

Triển vọng TTCK Việt Nam

4Q 2021

Phục hồi sau đại dịch

Dư địa tăng của thị trường trong quý 4 đã bị thu hẹp đáng kể dưới tác động của đợt dịch Covid-19 cùng với các quy định cách ly xã hội được áp dụng tại các thành phố lớn. Nhịp điều chỉnh sâu của thị trường trong tháng 7 đã phần nào phản ánh các tác động tiêu cực từ đợt bùng phát dịch vừa qua, trước khi thị trường bước vào nhịp đi ngang, hồi phục nhẹ trong tháng 8 và tháng 9. Chúng tôi đánh giá đà phục hồi này sẽ tiếp tục là xu hướng chủ đạo trong quý 4 khi tốc độ triển khai chương trình tiêm chủng vaccine được đẩy mạnh, quy định cách ly xã hội dần được nới lỏng tại các tỉnh thành, doanh nghiệp niêm yết bắt đầu quay trở lại hoạt động sản xuất kinh doanh trong trạng thái “bình thường mới”... Dù vậy, đà hồi phục sẽ không quá mạnh và mang tính phân hoá khi mà các quy định cách ly xã hội vẫn được áp dụng ở 1 mức độ nhất định đi kèm rủi ro bùng phát dịch bệnh trở lại ở một số khu vực, triển vọng kết quả kinh doanh các doanh nghiệp suy yếu trong quý 3 và chưa thể bắt đầu ngay trong quý 4. Sử dụng các so sánh tương quan với TTCK khu vực cũng như bản thân VNIndex trong quá khứ, kết hợp với các điều kiện thị trường ở thời điểm hiện tại, chúng tôi hạ dự phóng mức điểm phù hợp của chỉ số VNIndex vào thời điểm cuối năm từ 1,480 điểm (đưa ra trong báo cáo chiến lược 6 tháng) xuống 1,400 điểm (tương ứng P/E 2021 17.5 lần, TTM EPS 2021 bình quân các doanh nghiệp trong rổ VNIndex tăng 25%).

Chiến lược giao dịch chủ động mua thấp, bán cao bám theo xu hướng trung hạn của thị trường (swing trade) có thể mang lại hiệu quả đầu tư tốt trong quý 4. Với việc các điều kiện thị trường chưa thể được cải thiện đáng kể, trong khi các rủi ro vẫn hiện hữu cả trong nước (dịch Covid-19 tái bùng phát), và ngoại biên (FED đẩy nhanh tốc độ tăng lãi suất, nợ doanh nghiệp của Trung Quốc), các nhịp tăng vượt đỉnh của cổ phiếu là cơ hội để nhà đầu tư bán giảm tỷ trọng để dành dư địa hiện thực hoá lợi nhuận đối với các vị thế ngắn hạn. Ngược lại, với đánh giá xu hướng chủ đạo của thị trường trong quý 4 là hồi phục nhẹ, nhà đầu tư có thể tích lũy cổ phiếu nếu xuất hiện các nhịp điều chỉnh đáng kể. Nhóm cổ phiếu vốn hoá lớn tiếp tục nên được ưu tiên trong danh mục khi là nhóm có khả năng chống chịu tốt với các tác động xấu từ dịch Covid-19, đồng thời cũng là nhóm có sức bật tốt nhất khi nền kinh tế hoạt động ở trạng thái “bình thường mới”.

Trong quý 4 2021, Bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng các ngành bất động sản, bất động sản khu công nghiệp, điện, cảng biển, công nghệ thông tin, ngân hàng, thủy sản và dầu khí (*chi tiết về triển vọng ngành xem thêm ở phần VI của báo cáo*).

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

Thái Hữu Công
Chuyên viên chiến lược đầu tư
congth@anhhd.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên chiến lược đầu tư
anhhtt@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên vĩ mô
quyenlh@kbsec.com.vn

04/10/2021

KBSV Top pick

Mã	Giá mục tiêu	Ngày ra báo cáo	Lợi nhuận kỳ vọng
DBC	50,000	28/09	14.9%
VHM	97,200	22/09	24.1%
VNM	102,200	20/09	14.1%
HDG	70,600	14/09	21.7%
TCB	63,700	16/09	28.4%
BID	46,400	07/09	17.6%
FPT	104,300	27/08	12.2%
DBC	68,300	27/08	19.0%
VPB	75,400	10/08	14.4%
STK	54,100	17/08	12.2%
CTG	40,600	08/17	33.6%
HPG	64,700	05/08	22.3%
DXG	28,300	29/07	48.2%
PHR	65,700	28/07	25.1%
POW	13,800	05/07	15.5%
AST	68,900	29/06	21.9%

Chú thích: Lợi nhuận kỳ vọng tính theo giá đóng cửa ngày 30/9

“Nhà đầu tư tham khảo thêm danh mục đầu tư mẫu ở mục V của báo cáo”

MỤC LỤC

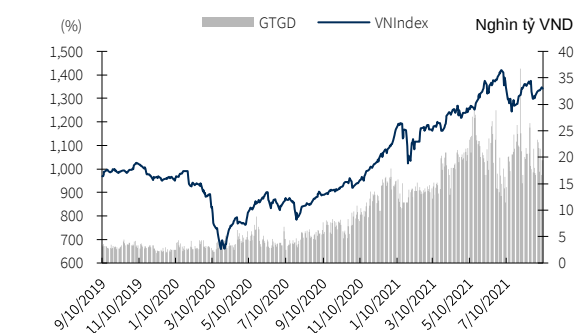
I. Triển vọng TTCK 2H 2021	3
II. Hoạt động sản xuất kinh doanh	5
III. Xu hướng dòng tiền	6
IV. Các yếu tố chính tác động đến thị trường	7
1. Làn sóng Covid-19 lần thứ 4	8
2. Chính sách tiền tệ của FED	11
3. Đầu tư công	13
V. Chủ đề đầu tư và danh mục đầu tư mẫu	15
VI. Triển vọng ngành	18
1. Bất động sản	18
2. Bất động sản khu công nghiệp	20
3. Điện lực	22
4. Cảng biển	23
5. Công nghệ thông tin	25
6. Ngân hàng	26
7. Bán lẻ	28
8. Thủy sản	29
9. Dầu khí	30

I. Triển vọng TTCK 4Q 2021

TTCK Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm trước khi biến động trời sục trong quý 3

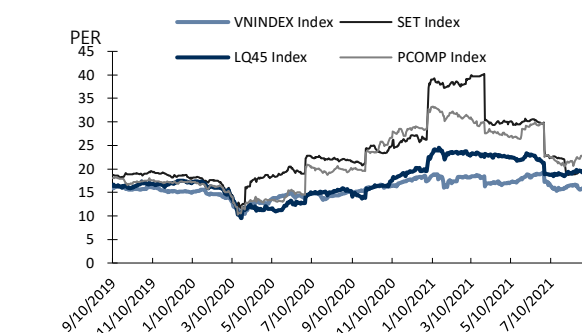
TTCK Việt Nam tăng mạnh trong nửa đầu năm, trước khi bước vào nhịp điều chỉnh và biến động giằng co trong quý 3 dưới ảnh hưởng của làn sóng dịch Covid-19 lần thứ 4. Tính từ đầu năm đến nay, chỉ số VNIndex đã tăng trưởng 20% về điểm số, trong khi giá trị giao dịch tăng 290% so với cùng kỳ, trong khi tính riêng giai đoạn quý III, con số này là -5% và 291%.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E các chỉ số chính nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

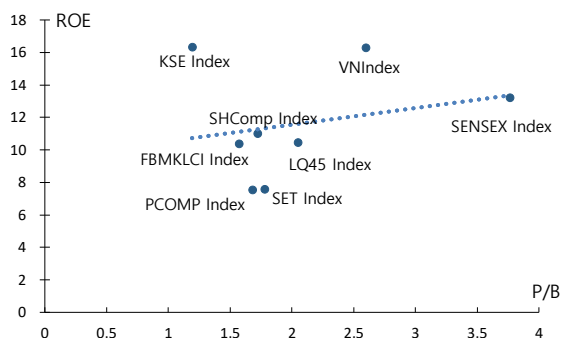
Định giá TTCK Việt Nam vẫn đang ở mức tương đối hấp dẫn

Với việc chỉ số VNIndex đã điều chỉnh đáng kể từ mức đỉnh được thiết lập vào đầu tháng 7, kết hợp với diễn biến tăng trưởng mạnh mẽ của EPS các doanh nghiệp niêm yết trong 2 quý đầu năm, P/E thị trường hiện tại đã giảm xuống 16 lần, xấp xỉ tương đương mức bình quân 2 năm gần nhất (15.8 lần) và thấp hơn đáng kể mặt bằng P/E các thị trường trong khu vực (Biểu đồ 2).

Dưới tác động phức tạp của đợt dịch Covid-19 lần thứ 4, chúng tôi đã hạ dự phóng tăng trưởng EPS trượt 12 tháng bình quân toàn thị trường năm 2021 xuống 25% (từ mức dự phóng 31% đưa ra vào cuối quý 2) với tăng trưởng được đóng góp chủ yếu từ diễn biến tăng mạnh mẽ ở 2 quý đầu năm trong khi giảm trong quý 3 và hồi phục nhẹ trong quý 4. Theo đó, P/E 2021 dự phóng của chỉ số VNIndex ở mức 16.8 lần (Biểu đồ 5). Đây không phải mức P/E thấp, tuy nhiên vẫn tương đối hấp dẫn đặt trong bối cảnh kỳ vọng lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trở lại sau khi dịch bệnh qua đi, nền kinh tế hoạt động bình thường trở lại, trong khi mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp.

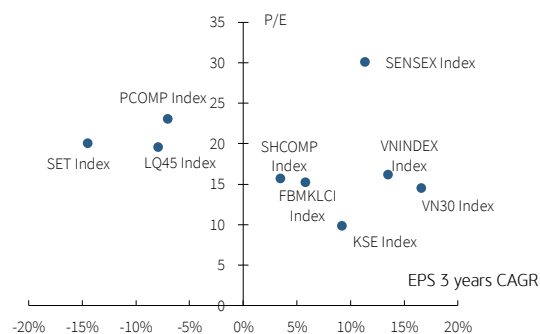
So sánh tương đối các chỉ số của VNIndex với nhóm các thị trường trong khu vực, TTCK Việt Nam có sự hấp dẫn vượt trội nhờ: i) trong điều kiện bình thường, các doanh nghiệp niêm yết có khả năng đạt mức tăng trưởng vượt trội so với các thị trường khác về lợi nhuận, khi hưởng lợi từ nền kinh tế tăng trưởng cao, môi trường lãi suất giảm, trong khi P/E thị trường ở mức trung bình thấp (Biểu đồ 4); ii) Xét theo tương quan P/B với ROE (Biểu đồ 3), TTCK Việt Nam cũng đang ở vùng giá hấp dẫn hơn tương đối so với hầu hết các thị trường Châu Á khác.

Biểu đồ 3. Tương quan P/B và ROE



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E và CAGR 3 năm EPS



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Vùng giá hợp lý chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm quanh mức 1,400 điểm

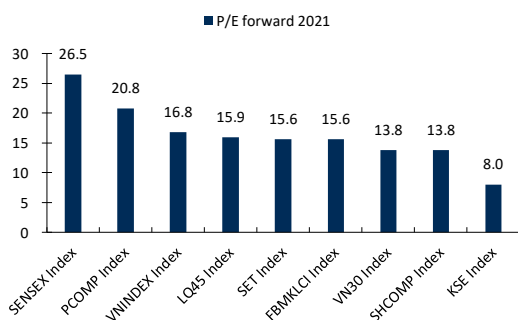
Với cơ sở dự báo các thành phố lớn như Hà Nội và Hồ Chí Minh sẽ đạt mức miễn dịch cộng đồng (70-80% dân số tiêm đủ 2 mũi) vào nửa sau quý 4, cùng với việc lạm phát trong tầm kiểm soát, chính sách tài khoá và tiền tệ mang tính hỗ trợ, lãi suất duy trì ở mức thấp, tỷ giá diễn biến ổn định, đầu tư công được đẩy mạnh, nền kinh tế và khối các doanh nghiệp dù bị ảnh hưởng nặng nề nhưng sẽ quay trở lại chu kỳ tăng trưởng vào đầu năm 2022, chúng tôi kỳ vọng mức P/E 2021 hợp lý quanh 17.5 lần. Kết hợp với dự phóng EPS 2021 bình quân các doanh nghiệp trên HSX tăng 25% so với cùng kỳ, vùng giá mục tiêu của chỉ số VNIndex cuối năm nay là 1,400 điểm.

