

## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM Q4



Thị trường chứng khoán Q3 tăng trưởng tích cực sau nhịp sụt giảm mạnh trong Q2 nhờ giá dầu hồi phục, lo ngại chiến tranh thương mại tạm lắng xuống, tỷ giá lạm phát trong nước vẫn trong tầm kiểm soát và KQKD Q2 của các doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng mạnh.

Khối ngoại quay trở lại bán ròng trong Q3 sau khi mua ròng liền 6 quý trước đó, với giá trị bán tập trung trong tháng 7 tháng 8 ở các mã bất động sản VIC, VHM, VRE, NVL...

Các yếu tố rủi ro ngoại biên tiếp tục có ảnh hưởng mạnh đến xu hướng hồi phục của thị trường như rủi ro chiến tranh thương mại, chính sách thắt chặt tiền tệ của các NHTW lớn, bên cạnh các yếu tố rủi ro trong nước như rủi ro lạm phát, tỷ giá, chính sách điều hành thận trọng của NHNN... Tuy nhiên với xu hướng tăng trưởng mạnh trong KQKD các doanh nghiệp, cùng chu kỳ hồi phục của nền kinh tế, chỉ số Vnindex dự báo tiếp tục tăng điểm và tiếp cận vùng 1050-1080 điểm trong Q4.





TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM Q4 2018

**MỤC LỤC**

<b>TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Q3</b> .....	3
<b>HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH</b> .....	4
<b>ĐÁNH GIÁ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG TRONG Q4</b> .....	7
<b>NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG</b> .....	14

Giám đốc Kinh tế vĩ mô và Chiến lược thị trường/ Trần Đức Anh/ [anhtd@kbsec.com.vn](mailto:anhtd@kbsec.com.vn)

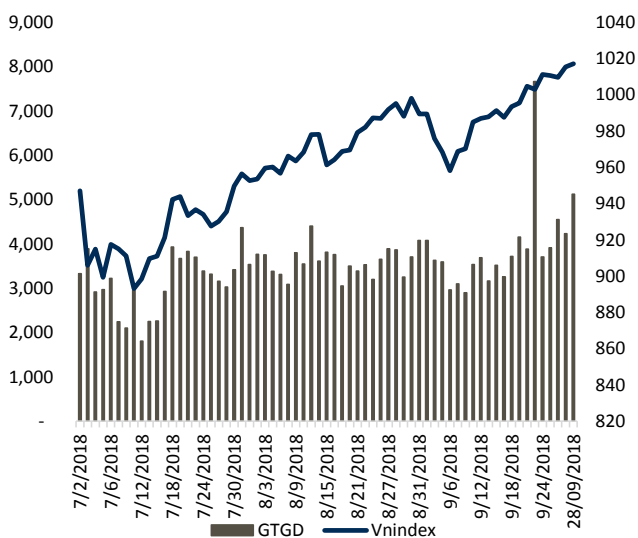


## TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Q3

### Thị trường trong xu hướng hồi phục với thanh khoản sụt giảm

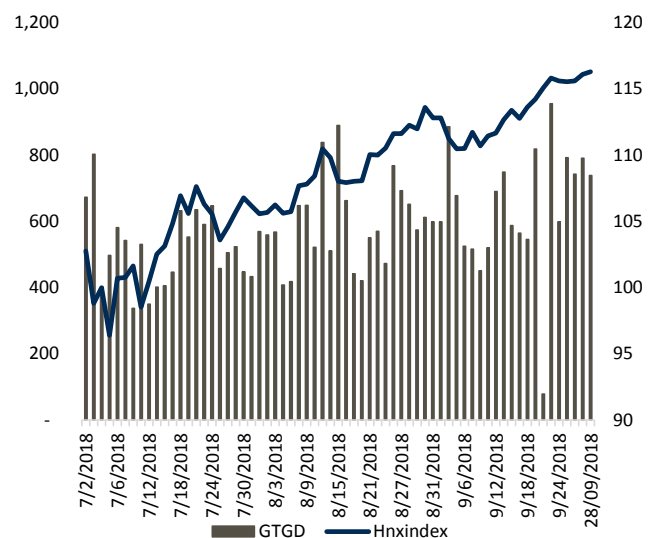
Thị trường quay trở lại xu hướng hồi phục trên cả 2 sàn trong Q3, sau giai đoạn sụt giảm mạnh xuyên suốt Q2. Động lực tăng trưởng chính của thị trường trong nhịp hồi phục này đến từ các nguyên nhân như giá dầu hồi phục, lo ngại chiến tranh thương mại tạm lắng xuống, tỷ giá - lạm phát trong nước vẫn trong tầm kiểm soát và KQKD Q2 các doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng mạnh. Tính cho cả quý 3, 2 chỉ số Vnindex và Hnindex tăng trưởng lần lượt 7.4% và 13.2% về điểm số, trong khi giá trị giao dịch giảm lần lượt -29% và -18%.

Hình 1: Diễn biến Vnindex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hình 2: Diễn biến Hnindex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

### Các ngành tăng trưởng top đầu đều đạt được mức tăng trưởng cao, trong khi các ngành nhóm dưới chỉ giảm nhẹ

Trong đó, ngành thiết bị và dịch vụ dầu khí (+41%), nuôi trồng thủy hải sản (+40%) và phân phối xăng dầu khí đốt (+32%) là các ngành tăng trưởng mạnh nhất về mặt bằng giá cổ phiếu nhờ hưởng lợi từ các câu chuyện riêng. Trong đó, ngành thiết bị và dịch vụ dầu khí cùng ngành phân phối xăng dầu và khí đốt tăng trưởng nhờ diễn biến hồi phục mạnh của giá dầu trong Q3. Ngành nuôi trồng thủy hải sản tăng trưởng mạnh nhờ thông tin liên quan đến thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ giảm mạnh.

Xét về các mã tác động mạnh đến chỉ số Vnindex (Hình 4), các mã đóng góp tăng nhiều nhất gồm có GAS, BID, VCB... trong khi các tác động tiêu cực nhất bao gồm VPB, VNM, TCB...

Hình 3: Diễn biến các nhóm ngành

5 ngành diễn biến tích cực nhất	Thay đổi	Các mã tiêu biểu
Thiết bị và Dịch vụ Dầu khí	41.30%	PVS, PVD, PVC, PVB...
Nuôi trồng thủy hải sản	35.90%	VHC, ANV, FMC, HVG...
Phân phối xăng dầu & khí đốt	32.20%	GAS, PGD, PGS, PGC...
Vận tải Thủy	24.20%	PVT, VTO, VIP, GSP...
Xi măng	23.40%	HT1, BCC, BTS, HOM...
5 ngành diễn biến tiêu cực nhất	Thay đổi	Các mã tiêu biểu
Dược phẩm	1.40%	DHG, PME, TRA, DMC...
Containers & Đóng gói	0.10%	INN, SVI, MCP, VBC...
Bất động sản dân cư	-0.40%	VIC, NVL, KDH, DXG...
Nhựa	-1.90%	AAA, RDP, DAG, HII...
Sản xuất bia	-2.10%	SAB, BHN, THB, HAD...

Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV

### Khối ngoại quay trở lại bán ròng trong Q3 sau khi mua ròng liền 6 quý trước đó

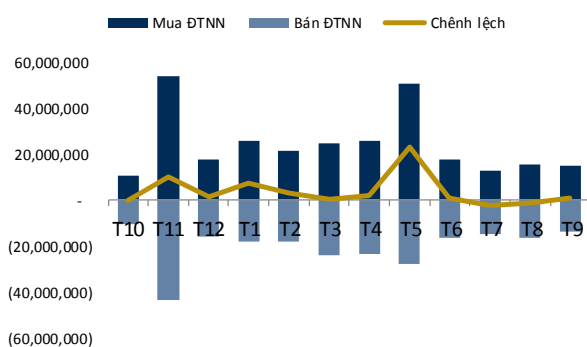
Giá trị bán của khối ngoại tập trung ở tháng 7, tháng 8. Xét từ góc độ ngành, ngành tài chính (không bao gồm ngân hàng) bị bán ròng mạnh, chủ yếu tập trung ở các mã bất động sản như VIC, VHM, NVL, VRE... Trong khi ngành ngân hàng được đẩy mạnh mua ròng, tập trung ở VCB, HDB, BID...

Hình 4: Các mã tác động mạnh nhất đến chỉ số

Mã đóng góp tích cực	Tác động đến chỉ số
GAS	+17.7
BID	+9.9
VCB	+5.7
PLX	+5.1
MSN	+5.1
Mã đóng góp tiêu cực	Tác động đến chỉ số
VIC	-9.9
VHM	-5.7
TCB	-2.3
VNM	-2.2
VPB	-1.8

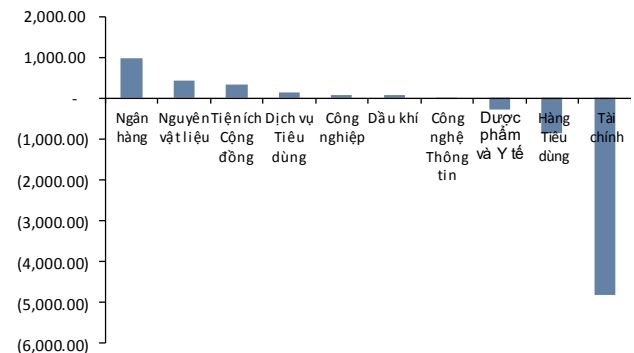
Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV

Hình 5: Mua bán khối ngoại trên HSX



Nguồn: HSX, KBSV

Hình 6: Mua bán của khối ngoại theo ngành



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### • Bức tranh KQKD quý II

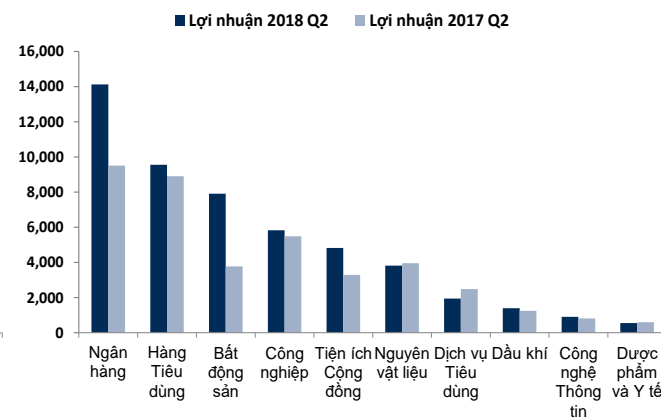
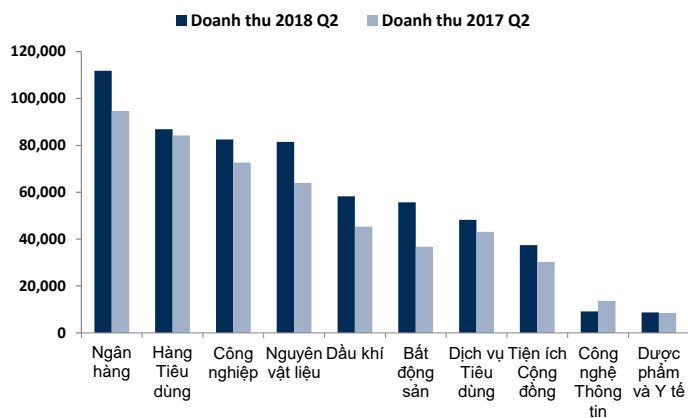
### KQKD các doanh nghiệp trên 2 sàn tiếp tục tăng trưởng mạnh trong Q2 2018

Nổi tiếp xu hướng tăng trưởng mạnh trong nhiều quý trở lại đây, KQKD các doanh nghiệp trên cả 2 sàn tiếp tục đạt mức tăng trưởng vượt trội trong Q2 2018. Cụ thể, trong số 661 doanh nghiệp được chúng tôi theo dõi, có 362 doanh nghiệp tăng trưởng dương về lợi nhuận so với cùng kỳ (chiếm 55%). Tổng doanh thu các doanh nghiệp trên cả 2 sàn trong Q2 tăng trưởng 18%, trong khi lợi nhuận tăng trưởng 25% so với cùng kỳ 2017. Theo đó, biên lợi nhuận ròng của khối các doanh nghiệp trên cả 2 sàn tăng từ 8.3% lên 8.8%

trong Q2. Trong đó, các doanh nghiệp có tăng trưởng đột biến về lợi nhuận bao gồm khá nhiều tên tuổi lớn như VHM, MSN, BID, ACB...

Hình 7: Doanh thu các doanh nghiệp trên 2 sàn (tỷ VND)

Hình 8: Lợi nhuận các doanh nghiệp trên 2 sàn (tỷ VND)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nguồn: Bloomberg, KBSV

### Nhóm ngành tài chính, ngân hàng và tiện ích cộng đồng dẫn đầu đà tăng trưởng

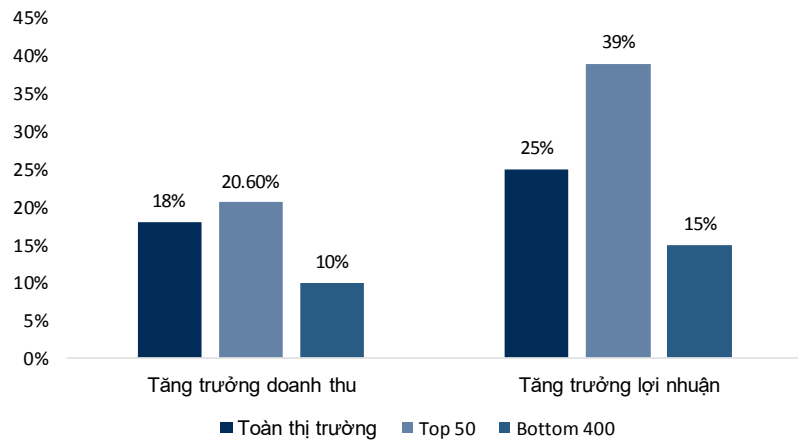
Xét về biến động lợi nhuận ở 10 nhóm ngành chúng tôi quan sát, có 7 ngành tăng trưởng dương về lợi nhuận và 3 ngành tăng trưởng âm so với cùng kỳ. Trong đó, ngành tăng trưởng mạnh nhất là ngành bất động sản (+110%) với đóng góp chủ yếu đến từ tăng trưởng đột biến các mã đầu ngành như VHM, VRE, NVL, DXG... Ngành có mức tăng trưởng mạnh thứ 2 là ngành ngân hàng (+48%) với tăng trưởng ở hầu hết các mã trong ngành (ngoại trừ CTG), các ngân hàng tăng trưởng đột biến có thể kể đến ACB, BID, TCB... Nhóm ngành tăng trưởng mạnh thứ 3 là ngành tiện ích cộng đồng (+47%) với tăng trưởng ở số đông các doanh nghiệp trong ngành (23/34 doanh nghiệp), tuy nhiên mức tăng trưởng cao chủ yếu nhờ đóng góp ở mã vốn hóa lớn nhất ngành GAS (+66%).

