

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG QUÝ 4/2019





“Chúng tôi nhận thấy môi trường đầu tư đã thuận lợi hơn so với quý trước, đến từ việc các NHTW đã hiện thực hóa xu hướng cắt giảm lãi suất và phát tín hiệu nới lỏng mạnh mẽ trong thời gian tới cùng với việc Mỹ và Trung Quốc tạm hoãn gia tăng áp thuế và tích cực đàm phán.

Tuy nhiên, chúng tôi nhìn nhận thị trường cũng đã phản ánh phần nhiều những yếu tố tích cực trên, khiến dự địa tăng trưởng của chỉ số VN-Index trong Q4/2019 bị hạn chế. Về mặt rủi ro, chúng tôi không loại trừ khả năng đàm phán Mỹ - Trung sẽ đi vào bế tắc, FED không giảm lãi suất đủ mức thị trường kì vọng, trong khi sự suy giảm tăng trưởng ở các nền kinh tế lớn cho thấy dấu hiệu trầm trọng hơn (bao gồm cả Mỹ).

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá triển vọng thị trường tích cực hơn trong Q4 so với 3 quý đầu năm. Chúng tôi nâng kịch bản cơ sở cho chỉ số VN-Index cuối năm dao động trong khoảng 970-1,010 và không loại trừ khả năng xuất hiện các đợt sóng ngắn hạn giúp VNIndex chạm vượt mốc 1,000. Trong đó, chúng tôi nhận thấy cơ hội hấp dẫn trong thời gian đầu quý 4 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 tiếp tục hạ lãi suất. Dù không đánh giá cao khả năng VN-Index có thể bứt phá khỏi vùng 1,000 điểm một cách bền vững nhưng chỉ số này nhiều khả năng sẽ duy trì ở vùng tiệm cận 1,000 trong cuối năm nay.”

Phòng Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường

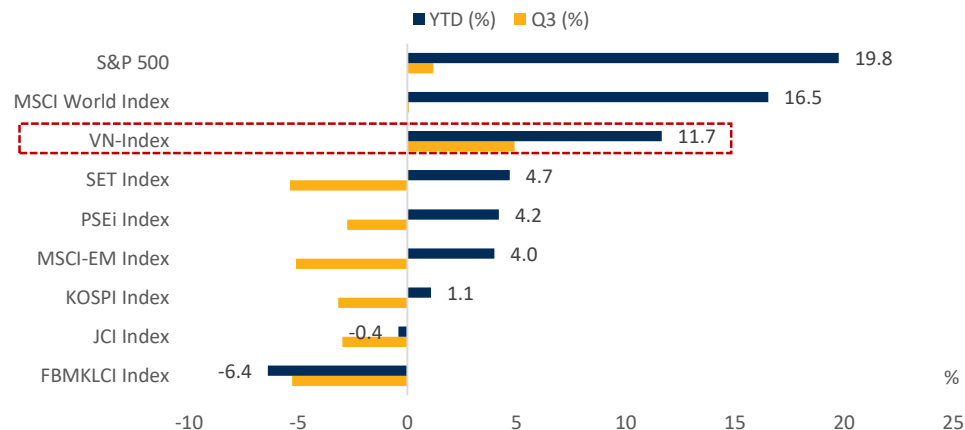
Lê Anh Tùng – tungla@kbsec.com.vn

Thái Thị Việt Trinh – trinhttv@kbsec.com.vn

Trần Đức Anh – anhtd@kbsec.com.vn

I. Tổng quan TTCK Việt Nam Q3/2019 – Tín hiệu hồi phục

VN-Index so với các chỉ số chứng khoán khu vực



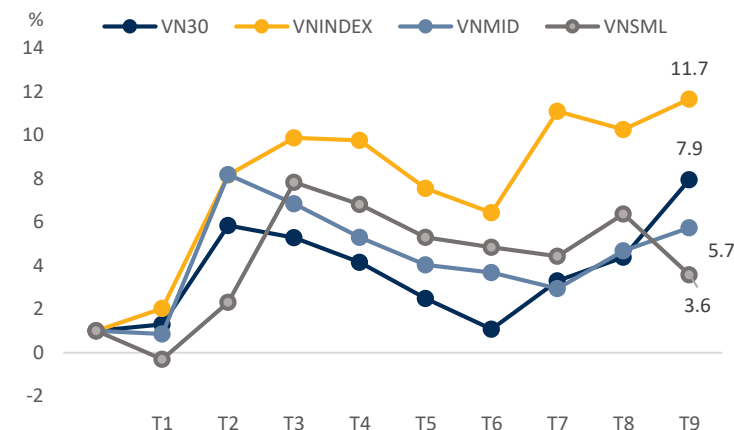
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Chỉ số VN-Index tăng 4.9% trong Q3 và 11.7% tính từ đầu năm đến nay với thanh khoản duy trì ở mức thấp. Đáng chú ý, VN-Index có diễn biến tốt hơn đáng kể so với chỉ số chứng khoán thị trường mới nổi (MSCI – EM). Trong khu vực, VN-Index là chỉ số chứng khoán duy nhất ghi nhận mức tăng dương trong Q3. Dù giá trị giao dịch và khối lượng giao dịch trên sàn HSX có thấp hơn so với trung bình 2 năm trước nhưng thanh khoản phần nào đã được cải thiện trong 3 tháng gần đây. Cổ phiếu ngân hàng, đặc biệt là VCB và BID, và cổ phiếu nhóm Vingroup (VHM, VIC) đóng góp lớn nhất vào mức tăng chung của thị trường trong Q3.

TTCK nhận được sự hỗ trợ lớn từ điều kiện vĩ mô ổn định và xu hướng nới lỏng tiền tệ của các NHTW trên thế giới. Tuy nhiên, một số rủi ro vẫn hiện hữu bao gồm căng thẳng thương mại Mỹ - Trung và tín hiệu suy giảm của kinh tế thế giới.

Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn (VN30) ghi nhận mức tăng giá tốt nhất, vượt trội so với diễn biến ở nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa (VNMID) và nhỏ (VNSML-sụt giảm nhẹ trong quý 3). Mặc dù vậy, biến động của chỉ số VN30 vẫn kém tích cực hơn so với chỉ số VN-Index do những mã đóng góp tăng lớn nhất cho VN-Index (VCB, VIC, VHM) bị giới hạn phần nào tỷ trọng trong rổ VN30.

Diễn biến theo nhóm cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

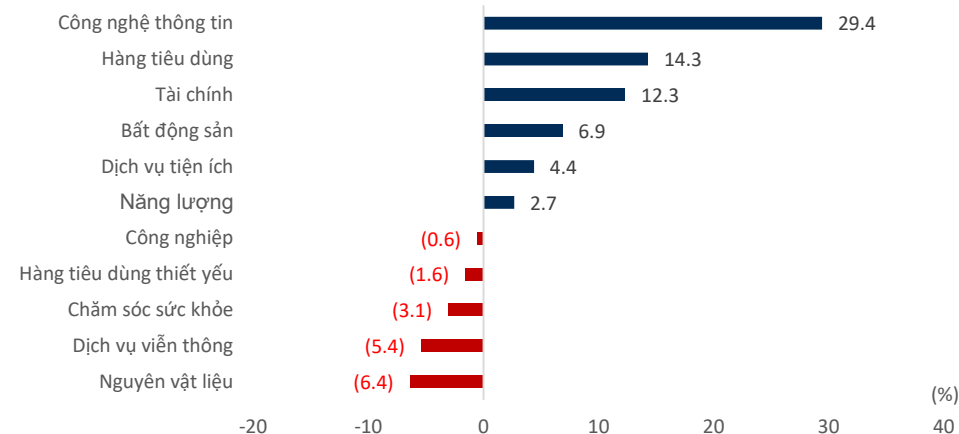
Top cổ phiếu tác động VN-Index Q3/2019

Top mã đóng góp tích cực nhất	Điểm số
VCB	+13.823
VHM	+12.706
BID	+7.480
Top mã đóng góp tiêu cực nhất	Điểm số
HVN	-3.181
SAB	-1.299
BVH	-1.261

Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

I. Tổng quan TTCK Việt Nam Q3/2019

Diễn biến giá theo ngành Q3/2019



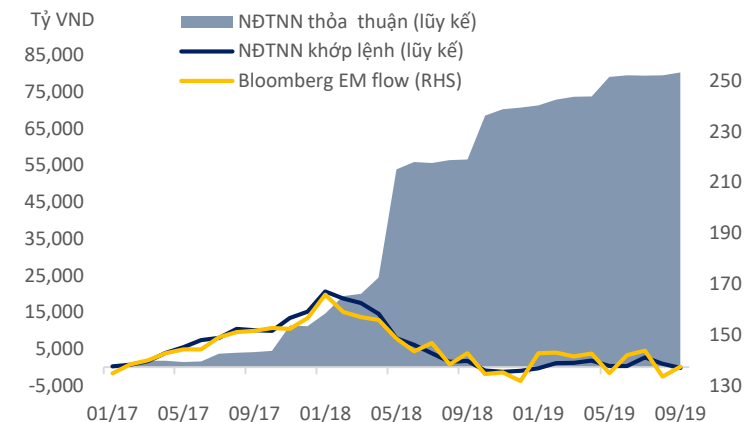
Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp; Phân loại ngành theo GICS

6/11 ngành có diễn biến giá tích cực trong Q3. Trong đó, *Công nghệ thông tin* và *Hàng tiêu dùng* là hai nhóm ngành ghi nhận mức tăng giá mạnh nhất. Ở chiều ngược lại, *ngành Nguyên Vật Liệu* và *Dịch vụ viễn thông* suy giảm mạnh nhất về giá cổ phiếu. Đây cũng là hai nhóm ngành gặp khó khăn trong hoạt động kinh doanh trong năm nay.

Nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) duy trì xu hướng mua ròng tính tới thời điểm hiện tại với giá trị ròng lên tới 10.3 nghìn tỷ VNĐ. Tính riêng Q3, giá trị mua ròng giảm mạnh còn 161 tỷ VNĐ, thấp hơn nhiều so với 2 quý đầu năm. Nếu tách riêng giao dịch thỏa thuận và giao dịch khớp lệnh, TTCK Việt Nam vẫn đang cho thấy sự hấp dẫn, thu hút lượng lớn dòng tiền của NĐTNN vào những giao dịch thỏa thuận liên quan tới thoái vốn, cổ phần hóa của công ty nhà nước hay mua cổ phần đầu tư chiến lược. Trong khi đó, các giao dịch khớp lệnh của NĐTNN cho thấy sự phụ thuộc lớn vào xu hướng biến động của dòng vốn toàn cầu hướng vào các thị trường mới nổi (Bloomberg EM flow proxy Index).

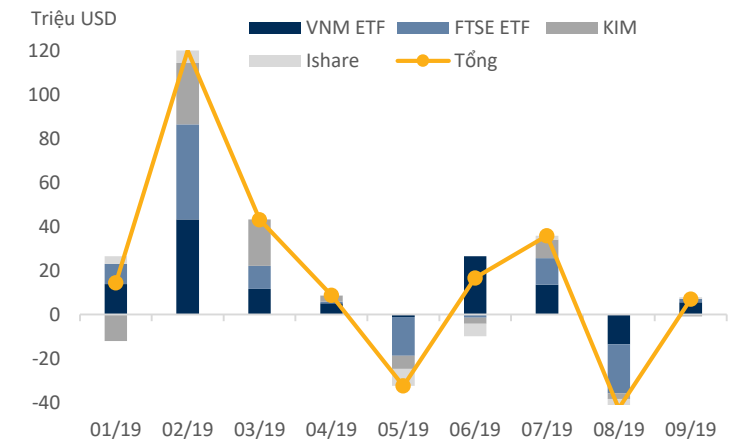
Dòng tiền của các quỹ ETF lớn của TTCK Việt Nam trong tháng 8 bị rút mạnh nhất kể từ đầu năm do lo ngại về căng thẳng Mỹ - Trung leo thang. Tuy nhiên, xu hướng mua ròng của khối ngoại từ đầu năm qua các quỹ ETFs vẫn được duy trì, đặc biệt là dòng vốn đã đổ mạnh vào thị trường trong tháng 2, tháng 3 và tháng 6. Trong đó, biến động ở 2 quỹ ETF lớn nhất là VNM và FTSE vẫn có tầm ảnh hưởng lớn đến diễn biến thị trường.

Hoạt động NĐTNN



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, KBSV tổng hợp

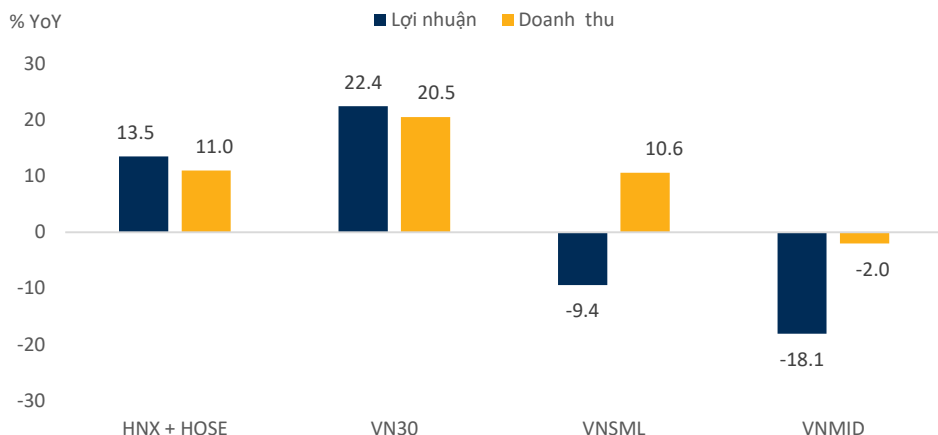
Dòng tiền ETF ra/vào TTCK Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, KBSV

II. KQKD Q2/2019 – Tăng trưởng nhưng mang tính tập trung cao

Tăng trưởng LNST và DT Q2.2019 theo nhóm cổ phiếu (%)



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

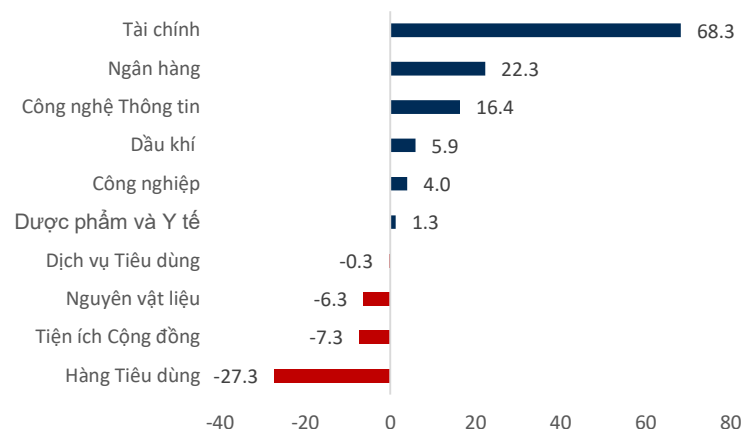
KQKD Quý II khả quan hơn so với Quý I và tốt hơn so với kì vọng của thị trường. Tổng doanh thu và lợi nhuận trên 2 sàn đạt tăng trưởng lần lượt 11% và 13.5%. Hai nhóm ngành mang tính chu kì là *Tài Chính* (+68.3% - đóng góp chủ yếu bởi phân khúc *Bất Động Sản*) và *Ngân Hàng* (+22.3%) dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng lợi nhuận Quý II

Nguyên nhân chính chủ yếu đến từ đóng góp quan trọng của một số mã cổ phiếu vốn hóa lớn (nếu loại trừ 3 mã VIC, VHM và VCB thì Q2 gần như không có tăng trưởng về lợi nhuận)

