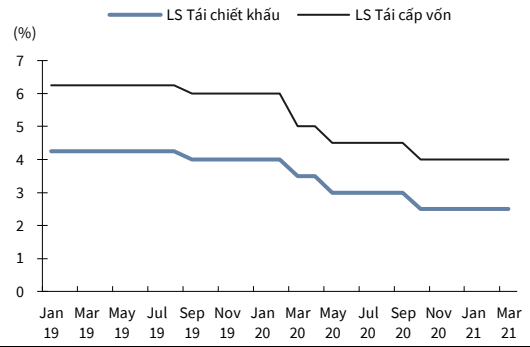
Nguồn: GSO, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 16. Việt Nam – CPI và CPI lõi (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 17. Việt Nam – Lãi suất điều hành và lãi suất ON (%)



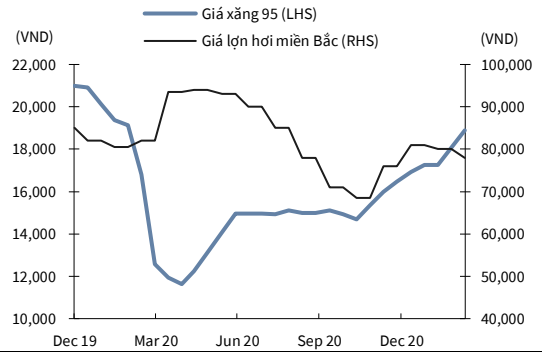
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 18. Việt Nam – Mặt bằng lợi suất trái phiếu (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 19. Việt Nam – Diễn biến giá xăng và giá thịt lợn



Nguồn: KB Securities Vietnam thu thập

3. Lợi suất trái phiếu 10 năm của Mỹ, Đồng Dollar và Dòng tiền NĐTNN – rủi ro cần được theo dõi

Lợi suất trái phiếu 10Y của Mỹ đang trong xu hướng hồi phục trở lại, phản ánh kỳ vọng kinh tế hồi phục mạnh mẽ nhưng cũng thể hiện lo ngại của NĐT về rủi ro lạm phát và khả năng Fed sẽ nâng lãi suất trong tương lai. Đà tăng của lợi suất trái phiếu là điều không tránh khỏi nhưng tốc độ tăng nhanh trong thời gian ngắn là điều làm chúng tôi lo lắng bởi có thể gây xáo trộn tiêu cực tới TTCK. Lợi suất breakeven 10 năm lên mức cao nhất kể từ sự kiện “Taper Tantrum” năm 2013. Đi cùng với đó, đồng USD cũng đã dần phục hồi từ đáy tháng 1/2021 tạo ra sức ép “kép” lên dòng tiền của khối ngoại.

Biểu đồ 20. Mỹ - Lợi suất Breakeven 10 năm (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

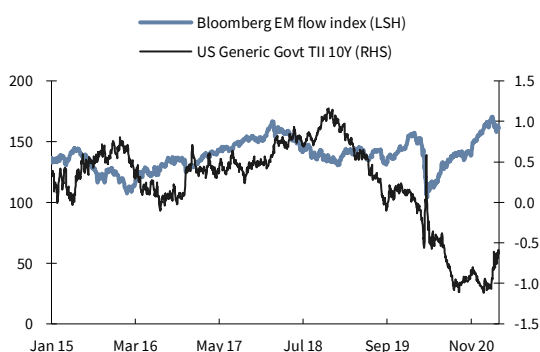
Biểu đồ 21. Chỉ số DXY (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

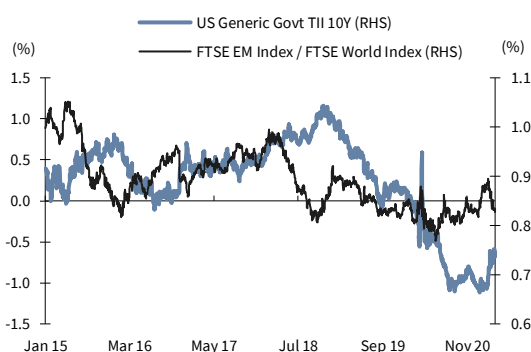
Áp lực bán ròng của NĐTNN vẫn lớn. Các TTCK mới nổi, bao gồm Việt Nam, thường đặc biệt nhạy cảm với những biến động tiêu cực của lợi suất trái phiếu Mỹ cũng như đồng USD, phản ánh qua mối quan hệ ngược chiều với dòng tiền khối ngoại, diễn biến giá. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực rút ròng khối ngoại ở TTCK Việt Nam không quá tiêu cực khi so với các nước trong khu vực. Bên cạnh đó, kênh ETF, đặc biệt là ETF nội địa, vẫn được xem là điểm sáng thu hút dòng tiền NĐTNN.

