

## BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

### TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2H 2019



- Tính chung trong Q2, chỉ số VN-Index điều chỉnh giảm -3.1% nhưng vẫn giữ được mức tăng 6.4% nếu tính từ đầu năm.
- Khối ngoại duy trì trạng thái mua ròng hàng tháng tính từ đầu năm với tổng giá trị mua ròng lên tới hơn 10,000 tỷ VND.
- KQKD Q1 kém tích cực hơn so với kỳ vọng của thị trường. Qua đó, dự phóng tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2019 được điều chỉnh giảm xuống mức 9%.
- Các yếu tố vĩ mô trong nước tiếp tục tác động tích cực đến diễn biến thị trường, trong khi các yếu tố ngoại biên còn tiềm ẩn nhiều rủi ro. Vùng giá hợp lý của chỉ số VN-Index cho nửa cuối năm trong khoảng 930-1000 điểm.
- Ngành bán lẻ và công nghệ thông tin có triển vọng tích cực trong nửa cuối năm 2019. Trong khi đó, các ngành ngân hàng, bất động sản, dầu khí, điện, dược phẩm được đánh giá trung lập mặc dù cơ hội vẫn xuất hiện ở một vài mã cổ phiếu trong ngành có câu chuyện riêng.

#### **Lê Anh Tùng**

Chuyên viên chiến lược thị trường

[tungla@kbsec.com.vn](mailto:tungla@kbsec.com.vn)

#### **Trần Đức Anh**

Giám đốc kinh tế Vĩ Mô & Chiến lược thị trường

[anhhd@kbsec.com.vn](mailto:anhhd@kbsec.com.vn)



## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2H 2019

### MỤC LỤC

<b>TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Q2/2019 .....</b>	<b>3</b>
Giai đoạn của thị trường.....	3
Điểm nhấn của thị trường.....	3
<b>HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH .....</b>	<b>6</b>
Bức tranh KQKD Q1/2019 .....	6
Triển vọng KQKD 2019 .....	8
<b>CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG THỊ TRƯỜNG 6 THÁNG CUỐI NĂM .....</b>	<b>10</b>
Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung Quốc .....	10
Chính sách tiền tệ của Fed .....	14
Các sự kiện đáng chú ý trong nước.....	17
<b>NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG .....</b>	<b>18</b>
So sánh TTCK Việt Nam với các nước trong khu vực & dữ liệu quá khứ .....	19
Dự báo Thị Trường 6 tháng cuối năm.....	20
<b>TRIỂN VỌNG NGÀNH .....</b>	<b>22</b>
Ngành Ngân Hàng .....	22
Ngành Bán Lẻ .....	23
Ngành Công Nghệ Thông Tin .....	23
Ngành Bất Động Sản Nhà Ở .....	24
Ngành Bất Động Sản Khu Công Nghiệp.....	24
Ngành Dầu Khí .....	24
Ngành Điện .....	25
Ngành Dược Phẩm.....	25

## TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Q2/2019

### ❖ Diễn biến TTCK Việt Nam trong Q2 có thể chia làm 2 giai đoạn chính

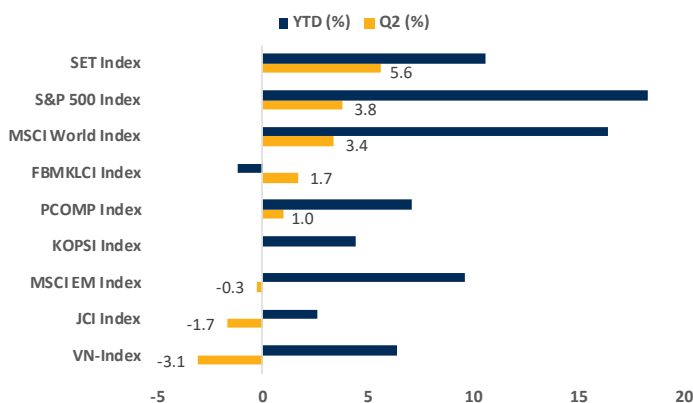
**Điều chỉnh là xu hướng chủ đạo trong Q2 do những thông tin tiêu cực cả trong nước và quốc tế**

Giai đoạn 1 kéo dài từ cuối Q1 sang đầu tháng 6, TTCK Việt Nam chịu áp lực điều chỉnh lớn, đến từ những thông tin kém tích cực hơn so với kỳ vọng về kết quả kinh doanh Q1 của doanh nghiệp và từ diễn biến bất lợi trên thị trường quốc tế, bao gồm căng thẳng thương mại Mỹ - Trung leo thang, kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại... Tâm lý nhà đầu tư giai đoạn này chứng kiến sự chuyển hướng đột ngột, từ lạc quan tích cực của Q1 sang tâm lý thận trọng về những rủi ro gia tăng.

Giai đoạn 2 là những tuần còn lại của tháng 6, đà giảm có phần chững lại nhờ yếu tố ngoại biên tích cực liên quan đến chính sách tiền tệ của Fed. Nếu như trong Q1, nhà đầu tư có thể tạm hài lòng với việc Fed trì hoãn tiến trình nâng lãi suất thì trong Q2, nhà đầu tư đã trở nên lạc quan khi chủ tịch Fed, ông Powell, gợi ý Fed có thể cắt giảm lãi suất ít nhất 1 lần trong năm nay. Tâm lý nhà đầu tư giai đoạn này có phần ổn định hơn nhưng chưa cải thiện được nhiều do yếu tố khó lường của cuộc gặp Mỹ - Trung ở G20 diễn ra vào cuối tháng 6.

Tính chung trong Q2, chỉ số VN-Index điều chỉnh giảm -3.1% nhưng vẫn giữ được mức tăng 6.4% nếu tính từ đầu năm. Dù vậy, chỉ số VN-Index đang có diễn biến tiêu cực nhất so với các thị trường trong khu vực (ASEAN-4) và thấp hơn chỉ số tiêu chuẩn MSCI EM Index (benchmark index).

Biểu đồ 1: Tương quan VN-Index với TTCK thế giới



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp. Giá lấy theo giá gần nhất của Bloomberg.

### ❖ Điểm nhấn thị trường

**Trong nhịp giảm điểm Q2, nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ vẫn có diễn biến tích cực hơn nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn.**

Diễn biến giá tiêu cực tiếp tục hiện hữu ở nhóm *cổ phiếu vốn hóa lớn*. Cụ thể, khi mà rủi ro toàn cầu gia tăng tác động xấu tới tâm lý nhà đầu tư, các nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn với mức P/E cao tương đối đã phải chịu áp lực điều chỉnh lớn. Trong Q2, nhóm cổ phiếu này đã giảm 4.0% và là tác nhân chủ yếu kéo thị trường chung giảm điểm.

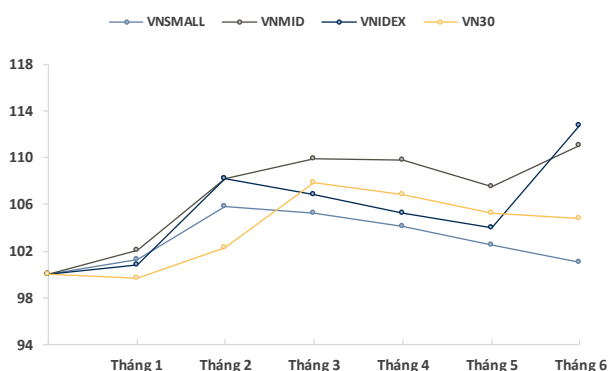
Sau khi tăng mạnh trong Q1, nhóm *cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ* cũng vấp phải nhịp điều chỉnh trong Q2 (lần lượt là -3.0% và -2.8%) khi mà KQKD Q1 của doanh nghiệp 2 nhóm này không mấy tích cực. Tuy nhiên, mức điều chỉnh này vẫn thấp hơn mức giảm của VN-Index.

**Thanh khoản thị trường vẫn yếu kể từ đầu năm**

Thị trường tiếp tục diễn biến trên nền thanh khoản yếu, thể hiện qua việc khối lượng giao dịch và giá trị giao dịch trung bình trong Q2 đã rơi xuống mức thấp nhất trong vòng 2 năm qua (Biểu đồ 3).

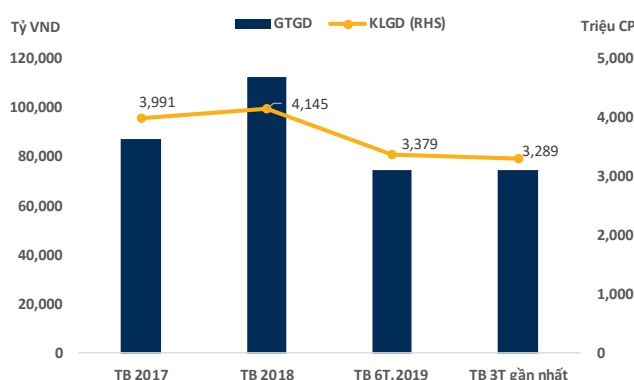
Xét theo góc độ đóng góp vào VN-Index, các mã SAB, VCB và VJC có mức đóng góp tích cực nhất trong khi VHM, TCB và VNM có mức đóng góp tiêu cực nhất trong Q2.

Biểu đồ 2: Diễn biến của các nhóm cổ phiếu



Nguồn: Finnpro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 3: Thanh khoản của thị trường



Nguồn: Finnpro, KBSV tổng hợp

**6 trên 10 ngành chịu áp lực giảm điểm trong Q2**

Xét theo nhóm ngành, ngành *Dịch vụ tiêu dùng* ghi nhận diễn biến giá tích cực nhất (+5.8%) nhờ sự phục hồi giá của 2 mã cổ phiếu VJC (+10%) và MWG (+9%) sau KQKD Q1 tích cực. Với MWG, chúng tôi còn nhận thấy kì vọng nhiều hơn của nhà đầu tư vào mảng hoạt động Bách Hóa Xanh.

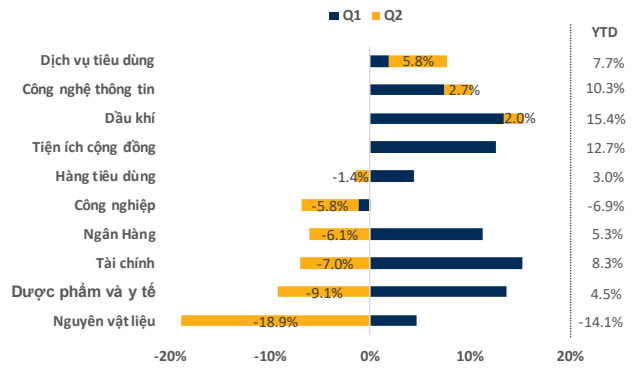
Tiếp sau đó, ngành *Công nghệ thông tin* đạt mức tăng trưởng về giá 2% trong Q2 nhờ sự đóng góp quan trọng của cổ phiếu CMG (+26%). Cổ phiếu này hấp dẫn nhà đầu tư ở câu chuyện hợp tác chiến lược với công ty Samsung SDS thông qua khả năng bán 25% cổ phần sở hữu.

Ở chiều ngược lại, ngành *Nguyên vật liệu* chứng kiến diễn biến giá đảo ngược trong Q2 khi mà nhà đầu tư điều chỉnh lại triển vọng của ngành sau những KQKD Q1 gây thất vọng (LNST giảm mạnh nhất trong 10 ngành). Điểm sáng duy nhất trong ngành này đến từ cổ phiếu PHR với những kì vọng vào việc công ty có thể thoái vốn tại NTC ở mức giá cao.