Bảng 1. Các yếu tố chính tác động đến thị trường trong quý 4 năm 2021 (xem thêm phần IV của báo cáo)

Yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra	Yếu tố rủi ro	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra
Làn sóng Covid-19 lần thứ 4 được kiểm soát và lộ trình tiêm vaccin được đẩy nhanh	Mạnh	Trung bình	FED đẩy nhanh tốc độ tăng lãi suất, giảm chương trình mua vào tài sản, lợi suất trái phiếu chính phủ tăng	Mạnh	Trung bình
Các doanh nghiệp quay trở lại hoạt động trong trạng thái “bình thường mới”	Mạnh	Trung bình	Rủi ro tái bùng phát dịch Covid trong nước và trên thế giới	Mạnh	Trung bình
Đẩy mạnh đầu tư công	Trung Bình	Cao	Rủi ro lạm phát và lãi suất trong nước tăng	Mạnh	Thấp
Mặt bằng lãi suất duy trì mức thấp, dòng tiền mới dồi dào	Trung Bình	Cao	Rủi ro nợ doanh nghiệp tại Trung Quốc	Cao	Thấp

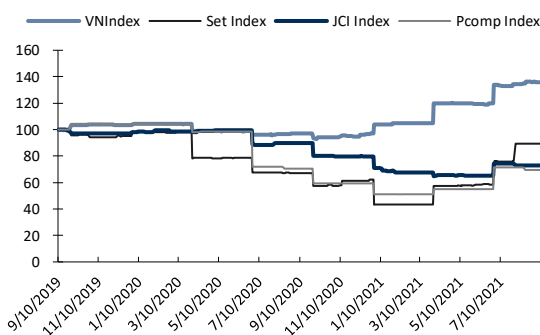
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 5. P/E forward 2021



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS các chỉ số chính nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

II. Hoạt động sản xuất kinh doanh

KQKD các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm

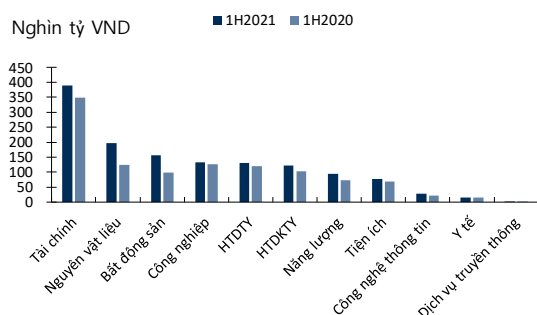
Hoạt động sản xuất kinh doanh của hầu hết doanh nghiệp niêm yết đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2021, đặc biệt tại các doanh nghiệp vốn hóa lớn nhờ sự phục hồi của nền kinh tế trong bối cảnh dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn nhiều quốc gia khác trong khu vực (trước khi làn sóng covid-19 lần thứ 4 bùng phát trở lại), mặt bằng lãi suất thấp tiếp tục được duy trì (chi phí lãi vay trên doanh thu ở hầu hết các ngành đồng loạt giảm – Biểu đồ 8), giá hàng hóa toàn cầu tăng mạnh giúp doanh thu tăng tại nhóm nguyên vật liệu khi so sánh với mức nền thấp cùng kỳ do ảnh hưởng nặng nề bởi dịch bệnh. Thống kê trên sàn HSX, tổng lợi nhuận của các doanh nghiệp tăng trưởng 71.8% YoY và doanh thu tăng 21.7% YoY, trong đó các ngành dẫn dắt đà tăng trưởng về lợi nhuận là nguyên vật liệu (+191.6% YoY), bất động sản (+81.8%), tài chính (+58.9%).

Đợt bùng phát dịch lần thứ 4 ảnh hưởng nghiêm trọng đến tăng trưởng các ngành trong nửa cuối năm

Đợt dịch bùng phát lần thứ 4 với mức độ ảnh hưởng nghiêm trọng đã tác động lớn đến hoạt động kinh doanh của nhiều doanh nghiệp, đặc biệt tại khu vực phía Nam, làm chững lại đà tăng trưởng đạt được kể từ đầu năm và đe dọa đến triển vọng tăng trưởng trong Q4/2021.

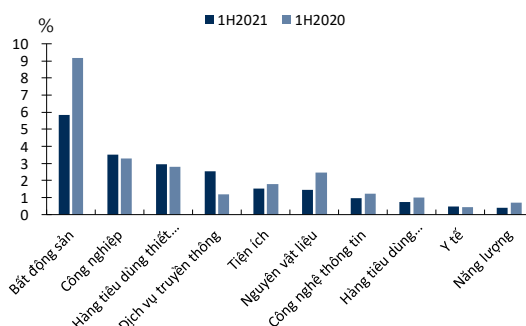
Mức độ hồi phục nền kinh tế trong quý cuối năm sẽ phụ thuộc lớn vào tình hình kiểm soát dịch bệnh trong nước, phương án nới lỏng giãn cách cùng các chính sách hỗ trợ của Chính phủ. Mặc dù cho rằng hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp trong quý 4 sẽ cải thiện hơn so với quý 3 nhờ: (1) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công cùng các gói hỗ trợ bổ sung; (2) các địa phương dần nới lỏng giãn cách; (3) mặt bằng lãi suất tiếp tục duy trì ở mức thấp và doanh nghiệp được gia hạn nợ giúp giảm bớt gánh nặng tài chính; tuy nhiên chúng tôi đánh giá tình hình kinh doanh trong Q4/2021 chưa thể có sự bứt phá mạnh mẽ do vẫn còn các hiệu ứng lan toả từ đợt cách ly nghiêm ngặt trong quý 3, đồng thời khả năng cao quy định cách ly xã hội vẫn áp dụng xuyên suốt quý 4 tại các thành phố lớn ở 1 mức độ nhất định (chỉ thị 15). Theo đó, chúng tôi hạ dự phóng FY2021 EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX xuống 25% (Biểu đồ 10) từ mức tăng trưởng 31% trong báo cáo 6 tháng, với đóng góp chủ yếu nhờ tăng trưởng trong nửa đầu năm và được dẫn dắt bởi các ngành nguyên vật liệu (+89%), tài chính (+33%)

Biểu đồ 7. Doanh thu 1H theo ngành



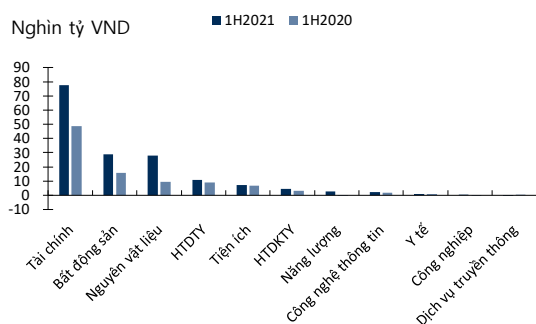
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 8. Chi phí lãi vay trên doanh thu



Nguồn: Bloomberg, KBSV

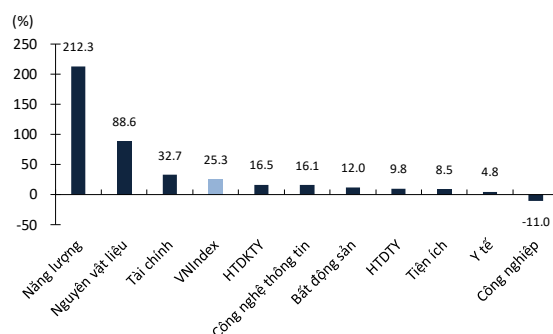
Biểu đồ 9. Lợi nhuận 1H theo ngành



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: HTDKTY – Hàng tiêu dùng không thiết yếu
HTDVT – Hàng tiêu dùng thiết yếu

Biểu đồ 10. Tăng trưởng dự phóng EPS 2021 các ngành so với năm 2020



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: dự phóng tăng trưởng EPS 2021 các ngành bằng phương pháp nội suy dựa trên consensus tăng trưởng EPS ở nhóm cổ phiếu vốn hoá lớn đầu ngành

III. Xu hướng dòng tiền

Kỳ vọng áp lực bán ròng của khối ngoại giảm bớt trong Q4/2021

Sau khi mua ròng mạnh mẽ trong tháng 7 nhờ sự đóng góp lớn từ việc quỹ Fubon FTSE Vietnam ETF đẩy mạnh giải ngân cổ phiếu Việt Nam, khối ngoại đã quay trở lại bán ròng kể từ tháng 8 do tình hình dịch bệnh Covid-19 tại Việt Nam diễn biến phức tạp khiến hoạt động sản xuất kinh doanh bị đình trệ, trong bối cảnh dòng vốn toàn cầu tiếp tục dịch chuyển sang các thị trường phát triển đang dần tái mở cửa nền kinh tế. Bên cạnh đó, lo ngại FED bắt đầu giảm chương trình mua tài sản và phát đi tín hiệu có thể tăng lãi suất khi kinh tế phục hồi tốt, đồng USD mạnh lên cũng là nguyên nhân làm giảm bớt sức hấp dẫn của TTCK Việt Nam. Dù vậy, với việc các quy định cách ly xã hội đang dần được nới lỏng, tốc độ triển khai chương trình tiêm vaccine tại các thành phố lớn được đẩy nhanh, chúng tôi kỳ vọng áp lực bán ròng của khối ngoại sẽ giảm bớt, tương ứng với sự cải thiện của KQKD quý 4.

Dòng tiền từ nhà đầu tư trong nước sẽ tiếp tục chiếm ưu thế

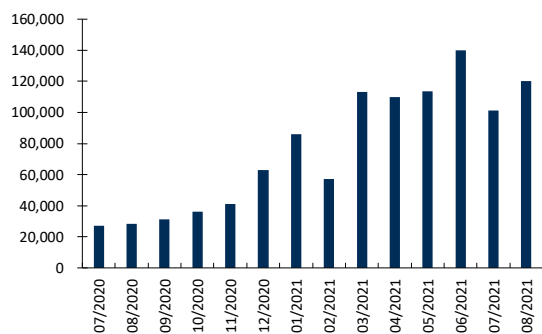
TTCK Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục thu hút dòng tiền từ nhà đầu tư cá nhân trong nước. Dù các quy định cách ly xã hội được nới lỏng có thể khiến 1 phần dòng tiền trên thị trường tìm đến các kênh đầu tư khác, chúng tôi cho rằng việc mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp kết hợp với triển vọng hồi phục kinh tế vĩ mô và hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết sau giai đoạn cách ly nghiêm ngặt sẽ là các yếu tố nứu giữ dòng tiền của nhà đầu tư cá nhân trong nước. Thêm vào đó, dòng vốn trên thị trường còn được hỗ trợ bởi xu hướng tăng vốn của các CTCK trong thời gian gần đây, giúp gia tăng nguồn vốn cho vay trên thị trường và đảm bảo nguồn margin không bị hạn chế ở các thời điểm thị trường biến động mạnh.

Biểu đồ 11. Lũy kế 3 tháng mua/bán ròng khối ngoại



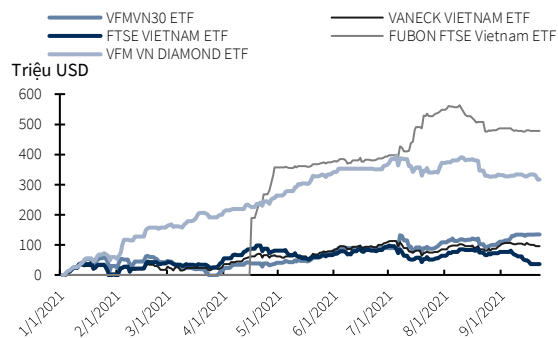
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Số tài khoản mở mới của nhà đầu tư cá nhân trong nước



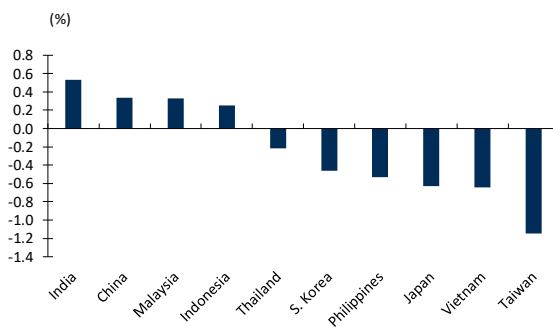
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 12. Thay đổi tổng tài sản các ETFs chính từ đầu năm



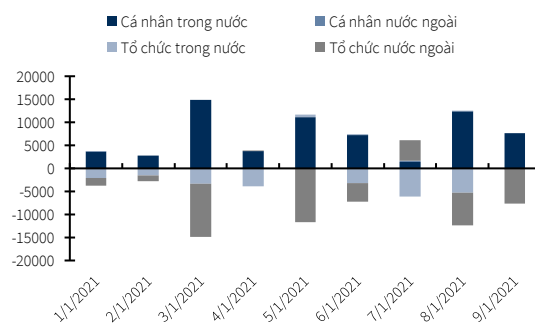
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Mua/bán ròng khối ngoại của các thị trường trong khu vực (YTD) trên tổng vốn hóa TTCK



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. Giá trị mua/bán ròng theo loại nhà đầu tư



Nguồn: FiinPro, KBSV

IV. Các yếu tố ảnh hưởng

1. Làn sóng Covid-19 lần thứ 4

Dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2021 giảm mạnh do tác động bởi dịch Covid-19

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2021 đã bị các tổ chức tài chính toàn cầu đồng thuận hạ dự báo từ mức 6.7% đưa ra vào cuối quý 2 xuống còn 5.3% ở mức hiện tại, tương đồng với hầu hết các quốc gia đang chịu tác động bởi làn sóng Covid-19 chủng Delta hiện tại (Biểu đồ 16). Mới đây nhất, Bộ Kế hoạch & Đầu tư đã hạ mạnh dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2021 xuống trong khoảng 3.5%-4% trong kịch bản dịch cơ bản được khống chế trong tháng 9.