Biểu đồ 22. Tương quan chỉ số Bloomberg EM flow index và lợi suất thực trái phiếu 10 năm của Mỹ (điểm, %)



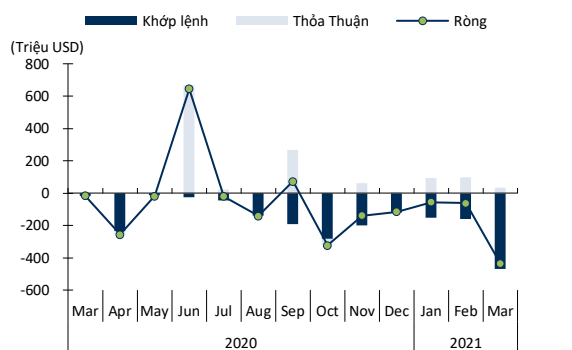
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 23. Tương quan lợi suất thực trái phiếu 10 năm của Mỹ & diễn biến VNIndex so với FTSE World Index (điểm, %)



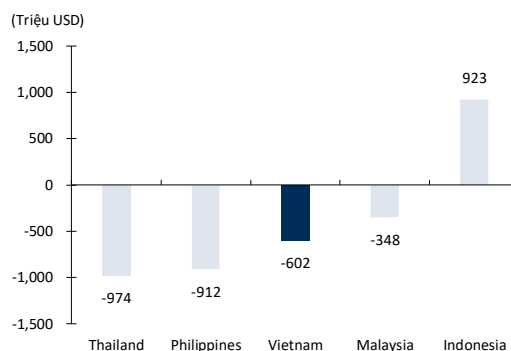
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 24. Việt Nam – Dòng tiền NĐTNN (%)



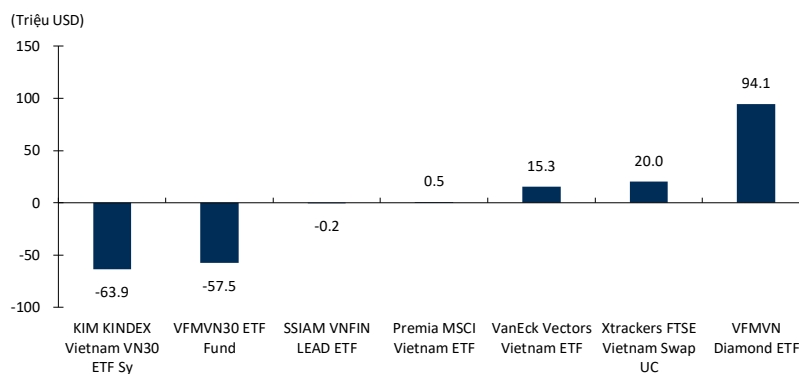
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 25. Dòng tiền NĐTNN trong khu vực (Triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 26. Việt Nam – Dòng tiền ETF (Triệu USD)



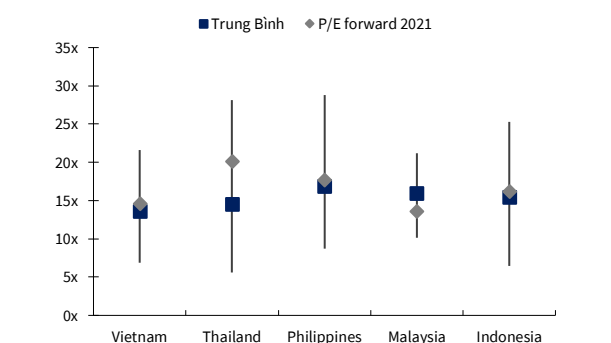
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG

Chúng tôi đặt kỳ vọng chỉ số VNIndex sẽ hướng tới mốc 1,250 điểm ngay trong quý 2 tới đây khi mà các so sánh tương đối (với các thị trường trong khu vực và với dữ liệu lịch sử) cho thấy chỉ số VNIndex vẫn đang ở vùng giá hấp dẫn trong bối cảnh các yếu tố hỗ trợ tích cực đang có phần vượt trội so với các yếu tố ảnh hưởng tiêu cực. Trong đó, các yếu tố hỗ trợ chính bao gồm: 1) Fed và các NHTW lớn trên thế giới vẫn giữ nguyên chính sách tiền tệ nới lỏng; 2) Kinh tế Việt Nam và thế giới phục hồi hậu Covid-19; 3) Dịch bệnh Covid-19 ở Việt Nam được kiểm soát tốt và dịch bệnh trên toàn cầu được đẩy lùi nhờ tăng tốc phân phối vaccine; 4) Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp của quý 1 năm trước.