Ở chiều ngược lại, các ngành tăng trưởng âm so với cùng kỳ gồm có dịch vụ tiêu dùng (-22%), dược phẩm và y tế (-7%) và nguyên vật liệu (-4%).

### Nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn tăng trưởng vượt trội so với thị trường chung

Nhóm công ty vốn hóa lớn (top 50 doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất thị trường) có mức tăng trưởng vượt trội so với thị trường chung. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận nhóm này trong Q2 2018 tăng trưởng lần lượt +20.6% và 39%; cao hơn hẳn so với mức +18% và +25% của toàn thị trường. Theo đó, biên lợi nhuận ròng của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tăng từ 9.7% của Q2 2017 lên 11.2% của Q2 2018; và cao hơn đáng kể so với mức 8.8% của thị trường chung. Điều này cho thấy nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn tiếp tục là nhóm hưởng lợi đầu tiên từ chu kỳ tăng trưởng của nền kinh tế với lợi thế cạnh tranh, quy mô vốn hóa, tiềm lực tài chính, thị phần chi phối và chuỗi cung ứng...

Hình 9: Tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận các nhóm doanh nghiệp theo vốn hóa trong Q2 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Trong khi đó, nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ (400 doanh nghiệp vốn hóa nhỏ nhất 2 sàn) có mức tăng trưởng thấp hơn so với thị trường chung, với tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong Q2 so với cùng kỳ lần lượt đạt 10% và 15%. Theo đó, biên lợi nhuận ròng ở nhóm cổ phiếu này tăng nhẹ từ 2.5% lên 2.7%, thấp hơn tương đối so với thị trường chung. Điều này ít nhiều cho thấy khó khăn của nhóm doanh nghiệp vốn hóa nhỏ trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

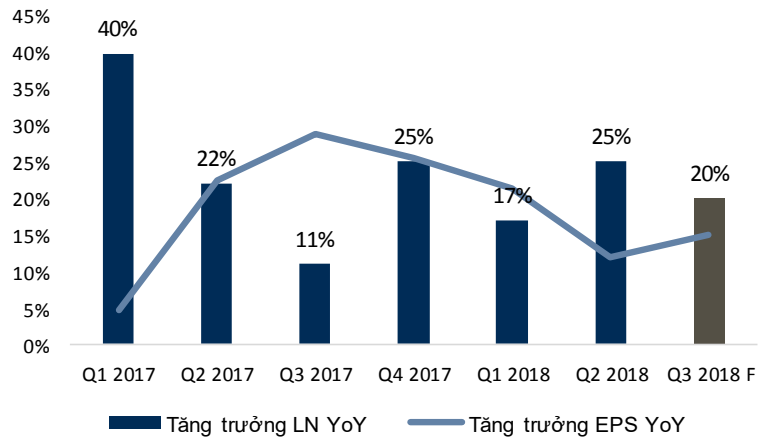
#### • Dự báo KQKD Q3

#### Các doanh nghiệp trên sàn tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao trong Q3

Bối cảnh vĩ mô thuận lợi là yếu tố tiếp tục hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trên sàn tiếp nối đà tăng trưởng đã kéo dài trong nhiều quý trở lại đây. Trong trung hạn, chúng tôi đánh giá cao khả năng phục hồi hoặc tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ở một số nhóm ngành như dầu khí, vật liệu cơ bản, công nghệ thông tin, logistic và hàng tiêu dùng – đặc biệt những lĩnh vực liên quan đến xuất khẩu và gia công xuất khẩu như may mặc, thủy sản.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy đã xuất hiện 1 vài yếu tố có thể dãn kéo đà tăng trưởng của một số nhóm ngành, nhóm công ty chậm lại như giới hạn trần tín dụng của NHNN (ảnh hưởng lợi nhuận 1 số ngân hàng, cũng như nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ khó tiếp cận vốn vay hơn), lãi suất cho vay bắt đầu có xu hướng tăng nhẹ (ảnh hưởng nhóm doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính lớn) và tỷ giá ở một vài thời điểm trong quý 3 có biến động bất thường (ảnh hưởng đến các doanh nghiệp nhập khẩu hoặc vay nợ ngoại tệ lớn). Mặc dù vậy, mức độ ảnh hưởng ngay trong Q3 này là chưa lớn và nhìn chung nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao so với thị trường chung.

Hình 10: Tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp trên 2 sàn YoY và tăng trưởng EPS của cả thị trường



Nguồn: KBVS, Bloomberg

Qua đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận các doanh nghiệp trên 2 sàn tăng trưởng 18% - 20% YoY trong Q3 2018. Tương ứng, EPS của cả thị trường sau khi KQKD Q3 công bố tăng 12% - 15% YoY, tiếp tục là động lực quan trọng hỗ trợ xu hướng tăng của Vnindex.



**ĐÁNH GIÁ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG TRONG Q4**

Hình 11: Các yếu tố tác động đến thị trường trong Q4



Nguồn: KBSV

Chú thích: ● tác động tích cực ● tác động tiêu cực

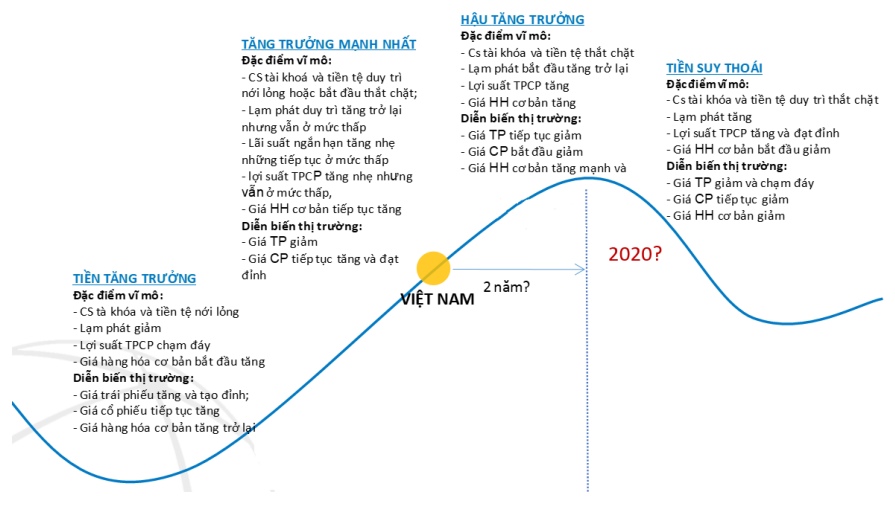


- **Kinh tế trong chu kỳ hồi phục – yếu tố hỗ trợ nền tảng cho thị trường**

**Kinh tế Việt Nam được dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh, hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp và mặt bằng giá cổ phiếu trên TTCK.**

Mặc dù đã có 1 số tín hiệu cho thấy nền kinh tế có thể sẽ tăng trưởng chậm lại trong các quý tới như lạm phát và lãi suất có xu hướng tăng nhẹ, xuất hiện căng thẳng tỷ giá ở các thời điểm áp lực ngoại biên gia tăng và chính sách điều hành tiền tệ thận trọng hơn của NHNN. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng kinh tế Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng tích cực, thể hiện qua tăng trưởng GDP đạt mức cao, chính sách tài khóa và tiền tệ về tổng thể vẫn mang tính nới lỏng, lạm phát nằm trong tầm kiểm soát của Chính phủ và lãi suất duy trì vùng tương đối thấp. Như vậy, nếu theo 1 chu kỳ kinh tế điển hình (hình 12) thì Việt Nam nhiều khả năng đang ở cuối giai đoạn “tăng trưởng mạnh” và sắp bước sang giai đoạn “hạ tăng trưởng”. Điều này đồng nghĩa với việc chu kỳ hồi phục lần này của kinh tế Việt nam sẽ còn kéo dài ít nhất cho đến năm 2020.

