

Công ty cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công Thương Việt Nam (VietinBank Securities) tổ chức hội thảo “**Thị trường Chứng khoán Việt Nam 2019: Góc nhìn vĩ mô và triển vọng lợi nhuận doanh nghiệp**”:

Thời gian: 15h30, thứ ba, ngày 07/05/2019.

Địa điểm: Hội trường lớn VietinBank chi nhánh Hoàn Kiếm - tầng 2 tòa nhà Hồng Hà Center - 37 Ngô Quyền - Hoàn Kiếm - Hà Nội

Hiện đã có hơn 100 quý NĐT và phóng viên báo chí đến tham dự và đưa tin hội thảo.

Đến tham dự hội thảo ngày hôm nay, xin trân trọng giới thiệu:

Về phía Công ty Cổ Phần Chứng khoán Ngân hàng Công Thương Việt Nam, trân trọng giới thiệu:

- Ông Khổng Phan Đức – Tổng Giám Đốc
- Ông Nguyễn Minh Giang - Ủy viên HĐQT
- Ông Thái Hoàng Long – Phó Tổng Giám Đốc, kiêm Giám Đốc Chi nhánh TP.HCM.

Đặc biệt, hội thảo còn có sự góp mặt của các vị khách quý, xin giới thiệu:

- PGS.TS. Nguyễn Đức Thành – Viện trưởng Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách
- Ông Nguyễn Quang Thuân – Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc FiinGroup
- Ông Đào Phúc Tường – Giám đốc Đầu tư Công ty Quản lý quỹ APS (Singapore)



Mở đầu buổi hội thảo, Ông Thái Hoàng Long - Phó Tổng Giám đốc kiêm Giám đốc chi nhánh TP.HCM - Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công Thương Việt Nam đại diện cho lãnh đạo Công ty có bài phát biểu về mục đích buổi hội thảo.

Ông cho biết thời gian qua có rất nhiều biến động của thị trường chứng khoán và nền kinh tế vĩ mô. Nhà đầu tư đã rất hồ hởi khi lãi suất giảm nhưng lại lo lắng khi lạm phát tăng, nợ xấu tăng. Bên cạnh đó, chúng ta vẫn đang phải đối diện với nhiều vấn đề bất ngờ như sự kiện Brexit, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Tất cả những vấn đề đó đang vẽ ra một bức tranh rất nhiều màu sắc của kinh tế vĩ mô không chỉ của Việt Nam mà còn của các nước trong khu vực và trên thế giới. Ông cho rằng, tất cả các nhà đầu tư đều đang rất băn khoăn với tình hình kinh tế vĩ mô thế giới như vậy sẽ tác động như thế nào đến nền kinh tế Việt Nam, sẽ phản ánh như thế nào vào lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết, qua đó, tác động lên thị trường chứng khoán ra sao. Với mong muốn được đồng hành cùng với nhà đầu tư và các khách hàng, hôm nay, CTCK Công thương xin được tổ chức buổi hội thảo này nhằm cung cấp những góc nhìn, quan điểm đa chiều về bức tranh kinh tế vĩ mô trong hiện tại và thời gian tới. Đồng thời, cũng chia sẻ đến nhà đầu tư những con số cụ thể về KQKD của các doanh nghiệp trong thời gian qua cũng như dự báo cho thời gian tới. CTCK Công thương hi vọng rằng những thông tin được truyền tải đến cho nhà đầu tư trong buổi hội thảo hôm nay sẽ hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian tới.

## BÀI PHÁT BIỂU

### Ông Nguyễn Đức Thành

**Kinh tế thế giới** tiếp tục đối mặt với nhiều nguy cơ bất ổn trong năm 2019. Thị trường hàng hóa, giá dầu có xu hướng đi lên nhưng khó dự đoán do ảnh hưởng nhiều yếu tố chính trị. Trong khi đó liên quan đến Việt Nam, giá gạo tiếp tục giảm mạnh do nguồn cung trên thị trường dồi dào.

**Kinh tế Mỹ** Tăng trưởng đóng góp lớn góp cắt giảm thuế 1.5 nghìn tỷ và chương trình mở rộng chi tiêu mở rộng chi tiêu chính phủ. Do đó, Mỹ dự kiến tăng trưởng 2.1% trong năm 2019. Về lãi suất, FED quyết định ngừng nâng lãi suất, sẽ duy trì ở mức 2.5%. Các điều kiện vĩ mô này khá tốt, thậm chí tốt một cách bất thường nên nhiều người lo ngại sẽ diễn ra khủng hoảng.

**Châu Âu:** Kinh tế giảm tốc tương đối mạnh EU23 và EA19 tăng trưởng 1.13% và 1.44% (yoy) trong năm 2016. Mức lãi suất cơ bản của NHTW châu Âu ECB hiện đang ở mức rất thấp. Tỷ lệ thất nghiệp thấp nhất trong 12 năm qua chỉ còn 6.5% trong khi lạm phát đang có xu hướng giảm nhẹ so với quý IV.2018. Trong đó nổi cộm lên là Kinh tế Anh tăng trưởng bất ổn trong năm 2018 do Brexit đã gây ra áp lực đầu tư lên quốc gia này. Đầu năm 2019, đồng bảng Anh suy yếu so với USD do lo ngại về đàm phán Brexit kéo dài. Qua đó những thách thức ở châu Âu tập trung vào Brexit, căng thẳng thương mại, lo ngại về tài khóa, nợ công, chủ nghĩa dân túy. Tất cả điều này tạo nên sự suy yếu, thiếu đoàn kết trong EU.