So sánh P/E của các thị trường trong khu vực, có thể thấy P/E forward 2021 của VN-Index thấp hơn tương đối so với các nước khác. Ngoài ra, tương quan P/E forward 12 tháng với 2 chỉ số tiêu chuẩn khác là FTSE- EM Index thì giá trị so sánh của VNIndex vẫn đang ở mức thấp trong nhiều năm qua.

Biểu đồ 27. Diễn biến P/E forward 12 tháng của VN-Index và các nước khu vực (2009 – 2021)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 28. Diễn biến P/E forward 12 tháng của VN-Index so với FTSE EM Index



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Bảng 2. Các yếu tố chính tác động đến thị trường trong năm 2021

Yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra	Yếu tố rủi ro	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra
Chính sách nới lỏng của các NHTW, bao gồm Việt Nam	Mạnh	Cao	Áp lực bán rộng của NĐTNN do lợi suất trái phiếu Mỹ và USD tăng	Mạnh	Cao
Đẩy mạnh đầu tư công	Trung Bình	Cao	Làn sóng Covid-19 thứ 4 ở Việt Nam	Trung Bình	Cao
Xu hướng nới lỏng cách ly và thông tin về sản xuất vaccine	Trung Bình	Cao	Rủi ro lạm phát và lãi suất trong nước tăng	Mạnh	Trung bình
Dòng tiền mới dồi dào	Trung Bình	Trung Bình	Phân phối vaccine rộng rãi chậm và gặp khó khăn	Trung Bình	Trung Bình

Nguồn: KB Securities Vietnam

CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ Q2 2021

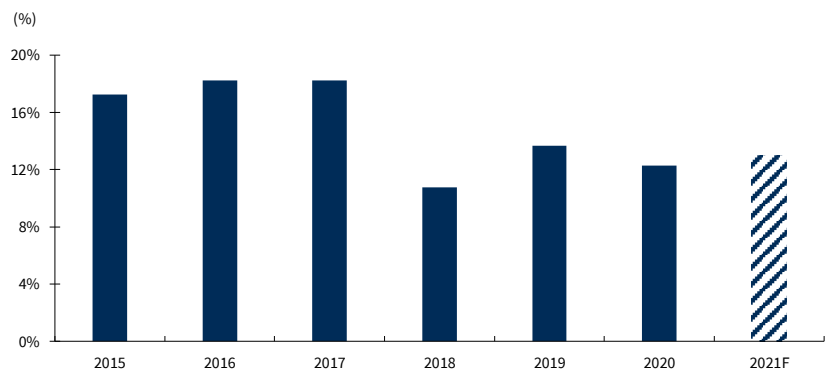
1. Kinh tế hồi phục

Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp: Ngân hàng, Bất động sản

Hoạt động kinh doanh của 2 nhóm này chịu ảnh hưởng lớn bởi tăng trưởng GDP. Với ngân hàng, chúng tôi kì vọng nợ tái cấu trúc sẽ suy giảm cùng với việc trích lập sẽ không quá lớn khi mà các doanh nghiệp khôi phục dần hoạt động sản xuất sau dịch. Đi cùng với đó, chúng tôi cũng lạc quan vào triển vọng tín dụng của toàn ngành ngân hàng, ở mức tốt giúp hồi phục nền kinh tế.

Với bất động sản, chúng tôi cho rằng tín dụng bất động sản sẽ diễn biến khởi sắc khi nhu cầu vay mua nhà tăng lên cùng với việc nhiều dự án mới dần được gỡ bỏ vướng mắc về thủ tục.

Biểu đồ 29. Việt Nam – Tăng trưởng tín dụng (nghìn tỷ, %)



Nguồn: Tổng cục thống kê, KB Securities Vietnam

2. Nhu cầu hàng hóa gia tăng

Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp: nguyên vật liệu xây dựng (thép, đá...) và hàng hóa (gạo, cao su, cà phê...)