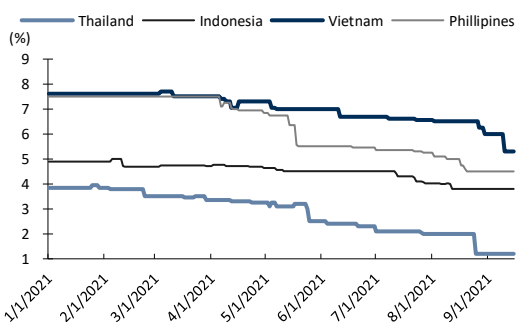
Các hoạt động sản xuất và bán lẻ, tiêu dùng đều chịu ảnh hưởng nặng nề

Chỉ số quản lý thu mua (PMI) ngành sản xuất tại Việt Nam đã giảm thêm 5 điểm, tháng giảm thứ 3 liên tiếp, từ mức 45,1 hồi tháng 7 xuống còn 40,2 vào tháng 8, theo khảo sát do IHS Markit thực hiện. Những biện pháp giãn cách xã hội và hạn chế đi lại khiến sản lượng, số lượng đơn đặt hàng mới, hoạt động mua hàng và việc làm đều giảm nhanh. Tình trạng khan hiếm nguyên vật liệu và những vấn đề của khâu vận tải làm chi phí đầu vào tiếp tục tăng mạnh. Để bù đắp, giá cả đầu ra cũng tăng, mặc dù mức độ tăng là thấp hơn nhiều so với chi phí đầu vào để duy trì doanh số.

Sản xuất công nghiệp (IIP) trong tháng Tám chịu ảnh hưởng nặng nề, giảm 4.2% so với tháng trước và giảm 7.4% so với cùng kỳ năm trước, khi dịch Covid-19 tiếp tục diễn biến phức tạp, nhiều địa phương phải thực hiện giãn cách xã hội theo Chỉ thị 16. Trong đó: Ngành khai khoáng giảm 2,4%; ngành chế biến, chế tạo giảm 9,2%; sản xuất và phân phối điện tăng 1,5%; cung cấp nước, hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải tăng 0,2%.

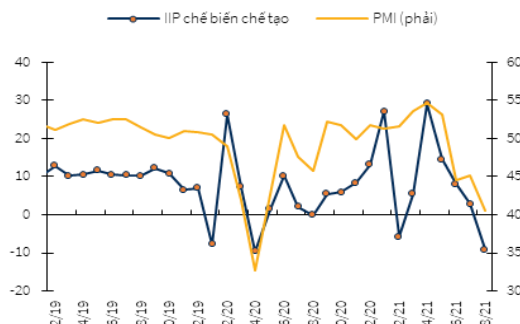
Tương tự, các hoạt động bán lẻ và dịch vụ cũng ghi nhận sự giảm sút với Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 8 ước đạt 279.8 nghìn tỷ đồng, giảm 10.5% so với tháng trước và giảm 33.7% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung 8 tháng năm 2021, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 3,044.5 nghìn tỷ đồng, giảm 4.7% so với cùng kỳ năm trước.

Biểu đồ 16. Dự báo tăng trưởng kinh tế 2021 nhóm ASEAN4



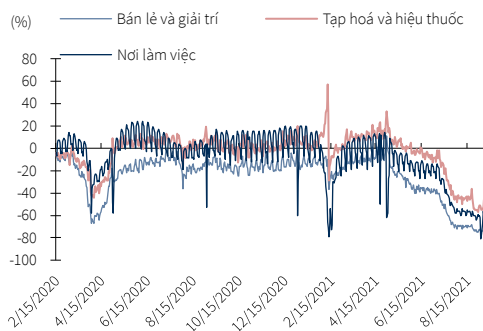
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Chỉ số PMI & IIP



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. Việt Nam tần suất đi lại theo Google mobility tracker

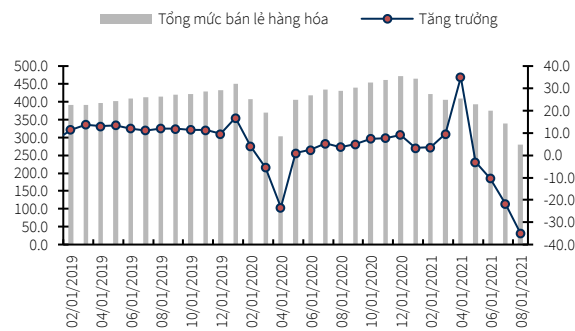


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dù việc duy trì nới lỏng các quy định cách ly xã hội tại các thành phố lớn trong quý 4 là khả thi, có rất ít khả năng Việt Nam sẽ gỡ bỏ hoàn toàn các quy định cách ly xã hội trước khi kết thúc năm

Rủi ro vẫn hiện hữu ngay cả khi cả nước đạt tỷ lệ tiêm miễn dịch cộng đồng

Biểu đồ 19. Doanh số bán lẻ



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê, KBSV

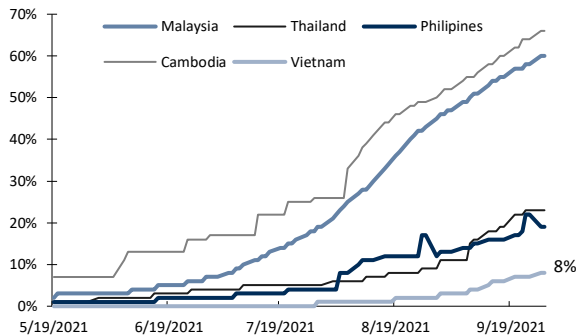
Theo số liệu tính đến ngày 28/09/2021, Việt Nam đã được phân bổ hơn 38.3 triệu liều vaccin. Số người được tiêm đủ 2 mũi vaccine là 8.1 triệu người, tương đương 8.3% dân số trong khi tỷ lệ tiêm mũi 1 ước đạt 22.1%. Tỷ lệ tiêm đủ 2 mũi của Việt Nam hiện nay được đánh giá ở mức thấp so với mặt bằng chung các nước trong khu vực Đông Nam Á như Thái Lan (22.9%), Philippines (19%), Malaysia (60.9%) Theo ước tính của KBSV, Việt nam sẽ cần thêm gần 100 triệu liều vaccin để tiêm mũi 2 cho toàn bộ người dân trên 18 tuổi (tương đương với 70% dân số). Với giả định nguồn cung vaccin không bị hạn chế và tiến độ tiêm đạt hơn 800 nghìn mũi một ngày, dự kiến chậm nhất đến giữa Q1/2022, Việt Nam mới có thể hoàn thành được mục tiêu trên. Như vậy, có rất ít khả năng Việt Nam sẽ gỡ bỏ hoàn toàn các quy định cách ly xã hội trên phạm vi toàn quốc trước khi kết thúc năm. Dù vậy, điểm sáng trong chương trình tiêm chủng vaccine Covid-19 của Việt Nam là tốc độ triển khai tương đối nhanh ở 2 thành phố lớn Hà Nội và Hồ Chí Minh (dự kiến đạt tỷ lệ miễn dịch cộng đồng vào nửa sau quý 4), khiến việc duy trì nới lỏng quy định cách ly xã hội ở 2 thành phố này là khả thi.

Bài học từ các nước phát triển cho thấy việc gỡ bỏ giãn cách hoàn toàn cũng như mở cửa nền kinh tế cũng không thực sự bền vững ngay cả khi đạt mục tiêu tiêm chủng. Thực tế cho thấy tại một số quốc gia có tỷ lệ tiêm mũi 2 cao như Israel (62%), Singapore (80%) đã mở cửa lại nền kinh tế và bãi bỏ việc giãn cách. Nhưng sau khi ghi nhận các ca mắc tăng lên hàng ngày sau đó, các biện pháp phòng dịch tiếp tục bị siết chặt và kéo dài thêm thời gian giãn cách (Biểu đồ 21).

Các chuyên gia WHO nhận định việc xuất hiện các biến chủng mới của virus bên cạnh biến chủng Delta, Lambda và Mu, có khả năng kháng các loại vắc xin đời đầu là rất cao và có thể xảy ra trong tương lai gần. Cùng với đó, các bệnh nhân nhiễm Covid-19 đang có xu hướng trẻ hoá như ở Anh, Israel, Mỹ... Nhằm đối phó với tình hình này, các nước phát triển đang thực hiện cách chính sách tiêm bổ sung mũi 3 nhằm tăng khả năng miễn dịch với các biến thể mới. Đồng thời, dần mở rộng chiến dịch tiêm chủng tới các đối tượng dưới 18 tuổi. Các chính sách này theo chúng tôi sẽ làm trầm trọng thêm việc thiếu hụt nguồn cung vắc xin, đặc biệt là các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam. Nếu không kịp thời chuyển giao công nghệ hoặc được phê duyệt sản xuất vắc xin trong nước, việc triển khai tiêm chủng ở Việt Nam sẽ tiếp tục gặp nhiều khó

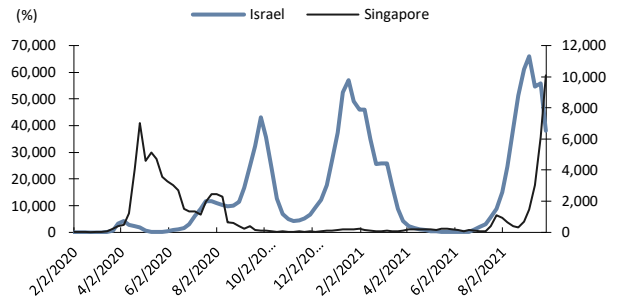
khẩn và đối mặt với việc tiếp tục áp dụng các chính sách giãn cách và phong toả kéo dài.

Biểu đồ 20. Tỷ lệ tiêm phòng mũi 2 của các nước ĐNA



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 21. Số ca nhiễm mới covid 19 tại các nước có tỷ lệ bao phủ vắc xin cao



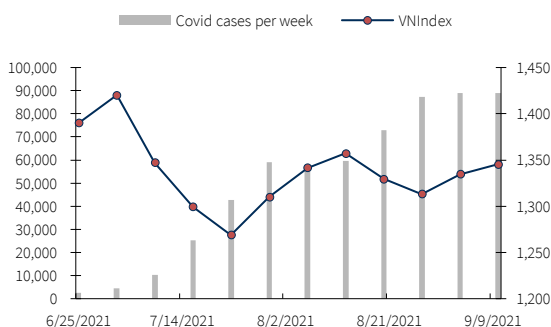
Nguồn: Bloomberg, KBSV.

Kỳ vọng diễn biến thị trường sau khi số ca nhiễm mới đạt đỉnh và các quy định giãn cách xã hội được nới lỏng tại các thành phố lớn trong quý 4

Hầu hết các TTCK chúng tôi quan sát đều có diễn biến tích cực khi tình hình dịch được cải thiện, số ca nhiễm mới đạt đỉnh và các quy định về cách ly xã hội được nới lỏng (Biểu đồ 23). Đối với TTCK Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng kịch bản tương tự sẽ diễn ra trong quý 4 khi tốc độ tiêm vaccine được đẩy nhanh tại các thành phố lớn, các quy định giãn cách xã hội được nới lỏng, tương ứng với đó là việc nền kinh tế cũng như hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp sẽ dần quay trở lại xu hướng tăng trưởng hậu Covid, trong bối cảnh chính sách tiền tệ và tài khoá duy trì tính chất hỗ trợ.