Hình 12: Chu kỳ kinh tế



Nguồn: KBSV

- **Căng thẳng thương mại leo thang – tác động tiêu cực trong ngắn hạn**

Sau khi Mỹ và Trung Quốc chính thức áp thuế lên hàng hóa của nhau (200 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc và 60 tỷ USD hàng hóa Mỹ), TTCK toàn cầu giao dịch có phần khởi sắc do mức thuế 2 nước áp dụng thấp hơn đáng kể so với con số dự báo trước đó. Tuy nhiên, khả năng căng thẳng giữa 2 quốc gia tiếp tục leo thang trong Q4 vẫn đang được bỏ ngỏ và là yếu tố rủi ro hàng đầu có thể ảnh hưởng đến xu hướng đi lên của TTCK toàn cầu nói chung.

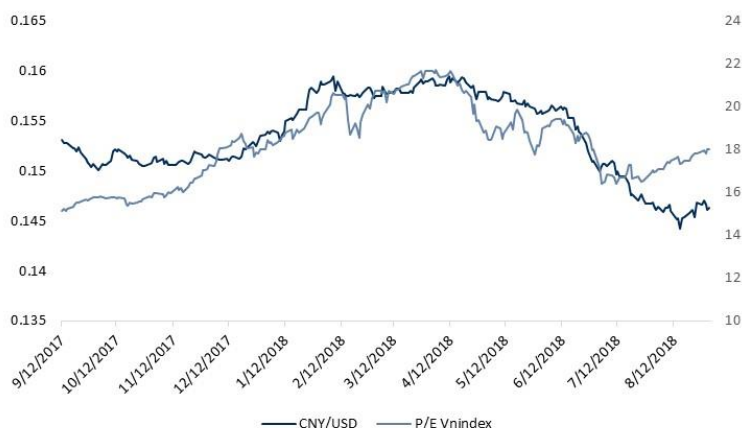
**Chiến tranh thương mại gia tăng có thể gây áp lực lên tỷ giá và chính sách điều hành của NHNN, qua đó gây tác động tiêu cực lên TTCK.**

Mặc dù các tác động cụ thể của chiến tranh thương mại đến tăng trưởng kinh tế toàn cầu chỉ thực sự thể hiện rõ trong năm 2019, và tác động đến kinh tế Việt Nam có cả mặt tích cực và tiêu cực; tuy nhiên, thị trường tài chính thường phản ứng sớm và bất kỳ động thái căng thẳng leo thang nào sẽ lập tức phản ánh vào diễn biến thị trường. Cụ thể hơn, nếu chiến tranh thương mại Mỹ và Trung Quốc leo thang, đồng USD tăng giá (nhà đầu tư tìm đến đồng USD do đây được coi là nơi trú ẩn an toàn, kết hợp với việc FED nâng lãi suất), trong khi đồng CNY mất giá (tăng trưởng kinh tế chậm lại, Chính phủ Trung Quốc



muốn duy trì đồng nội tệ yếu hỗ trợ xuất khẩu), áp lực phá giá VNĐ sẽ tăng lên, gây ra sự bất ổn về mặt vĩ mô, qua đó gây áp lực điều chỉnh trên TTCK. Đánh giá một cách trực quan hơn, chúng ta có thể thấy có sự liên hệ giữa tỷ giá CNY/USD và P/E của chỉ số Vnindex (Hình 13). Đây là 2 đồng tiền của 2 quốc gia có tỷ trọng kim ngạch xuất nhập khẩu với Việt Nam cao nhất so với các nước có đồng tiền được chọn trong rổ tiền tệ tham chiếu theo cơ chế tỷ giá trung tâm. Mỗi khi USD tăng giá hay CNY giảm giá đều gây áp lực lên VNĐ.

Hình 13: Biến động tỷ giá CNY/USD và P/E Vnindex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Với việc bầu cử quốc hội Mỹ sẽ diễn ra vào đầu tháng 11 tới đây, nhiều khả năng 2 quốc gia sẽ không có thêm động thái mới cho đến khi kỳ bầu cử kết thúc. Trong kịch bản tích cực, nếu đảng Dân Chủ chiếm ưu thế, có thể kỳ vọng quan điểm của Mỹ về chiến tranh thương mại trở nên mềm mỏng hơn và 2 nước tìm được tiếng nói chung trên bàn đàm phán. Đây là kịch bản hỗ trợ mạnh cho đà tăng trưởng của TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng. Tuy nhiên khả năng kịch bản này xảy ra không được chúng tôi đánh giá cao.

- **Chính sách thắt chặt tiền tệ của các NHTW lớn – gây hiệu ứng rút vốn khỏi thị trường mới nổi**

Theo báo cáo của Moody's Investors Service (Hình 14), tăng trưởng ở các nền kinh tế lớn được dự báo đã đạt đỉnh trong năm 2018 và tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại trong các năm kế tiếp. Cùng với đó, các NHTW cũng đẩy mạnh quá trình thắt chặt chính sách tiền tệ (Mỹ, Châu Âu, Anh...) trong khi Trung Quốc cũng đang trong quá trình giảm nợ cho nền kinh tế. Cùng với rủi ro ở các nền kinh tế mới nổi gia tăng (Thổ Nhĩ Kỳ, Argentina, Brazil...) hay chiến tranh thương mại leo thang, dòng vốn toàn cầu đã có xu hướng tháo chạy khỏi các thị trường mới nổi để quay trở lại các thị trường phát triển.

**Chính sách tiền tệ thắt chặt của các NHTW lớn cùng việc xuất hiện các yếu tố rủi ro toàn cầu khiến xu hướng rút vốn khỏi các thị trường mới nổi gia tăng, là yếu tố khó có**

Nhìn lại quá khứ, có thể thấy giai đoạn cuối 2016 đến đầu 2018, nhân tố khối ngoại là yếu tố quan trọng hỗ trợ đà tăng của chỉ số VN-Index. Trên thực tế, kể từ khi các nền kinh tế lớn áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ để đối phó với khủng hoảng kinh tế, dòng tiền đã ồ ạt chảy vào các thị trường mới nổi giúp TTCK các nước đang phát triển tăng trưởng mạnh. Xu hướng này đang đảo chiều và khó có thể kết thúc trong ngắn hạn, các NHTW của các nước đang

**thể đảo chiều trong ngắn hạn.**

phát triển gần đây cũng đã dần thắt chặt chính sách tiền tệ nhằm giảm bớt áp lực bị rút vốn nhưng xu hướng này khó có thể dừng lại trong Q4.

