

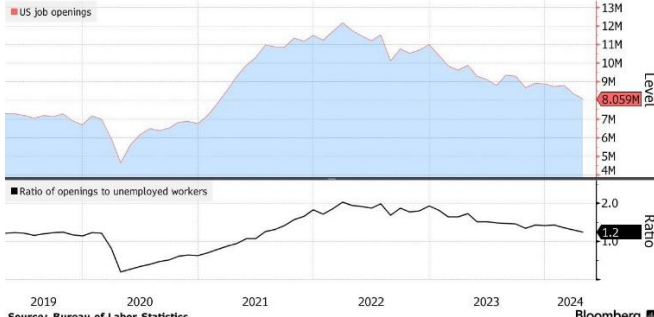
GÓC NHÌN SGI CAPITAL 06/2024

Thị trường chứng khoán toàn cầu tháng 5/2024: S&P500 tăng 4.8%, Stoxx 50 tăng 1.27%, Nikkei 225 tăng 0.2%, VN-Index tăng 4.32% còn Trung Quốc, Hàn Quốc giảm điểm với Shanghai Composite: -0.58%, Kospi: -2.06%. Chúng tôi cập nhật những lưu ý mới như sau:

- Trong các cân bằng vĩ mô đáng chú ý của Mỹ, việc làm mở mới đang giảm nhanh và lạm phát lỗi tiếp tục hạ nhiệt hỗ trợ xu thế lạm phát tiếp tục giảm dần về mục tiêu 2%. Các tổ chức lớn của Mỹ phần lớn dự báo FED sẽ hạ lãi suất điều hành từ tháng 09/2024 với tổng mức giảm 1.5% tới cuối 2024. Các tín hiệu yếu đi về việc làm và tiêu dùng thời gian tới có thể khiến kỳ vọng nói lỏng tăng lên. Nhưng nếu tỷ lệ thất nghiệp vượt quá mốc 4.2%, kinh tế Mỹ và toàn cầu có thể rơi vào suy thoái.

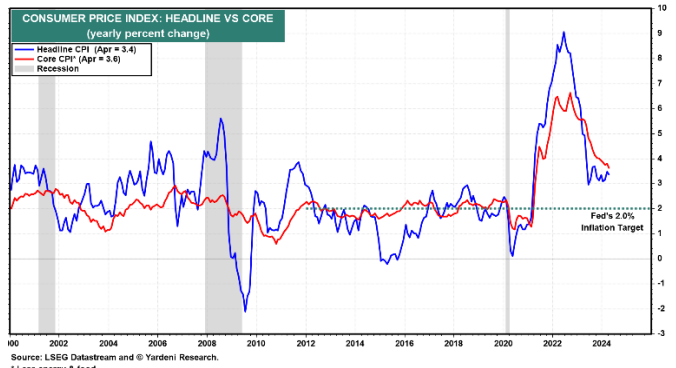
US Job Openings Fall Further

Vacancies declined to a more than three-year low in April



Source: Bureau of Labor Statistics

Bloomberg



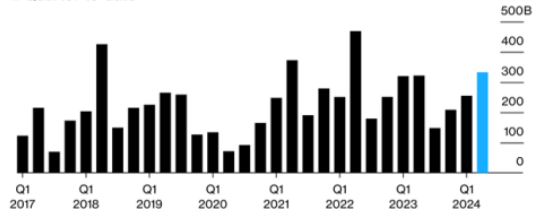
Source: LSEG Datastream and © Yardeni Research.

* Less energy & food.

- TTCK Mỹ tiếp tục tích cực, phản ánh trước: 1) Lợi nhuận doanh nghiệp Mỹ cải thiện và EPS vẫn tăng trưởng mạnh; và 2) giá trị mua cổ phiếu quỹ ở mức cao nhất 2 năm qua. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng EPS của tổng thể thị trường Mỹ sẽ chậm lại do tăng trưởng của nhóm công nghệ đã đạt đỉnh và các ngành còn lại sẽ hồi phục chậm trong phần còn lại của năm. Điểm đáng lưu ý là các thông tin tốt này đã phản ánh nhiều vào định giá (P/E 21.x) và dòng tiền tổ chức cũng như cá nhân đã phân bổ vào cổ phiếu ở mức cao.