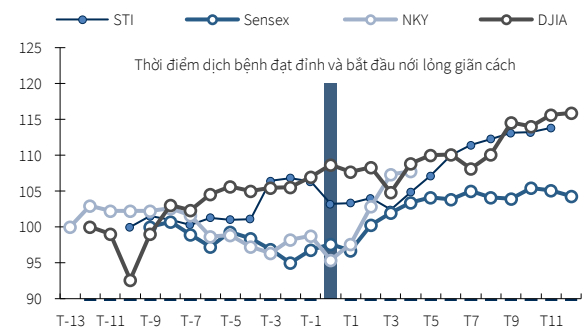
Dù vậy, như phân tích ở phần trên, chúng tôi cho rằng việc các quy định cách ly xã hội được gỡ bỏ hoàn toàn trên phạm vi toàn quốc, tương ứng với việc tiêm đủ 2 mũi cho 70% dân số để đạt miễn dịch cộng đồng, là không khả thi ngay trong quý 4. Một mức độ giãn cách vừa phải sẽ cần được duy trì để đảm bảo dịch không tái bùng phát trở lại. Theo đó, khả năng nền kinh tế, hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp niêm yết trở lại hoạt động trong trạng thái hoàn toàn bình thường trong quý 4 sẽ không xảy ra. Các điều kiện cơ bản chỉ được cải thiện ở mức độ vừa phải. Tương ứng với đó chúng tôi kỳ vọng TTCK trong quý 4 biến động với xu hướng hồi phục là chủ đạo tuy nhiên khả năng bất phá, tăng mạnh sẽ khó xảy ra.

Biểu đồ 22. Tương quan giữa số ca nhiễm Covid-19 và VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KBSV.

Biểu đồ 23. Diễn biến chỉ số chứng khoán ở một số nước trước và sau khi số ca nhiễm đạt đỉnh và nới lỏng giãn cách



Nguồn: Bloomberg, KBSV.

2. Chính sách tiền tệ của FED

Lạm phát có dấu hiệu giảm tốc trong hai tháng đầu quý 3, trong khi thị trường việc làm hồi phục chậm.

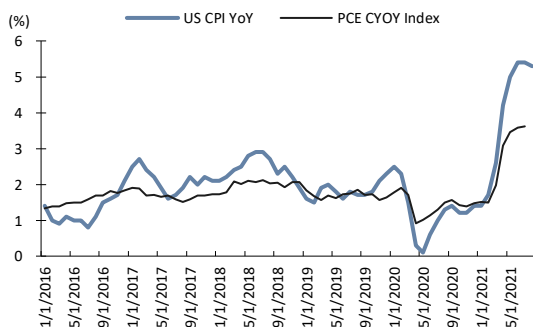
Số liệu lạm phát và tình hình thị trường lao động là 2 yếu tố quyết định đến các động thái của FED trong thời gian tới, trong đó:

- Lạm phát tại Mỹ tăng mạnh kể từ đầu năm nhưng đã có những dấu hiệu chững lại trong hai tháng trở lại đây. Giá xăng dầu, thuê nhà và chi phí ăn uống bên ngoài là những yếu tố duy nhất tiếp tục duy trì đà tăng trong khi giá vé máy bay, khách sạn, thuê và mua xe... đều hạ nhiệt. Điều này phản ánh vào chỉ số PCE Core YoY của Mỹ cuối tháng 8 chỉ tăng nhẹ 0.04 điểm phần trăm lên 3.62%.
- Báo cáo lao động tháng 8 của Mỹ cho thấy sự hồi phục không đồng đều của thị trường lao động giữa các bang và nhóm sắc tộc. Số lượng lao động có việc làm của 19/50 bang suy giảm trong khi những bang còn lại như California, Texas và New York – những bang có số dân đông đúc – đã có những dấu hiệu phục hồi mặc dù tỷ lệ thất nghiệp vẫn duy trì ở mức cao. Đặc biệt ở nhóm người da màu, tỷ lệ thất nghiệp có những bang đạt mức 12-15% (gấp đôi tỷ lệ thất nghiệp trung bình cả nước). Về tổng thể, tỷ lệ thất nghiệp ở Mỹ giảm 0.7 điểm phần trăm về mức 5.2% trong 2 tháng đầu quý 3. Số lượng việc làm được tạo mới trong tháng 8 là 235,000, chỉ bằng 1/3 số liệu được dự báo. Những số liệu trên cho thấy quá trình hồi phục của thị trường lao động tại Mỹ chậm hơn so với dự kiến do sự lây lan của biến chủng Delta và tốc độ hồi phục giữa các vùng cũng như sắc tộc.

Đà tăng có phần chững lại của lạm phát cùng với đó là sự phục hồi chậm và phân hoá của thị trường lao động Mỹ đã giúp giảm bớt áp lực phải đẩy nhanh tiến trình nâng lãi suất của Fed.

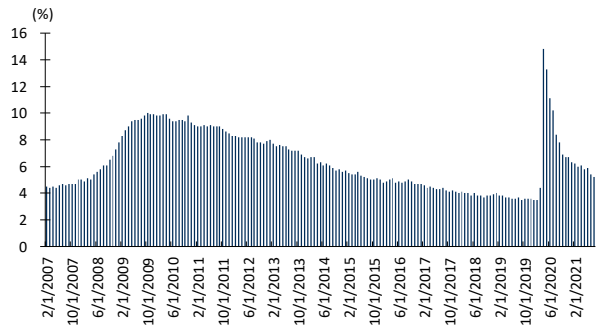
Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy rủi ro lạm phát tăng trở lại trong các tháng cuối năm là hiện hữu khi mà nguồn cung đứt gãy chưa sớm phục hồi trong khi nhu cầu tiêu thụ đẩy mạnh hậu đại dịch khiến giá cả các loại hàng hoá tăng mạnh như sắt thép, kim loại, dầu... (Biểu đồ 26). Do đó, lạm phát vẫn là yếu tố cần được theo dõi sát sao và chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật trong thời gian tới trong thời gian tới.

Biểu đồ 24. Chỉ số giá tiêu dùng CPI và PCE tại Mỹ (yoy)



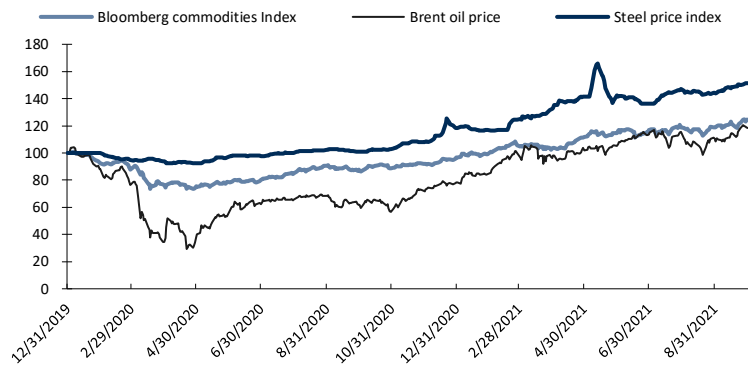
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 25. Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ (SA)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 26. Giá hàng hoá (Chuẩn về mốc 100)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hành động của FED trong kỳ họp tháng 9

Thông điệp FED truyền tải trong kỳ họp tháng 9 vừa qua thiên về xu hướng thắt chặt (hawkish) với 2 ý chính: 1) Fed công bố thời điểm NHTW nước này dự kiến triển khai việc siết chặt chương trình mua vào tài sản vào tháng 11 năm nay và kết thúc vào giữa năm 2022 (trong điều kiện nền kinh tế không có biến động bất thường). Quá trình này được đánh giá có phần gấp gáp hơn so với năm 2014 cả về thời điểm bắt đầu lẫn thời gian tiến hành (8 tháng trong giai đoạn 2021-2022 so với 10 tháng trong năm 2014); và 2) Lãi suất fed fund rate tiếp tục được duy trì ở mức 0-0.25%, nhưng biểu đồ Dot Plot (Biểu đồ 29) cho thấy đã có 1 nửa số quan chức của FED muốn nâng lãi suất ngay trong năm 2022 (so với tỷ lệ 7/19 tại kỳ họp tháng 6).

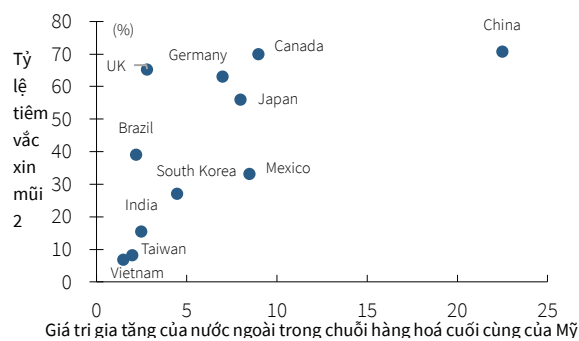
TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Mỹ nói riêng phản ứng tương đối tích cực sau kỳ họp của FED bất chấp các thông điệp truyền tải có phần hawkish hơn so với trước. Nguyên nhân được lí giải là do thị trường hài lòng với cách giao tiếp của FED. Ông Powell, chủ tịch FED, đã làm rất tốt trong việc dẫn dắt, chuẩn bị cho thị trường cho 1 chu kỳ thắt chặt tiền tệ thận trọng. Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng được củng cố niềm tin về việc lạm phát sẽ sớm hạ nhiệt và FED sẽ tăng lãi suất trong điều kiện nền kinh tế Mỹ đủ vững mạnh.

Các kịch bản về hành động của FED và tác động đến TTCK Việt Nam

- **Kịch bản cơ sở:** diễn biến về lạm phát và thị trường việc làm sát với dự báo của FED mới đây đưa ra. Trong đó, tăng trưởng GDP, tỷ lệ thất nghiệp và chỉ số PCE cho năm 2021 lần lượt là 5.9%, 4.8% và 4.2% (con số này cho năm 2022 là 3.8%, 3.8% và 2.2%). FED sẽ bắt đầu thu hẹp chương trình mua vào tài sản từ tháng 11 năm nay và bắt đầu nâng lãi suất vào cuối năm sau. Kịch bản này khá tương đồng với giai đoạn FED nâng lãi suất lần gần đây nhất 2016-2018 khi áp lực lạm phát ở mức thấp, trong khi nền kinh tế quay trở lại xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ. Tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp là yếu tố đủ hấp dẫn bù đắp cho việc mặt bằng lãi suất tăng trở lại, qua đó giúp TTCK Mỹ tăng điểm. Trong kịch bản này, tác động tiêu cực đến TTCK Việt Nam là không quá lớn. Dù dòng tiền đầu tư gián tiếp sẽ có xu hướng quay trở lại Mỹ và rút ròng ở các thị trường mới nổi, bao gồm cả Việt Nam, đồng USD mạnh lên sẽ kéo theo các xáo trộn vĩ mô nhất định, việc kinh tế Mỹ, vốn là đối tác thương mại lớn của Việt Nam, hồi phục mạnh cùng áp lực lạm phát ở mức thấp là các yếu tố hỗ trợ cho kinh tế Việt Nam ổn định và phục hồi trong dài hạn.

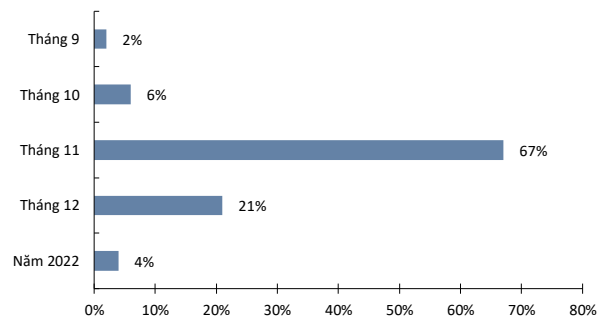
- **Kịch bản tiêu cực (Stagflation):** lạm phát duy trì ở mức cao và không có dấu hiệu hạ nhiệt, trong khi tăng trưởng kinh tế, thị trường việc làm chưa phục hồi đủ mạnh. Cụ thể hơn nền kinh tế Mỹ dần hồi phục, đẩy nhu cầu tiêu thụ lên cao trong khi các mặt hàng và nguyên vật liệu đầu vào từ các nước xuất siêu sang Mỹ tiếp tục bị gián đoạn do dịch bệnh tái bùng phát gây đứt gãy chuỗi cung ứng và khiến giá cả leo thang (Biểu đồ 27 - tỷ lệ tiêm chủng ở những nước có kim ngạch xuất nhập khẩu lớn với Mỹ). Fed sẽ đứng trước áp lực phải đẩy nhanh quá trình siết chặt chính sách tiền tệ trong khi các điều kiện về thị trường việc làm, hay kỳ vọng về tăng trưởng chưa được đáp ứng. Đây là kịch bản tiêu cực khi các động thái tăng lãi suất quyết liệt của FED, khiến đồng USD tăng giá, và các quốc gia mới nổi có đồng nội tệ yếu, bao gồm cả Việt Nam, sẽ buộc phải nâng lãi suất để bảo vệ đồng nội tệ cũng như giảm thiểu rủi ro lạm phát, trong khi kinh tế tăng trưởng chậm, rủi ro lạm phát ở mức cao.