Một số yếu tố hỗ trợ nhóm ngành này bao gồm:

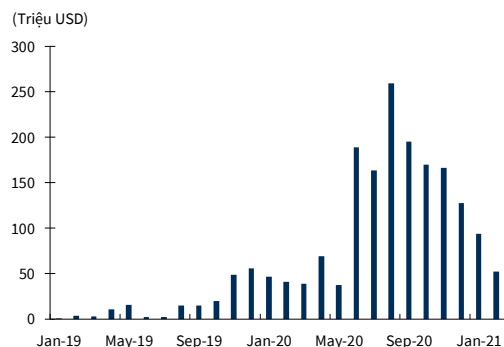
- Nhu cầu tăng cao từ việc đẩy mạnh hoạt động đầu tư công. Cụ thể, một số dự án trọng điểm đường cao tốc Bắc – Nam đang gặp phải vấn đề thiếu nguồn nguyên vật liệu xây dựng cao tốc.
- Nhu cầu tiêu thụ hàng hoá có dấu hiệu được cải thiện trong các tháng đầu năm từ cả thị trường nước ngoài (xuất khẩu quý I ước tăng 22% yoy), và thị trường trong nước (tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 3/2021 tăng 9.2% so với cùng kỳ năm trước).
- Nhu cầu thép từ Trung Quốc gia tăng khi nền công nghiệp Trung Quốc bắt đầu mở rộng trở lại; và ngành thép của Trung Quốc đang phải chịu kiểm soát về vấn đề ô nhiễm môi trường chặt chẽ hơn.
- Nguồn cầu nông sản cao từ Trung Quốc hậu Covid-19.
- Nhóm ngành hàng hóa cũng được xem là một loại tài sản bảo vệ NĐT trước rủi ro lạm phát.

Biểu đồ 30. Chỉ số Bloomberg Commodity Index (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 31. Xuất khẩu thép sang TQ (Triệu USD)



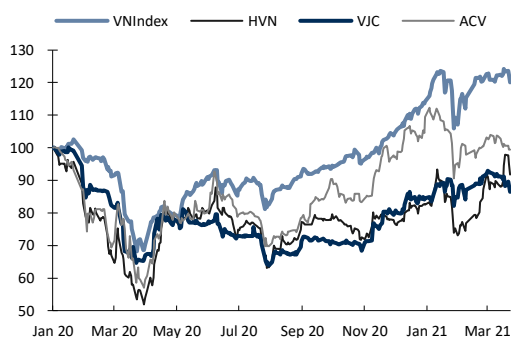
Nguồn: Tổng cục hải quan, KB Securities Vietnam

3. Các nhóm chịu ảnh hưởng bởi Covid-19

Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp: hàng không, dịch vụ hàng không, du lịch

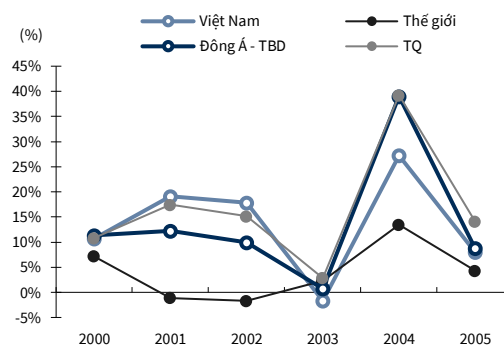
Chúng tôi kì vọng hoạt động du lịch, vận tải sẽ gia tăng mạnh mẽ trong thời gian tới nhờ (1) việc đẩy nhanh triển khai tiêm chủng vaccine giúp kiểm soát dịch bệnh Covid-19; (2) Việt Nam đã bắt đầu nghiên cứu tính khả thi của “hộ chiếu vaccine”, giúp Việt Nam có thể sớm đón khách du lịch quay trở lại.

Biểu đồ 32. Diễn biến giá cổ phiếu ngành hàng không so với VN-Index (mốc ban đầu = 100)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 33. Tăng trưởng hành khách hàng không hồi phục nhanh chóng sau đại dịch SARS



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Bất động sản

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: VHM, KDH,
NLG, DXG

Covid 19 cùng với các khó khăn trong thủ tục pháp lý dự án đã ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường BĐS nhà ở tại cả Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh khi số lượng căn hộ mở bán và tiêu thụ trong cả năm 2020 chỉ bằng khoảng 40%-50% so với cả năm 2019. Điểm tích cực là tỷ lệ tiêu thụ/mở bán mới vẫn ở mức cao, khoảng 87% tại HCM và 103% tại Hà Nội, mức giá bán duy trì đi ngang tại HN và tăng khoảng 6% tại HCM. Sự sôi động của thị trường BĐS nhà ở chủ yếu nằm tại các tỉnh ven đô thị lớn hoặc ven biển như Đồng Nai, Bình Dương, Bình Định, Quảng Ninh... khi các sản phẩm đất nền, biệt thự nghỉ dưỡng hoặc căn hộ nghỉ dưỡng thu hút được dòng tiền đầu tư và có giao dịch khá sôi động.

