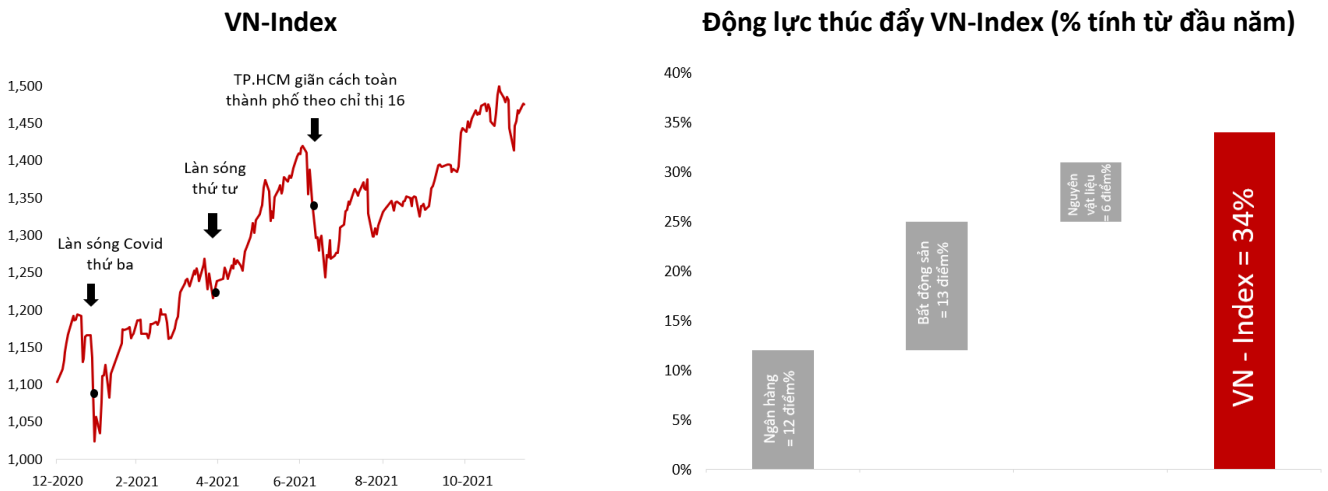


Michael Kokalari, CFA  
Chuyên gia Kinh tế trưởng

## CHỈ SỐ VN-INDEX TĂNG 34% TỪ ĐẦU NĂM DO MỨC TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VƯỢT TRỘI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

Chỉ số VN-Index đã tăng 34% so với đầu năm, nhờ vào EPS dự phóng tăng trưởng ở mức 34% vào năm 2021. Những thị trường tăng điểm nhờ vào tăng trưởng lợi nhuận sẽ lành mạnh và bền vững hơn các thị trường tăng mà dựa vào việc tăng hệ số định giá P/E. Số liệu cho thấy chỉ số P/E của VN-Index năm 2021 gần như không đổi tính từ đầu năm, quanh mức khoảng 17 lần, một lần nữa củng cố nhận định trên.

Các ngân hàng và doanh nghiệp phát triển bất động sản góp phần lớn vào kết quả tích cực của chỉ số VN-Index năm 2021. Giá cổ phiếu ngân hàng tăng 40% so với đầu năm, với tỷ trọng khoảng 30% trong chỉ số VN-Index, đã đóng góp mức tăng trưởng 12 điểm phần trăm trên mức tăng trưởng 34% của VN-Index, nhờ vào hoạt động mạnh mẽ của ngành Ngân hàng. Giá cổ phiếu các doanh nghiệp bất động sản, có tỷ trọng 25% trong chỉ số, tăng 55% so với đầu năm, đóng góp thêm 13 điểm phần trăm vào mức tăng chung 34% của toàn thị trường.



Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng có sự phân hóa đáng kể trong kết quả kinh doanh của các cổ phiếu lĩnh vực Ngân hàng và Bất động sản, cũng như những lĩnh vực khác. Và chính sự phân hóa này đã giải thích cho kết quả sinh lời vượt trội của các công ty quản lý quỹ – trong đó có VinaCapital, so với chỉ số VN Index trong năm nay<sup>1</sup>.

Cuối cùng, sau khi trải qua 2 đợt bùng phát COVID chính trong năm, chỉ số VN-Index đã ghi nhận mốc cao kỷ lục mới 1.500,8 vào cuối tháng 11, tất nhiên là trước khi những lo lắng về biến chủng Omicron chặn đứng đà tăng của thị trường. Sự quan tâm và lượng tham gia ngày càng nhiều của nhóm nhà đầu tư nhỏ lẻ mới, được cho là động lực mạnh mẽ cho sức bật của thị trường chứng khoán Việt Nam, điều mà chúng tôi đã phân tích trong báo cáo hồi tháng 8.

### Chiến lược quản lý đầu tư chủ động đang tỏa sáng

Đằng sau mức tăng vọt 40% so với đầu năm của nhóm cổ phiếu ngân hàng, là sự đóng góp tương đương của sự tăng trưởng trong lợi nhuận và cải thiện trong mức định giá. Cho thấy, sự khác biệt đáng kể về giá của những cổ phiếu đơn lẻ trong cả ngành đã tạo điều kiện tiềm năng cho những nhà quản lý quỹ chủ động đạt được hiệu quả vượt trội so với ngành lẫn chỉ số VN-Index.

