

## TRONG SỐ NÀY

### TTCK VIỆT NAM

- ❖ Thị trường trong ngày
- ❖ Nhận định thị trường **2 - 5**
- ❖ Cổ phiếu đáng quan tâm

### TTCK THẾ GIỚI

- ❖ Diễn biến TTCK thế giới **6**
- ❖ Phụ lục

## TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG

### TTCK VIỆT NAM LIÊN TỤC THÁO CHẠY

- Định giá VN-Index theo phương pháp định lượng;
- TTCK Mỹ có lặp lại lịch sử ?

## CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN SMARTINVEST

Trung tâm nghiên cứu và phân tích

### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 3, Số 2A, Đại Cồ Việt, Hai Bà Trưng, Hà Nội

Tel : 0243 - 5739779

Fax : 0243 - 5739769

Website: <https://www.sisi.com.vn>

**TTCK VIỆT NAM: ĐỊNH GIÁ VÙNG NÀO LÀ HỢP LÝ TRONG BỐI CẢNH HIỆN TẠI*****TTCK Việt Nam tháo chạy dựa trên tâm lý sợ hãi***

Chúng tôi sử dụng mô hình Gordon – Chiết khấu cổ tức, phương pháp định giá định lượng, nhằm tìm ra các kịch bản định giá thị trường một cách hợp lý nhất trong bối cảnh hoảng loạn hiện tại.

Chúng tôi tổng hợp lợi nhuận ròng sau thuế, cổ tức chi trả bằng tiền mặt các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE năm 2019 để tính toán chỉ số VN-Index.

Ngay bây giờ, thị trường giống như một cuộc chơi bỏ phiếu bầu, hoàn toàn không có sự cân nhắc cân bằng nào cả. Sự dao động hàng ngày 4 – 5% của chỉ số VN-Index không phải là dấu hiệu cho thấy sự thay đổi hàng ngày trong định giá cơ bản của các cổ phiếu chứng khoán mà đơn giản chỉ là vấn đề tâm lý khi nhà đầu tư quan tâm tới những vấn đề sau:

- Thống kê số ca lây nhiễm, tử vong do Covid – 19 của Việt Nam và thế giới;
- Diễn biến của TTCK thế giới;
- Lệnh đóng biên của Việt Nam – Trung Quốc;
- Hủy bỏ các sự kiện lớn, cấm tụ tập đông người, đóng cửa quốc gia;
- Giá trị danh mục nắm giữ của đầu tư hàng ngày, hàng giờ;
- Những tiên đoán tiêu cực về thị trường địa ốc, việc làm, nợ xấu, thanh khoản, đổ vỡ, thất nghiệp;

Đây là cuộc chơi bỏ phiếu bầu mấu chốt mà Graham đã mô tả. Nói một cách công bằng, hiện tại có những yếu tố tác động lâu dài tới định giá cổ phiếu trong tương lai như việc Fed tuyên bố thực hiện QE không giới hạn, hay các gói cứu trợ nhanh chóng của chính phủ các nước nhằm kích cầu nhưng cũng ít nhà đầu tư để ý tới nó;

Trong sự hỗn loạn này, cần có cách nào đó để áp dụng các nguyên tắc cơ bản, logic để bắt đầu định lượng giá trị thị trường và nơi mà nó có thể được hưởng tới? Cần có cách nào để ít nhất hóa giải giao dịch bằng cảm xúc hoặc tốt hơn là loại bỏ các giao dịch bằng cảm xúc? Phân tích này là một nỗ lực để áp dụng cho hình ảnh chiếc cân mà chúng tôi hướng tới.

Chúng tôi sử dụng mô hình Gordon để xác định giá trị của chỉ số VN-Index vào lúc này. Mô hình này dựa nhằm xác định giá trị nội tại của cổ phiếu dựa trên việc chiết khấu dòng tiền trả cổ tức theo giá trị thời gian. Các công thức tính toán cụ thể như sau:

- Mô hình Gordon và tỷ số P/E:  $\frac{P}{E} = \frac{DE}{(k-g)}$
- $\frac{P}{E} (Forward) = \frac{P}{E} (Trailing) \times \frac{VN-Index (Forward)}{VN-Index (Trailing)}$
- P/E: trong trường hợp này là giá trị của chỉ số VN-Index
- DE: Tỷ lệ chi trả cổ tức trên mỗi cổ phần
- k: Suất sinh lợi yêu cầu của nhà đầu tư
- g: Tốc độ tăng trưởng bình quân của EPS dự kiến trong 5 năm

*Bảng dưới đây cho thấy các thông số đầu vào cho Mô hình Gordon.*

	VN-Index	EPS	P/E	DPS	DE
Giá đóng cửa ngày 24/3/2020	659.21		10.87		
2019	960.99	2,647	15.84	990	37.48%
Tốc độ tăng trưởng EPS bình quân 5 năm (2014 – 2019)	10.30%				
Tốc độ tăng trưởng EPS dự kiến trong 5 năm tiếp theo (2020 – 2025)	6.00%				