Biểu đồ 27. Tỷ lệ tiêm vắc xin mũi 2 của các nước xuất siêu sang Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

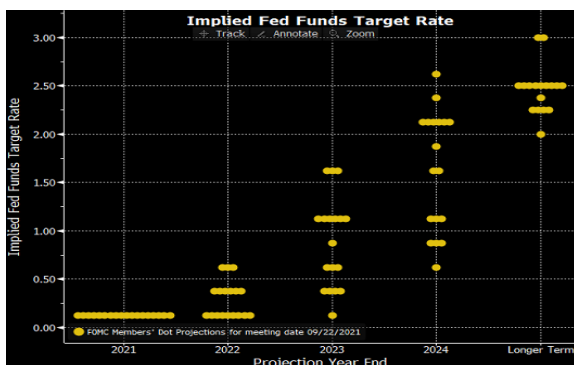
Biểu đồ 28. Thời điểm phù hợp FED chính thức tuyên bố về việc thay đổi quy mô chương trình mua vào tài sản



Nguồn: Bloomberg, KBSV

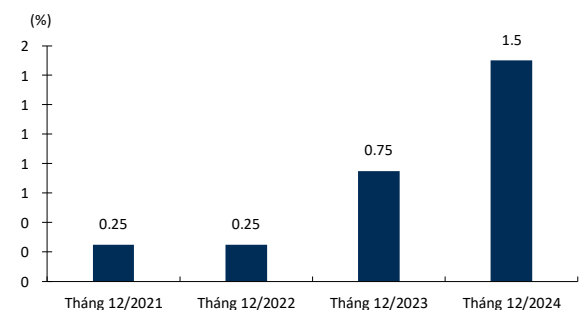
Chú thích: khảo sát của Bloomberg News đến giới nghiên cứu diễn ra trong khoảng thời gian 10-15/9/2021

Biểu đồ 29. Fed dot plot



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 30. Khảo sát thời điểm Fed dự kiến nâng lãi suất



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: khảo sát của Bloomberg News đến giới nghiên cứu diễn ra trong khoảng thời gian 10-15/9/2021

3. Đầu tư công

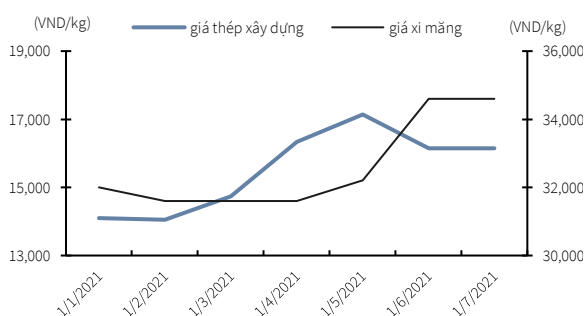
Tốc độ giải ngân đầu tư công còn chậm trong 8 tháng đầu năm và đặc biệt trong tháng 8

8 tháng đầu năm 2021, giải ngân vốn đầu tư công đạt 244,943 tỷ đồng (-0.4%YoY), hoàn thành 51.1% kế hoạch Chính phủ giao. Trong đó, tính riêng tháng 8, giải ngân đầu tư công đạt 34.9 nghìn tỷ đồng sụt giảm mạnh 24.7% YoY. Giải ngân vốn có sự chậm trễ hơn chủ yếu do: 1, Dịch bệnh kéo dài hơn dự kiến, các biện pháp giãn cách xã hội ảnh hưởng đến tiến độ triển khai các dự án; 2, Các khâu thiết kế, tính toán kế hoạch không sát thực tế nên mất thời gian hiệu chỉnh, xử lý và thậm chí có thể dừng thi công; 3, Giải phóng mặt bằng vẫn còn tồn đọng vướng mắc, thủ tục pháp lý khẩn trương; 4, Giá nguyên vật liệu xây dựng đều tăng khiến các nhà thầu tạm ngừng thi công chờ phê duyệt đơn giá mới.

Kỳ vọng đầu tư công được đẩy mạnh trong quý 4

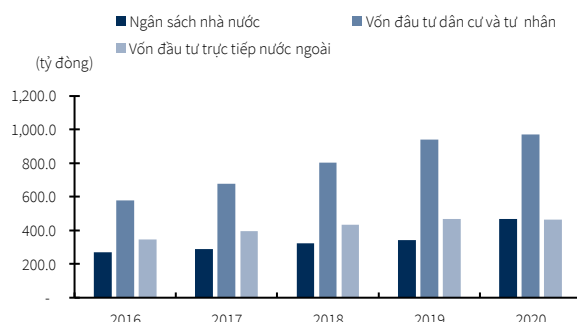
Bước sang quý 4, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có các phương án đẩy nhanh tốc độ giải ngân đầu tư công với các cơ sở: 1, Hai yếu tố được kỳ vọng là động lực chính phát triển kinh tế là xuất khẩu và tiêu dùng nội địa hiện nay đều tăng trưởng chậm lại do tác động của dịch bệnh. Trong bối cảnh đó, thúc đẩy đầu tư công là phương án khả thi và nhanh nhất để hỗ trợ kinh tế sớm phục hồi. Theo Tổng cục thống kê ước tính nếu đầu tư công tăng thêm 1% YoY thì GDP sẽ tăng thêm 0.058%; 2, Các biện pháp cách ly xã hội được nới lỏng giúp tháo gỡ khó khăn trong việc đi lại, tiến độ triển khai các dự án tồn đọng được cải thiện; và 3, Kỳ vọng giá nguyên vật liệu xây dựng hạ nhiệt khi cung cầu cân bằng trở lại. Trong năm 2020, vốn đầu tư toàn xã hội chỉ đạt 2,164.5 nghìn tỷ đồng (+5.7% YoY – mức thấp nhất giai đoạn 2011-2020), với sự sụt giảm tăng trưởng ở cả vốn đầu tư tư nhân (972.2 nghìn tỷ đồng, +3.1% YoY) và vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (463.3 nghìn tỷ đồng, -1.3% YoY). Trong bối cảnh đó, Chính phủ đã sớm có các biện pháp quyết liệt để thúc đẩy đầu tư công trong năm 2021 thể hiện qua việc ban hành Nghị quyết số 63/NQ-CP ngày 29/06/2021 nhằm tháo gỡ vướng mắc liên quan đầu tư công, và Công điện số 1082/CT-TTg ngày 16/08/2021 đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giải ngân kế hoạch vốn đầu tư công năm 2021.

Biểu đồ 31. Giá thép và xi măng xây dựng



Nguồn: Finnpro, KBSV

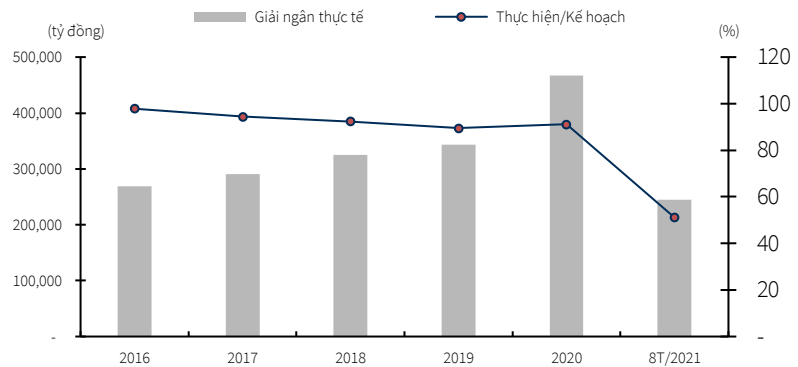
Biểu đồ 32. Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 33. Giải ngân đầu tư công của Việt Nam

So với giai đoạn 2016-2019 thì đầu tư công năm 2020 đã tăng mạnh 36% YoY.



Nguồn: GSO, KBSV

Bảng 1. Các dự án trọng điểm

Dự án	Quy mô	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ
Sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1	1180 ha	114,000	Giải phóng mặt bằng 50% và khởi công giai đoạn 1
11 dự án thành phần tuyến cao tốc Bắc Nam	654 km	112,000	Đã bàn giao 98%
Mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài		9,000	Nội Bài đang sửa, Tân Sơn Nhất vận hành 1 phần
Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận - Cần Thơ	81 km	21,000	Hoàn thành 1 phần
Nhà máy Nhiệt Điện Thái Bình 2	600 MW	41,000	Đạt 86% kế hoạch
Dự án Nhiệt Điện Long Phú 1	1200 MW	29,500	Tổ máy 1 vận hành quý 2/2021, tổ máy 2 vận hành vào quý 3/2021
Dự án Nhiệt Điện Sông Hậu 1	2120 MW	72,000	Tổ máy 1 vận hành tháng 10/2021, tổ máy 2 vận hành tháng 12/2021
Dự án Đường liên cảng CMTV		2,605	Giai đoạn 1 hoàn thành vào quý 4/2020 Giai đoạn 2 - Cầu Phước An vượt sông Thị Vải khởi công 2021
Dự án cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu giai đoạn 1	53.7 km	19,600	Chuẩn bị 2021-2022, lựa chọn nhà đầu tư 2022 - 2023, giải phóng mặt bằng, tái định cư 2022 - 2024, thi công xây dựng công trình 2024 - 2026.
Dự án mở rộng cao tốc Long Thành - Dầu Giây	24 km	11,505	Bắt đầu thực hiện 2021
Dự án cao tốc Bến Lức - Long Thành	57.8 km	31,320	Giải phóng mặt bằng xong 98.9%
Tuyến vành đai 4 - Hà Nội	110 km	90,400	Phó thủ tướng ký quyết định thành lập Hội đồng thẩm định Nhà nước thẩm định báo cáo nghiên cứu tiền khả thi dự án

Nguồn: KBSV

Đầu tư công là yếu tố hỗ trợ mạnh cho TTCK nói chung và các nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp nói riêng trong quý 4

— Việc đầu tư công kỳ vọng được đẩy mạnh trong quý 4 là yếu tố hỗ trợ quan trọng cho sự phục hồi của TTCK thông qua các tác động gián tiếp (giúp kích thích tổng cầu, thúc đẩy tăng trưởng GDP, khôi phục các hoạt động kinh tế) và tác động trực tiếp đến các doanh nghiệp, các ngành và lĩnh vực được hưởng lợi (bất động sản, hạ tầng, xây dựng, nguyên vật liệu...).