Chúng tôi kì vọng những vấn đề pháp lý tại Tp.HCM sẽ được tháo gỡ dần trong quý 2/2021 khi chính quyền mới tại Tp.HCM đi vào hoạt động ổn định. Chúng tôi cũng nhận thấy một số dấu hiệu cho thấy điều đó khi một số dự án BĐS tại Quận 1 và Tp. Thủ Đức chuẩn bị được giới thiệu ra thị trường như Grand Marina Ba Son, Masterise Lumiere...

Điểm nhấn đầu tư đối với ngành BĐS trong quý 2/2021 vẫn là dòng vốn đầu tư công tại 1 số dự án lớn như cao tốc Bắc - Nam, cao tốc Biên Hòa- Vũng Tàu, sân bay Long Thành và khả năng khởi động lại các dự án trong các quận trung tâm Tp.HCM. Môi trường lãi suất thấp cũng là một yếu tố quan trọng thúc đẩy nhu cầu vay vốn mua nhà hoặc đầu tư BĐS trong năm 2021.

Những doanh nghiệp có quỹ đất sạch lớn với đầy đủ pháp lý và có cơ cấu tài chính an toàn và tiến độ bán hàng khả quan trong năm 2021 là các cơ hội đầu tư khi thị trường ổn định hơn sau dịch Covid 19, tiêu biểu là các cổ phiếu VHM, KDH, NLG, DXG.

Khối phân tích doanh nghiệp - KBSV

Bất động sản **Triển vọng: Tích cực**

KCN

Mã tiêu biểu: KBC, VGC, PHR, NTC

Đại dịch Covid 19 đã làm chậm lại dòng vốn FDI trong năm 2020 và cả 2 tháng đầu năm 2021. Tuy nhiên, vốn FDI đã tăng tốc từ tháng 3/2021, lũy kế tới 20/3, tổng vốn FDI đăng ký đạt 10.13 tỷ USD, +18.5% yoy. Trong đó, vốn FDI đăng ký mới đạt 7.2 tỷ USD, +30.6% yoy. Chúng tôi kì vọng sự phục hồi của dòng vốn FDI tiếp tục diễn ra trong các quý tiếp theo của 2021, khi vaccine đã được sử dụng tại nhiều nước, giúp đẩy nhanh tốc độ mở cửa lại nền kinh tế.

Về triển vọng trung hạn, ngành BĐS KCN Việt Nam có thể được hưởng lợi từ các hợp đồng thương mại tự do (FTAs) được ký kết và làn sóng dịch chuyển của các công ty khỏi Trung Quốc. Theo đó, nhu cầu cho đất KCN và nhà xưởng xây sẵn tăng cao. Bên cạnh đó, đẩy mạnh đầu tư công giúp tăng kết nối giữa các vùng, kết nối Việt Nam với quốc tế cũng là yếu tố thu hút FDI trong tương lai.

Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý bao gồm KBC, VGC, PHR, NTC. Đây là các doanh nghiệp có quỹ đất thương phẩm lớn, vị trí thuận lợi tại các vùng kinh tế lớn là vệ tinh sản xuất xung quanh HN và Tp. HCM.

Khối phân tích doanh nghiệp - KBSV

Điện lực

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: HND, NT2,
SJD, TMP

Theo WB, GDP Việt Nam được dự báo tăng trưởng 6.5%, kéo theo đó là nhu cầu sử dụng điện phục vụ sản xuất kinh doanh tăng. Tiêu thụ 2 tháng đầu năm 2021 đạt 33.6 tỉ kWh, tăng 4.3% so với cùng kì, với mức tăng này còn thấp tuy nhiên do dịch covid bùng phát trong cộng đồng tại Hải Dương và dịp tết nguyên đán 2021. Chúng tôi kì vọng nhu cầu tiêu thụ điện sẽ hồi phục và tăng trưởng với tốc độ 8-10% trong năm 2021, phù hợp với ước tính chung của EVN.

Điểm nhấn đầu tư đối với ngành điện trong quý 2 gồm:

1) 65% xác suất xảy ra hiện tượng La Nina, sẽ vẫn là động lực cho các nhà máy thủy điện sau 2 năm chịu ảnh hưởng nặng nề bởi hiện tượng Elnino như SJD, TMP, CHP, SBA...

2) Mùa trả cổ tức bằng tiền mặt đối với các nhà máy nhiệt điện sau những năm “được mùa” 2019-2020 là cao điểm của nhà máy nhiệt điện, với mức cổ tức với tỉ suất sinh lời từ 6-10% như HND, QTP, PPC, NT2,...