Hình 14: Triển vọng các nền kinh tế

Các nền kinh tế	Tăng trưởng Real GDP (%)			Chính sách tiền tệ		
	2017	2018 F	2019 F	2017	2018 F	2019 F
<b>Nhóm G20 phát triển</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2</b>			
US	2.3	2.9	2.3	▼	▼	▼
Châu Âu	2.5	2.1	1.8	▲	▼	▼
Nhật	1.7	1.1	1	-	-	-
Đức	2.5	2.2	1.7			
Anh	1.7	1.3	1.6	▼	▼	▼
Pháp	2.2	1.8	1.8			
Ý	1.5	1.2	1.1			
Canada	3	2.1	1.9	▼	▼	▼
Úc	2.3	2.9	3	-	▼	▼
Hàn Quốc	3.1	2.9	2.6	▼	▼	▼
<b>Nhóm G20 mới nổi</b>	<b>5.3</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>			
Trung Quốc	6.9	6.6	6.4	▼	-	-
Ấn Độ	6.7	7.3	7.5	▲	▼	▼
Brazil	1	1.8	2	▲	-	▼
Nga	1.5	1.6	1.5	▲	-	-
Mexico	2	2.3	2.5	▼	▼	-
Indonesia	5.1	5.2	5.2	▲	▼	▼
Thổ Nhĩ Kỳ	7.4	1.5	1	▼	▼	▼
Saudi Arabia	-0.7	1.3	1.5			
Argentina	2.9	-1	1	▲	▼	▼
Nam Phi	1.3	1.5	1.8	▲	-	-

Nguồn: Moody's Investors Service

Chú thích: ▲ nói lỏng ▼ thắt chặt - duy trì chính sách hiện tại

**Giao dịch nước ngoài qua phương pháp khớp lệnh trên HSX tương đồng với xu hướng dòng vốn ở các thị trường mới nổi.**

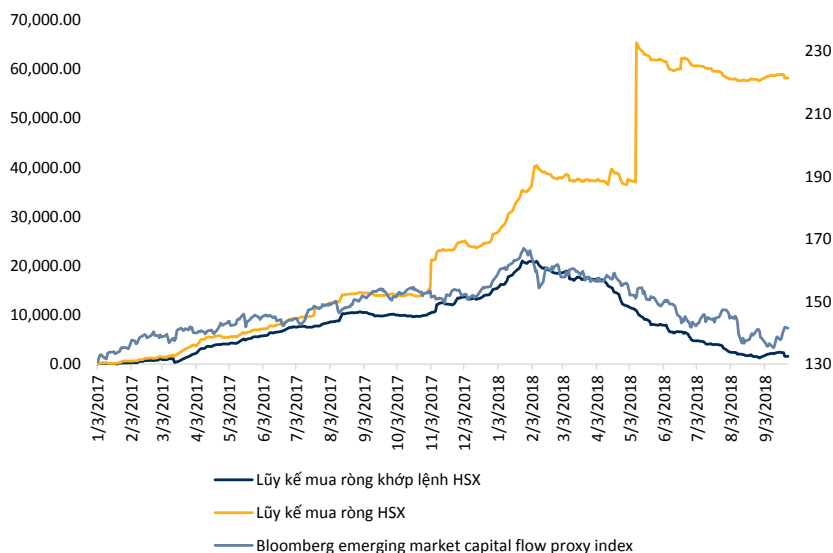
Hình 15 cho thấy mối tương quan chặt chẽ giữa xu hướng rút ròng khỏi các thị trường mới nổi và giao dịch khối ngoại (qua phương thức khớp lệnh) trên TTCK Việt Nam từ giữa quý I đến nay. Nếu tính cả phương pháp giao dịch thỏa thuận, khối ngoại trên thực tế mua ròng mạnh trên TTCK Việt Nam (tập trung ở các doanh nghiệp mới lên sàn niêm yết VHM, TCB, YEG...) hay các thương vụ thoái vốn nhà nước (VNM, SAB, DIG...), tuy nhiên các giao dịch thỏa thuận này không tác động đến diễn biến thị trường, giá mua trong 1 số trường hợp không sát với giá cổ phiếu trên sàn và mục đích mua thường không chỉ đơn thuần là đầu tư tài chính mà còn chủ yếu nhằm vào hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp này.

**Nếu các rủi ro ngoại biên không gia tăng, có thể kỳ vọng khối ngoại quay trở lại mua ròng trên TTCK Việt Nam nhờ có sức hấp dẫn riêng.**

Dự báo về xu hướng mua/bán ròng của khối ngoại trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng TTCK Việt Nam có nhiều điểm hấp dẫn riêng có thể giúp dòng vốn ngoại quay trở lại nếu các yếu tố rủi ro khách quan lắng xuống. Trong đó, yếu tố đầu tiên là sự tăng trưởng cao trong hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp vốn hóa lớn (tăng trưởng chỉ số EPS của TTCK Việt Nam luôn ở top đầu so với các thị trường trong khu vực trong nhiều quý liên tiếp) nhờ bối cảnh vĩ mô thuận lợi. Ngoài ra, TTCK Việt Nam còn một câu chuyện nữa có thể giúp thu hút nguồn vốn ngoại là triển vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi theo tiêu chuẩn đánh giá của MSCI. Với quyết tâm cao của Chính phủ, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các thành viên thị trường, tôi đánh giá việc nâng

hạng là hoàn toàn khả thi. Điều này giúp tỷ trọng danh mục của cổ phiếu Việt Nam trong danh mục đầu tư các quỹ đầu tư toàn cầu gia tăng đáng kể. Hiện đã có một vài quỹ giải ngân sớm vào TTCK Việt Nam để đón đầu sóng nâng hạng và chúng ta có thể kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong thời gian tới.

Hình 15: Dòng vốn vào/ra các thị trường mới nổi và mua/bán ròng khối ngoại lũy kế trên HSX



Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV

- **Chính sách tiền tệ của NHNN – thận trọng và không còn mang tính hỗ trợ mạnh**

**Chính sách tiền tệ được dự báo thận trọng hơn và không còn là yếu tố hỗ trợ mạnh thị trường như các năm gần đây. Tuy nhiên đây chưa phải là chính sách thắt chặt và chưa gây rủi ro lớn đến TTCK ngay trong ngắn hạn.**

Trong phần “báo cáo vĩ mô”, chúng tôi đưa ra dự đoán chính sách tiền tệ của NHNN sẽ theo chiều hướng thận trọng hơn. Tăng trưởng M2 và tín dụng sẽ thấp hơn so với các năm trước do diễn biến khó lường của lạm phát (dự báo tăng 3.9%-4%) và áp lực tỷ giá. Mặc dù mức độ ảnh hưởng từ các yếu tố chính sách trong nước đến thị trường đã giảm bớt, trong bối cảnh các yếu tố rủi ro ngoại biên ngày càng thu hút nhiều sự quan tâm. Tuy nhiên, đây vẫn là yếu tố có tác động lớn đến thị trường, đặc biệt nếu chính sách của NHNN có sự thay đổi đột ngột.

TTCK Việt Nam trong các năm qua đã hưởng lợi từ chính sách tiền tệ mang tính nới lỏng của NHNN, tuy nhiên đây không còn là yếu tố mang tính hỗ trợ mạnh cho thị trường trong năm 2018 nói chung, quý 4 nói riêng và cả trong năm 2019. Mặc dù vậy, vẫn còn hơi sớm để nhận định NHNN sẽ quay trở lại với xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ ngay trong Q4 2018 khi các rủi ro vĩ mô vẫn đang trong tầm kiểm soát.