**Nhật Bản:** Tăng trưởng giảm do ảnh hưởng từ cuộc chiến thương mại, dự báo tăng trưởng năm 2019 chỉ đạt 1.3%. Trong đó tăng trưởng sản xuất công nghiệp và chỉ số bán lẻ tăng nhẹ. Tỷ lệ thất nghiệp trong 2 tháng đầu năm duy trì ở mức 2.3%. Các biến số vĩ mô khác lạm phát tiếp tục giảm khiến cho mục tiêu 2% là xa vời.

**Trung Quốc:** Kinh tế tăng trưởng rất thấp kể từ khi cải cách một phần do căng thẳng thương mại với Mỹ. Đầu tư tư nhân tại nước này, tăng trưởng công nghiệp giảm mạnh, chỉ số PMI tiếp tục giảm mạnh dưới mức 50 điểm, báo hiệu sự thu hẹp hoạt động kinh tế. Về CSTT, Trung Quốc tiếp tục hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc để nói lỏng tỷ giá. Dự trữ ngoại hối tăng nhẹ trong quý cho thấy có sự chủ động trong điều hành tỷ giá. Hiện Trung Quốc đã trở thành bạn hàng đứng thứ 3 của Việt Nam. Trung Quốc có vấn đề gì ta cũng giảm nhập khẩu. Chiến tranh thương mại thời gian vừa rồi, Mỹ tăng nhập khẩu từ Việt Nam hơn một chút. Lượng giảm nhập khẩu từ phía Trung Quốc lại nhiều hơn. Tổng cầu Trung Quốc nâng một chút ảnh hưởng rất lớn đến nhập khẩu từ Việt Nam.

**Việt Nam:** đang trong chu kỳ tăng trưởng dần dần, rất chậm so với các nước khác. Nhưng xu hướng chung là tăng dần. Môi trường ngày càng cạnh tranh. Đặc biệt khi VN gia nhập các hiệp định thương mại, chuyển từ sản xuất sang dịch vụ rất nhiều.

- Lạm phát trong những năm gần đây được điều hành chặt chẽ, mục tiêu duy trì ở mức ~2%. Có một sự nổi tiền tệ trong âm thầm, có liên quan đến chu kỳ chính trị.
- Cán cân thương mại: bớt thâm hụt khủng khiếp như trước đây. Nước mà ta bị thâm hụt nhiều nhất là Hàn Quốc chứ không phải Trung Quốc. TQ là thị trường NK lớn nhất, sau đó là Hàn Quốc.
- Tỷ giá, tiền tệ không có nhiều thay đổi. Xu hướng hiện tại là giảm giá. Lãi suất liên ngân hàng cũng cao hơn so với cùng kỳ -> vốn ko dồi dào, tương ứng với việc thắt chặt an toàn tín dụng thời gian gần đây.
- Vàng: trong nước tương đối ổn định.

Ông Thành vừa đi qua góc nhìn chung của thị trường.

**Triển vọng kinh tế 2019:** tiềm năng tăng trưởng còn nhiều thông qua việc tham gia các hiệp định thương mại tự do. VN sẽ được hưởng lợi nhiều hơn tuy nhiên thị trường NK vào sẽ có cạnh tranh khốc liệt hơn.

Dự báo: Q1 tăng trưởng 6.79 – lạm phát 2.63; Q2 (6.32 ; 2.78); Q3 (6.94 ; 3.26); Q4 (7.16 ; 4.20)

Rủi ro tiềm tàng: lạm phát

Phải thu hẹp dần tín dụng -> lãi suất tăng-> giá tài sản tài chính đảo chiều với cái đó.

Cuộc chiến mĩ trung nếu suôn sẻ sẽ tạo ra nền tảng/cú hích cho doanh nghiệp VN. Ngược lại, VN và các nước nhỏ xung quanh có thể gặp nhiều khó khăn. Câu hỏi rằng cuộc chiến này là ngắn hạn hay lâu dài? Là dọa nhau lấy uy thế hay là cuộc chiến sống mái để chứng tỏ vị thế của mình? Nếu chỉ đơn giản là thuyết trọng thương của ông Trump để lấy lại uy tín của Mĩ -> chọn chiến lược (chính trị) để đi cùng các nước trong khu vực.

(Slide:

- Sự chuyển dịch của dòng FDI vào VN nhằm tận dụng cơ hội từ CPTPP, EVFTA, và căng thẳng thương mại Mỹ - Trung tạo nhiều cơ hội tăng trưởng của VN.
- Cần ứng xử với FDI bình đẳng hơn với DN tổng nước; quan tâm hơn tới vấn đề môi trường và quản lý lao động liên quan đến FDI.
- VN nên tập trung vào các chính sách tài khóa, tiền tệ và tỷ giá để đối mặt với bất ổn kinh tế th: (1) điều hành tỷ giá linh hoạt; (2) giữ lãi suất ổn định; (3) hạ thấp đòn bẩy và lành mạnh hóa hệ thống ngân hàng; (4) từng bước xây dựng “đệm tài khóa” thông qua việc tinh giản bộ máy nhà nước và cắt giảm chi tiêu thường xuyên).

## **Ông Nguyễn Quang Thuần: tổng kết KQKD quý I các doanh nghiệp**

Ông Thuần có đặt 2 câu hỏi cho những người tham dự.

(1) Triển vọng Ln doanh nghiệp năm 2019 là tốt hay xấu? 20% tốt

(2) QI vừa rồi là tốt hay xấu? 5% tốt.