Với việc bối cảnh bên ngoài và trong nước đã không còn thuận lợi cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp so với năm ngoái. Chúng tôi hạ tăng trưởng lợi nhuận trên cả 2 sàn trong năm 2019 xuống mức 11% YoY, giảm từ mức trung bình 13-15% trong giai đoạn 2015 – 2016. Với sàn HSX, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận sẽ giảm xuống 10% và ESP giảm xuống 7% YoY

Xem thêm: [Báo cáo KQKD Q2.2019](#)

Tăng trưởng LNST Q2/2019 theo nhóm ngành (%)



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp; Phân ngành theo chuẩn ICB; Ngành Tài chính không bao gồm Ngân Hàng

Tăng trưởng LN sàn HSX và EPS của VN-Index



Nguồn: Bloomberg, KBSV

III. Yếu tố tác động 1 – Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung

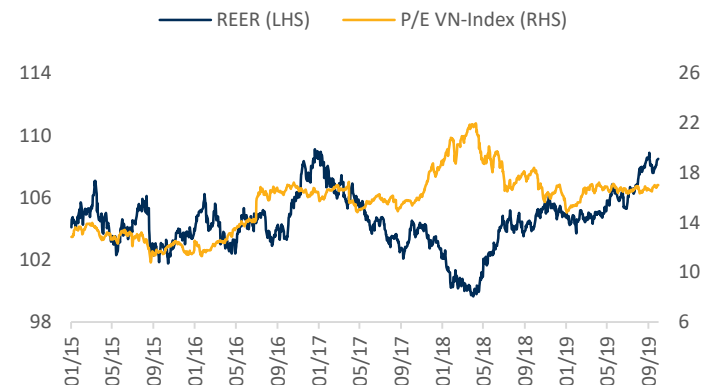
Căng thẳng thương mại Mỹ - TQ tiếp tục diễn biến khó lường và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Cả hai bên đều tung ra những đe dọa áp thêm những đợt thuế mới trong thời gian tới. Tuy vậy, các vòng đàm phán vẫn được tiếp diễn và 2 bên đã thể hiện một vài thiện chí trong vòng đàm phán gần đây tại Washington. Đánh giá tác động của CTTM Mỹ-Trung đến TTCK Việt Nam, chúng tôi nhìn nhận từ 3 khía cạnh:

(i) Căng thẳng thương mại kéo dài có thể mang tới cơ hội nhưng mang tính chọn lọc cho các doanh nghiệp xuất khẩu trong ngắn hạn. Dữ liệu của Cục thống kê Mỹ cho thấy rằng một số mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam đang dần thay thế một số mặt hàng xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ, do phải chịu thuế quan nhập khẩu cao hơn. Các mặt hàng nổi bật bao gồm điện thoại và linh kiện, hàng dệt may, da giày và đồ gỗ. Tuy nhiên, có thể thấy, khả năng tận dụng cơ hội này phần lớn thuộc về phía các doanh nghiệp FDI. Đối với nhóm doanh nghiệp trong nước, chỉ có một số ít các doanh nghiệp có thể tranh thủ lợi thế này (ví dụ như MPC và PTB).

(ii) Căng thẳng thương mại gia tăng áp lực lên tỷ giá thông qua hai đồng tiền đối ứng với VND là CNY và USD. Với CNY, đồng tiền này đã phá vỡ ngưỡng “tâm lý” 7.000, để ngỏ khả năng tiếp tục xu hướng mất giá trong thời gian tới. Với USD, những rủi ro địa chính trị khiến đồng tiền được xem là nơi “trú ẩn” này tiếp diễn đà tăng trong Q3, bất chấp việc Fed đã hạ lãi suất để kìm hãm đà tăng. Với tác động kép từ biến động của 2 đồng tiền này, tỷ giá thực tế đa phương (REER) của VND đã bật tăng lên mức cao nhất trong vòng 4 năm qua.

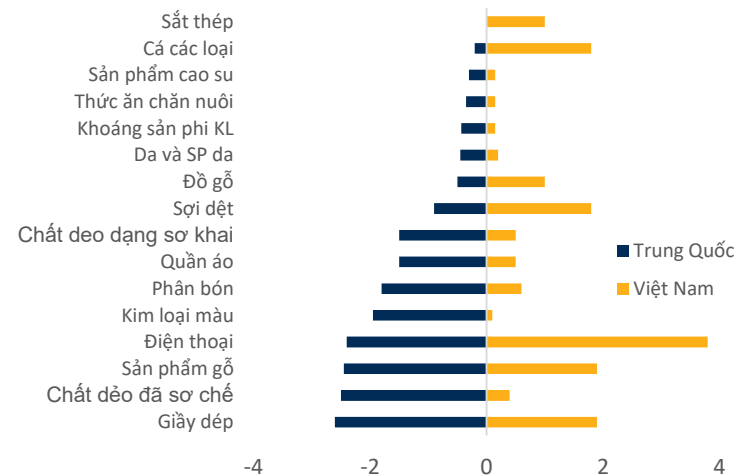
Mặc dù vậy, tác động của tỷ giá lên biến động TTCK trong giai đoạn hiện nay là không lớn. Trong quá khứ (nửa cuối 2017- đầu 2019), đường REER có mối tương quan mạnh và ngược chiều với biến động trên TTCK Việt Nam. Cụ thể, ở các thời điểm áp lực tỷ giá gia tăng, đường REER tăng mạnh, NĐT nước ngoài có xu hướng rút rông do lo ngại khả năng phá giá của NHNN, cùng với đó là tâm lý thận trọng, lo ngại bất ổn vĩ mô của NĐT trong nước khiến chỉ số VNIndex có xu hướng điều chỉnh. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi nhận thấy mối tương quan trên không còn rõ nét. Trên thực tế, mặc dù đường REER tăng mạnh thời gian qua, kéo theo áp lực phá giá VNĐ hỗ trợ xuất khẩu là không nhỏ, tuy nhiên tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng và thị trường tự do vẫn đang diễn biến tương đối ổn định nhờ nguồn cung ngoại tệ dồi dào từ dòng vốn FDI giải. Trên thị trường không có hiện tượng NĐT nước ngoài rút vốn và không xuất hiện hoạt động đầu cơ tỷ giá trên thị trường chợ đen. Như vậy việc đường REER tăng mạnh trong giai đoạn hiện tại đã không gây ra các tác động tiêu cực đáng kể lên TTCK Việt Nam.

REER và P/E của VN-Index



Nguồn: Bloomberg, KBSV

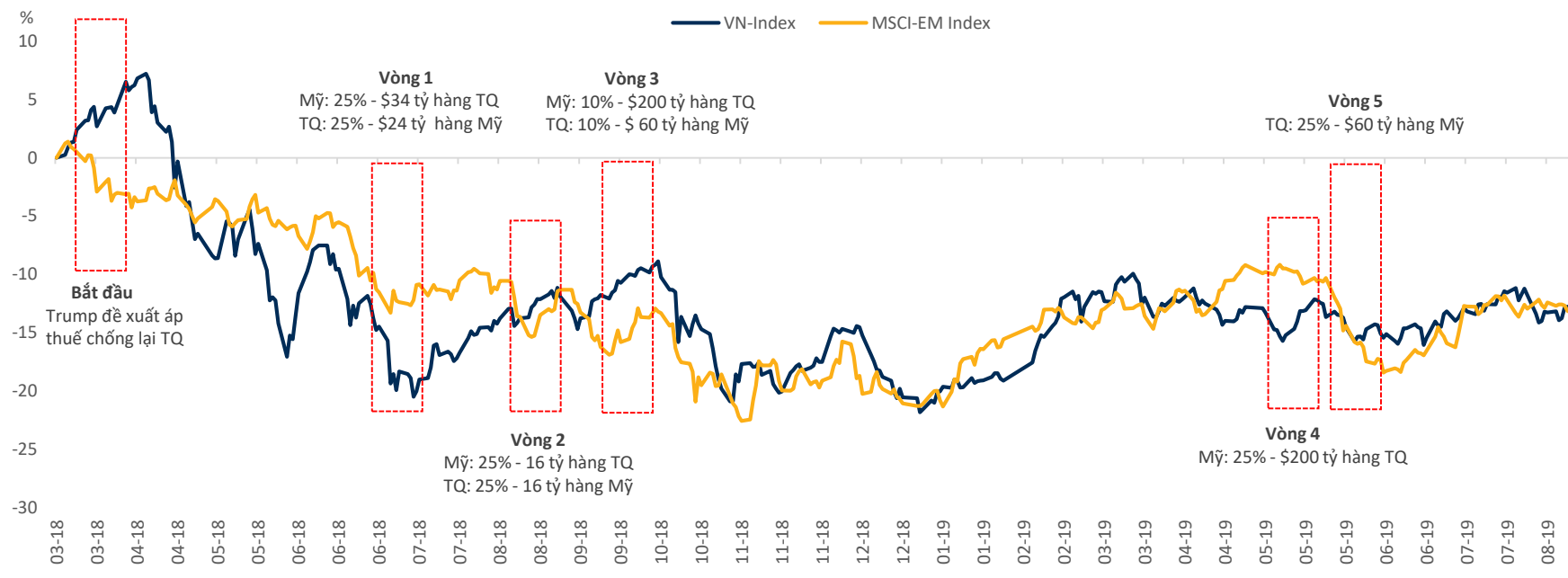
Thay đổi tỷ trọng nhập khẩu hàng hóa của Mỹ (%)