3) các nhà máy điện gió hoàn thành và đóng điện trước 1/11/2021 sẽ được hưởng lợi từ giá bán điện cao với giá bán điện trong đất liền là 1.927 đồng/kWh, điện gió biển là 2.223 đồng/kWh, cụ thể là PC1 sẽ đóng điện 3 dự án điện gió gồm Liên Lập, Phong Huy và Phong Nguyên trong quý 4/2021, và GEG cũng có 3 dự án điện gió 130 MW đóng điện vào quý 4/2021.

4) Nhiều nhà máy điện đang từng ngày giảm bớt phần lớn nợ vay, giúp cải thiện chi phí lãi vay và kết quả kinh doanh. Sau khi trả hết nợ vay, dòng tiền cho vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp sẽ là rất lớn và nhiều khả năng sẽ tăng khả năng chi trả cổ tức tiền mặt như PPC, NT2, HND, QTP, POW...

Khối phân tích doanh nghiệp – KBSV

Cảng Biển

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: GMD, VSC,
HAH

Việt Nam là một trong các quốc gia có tốc độ tăng trưởng lưu lượng Container ấn tượng nhất thế giới. Lưu lượng container qua cảng của Việt Nam có mức tăng trưởng kép đạt 10.9%, cao nhất trong top 6 các nước Đông Nam Á có sản lượng container cập cảng lớn nhất. Chúng tôi kì vọng mức tăng trưởng kép đạt 9%/năm vẫn sẽ được duy trì trong 5 năm tới dựa trên: (1) Hoạt động giao thương thế giới hồi phục sau dịch Covid-19; (2) Dòng vốn FDI tiếp tục chảy vào Việt Nam; (3) Ảnh hưởng các hiệp định FTA; (4) Chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu.

Tính trong 2 tháng đầu năm 2021, tổng trọng tải cụm cảng Hải Phòng tăng 6.1% YoY nhờ đà hồi phục của tổng kim ngạch xuất nhập khẩu, tăng 25.5% YoY. KBSV kì vọng mức tăng trưởng cao đối với cụm cảng Hải Phòng trong năm 2021 dựa trên: (1) Mức nền thấp trong năm 2020 do ảnh hưởng của dịch Covid-19, (2) hệ thống hạ tầng được cải thiện, đẩy nhanh tốc độ lưu thông hàng hóa.

Theo kế hoạch từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư, cầu cảng 3,4 Lạch Huyện sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2023. Đáng chú ý, UBND TP Hải Phòng đã chọn CTCP Tập đoàn Hateco là nhà thầu cho dự án cầu cảng 5-6 khu vực Lạch Huyện, dự kiến có thể đi vào hoạt động năm 2025. Việc tăng số lượng cầu cảng cụm cảng Lạch Huyện sẽ gây sức ép không nhỏ cho các cảng hạ nguồn và thượng nguồn trong thời gian tới.

Vấn đề cơ sở hạ tầng kết nối tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đang từng bước được giải quyết. Mới đây, dự án xây cầu Phước An kết nối cảng biển Cái Mép – Thị Vải với cao tốc phía Nam đã được phê duyệt chủ trương với vốn đầu tư 5,000 tỷ VND. Cùng với đó, phương án đầu tư cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu cũng đã được chốt theo 2 giai đoạn với tổng vốn đầu tư 23,693 tỷ VND. Bài toán hạ tầng đang được giải quyết giúp triển vọng tăng trưởng của cụm cảng Cái Mép-Thị Vải vốn đã tích cực trở nên hấp dẫn hơn. Theo thông tin KBSV thu thập được, bất chấp dịch Covid-19, năm 2020 tổng sản lượng cập cảng đạt 7.2 triệu TEU, vượt công suất thiết kế là 6.8 triệu TEU. Trong khi đó, dự án cảng Gemalink với công suất 1.5 triệu TEU đã hoàn thành và bắt đầu đón những chuyến tàu đầu tiên từ tháng 1/2021.

Khối phân tích doanh nghiệp – KBSV

CNTT

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: FPT,
CMG

Mảng gia công phần mềm tăng trưởng tốt trong 2 tháng đầu năm 2021. Với số lượng đơn hàng ký mới tăng mạnh cùng triển vọng nhu cầu hồi phục tốt từ các doanh nghiệp sau khi dịch Covid kết thúc hứa hẹn một năm 2021 tăng trưởng mạnh.

Tiềm năng tăng trưởng mảng gia công phần mềm vẫn khả quan do (1) Nhu cầu cao trên thế giới. Mảng gia công phần mềm không đòi hỏi hàm lượng chất xám cao nhưng số lượng nhân sự lớn, hiện các nước đều đang có tình trạng thiếu hụt nhân sự. (2) Chi phí nhân công kỹ sư phần mềm của Việt Nam đang ở mức thấp so với các quốc gia là lợi thế cạnh tranh lớn. Tuy nhiên, chi phí nhân sự đang tăng mạnh trong thời gian gần đây do áp lực cạnh tranh nhân sự, là yếu tố cần theo dõi, có thể ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng dài hạn của các doanh nghiệp.

Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng xuất khẩu phần mềm sẽ được cải thiện trong trung hạn nhờ: (1) Đối tác quốc tế tin tưởng, có nhiều hợp đồng hàm lượng chất xám và giá trị gia tăng cao hơn; (2) Nhu cầu chuyển đổi số của các doanh nghiệp trong nước tăng.

Mảng internet băng thông rộng vẫn duy trì tăng trưởng bất chấp dịch Covid-19. Hết tháng 2/2021, Tổng số thuê bao băng rộng cố định đạt 17.194 triệu thuê bao, tăng 2.95% Ytd và 12.5% YoY. Lũy kế 2 tháng đầu năm, số lượng thuê bao mới đạt 495.2 nghìn thuê bao, tăng 3.9% YoY. Trong dài hạn, KBSV cho rằng dư địa tăng trưởng vẫn còn tuy nhiên biên lợi nhuận gộp sẽ giảm do (1) Giá cước tại thị trường tình thấp hơn do mặt bằng thu nhập thấp; (2) Các doanh nghiệp chưa có hạ tầng sẽ phải thuê ngoài qua đó tăng chi phí vận hành.

Khối phân tích doanh nghiệp - KBSV

Ngân hàng

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: TCB, CTG,
VPB, ACB, VCB

2 tháng đầu năm 2021, tổng cầu thị trường còn thấp do trùng lịch nghỉ tết nguyên đán khiến tăng trưởng tín dụng tại Hà Nội và TP Hồ Chí Minh chỉ lần lượt tăng 0.6% Ytd và 1.5% Ytd. Tuy nhiên, dịch Covid-19 đang được kiểm soát tốt tại Việt Nam, các doanh nghiệp đẩy mạnh hoạt động sản xuất vào các quý sau cùng động thái cắt giảm lãi suất cho vay của các ngân hàng là cơ sở để KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng năm 2021 sẽ đạt mức 12-14%.

4Q2020, trong phạm vi 15 ngân hàng niêm yết được nghiên cứu, CASA được cải thiện mạnh mẽ là động lực giúp lãi suất huy động bình quân toàn thị trường theo trọng số giảm 41 bps QoQ, trong đó nhóm SOEs và nhóm NHTMCP hàng đầu hầu hết đều giảm mạnh trên 40 bps QoQ. Trong khi đó, lãi suất bình quân đầu ra 4Q2020 đạt 7.75%, giảm 29 bps QoQ khiến NIM 4Q2020 đạt 3.57%, tăng 3 bps QoQ.

4Q2020, các ngân hàng đẩy mạnh xử lý nợ xấu cùng với diễn biến dịch kiểm soát tốt, các doanh nghiệp có thể trả nợ trở lại khiến tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống đạt 1.34%, giảm 44 bps QoQ. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 109.1%, tăng 19.6% điểm QoQ trong đó VCB, ACB và TCB có mức trích lập cao nhất, lần lượt đạt 370.4%, 160.3% và 171.0%. Áp lực trích lập năm 2021 sẽ giảm bớt khi thông tư 01/2020/TT-NHNN đang trong quá trình sửa đổi theo hướng các ngân hàng trích lập dự phòng đúng với bản chất khoản nợ, tuy nhiên vẫn giữ nguyên nhóm nợ để hỗ trợ doanh nghiệp không bị tăng lãi suất và lộ trình trích lập sẽ diễn ra trong 3 năm tính từ năm 2021 để tránh gây cú sốc lợi nhuận cho các ngân hàng.

Các thách thức về vốn hóa vẫn còn khi các khoản nợ xấu mới phát sinh từ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID sẽ làm tăng giá trị tài sản rủi ro, từ đó sẽ đặt ra những thách thức về vốn hóa hơn cho các ngân hàng và đẩy mạnh nhu cầu tăng vốn trong năm 2021, đặc biệt các ngân hàng có CAR dưới 10%.

Những ngân hàng có cơ bản tốt, đã trích lập dự phòng lớn và có nhiều điểm nhấn đầu tư như chuyển sàn, ghi nhập thu nhập bất thường... trong năm 2021 là các cơ hội đầu tư thích hợp theo lựa chọn của chúng tôi, tiêu biểu như VCB, TCB, CTG, VPB, ACB.