Ông Thuần sẽ tập trung đi sâu hơn vào việc giải thích nguyên nhân tại sao nhà đầu tư lại bị quan về triển vọng doanh nghiệp 2019 dựa trên kết quả kinh doanh đã được công bố của quý I.2019. Như kết quả cho thấy, tình hình kinh doanh quý I của các doanh nghiệp khá bê bối, đặc biệt là ngành BĐS, ngoại trừ ngân hàng. Dự báo triển vọng 2019 vẫn rất là tốt. Số liệu thống kê 880 doanh nghiệp (vốn hóa chiếm 80% thị trường, đã loại bỏ các doanh nghiệp vốn hóa lớn) cho thấy lãnh đạo các doanh nghiệp vẫn tự tin với kế hoạch lợi nhuận khoảng 8.5%. Riêng các CTCK, theo như ông Thuần tổng hợp, trong 6 tháng vừa qua tăng trưởng khoảng 14.5%. VN30 cao hơn một chút do các doanh nghiệp vẫn hoạt động khá là tốt.

## 1. Diễn biến tình hình lợi nhuận hết Q1.2019

### ***Các chỉ số lợi nhuận của khối doanh nghiệp đang đi xuống mạnh***

- Trong quý I.2019, tăng trưởng lợi nhuận và lợi nhuận hoạt động (Net profit growth và EBIT growth) đều suy giảm so với cùng kỳ năm trước đó, dựa trên số liệu của 878 doanh nghiệp, không tính ngân hàng và bảo hiểm, chiếm 76% vốn hóa cả thị trường.
- Ở góc độ vĩ mô, sức khỏe doanh nghiệp là khá bết bát. Câu hỏi đặt ra là trong 3 quý còn lại của năm, kết quả kinh doanh liệu có duy trì được không để đạt được kế hoạch đã đặt ra.
- Dữ liệu lịch sử cho thấy lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp khá là bấp bênh, không như chỉ số về doanh thu.
- Trong thời gian gần đây không có giao dịch mua bán sáp nhập nào mới.
- Ông Thuần cho rằng sức khỏe doanh nghiệp đang từng bước suy giảm.

### ***Doanh thu vẫn duy trì tăng nhẹ và EBITDA tăng trưởng giảm***

- **Doanh thu:** về cơ bản vẫn đảm bảo tốc độ tăng trưởng 5%. Đối với Việt Nam như vậy là quá thấp, chỉ cao hơn lạm phát một chút. Tức là sản lượng không tăng, hỗ trợ cho quan điểm là sức khỏe của doanh nghiệp đang đi xuống.
- **EBITDA:** đo tốt hơn sức khỏe doanh nghiệp về mặt lợi nhuận tương đương tiền, cũng đang suy giảm. Đối với ông Thuần, chỉ số này quan trọng hơn các chỉ số trên.

### ***Ngành nào tăng trưởng tốt trong quý I.2019?***

- **Ô tô và phụ tùng:** Trong quý I, kết quả kinh doanh cho thấy sự phục hồi của ngành ô tô và phụ tùng. Trong khi sản lượng của Trung Quốc năm vừa rồi suy giảm thì Việt Nam lại tăng trưởng khoảng 27%. Trong 9 doanh nghiệp công bố số liệu (Savico, HAX, City Auto,...) đều có sự cải thiện về lợi nhuận.
- **Dầu khí:** chủ yếu là phân khúc ăn theo giá xăng có kết quả khá tốt (Petrolimex). Còn các phân khúc khác vẫn còn khá khó khăn.
- **Ngành hàng tiêu dùng** cũng vẫn tăng trưởng tốt.
- Chỉ có BĐS, hóa chất, dịch vụ tài chính (công ty chứng khoán và quỹ), tài nguyên và dược phẩm đi xuống. Dược phẩm gây bất ngờ vì theo như dữ liệu lịch sử được theo dõi qua các thời kỳ khủng hoảng thì vẫn tăng trưởng khá tốt.

### ***Ngành Bất động sản – kết quả kinh doanh đi xuống mạnh!***

- Bất động sản: kết quả kinh doanh đi xuống mạnh. Doanh thu và các chỉ số quan trọng về LN của 81 DN ngành BĐS đều suy giảm trong quý I.2019. DT tăng trưởng -11%, LNR -13%, EBIT -42%.
- 3 nguyên nhân chính: (1) chính sách siết tín dụng; (2) giá đất; (3) chu kỳ/sản lượng bán hàng của DN BĐS.
- Tất nhiên vẫn tùy thuộc từng phân khúc và từng doanh nghiệp. Đặc biệt VHM chiếm tỷ trọng lớn và có kết quả kinh doanh suy giảm mạnh trong quý I.

### ***Ngành Bất động sản – EBITDA cũng suy giảm rất mạnh!***

- EBITDA giảm 1/3 (-28.3%) trong khi đó đòn bẩy D/E tăng thêm 1 chút. Trong 80 doanh nghiệp ngành BĐS, bình quân 1 đồng VCSH vay 1.5 đồng. Nếu đà này tiếp tục chắc chắn sẽ xuất hiện nợ xấu trong ngành BĐS, chắc chắn sẽ có ảnh hưởng tới các công ty chứng khoán và ngân hàng.

### ***Ngành Bất động sản – không tính Vinhomes***

- Sau khi tách VHM thì LNR các đơn vị nhỏ (80 doanh nghiệp còn lại) vẫn tăng trưởng tốt trong quý I (24.5%) nhờ sự cải thiện lợi nhuận của SDI, HDG, NVL, NLG. Do đó, ông Thuần cho rằng đó có thể vẫn là dấu hiệu tốt nhưng vẫn cần theo dõi thêm.