Nguồn: Worldbank, U.S. Census Bureau, số liệu lấy từ 7/2018 – 3/2019 so với 7/2017 – 3/2018.

III. Yếu tố tác động 1 – Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung

Biến động của VN-Index và MSCI-EM Index kể từ căng thẳng thương mại bắt đầu



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

(iii) Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung tiếp tục tác động đến diễn biến thị trường nhưng với mức độ ảnh hưởng giảm dần. Với xung đột kéo dài và có phần leo thang, VN-Index và MSCI-EM vẫn chưa thể lấy lại phần giảm điểm so với trước khi căng thẳng thương mại nổ ra (VN-Index và MSCI-EM đều giảm tầm 12-13% so với thời điểm đầu tháng 3/2018). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy mức độ tác động tiêu cực của yếu tố này đã phần nào giảm bớt. Mặc dù căng thẳng thương mại tiếp tục leo thang, nhưng trong 2 lần áp thuế mới gần đây từ Mỹ và Trung Quốc, TTCK Việt Nam và MSCI EM chỉ chịu tác động nhẹ và vẫn giữ được đà tăng từ đầu năm bởi (i) TTCK đã phản ánh đáng kể những tiêu cực từ căng thẳng thương mại; (ii) tâm lý kì vọng vào đàm phán đạt được giữa hai bên và (iii) có những yếu tố mới (NHTW các nước giảm lãi suất) trung hòa bớt tác động tiêu cực của căng thẳng thương mại.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng hai bên sẽ khó đạt được một thỏa thuận quan trọng trong năm nay bởi những bất đồng sâu sắc về vấn đề công nghệ và sở hữu trí tuệ. Đây vẫn sẽ là 1 rủi ro tác động bất lợi đến diễn biến thị trường trong trung hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng trực tiếp của yếu tố này đến diễn biến TTCK sẽ theo chiều hướng nhẹ dần. Ở một khía cạnh khác, tác động gián tiếp của yếu tố này đến TTCK sẽ được thể hiện rõ nét hơn khi hệ quả của những ảnh hưởng tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế toàn cầu sẽ dần bộc lộ rõ hơn trong thời gian tới.

III. Yếu tố tác động 2 – Tăng trưởng kinh tế thế giới suy giảm

PMI sản xuất toàn cầu



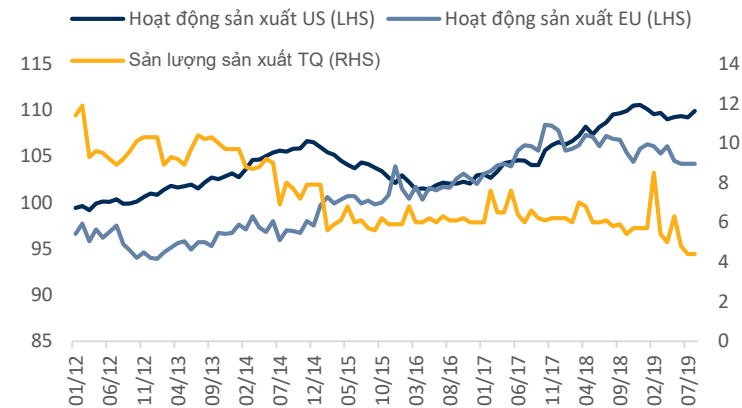
Nguồn: Refinitiv, HIS Markit, ISM, FT

Kinh tế toàn cầu xuất hiện nhiều tín hiệu suy giảm đáng lo ngại. Chỉ số PMI sản xuất toàn cầu đã nằm ở dưới mốc 50 – mốc phân chia giữa mở rộng và thu hẹp, trong 5 tháng liên tiếp. Đây được xem là chuỗi suy giảm dài nhất kể từ năm 2012. Theo đó, chỉ số PMI sản xuất của Trung Quốc đã duy trì ở ngưỡng tiêu cực trong 5 tháng liên tiếp; chỉ số PMI sản xuất của châu Âu rơi xuống mốc 45.7 trong tháng 9, đánh dấu mức giảm thấp nhất kể từ tháng 10/2012 trong khi chỉ số ISM sản xuất của Mỹ cũng sụt giảm mạnh xuống mốc 47.8 – mốc thấp nhất kể từ tháng 6/2009.

Tác động gián tiếp của căng thẳng thương mại Mỹ - Trung dần bộc lộ rõ ràng hơn. Sự bất định kéo dài khiến cho các chuỗi cung ứng hàng hóa bị gián đoạn, các doanh nghiệp sản xuất trì hoãn mở rộng đầu tư. Bởi vậy, WTO gần đây đã mạnh tay cắt giảm dự báo tăng trưởng thương mại toàn cầu xuống 1.2% trong năm nay từ mức dự báo 2.6% trước đó.

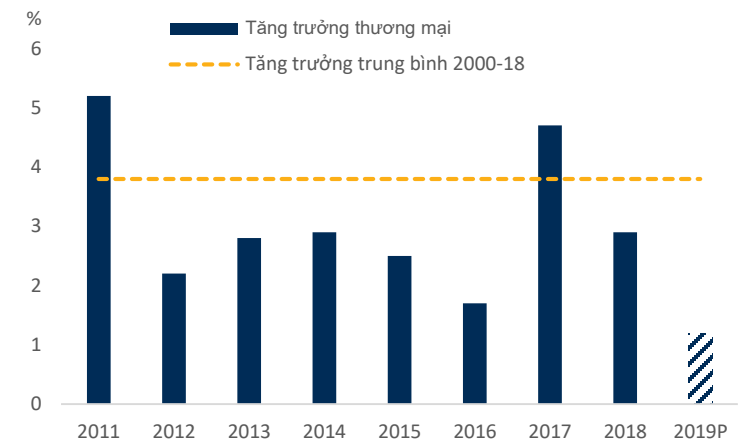
Tâm lý lo sợ suy thoái kinh tế sẽ có thể gia tăng. Khi mà Mỹ và Trung Quốc khó tìm được sự đồng thuận trong khi các gói kích thích tiền tệ chưa thể mang lại hiệu ứng ngay lập tức, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn có thể đón nhận thêm một số tín hiệu tiêu cực với tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong Q4/2019.