V. Chủ đề đầu tư và danh mục đầu tư mẫu

Bảng 2. Chủ đề đầu tư quý 3 2021

Chủ đề đầu tư	Ngành hưởng lợi
Nổi lòng các quy định giãn cách xã hội, các hoạt động kinh tế dần hồi phục	Bán lẻ Hàng không BDS Khu công nghiệp
Đẩy mạnh đầu tư công	Xây dựng hạ tầng Vật liệu xây dựng
Xu hướng tăng của giá hàng hoá	Dầu khí Thép
Các ngành tăng trưởng ổn định và dài hạn	Công nghệ thông tin Điện

Nguồn: KBSV

Bảng 3. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Lợi nhuận kì vọng	PE 2021 Fw	Tăng trưởng LNST 2021 Est	Luận điểm đầu tư	Link báo cáo
DBC	68,300	19%	6.97	-27%	- Triển vọng kinh doanh có dấu hiệu cải thiện đến từ mô hình chế biến khép kín 3F (FeedFarm-Food) phát huy hiệu quả, dự báo giá heo hồi phục và giá thức ăn chăn nuôi giảm dần trong thời gian tới - Tiềm năng tăng trưởng dài hạn với nhiều dự án mở rộng về cả quy mô và thị trường. DBC dự kiến tiếp tục mở rộng quy mô đàn lợn để gia tăng thị phần mở rộng thị trường cả nước với 4 dự án chính. - Dự án bất động sản Lotus Central dự kiến bàn giao từ cuối Q3/2021 sau khi bị trì hoãn trong Q2/2021 do dịch bệnh bùng phát tại Bắc Ninh	DBC
FPT	112,900	21%	19.93	19%	- Khối công nghệ kì vọng tăng trưởng 15% trong năm 2021 và 2022 với động lực là mảng công nghệ thông tin nước ngoài. - Nhu cầu mở mới internet, cắt giảm tri phí marketing và PayTV có lãi là động lực giúp mảng Viễn Thông tăng trưởng 2 con số trong năm 2021-2022 - FPT đầu tư vào Interect International để thâm nhập sâu hơn vào thị trường Mỹ	FPT
GDT	68,700	21%	11.60	34%	- Nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh, đặc biệt tại các thị trường xuất khẩu cùng chiến lược mở rộng thị trường Mỹ. - Mở rộng quy mô sản xuất thông qua mua lại nhà máy - Cổ tức tiền mặt hấp dẫn	GDT
DXG	28,300	48%	12.80	372%	- Lợi nhuận quay lại đà tăng trưởng từ năm 2021 khi bàn giao hơn 3,000 căn tại hai dự án Gem Sky World và Opal Boulevard - Để tránh ảnh hưởng bởi quá trình rà soát pháp lý tại TP HCM, DXG tập trung hoàn thiện và mở bán các dự án mới tại Bình Dương như Opal Skyline, Opal Parkview và Opal Cityview. Các dự án này sẽ đảm bảo cho kết quả hoạt động cũng như dòng tiền của doanh nghiệp trong các năm tới. - Kì vọng dự án Gem Riverside có thể được đẩy nhanh tiến độ pháp lý	DXG
VHM	97,200	24%	11.40	11%	- Vinhomes tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu phân khúc BDS nhà ở với thị phần trong phân khúc căn hộ ở tất cả các phân khúc trong giai đoạn 2016-2Q2021 lên tới 25. Vinhomes hiện đang sở hữu quỹ đất lên tới 164 triệu m2 sẵn. - Ước tính Vinhomes sẽ hoàn thành việc bán hàng tại ba dự án trong năm nay. Tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm đạt khoảng 70.8 nghìn tỷ VND, trong đó ba đại dự án đã triển khai chiếm khoảng 85%. - Kết quả kinh doanh duy trì đà tăng trưởng trong các năm tới. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 của VHM lần lượt đạt 83,324 tỷ VND (+16%YoY) và 34,437 tỷ VND (+22%YoY).	VHM
VPB	76,800	17%	12.30	22%	- Cuối tháng 4/2021, VPB chính thức bán 49% cổ phần FE Credit cho Công ty Tài chính Tiêu dùng SMBC, là công ty con của tập đoàn SMBC. Giá trị của FE Credit vào thời điểm bán vốn được định giá 2.8 tỷ USD khiến VPB nhiều khả năng đã thu về khoảng 1.4 tỷ USD. - Kì vọng tìm được đối tác chiến lược vào cuối năm 2021 và động thái giảm room khối ngoại tối đa về 15% được cho là bước đi dọn đường để đón cổ đông chiến lược - Tăng trưởng tín dụng cả năm ước đạt xấp xỉ 15% (sau khi đã tăng 5.3% QoQ trong quý 2), thuộc топ các NH tăng trưởng nhanh so với nhóm còn lại	- VPB
HPG	64,700	22%	6.70	144%	- 2H2021, với việc chạy tối đa công suất của 2 lò cao, kì vọng sản lượng tiêu thụ HRC của Hòa Phát sẽ đạt 35% sản lượng thép thô là động lực thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận cho tập đoàn - Hòa Phát là một trong những doanh nghiệp cung cấp nguyên liệu thép cho một loạt các dự án đầu tư công trọng điểm. Với thị phần thép xây dựng trên 35% thì Hòa Phát sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi từ quá trình đẩy mạnh đầu tư công của chính phủ, cũng như nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh trong 2H2021 - Việc cắt giảm sản lượng từ Trung Quốc sẽ tạo điều kiện cho các nhà sản xuất thép khác ngoài Trung Quốc trong đó có Hòa Phát gia tăng sản lượng	HPG
GAS	107,800	11%	19.30	31%	- Hưởng lợi từ xu hướng thuận lợi của giá dầu thế giới, sau khi đã tăng đáng kể so với cùng kỳ năm trước - KQKD tích cực hơn trong thời gian tới từ (1) kì vọng kinh tế mở cửa trở lại nửa cuối tháng 9 và (2) hiện tượng La Lina dần biến mất - Triển vọng mảng cung cấp khí LNG của GAS có tiềm năng lớn. GAS hiện đang dẫn đầu và đóng vai trò	- GAS

là nhà đầu tư chính của 9/14 kho cảng LNG trong những năm tới. Theo GAS, dự án LNG Thị Vải đã vượt tiến độ xây dựng và có thể bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2022					
KBC	50,000	15%	20.30	309%	- Ước tính quỹ đất KCN của KBC có thể bán sẽ tăng từ 309 ha lên 954 ha. Mảng KĐT cũng được kì vọng sẽ đóng góp đáng kể từ 2023 khi KĐT Trảng Cát bắt đầu mở bán, qua đó nâng diện tích KĐT thương phẩm của KBC từ 56 ha lên 306 ha. - Giá bán tại các KCN của KBC đã có sự cải thiện đáng kể so với 2020, qua đó giúp biên gộp mảng KCN cải thiện từ mức 25.5% vào 2020 lên 57.4% H1/2021. Kì vọng các dự án sắp tới của KBC sẽ có biên gộp cải thiện khi: KĐT Phúc Ninh hiện đang có giá thị trường trên 30 tr/m2 trong khi giá bàn giao các hợp đồng cũ mới chỉ 18tr/m2, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) bàn giao giá 90 USD/m2 trong khi giá khu vực xung quanh giao động từ 100-120 USD/m2. - KBC đã liên tục gia tăng quỹ đất sở hữu: dự án KĐT Nam Vũng Tàu 69 ha được UBND Vũng Tàu chọn làm CĐT vào 2020, dự án KCN Nam Tân Tập 245 ha (sở hữu 41%) đã được thủ tướng phê duyệt, và 2500 ha diện tích KCN khác đang nghiên cứu tại Bình Giang, Hưng Yên và Long An.
TCB	63,700	28%	9.20	34%	- NIM 2Q2021 duy trì ở mức cao, đạt 5.80% (-4bps QoQ, +130 bps YoY) nhờ lãi suất đầu ra duy trì ở mức cao khi phân khúc cho vay khách hàng chính của TCB là nhóm cho vay bất động sản không chịu nhiều ảnh hưởng bởi dịch tính đến thời điểm hiện tại. - Tỷ lệ nợ xấu 2Q2021 không có nhiều thay đổi so với quý trước, đạt 0.36%, giảm 2bps QoQ, thấp nhất hệ thống ngân hàng. - Lãi suất bình quân của TCB không bị ảnh hưởng quá nhiều từ các gói giảm lãi vay ưu đãi do tệp khách hàng chính không chịu nhiều ảnh hưởng từ dịch Covid-19 tính đến thời điểm hiện tại.

Chú thích: Lợi nhuận kỳ vọng tính theo giá đóng cửa ngày 30/9

VI. Triển vọng ngành

Bất động sản

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: VHM, KDH, NLG, DXG

- Trong quý 2/2021, nguồn cung tiếp tục phục hồi chậm do dịch bệnh Covid-19. Tại TP HCM, số lượng căn hộ mở bán có sự hồi phục nhanh chóng đạt gần 4,000 căn, gấp đôi quý trước đó nhưng có dấu hiệu chậm lại từ tháng 6 khi làn sóng Covid thứ 4 khiến các dự án mở bán bị trì hoãn. Tỷ lệ hấp thụ tiếp tục duy trì ở mức tốt, số lượng căn bán được đạt 4,700 căn (+76%YoY) nhờ các chủ đầu tư triển khai đa dạng kênh bán hàng và chính sách bán hàng linh hoạt. Tại HN, số căn mở bán đạt khoảng 3,600 căn, giảm 20% QoQ. Tỷ lệ hấp thụ khả quan khi số lượng căn bán vượt qua số lượng căn mở bán mới. Giá bán sơ cấp ở cả hai thị trường đều tiếp tục tăng, tại TP HCM đạt 16.5% YoY và tại HN đạt 7% YoY. Dịch bệnh Covid 19 tiếp tục diễn biến phức tạp trong quý 3/2021, đặc biệt là tại TP HCM đã ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường BĐS khiến cho cả tiến độ thi công các dự án và các hoạt động mở bán trực tiếp đều phải tạm dừng và thu nhập của người mua bị ảnh hưởng. Các chủ đầu tư BĐS đã đẩy mạnh ứng dụng công nghệ để đa dạng kênh bán hàng và đưa ra những chính sách bán hàng mới hỗ trợ người mua nhà, phần nào hạn chế được ảnh hưởng của dịch bệnh.
- **Đẩy mạnh đầu tư công là động lực thúc đẩy thị trường Bất động sản.** Một số dự án lớn tại khu vực phía Nam như sân bay Long Thành, các tuyến Metro và các trục giao thông nối TP HCM với các tỉnh thành lân cận và quy hoạch phân khu nội đô lịch sử và Sông Hồng tại Hà Nội có tác động tích cực đến thị trường BĐS trong trung và dài hạn. Các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất tại các khu vực này sẽ được hưởng lợi từ sự phát triển cơ sở hạ tầng và giá đất tăng.
- **Các điểm nghẽn về pháp lý có dấu hiệu được nới lỏng khi có những văn bản hướng dẫn mới trong quy trình đầu tư dự án BĐS.** Luật Đầu tư sửa đổi năm 2020 và Luật Xây dựng sửa đổi năm 2020 có hiệu lực từ ngày 01.01.2021 đã tác động tích cực đến thị trường BĐS khi góp phần giải quyết các nút thắt trong việc phê duyệt các dự án BĐS dân cư và rút ngắn thời gian cấp phép dự án. Nguồn cung BĐS đang dần được hồi phục, đặc biệt là tại TP HCM khi nhiều dự án bị chậm tiến độ trong hai năm gần đây có dấu hiệu khởi động trở lại.
- **Lãi suất mua nhà duy trì ở mức thấp thúc đẩy nhu cầu vay vốn mua nhà hoặc đầu tư BĐS.** Trong nửa cuối 2021, dự báo môi trường lãi suất toàn cầu cũng như Việt Nam vẫn ở mức thấp nhờ các chính sách tiền tệ

nới lỏng và các gói tín dụng ưu đãi của ngân hàng, tạo điều kiện cho hoạt động cho vay mua BĐS.

- **Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC triển vọng ngành BĐS trong Quý 4/2021 và trong trung và dài hạn**, khi các hoạt động mở bán và xây dựng được mở lại từ Quý 4/2021 (cũng là quý cao điểm của thị trường BĐS) nhờ hoạt động tiêm chủng được đẩy nhanh và nới lỏng giãn cách. Những doanh nghiệp có quỹ đất sạch lớn với đầy đủ pháp lý và có cơ cấu tài chính an toàn, tiến độ bán hàng khả quan 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.

Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV

Bất động sản khu công nghiệp

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: KBC, PHR,
TIP

- Đại dịch Covid 19 đã khiến tốc độ tăng trưởng FDI vào Việt Nam chậm lại, cụ thể vốn FDI đăng kí mới 8 tháng đầu năm đạt 19.12 tỷ USD, -2.1% yoy trong khi vốn đăng kí mới trước khi dịch bùng phát diện rộng vào 5 tháng đầu năm đạt 8.83 tỷ, +18.6% yoy. Với nhu cầu lớn thuê đất KCN tới từ đầu tư nước ngoài, việc FDI đăng kí và giải ngân chậm lại sẽ có ảnh hưởng ngắn hạn tới tiến độ cho thuê mới của các doanh nghiệp KCN.
- **Mặt bằng giá thuê KCN vẫn tăng trong đại dịch.** Theo nghiên cứu từ Jones Lang Lasalle, mặt bằng giá thuê tại KCN phía Bắc đạt 107 USD/m² (+5.9% yoy), tại phía Nam đạt 113 USD/m² (+7.1% yoy). Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá này là do nhà đầu tư đã nhìn nhận rằng dịch Covid sẽ chỉ có tác động ngắn hạn, và về dài hạn Việt Nam vẫn sẽ là một điểm đến hấp dẫn với FDI.
- **FDI sẽ quay trở lại từ quý 4/2021 và phục hồi mạnh mẽ vào 2022 khi kinh tế Việt Nam mở cửa trở lại.** Chúng tôi cho rằng tiến độ tiêm Vaccine của Việt Nam đã có tốc độ cải thiện đáng kể từ tháng 7, tính tới nay phân bổ 51 triệu liều vaccine cho cả nước. Chính phủ cũng đã cân nhắc việc mở cửa trở lại hoạt động sản xuất tại tỉnh thành phía Nam dưới trạng thái “bình thường” mới. Do vậy, chúng tôi lạc quan rằng các tỉnh thành phía Nam có thể mở cửa trở lại một phần vào quý 4, và mở cửa hoàn toàn vào 2022.
- **Dịch Covid-19 đã cho thấy các nhà sản xuất cần phải đa dạng hóa chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc.** Đại dịch Covid là một cơ hội để kiểm tra sức mạnh của chuỗi cung ứng toàn cầu, và nó đã thất bại thảm hại, bằng chứng rõ nhất là các kệ hàng trống rỗng và sự chậm trễ trong sản xuất. Các nhà sản xuất đã nhìn nhận ra vấn đề này và cần phải đa dạng hóa hơn trong chuỗi cung ứng. Theo một khảo sát từ Gartner, 33% các nhà cung ứng dự định sẽ dời một phần nhà máy của họ ra khỏi Trung Quốc vào 2023.
- **Việt Nam và các nước lân cận sẽ thay thế Trung Quốc trở thành nhà xưởng của thế giới với lợi thế cạnh tranh về giá thành.** Việt Nam vẫn là điểm đến vô cùng hấp dẫn với nhà đầu tư nước ngoài nhờ vị trí gần Trung Quốc và chi phí nhân công vô cùng rẻ (252 USD/ tháng – bằng ¼ Trung Quốc). Không những vậy, cơ sở hạ tầng tại các KCN của Việt Nam đang ngày càng cải thiện cũng sẽ là yếu tố hấp dẫn với nhà đầu tư nước

ngoài. Đây sẽ là các yếu tố thuận lợi giúp Việt Nam thu hút nguồn vốn FDI trong dài hạn.

- **Lũy kế 5 tháng 2021, diện tích KCN mới phê duyệt đạt 7,900 ha, bằng 2.6 lần tổng diện tích phê duyệt cả năm 2020.** Chúng tôi nhận thấy tiến độ phê duyệt KCN tại Việt Nam đã có những cải thiện đáng kể, tổng diện tích phê duyệt tính 5 tháng đầu năm bằng 2.6 lần tổng 2020. Số KCN phê duyệt bởi thủ tướng là 25, so với 2020 là chỉ 4 KCN. Việc chính phủ đẩy nhanh tiến độ phát triển các cụm công nghiệp cả nước cũng sẽ là chất xúc tác cho ngành KCN trong thời gian tới.
- **Chúng tôi đánh giá triển vọng dài hạn và trung hạn của ngành KCN là TÍCH CỰC** với các yếu tố đã nêu trên. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý của chúng tôi bao gồm KBC, VGC, PHR, TIP. Đây đều là những công ty có sẵn quỹ đất lớn với giá vốn rẻ và có đất tại các khu vực hưởng lợi chính bởi nhu cầu đầu tư công/ dịch chuyển chuỗi cung ứng. Cụ thể, KBSV khuyến nghị 2 cơ hội đầu tư chính: (1) KBC với diện tích KCN thương phẩm đang và chuẩn bị mở bán lên tới 966 ha, diện tích KĐT lên tới 911 ha có giá vốn thấp. Điểm nhấn chính của doanh nghiệp là KĐT Trảng Cát 585 ha tại Hải Phòng, dự kiến sẽ là khu đô thị ven biển bậc nhất thành phố; (2) PHR có 15,000 ha đất cao su ở Bình Dương và kế hoạch chuyển đổi 5,000 ha từ đất cao su sang KCN, sẽ hưởng lợi lớn từ tiến độ phê duyệt đang đẩy nhanh của chính phủ.

Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV

Điện

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: QTP, POW,
HDG, SJD

- Đại dịch Covid 19 lần thứ 4 đã làm ảnh hưởng tới phát triển kinh tế xã hội, gián tiếp khiến nhu cầu tiêu thụ điện giảm là nguyên nhân chính kéo giảm tăng trưởng phụ tải cũng như sản lượng tiêu thụ. Lũy kế 8 tháng, sản lượng sản xuất đạt 172.71 tỷ kWh tăng trưởng 5% so với cùng kì nhưng thấp hơn trung bình là 6-7%.
- **Trên 75% xác suất xảy ra hiện tượng La Nina trong quý 4/2021** sẽ vẫn là động lực cho các nhà máy thủy điện đảm bảo đủ lưu lượng nước về hồ chứa đầy đủ để phục vụ cho sản xuất điện như SJD, TMP, CHP, SBA, trong khi các nhà máy nhiệt điện chịu tác động nặng nề bởi dịch bệnh và giá nguyên vật liệu đầu vào là than và khí tăng cao như NT2, PPC.
- **Các biện pháp giãn cách xã hội dần được nới lỏng**, hoạt động sản xuất được nối lại ở những khu vực trọng điểm đóng góp lớn vào GDP của đất nước như Bình Dương, Long An, thành phố Hồ Chí Minh thì sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện năng phục vụ cho hoạt động kinh doanh do vậy các nhà máy điện tại khu vực phía Nam sẽ được hưởng lợi như POW, PGV, NT2
- **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, HDG cũng có nhà máy điện gió 7A, hai nhà máy thủy điện Sông Tranh 4, Đăk Mi 2 đi vào vận hành thương mại trong tháng 9/2021 sẽ góp phần làm tăng doanh thu lợi nhuận quý 4/2021
- **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 sẽ phù hợp cho mục tiêu đầu tư dài hạn.
- **Trong quý 4/2021, chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC với ngành Điện** với kì vọng sản lượng tiêu thụ tăng trưởng khá nhờ việc khôi phục kinh tế. Các mã cổ phiếu ngành điện đang có định giá hấp dẫn và triển vọng kinh doanh khả quan bao gồm QTP, POW, HDG, SJD.

Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV

Cảng biển

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: GMD, VSC,
HAH

- Số lượng container qua cảng Việt Nam đạt tăng trưởng ấn tượng 18% yoy sau 8 tháng 2021, đạt 16.8 triệu TEU, cao hơn so với tăng trưởng bình quân 2015 – 2020 ở mức 10%. Chúng tôi kỳ vọng lưu lượng container sẽ tiếp tục tăng trưởng bình quân 10% / năm trong 5 năm tới nhờ : (1) Giao thương quốc tế phục hồi sau dịch Covid-19; (2) Việt Nam có lợi trong đón đầu dòng vốn đầu tư nhờ vị trí địa lý tiếp giáp Trung Quốc với bờ biển dài , lượng nhân công giá rẻ so với Trung Quốc và năng suất đang dần gia tăng, và tình hình kinh tế, chính trị ổn định; (3) Hiệp định thương mại mới (CPTPP, EVFTA, RCEP) có hiệu lực thúc đẩy giao thương với Việt Nam.
- **Giá cước vận tải biển tiếp tục duy trì mức cao trong 2021 do tắc nghẽn chuỗi cung ứng, nhưng sẽ cải thiện từ 2022.** Tại thời điểm tháng 9, chỉ số giá vận tải biển Drewry's World Container (composite) đã đạt mức 10,083.84 USD / container 40 ft, tức cao hơn 309% so với cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân dẫn tới sự tăng giá này do gián đoạn chuỗi cung ứng khi nhu cầu các nước Châu Âu đã hồi phục mạnh mẽ trong khi các cụm cảng ở Việt Nam, Trung Quốc hay các nước xuất khẩu không đáp ứng kịp hoặc thậm chí phải đóng cửa tạm thời do dịch như cảng Yantian tại Trung Quốc , dẫn tới giá thuê container và tàu tăng cao. Do vậy, các doanh nghiệp sở hữu container và đội tàu chuyên chở container như HAH đang hưởng lợi chính từ xu hướng này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng xu hướng này mang tính ngắn hạn và khả năng sẽ giảm nhiệt từ 2022 khi: (1) Công suất container gia tăng được đáp ứng bởi Trung Quốc; (2) Doanh nghiệp thép có lợi thế sản xuất như HPG bắt đầu tham gia thị trường sản xuất container – giải đáp bài toán nguồn cung.
- **Khu vực cảng Cái Mép – Thị Vải sẽ duy trì sức mức tăng trưởng cao nhất cả nước nhờ các dự án cơ sở hạ tầng đẩy mạnh thời gian tới.** Lũy kế 8 tháng, Cảng Cái Mép – Thị Vải tăng trưởng TEU đạt 28% lên hơn 6 triệu TEU, sẽ càng trở nên hấp dẫn nhờ thúc đẩy hạ tầng kết nối khu vực với các dự án tiêu biểu: đường 991B, đường Phước Hòa – Cái Mép, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, cầu Phước An và đường sắt Biên Hòa – Vũng Tàu. Hiện các cảng cũ tại khu vực Cái Mép đã gần đạt tối đa công suất và cảng Gemalink dự kiến sẽ đạt 70% công suất thiết kế trong năm và đạt 100% công suất 1.5 triệu TEU vào 2022.
- **Cảng Hải Phòng tăng trưởng thấp hơn do tàu siêu trọng tải lưu thông thấp.** Lũy kế 6 tháng, khối lượng hàng hòa thông qua cảng Hải Phòng đạt 15 triệu tấn, tăng 17.2% so với cùng kỳ 2020. Hiệu quả hoạt động của cảng Hải Phòng có phần thấp hơn so khu vực Cái Mép do lượng tàu siêu trọng tải lưu thông thấp và cảng mở rộng phục vụ cho tàu cỡ nhỏ.

- **Trong quý 4/2021, chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC cho ngành Cảng biển.** Về dài hạn, chúng tôi đánh giá ngành cảng biển vẫn sẽ có sức hấp dẫn lớn nhờ mức tăng trưởng bình quân trên 10%, cơ sở hạ tầng cải thiện lưu thông tại các khu vực cảng trọng điểm như Cái Mép và dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam. Một số khuyến nghị của chúng tôi cho ngành bao gồm GMD, VSC và HAH. Chúng tôi đánh giá cao GMD với hệ thống cảng biển trải dài cả nước và chuỗi dịch vụ logistics đa dạng. VSC cũng là doanh nghiệp đang gia tăng vị thế nhanh chóng trong ngành với chuỗi cung ứng logistics hạ tầng container – vận tải – cảng biển.

Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV

Công nghệ thông tin

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: FPT, ELC

- Mạng gia công phần mềm tăng trưởng tốt trong 8 tháng đầu năm 2021 với số lượng đặt 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. Trong khi đó, chuyển đổi số trong nước cũng đang có những bước đi mạnh mẽ hơn từ phía các doanh nghiệp với doanh thu công nghệ trong nước tăng trưởng mạnh của FPT hay các dự án giao thông thông minh của ELC.
- **Tiềm năng tăng trưởng mạng gia công phần mềm vẫn khả quan do** (1) Nhu cầu cao trên thế giới. Mạng 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.
- **Kì 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 7/2021, Tổng số thuê bao FTTH đạt 17.415 triệu thuê bao, tăng 10.5% Ytd và 15.8% YoY. Lũy kế 7 tháng đầu năm, số lượng thuê bao FTTH mới đạt 1,654 nghìn thuê bao, tăng 31.5% YoY. KBSV kì vọng tăng trưởng thuê bao trong thời gian tới tiếp tục tích cực khi tiềm năng tăng trưởng vẫn còn khá lớn ở khu vực các tỉnh.
- **Chúng tôi duy trì đánh giá TÍCH CỰC với ngành CNTT trong quý 4/2021,** một số mã cổ phiếu đáng chú ý bao gồm FPT, ELC, CMG.