S&P 500's Announced Buybacks Highest in Nearly Two Years

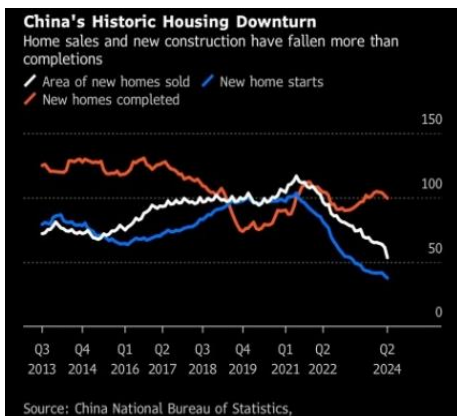
Quarter-to-date



Source: Bloomberg
Note: As of 22 May, 2024



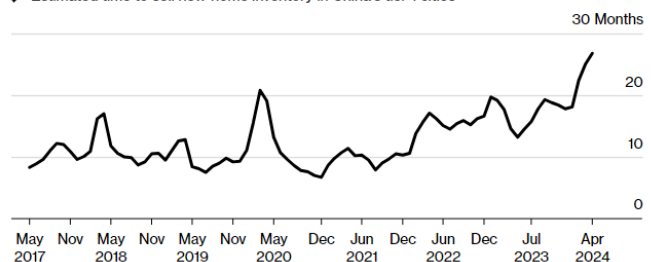
- Bên ngoài Mỹ, khối châu Âu và UK có tín hiệu hồi phục, nhưng ở mức độ chậm. Trong khi đó, kinh tế Trung Quốc sau các biện pháp kích thích vẫn tiếp tục suy yếu từ khu vực bất động sản. Tiêu dùng Trung Quốc vẫn phục hồi chậm, trong khi sản xuất công nghiệp gia tăng một phần nhờ xuất khẩu hàng hoá ra thế giới tăng. Các đầu tàu kinh tế lớn nhìn chung vẫn đang phục hồi nhưng chưa cho thấy xu hướng mạnh.



Source: China National Bureau of Statistics,

China's Housing Inventory Pressure Remains Elevated

Estimated time to sell new-home inventory in China's tier-1 cities

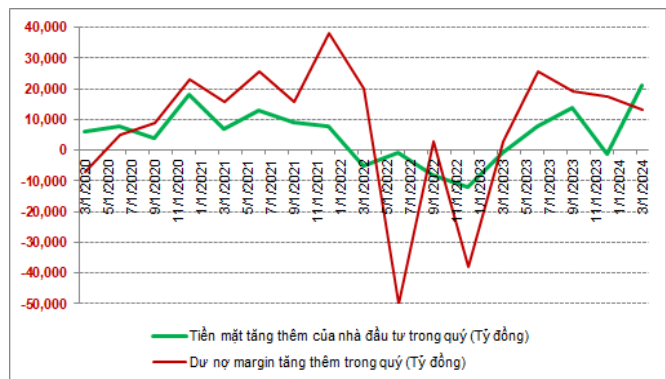
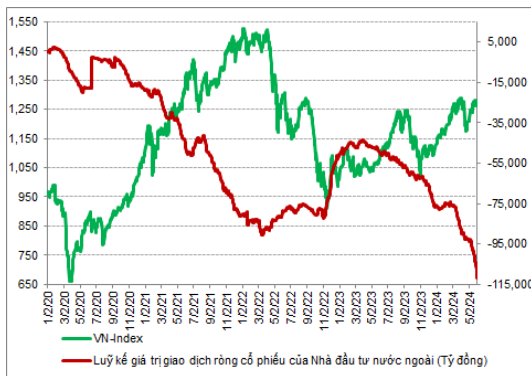


Source: China Real Estate Information Corp.