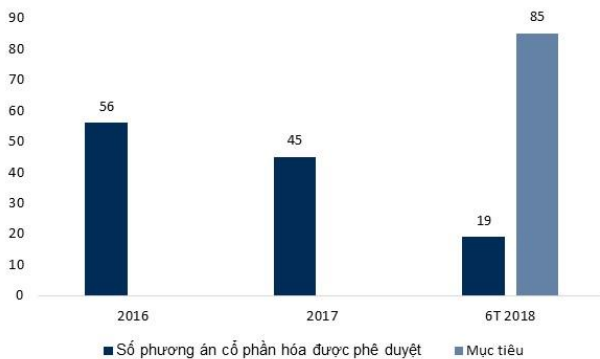
Tuy nhiên, trong kịch bản tiêu cực nhất, các yếu tố bất ổn vĩ mô xuất hiện như chiến tranh thương mại leo thang, tỷ giá tăng nhanh, giá dầu hồi phục mạnh, lạm phát vượt mức mục tiêu 4%..., với định hướng chính sách ưu tiên ổn định vĩ mô, không loại trừ khả năng NHNN sẽ có động thái thắt chặt chính sách tiền tệ, để ưu tiên mục đích ổn định vĩ mô (chúng tôi không nghiêng về kịch bản này).

- **Cổ phần hóa, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước – cải thiện chất lượng hàng hóa trên TTCK, thu hút nhà đầu tư ngoại**

**Tiến trình cổ phần hóa, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước có dấu hiệu chậm lại (các thương vụ lớn tập trung trong 3 tháng đầu năm) và còn cách khá xa mục tiêu đề ra.**

Tính cho 6 tháng đầu 2018, Chính phủ hoàn thành phê duyệt 19 phương án cổ phần hóa, cách xa mục tiêu 85 doanh nghiệp phải cổ phần hóa trong năm nay và cũng thấp hơn đáng kể so với con số 56 và 45 phương án cổ phần hóa được phê duyệt trong lần lượt 2 năm 2016 và 2017.

Hình 16: Số phương án cổ phần hóa được phê duyệt



Hình 17: Tiền thu được từ IPOs và thoái vốn DNNN



Nguồn: KBSV tổng hợp

Nguồn: Bộ Tài Chính

Cũng trong 6 tháng đầu năm 2018, đã có 16 doanh nghiệp hoàn thành cổ phần hóa, tuy nhiên 1 nửa trong số này là các doanh nghiệp tồn đọng từ 2017, chỉ có 8 doanh nghiệp thuộc kế hoạch cổ phần hóa cho năm 2018. Nhà nước thu về 22.500 tỷ đồng từ các đợt IPOs này.

Bên cạnh hoạt động cổ phần hóa, trong 6 tháng đầu năm, Chính phủ thực hiện thoái vốn tại 42 doanh nghiệp và thu về 5.600 tỷ đồng. Theo đó, tổng số tiền Chính phủ thu về từ IPOs, thoái vốn trong 6 tháng 2018 là 28.100 tỷ đồng, gần tương đương 2016 và 2017 (không tính SAB).

**Chính phủ chỉ đạo đẩy mạnh tiến trình cổ phần hóa, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước.**

Đáng chú ý, nhóm ngân hàng quốc doanh, trước sức ép tăng vốn để đáp ứng chuẩn mực Basel II trong bối cảnh ngân sách nhà nước gặp khó khăn và Chính phủ không có dự định bổ sung vốn ngân sách vào các ngân hàng, nhiều khả năng sẽ được giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước (BIDV, Vietcombank) trong thời gian tới để phát hành cho nhà đầu tư chiến lược. Bên cạnh đó, hàng loạt các thương vụ IPOs (Mobifone, Tổng công ty phát điện 1, Tổng Công ty Phát điện 2, Tổng Công ty Xi măng Việt Nam...) và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước lớn (GAS, ACV, PLX, VEA, HVN...) nhiều khả năng cũng sẽ diễn ra giai đoạn cuối năm 2018 và 2019.

**Kỳ vọng tiến trình IPOs, thoái vốn DNNN diễn ra sôi động trong thời gian tới hỗ trợ xu hướng tăng trưởng của TTCK Việt Nam.**

Hoạt động IPOs, thoái vốn DNNN diễn ra sôi nổi cuối 2017, đầu 2018 là động lực quan trọng hỗ trợ đà tăng trưởng của TTCK trong giai đoạn trên nhờ cung cấp thêm cho thị trường nhiều hàng hóa chất lượng cao, thu hút vốn ngoại, cải thiện TTCK Việt Nam cả về chất và về lượng. Nếu hoạt động IPOs, thoái vốn DNNN sôi động trở lại, kỳ vọng sẽ tiếp thêm động lực cho thị trường tăng trưởng.

- **Triển vọng nâng hạng thị trường – câu chuyện thu hút vốn ngoại**

**Khả năng MSCI đưa Việt Nam vào danh sách nâng hạng khó xảy ra trước 2020.**

**Trong kỳ review tháng 9, FTSE Russell công bố đưa Việt Nam vào danh sách xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp.**

Mặc dù triển vọng được đưa vào danh sách nâng hạng lên thị trường mới nổi theo phân loại MSCI sẽ khó xảy ra trước năm 2020, tuy nhiên đây vẫn là câu chuyện thu hút nhiều sự quan tâm của thị trường, đặc biệt các quỹ đầu tư chủ động toàn cầu giải ngân sớm để hưởng lợi từ câu chuyện trên.

Đáng chú ý, trong tuần cuối tháng 9, Việt Nam đã lọt vào danh sách nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp (secondary emerging market) của FTSE Russell, 1 trong 3 tổ chức phân loại thị trường bên cạnh MSCI và S&P DowJones Indices. Nhìn chung, tầm ảnh hưởng của danh sách phân loại theo FTSE Russell thấp hơn tương đối nếu so với 2 tổ chức còn lại, đặc biệt là MSCI, vốn mang tính đại diện cao và được nhiều quỹ sử dụng làm tham chiếu.

Nếu việc nâng hạng được công bố chính thức theo chuẩn FTSE Russell trong năm sau, và việc chính thức nâng hạng diễn ra sau đó 1 năm tức sớm nhất vào 2020, thời điểm ban đầu giao dịch của khối ngoại trên TTCK Việt Nam sẽ tương đối cân bằng do cổ phiếu Việt Nam trong rổ thị trường cận biên (chiếm tỷ trọng cao) bị bán đi, và được mua lại vào rổ thị trường mới nổi (chiếm tỷ trọng thấp).

Cụ thể, cổ phiếu Việt Nam trong rổ FTSE Frontier Index hiện có vốn hóa 19,3 tỷ USD, chiếm tỷ trọng 18,15% trong rổ và cao hơn hẳn so với tỷ trọng cổ phiếu các quốc gia xếp sau như Argentina (13,85%), Bangladesh (12,9%), Nigeria (11,85%)...

Trong trường hợp TTCK Việt Nam được chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp theo FTSE Russell, với vốn hóa rổ FTSE Emerging Index hiện đạt 4.487 tỷ USD, giả thiết vốn hóa cổ phiếu Việt Nam không đổi ở mức 19,3 tỷ USD, sẽ chiếm tỷ trọng 0,43%.