Hoạt động sản xuất của các nước lớn



Nguồn: Refinitiv, FT

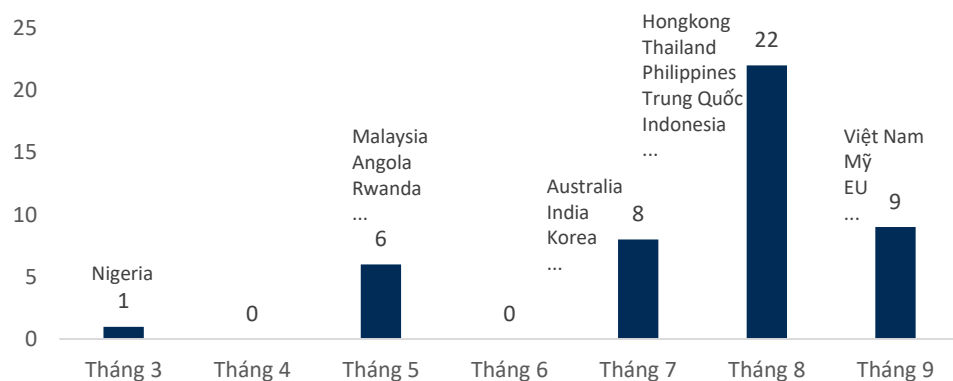
Khối lượng giao dịch thương mại toàn cầu



Nguồn: WTO

III. Yếu tố tác động 3 – Chính sách nới lỏng của các NHTW

Các nước hạ lãi suất thời gian vừa qua



Nguồn: Bloomberg

Xu hướng điều hành nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ tiếp diễn. Với môi trường lạm phát toàn cầu ở mức thấp, tăng trưởng kinh tế chậm lại, trong khi rủi ro địa chính trị gia tăng, tính từ đầu năm 2019 đến nay đã có 46 NHTW thực hiện cắt giảm lãi suất (trong đó 31 NHTW thực hiện trong tháng 8 và tháng 9 bao gồm cả Mỹ, EU và Trung Quốc...). Chúng tôi cho rằng xu hướng trên sẽ còn tiếp diễn trong các quý tới, giúp hỗ trợ đáng kể cho kinh tế toàn cầu, kéo dài chu kỳ tăng trưởng và giảm rủi ro suy thoái kinh tế trong thời gian tới.

Thanh khoản toàn cầu dồi dào giúp các TTCK mới nổi như Việt Nam thuận lợi hơn trong việc thu hút dòng vốn nước ngoài. Cần chú ý rằng xu hướng này đã gia tăng trong thời gian gần đây. Nghiên cứu của quỹ Copley khảo sát 193 quỹ (tổng tài sản gần \$350 tỷ) cho thấy 19.7% quỹ cổ phiếu EM đang nắm giữ cổ phiếu Việt Nam dù Việt Nam không lọt vào rổ MSCI EM Index. Với triển vọng tăng trưởng kinh tế cao trong khi lại được hưởng lợi từ căng thẳng thương mại Mỹ - Trung, Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn “giá rẻ” của cả các quỹ chủ động và bị động.

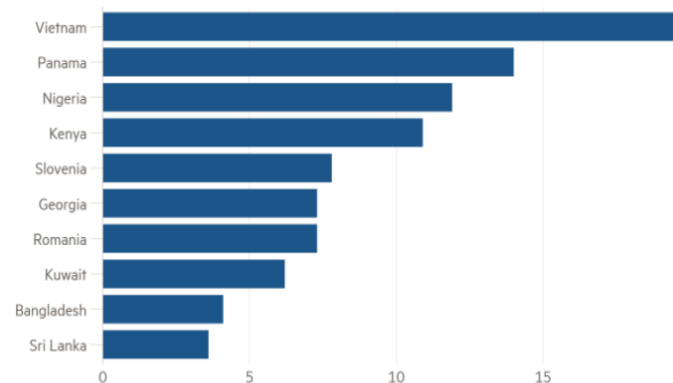
Ảnh hưởng từ việc hạ lãi suất điều hành của NHNN Việt Nam trong tháng 9 vừa qua là khá hạn chế. Mặc dù có các tác động tích cực nhất định về mặt tâm lý đến thị trường, tuy nhiên chúng tôi đánh giá tác động thực tế của việc hạ lãi suất điều hành vừa qua là không đáng kể (do NHNN Việt Nam điều hành chính sách qua công cụ trực tiếp là tăng trưởng tín dụng và cung tiền, khiến công cụ điều hành gián tiếp là lãi suất không phát huy hiệu quả thực tế).

Diễn biến của cổ phiếu Việt Nam ở các quỹ EM



Nguồn: Copley Fund Research

% quỹ EM đầu tư vào các thị trường cận biên



Nguồn: Copley Fund Research

III. Yếu tố tác động 4: Rủi ro bị đánh thuế từ Mỹ

Việt Nam nhiều khả năng vẫn sẽ nằm trong danh sách theo dõi thao túng tiền tệ của Mỹ trong đợt rà soát tháng 10 tới đây (lấy số liệu lấy từ tháng 7/2018 – 6/2019) do hai yếu tố vi phạm của Việt Nam khó có sự thay đổi:

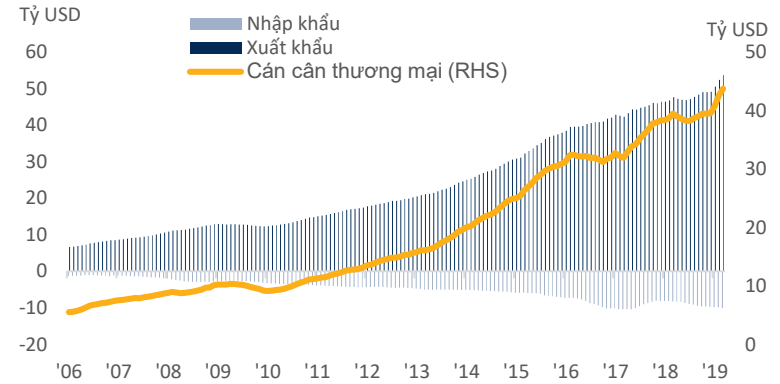
- (i) Thặng dư thương mại hàng hóa với Mỹ > 20 tỷ USD và khó có thể giảm trong ngắn hạn do xu hướng dịch chuyển cuối cùng ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam cùng với việc hàng hóa Việt Nam dần thay thế hàng hóa Trung Quốc xuất sang Mỹ.
- (ii) Thặng dư tài khoản vãng lai >2% của GDP. Việt Nam vẫn sẽ vi phạm yếu tố này khi chúng tôi ước tính thặng dư cán cân tài khoản vãng lai đạt 2.7% của GDP trong giai đoạn 7/2018-6/2019.
- (iii) Việt Nam chưa vi phạm tiêu chí về mức độ can thiệp (một chiều và kéo dài) vào thị trường ngoại hối và sẽ tiếp tục đáp ứng tiêu chí này trong đợt rà soát tháng 10 tới đây bởi khối lượng mua ròng (từ tháng 7/2018 – tháng 6/2019) dưới 1% của GDP. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý khối lượng mua ròng của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm đã vượt qua 1% GDP, và với xu hướng mạnh lên của đồng VND, rất ít khả năng SBV sẽ bán bớt dự trữ ngoại hối trong giai đoạn cuối năm.

Các yếu tố đánh giá trong báo cáo cũng chỉ mang tính chất tương đối và việc quyết định thao túng tiền tệ mang tính chất chủ quan từ phía Mỹ. Điều này có thể được nhìn nhận rõ ràng khi gần đây Mỹ tuyên bố Trung Quốc là nước “thao túng tiền tệ” dù Trung Quốc không vi phạm hết cả 3 yếu tố kể trên. Việt Nam gần đây đã lọt vào tầm ngắm của Mỹ khi tổng thống Mỹ, ông Donald Trump tuyên bố Việt Nam là “kẻ lạm dụng thương mại tồi tệ nhất”. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng Việt Nam hiện đang có mối quan hệ đặc biệt với Mỹ. Cụ thể, Việt Nam có vị trí chính trị quan trọng với Mỹ và Mỹ cần Việt Nam để giảm ảnh hưởng của Trung Quốc trong khu vực. Ngoài ra, Việt Nam vẫn luôn chủ động liên lạc và hợp tác tích cực với Mỹ để tránh đưa vào diện thao túng tiền tệ.