- TTCK thế giới đang ở giai đoạn tích cực khi phản ánh cả hai yếu tố: lãi suất hạ và EPS hồi phục. Tuy vậy, dòng tiền mang tính đầu cơ cao đang tụ tập vào nhóm cổ phiếu đã tăng quá nóng (công nghệ) và tràn sang đây giá nhóm cổ phiếu đầu cơ (meme) là tín hiệu của sự dễ dãi tại vùng đỉnh thanh khoản. Kỳ vọng nói lòng và duy trì tăng trưởng đang là mỏ neo giữ dòng tiền trong TTCK Mỹ cũng như toàn cầu, nhưng định giá cao và khả năng suy giảm tăng trưởng là rủi ro tiềm ẩn.

Đối với thị trường Việt Nam, chúng tôi có một số điểm lưu ý:

- Các dữ liệu vĩ mô tháng 5 cho thấy nền kinh tế tiếp tục phục hồi nhẹ ở cả sản xuất lẫn tiêu dùng. Lạm phát nhích lên vượt 4% và áp lực tỷ giá lên đầu vào nhập khẩu sẽ là yếu tố cần lưu tâm. Sự suy yếu của kinh tế Trung Quốc và tiêu dùng Mỹ có thể làm chậm lại sự phục hồi chung, nhưng cũng sẽ giảm áp lực tỷ giá và lạm phát cho các quốc gia đã chủ động nói lòng chính sách tiền tệ để hỗ trợ nền kinh tế như Việt Nam.
- Điểm tích cực là lợi suất trái phiếu, lãi suất tiền gửi dù có tăng nhẹ, vẫn đang ở mức thấp, giúp hỗ trợ doanh nghiệp cũng như giúp giữ chân dòng tiền ở lại trong TTCK. Lãi suất ở vùng thấp tiếp tục tạo điều kiện cho dòng chảy vốn lan tỏa đến những nơi cần và không tạo ra áp lực bán tháo tài sản. Trên thị trường thế giới, sự ổn định của USD Index và giá vàng đang giúp giảm bớt nhu cầu đầu tư ngoại tệ và vàng khi lãi suất tiền gửi VND thấp kỷ lục.
- Tuy vậy, TTCK tháng 5 chứng kiến nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục bán ròng 19 nghìn tỷ VND - mức kỷ lục, và tính từ đầu năm, khối ngoại đã bán ròng hơn 40 nghìn tỷ. Lý do của việc thoái vốn ở tại này có thể kể đến lo ngại rủi ro tỷ giá khi nền lãi suất VND hạ thấp so với thế giới, thoái vốn một số nhóm cổ phiếu có rủi ro cục bộ cao, và ảnh hưởng từ xu hướng rút ròng chung khỏi nhóm các thị trường mới nổi... Chúng tôi chưa thấy các xu hướng này kết thúc hoặc đảo chiều.
- Kể từ 1/2020, khối ngoại đã bán ròng hơn 110 nghìn tỷ, phát hành cho cổ đông hiện hữu 160 nghìn tỷ và cổ đông nội bộ/cổ đông lớn đã bán 30 nghìn tỷ. Hơn 300 nghìn tỷ nguồn cung này được hấp thụ bởi nhà đầu tư nội thông qua một nửa là tiền nộp mới và một nửa là dư nợ margin tăng thêm. Hệ quả là mức margin/vốn hoá đã tăng lên mức kỷ lục 3.7% tính trên vốn hoá HSX ở cuối Q1/2024. Trong bối cảnh áp lực bán ròng khối ngoại tăng kỷ lục, các đợt phát hành tăng vốn mới đang tăng tốc và cổ đông nội bộ tăng bán gần đây, thị trường cần dòng tiền nộp mới gia tăng mạnh để duy trì xu hướng tích cực một cách bền vững. Nhưng thanh khoản trên thị trường lại đang giảm đi gần đây, dòng tiền nội đã không tăng lên đủ mạnh và tỷ lệ margin tiếp tục tăng lên đỉnh cao mới.