Hình 18: Tỷ trọng cổ phiếu các quốc gia trong rổ FTSE Frontier Index

Quốc gia	Số doanh nghiệp	Tổng vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng (%)
Vietnam	73	19,325	18.15
Argentina	25	14,743	13.85
Bangladesh	86	13,733	12.9
Nigeria	30	12,614	11.85
Morocco	17	10,794	10.14
Kenya	16	7,329	6.88
Romania	10	6,999	6.57
Khác	95	20,922	19.66

Nguồn: FTSE Russell Factsheet

Hình 19: Tỷ trọng cổ phiếu các quốc gia trong rổ FTSE Emerging Index

Quốc gia	Số doanh nghiệp	Tổng vốn hóa (triệu USD)	Tỷ trọng (%)
China	265	1,516,276	33.79
Taiwan	88	607,359	13.54
India	139	544,769	12.14
South Africa	83	341,254	7.61
Brazil	79	318,138	7.09
Russia	39	180,782	4.03
Mexico	43	174,118	3.16
Khác	310	804,488	18.64

Nguồn: FTSE Russell Factsheet

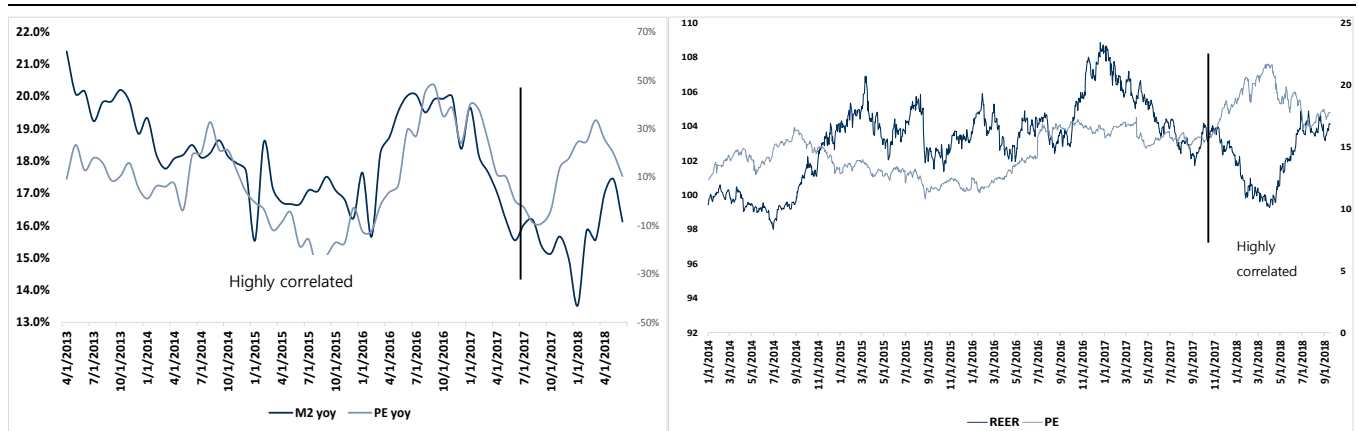
Xét về tổng thể, quy mô và số lượng các quỹ đầu tư thụ động ETFs ở phân khúc thị trường mới nổi vượt trội hơn so với thị trường cận biên. Vì vậy, mặc dù tỷ trọng giảm từ 18% (thị trường cận biên) xuống 0,43% (thị trường mới nổi), TTCK Việt Nam vẫn không chịu ảnh hưởng lớn từ dòng tiền của các quỹ đầu tư thụ động. Giao dịch, theo chúng tôi đánh giá, sẽ khá cân bằng mặc dù không có số liệu chính xác do việc cơ cấu danh mục của các quỹ khi việc nâng hạng diễn ra sẽ khác nhau phụ thuộc vào điều lệ hoạt động của từng quỹ.

Tuy nhiên, về dài hạn đây là thông tin tích cực, là cột mốc quan trọng đánh dấu sự công nhận của giới đầu tư toàn cầu về những tiến bộ của TTCK Việt Nam thời gian qua. Qua đó giúp TTCK Việt Nam tiếp cận dễ dàng hơn với nguồn vốn từ các quỹ đầu tư quốc tế chủ động. Hơn nữa, đây cũng là chất xúc tác có thể giúp MSCI sớm công nhận TTCK Việt Nam là thị trường mới nổi.

## NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG

- **Yếu tố chi phối diễn biến thị trường**

Hình 20: Tương quan mức độ biến động P/E Vnindex và M2  
Hình 21: Tương quan P/E Vnindex và REER



Nguồn: Bloomberg, SBV, KBSV

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Trong quá khứ, chính sách điều hành tiền tệ của NHNN là yếu tố có ảnh hưởng mạnh đến biến động TTCK.**

**Trong 1 năm trở lại đây, các yếu tố bên ngoài có tác động chi phối đến diễn biến TTCK Việt Nam, thể hiện qua mối tương quan cao giữa đường REER (tỷ giá hữu hiệu thực tế) và P/E của Vnindex.**

Trong giai đoạn từ năm 2013 đến nửa cuối năm 2017, chính sách tiền tệ của NHNN (lãi suất, cung tiền M2, tăng trưởng tín dụng...) là yếu tố chính tác động đến chỉ số P/E của Vnindex. Mô hình quan sát của chúng tôi cho thấy tăng trưởng M2 yoy có độ tương quan cao với biến động P/E yoy trong giai đoạn này với tăng trưởng cung tiền M2 đi trước 2 tháng (Hình 20).

Tuy nhiên, mô hình trên không còn chính xác trong giai đoạn nửa cuối năm 2017 đến nay. Thay vào đó, trong giai đoạn này, yếu tố chính tác động lên diễn biến TTCK Việt Nam là các yếu tố ngoại biên, phản ánh qua biến động của đường REER (tỷ giá hữu hiệu thực tế) (Hình 21). Mô hình quan sát tương quan giữa P/E của Vnindex và đường REER cho thấy sự tương quan chặt chẽ ( $R^2 \approx 80\%$ ). Trong đó REER là thước đo giá trị của VND trong rổ tiền tệ tham chiếu gồm 8 đồng tiền ngoại tệ (đã tính yếu tố lạm phát). Với đồng CNY và USD lần lượt chiếm 30% và 16% trọng số, biến động ở 2 đồng tiền này là yếu tố chính gây ảnh hưởng đến REER. Ở các giai đoạn các yếu tố rủi ro toàn cầu gia tăng, đồng USD có xu hướng mạnh lên trong khi đồng CNY yếu đi, khiến đường REER đi lên và P/E của Vnindex sụt giảm.