Khối phân tích doanh nghiệp – KBSV

Bán lẻ

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: MWG, PNJ

Do ảnh hưởng của dịch Covid 19 bùng phát trở lại và đợt nghỉ Tết Nguyên đán, hoạt động thương mại và dịch vụ tháng 2/2021 giảm so với tháng trước tuy nhiên vẫn cho thấy một vài tín hiệu hồi phục tích cực. Doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tháng 2 tăng 2% YoY, lũy kế 2 tháng đầu 2021 đạt 904.5 nghìn tỷ, +5.5%yoy. Sự hồi phục này cho thấy nhu cầu tiêu dùng của các hộ gia đình cũng như sự lạc quan của người tiêu dùng vẫn tiếp tục tăng trong quý 2/2021. Về dài hạn, sự phục hồi của nền kinh tế sau dịch cũng như tiềm năng lớn từ nhu cầu tiêu dùng của tầng lớp trung lưu đang ngày càng gia tăng sẽ là động lực cho ngành bán lẻ trong những năm tới.

Trong Q2 2021, theo kịch bản cơ sở dịch Covid-19 không tiếp tục bùng phát tại Việt Nam, ngành bán lẻ dự báo sẽ phục hồi. Điều này đã được phần nào thể hiện với MWG khi doanh thu lũy kế 2 tháng đầu năm đạt 21.5 nghìn tỷ, +5%yoy. Mặc dù 100 cửa hàng TGDD và DMX phải đóng cửa trong đợt dịch bùng phát trở lại, doanh thu của TGDD và DMX vẫn duy trì đi ngang so với cùng kỳ, trong khi đó doanh thu BHX tăng 50% yoy. Đối với PNJ, doanh thu tháng 1/2021 đạt 2170 tỷ, +30% yoy, lợi nhuận sau thuế tăng nhẹ 2.5% yoy chủ yếu nhờ hoạt động bán lẻ tăng trưởng 10% yoy, hoạt động bán vàng miếng tăng mạnh 79%yoy. Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian sắp tới, nhu cầu tiêu dùng của người dân tiếp tục tăng trưởng tốt và dịch chuyển theo hướng thương mại hiện đại, theo đó những cổ phiếu bán lẻ tận dụng được cả kênh offline và online sẽ được hưởng lợi.

Khối phân tích doanh nghiệp - KBSV

Thủy sản

Triển vọng: Tích cực

Mã tiêu biểu: FMC, VHC

Lũy kế 2 tháng đầu năm, xuất khẩu tôm Việt Nam đạt 380 triệu USD (-1% YoY), chúng tôi dự kiến xuất khẩu sẽ hồi phục và tăng trưởng dương trong quý 2/2021 nhờ: 1) Tăng thị phần tại thị trường Trung Quốc và Mỹ khi các đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam (Ấn Độ, Ecuador) vẫn còn bị gián đoạn nguồn cung do đại dịch, 2) Tiếp tục giành thêm thị phần tại thị trường Mỹ từ đối thủ Trung Quốc giữa cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung, 3) EVFTA xóa bỏ thuế 4.2% đối với tôm đông lạnh nhập khẩu vào EU (thuận lợi cho FMC với doanh thu tập trung vào EU), 4) Doanh nghiệp xuất khẩu chủ lực là Minh Phú được hủy quyết định chống bán phá giá.

Xuất khẩu cá tra Việt Nam lũy kế 2 tháng đầu năm 2021 tăng 1,7% YoY, đạt 214 triệu USD chủ yếu do tăng trưởng mạnh ở thị trường châu Mỹ như Mỹ, Canada, Mexico, Columbia. Xuất khẩu cá tra Việt Nam kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng dương trong quý 2 nhờ: 1) Tác động của các FTA tại các thị trường Mỹ, EU, CPTPP và 2) Nhu cầu hồi phục mạnh sau đại dịch tại các thị trường xuất khẩu chủ lực.

Theo Vasep, xuất khẩu thủy sản dự báo tăng tốc từ tháng 3/2021 do các doanh nghiệp đã có sự chuẩn bị kỹ về nguồn cung. Ngoài ra các thị trường tiêu thụ thủy sản của Việt Nam dự báo cũng sẽ mở cửa dần nền kinh tế sau khi vaccine Covid 19 được phổ cập, dẫn tới thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thực phẩm của người dân. Hàng rào thuế quan đối với thủy sản Việt Nam cũng được tháo gỡ đáng kể khi các hiệp định FTA đi vào hiệu lực và áp lực từ thuế chống bán phá giá được giảm nhẹ hơn trong năm 2021.

Khối phân tích doanh nghiệp – KBSV

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công
conglt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền
huyenntt@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim
harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin
shin.sy@kbsec.com.vn

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Năm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.