- Một điểm cần lưu ý khác là trái phiếu BĐS sẽ đáo hạn 20 ngàn tỷ trong tháng 6 và 33 ngàn tỷ trong quý 3. Áp lực từ trái phiếu và nợ tới hạn vẫn là một rủi ro trực tiếp với những doanh nghiệp phát hành (bao gồm cả những tập đoàn lớn đang niêm yết), với cả ngành BĐS nói chung và có thể ảnh hưởng tới ngành ngân hàng.
- Trong báo cáo 10/2023, chúng tôi đã có cái nhìn tích cực hơn về thị trường chung và ngành ngân hàng với kỳ vọng lãi suất hạ sẽ giúp nợ xấu được kiểm soát và xử lý hiệu quả, tín dụng tăng trưởng trở lại giúp nền kinh tế và ngành ngân hàng phục hồi. Tuy nhiên, những diễn biến thực tế thời gian qua đang cho thấy quá trình này sẽ khó khăn và mất nhiều thời gian hơn khi kinh tế thực phục hồi chậm và nhiều khách hàng vay nợ đang ở tình trạng thanh khoản khó khăn hơn cả giai đoạn 2022-2023 trong khi nền lãi suất bắt đầu tăng trở lại.
- Tăng trưởng tín dụng tính mới đạt 2.41% sau 5 tháng và nhiều khả năng sẽ ở mức thấp nhất lịch sử cho cả năm 2024. Ngành ngân hàng đang trải qua giai đoạn tăng trưởng tín dụng thấp, huy động kém cũng đẩy lãi suất lên làm giảm NIM. Nợ xấu vẫn có xu hướng tăng khiến nhu cầu trích lập dự phòng tăng theo. Những

ngành khác nhạy với lãi suất là chứng khoán và BĐS cũng sẽ gặp khó về tăng trưởng năm nay. Bởi vậy, chúng tôi cho rằng dự phóng tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường ở mức 15% cho năm 2024 khó đạt được. Đồng thời, với kế hoạch phát hành cổ phiếu ồ ạt sắp tới, tăng trưởng tính trên EPS sẽ còn thấp hơn đặc biệt với những ngành phát hành mới pha loãng nhiều như chứng khoán và BĐS.

- Chúng tôi thấy việc tìm kiếm các cơ hội đủ hấp dẫn đang trở nên khó khăn hơn và dòng tiền đang bộc lộ tính đầu cơ chấp nhận rủi ro cao khi xuất hiện nhiều trường hợp giá vượt xa hoặc bỏ qua các yếu tố cơ bản của cổ phiếu. Trong môi trường lãi suất thấp, dòng tiền dễ bị cuốn vào các cuộc đầu cơ phi lý kéo dài. Nhưng khi nguồn lực của thị trường bị thu hút mạnh vào các cuộc đầu cơ, kết cục sau cùng thường không tốt đẹp cho cả những người đầu cơ và thị trường nói chung.

Nhìn chung, TTCK Việt Nam đang vào vùng trũng thông tin sau mùa ĐHCĐ với nhiều kỳ vọng tăng trưởng cao so với thực tế. Định giá chung không còn rẻ và nhóm doanh nghiệp phi tài chính đã vào vùng đắt. Trong khi đó, thanh khoản và dòng tiền có dấu hiệu suy yếu với tỷ lệ vay margin/vốn hóa ở mức cao lịch sử. Các cân đối này đang cho thấy rủi ro tăng lên và mức độ hấp dẫn của thị trường giảm đi.