Như vậy, chúng tôi không loại trừ khả năng Mỹ sẽ gia tăng thuế quan lên một số mặt hàng nhất định của Việt Nam, đặc biệt ở những mặt hàng có hiện tượng lách xuất xứ và xuất khẩu mạnh vào Mỹ. Tuy nhiên, rủi ro bị xác định là quốc gia thao túng tiền tệ của Việt Nam là khá thấp.

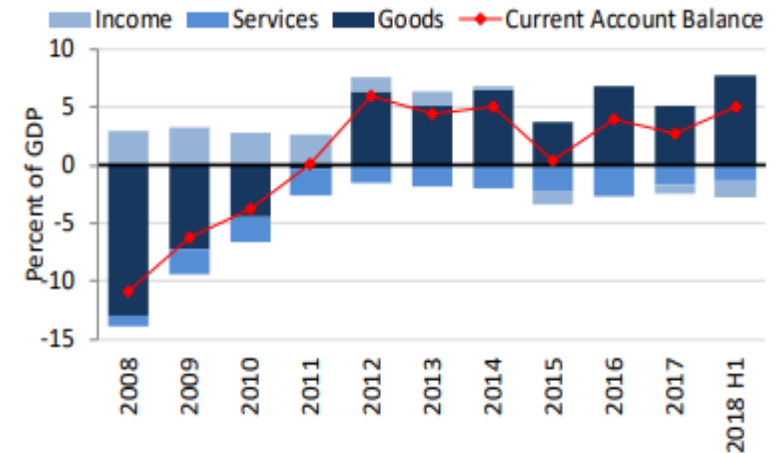
Xem thêm: [Báo cáo rủi ro bị gắn mác "thao túng tiền tệ" của Việt Nam](#)

Thặng dư thương mại với Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

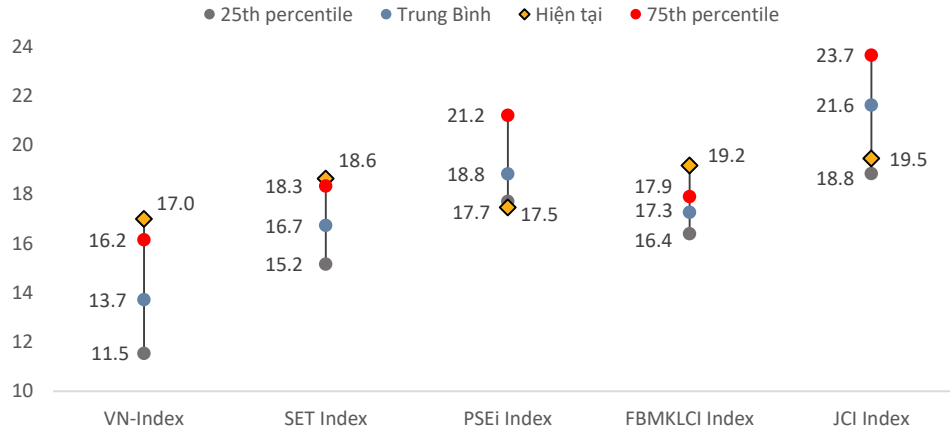
Thặng dư tài khoản vãng lai của Việt Nam



Nguồn: IMF

IV. Tương quan so với khu vực

P/E của các nước trong khu vực từ 2010 – 2019



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

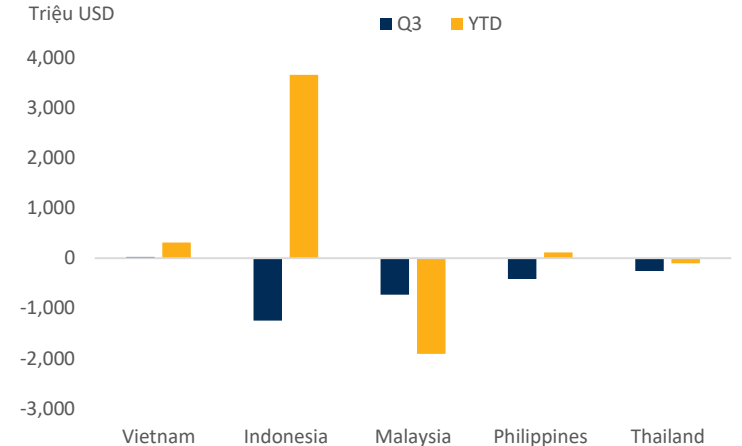
P/E của VN-Index vẫn thấp hơn tương đối so với P/E của các nước trong khu vực. Tuy nhiên, khoảng cách trên có thể sẽ được thu hẹp trong thời gian tới khi mà triển vọng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam tốt hơn so với phần còn lại cùng với việc TTCK Việt Nam sẽ sớm có cơ hội nâng hạng lên nhóm thị trường mới nổi theo phân loại của MSCI và FTSE.

P/E của VN-Index hiện nằm ở cận trên (75th percentile) nếu nhìn tương quan với dữ liệu trong quá khứ (2010-2019). Chúng tôi đánh giá mức P/E trên là hợp lý, phản ánh tình hình sức khỏe tốt của nền kinh tế và hoạt động của doanh nghiệp nhìn chung ổn định. Tuy nhiên, dư địa để tăng P/E trong ngắn hạn sẽ phần nào bị hạn chế.

Việt Nam ghi nhận dòng tiền từ tổ chức nước ngoài đứng thứ hai sau Indonesia tính từ đầu năm. Đáng chú ý trong quý 3 vừa qua, bất chấp xu hướng dòng vốn rút rông ra khỏi các thị trường mới nổi (Indonesia, Philippines, Thái Lan, Malaysia...), TTCK Việt Nam vẫn thu hút tốt dòng vốn nhà đầu tư nước ngoài.

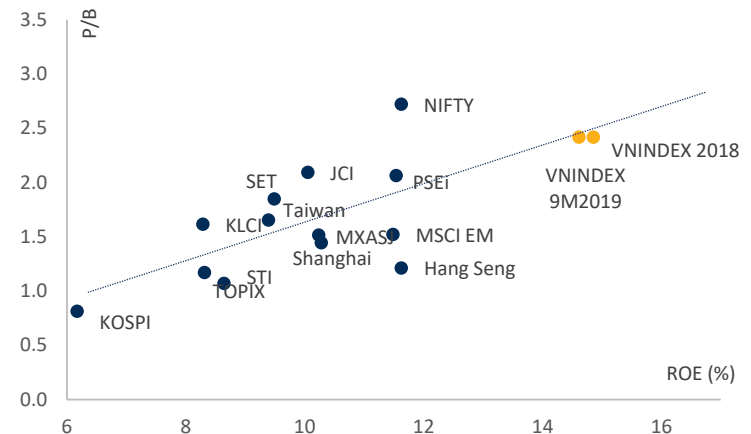
Dựa trên tương quan ROE-P/B với các nước châu Á (thêm S&P 500) thì VN-Index đã tiệm cận tới mức hợp lý. Đáng chú ý so với đầu năm, dù ROE của VN-Index có giảm sút nhưng P/B vẫn không thay đổi nhiều.

Diễn biến dòng tiền của NĐT tổ chức nước ngoài



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Tương quan ROE – P/B của các nước châu Á



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

V. Triển vọng TTCK Việt Nam Q4/2019

Yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra	Yếu tố bất lợi	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra
Chính sách nới lỏng của các NHTW	Mạnh	Cao	Suy giảm tăng trưởng ở các nền kinh tế lớn	Mạnh	Cao
Tăng trưởng vĩ mô tốt & Lạm phát, tỷ giá ổn định	Trung bình	Cao	Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung	Trung bình	Cao
Triển khai các nhóm ETF mới	Trung bình	Cao	Mục tiêu tăng trưởng tín dụng giảm	Yếu	Cao
KQKD của doanh nghiệp vẫn tích cực dù tăng trưởng chậm lại	Yếu	Trung Bình	Rủi ro bị Mỹ áp thuế	Mạnh	Trung Bình

Chúng tôi nhận thấy môi trường đầu tư đã thuận lợi hơn so với quý trước, đến từ việc các NHTW đã hiện thực hóa xu hướng cắt giảm lãi suất và phát tín hiệu nới lỏng mạnh mẽ trong thời gian tới cùng với việc Mỹ và Trung Quốc tạm hoãn gia tăng áp thuế và tích cực đàm phán.