#### ***Ngành ngân hàng – tăng trưởng tín dụng đang giảm tốc***

- Về ngân hàng bán lẻ, câu chuyện xoay quanh 3 vấn đề chính: (1) doanh thu từ bán lẻ (trong đó có tài chính tiêu dùng) + (2) doanh thu từ phí dịch vụ trong đó có bán chéo bảo hiểm + (3) thu từ đầu tư CK trong đó có TPCP. Ngân hàng bán lẻ 3 năm nay vẫn như vậy với tốc độ tăng trưởng chung suy giảm (22.5% năm 2018). Những ngân hàng đẩy mạnh cho vay cá nhân vẫn duy trì được lợi nhuận tốt, đặc biệt là những ngân hàng mới niêm yết như Techcombank, VIB, VPBank, ACB, Tpbank.
- Dư nợ tín dụng cá nhân cũng giảm tốc sau thời gian tăng mạnh cùng với tín dụng tiêu dùng (bao gồm cả cho vay mua nhà và cho vay mua ô tô).

#### ***Ngành ngân hàng – lợi nhuận vẫn đến từ dịch vụ***

- Tuy câu chuyện 2018 chủ yếu là về phí, nhưng năm nay lại chỉ còn một nửa hoặc không còn nữa. Nhưng các ngân hàng vẫn tăng trưởng được với kết quả kinh doanh quý I.2019 khá tích cực, tuy nhiên lại từ tín dụng và bán lẻ, một phần từ phí, trong khi hoạt động đầu tư CK lại suy giảm mạnh.
- NIM bình quân vẫn khá tốt (~3%), tăng trưởng nhẹ so với 2017, với số liệu lấy từ khoảng 25/30 ngân hàng. Tuy nhiên, ông Thuần nhận định cho vay bán lẻ sẽ giảm. Q1 tăng trưởng vẫn tốt, LNR của 17 ngân hàng tăng 12% yoy, đặc biệt như VCB, MBB, Sacombank. VPbank và Eximbank suy giảm LN trong quý I, chủ yếu do cho vay tài chính tiêu dùng đã hạ cánh mềm.

#### ***Ngành ngân hàng: lợi tức trái phiếu CP sẽ là yếu tố ảnh hưởng lớn***

- Ông Thuần đặt câu hỏi tại sao năm vừa rồi các ngân hàng lo về chứng khoán khá là nhiều. Hầu hết các ngân hàng Việt Nam đầu tư vào TPCP là chính. Trong năm vừa rồi, tăng trưởng dịch vụ, tín dụng, và phí tốt nhưng đầu tư chứng khoán, đặc biệt là TPCP hầu hết lại tăng trưởng âm. Lợi tức TPCP sẽ là yếu tố ảnh hưởng lớn.
- TPDN cũng bắt đầu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu đầu tư của các ngân hàng, ~14%.

#### ***Tín dụng BĐS - ảnh hưởng không chỉ ngành BĐS và chính là nguồn thu lãi của ngân hàng sẽ giảm.***

- Tín dụng cho Developers và Home Buyers tăng trưởng mạnh trong năm qua gần như gấp đôi. Tổng dư nợ BĐS, bao gồm cả cho vay chủ đầu tư và khách mua nhà, hiện khoảng 23% tổng dư nợ toàn hệ thống. NHNN đang có các động thái để kiểm soát sự nóng lên của phân khúc cho vay này.
- Dư nợ tín dụng BĐS cho vay chủ đầu tư và người mua nhà đều tăng trưởng mạnh về quy mô và tốc độ. Trong năm 2018, cho vay người mua nhà đã tăng 35% trong môi trường lãi suất tương đối ổn định. Cùng lúc, dư nợ cho vay chủ đầu tư đã tăng gấp đôi.
- Đối diện sự tăng trưởng nóng của phân khúc cho vay này, NHNN đã dự thảo Thông tư 36 trong đó:
  - + đề xuất áp dụng hệ số rủi ro 150% cho khoản cho vay cá nhân phục vụ nhu cầu đời sống có số dư nợ gốc từ 3 tỷ đồng trở lên;
  - + thông tư này dự kiến sẽ ảnh hưởng lớn đến khối Ngân hàng bán lẻ, cụ thể là mảng tín dụng tiêu dùng cho vay mua nhà. Với tâm lý ngân hàng cần phải đảm bảo các chỉ số an toàn, các ngân hàng

hiện đang có dự nợ lớn cho vay mua nhà ở sẽ phải có biện pháp thắt chặt khi Dự thảo được thông qua;

+ ngoài ra, việc sửa đổi định nghĩa Kinh doanh BĐS bổ sung việc xây dựng cũng khiến cho việc báo cáo về dự nợ kinh doanh BĐS sát hơn với thực tế và luật kinh doanh BĐS.

## **2. Dự báo triển vọng LN 2019:** không phải dự báo của Fiinpro mà là tổng hợp dự báo của các CTCK và kế hoạch của các DN qua mùa ĐHCĐ vừa qua.

- EPS cuối năm vẫn tăng trưởng ở mức 14% (của 850 doanh nghiệp, không tính ngân hàng và bảo hiểm, chiếm 90% tổng vốn hóa), đến từ các doanh nghiệp lớn là chính.
- Riêng VN30 dự kiến có tăng trưởng EPS ở mức 8.5% (theo kế hoạch của DN) và 17.7% theo dự báo của các CTCK. Theo kinh nghiệm của Fiingroup thì con số thực tế sẽ rơi vào khoảng giữa 2 số liệu này. Nguyên do là kế hoạch mà các DN đặt ra thì hầu hết đều đạt được, và sẽ rơi vào khoảng 10-12% nhưng sẽ không đạt tới con số mà các CTCK dự báo (nguyên do đến từ khả năng tiệm cận thông tin của các CTCK).
- Ngoại trừ VCB và TPB, các ngân hàng khác đều khá tự tin trong đó có CTG.
- BĐS: chỉ có VHM được dự báo sẽ tăng mặc dù quý I giảm rất mạnh.