Ngành *Dược phẩm và Y tế* giảm -9.1% trong Q2 với tác nhân chủ yếu đến từ sự điều chỉnh giá của cổ phiếu DHG (-8%). DHG ghi nhận sự sụt giảm trong doanh thu và lợi nhuận trong Q1 sau khi không còn phân phối Eugica và các sản phẩm của MSD – mảng từng mang lại lợi nhuận tốt cho công ty trong năm 2018. Tuy nhiên, mức điều chỉnh giá của cổ phiếu này trong Q2 là vừa phải

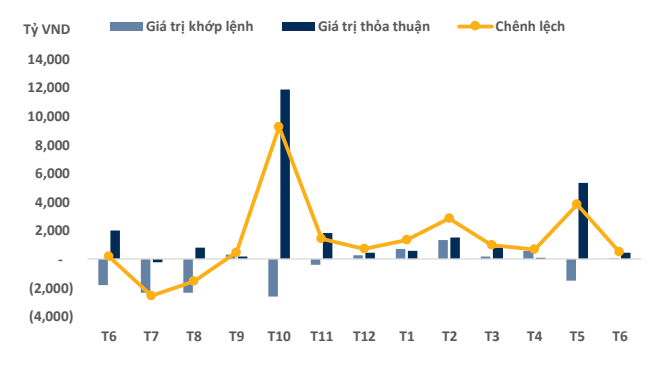
sau khi cổ phiếu này đã tăng 50% về giá trong Q1.

Biểu đồ 4: Diễn biến giá theo ngành ICB trong Q2



Nguồn: Finnpro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 5: Diễn biến giao dịch khối ngoại



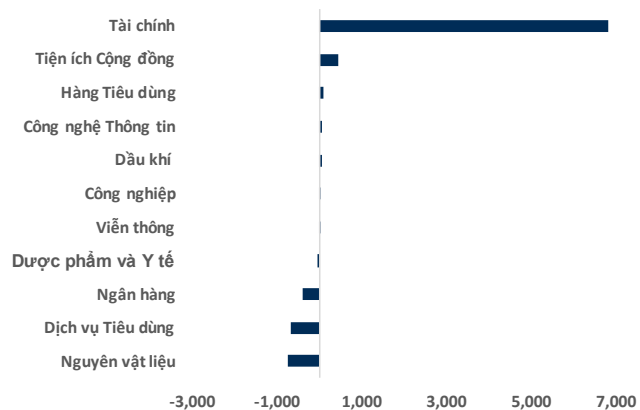
Nguồn: Finnpro, KBSV tổng hợp

**Điểm sáng đến từ việc khối ngoại duy trì đà mua ròng**

Xu hướng mua ròng tiếp tục được khối ngoại duy trì sang Q2 (Biểu đồ 5). Trong đó có sự đóng góp lớn đến từ việc tập đoàn SK Group mua thỏa thuận chiến lược cổ phiếu VIC vào giai đoạn tháng 5.

Xét từ góc độ ngành, trong Q2, ngành Tài chính (ngoại trừ Ngân Hàng) và Tiện ích cộng đồng được khối ngoại mua ròng mạnh trong khi các ngành Nguyên vật liệu, Dịch vụ tiêu dùng và Ngân hàng bị bán ròng mạnh (Biểu đồ 6). Xét từ góc độ mã cổ phiếu, giao dịch khối ngoại mua nhiều nhất tập trung ở các mã VIC và MSN trong khi các mã bị khối ngoại bán nhiều nhất gồm có VJC, VHM và STB.

Biểu đồ 6: Mua bán của khối ngoại theo ngành trong Q2 (tỷ VND)



Nguồn: Finnpro, KBSV tổng hợp

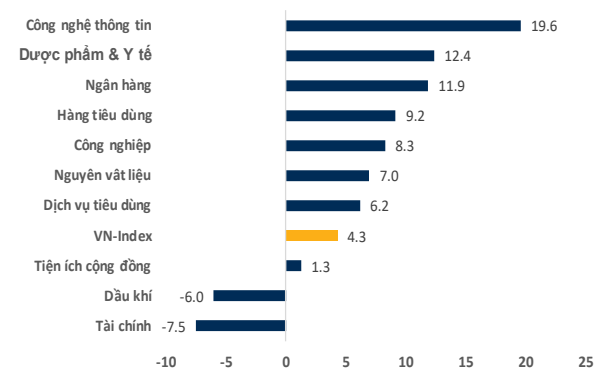
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### ❖ Bức tranh KQKD Q1/2019

#### KQKD Q1 của các doanh nghiệp gây thất vọng

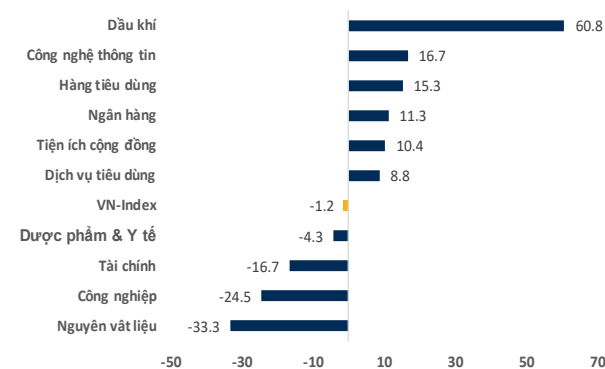
Không nằm ngoài dự đoán của chúng tôi, KQKD Q1 của các doanh nghiệp trong Q1/2019 chứng kiến sự sụt giảm trong tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ. Cụ thể, trong số 714 doanh nghiệp chúng tôi theo dõi (loại trừ những doanh nghiệp mới lên sàn từ sau Q1/2018), chỉ có 312 doanh nghiệp tăng trưởng dương về lợi nhuận (chiếm 43.6%). Tổng doanh thu trên cả hai sàn đạt tăng trưởng 4.9%, trong khi lợi nhuận gần như không có tăng trưởng, 0.31%. Đây là bước thụt lùi đáng kể nếu so với tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận 2018 của các doanh nghiệp lần lượt ở mức 16% và 22%.

Biểu đồ 7: Tăng trưởng doanh thu theo ngành Q1/19 (%)



Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV Tổng hợp. Chúng tôi đã loại bỏ những doanh nghiệp mới lên sàn. Phân loại ngành dựa trên chuẩn ICB.

Biểu đồ 8: Tăng trưởng lợi nhuận theo ngành Q1/19 (%)



Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV Tổng hợp. Chúng tôi đã loại bỏ những doanh nghiệp mới lên sàn. Phân loại ngành dựa trên chuẩn ICB.

#### Nhóm ngành dầu khí và công nghệ thông tin dẫn đầu đà tăng trưởng về lợi nhuận

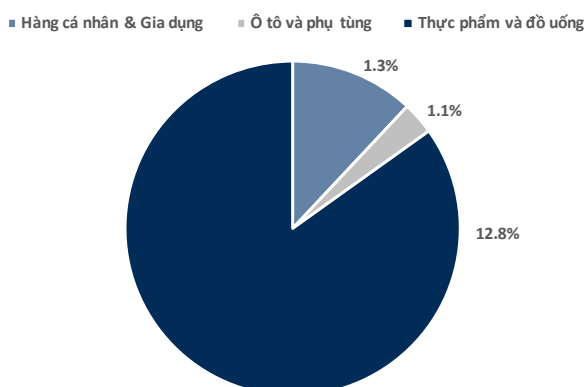
Xét về biến động lợi nhuận ở 10 nhóm ngành chúng tôi quan sát, có 6 ngành ngành tăng trưởng dương về lợi nhuận và 3 ngành tăng trưởng âm so với cùng kỳ. Trong đó, dù cho tăng trưởng doanh thu có giảm nhẹ 6% nhưng *Dầu khí* lại là ngành có tăng trưởng đột biến nhất về lợi nhuận (60.8%) do hưởng lợi từ việc giá dầu trên thị trường quốc tế đảo chiều tăng mạnh trong những tháng đầu năm.

*Công nghệ thông tin* là nhóm ngành tăng trưởng mạnh thứ 2 (16.7%) nhờ sự đóng góp quan trọng của cổ phiếu FPT (+23%). FPT trong Q1 đã đạt được những kết quả ấn tượng với mảng gia công phần mềm khi mà tăng trưởng doanh thu mảng này đạt 20-25% và tỷ suất lợi nhuận được cải thiện đến từ cấu phần dịch vụ tư vấn và chuyển đổi kỹ thuật số.

Nhóm ngành *Hàng tiêu dùng* chứng kiến sự tăng trưởng khả quan (+15.3%) và đồng đều ở cả 3 phân khúc *Ô tô & phụ tùng*, *Thực phẩm & đồ uống*, *Hàng cá nhân & gia dụng*, với mức tăng lần lượt 44%, 15% và 10%. Nếu xét theo mức độ đóng góp, ngành *Thực phẩm & đồ uống* vẫn đóng góp chính, 12.8%, cho tăng trưởng toàn ngành *Hàng tiêu dùng* (Biểu đồ 9).



Biểu đồ 9: Cấu phần lợi nhuận ngành *Hàng tiêu dùng* và mức đóng góp Q1/19



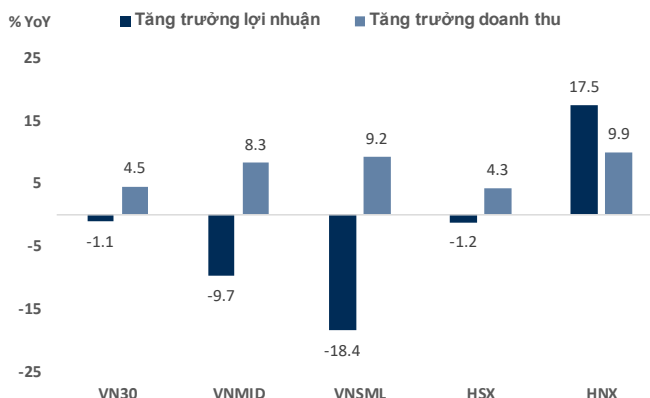
Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV tổng hợp

Ở chiều ngược lại, phân khúc *Thép* là tác nhân chính kéo cả ngành *Nguyên vật liệu* sụt giảm 33.3% trong Q1. Những khó khăn phân khúc *Thép* đang đối mặt bao gồm xu hướng bảo hộ trên thế giới gia tăng, giá nguyên vật liệu bất ổn và chi phí sản xuất tăng cao. Bởi vậy, cũng không bất ngờ khi LNST của các doanh nghiệp thép bị giảm mạnh 43% trong Q1.

Ngành *Công nghiệp* cũng chứng kiến sự sụt giảm 24.5% trong bối cảnh nguồn cung thị trường hiện khá dư thừa do sự tham gia của các doanh nghiệp nhỏ và đẩy giá chào thầu giảm. Ngoài ra, giá nguyên vật liệu cao hơn so với cùng kỳ cũng ảnh hưởng không nhỏ đến LNST của các doanh nghiệp. Nổi bật trong đó, CTD (-35%) và SII (-346%) là hai cổ phiếu chịu ảnh hưởng tiêu cực mạnh nhất trong ngành.

Hoạt động của ngành *Tài chính* (không bao gồm *Ngân hàng*) suy yếu rõ rệt trong Q1 với LNST của toàn ngành giảm 16.7%. Trong đó, phân khúc *Dịch vụ tài chính* (công ty chứng khoán) và *Bất động sản* được xem là hai tác nhân chính. LNST của các công ty chứng khoán sụt giảm 46% bởi thanh khoản thị trường chứng khoán trong quý này rơi xuống mức thấp nhất trong vòng 8 quý, giảm 45% YoY từ mức đỉnh của Q1 năm ngoái. Phân khúc *Bất động sản* giảm 12%, chủ yếu đến từ sự thiếu hụt nguồn cung mới trong Q1. Trong khi đó, phân khúc *Bảo hiểm* là điểm sáng với mức tăng khá tích cực +9% nhờ tỷ lệ bồi thường cho bảo hiểm phi nhân thọ giảm mạnh.