Tuy nhiên, chúng tôi nhìn nhận thị trường cũng đã phản ánh phần nhiều những yếu tố tích cực trên, khiến dự địa tăng trưởng của chỉ số VN-Index trong Q4/2019 bị hạn chế. Về mặt rủi ro, chúng tôi không loại trừ khả năng đàm phán Mỹ - Trung sẽ đi vào bế tắc, FED không giảm lãi suất đủ mức thị trường kì vọng, trong khi sự suy giảm tăng trưởng ở các nền kinh tế lớn cho thấy dấu hiệu trầm trọng hơn (bao gồm cả Mỹ).

Môi trường trong nước không còn nhiều thuận lợi cho hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp so với năm ngoái. Mặc dù vẫn cho thấy mức tăng trưởng tích cực trong 6 tháng đầu năm, tuy nhiên KQKD các doanh nghiệp niêm yết cho thấy sự phân hóa rõ nét với việc nhóm doanh nghiệp vốn hóa vừa và nhỏ gặp nhiều khó khăn với lợi nhuận suy giảm so với cùng kỳ. Một số điểm đáng chú ý tác động đến môi trường kinh doanh của các doanh nghiệp bao gồm (1) tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng xuất khẩu đã chậm lại; (2) mục tiêu tăng trưởng tín dụng bị hạ xuống 14% trong khi lãi vay vẫn ở mức cao và khó có khả năng giảm xuống (3) các doanh nghiệp BĐS bị siết chặt chẽ hơn ở kênh tín dụng và kênh trái phiếu doanh nghiệp (4) chi phí đầu vào tăng khi giá xăng, giá điện, giá nguyên vật liệu tăng trong năm nay

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá triển vọng thị trường tích cực hơn trong Q4 so với 3 quý đầu năm. Chúng tôi nâng kịch bản cơ sở cho chỉ số VN-Index cuối năm dao động trong khoảng 970-1,010 và không loại trừ khả năng xuất hiện các đợt sóng ngắn hạn giúp VNIndex chạm vượt mốc 1,000. Trong đó, chúng tôi nhận thấy cơ hội hấp dẫn trong thời gian đầu quý 4 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 tiếp tục hạ lãi suất. Dù không đánh giá cao khả năng VN-Index có thể bứt phá khỏi vùng 1,000 điểm một cách bền vững nhưng chỉ số này nhiều khả năng sẽ duy trì ở vùng tiệm cận 1,000 trong cuối năm nay.

	Tiêu cực	Cơ sở	Tích cực
Tăng trưởng EPS YoY	6%	7%	8%
P/E	15.5x	16x	16.5x
VN-Index (Q4/2019)	970	990	1,010

VI. Triển vọng ngành – Bất động sản nhà ở & khu công nghiệp

I. Bất động sản nhà ở - Trung lập – Mã tiêu biểu: NLG, VHM, HDG.

- Nguồn cung chủ yếu trên thị trường giai đoạn này đến từ các chủ đầu tư lớn là VHM với Ba đại đô thị của Vinhomes bao gồm Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City (Hà Nội) và Vinhomes Grand Park (TPHCM) với số lượng lên tới hàng nghìn căn.
- Nguồn cung trong quý 3/2019 tại TP HCM có chuyển biến tích cực với hơn 17,000 căn hộ, tuy nhiên trong đó dự án Grandpark của VHM đã đóng góp hơn 60% với 10,000 căn hộ được bán. Các vấn đề liên quan đến thắt chặt cấp phép và rà soát dự án tại TP HCM vẫn chưa được giải quyết hoàn toàn khiến cho thị trường tiếp tục thiếu nguồn cung trong trung hạn.
- Nhu cầu mua nhà tại 2 thành phố này vẫn rất lớn, trong khi đó, nguồn cung khan hiếm khiến giá BĐS có xu hướng tăng. Theo số liệu từ JLL, tính đến cuối quý 3, mức giá sơ cấp trung bình toàn thị trường TP HCM tăng +23.8% yoy và Hà Nội tăng 3.5% qoq.
- Thắt chặt tín dụng chảy vào BĐS khiến các doanh nghiệp phải tìm đến những nguồn vốn khác như phát hành trái phiếu. Trong 8 tháng đầu năm 2019, 44 doanh nghiệp BĐS đã phát hành 36,946 tỷ VND trái phiếu, chiếm 31.5% tổng giá trị trái phiếu phát hành.
- Các doanh nghiệp triển vọng tốt nhờ có các dự án đã được mở bán từ cuối năm 2018 và trong năm 2019 cùng với kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt trong năm 2019 bao gồm NLG, VHM, HDG.

II. Bất động sản khu công nghiệp – Trung lập – Mã tiêu biểu: KBC, VGC

- Bất động sản khu công nghiệp tiếp tục được 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 cũng như mức tăng giá cho thuê của các KCN còn phụ thuộc vào đặc điểm của từng KCN như vị trí và cơ sở hạ tầng trong khu vực. P/E của các doanh nghiệp BĐS KCN đang khoảng 9x đã phần nào phản ánh triển vọng tích cực, EPS đã tăng trưởng đáng kể. Chúng tôi dự đoán, EPS của các doanh nghiệp BĐS KCN sẽ khó đạt được mức cao như giai đoạn trước.
- Ở khu vực phía Bắc, cơ hội thuộc về 2 doanh nghiệp sở hữu quỹ đất có thể cho thuê lớn, nằm ở vị trí thuận lợi, có thể nắm bắt nhu cầu thuê đất KCN là KBC (952ha), VGC (1,182ha). Giá cho thuê của trung bình của các KCN này trong 6 tháng đầu năm tăng khoảng 16%.
- Ở khu vực phía Nam, theo JLL, mức giá cho thuê trung bình của các KCN trong quý 2 tăng trưởng tốt đạt 95 USD/m²/chu kỳ thuê (+15,8% yoy). Tuy nhiên, các vấn đề liên quan đến vấn đề đền bù giải phóng mặt bằng, quy trình phê duyệt dự án ảnh hưởng đến tiến độ triển khai dự án tại các KCN phía Nam như KCN – Long Hậu 3 (391ha - LHG), KCN Nam Tân Uyên 3 (255ha- NTC).

VI. Triển vọng ngành – Điện & Công nghệ thông tin

III. Điện – Tích cực – Mã tiêu biểu: POW, PC1, REE.

- Ngành điện Việt Nam có nhiều tiềm năng do nhu cầu tiêu thụ điện năng lớn và tăng trưởng ổn định để phục vụ cho tăng trưởng kinh tế. Năm 2018, sản lượng điện tiêu thụ đạt 197.4 tỉ kWh, tăng trưởng trung bình 11.7% trong giai đoạn 2013-2018. Chúng tôi ước tính tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 10%/năm trong 5 năm tiếp theo.
- Nhiều dự án xây dựng các nhà máy điện bị chậm tiến độ so với Quy hoạch Điện 7 được Chính phủ phê duyệt, đặc biệt là các dự án điện than ở các tỉnh phía Nam do nhiều nguyên nhân. Theo dự báo của Bộ Công thương sau khi đã rà soát lại tất cả các dự án bị chậm tiến độ trên, Việt Nam sẽ thiếu điện vào năm 2021 khoảng 3.7 tỉ kWh, 2022 khoảng 10 tỉ kWh và đỉnh điểm vào năm 2023 là 12 tỉ kWh sau đó giảm dần vào năm 2024 với 7 tỉ kWh và 2025 là 3.5 tỉ kWh. Theo chúng tôi, việc thiếu điện này sẽ giúp các các nhà máy điện hiện tại sẽ được huy động phát điện với hiệu suất cao hơn, hoạt động hiệu quả hơn.
- Tuy nhiên ngành điện lực có rủi ro liên quan đến việc gián đoạn hoặc bị giới hạn nguồn cung cấp nguyên liệu đầu vào, đặc biệt với các nhà máy điện than và điện khí. Về nguồn than đầu vào của các nhà máy than ở Việt Nam hầu hết đều được khai thác trong nước và được cung cấp bởi 2 Tổng công ty Than Khoáng Sản Việt Nam (TKV – Vinacomin) và Tổng công ty Đông Bắc. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, sau nhiều năm khai thác, trữ lượng than Việt Nam ngày càng suy giảm, điều kiện khai thác ngày càng khó khăn, nên nguồn than nội địa không đáp ứng đủ nhu cầu cho các nhà máy nhiệt điện. Hiện tượng thiếu than đã xảy ra trong giai đoạn những tháng cuối năm 2018. Tình trạng này cũng xảy ra tương tự đối với các nhà máy điện khí, khi sau nhiều năm khai thác, trữ lượng khí của các mỏ khí của Việt Nam cũng đang dần cạn kiệt. Giải pháp của Chính phủ là sẽ bù đắp phần thiếu hụt bằng lượng nhập khẩu của than và khí thiên nhiên (LNG).