## **3. Định giá TTCK**

- Hiện TTCK VN đang được định giá ở mức 15.87% (dựa trên lợi nhuận quý gần nhất) và nếu các DN đạt mức tăng trưởng LN 14.5% thì P/E kế hoạch 2019 là 13.86x.

## **4. Lợi nhuận và giá CK**

- Về cơ bản là không có mối tương quan nào giữa lợi nhuận của doanh nghiệp và giá của chứng khoán. Do đó, khi có các dự báo rằng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ suy giảm thì không có nghĩa là giá của CK sẽ suy giảm.
- Do đó, việc đánh giá và theo dõi các yếu tố khác cũng như duy trì một chiến lược đầu tư/lựa chọn nhóm cổ phiếu phù hợp sẽ quyết định hiệu quả đầu tư.
- Số liệu còn chỉ ra rằng chỉ số VN-Index có mối quan hệ tương quan rất lớn so với diễn biến dòng tiền nước ngoài. Đặc biệt khi dòng tiền đổ vào càng lớn thì chỉ số VN-Index cũng tăng rất mạnh. Nếu việc VN được nâng hạng thị trường thì có thể VN-Index sẽ tăng. Do đó, nếu lợi nhuận sụt giảm thì cũng chưa cần thiết phải quá lo lắng khủng hoảng, mà có thể sẽ có rất nhiều cơ hội tốt.

Để kết thúc phần trình bày của mình, ông Thuần tổng kết lại 5 luận điểm chính:

- (1) Kết quả hoạt động và lợi nhuận của DN niêm yết nói chung có dấu hiệu giảm sút trong quý I.2019, đặc biệt là nhóm cổ phiếu quy mô vừa và nhỏ.
- (2) Trong đó đặc biệt là ngành BĐS, các chỉ số LN và sức khỏe DN đều đi xuống trong bối cảnh (i) các chính sách siết tín dụng cho ngành ngày; (ii) các chính sách liên quan như giá thuê đất; (iii) và chu kỳ/sản lượng bán hàng của ngành BĐS. Nếu tốc độ này tiếp tục duy trì, chắc chắn sẽ có nợ xấu diễn ra mạnh trong ngành BĐS.
- (3) Riêng ngành Ngân hàng thì kết quả quý I.2019 vẫn tăng trưởng ấn tượng (LNR 17 ngân hàng tăng 12%) mặc dù tăng trưởng tín dụng không cao như các kỳ trước. Nguồn thu chủ yếu từ tăng trưởng thu lãi cho vay và dịch vụ trong khi lãi đầu tư CK giảm mạnh. Q2 và Q3 kết quả này còn duy trì được tiếp không là một câu hỏi lớn. Đặc biệt, lợi tức TPCP có ảnh hưởng rất lớn đến lợi nhuận của các ngân hàng là một yếu tố cần được đặc biệt quan tâm khi đánh giá các ngân hàng.

- (4) Tuy nhiên, triển vọng lợi nhuận theo kế hoạch kinh doanh của các DN và theo dự báo của các CTCK thì vẫn có tín hiệu tốt với dự kiến tăng trưởng EPS khoản 14.5% năm 2019 và chủ yếu đến từ các DN đầu ngành, lớn.
- (5) Theo dữ liệu lịch sử, tăng trưởng hay sụt giảm LN hay hiệu quả hoạt động của DN về cơ bản trong ngắn hạn (hàng quý) không ảnh hưởng lớn đến chỉ số CK. Do đó, việc đánh giá và theo dõi các yếu tố khác cũng như duy trì một chiến lược đầu tư/lựa chọn nhóm CP phù hợp sẽ quyết định đến hiệu quả đầu tư của quý vị.

### **Ông Đào Tuấn Trung**

- Về Kinh tế thế giới, IMF hạ dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới 2019 từ 3.5% xuống còn 3.1%
- Về Kinh tế Việt Nam nổi lên một điểm sáng do các nhà điều hành có đủ công cụ để điều hành kinh tế vĩ mô tăng trưởng ổn định, đồng Việt Nam đã không còn mất giá mạnh so với các nước. Về tiêu dùng, giá nhóm hàng điện vừa rồi tăng trung bình 8.36% tuy nhiên chỉ chiếm 3.5% trong rổ tính CPI của VN -> tăng ~ 0.3%.
- **TTCK VN sẽ diễn biến tích cực trong 2019:** VNI đã tăng gần 10% trong đó điện nước xăng dầu khí đốt. Tăng trưởng từ đâu? KTVM ổn định, các NĐTNN trả cho ta mức premium cao hơn -> dòng tiền qua ETF trong quý 1 rất mạnh. Tổng dòng tiền ngoại vào TTCK VN ~ 5,166 tỷ, trong đó 85% là vào các quỹ ETF.
- TTCK được hỗ trợ bởi dòng tiền nội tích cực khi cung tiền M2 tăng trưởng nhanh hơn tín dụng.
- Tỷ suất sinh lời của kênh đầu tư ck liệu có hấp dẫn ko? Earning yield 6.1% so với lãi suất ngân hàng ở mức trung bình 6.5% -> ko hấp dẫn. Dẫn đến một kỳ vọng khi triển vọng nâng hạng thị trường liệu có khả quan và rõ ràng ko?
- Ngân hàng: Cơ cấu tăng trưởng lợi nhuận đầu đó ~ 14.1%. Lý do có thể từ các khoản hoàn nhập dự phòng đã giảm trong năm 2019. Các khoản thu nhập khác từ mua bán cty con, BĐS, ... sẽ ko còn đóng góp nhiều trong cơ cấu LN của các ngân hàng.
- BĐS: tổng LN tăng trưởng BĐS, VLXD đạt 8.15%, giảm so với 2018.
- Dầu khí: kỳ vọng về các dự án có thể triển khai cuối 2019 và đầu 2020 (Nam Côn Sơn 2, giá dầu tăng hơn 20% trong Q1) tạo performance khá tốt cho ngành DK. Bỏ qua các DN trên HNX (PVS), UpCom (BSR) -> 7.51% tăng trưởng LN toàn sàn HOSE.