Biểu đồ 10: Tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận các nhóm cổ phiếu Q1/2019 (%)



Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV tổng hợp

**Nhóm ngành vốn hóa lớn vẫn có KQKD tích cực hơn nhóm ngành vốn hóa vừa và nhỏ**

Dù cả 3 nhóm đều duy trì được tăng trưởng doanh thu (ở mức thấp) nhưng lợi nhuận lại sụt giảm, đặc biệt ở các nhóm cổ phiếu *Nhóm vốn hóa vừa và nhỏ*. Biên lợi nhuận ở 2 nhóm này cũng cùng giảm mạnh, 1.4%, một phần bởi khả năng điều chỉnh giá đầu ra khá hạn chế trong khi chi phí đầu vào tăng. Ngoài ra, không loại trừ khả năng trong bối cảnh sức cầu tiêu thụ kém, nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ đã chấp nhận điều chỉnh giá để bán hàng, kéo theo biên lợi nhuận gộp sụt giảm.

Đáng chú ý, KQKD trên sàn HNX khởi sắc do đột biến ở 1 vài doanh nghiệp lớn như ACB (+19%), SHB (+48%), PVS (+46%), DGC (+1,027%), hay VCG (+84%). Loại bỏ các doanh nghiệp này thì các doanh nghiệp sàn HNX gần như không tăng trưởng về lợi nhuận.

**❖ Triển vọng KQKD 2019**

Xu hướng sụt giảm về tăng trưởng lợi nhuận đã thể hiện rõ kể từ Q2 2018 cho đến nay (Biểu đồ 11). Các nguyên nhân chính có thể kể đến:

- (i) Tăng trưởng lợi nhuận đột biến của ngành tài chính và bất động sản trong giai đoạn cuối 2017, đầu 2018, xuất phát từ việc một số doanh nghiệp những ngành này niêm yết mới trong năm 2018 (HDB, TPB, VHM...) và đều ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng vượt trội thời điểm trước khi lên sàn. Bên cạnh đó, nhóm ngành ngân hàng tăng trưởng mạnh trong năm 2018 (+32%) so với cùng kỳ, chủ yếu đến từ các khoản thu hồi nợ xấu, giảm trích lập dự phòng và hiện thực hóa trái phiếu đầu tư. Các khoản thu nhập trên sẽ không còn hoặc còn không đáng kể trong năm 2019, khiến lợi nhuận ngành này dự báo tăng trưởng chậm lại (12%-15%) mặc dù tăng trưởng thu nhập lãi thuần của các ngân hàng dự báo vẫn duy trì ổn định.
- (ii) Chi phí sản xuất chịu áp lực lớn từ việc giá xăng, dầu và than tăng mạnh. Cùng với đó, chi phí nguyên vật liệu đầu vào (giá vải sợi, giá thép...) của một số doanh nghiệp ngành xây dựng và dệt may cũng bị đẩy lên cao. Giá điện tăng mạnh vào giai đoạn cuối quý 1, mặc dù chưa tác động trực tiếp đến chi phí hoạt động của doanh nghiệp, tuy nhiên có thể có các tác động



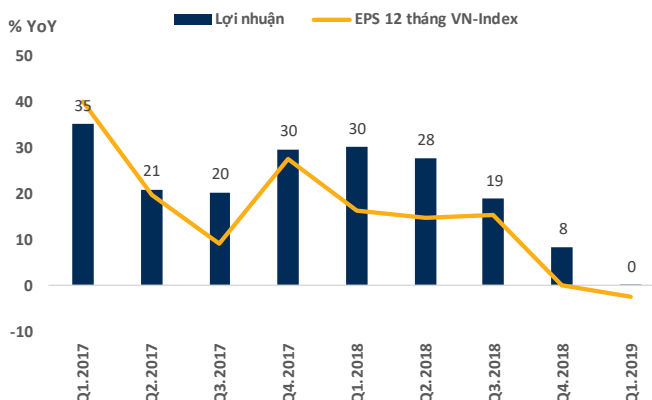
gián tiếp thông qua các thay đổi trong việc xây dựng kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp từ đầu năm

- (iii) NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ theo hướng bớt nới lỏng hơn bằng việc hạ tăng trưởng tín dụng từ 18% trong năm 2017 xuống còn 14% trong năm 2018 và dự kiến sẽ là 13% trong năm 2019. NHNN cũng đồng thời siết lại tín dụng bất động sản ở các ngân hàng (vốn vay ngắn hạn cho vay trung hạn giảm từ 45% xuống còn 40% và hệ số rủi ro với các khoản vay bất động sản tăng từ mức 150% lên 200%).
- (iv) Cạnh tranh gay gắt với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc do Nhân Dân Tệ mất giá mạnh và việc hàng hóa Trung Quốc tìm thị trường thay thế khi bị Mỹ áp thuế.

**Chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng doanh nghiệp xuống 9% cho năm 2019**

Đối với dự phóng tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp trên 2 sàn trong năm 2019, mặc dù thận trọng nhưng chúng tôi không quá bi quan. Bên cạnh các nguyên nhân mang tính kỹ thuật khiến tăng trưởng lợi nhuận sụt giảm trong các quý gần đây, có một thực tế là bối cảnh vĩ mô trong nước và quốc tế cũng đang không thuận lợi như các năm trước cho việc mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Mặc dù vậy, với dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2019 vẫn duy trì ở mức cao (6.6%-6.8%), các chỉ tiêu vĩ mô duy trì ổn định (lạm phát bình quân giảm dưới 4%; tỷ giá mất giá 2%-2.5%), kết hợp với dự phóng tăng trưởng ở nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn, lợi nhuận các doanh nghiệp trên 2 sàn dự báo tăng trưởng 9% cho năm 2019 (thấp hơn mức 13%-15% giai đoạn 2015-2016).

Biểu đồ 11: Tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết và EPS VN-Index



Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV tổng hợp

### CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG THỊ TRƯỜNG Q3/2019

Yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Yếu tố rủi ro	Mức độ tác động
Chính sách tiền tệ nới lỏng của các NHTW	Mạnh	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung	Mạnh
Tăng trưởng kinh tế tốt, lạm phát và tỷ giá được kiểm soát	Trung Bình	Rủi ro suy giảm tăng trưởng ở các nền kinh tế lớn	Mạnh
Kí kết EVFTA	Trung Bình	Triển vọng kém tích cực về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp	Trung Bình
Đồng USD suy yếu	Trung Bình	Chính sách tiền tệ thận trọng hơn của NHNN	Yếu
Triển khai chứng quyền có đảm bảo	Yếu		

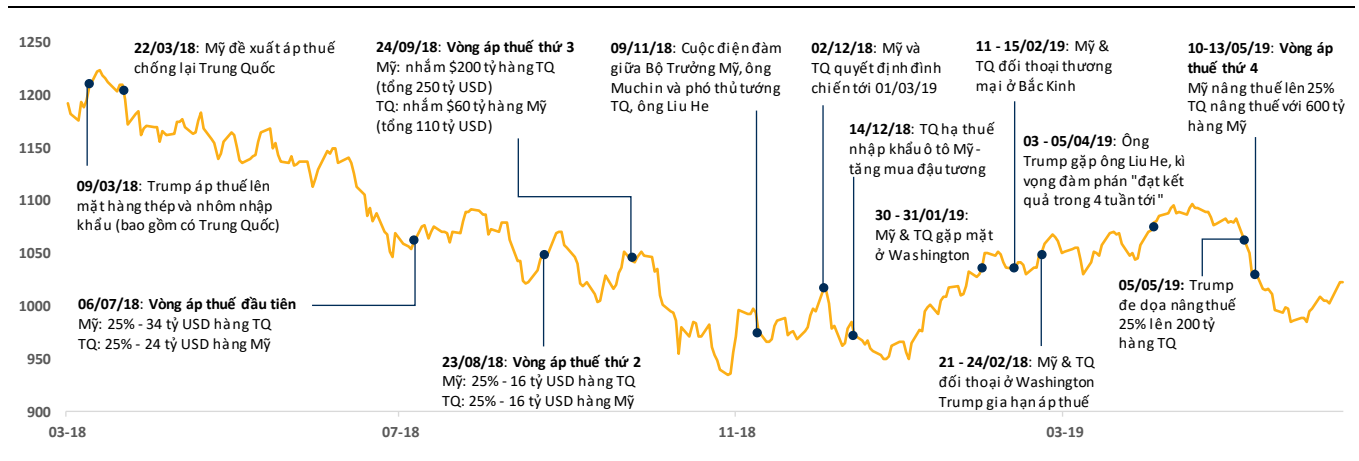
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

#### ❖ Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung Quốc

**Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung tiếp tục là yếu tố có tầm ảnh hưởng lớn đến TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng trong nửa cuối năm 2019**

Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung là một trong những nguyên nhân chính khiến TTCK toàn cầu trải qua các nhịp lao dốc trong 2-3 quý gần đây, và tiếp tục là yếu tố có tầm ảnh hưởng lớn trong nửa cuối năm 2019. Những diễn biến của cuộc gặp G20 gần đây đã thấp lại tia hi vọng cho thị trường khi hai bên sẽ nối lại vòng đàm phán và tạm dừng tăng thuế bổ sung. Tuy nhiên, quá trình đàm phán vẫn còn nhiều vấn đề tồn đọng, và kịch bản cơ sở chúng tôi đưa ra là căng thẳng thương mại vẫn sẽ duy trì trong các tháng tới. Trong đó, trong trường hợp hai bên vẫn chưa thể tìm được tiếng nói chung, chúng tôi không loại trừ rủi ro Mỹ có thể áp thêm với 300 tỷ hàng hóa của Trung Quốc hay Trung Quốc cắt giảm xuất khẩu đất hiếm sang Mỹ.

Biểu đồ 12: Diễn biến của chiến tranh thương mại tác động lên MSCI - EM



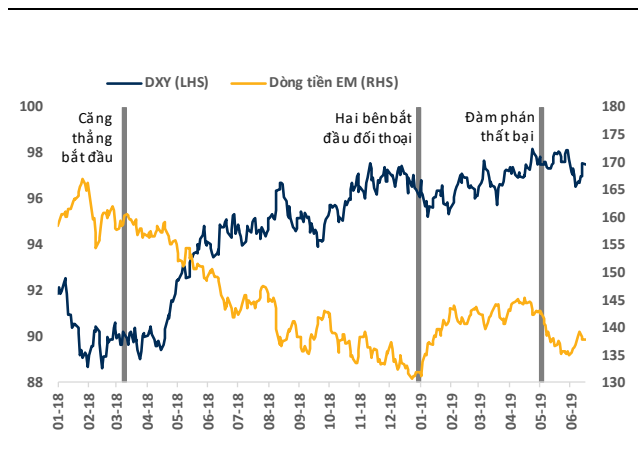
Nguồn: KBSV, Bloomberg

Chúng tôi nhìn nhận ảnh hưởng của căng thẳng thương mại kéo dài lên TTCK Việt Nam dưới những khía cạnh sau:

**Biến động ở đường REER (tỷ giá danh nghĩa đa phương) có mối tương quan với biến động TTCK Việt Nam và chịu ảnh hưởng lớn bởi diễn biến chiến tranh thương mại Mỹ - Trung**

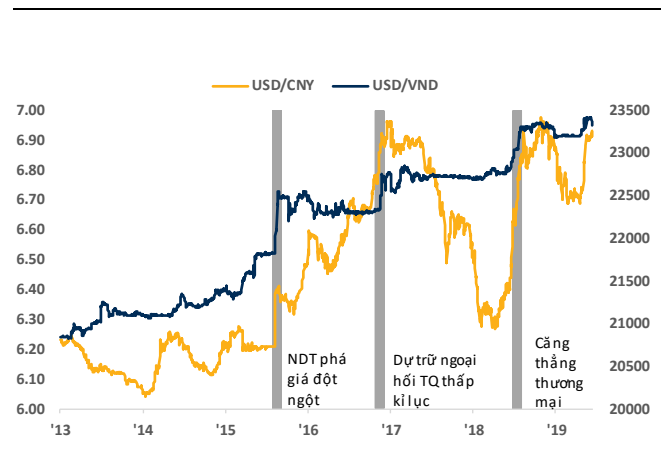
- (i) **Tỷ giá:** căng thẳng thương mại leo thang có thể dẫn tới những biến động cho USD và CNY. Với USD, đó là khả năng đồng tiền này sẽ quay lại đà tăng giá sau khi chững lại từ đầu năm 2019. Đồng USD mạnh lên cùng với tâm lý nhà đầu tư xấu đi sẽ khiến dòng vốn đầu tư bị rút ra khỏi các thị trường mới nổi (EM), trong đó có TTCK Việt Nam. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá USD khó có khả năng lập lại đà tăng của năm 2018 khi lần này đã xuất hiện yếu tố trung hòa mạnh khác, đó là việc Fed phát tín hiệu giảm lãi suất. Thêm vào đó, khi quan sát diễn biến của DXY (Biểu đồ 13), chúng tôi nhận thấy tác động của yếu tố chiến tranh thương mại lên đà tăng giá của đồng USD đã giảm đi đáng kể khi đà tăng đã thoải dần. Bởi vậy, mức độ ảnh hưởng của căng thẳng thương mại lên đồng USD, theo quan điểm của chúng tôi, là có nhưng sẽ không rõ rệt như trước.