Ví dụ, giá cổ phiếu của 9 Ngân hàng tư nhân được nhóm chuyên gia phân tích tại VinaCapital theo dõi đã tăng trung bình 73% so với đầu năm (lưu ý rằng các ngân hàng được theo dõi đại diện cho khoảng 80% tổng vốn hóa thị trường của tất cả các ngân hàng tư nhân thuộc VN-Index). Tuy nhiên, trái ngược với mức tăng trưởng vượt trội của các ngân hàng tư nhân, giá cổ phiếu của ba ngân hàng thương mại quốc doanh (NHTMNN) niêm yết lại gần như không đổi so với đầu năm, một phần do các ngân hàng này khả năng cao sẽ lựa chọn hy sinh khả năng sinh lời để hỗ trợ nền kinh tế Việt Nam trong COVID.

<sup>1</sup> Đầu tàu của Vinacapital là quỹ VVF UCITS có kết quả vượt trội hơn so với VN-Index đến gần 20 điểm phần trăm tính từ đầu năm.

Thêm vào đó, hiệu suất giá cổ phiếu của 9 ngân hàng tư nhân trên dao động từ 50-100% so với đầu năm vì một số lý do, bao gồm các khoản lãi đột biến tại một số ngân hàng từ các giao dịch bancassurance, cũng như mức tăng trưởng tín dụng rất khác nhau giữa các ngân hàng. Cụ thể, tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng này trong 9 tháng đầu năm 2021 dao động từ 5-17%, một phần do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phân bổ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao cho các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt hơn.

Trong lĩnh vực bất động sản, giá cổ phiếu của doanh nghiệp phát triển bất động sản lớn nhất, Vinhomes (VHM), chỉ tăng 20% so với đầu năm, nhờ tăng trưởng lợi nhuận khoảng 25%, trong khi giá cổ phiếu của 5 nhà phát triển quy mô vừa được nhóm chuyên gia phân tích của VinaCapital theo dõi đã tăng trung bình 150% so với đầu năm, nhờ tăng trưởng lợi nhuận khoảng 130%. Sự phân hóa về lợi nhuận và giá cổ phiếu này một phần là do quy mô VHM lớn hơn nhiều so với các doanh nghiệp khác trong ngành, khiến công ty khó đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu ấn tượng (vốn hóa thị trường của VHM lớn hơn cả tổng vốn hóa của 5 doanh nghiệp phát triển bất động sản nhà ở top đầu sau VHM cộng lại).

Tiếp theo là các doanh nghiệp Vật liệu xây dựng, chiếm 10% tỷ trọng trong VN-Index, đạt mức tăng 70% từ đầu năm, và đóng góp 6 điểm phần trăm cho tăng trưởng của VN-Index. Sự tăng trưởng của lĩnh vực này là nhờ vào tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng 175% trong 2021 từ doanh nghiệp sản xuất thép đầu ngành Hòa Phát (HPG), khi thời gian gần đây chính phủ có kế hoạch tăng chi tiêu công cho cơ sở hạ tầng, và hạn chế nhập khẩu thép từ Trung Quốc, khiến giá thép lẫn sản lượng bán của các nhà sản xuất thép Việt Nam cải thiện đáng kể.

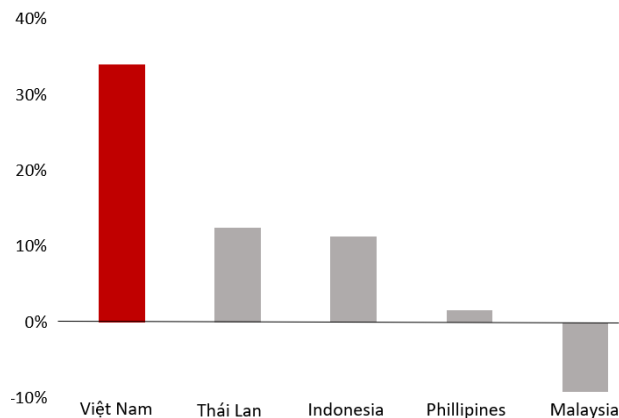
Một ví dụ khác về cơ hội lựa chọn cổ phiếu thông minh trong năm nay, là sự gia tăng đáng kinh ngạc về giá cổ phiếu của hai công ty môi giới chứng khoán hàng đầu trong nước, SSI và VNDirect, tăng trưởng bởi hoạt động ồ ạt của các nhà đầu tư cá nhân gần đây. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2021 của SSI sẽ tăng hơn 60%, khiến giá cổ phiếu của công ty này tăng khoảng 140% so với đầu năm và chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của VNDirect sẽ tăng hơn 110%, giúp giá cổ phiếu của công ty này tăng khoảng 330%. Sự nhiệt huyết của các nhà đầu tư cá nhân đối với các cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ cũng khiến chỉ số VN-MidCap tăng 68% so với đầu năm và mức tăng gần 100% so với đầu năm của chỉ số VN-SmallCap, tạo cơ hội cho các nhà quản lý quỹ tìm kiếm những viên ngọc quý trong các cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ mà công ty chứng khoán không theo dõi.