CTS có đưa ra mô hình định lượng dự báo VN-Index rơi vào 920 – 950 điểm trong năm 2019. Bức tranh TTCK VN trong năm 2019 không phải một màu hồng hay xám. Đó là một màu trung tính. Tất cả phụ thuộc vào khả năng lựa chọn cổ phiếu và quản trị rủi ro của NĐT.

### **TỌA ĐÀM**

Tiếp theo chương trình, hội thảo diễn ra sôi nổi với phần tọa đàm trao đổi trực tiếp giữa các chuyên gia về thị trường BĐS năm 2019 và phần đặt câu hỏi trực tiếp từ NĐT có mặt.

#### **Câu 1. Liệu trong tương lai VN và Euro có bị áp chiến tranh thương mại như TQ không?**

##### **Ông Nguyễn Đức Thành**

Với Châu Âu chắc không có vấn đề gì lớn. Vì đang ký các HĐTMTD: mình được hưởng lợi. Với Mỹ chưa có những đàm phán thương mại như vậy với nhau. Trước suýt có TPP thời Obama nhưng Trump lại bác bỏ. Thế nhưng việc Trump áp thuế lên TQ với lý do rất là sâu do TQ có vị thế rất là lớn. Về cơ bản là sẽ không có sự áp chiến tranh như vậy với VN. VN không cần quá lo ngại về việc đó.

**Câu 2. Động lực tăng trưởng chính cho kinh tế Việt Nam cho năm 2019 và nhóm ngành nào sẽ là outperform.**

**Ông Đào Phúc Tường**

Khi ông theo dõi các số liệu kinh tế của Việt Nam, có 1 điểm đặc thù nổi lên là năm sau luôn cao hơn năm trước. Nếu nhìn theo yếu tố đó thì năm nay cũng sẽ tăng trưởng. Năm ngoái tăng nhờ sự đi vào hoạt động của các dự án lớn như Bình Sơn, Nghi Sơn. Năm nay các dự án lớn không còn nữa. Tăng trưởng GDP giống như tăng trưởng của DN. Nếu đưa nhà máy mới vào sản xuất thì DT tăng, LN tăng hay ko thì chưa biết. Năm nay các dự án lớn không còn nữa nên chắc chắn tăng trưởng sẽ chậm lại. Nếu nhìn GDP tăng trưởng đầu năm nay thì có 2 ngành giúp tốc độ tăng trưởng tốt hơn là khai khoáng. Trong đó có dầu khí, ko có tăng trưởng nhưng tốc độ giảm chậm hơn năm ngoái. Còn các ngành khác đều tăng trưởng chậm hơn so với năm ngoái. GDP ko tách riêng đc DN trong nước và nc ngoài. Tăng trưởng XK của các FDI đầu năm nay là rất tệ. Trong đó khối ngành hitech, tăng trưởng 15-6% so với 50% của Q1 năm ngoái. Khối DN Hàn Quốc nếu Q2 và Q3 vẫn như quý 1 thì chắc chắn sẽ giảm tốc. Xuất siêu tác động trực tiếp lên GDP.

Ngành nào sẽ tăng trưởng? Nếu chỉ nhìn vào các Công ty niêm yết trên sàn thì may chăng còn ngân hàng, mặc dù tốc độ tăng trưởng chậm hơn rất nhiều so với năm ngoái. Theo ông các con số kế hoạch của các doanh nghiệp vẫn còn là tích cực. Q2 doanh thu tiếp tục tăng trưởng giảm. Và tiếp tục trong Q3.

Trong bối cảnh giảm tốc thì câu chuyện sẽ là chọn cổ phiếu nào.

**Câu 3. Performance của cổ phiếu nào sẽ là tốt nhất trong năm 2019?**

**Ông Nguyễn Quang Thuận**

Không thể trả lời.

**Ông Đào Phúc Tường**

Tiêu chí để lựa chọn hiện tại là việc Việt Nam liệu có được nâng hạng thị trường hay không. Và đây là bài toán đầu cơ, không còn là bài toán đầu tư nữa. CK VN đang đắt hơn CK của khu vực. P/E Thái Lan cao hơn vì lãi suất thấp hơn. Cách ông lựa chọn cp: p/e 12x và tăng trưởng ln 2019 ko lớn hơn được 12% thì bỏ. Tại sao? NĐT thường trả giá cao hơn cho những cổ phiếu trên đà tăng trưởng -> chắc chắn sẽ outperform. Nếu lọc như vậy sẽ có khoảng 200 cp như vậy trên sàn để giải ngân.