IV. Công nghệ thông tin – Tích cực – Mã tiêu biểu: FPT, CMG.

- Mảng gia công xuất khẩu phần mềm vẫn là động lực tăng trưởng chính trong 8 tháng đầu năm. Tiềm năng tăng trưởng mảng gia công phần mềm vẫn khả quan do (1) Nhu cầu cao trên thế giới. Mảng gia công phần mềm không đòi hỏi hàm lượng chất xám cao nhưng số lượng nhân sự lớn, hiện các nước đều đang có tình trạng thiếu hụt nhân sự. (2) Chi phí nhân công kỹ sư phần mềm của Việt Nam đang ở mức thấp so với các quốc gia khác (thấp hơn 24% so với Ấn Độ, 54% so với Trung Quốc), là lợi thế cạnh tranh lớn. Tuy nhiên, chi phí nhân sự đang tăng mạnh trong thời gian gần đây do áp lực cạnh tranh nhân sự, là yếu tố cần theo dõi, có thể ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng dài hạn của các doanh nghiệp.
- Về các hoạt động ở thị trường trong nước, 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.
- 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. Mặc dù vậy, biên lợi nhuận gộp nhiều khả năng sẽ suy giảm vì: (1) Giá cước tại thị trường tỉnh thấp hơn do mật bằng thu nhập thấp; (2) Các doanh nghiệp chưa có hạ tầng sẽ phải thuê ngoài qua đó tăng chi phí vận hành.
- Mảng truyền hình trả tiền cạnh tranh gay gắt. 6 tháng đầu năm, tổng số thuê bao tăng nhưng doanh thu giảm do hạ giá cước để tăng cạnh tranh. Nhiều doanh nghiệp trong ngành thua lỗ do: (1) Giá bản quyền truyền hình ngày càng tăng cao; (2) Cạnh tranh trực tiếp với truyền hình OTT.

Phòng Phân tích doanh nghiệp

VI. Triển vọng ngành – Ngân hàng & Bán lẻ

V. Ngân hàng – Tích cực có chọn lọc – Mã tiêu biểu: MBB, VIB.

- Tín dụng đang tăng trưởng chậm lại và sẽ tiếp tục chậm lại trong các năm tiếp theo. Hệ quả là áp lực tăng huy động nhiều về giai đoạn cuối năm sẽ không cao như các năm trước, tuy nhiên, vẫn có ở một số ngân hàng bán lẻ do yêu cầu phải điều chỉnh cơ cấu kỳ hạn. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 14% cả năm 2019 sẽ gặp đôi chút khó khăn do ảnh hưởng bởi yếu tố vốn tại CTG.
- NIM nhiều khả năng tiếp tục mở rộng ở nhóm NHTMCP tư nhân, thu nhập ngoài lãi tiếp tục tăng trưởng tốt với sự quyết liệt của các ngân hàng ở mảng thanh toán và bảo hiểm. Ngoài ra, chỉ chí hoạt động còn nhiều dư địa cải thiện và chi phí tín dụng được kiểm soát tốt nhờ chất lượng tài sản chưa có dấu hiệu yếu đi. Do đó, lợi nhuận nhóm ngân hàng vẫn sẽ tăng trưởng khá tốt trong năm 2019, đảm bảo mục tiêu của từng ngân hàng.
- Mặt bằng định giá P/B nhìn chung khá ổn định trong năm 2019. Do đó, trong điều kiện các yếu tố vĩ mô được duy trì ổn định, ngân hàng nào có kết quả kinh doanh tốt và bền vững sẽ là cơ hội đầu tư tốt trong giai đoạn sắp tới.
- MBB và VIB là 2 top picks hiện tại của KBSV. Trong khi MBB tiếp tục là một ngân hàng an toàn với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận bền vững trong dài hạn và khả năng sinh lời tốt, thì VIB là một cơ sở có nhiều rủi ro hơn do một số vấn đề về việc cân bằng cơ cấu kỳ hạn tài sản và nợ.

VI. Bán lẻ – Tích cực – Mã tiêu biểu: MWG, PNJ.

- Thị trường bán lẻ Việt Nam có nhiều tiềm năng do quy mô dân số lớn (hơn 90 triệu người), cơ cấu dân số trẻ (60% dân số ở độ tuổi từ 18-50), dự báo chi tiêu hộ gia đình tăng với tốc độ trung bình 11.9% trong giai đoạn 2019-2023 (theo nghiên cứu của BMI), trong khi tỷ lệ bao phủ của hệ thống bán lẻ hiện đại của Việt Nam thấp hơn nhiều nước trong khu vực. Theo Tổng cục thống kê, trong 9 tháng đầu năm 2019, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt trên 3.6 triệu tỷ đồng, tăng 11.6% YoY, trong đó doanh số bán lẻ tăng 12.6% so với cùng kỳ năm trước. Theo nhóm hàng: vật phẩm văn hóa, giáo dục (+17.4%), thực phẩm (+15.4%), hàng gia dụng (+13%), hàng may mặc (+12%), phương tiện đi lại (+10.2%) là các nhóm hàng tăng trưởng cao nhất.
- Chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) của Việt Nam tăng vọt lên mức đỉnh trong Q1/2019 với 129 điểm phần trăm (pp) và giảm nhẹ ở Q2/2019 về 123 pp theo số liệu thống kê của The Conference Board hợp tác cùng Nielsen. Trong quý 1 năm 2019, Việt Nam đã trở thành quốc gia lạc quan thứ 3 trên toàn cầu. Sự tăng trưởng mạnh mẽ này là tác động của sự lạc quan đối với cơ hội việc làm và tài chính cá nhân, cũng như mức độ sẵn sàng chi tiêu của người Việt Nam. Sức mua tiêu dùng tăng cao, lượng cung hàng hóa trên thị trường dồi dào, đáp ứng đầy đủ, kịp thời cho nhu cầu sản xuất và tiêu dùng. Thị trường tiêu thụ được mở rộng, đa dạng hóa các hình thức khuyến mại góp phần làm sôi động thị trường trong những tháng đầu năm. Các cửa hàng tiện lợi/minimart là lựa chọn mua sắm ưa thích của phần lớn người tiêu dùng Việt nhờ sự thuận tiện và giá cả cạnh tranh.
- Thị trường bán lẻ ở Việt Nam càng ngày càng cạnh tranh gay gắt và thị phần tập trung chủ yếu vào các công ty đầu ngành như MWG hay Vinmart của Vingroup. Những doanh nghiệp chiếm thị phần lớn trong ngành có lợi thế về mặt bằng, khả năng mở rộng mạng lưới nhanh chóng và danh mục sản phẩm đa dạng, phù hợp thị hiếu người tiêu dùng.

Phòng Phân tích doanh nghiệp

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 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 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

Website: www.kbsec.com.vn