Biểu đồ 13: DXY và dòng tiền của thị trường trường EM dưới tác động của căng thẳng thương mại



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14: Biến động của CNY và VND



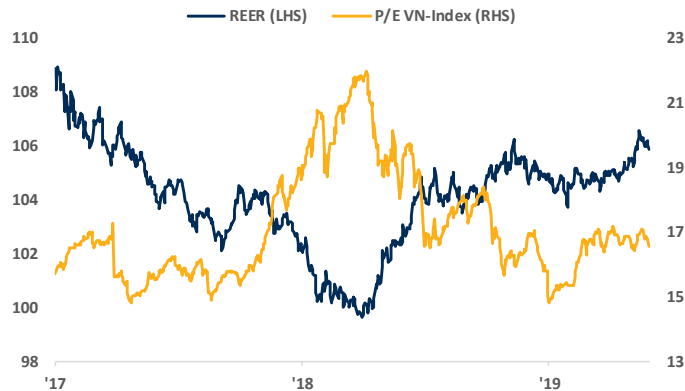
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Với CNY, đó là khả năng Trung Quốc quyết định phá giá đồng tiền này để trả đũa Mỹ cũng như hỗ trợ các doanh nghiệp xuất khẩu. Trước đó, thống đốc NHTW Trung Quốc, ông Li Yang, cũng đã bỏ ngỏ khả năng đồng CNY có thể mất giá qua mốc 7.00 khi phủ nhận sự hiện hữu của trần tỷ giá USD/CNY. Chúng tôi nhận thấy sự nhạy cảm của giới đầu tư với cột mốc 7.00 và nếu trượt qua khỏi mốc này, kí ức đồng CNY sụt giảm và dòng vốn ồ ạt rút khỏi Trung Quốc năm 2015 có thể quay lại.

Với việc Trung Quốc là đối tác thương mại hàng đầu của Việt Nam, bất cứ biến động nào của đồng CNY đều có những tác động đến đồng VND giao ngay và tỷ giá danh nghĩa đa phương (REER). Cụ thể, nếu CNY bị phá giá trong khi đồng VND khó có thể giảm mạnh tương đương, REER sẽ tăng mạnh. Điều này sẽ tác động tiêu cực đến TTCK Việt Nam thông qua chỉ số P/E giảm nếu dựa trên mối quan hệ ngược chiều hiện hữu giữa P/E và REER kể từ cuối năm 2017 tới nay (Biểu đồ 15). Đánh giá của chúng tôi về khả năng xảy ra việc CNY trượt mạnh khỏi mốc 7.00 là thấp (có thể chớm qua tùy thời điểm).

Bởi vậy, kịch bản cơ sở của chúng tôi nhận định tỷ giá VND vẫn sẽ có diễn biến ổn định trong tầm kiểm soát trong nửa cuối năm. Theo đó, kịch bản áp lực tỷ giá gia tăng, đường REER đi lên và TTCK Việt Nam sụt giảm như trong nửa đầu năm 2018 nhiều khả năng sẽ không lặp lại trong nửa cuối năm 2019.

Biểu đồ 15: REER và P/E VN-Index

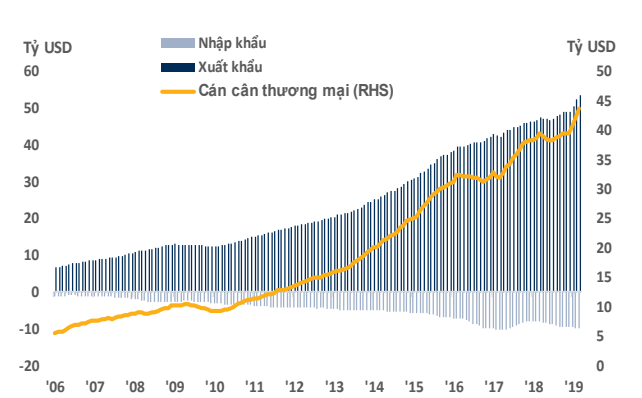


Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV tổng hợp

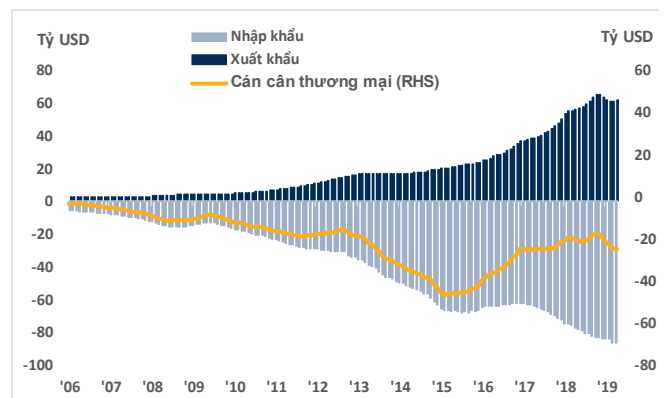
**Việt Nam đối mặt với rủi ro bị áp thuế nhập khẩu vào Mỹ dù khả năng này trong thời điểm hiện tại là thấp**

(ii) **Rủi ro bị tăng thuế nhập khẩu vào Mỹ:** Gần đây, Mỹ đã lên bản dự thảo đánh thuế với những nước được cho là thao túng tiền tệ. Việt Nam, dù không bị liệt kê trong lần này nhưng cũng đã bị đưa vào danh sách theo dõi. Dựa theo những tiêu chí đánh giá, đặc biệt là mức độ thặng dư thương mại với Mỹ, chúng tôi nhìn nhận khả năng Việt Nam có thể bị đánh thuế trong tương lai là hiện hữu. Giải quyết bài toán thặng dư thương mại sẽ không dễ dàng khi mà hàng hóa xuất khẩu vào Mỹ có xu hướng ngày càng gia tăng (do hàng hóa Việt Nam thay thế Trung Quốc xuất khẩu vào Mỹ và do hàng hóa Trung Quốc gắn mác Việt Nam xuất sang Mỹ để né thuế). Tuy nhiên chúng tôi không đánh giá cao khả năng Mỹ sẽ có chính sách mang tính trực diện hạn chế nhập khẩu từ Việt Nam. Việt Nam có vị trí địa chính trị quan trọng trong khu vực trong khi Mỹ lại đang muốn làm giảm tầm ảnh hưởng của Trung Quốc. Bên cạnh đó, các quan chức Việt Nam cũng đã nhận diện được vấn đề nhập siêu từ TQ và sẽ có hành động thích hợp hạn chế rủi ro này.

Biểu đồ 16: Thặng dư thương mại với Mỹ



Biểu đồ 17: Thâm hụt thương mại với Trung Quốc



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

**Xu hướng hàng hóa Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam gia tăng**

**Chuyển hướng thương mại giúp Việt Nam thu hút FDI và tăng cường xuất khẩu**

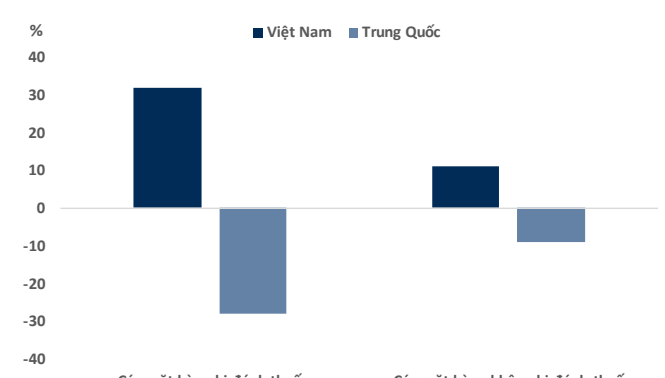
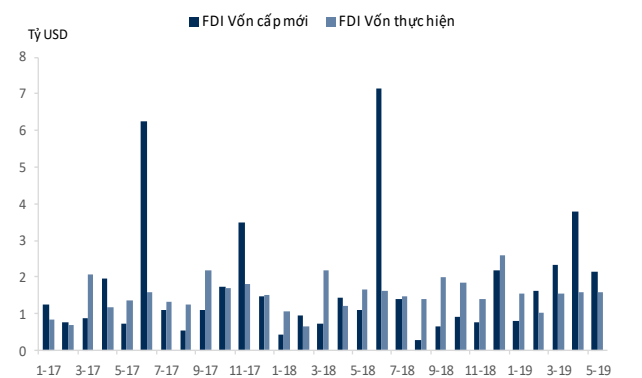
Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

(iii) **Áp lực cạnh tranh với hàng hóa Trung Quốc:** Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp Việt Nam sẽ phải đối mặt với là sự gia tăng cạnh tranh trong nước khi hàng hóa Trung Quốc tìm kiếm địa chỉ thay thế. Sự cạnh tranh ngày càng lớn hơn khi đồng Nhân Dân Tệ mất giá vượt trội so với đồng VND kể từ nửa cuối năm 2018, giúp hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc trở nên rẻ hơn. Đây cũng là nguyên nhân nhập siêu Trung Quốc có sự đột biến với mức tăng gần 50% trong 5 tháng đầu năm. Xu hướng gia tăng này góp phần gây ra tình trạng nhập siêu nhẹ từ đầu năm và sẽ khiến cán cân thương mại của Việt Nam bớt thuận lợi trong thời gian tới.

(iv) **Chuyển hướng thương mại:** Việt Nam được đánh giá là một trong những nước hưởng lợi trực tiếp từ việc chuyển hướng thương mại khi mà các doanh nghiệp đa quốc gia (MNC) dịch chuyển các nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam. Điều này phần nào được nhận thấy thông qua nhận lượng lớn vốn đăng kí FDI mới trong 5 tháng đầu năm đã lên tới 16.7 tỷ USD, đạt kỉ lục về giá trị đầu tư trong vòng 4 năm trở lại đây (Biểu đồ 18). Cùng với đó, các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam có xu hướng thay thế những mặt hàng xuất khẩu của Trung Quốc sang thị trường Mỹ, hiện đang phải chịu thuế quan cao hơn (Biểu đồ 19). Tuy nhiên, lợi thế kể trên có thể bị mất đi khi tổng thống Trump gần đây đã có những chỉ trích nhắm thẳng vào Việt Nam, cáo buộc lợi dụng cuộc chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc để thúc đẩy xuất khẩu sang Mỹ. Và nếu kịch bản Mỹ áp thuế với Việt Nam xảy ra, xu hướng dịch chuyển thương mại nhiều khả năng sẽ chững lại.