**Câu 4. Ông Long có một câu hỏi đối với ông Thành dưới góc độ một nhà nghiên cứu kinh tế. Theo quan điểm của anh, diễn biến chính sách tiền tệ của VN từ nay đến cuối năm sẽ ra sao để có thể đối phó với những cú sốc có thể xảy ra trong thời gian tới.**

**Ông Nguyễn Đức Thành**

Điều hành tiền tệ không còn êm đẹp như năm ngoái. Sự tăng giá của giá điện sắp tới sẽ lan tỏa giá tiêu dùng và các giá khác. Kỳ vọng về lạm phát là có. Do đó phải thắt chặt chính sách tiền tệ. Mà đầu tiên là thắt chặt tín dụng. Nhưng sẽ không thắt đột ngột. Những ngành nào tín dụng đang dễ dãi trước đây sẽ bị ảnh hưởng trước. Chính sách tiền tệ hiện đang bị theo dõi nên sẽ có những điều chỉnh nhưng chúng ta chưa thể biết được là vào lúc nào. Do đó nhà đầu tư cần hiểu rõ về việc điều hành vĩ mô và chính sách tiền tệ để cân nhắc việc đầu tư.

**Ông Thái Hoàng Long**



Sự hỗ trợ của dòng vốn nước ngoài sẽ hạn chế. Theo tôi VNI khó mà tăng mạnh. Nhưng là một người lạc quan, thì trong khó khăn vẫn có cơ hội, thậm chí còn lợi hơn. Đó là có thể mua tài sản với giá rẻ. VD như ngành xi măng, thủy sản, nước. NĐT cần bỏ công sức để tìm tòi hơn.

### **Ông Đào Phúc Tường**

Ngành điện. HDG, Sao Mai An giang, bamboo... với các dự án điện mặt trời, nếu có thể đấu nối với hệ thống điện quốc gia của EVN trước tháng 6 để hưởng tariff... sẽ rất là lợi.

### **Câu 5. Có rất nhiều yếu tố ảnh hưởng đến việc điều hành tỷ giá tại VN, trong đó có 2 trọng số là chính sách điều hành lãi suất của Mỹ và biến động của NĐT so với USD. Ảnh hưởng của từng trọng số này lên tỷ giá là ntn?**

#### **Ông Nguyễn Đức Thành**

Khi điều hành sẽ nhìn vào trọng số tỷ giá của từng loại tiền tệ. Ở VN, đồng NĐT ngày càng có ảnh hưởng. Như năm ngoái, khi CTTM công bố, đồng NĐT mất giá khá nhiều, và ta có động thái phải giảm giá đồng VND (tương ứng giá USD tăng lên). Bởi vì thương mại Việt - Trung của mình ngày càng mạnh lên. Bản thân đồng NĐT neo vào đồng USD, nếu ko có gì xảy ra mà yếu tố địa phương của VN mới ảnh hưởng lên chính sách. Hiện tại NHNN khá cứng trong việc điều tiết.

### **Câu 6. Cảm nhận về ngành BĐS.**

#### **Ông Đào Phúc Tường**

Khi nhìn vào BĐS, thường nhìn về cung, cầu và nguồn vốn.

**Cung:** đang giảm tốc từ QII.2018 đến tận bây giờ. Chu kỳ 1 DN BĐS để ra dự án mới mất 2-3 năm. Giảm do khung pháp lý chưa rõ ràng. Nếu sắp tới giải quyết được thì các dự án mới ra sẽ nhanh hơn. Chưa nhìn thấy tín hiệu các nguồn cung sẽ tăng lại mạnh mẽ trong vòng 18 tháng tới trừ các dự án của VIN.

**Cầu:** 2017-2018 cầu từ NĐTNN cực lớn (HQ, TQ). Nhưng cũng rất ngắn hạn chứ ko dài hạn. Câu chuyện là cầu nước ngoài sẽ kéo dài bao lâu? Theo CBRE, cầu nhiều nhất từ TQ rồi đến HQ. Mà TQ đang thắt chặt việc chuyển tiền ra nước ngoài. Nguồn có sẵn từ Hongkong về VN liệu sẽ còn ko. Phần lớn là cầu đầu cơ ko phải đầu tư -> nguồn vốn cho BĐS còn nhiều hay không? Nhìn theo các chính sách hiện tại thì ko còn dồi dào. Nếu NHNN còn kiên định với việc đảm bảo an toàn ngành ngân hàng, kiểm soát tín dụng ngân hàng vào BĐS -> nguồn vốn cho BĐS sẽ còn ko nhiều.

Cảm nhận là thị trường BĐS đã đi vào vùng đỉnh. Từ đỉnh đi xuống phụ thuộc chính sách NHNN. Nếu để thị trường BĐS trượt khỏi vùng đỉnh thì sẽ nhanh hơn chu kỳ trước rất nhiều. Chu kỳ trước, người vay nợ là các công ty BĐS -> ko trả được nợ -> các dự án sẽ tắc -> ko ảnh hưởng nhiều lên giá BĐS. Tuy nhiên hiện tại chủ yếu là các cá nhân đi vay.

Cổ phiếu BĐS: ko quá ngại về LN ngành BĐS. 1 DN BĐS triển khai trong năm nay thì 2 năm sau mới đc ghi nhận lợi nhuận. Nếu ko còn cực khách hàng trả trước mới dễ đi vào nguy hiểm. Do đó, ông đặc biệt quan tâm vào dòng tiền của DN BĐS, đặc biệt là phần khách hàng trả trước.