Bộ phận phân tích doanh nghiệp - KBSV

Ngân hàng

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: TCB, VPB,
ACB, VCB

- Theo thông tin từ Ngân hàng Nhà nước, tăng trưởng tín dụng 8 tháng đầu năm đạt 7.4% cao hơn mức 4.23% của cùng kỳ năm 2020. 1H2021, trong phạm vi 15 ngân hàng niêm yết được nghiên cứu, tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt đạt 7.57% YTD và 6.47% YTD, bám sát với kỳ vọng tăng trưởng năm 2021 đạt 12-14%.
- Mặc dù lãi suất đầu ra bình quân 1Q2021 đạt 7.14%, giảm 2 bps QoQ tuy nhiên Lãi suất đầu vào bình quân giảm mạnh hơn, đạt 3.45% (-14 bps QoQ) nhờ mặt bằng lãi suất huy động giảm cùng với các ngân hàng đẩy mạnh huy động trên thị trường liên ngân hàng khiến NIM 2Q2021 đạt 3.89%, tăng 9 bps QoQ. SHB có mức NIM cải thiện tốt nhất, tăng 107 bps QoQ; CTG, VPB, TCB và TPB có NIM giảm nhẹ trong 2Q2021 trong 15 ngân hàng được nghiên cứu.
- **2Q2021, tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống giảm nhẹ, đạt 1.38% (-2 bps QoQ), nợ nhóm 2 đạt 1.05% (-7 bps QoQ). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 128.9%, tăng 150 bps QoQ** trong đó VCB, MBB, ACB, TCB có mức trích lập cao hơn 200%. Với diễn biến dịch Covid-19 diễn ra căng thẳng trên cả nước, áp lực trích lập sẽ tăng trong 6 tháng cuối năm, đặc biệt đối với nhóm ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp.
- **Các ngân hàng đã thống nhất giảm lãi suất vay trong khoảng 0.5-1.5% tùy theo từng đối tượng khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19** trong 5 tháng cuối năm 2021, ước tính tổng giá trị lãi giảm khoảng 20,000 tỷ VND. Hiện tại lãi suất đầu vào đã ở mức thấp, trong trường hợp dịch tiếp tục có diễn biến tiêu cực và các ngân hàng tiếp tục hỗ trợ lãi vay cho khách sẽ ảnh hưởng đáng kể đến NIM.
- **NHNN đã chính thức ban hành Thông tư 11/2021 quy định về phân loại tài sản có, mức trích, phương án trích lập dự phòng và việc sử dụng dự phòng trong hoạt động của tổ chức tín dụng, có hiệu lực từ ngày 1/10/2021, thay thế cho thông tư 02/2013/TT-NHNN và Thông tư 09/2014/TT-NHNN. Một số điểm cần lưu ý như sau:**
 - Rút ngắn thời gian thực hiện phân loại nợ xấu và trích lập dự phòng rủi ro từ 3 tháng/lần về 1 tháng/1 lần.
 - Áp dụng trích lập dự phòng chung cho việc mua lại giấy tờ có giá và mua bán trái phiếu chính phủ. Đồng thời, trích lập dự phòng cho phần phải thu liên quan đến bán nợ. Các thay đổi này sẽ có tác động cục bộ đến NPL của các ngân hàng có tỷ trọng phải thu cần trích lập lớn.
- **Trong quý 4/2021, chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC với ngành Ngân hàng.** Những ngân hàng có cơ bản tốt, đã trích lập dự phòng lớn

và có nhiều điểm nhấn đầu tư như chuyển sà, 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, ACB, VPB.

Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV

Bán lẻ

Triển vọng: Trung lập

Mã tiêu biểu: MWG, PNJ

- Với làn sóng dịch bệnh Covid-19 lần thứ 4 diễn biến phức tạp trên toàn quốc, các doanh nghiệp trong ngành bán lẻ đã bị ảnh hưởng nặng nề trong thời gian vừa qua. Tổng mức bán lẻ hàng hóa lũy kế 8T/2021 đạt 2,499 tỷ VNĐ, tương đương mức giảm 1,4% YoY do tình hình giãn cách xã hội theo CT16 của Chính Phủ trong Q3/2021 trở nên nghiêm ngặt hơn, đặc biệt tại các thành phố lớn như Hà Nội, Tp. Hồ Chí Minh.
- **Trong ngắn hạn, sự phục hồi của ngành bán lẻ sẽ gặp nhiều khó khăn trước diễn biến dịch bệnh hiện tại.** Lí do bởi ngay cả khi dịch bệnh được kiểm soát và nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội thì các mặt hàng kinh doanh như trang sức (PNJ) hay đồ điện tử/điện lạnh (MWG) sẽ không thể có sự hồi phục ngay tức thời mà sẽ cần thời gian.
- **Trong trung và dài hạn, ngành bán lẻ được kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi và tăng trưởng.** Bởi lẽ sự phục hồi của nền kinh tế sau đại dịch giúp các yếu tố vĩ mô trở nên tích cực hơn, trong đó bao gồm mức thu nhập của người tiêu dùng sẽ là một động lực tăng trưởng lớn cho ngành bán lẻ về dài hạn. Về xu hướng dài hạn, hành vi của người tiêu dùng có thể sẽ được dịch chuyển sang hình thức Online – đây hứa hẹn sẽ là một kênh bán hàng tiềm năng cho các doanh nghiệp bán lẻ.
- **Chúng tôi giữ nhận định TRUNG LẬP trong quý 4/2021 với ngành Bán lẻ** trong bối cảnh tình hình dịch bệnh hiện vẫn đang diễn biến phức tạp do số ca mắc trung bình ngày vẫn ở mức quanh 10,000 ca mới. Mặc dù các thành phố lớn đã có động thái mở cửa trở lại các hoạt động kinh tế (Hà Nội) và sắp tới là Tp. Hồ Chí Minh, song theo chúng tôi các sản phẩm như đồ điện tử/điện lạnh hay trang sức thuộc các mặt hàng không thiết yếu và nhu cầu của người dân cho các loại mặt hàng này sẽ chưa thể phục hồi ngắn hạn.

Bộ phận phân tích doanh nghiệp – KBSV

Thủy sản

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: FMC, VHC

- Dịch bệnh tại các tỉnh thành phía Nam – khu vực trọng tâm của thủy sản Việt Nam (chiếm 90-95% kim ngạch xuất khẩu thủy sản toàn quốc) ảnh hưởng xấu tới hoạt động sản xuất, chế biến. Theo Vasep, xuất khẩu thủy sản trong tháng 8/2021 giảm gần 28% YoY (kim ngạch 588 triệu USD). Sản phẩm xuất khẩu chính như tôm, cá tra, cá ngừ, mực, bạch tuộc, cua ghe giảm từ 20-33% YoY. Các thị trường xuất khẩu như Mỹ và Châu Âu đều giảm từ 16-50% trong tháng 8/2021. Tuy nhiên, lũy kế 8T/2021 vẫn đạt tăng trưởng 7% YoY nhờ kết quả 7 tháng đầu năm tốt, đạt 5,6 tỷ USD (trong đó 2,45 tỷ USD đến từ xuất khẩu tôm).
- **Trong ngắn hạn, hoạt động sản xuất và chế biến của các doanh nghiệp tại khu vực phía Nam được kỳ vọng sẽ dần hồi phục.** Thứ nhất, đây sẽ là thời điểm chuẩn bị cho các đơn hàng lớn trong mùa lễ cuối năm. Đặc biệt đối với các thị trường đầu ra tại Mỹ và Châu Âu có xu hướng hồi phục trở lại khi dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn nhờ tỷ lệ tiêm phòng Vaccine tăng, có thể kỳ vọng trong các tháng cuối năm kim ngạch xuất khẩu sẽ phục hồi. Tuy nhiên, rủi ro vẫn gắn liền với các biện pháp giãn cách xã hội tại các tỉnh phía Nam gây thiếu hụt lao động, nhà máy hoạt động không đạt công suất tối đa.
- **Trong thời gian tới xuất khẩu cá tra được kỳ vọng sẽ phục hồi.** Theo Vasep, nhu cầu nhập khẩu cá tra tại nhiều thị trường như Mỹ, Brazil, Mexico,... bắt đầu tăng tích cực trở lại. Ngoài ra, giá xuất khẩu cá tra đang có xu hướng tốt hơn bình thường – đây được coi là một tín hiệu tích cực trong giai đoạn cuối năm đối với VHC.
- **Tôm xuất khẩu được kỳ vọng phục hồi trong quý tới nhờ giá bán có xu hướng tăng lại do thiếu hụt nguồn cung từ Ấn Độ và Indonesia.** Mặc dù trong thời gian vừa rồi, giá bán tôm nguyên liệu có xu hướng giảm và tác động của dịch bệnh khiến người nuôi do dự cho vụ tôm cuối năm. Tác động từ người nuôi phần nào sẽ ảnh hưởng tới nguồn cung tôm nguyên liệu cho các doanh nghiệp xuất khẩu. Tuy nhiên, đây cũng được coi là cơ hội cho các DN có tỉ trọng lớn nguồn tôm nguyên liệu từ tự nuôi như FMC. Ngoài ra, cũng đã tích trữ lượng tôm trong thời gian vừa qua và doanh nghiệp này nằm tại tỉnh Sóc Trăng – địa bàn hiện được đánh giá tốt, linh hoạt các giải pháp phòng chống dịch vì vậy tác động lên FMC phần nào sẽ ít hơn các DN khác.
- **Chúng tôi nhận định TÍCH CỰC trong quý 4/2021 với ngành Thủy sản.** Nhờ các thị trường xuất khẩu lớn có xu hướng hồi phục sau đại dịch và giá xuất khẩu đang có những diễn biến tích cực gần đây. Hai mã cổ phiếu được khuyến nghị: VHC và FMC.

Dầu khí

Triển vọng: Tích cực
Mã tiêu biểu: GAS, BSR,
PVT

- Giai đoạn Q2 chứng kiến nền giá dầu ở mức cao trong khi làn sóng Covid-19 mới chớm bùng phát giúp cho lợi nhuận của các DN dầu khí khả quan, đặc biệt là những doanh nghiệp hạ nguồn. PLX ghi lãi gộp 4,154 tỷ đồng, tăng 52% YoY, OIL báo lãi ròng đạt 218 tỷ đồng, tăng 20% YoY, GAS ghi nhận doanh thu thuần tăng 45%, BSR lãi đậm với mức 3,543 tỷ VNĐ. Tuy nhiên, các doanh nghiệp thượng nguồn vẫn gặp nhiều khó khăn với PVS ghi nhận doanh thu thuần 3,063 tỷ đồng, giảm 44% YoY, PVD phải trích lập khoản dự phòng liên quan tới đối tác KrisEnergy (Apsara) Cambodia Company Ltd.
- **Giá dầu tăng cao vẫn là yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ với các doanh nghiệp dầu khí** trong thời gian tới, bù đắp những ảnh hưởng tiêu cực của việc bùng phát dịch bệnh Covid-19 lên KQKD trong giai đoạn Q3/2020. Chúng tôi nâng dự báo giá dầu bình quân lên mức 67 USD/thùng nhờ sự thiếu hụt nguồn cung trong khi nhu cầu gia tăng khi hoạt động kinh tế thế giới vẫn cho thấy sự hồi phục mạnh mẽ bất chấp những lo ngại về biến thể Delta.
- **Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PetroVietnam Gas (GAS)** nhờ hưởng lợi rõ nét nhất từ xu hướng tăng của giá dầu thế giới cũng như triển vọng từ hoạt động nhập khẩu và phân phối nội địa sản phẩm LNG trong năm 2022. Chúng tôi cũng có quan điểm tích cực về Tổng CTCP Vận tải dầu khí PVTrans (PVT) và CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ và nhập khẩu năng lượng tại Việt Nam ngày càng gia tăng. Trong đó, PVT có thể tận dụng giá tàu thị trường thấp trong nhiều năm trở lại đây để hoàn thành kế hoạch mở rộng đội tàu, mở ra cơ hội tăng trưởng bền vững hơn cuối năm cũng như những năm tiếp theo.
- Với 2 công ty thượng nguồn PVD & PVS, giá dầu duy trì tại mức cao >55 USD (điểm hoà vốn của ngành trong khu vực) giúp triển vọng sáng hơn. Mặc dù có KQKD 1H không quá ấn tượng nhưng việc nhu cầu được kì vọng tăng trở lại sẽ giúp cho hiệu suất và giá cho thuê các dàn khoan tự nâng của PVD trở lại mức khả quan. PVS đang có quá trình đấu thầu các dự án EPC với tiến khả quan cũng như giá dầu đang ở mức cao cũng hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận từ các liên doanh FPSO/FSO.
- **Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC với ngành Dầu khí trong quý 4/2021** trong bối cảnh giá dầu hồi phục khả quan. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý trong ngành bao gồm: GAS, PVT, BSR.

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhpn@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyền
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Mid cap & Semi bluechips
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Mid cap & Semi bluechips
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, 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:	Nắm 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.