Biểu đồ 18: Đăng kí và giải ngân FDI Việt Nam

Biểu đồ 19: Tăng trưởng nhập khẩu vào Mỹ của Việt Nam & Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Nguồn: FT, UST, KBSV tổng hợp

**Kinh tế toàn cầu suy giảm sẽ tác động mạnh tới Việt Nam**

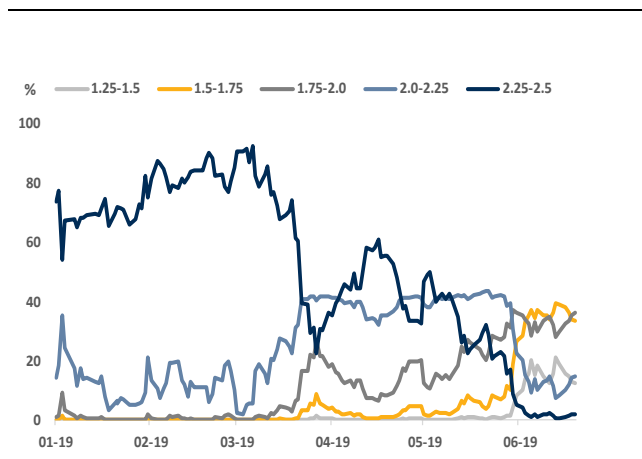
(v) **Kinh tế toàn cầu suy giảm:** Là một trong những nền kinh tế có độ mở lớn nhất trên thế giới với tổng kim ngạch xuất khẩu lên tới 200% GDP, Việt Nam khó tránh khỏi tác động tiêu cực khi nhu cầu và kinh tế toàn cầu suy giảm do căng thẳng thương mại. Về dài hạn, rủi ro này, theo đánh giá của chúng tôi, sẽ lấn át lợi thế chuyển hướng thương mại và mang tác động tiêu cực tổng thể lên triển vọng tăng trưởng của Việt Nam. Mặc dù vậy,

các tác động rõ ràng chỉ thực sự thể hiện rõ trong vòng 2-3 năm tới và phụ thuộc nhiều vào mức độ và quy mô của bảo hộ thương mại trên toàn cầu.

❖ **Chính sách tiền tệ của Fed**

TTCK toàn cầu xuất hiện nhịp hồi phục giai đoạn cuối quý 2 nhờ kỳ vọng của thị trường về triển vọng hạ lãi suất của Fed trong năm 2019 dựa trên những tín hiệu sau:

Biểu đồ 20: Dự báo Fed fund rate vào cuối năm 2019



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 21: Hoạt động thương mại của thế giới (khối lượng)



Nguồn: Oxford Economics, Bloomberg

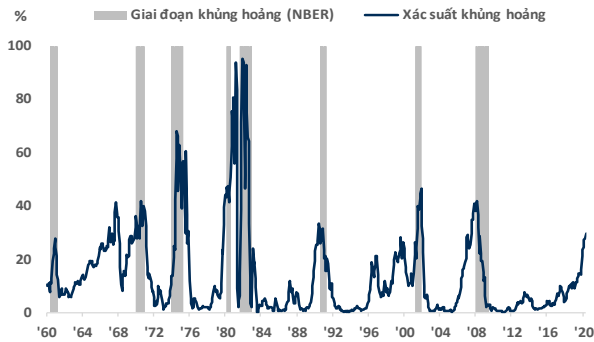
**Thông điệp ôn hòa của FED, trước các rủi ro gia tăng đối với nền kinh tế Mỹ, là điểm sáng hỗ trợ diễn biến TTCK toàn cầu giai đoạn cuối Q2**

- Rủi ro với nền kinh tế Mỹ gia tăng thông qua việc giảm tốc của nền kinh tế thế giới, gây nên bởi những tiêu cực của căng thẳng thương mại Mỹ - Trung. Đà giảm tốc này có thể được thể hiện rõ nét qua tăng trưởng hoạt động thương mại của thế giới (đo lường bằng khối lượng giao dịch) (Biểu đồ 21). Viện nghiên cứu Oxford Economics đã dùng các chỉ báo thống nhất và dẫn dắt để miêu tả và dự báo, trong đó đáng báo động là chỉ báo dẫn dắt đã rơi xuống mức thấp nhất kể từ 2009. Nằm trong xu hướng chung, kinh tế Mỹ cũng đã cho thấy những dấu hiệu tăng trưởng chậm lại cùng với xác suất dự báo suy thoái gia tăng (Biểu đồ 22).
- Chỉ số lạm phát lõi PCE – chỉ số theo dõi lạm phát của Fed – đang cho thấy tín hiệu giảm và còn cách xa mức mục tiêu đề ra 2% dù thị trường lao động đang ở trong trạng thái thắt chặt với tỷ lệ thất nghiệp thấp nhất trong lịch sử (Biểu đồ 23).

Bởi vậy mà trong cuộc họp chính sách gần nhất của FED hôm 18-19/6, chủ tịch FED, ông Jeremy Powell đã quyết định chuyển dịch lập trường sang nói lỏng khi bỏ quan điểm “kiên nhẫn” trong chính sách tiền tệ và sẵn sàng hành động để đối phó với những rủi ro cho tăng trưởng kinh tế. Những tín hiệu là rõ ràng khiến chúng tôi quyết định để kịch bản cơ sở là ít nhất một lần hạ lãi suất từ Fed trong năm nay.



Biểu đồ 22: Xác suất diễn ra khủng hoảng 2020 theo hệ thống lợi suất trái phiếu của Fed

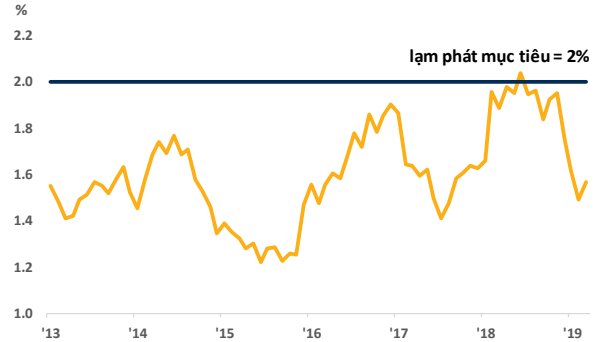


Nguồn: Federal Reserve Bank, KBSV tổng hợp

**Khác với các giai đoạn hạ lãi suất của FED thời kỳ hậu khủng hoảng (mang tính bị động), các giai đoạn FED chủ động hạ lãi suất như ở thời điểm hiện tại thường tạo ra các hiệu ứng tích cực lên TTCK**

**Dưới ảnh hưởng từ các tín hiệu ôn hòa hơn từ FED, đường cong lợi suất Mỹ (10 năm-2 năm) tăng nhẹ, phần nào cho thấy nhà đầu tư đánh giá xác suất kinh tế Mỹ suy thoái giảm nhẹ**

Biểu đồ 23: Lạm phát lõi PCE của Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Khi viễn cảnh Fed hạ lãi suất ngày càng trở nên thực tế, câu hỏi đặt ra là động thái này của Fed sẽ có tác động ra sao đến TTCK Mỹ, qua đó đánh giá mức độ tác động đến triển vọng TTCK Việt Nam trong trung hạn. Biểu đồ 24 cho thấy ảnh hưởng của Fed fund rate đến S&P500 là tương đối phức tạp khi mà có nhiều giai đoạn mối tương quan là cùng chiều và trong 1 số giai đoạn mối tương quan là ngược chiều.

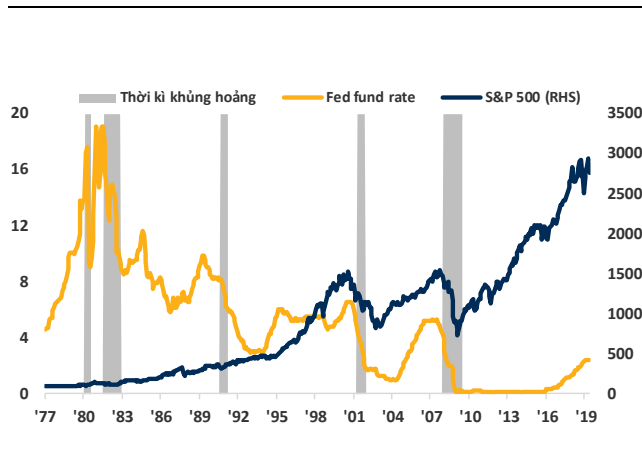
Chúng tôi quan sát thấy nguyên nhân của diễn biến trên phụ thuộc phần nhiều vào sự bị động và chủ động của Fed. Trong một số trường hợp, khi kinh tế Mỹ đã rơi vào trạng thái suy thoái thì Fed mới cắt giảm lãi suất (mang tính bị động), các hiệu ứng của động thái này lên kinh tế Mỹ cần 1 độ trễ nhất định. Trong thời gian đầu, KQKD các doanh nghiệp tiếp tục đi xuống và TTCK Mỹ giảm điểm. Ngược lại, trong một số trường hợp khác, Fed chủ động hạ lãi suất nhằm duy trì tốc độ tăng trưởng, tránh cho nền kinh tế phải ứng phó với tình trạng giảm tốc. Ở các giai đoạn này, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vẫn đang duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định và việc Fed hạ lãi suất đóng vai trò như một liều thuốc kích thích giúp TTCK tăng trưởng.

Với giai đoạn hiện tại, chúng tôi đánh giá việc hạ lãi suất của FED nếu thực sự diễn ra trong nửa cuối năm 2019 sẽ tạo ra viễn cảnh như với trường hợp thứ 2 đã nêu trên, TTCK Mỹ sẽ có nhiều triển vọng tăng trưởng lên các mốc điểm cao mới. Đánh giá này của chúng tôi dựa trên sự tương đồng với lần hạ lãi suất của Fed vào năm 1995, giúp nền kinh tế Mỹ hạ cánh mềm và tạo động lực đẩy TTCK Mỹ tăng 14% trong 6 tháng sau đó.

Ở một diễn biến khác, chúng tôi nhận thấy có mối tương quan giữa đường cong lợi suất (10y – 2y) và Fed Fund Rate. Nhìn chung, ở các giai đoạn FED hạ lãi suất trong quá khứ, đường cong lợi suất thường có xu hướng đi lên, thể hiện đánh giá của thị trường về xác suất xảy ra khủng hoảng giảm xuống (Biểu đồ 25). Hiện tượng tương tự đang diễn ra với đường cong lợi suất (10y-2y) chạm đáy ở 0.13% và đang dần hướng lên, phần nào cho thấy nhà đầu tư đang lạc quan hơn về triển vọng kinh tế Mỹ dưới tác động của chính sách tiền tệ có

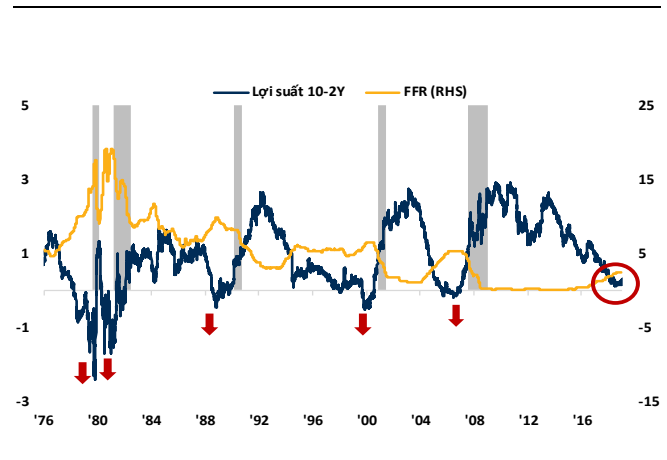
phần ôn hòa hơn của FED.