Ngoài ngành BĐS khá là hot còn 2 ngành khác là dầu khí và dệt may. Dưới góc độ đầu tư cp dầu khí: phụ thuộc vào việc phân tích các dự án có trở thành hiện thực không vào nửa cuối năm nay. Nếu không thành hiện thực thì phải cẩn thận. Dệt may đang tăng trưởng rất tốt, cần để ý đến công suất các doanh nghiệp. Không phải DN nào cũng còn công suất để tăng. Rất nhiều DN DM lợi nhuận đang ở vùng đỉnh do đã chạy hết 100% công suất và định giá DM không còn rẻ. DM nên tìm DN nào còn công suất, tức là khi có đơn

hàng mới không phải tìm thêm lao động... Nếu không có thông tin nội gián, thì nếu vẫn neo ở những DN không còn công suất thì rất rủi ro.

**Câu 7. Những DN nào trên sàn có tham gia vào dự án điện mặt trời. Nếu có cũng chưa chắc được đầu nối vào điện quốc gia. Rủi ro nào các DN đang chạy theo dự án để được hưởng lợi?**

**Ông Nguyễn Quang Thuân**

Sao Mai An Giang, Bamboo, Hà Đô, Điện miền trung,... Rủi ro đầu nối EVN rất là lớn. Vì hệ thống quá tải. Tải của EVN quá cũ. Nên phát sinh việc các doanh nghiệp chủ đầu tư phải tự đầu tư thêm storage (kiểu như ắc quy to). Để EVN nâng cấp cần thời gian dài. Do đó doanh nghiệp tư nhân phải chịu chi phí đầu tư.

**Câu 8. Vừa rồi có rất nhiều chính sách NHNN vừa ra. Phân tích các chính sách trên ảnh hưởng thế nào lên hoạt động kinh doanh của các bank.**

**Ông Nguyễn Quang Thuân**

Tỷ lệ huy động ngắn hạn cho trung dài hạn: sẽ áp dụng mạnh.

Hạn chế 3 tỷ tín dụng cho tiêu dùng. 3 tỷ chính là giá phân khúc cao cấp. Còn ở dưới hệ số rủi ro thấp hơn. Thứ 2 là cuộc cạnh tranh giữa các Công ty tài chính và ngân hàng. Nếu ngân hàng muốn nhảy vào cũng phải cân nhắc.

**Câu 9. Triển vọng nâng hạng thị trường:**

**Ông Nguyễn Quang Thuân**

Phụ thuộc vào VN nhiều hơn. Hiện chỉ có yếu tố về ngoại hối là còn phải cân nhắc. Quy mô, thông tin, freefloat, size đều ok. Câu chuyện nâng hạng sẽ rất tốt nhưng phải chọn lọc.

**Câu 10. NĐT đang rất lo lắng là chúng ta đang đi dần về cuối một chu kỳ tăng trưởng dài. Xác suất xảy ra suy thoái ở mức độ nào?**

**Ông Nguyễn Đức Thành**

Dự báo khủng hoảng là khó nhất đối với các nhà kinh tế. Đã khủng hoảng thì là không thể biết trước được. Theo ông, triển vọng kinh tế Mỹ vẫn là tốt. Có chăng nhân tố bất ngờ là Trung Quốc. TQ là 1 thị trường ko minh bạch và chịu sự can thiệp rất mạnh của nhà nước. NN can thiệp mạnh để duy trì nền kinh tế. Đến khi NN không can thiệp được nữa thì sẽ sụp đổ cực mạnh. Thị trường BĐS thừa cung được cảnh báo rất nhiều những năm qua nhưng vẫn tiếp tục bơm vốn để không được hạ giá. Trong báo cáo hàng năm của khoảng 500-2000 các nhà tư tưởng kinh tế - chính trị, thì rủi ro cuối cùng họ nói đến là BĐS của Trung Quốc bên cạnh biến đổi khí hậu,... Đối với Mỹ, cũng bắt đầu cảnh báo. FED đã kịp tăng lãi suất là một bước đệm. Các sức cản lớn nhất của VN là tăng giá xăng dầu điện do nhà nước đã hỗ trợ hết ngân sách rồi. Theo ông, khủng hoảng chưa nổ ra ngay trong năm tới.

**Câu 11. Từ đầu năm đến giờ dòng vốn nước ngoài có tương quan rất chặt với VNI vào VN rất tốt trong quý 1. Đánh giá dòng vốn này còn tiếp tục tích cực không? Rút ròi hay chảy vào ròi?**

**Ông Đào Phúc Tường**

Vốn NN vào VN có 3 giai đoạn:

2006-7 & Quý IV.2017/QI.2018: chia sẻ cùng 1 câu chuyện. Vốn NN dồn dập vào VN theo câu chuyện mở cửa thị trường. 2017-18 vào cũng dồn dập như vậy nhờ cải cách kinh tế, FTA, ,...

Đầu năm nay: liên quan đến asset reallocation do dự đoán kinh tế Mỹ đã đi vào đỉnh nên phải tìm cơ hội khác. Tiên đoán asset reallocation cơ bản đã xong và ko còn nữa. Dòng vốn cuối 2017-2018 cho đến nay đa số đến từ HQ, một ít đến từ NB. Từ châu âu và mỹ vào VN ko còn quá nhiều. Đa phần đến từ VN30 (HQ đổ vào và một phần ít đến từ Thái lan). Dòng vốn HQ và TL là dòng vốn theo story chứ ko phải asset reallocation. Theo quan sát, khi dòng vốn HQ vào nhiều là đỉnh 10 năm của thị trường. Do đó 2017-18 có thể đã là đỉnh của thị trường.