Trong bối cảnh thị trường tài chính toàn cầu tiềm ẩn nhiều rủi ro (FED tăng lãi suất, chiến tranh thương mại, khủng hoảng tại các thị trường mới nổi...), chúng tôi dự báo các yếu tố ngoại biên tiếp tục có ảnh hưởng mang tính chi phối đến diễn biến TTCK Việt Nam trong Q4 2018. Cụ thể, nếu đường REER đi lên và vượt đỉnh (quanh 105) 1 lần nữa sẽ gây tác động tiêu cực đến thị

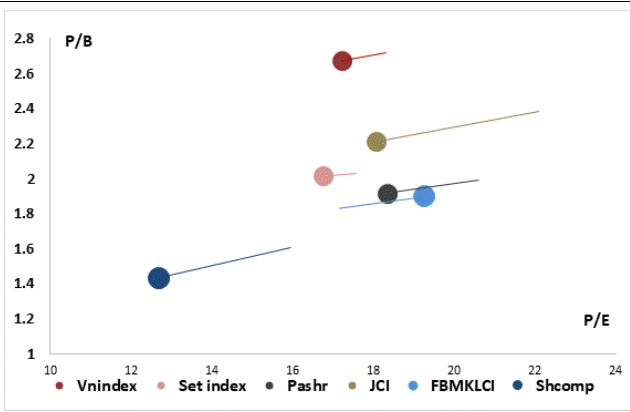
trường. Mặc dù chúng tôi không nghiêng về kịch bản này nhưng đây là rủi ro cần được theo dõi sát sao trong Q4.

• So sánh TTCK Việt Nam với các nước trong khu vực

**P/E TTCK Việt Nam ở mức trung bình, P/B và ROE ở mức cao so với các nước trong khu vực do đặc tính sử dụng nhiều đòn bẩy.**

TTCK Việt Nam, tính từ cuối 2017 cho đến nay, là một trong những thị trường ổn định nhất trong khu vực thể hiện qua mức biến động nhẹ ở 2 chỉ số P/E và P/B. Trong đó, ở thời điểm hiện tại, P/E của TTCK Việt Nam ở mức trung bình, tuy nhiên P/B ở mức cao (do đặc tính ưa thích sử dụng đòn bẩy tài chính, hệ số vay/vốn chủ đứng thứ 2 chỉ sau Trung Quốc). Xét trên quy mô nền kinh tế, hệ số tín dụng ngân hàng nội địa/gdp đứng thứ 2 sau Trung Quốc và cao hơn tất cả các nền kinh tế trong khu vực (Hình 24).

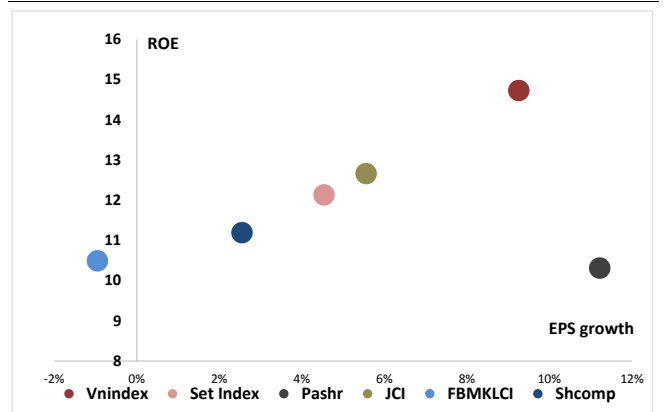
Hình 22: Biến động P/E P/B các thị trường mới nổi trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: Hiện tại ● cuối 2017 ○

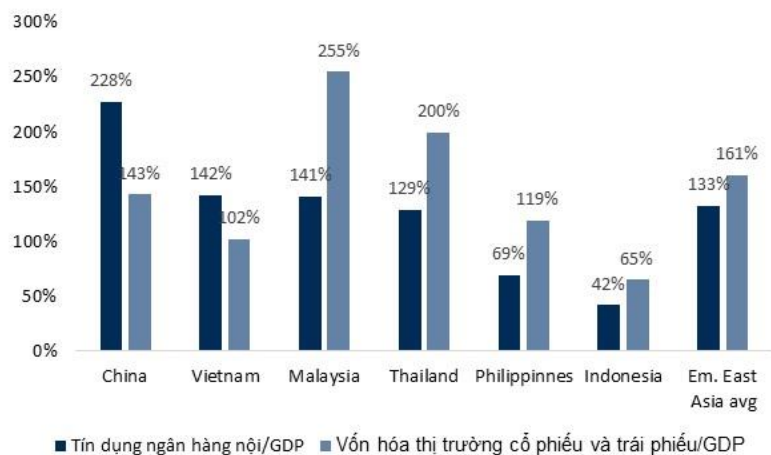
Hình 23: ROE và tăng trưởng EPS bình quân 5 năm các thị trường mới nổi trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Với việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao, ROE TTCK Việt Nam cao nhất trong khu vực cho thấy hoạt động hiệu quả của các doanh nghiệp trên sàn. Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa với việc các doanh nghiệp trên TTCK Việt Nam dễ bị tổn thương nếu có biến động mạnh ở mặt bằng lãi suất cho vay.

Hình 24: Tín dụng ngân hàng nội/GDP và vốn hóa thị trường cổ phiếu, trái phiếu/GDP



Nguồn: UBS, KBSV



### TTCK Việt Nam hấp dẫn hơn tương đối so với các TTCK trong khu vực

Về tổng thể, chúng tôi đánh giá TTCK Việt Nam vẫn hấp dẫn hơn tương đối so với các TTCK trong khu vực nhờ tăng trưởng EPS duy trì ở mức cao trong các quý gần đây, cùng với hiệu quả hoạt động (thể hiện qua ROE) cao, trong khi P/E ở mức thấp tương đối. Tuy nhiên, việc phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay khiến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động ở mặt bằng lãi suất, là yếu tố rủi ro hàng đầu cần được theo dõi chặt chẽ.

- **Dự báo chỉ số VNINDEX trong quý 4**

	Kịch bản		
	Tích cực	Cơ sở	Tiêu cực
Tăng trưởng EPS YoY	18%	15%	12%
P/E	19	17.3	15.6
Vnindex	1161	1030	905

### Vnindex dự báo sẽ tiếp cận vùng 1050-1080 điểm trong Q4

Với chu kỳ hồi phục của nền kinh tế, đà tăng trưởng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp lớn và những phản ánh sớm của câu chuyện nâng hạng, chúng tôi duy trì đánh giá tích cực với triển vọng thị trường trong quý 4. Trong kịch bản cơ sở, các yếu tố rủi ro như chiến tranh thương mại, tỷ giá, lạm phát... không chuyển biến xấu, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng Vnindex sẽ lên đến vùng 1050-1080 điểm trong Q4 trước khi chịu áp lực điều chỉnh trở lại. Khả năng vượt đỉnh 1,200 chưa được đánh giá cao do thị trường không ở trong điều kiện thuận lợi như trước, đặc biệt từ góc độ giao dịch khối ngoại. Trong kịch bản xấu nhất (khả năng xảy ra thấp), căng thẳng chiến tranh thương mại gia tăng, các NHTW đẩy nhanh quá trình thắt chặt tiền tệ, tỷ giá và lạm phát căng thẳng trở lại, đường REER tăng mạnh và vượt đỉnh... chỉ số Vnindex có thể quay xuống 950 điểm.

Dòng tiền trong Q4 được nhận định sẽ tiếp tục tập trung vào nhóm cổ phiếu bluechips thuộc các ngành vẫn duy trì được đà tăng trưởng trong hoạt động sản xuất kinh doanh như công nghệ thông tin, logistic, hàng tiêu dùng. Bên cạnh đó, dòng tiền đang và sẽ có xu hướng dịch chuyển sang nhóm mid-cap thuộc các ngành bắt đầu cho tín hiệu phục hồi như dầu khí, nguyên vật liệu, đặc biệt những mã đã trải qua giai đoạn sụt giảm kéo dài.

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 1969

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

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