Biểu đồ 24: Biến động của Fed fund rate và S&P500



Nguồn: Federal Reserve Bank, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 25: Chênh lệch lợi suất (10-2 năm) và Fed fund rate



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Như vậy, xét riêng tác động của việc FED hạ lãi suất đến biến động TTCK Việt Nam, ta có thể quan sát thấy từ 3 góc độ chính:

**Ảnh hưởng của chính sách ôn hòa của FED lên TTCK Việt Nam có thể quan sát thấy từ 3 góc độ chính và đều mang tính tích cực**

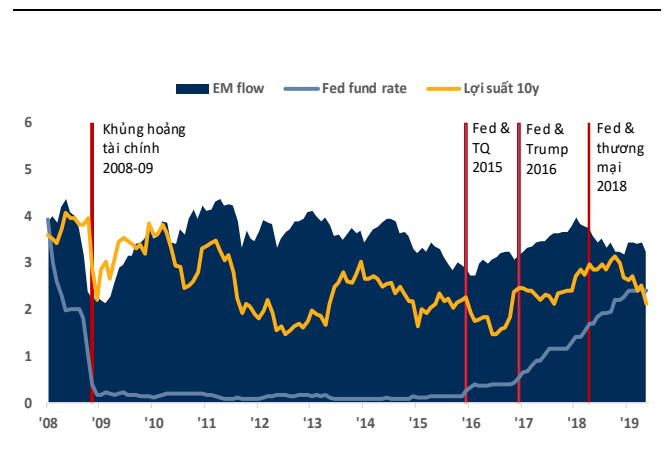
- Góc độ thứ nhất là các tác động về mặt tâm lý, với mối tương quan cao giữa TTCK Việt Nam và TTCK Mỹ (hoặc toàn cầu) ngày càng chặt chẽ trong vài năm trở lại đây (Biểu đồ 26), việc các chỉ số chính trên TTCK Mỹ như Dow Jones, SP500 lần lượt vượt (hoặc áp sát) đỉnh cũ, trong bối cảnh TTCK Việt Nam vừa trải qua nhịp điều chỉnh kéo dài (từ trung tuần tháng 5), sẽ kích thích tâm lý bắt đáy của NĐT trong nước, tăng cường giải ngân để tìm kiếm cơ hội ở nhóm cổ phiếu điều chỉnh sâu.

Biểu đồ 26: Tương quan giữa TTCK Việt Nam và S&P 500



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 27: Biến động của Fed fund rate, lợi suất trái phiếu và dòng tiền EM



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

- Góc độ thứ hai là các tác động về mặt dòng tiền khối ngoại. Trong quá khứ (đặc biệt giai đoạn 2009-2011), khi các nền kinh tế lớn đồng loạt áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ, hạ lãi suất và bơm tiền, dòng tiền chi phí thấp có xu hướng tăng cường giải ngân vào các tài sản rủi ro với lợi nhuận kỳ

vọng cao như TTCK các quốc gia đang phát triển (Biểu đồ 27). Chúng tôi kỳ vọng xu hướng trên sẽ lặp lại nếu FED mạnh tay nới lỏng chính sách tiền tệ như đã làm trong quá khứ.

- Góc độ thứ ba là các tác động tích cực đến từ việc đồng USD suy yếu do FED nới lỏng chính sách. Điều này giúp NHNN giảm áp lực trong việc điều hành tỷ giá, có thêm dư địa để tập trung vào các mục tiêu khác như kiểm soát lạm phát, hỗ trợ tăng trưởng...

Về tổng thể, đặt trong bối cảnh các yếu tố rủi ro toàn cầu gia tăng đáng kể trong năm 2019 (chiến tranh thương mại, xung đột ở Trung Đông, khủng hoảng kinh tế, Brexit...), thì việc nới lỏng chính sách tiền tệ của các NHTW trên TG là điểm sáng hiếm hoi hỗ trợ cho xu hướng tăng trưởng của TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng.

#### ❖ Các sự kiện đáng chú ý trong nước

**Luật chứng khoán sửa đổi là 1 bước tiến quan trọng trong tiến trình phát triển của TTCK Việt Nam. Mặc dù vậy, dự thảo luật chứng khoán sửa đổi hiện đang lấy ý kiến không đề cập đến vấn đề mở room cho NĐT nước ngoài như thị trường kỳ vọng**

**Dự thảo luật chứng khoán sửa đổi** vừa qua đã được đem ra thảo luận tại Kỳ họp quốc hội thứ 7, khóa XIV và dự kiến được thông qua vào Kỳ họp thứ 8 (diễn ra vào tháng 11/2019), trước khi được chính thức áp dụng sớm nhất vào năm 2020.

Các thay đổi chính của Luật chứng khoán sửa đổi tập trung ở các quy định về các hoạt động về chứng khoán và TTCK; quyền và nghĩa vụ của tổ chức, cá nhân trong lĩnh vực chứng khoán; tổ chức TTCK; quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK. Đặc biệt trong số đó là các quy định chặt chẽ hơn về điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng, phù hợp hơn với thông lệ quốc tế, nhằm nâng cao chất lượng hàng hóa, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư. Đồng thời Luật mới cũng đã có các quy định thúc đẩy việc chào bán chứng khoán ra công chúng gắn với niêm yết, đăng ký giao dịch trên TTCK, dự thảo Luật quy định rõ: chứng khoán đã chào bán ra công chúng phải được niêm yết, đăng ký giao dịch tại SGDC.

Đáng chú ý, bản dự thảo thứ 3 hiện đang được lấy ý kiến đã bỏ đi quy định về tỷ lệ sở hữu NĐTNN trước đó được đưa vào ở bản dự thảo đầu tiên. Cụ thể, tại bản dự thảo đầu tiên của Luật chứng khoán sửa đổi, chương III, mục I, điều 32 quy định rõ: “Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng là không hạn chế, ngoại trừ trường hợp điều ước quốc tế mà Việt Nam là thành viên hoặc pháp luật chuyên ngành có quy định cụ thể về tỷ lệ sở hữu nước ngoài”. Quy định này từng được kỳ vọng sẽ mở rộng cửa cho nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào TTCK Việt Nam, đồng thời giúp TTCK Việt Nam đáp ứng một số tiêu chí có liên quan để được nâng hạng lên thị trường mới nổi theo tiêu chuẩn của MSCI. Việc lược bỏ quy định trên, dưới góc nhìn của chúng tôi, có thể lí giải là chính phủ không muốn quy định quá chi tiết về vấn đề này ở luật mà sẽ chuyển sang các văn bản dưới luật để tiện hơn cho việc bổ sung, chỉnh sửa sau này.

**Chứng quyền có đảm bảo (CW) mới đây ra mắt đã mang lại luồng gió mới trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, ở thời gian đầu triển khai, các hiệu**

**Chứng quyền có đảm bảo (CW) chính thức đi vào hoạt động giai đoạn cuối Q2 sau thời gian dài nghiên cứu và chuẩn bị. Sản phẩm mới này được cho là sẽ mang lại làn gió mới cho TTCK Việt Nam, giúp nhà đầu tư có thêm lựa chọn với các ưu điểm về tính đòn bẩy cao, cũng như là công cụ trong việc quản trị**

## ứng thực tế được dự báo sẽ không lớn

rủi ro danh mục. Bên cạnh đó, CW cũng giúp NĐTNN có thể đầu tư, tìm kiếm lợi nhuận ở các cổ phiếu hiện đã kín room ngoại.

Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá, ở giai đoạn đầu triển khai, sản phẩm CW phần nhiều sẽ mang tính thăm dò với chỉ 6 mã được các công ty chứng khoán lựa chọn là FPT, HPG, MBB, MWG, PNJ và VNM; với số lượng chứng quyền phát hành tương đối hạn chế. Vì vậy, tác động của các sản phẩm CW lên chứng khoán cơ sở sẽ chưa lớn trong giai đoạn nửa cuối năm 2019. Bên cạnh đó, các sản phẩm CW hiện tại được các CTCK phát hành đều yêu cầu giá chứng khoán cơ sở tăng tối thiểu khoảng 10% sau 3 tháng để vị thế mua của nhà đầu tư có lãi. Mức tăng này được đánh giá là khá cao và không thực sự hấp dẫn NĐT do những cổ phiếu cơ sở được lựa chọn nhìn chung có biến động tương đối ổn định.

## Ký kết hiệp định thương mại tự do EVFTA mang lại lợi thế cạnh tranh lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu vào EU

**Ký kết hiệp định thương mại tự do EVFTA.** Đây là 1 Hiệp định lớn nhằm tự do hóa thương mại và dịch vụ giữa Việt Nam và EU, giúp mở rộng hơn nữa thị trường cho hàng xuất khẩu của Việt Nam. Cụ thể, ngay khi Hiệp định có hiệu lực, EU sẽ xóa bỏ thuế nhập khẩu đối với khoảng 85,6% số dòng thuế, tương đương 70,3% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang EU. Sau 7 năm kể từ khi Hiệp định có hiệu lực, EU sẽ xóa bỏ thuế nhập khẩu đối với 99,2% số dòng thuế, tương đương 99,7% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Đối với khoảng 0,3% kim ngạch xuất khẩu còn lại, EU cam kết dành cho Việt Nam hạn ngạch thuế quan với thuế nhập khẩu trong hạn ngạch là 0%.

EVFTA mang tới những ảnh hưởng tích cực lên TTCK Việt Nam, cả từ góc độ vĩ mô lẫn góc độ doanh nghiệp. Về mặt vĩ mô, theo nghiên cứu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Hiệp định EVFTA sẽ giúp kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang EU tăng thêm khoảng 20% vào năm 2020; 42,7% vào năm 2025 và 44,37% vào năm 2030; theo đó, góp phần làm GDP của Việt Nam tăng thêm ở mức bình quân 2,18-3,25% (năm 2019-2023); 4,57-5,30% (năm 2024-2028) và 7,07-7,72% (năm 2029-2033). Về mặt doanh nghiệp, cam kết xóa bỏ thuế của EU gia tăng sự cạnh tranh lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu niêm yết trên sàn như thủy sản, gỗ, dệt may... Nhìn chung, mặc dù đây không phải là câu chuyện mới và phần nào đã được phản ánh vào giá cổ phiếu của những ngành liên quan, tuy nhiên chúng tôi cho rằng yếu tố này vẫn sẽ mang lại hiệu ứng tích cực với tâm lý nhà đầu tư trong ngắn trung hạn.

## NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG

### ❖ So sánh TTCK Việt Nam với các nước trong khu vực và dữ liệu lịch sử

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

Để có cái nhìn tổng quan về vùng giá hiện tại của TTCK Việt Nam nói chung, chúng tôi đưa ra một vài so sánh tương quan các chỉ số của VNIndex với quá khứ, cũng như các TTCK trong khu vực:

- (i) So sánh P/E của các thị trường trong khu vực, có thể thấy P/E của VN-Index hiện đang thấp nhất và nằm dưới mức P/E trung bình (Bảng 1) ở 19.1x. Trong khi đó, nếu xét tương quan về tiềm năng tăng trưởng của nền

kinh tế (sử dụng tăng trưởng dự phóng GDP giai đoạn 2019-2023 của tổ chức OECD), Việt Nam có mức tăng trưởng thuộc nhóm cao nhất. Việc TTCK Việt Nam bị định giá thấp, theo chúng tôi đánh giá xuất phát từ 2 nguyên nhân chính là việc TTCK Việt Nam vẫn đang được xếp vào nhóm các thị trường cận biên, cùng với đó là việc tăng trưởng của nền kinh tế không thực sự bền vững với động lực tăng trưởng chính đến từ khu vực FDI. Mặc dù vậy, mức P/E 16.5x hiện tại vẫn được đánh giá là khá hấp dẫn và TTCK Việt Nam hoàn toàn có cơ hội tăng trưởng trong thời gian tới để thu hẹp dần khoảng cách với các thị trường trong khu vực, trong bối cảnh tiềm năng được nâng hạng đang được cải thiện.