Cuối cùng, trái ngược với tất cả những ví dụ được đề cập ở trên, giá cổ phiếu của hai công ty tiêu dùng hàng đầu Việt Nam, sữa Vinamilk và Bia Sabeco, đều giảm khoảng 20% so với đầu năm vì nhiều lý do, bao gồm sự sụt giảm trong doanh số bán hàng dưới lệnh phong tỏa COVID vào đầu năm nay. Việc không đầu tư vào các cổ phiếu bị ảnh hưởng bởi COVID, với tỷ trọng khoảng 5% trong VN-Index, cũng giúp các nhà quản lý quỹ chủ động đạt hiệu quả tốt hơn mức tăng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm nay.

### Việt Nam tăng trưởng vượt trội so với các nước trong khu vực

Chỉ số VN-Index tăng vượt trội hơn đáng kể so với các nước tương đương trong khu vực vào năm 2021, mặc dù các biện pháp phong tỏa COVID của Việt Nam vào đầu năm nay được coi là nghiêm ngặt nhất trong khu vực và thị trường chứng khoán Việt Nam phải hứng chịu thất thoát dòng tiền tương đương từ các nhà đầu tư nước ngoài từ đầu năm đến nay. Chúng tôi tin rằng khả năng phục hồi của Việt Nam phản ánh: 1) tăng trưởng lợi nhuận vững chắc, 2) các nhà đầu tư trong nước vẫn tiếp tục lạc quan, và 3) mức chiết khấu định giá khoảng 10% của Việt Nam so với các nước cùng khu vực.

**Thị trường CK Việt Nam vượt trội so với các nước tương đương trong khu vực năm 2021**



### Kết luận

Chỉ số VN-Index tăng 34% so với đầu năm, nhờ kỳ vọng tăng trưởng EPS 34% vào năm 2021. Hệ số P/E trên thị trường là 17 lần, thấp hơn nếu so sánh với mức định giá của các nước khác trong khu vực. Mặc khác, nếu theo kỳ vọng thị trường sẽ tăng

trưởng hơn 20% trong năm tới, có thể ước tính P/E toàn thị trường sẽ vào khoảng 14 lần trong năm 2022, trên cơ sở tỷ lệ tăng trưởng thu nhập trên giá (PEG), đây vẫn là một mức định giá rất hấp dẫn.

Cụ thể hơn, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn thực sự hấp dẫn đối với nhiều nhà đầu tư, bao gồm cả những người ủng hộ chiến lược đầu tư “Tăng trưởng ở mức giá hợp lý (GARP)”, trong khi sự phân hóa lợi suất giữa các cổ phiếu và lĩnh vực khác nhau ở Việt Nam trong năm nay đã cho thấy rõ chiến lược quản lý chủ động là thực sự rất hiệu quả tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

#### Disclaimer

© 2021 Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ VinaCapital (VCFM). Đã được đăng ký bản quyền tác giả. Báo cáo này được soạn thảo và phát hành bởi VCFM hoặc một trong những công ty liên kết của công ty phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Thông tin được nêu ở đây dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ thông tin về VCFM, VCFM không đại diện cho tính chính xác của các thông tin khác. Các ý kiến, ước tính và dự đoán được thể hiện trong báo cáo này chỉ đại diện cho quan điểm hiện tại của tác giả tại ngày công bố. Họ không nhất thiết phải phản ánh ý kiến của VCFM và có thể thay đổi mà không cần thông báo. VCFM không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi thông tin hoặc bằng bất kỳ cách nào sửa đổi báo cáo này hoặc thông báo cho người đọc trong trường hợp bất kỳ chủ đề hoặc ý kiến, dự báo hoặc ước tính nào nêu trong báo cáo này cần thay đổi hoặc trường hợp thông tin trong báo cáo trở nên không chính xác.

Các thông tin và bất kỳ ý kiến nào được trình bày trong báo cáo này đều không cấu thành một lời đề nghị, hoặc lời mời đưa ra đề nghị, mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán hoặc bất kỳ sự lựa chọn, các hợp đồng tương lai hoặc các công cụ phái sinh nào khác trong bất kỳ phạm vi pháp lý nào. Và các thông tin này cũng không được hiểu là một hình thức quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Bài báo cáo nghiên cứu này được soạn thảo để lưu hành chung và cung cấp thông tin chung. Các nội dung của bài báo cáo này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào có thể nhận hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động và có thể tăng giảm. Hiệu suất trong quá khứ, nếu có, không phải là mô phỏng cho hiệu suất ở tương lai.

Bất kỳ công cụ tài chính nào được đề cập trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải đưa ra quyết định tài chính của riêng họ dựa trên các cố vấn tài chính độc lập của họ khi họ tin rằng cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của họ. Báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ người nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép rõ ràng bằng văn bản từ phía VCFM. Vui lòng trích dẫn các nguồn khi trích dẫn.