Bảng 1: Tương quan VN-Index với các nước trong khu vực

	GDP (%)		P/E	P/E forward 1 năm
	Q1/2019	2019-2023		
VN-Index	6.78	6.5	16.5	16.8
PCOMP Index	2.8	3.7	19.4	16.7
SET Index	5.6	6.6	18.7	20.1
FBMKLCI Index	5.07	5.2	21.2	21.9
JCI Index	4.5	4.6	19.8	19.0
<b>Trung Bình</b>	<b>4.95</b>	<b>5.32</b>	<b>19.1</b>	<b>18.9</b>

Nguồn: Bloomberg, dự báo OECD, KBSV tổng hợp

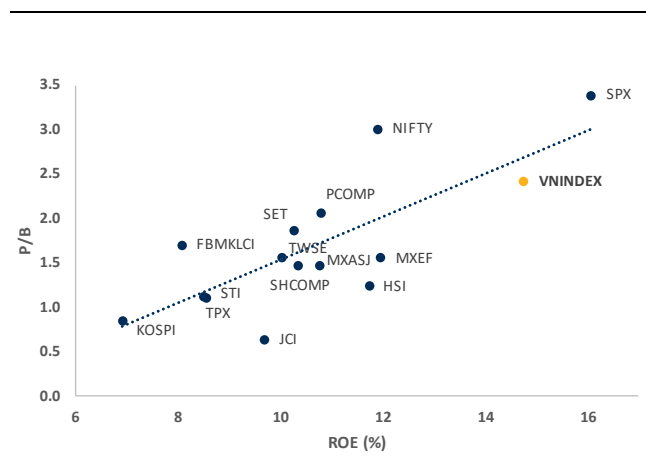
(ii) Dựa trên dữ liệu lịch sử của VN-Index, P/E hiện tại đang cao hơn mức P/E trung bình quanh 14 tính từ đầu năm 2010 đến nay. Điều này cho thấy P/E chỉ số VNIndex đang ở mức tương đối cao, tuy nhiên, đây được đánh giá là mức hợp lý đặt trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế, cũng như hoạt động SXKD các doanh nghiệp đang trải qua giai đoạn thuận lợi nhất kể từ 2010

Biểu đồ 28: P/E của VN-Index từ 2010 - 2019



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 29: Tương quan ROE – P/B của các nước châu Á (thêm S&P 500)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

(iii) Dựa trên tương quan ROE – P/B với các nước châu Á (thêm S&P 500), có thể thấy ROE (thể hiện hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp niêm yết) của TTCK Việt Nam đang ở mức cao trong khu vực châu Á, kéo theo chỉ số P/B cao. Mô hình định lượng của chúng tôi đánh giá P/B của VN-Index vẫn đang được chiết khấu xấp xỉ 8%, phản ánh tiềm năng tăng trưởng của thị trường trong tương lai.

Về tổng thể, thông qua việc so sánh các chỉ số chính của chỉ số VNIndex với dữ liệu lịch sử và các thị trường trong khu vực, chúng tôi đánh giá vùng giá hiện tại của TTCK Việt Nam ở mức tương đối an toàn, trong bối cảnh tiềm năng tăng trưởng nền kinh tế trong các năm tới có thể chậm lại nhưng vẫn ở mức cao, cùng với hiệu quả hoạt động tốt của các doanh nghiệp niêm yết (thể hiện qua ROE). Trong các điều kiện khác quan thuận lợi, TTCK Việt Nam hoàn toàn có cơ hội tăng trưởng lên các vùng giá cao hơn để thu hẹp dần khoảng cách với các quốc gia trong khu vực. Ngược lại, trong kịch bản tiêu cực, các yếu tố ngoại biên chuyển biến xấu, rủi ro điều chỉnh sâu của thị trường sẽ phần nào giảm bớt.

#### ❖ Dự báo thị trường 6 tháng cuối năm

#### Các yếu tố trong nước tích cực nhưng tầm ảnh hưởng sẽ yếu hơn so với 2018

Các yếu tố trong nước vẫn được xem là nền tảng hỗ trợ tích cực với TTCK Việt Nam trong nửa cuối năm nay, bao gồm:

- (i) Môi trường vĩ mô thuận lợi và ổn định, thể hiện qua tăng trưởng kinh tế 6 tháng đầu năm ở mức cao 6.78% trong khi lạm phát và tỷ giá biến động trong tầm kiểm soát, bất chấp nhiều yếu tố bất lợi xuất hiện (giá dầu tăng, giá điện tăng, đồng USD mạnh lên và đồng CNY mất giá...). Dù còn nhiều thách thức nhưng chúng tôi lạc quan về bức tranh vĩ mô nửa cuối năm nay – dự báo tăng trưởng GDP 6.6 – 6.8%, lạm phát ở 3.5 - 4% và tỷ giá mất giá 2.5%.
- (ii) Xuất hiện sự thay đổi trong chính sách tiền tệ của NHNN theo chiều hướng thận trọng hơn (kế hoạch tăng trưởng tín dụng 14% thay vì 17%-20% như các năm trước đó), và định hướng hạn chế tín dụng bất động sản. Chúng tôi đánh giá đây là một bước đi phù hợp để đạt được sự bền vững trong hệ thống tài chính, nhất là trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng vẫn tích cực. Mặc dù thận trọng hơn, tuy nhiên về tổng thể đây vẫn chưa phải chính sách thắt chặt tiền tệ, và vẫn mang tính hỗ trợ thị trường.
- (iii) Việc hoàn tất ký kết EVFTA vừa qua tác động tích cực đến triển vọng kinh doanh 1 số doanh nghiệp niêm yết xuất khẩu sang EU, qua đó tác động tốt đến diễn biến giá cổ phiếu nhóm doanh nghiệp này.
- (iv) Các yếu tố khác có liên quan như Luật chứng khoán sửa đổi, chứng quyền có đảm bảo cũng sẽ có những ảnh hưởng tích cực đến thị trường trong 6 tháng cuối năm dù mức độ ảnh hưởng là chưa đáng kể.
- (v) Xu hướng mua ròng của khối ngoại sẽ có thể tiếp diễn nhờ hiệu ứng từ việc tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam được nâng hạng trong rổ MSCI Frontier Index,



và sức hấp dẫn của bản thân TTCK Việt Nam so với các thị trường trong khu vực.

### Các yếu tố ngoại biên tiếp tục ảnh hưởng mạnh tới TTCK Việt Nam

Tuy nhiên, với tính tương quan cao của TTCK Việt Nam với TTCK toàn cầu đã được kiểm chứng trong nhiều quý trở lại đây, các yếu tố ngoại biên tiếp tục có tầm ảnh hưởng quan trọng đến biến động TTCK Việt Nam. Trong đó 2 yếu tố có sự ảnh hưởng mạnh nhất là chính sách tiền tệ của FED và căng thẳng chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Trong khi yếu tố đầu được coi là điểm sáng hỗ trợ thị trường trong nửa cuối năm 2019 thì yếu tố thứ 2 vẫn đang tiềm ẩn nhiều rủi ro như chúng tôi đã phân tích ở phần trên. Ngoài ra, các yếu tố ngoại biên tiềm ẩn rủi ro khác tác động đến TTCK Việt Nam trong nửa cuối năm 2019 còn có thể kể đến tình hình sức khỏe các nền kinh tế lớn đi cùng diễn biến chính sách tiền tệ của các NHTW (Mỹ, Trung Quốc, EU, Anh, Nhật...), diễn biến sự kiện Brexit, căng thẳng ở khu vực Trung Đông tác động đến giá dầu... Đây đều là những yếu tố tác động khó dự báo cả về thời điểm, mức độ ảnh hưởng lẫn xu hướng tác động. Nhìn chung, TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng sẽ tiếp tục trải qua giai đoạn biến động mạnh trong nửa cuối năm 2019 do các yếu tố rủi ro xuất hiện nhiều hơn và mang tính chi phối thị trường.

### Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết từ mức 13%-14% trong báo cáo đầu năm xuống mức 9%.

Sau khi KQKD Q1 được công bố với số liệu tăng trưởng kém tích cực (+0.31% yoy) hơn so với dự báo ban đầu, chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết từ mức 13%-14% trong báo cáo đầu năm xuống mức 9%. Tương ứng với đó, EPS của VNIndex dự báo tăng trưởng 7% trong năm 2019 trong kịch bản cơ sở.

Với VN-Index, chúng tôi cho rằng mức P/E 16x là hợp lý và đã phản ánh các rủi ro/tiềm năng của thị trường ở thời điểm hiện tại. Qua đó, kịch bản cơ sở cho mức điểm VN-Index ở trong nửa cuối năm 2019 sẽ dao động quanh 930-1000 điểm. Ở thời điểm đầu quý 3, chúng tôi nhìn thấy cơ hội mở vị thế ngắn hạn hấp dẫn trước mắt do đây là giai đoạn hội tụ của tâm lý lạc quan về đàm phán Mỹ - Trung được nối lại và tâm lý kì vọng trước việc Fed có thể hạ lãi suất.

Bảng 2: Kịch bản của KBSV cho năm 2019

	Tiêu cực	Cơ sở	Tích cực
Tăng trưởng EPS YoY	6%	7%	8%
P/E	15.5x	16x	16.5x
<b>VN-Index (2H 2019)</b>	<b>930</b>	<b>965</b>	<b>1,000</b>

## TRIỂN VỌNG NGÀNH

Mã tiêu biểu	Triển vọng	❖ Ngành Ngân Hàng
MBB	Tích cực, nhưng cơ hội mang tính chọn lọc	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng trưởng tín dụng nhìn chung sẽ ổn định với mục tiêu 14% của NHNN, tuy nhiên phân bổ sẽ có sự chênh lệch lớn giữa các ngân hàng. Tăng trưởng LNTT 2019 vẫn được duy trì nhưng khó đạt mức đột biến so với nền cao của năm 2018.</li> <li>Mặc dù lãi suất huy động chịu áp lực tăng do gia tăng cạnh tranh ở nhóm NHTMCP tư nhân cũng như áp lực từ tỷ giá, mặt bằng NIM 2019 vẫn có thể cải thiện nhờ xu hướng bán lẻ tiếp tục mở rộng hỗ trợ mạnh cho lãi suất cho vay TB. Tuy nhiên khả năng sinh lời thể hiện qua chỉ số ROE, ROA nhìn chung sẽ giảm so với mức nền cao 2018, ngoại trừ 1 số ngân hàng như MBB, CTG.</li> <li>Đi kèm với NIM tăng nhờ tín dụng bán lẻ thì nhiều khả năng NPL và tỷ lệ nợ nhóm 2/dư nợ cũng sẽ tăng lên do áp lực trả lãi cao hơn, rủi ro sẽ tăng dần trong các năm tiếp theo trong kịch bản kinh tế tăng trưởng chậm lại.</li> <li>Áp lực vốn để đáp ứng CAR tăng cao tại BID và CTG sẽ ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng tín dụng tại 2 NHNN này. Trong khi tại nhóm NHTMCP tư nhân, áp lực vốn nhìn chung sẽ liên quan đến vốn trung và dài hạn nhằm đáp ứng thông tư 36 về tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn (tối thiểu 40%), cũng như dự thảo mới nhất về việc tiếp tục giảm tỷ lệ này còn 30% trong 2 – 3 năm tới.</li> <li>P/B trung bình nhóm cổ phiếu ngân hàng của KBSV đang khoảng 1.66x. Mặt bằng định giá theo P/B đang thấp hơn thời điểm 1T, 3T, 6T cũng như 1 năm trước do kỳ vọng khả năng sinh lời giảm, nợ xấu tăng, áp lực vốn cao hơn. Tuy nhiên vẫn có những ngân hàng có triển vọng khả quan trong năm 2019. Chúng tôi chia thành 3 nhóm theo độ tích cực giảm dần gồm: Nhóm 1: MBB; Nhóm 2: ACB, VCB, VIB; Nhóm 3: CTG, BID, VPB, TCB, BID.</li> </ul>
VCB		
ACB		
VIB		
Mã tiêu biểu	Triển vọng	❖ Ngành Bán Lẻ
MWG	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tiếp tục hưởng lợi từ tăng trưởng kinh tế, tốc độ đô thị hóa cao. Các NHTW đã và đang cân nhắc xem xét hạ lãi suất trung tâm, hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế. Đồng VND trượt giá ít so với USD giúp giảm sức ép lên lạm phát và giúp sức mua của người dân không bị tác động tiêu cực. Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Thương mại (Bộ Công Thương), giai đoạn 2016 - 2020, tốc độ tăng trưởng thương mại bán lẻ của Việt Nam sẽ đạt 11.9%/năm, quy mô thị trường khoảng 179 tỷ USD vào năm 2020, trong đó bán lẻ hiện đại chiếm trên 45% so với mức 25% của năm 2016. Đến năm 2020, theo quy hoạch, cả nước sẽ có khoảng 1,200 – 1,500 siêu thị, 180 trung tâm thương mại, 157 trung tâm mua sắm. Tăng trưởng mạnh ở các lĩnh vực nhu cầu cần thiết và thiết yếu.</li> </ul>
PNJ		

- Thu nhập khả dụng của người dân có xu hướng tăng và điều kiện nhân khẩu học càng trở thuận lợi. Sự chuyển dịch cơ cấu từ dân số trẻ sang dân số già với sự tăng trưởng tỉ lệ của nhóm dân số già (trên 65 tuổi) và dân số trung niên (40-64 tuổi) được dự đoán đạt lần lượt 21.5% và 30.9% năm 2050. Như vậy, cơ hội sẽ lớn hơn cho các nhà bán lẻ phục vụ cho các phân khúc dân số trung niên và già với các sản phẩm liên quan đến sức khỏe, giải trí, thực phẩm chất lượng cao.. trong tương lai.
- Hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển từ bán lẻ truyền thống sang bán lẻ hiện đại.
- Tuy nhiên, một bộ phận lớn người dân Việt nam vẫn sống ở nông thôn, khó tiếp cận với bán lẻ hiện đại vì thiếu cơ sở hạ tầng và giao thông vận tải. Trong khi đó, nguồn cung và giá mặt bằng bất động sản có thể tác động đến tốc độ mở rộng mạng lưới của nhà bán lẻ. Cạnh tranh gay gắt cũng là một thử thách lớn mà các nhà bán lẻ phải đối mặt.

Mã tiêu biểu	Triển vọng	❖ Ngành Công Nghệ Thông Tin
FPT	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tiềm năng tăng trưởng mảng gia công phần mềm lớn do (1) Nhu cầu cao trên thế giới. Mảng gia công phần mềm không đòi hỏi hàm lượng chất xám cao nhưng số lượng nhân sự lớn, hiện các nước đều đang có tình trạng thiếu hụt nhân sự. (2) Chi phí nhân công kĩ sư phần mềm của Việt Nam đang ở mức thấp so với các quốc gia khác (nhỏ hơn 24% so với Ấn Độ, 54% so với Trung Quốc), là lợi thế cạnh tranh lớn.</li> <li>• Biên lợi nhuận gộp kì vọng cải thiện do các doanh nghiệp định hướng phát triển mảng phần mềm có biên lợi nhuận gộp cao hơn mảng phần cứng trước đây.</li> <li>• Mảng internet băng thông rộng còn dư địa tăng trưởng, theo thống kê còn khoảng 45% người dân chưa sử dụng internet. Thị trường tại các thành phố lớn có dấu hiệu bão hòa, động lực tăng trưởng đến từ việc khai thác thị trường tỉnh.</li> <li>• Mảng truyền hình trả tiền cạnh tranh gay gắt, các doanh nghiệp đều đang chấp nhận bù lỗ để mở rộng thị phần.</li> </ul>
CMG		
Mã tiêu biểu	Triển vọng	❖ Ngành Bất Động Sản Nhà Ở
NLG	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nhu cầu về nhà ở vẫn duy trì ở mức cao sự gia tăng dân số, tốc độ đô thị hóa cao, dân số trẻ và sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu.</li> <li>• Phân khúc nhà ở trung cấp và bình dân sẽ tiếp tục là phân khúc chủ đạo với thanh khoản tốt, phù hợp với sự phát triển bền vững của thị trường.</li> <li>• Giá BĐS tại trung tâm TP HCM và HN tăng cao do khan hiếm quỹ đất triển khai trong nội thành khiến nguồn cung sụt giảm, giao dịch thứ cấp tăng mạnh.</li> <li>• Các chủ đầu tư cũng tiến hành mở rộng thị trường ra các tỉnh lân cận như Hải Phòng, Bắc Ninh, Đồng Nai, Long An, Bình Dương. Tuy nhiên, thị trường BĐS tại các tỉnh có thể bão hòa do các doanh nghiệp đồng loạt phát triển dự án tại vùng ven khiến nguồn cung tăng đột biến trong khi sức mua bất động sản của thị trường tỉnh không mạnh</li> </ul>
DXG		
VHM		

- Thất chặt tín dụng chảy vào BĐS không chỉ ảnh hưởng đến chủ đầu tư mà còn ảnh hưởng đến người mua nhà. Các doanh nghiệp phải tìm đến những nguồn vốn khác ngoài vốn vay ngân hàng.
- Thị trường BĐS tại TP HCM đang gặp khó khăn liên quan đến thủ tục pháp lý kéo dài khiến cho các doanh nghiệp không thể triển khai dự án, lượng căn hộ chào bán trong Q1/2019 giảm mạnh.

**Mã tiêu biểu      Triển vọng**

KBC  
NTC  
SZL

Trung lập

**❖ Ngành Bất Động Sản Khu Công Nghiệp**

- Bất động sản khu công nghiệp hưởng lợi từ các yếu tố như (1) sự tăng trưởng của dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam (2) Sự đầu tư mạnh mẽ của Chính phủ vào các dự án cơ sở hạ tầng (3) sự chuyển dịch các nhà máy sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung (4) Lợi thế chi phí nhân công rẻ và giá cho thuê đất KCN rẻ hơn so với các nước trong khu vực.
- Tuy nhiên, khả năng cho thuê của các KCN còn phụ thuộc vào đặc điểm của từng KCN như vị trí, giá thành, cơ sở hạ tầng trong khu vực...
- P/E trung bình nhóm cổ phiếu BĐS đang khoảng 8x đã phản ánh đáng kể triển vọng tích cực, EPS nửa cuối năm 2019 của các DN BĐS KCN khó đạt được mức cao như giai đoạn trước.
- BĐS KCN chịu nhiều rủi ro liên quan đến những thay đổi trong chính sách vĩ mô, đối ngoại.

**Mã tiêu biểu      Triển vọng**

GAS  
PVS  
PVD

Trung lập

**❖ Ngành Dầu Khí**

- Giá dầu Brent trong nửa cuối 2019 và năm 2020 dự báo ở mức khoảng 67 USD/thùng (theo dự báo tháng sáu của EIA). Triển vọng tăng mạnh của giá dầu được coi là không cao do nhu cầu dầu thô toàn cầu giảm tốc.
- Nhu cầu điện tại khu vực miền Nam dự báo tăng trưởng mạnh trong các năm tới, kéo theo nhu cầu sử dụng khí tại các nhà máy điện. Vì vậy, các dự án khí miền Nam như Sao Vàng Đại Nguyệt, Lô B Ô Môn sẽ tiếp tục được đẩy mạnh triển khai.
- Các doanh nghiệp dầu khí thuộc phân khúc trung nguồn như GAS, PVS được dự báo tiếp tục hưởng lợi nhờ việc triển khai các dự án khí trong nước, trong khi ít chịu ảnh hưởng bởi giá dầu như các doanh nghiệp thượng nguồn.

**Mã tiêu biểu      Triển vọng**

POW  
PPC  
NT2  
REE

Trung lập

**❖ Ngành Điện**

- Hiện tượng El Nino xuất hiện năm 2019 dẫn tới lưu lượng nước phục vụ thủy điện đạt thấp, sẽ làm giảm sản lượng ngành thủy điện trong năm 2019.
- Nhờ việc sản lượng thủy điện giảm, các nhà máy nhiệt điện sẽ bán được nhiều sản lượng hơn cho EVN. Do đó, các nhà máy nhiệt điện được kỳ vọng sẽ có diễn biến tích cực về KQKD trong nửa cuối năm 2019. Tuy nhiên giá cổ phiếu nhóm nhiệt điện, tiêu biểu là PPC, NT2 đã tăng giá tương đối trong nửa đầu năm 2019, phần nào phản ánh triển vọng KQKD.
- Rủi ro giảm giá bán điện trung bình xuất hiện khi EVN giảm tỷ lệ mua điện theo hợp đồng mua bán điện (PPA) từ 85% xuống 80% đối với nhóm nhiệt

điện, đồng thời đàm phán lại hợp đồng mua bán điện với nhiều nhà máy. Các nhà máy điện sẽ bán bán điện nhiều hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh, nơi giá bán điện thường thấp hơn so với giá hợp đồng.

Mã tiêu biểu	Triển vọng	❖ Ngành Dược Phẩm
DHG	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sự gia tăng nhận thức của người dân về sức khỏe đi cùng sự thâm nhập thành công của bảo hiểm y tế nhà nước cũng như các sản phẩm bảo hiểm được cung cấp bởi tư nhân giúp cho doanh số bán thuốc qua kênh điều trị (ETC) ngày càng tăng, thay thế cho bán thuốc qua kênh nhà thuốc (OTC).</li> <li>Giá thuốc sẽ ngày càng được siết chặt thông qua các chính sách đấu thầu tập trung, công khai, minh bạch. Nhà nước có kế hoạch giảm giá thuốc tổng thể từ 10-15% trong hai năm tới trong khi vẫn tiếp tục nâng cao yêu cầu về chất lượng.</li> <li>Các doanh nghiệp lớn đáp ứng được tiêu chuẩn sản xuất EU-GMP sẽ có ưu thế cạnh tranh nhiều hơn trong thời gian tới.</li> <li>Về triển vọng dài hạn, tiêu thụ thuốc trung bình đầu người ở Việt Nam dự báo tăng trưởng trên 10% trong 5 năm tới. Đến năm 2022, dự báo tiêu thụ thuốc của người Việt đạt 111 USD, so với trung bình thế giới là 181 USD. Điều đó cho thấy dư địa phát triển trong dài hạn của ngành dược là khả quan.</li> <li>Các doanh nghiệp dược đang trong xu hướng nới room 100%, kéo theo đó là nhu cầu mua bán sáp nhập, đặc biệt là từ khối ngoại. Đây sẽ là động lực quan trọng đối với giá cổ phiếu các công ty dược trong thời gian tới.</li> </ul>
IMP		
PME		

*\_Bộ phận phân tích doanh nghiệp KB\_*

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích 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 Biểu đồ 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 tham khảo 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:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

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

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

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

## 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

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

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