Chúng tôi cũng cần một ước tính cho 5 năm tiếp theo (2020 – 2025) về tốc độ tăng trưởng EPS (g). Các công ty phân tích lớn đều dự kiến tốc độ tăng trưởng EPS cho năm 2020 và 2021 có sẵn thông qua nghiên cứu của mình với ước lượng mức độ tăng trưởng EPS khoảng 10%/năm cho năm 2020. Tuy nhiên, với tình hình kinh tế hiện tại, sự đồng thuận là không cao. Ngoài ra, cũng rất ít công ty phân tích ước lượng cho 4 năm tiếp theo. Do đó, dự báo cho chu kỳ 5 năm tiếp theo, chúng tôi căn cứ vào tỷ lệ tương tự như năm năm qua (10.3%), thực tế của năm nhóm VN30 trong năm 2019. Trong bối cảnh hiện tại, chúng tôi giả định mức tăng trưởng EPS bình quân trong 5 năm tới là 6%.

Tiếp theo, chúng tôi cần xác định tỷ lệ suất sinh lời kỳ vọng của thị trường hiện tại (k). Điều đó được tính từ công thức mô hình Gordon như sau:  $k = \frac{DE}{P/E} + g$ . Kết quả tính toán là  $k = \frac{37,48\%}{10,87} + 5,5\% = 8,95\%$

Để kiểm tra tính logic của kết quả, ta biết rằng trong 19 năm qua, suất sinh lợi hàng năm của chỉ số VN-Index là 15,73% mỗi năm. Với lãi suất đang ở mức thấp như hiện tại, lợi nhuận thị trường yêu cầu bây giờ cũng thấp hơn trong 19 năm qua. Tuy nhiên, điều này được bù đắp bởi sự không chắc chắn tăng cao trên thị trường do sự phát triển của dịch Covid – 19. Sự không chắc chắn cao hơn tạo ra rủi ro cao hơn và làm giảm suất sinh lời kỳ vọng của nhà đầu tư.

Bây giờ chúng ta có các giá trị cần thiết cho tính toán Mô hình Gordon, chúng ta có thể chạy một số kịch bản giả định như sau:

## Các trường hợp giả định

### Kịch bản hợp lý

- EPS giảm 20% vào năm 2020 = 2,647 \* 0.8 = 2,177 đ;
  - DPS giảm 30% vào năm 2020 = 990 \* 0.7 = 693 đ;
  - k điều chỉnh giảm 0.5% = 8.45% (Lý do phí bảo hiểm rủi ro tăng lên. Điều này sẽ được bù đắp bằng sự sụt giảm trong lãi suất phi rủi ro. Hiệu ứng ròng có thể giảm nhẹ k. Chúng tôi lạc quan và giả sử k giảm 0,5% từ mức ước tính hiện tại. Hãy nhớ rằng, giá trị k trong mô hình có thời gian dài (5-10 năm), do đó, những thay đổi dự kiến không lớn);
  - Mức tăng trưởng EPS bình quân trong 5 năm tới là 6%;
  - Kết quả giá trị chỉ số VN-Index là: 810 điểm tăng 22.97% so với giá đóng cửa ngày 24/3/2020;
- Chúng ta thấy, P / E dự kiến xuống mức 13,37 lần – Một mức thấp nằm cận dưới giống thời kỳ trước 2016. P/E thấp dự kiến phản ánh mức tăng trưởng EPS thấp hơn và suất sinh lời kỳ vọng (k) giảm xuống. Đây không phải là một dự báo về những gì sẽ xảy ra, mà là một kịch bản hợp lý về những gì có thể xảy ra.

## Bảng kết quả đầu ra

Chỉ tiêu	Giá trị
EPS	2,117
DPS	693
k	8.45%
DE	32.73%
g	6.00%
P/E (forward)	13.37
VN-Index (forward)	810.63
% tăng so với hiện tại	22.97%

## Kịch bản tiêu cực

- EPS giảm 30% vào năm 2020 =  $2,647 * 0.7 = 1,853$  đ;
  - DPS giảm 40% vào năm 2020 =  $990 * 0.6 = 594$  đ;
  - $k = 8.95\%$ ;
  - Mức tăng trưởng EPS bình quân trong 5 năm tới là 5.5% (Tương đương với mức tăng trưởng EPS thực tế năm 2019 của nhóm VN30);
  - Kết quả giá trị chỉ số VN-Index là: 563 điểm giảm 14,47% so với giá đóng cửa ngày 24/3/2020;
- Đây là kịch bản rất bi quan nhưng thực tế trong 10 năm qua, chỉ có duy nhất năm 2011 thị trường tăng trưởng âm. Và ngay cả năm 2019, dù EBITDA điều chỉnh giảm tốc trong năm 2019 thì lợi nhuận sau thuế và EPS vẫn tăng trưởng dương. Và mức P/E dự kiến thấp tương đương với thời kỳ khủng hoảng năm 2008 với nền lãi suất cao, và thanh khoản hệ thống ngân hàng đóng băng với chính sách thắt chặt tiền tệ chống lạm phát của NHNN;

## Bảng kết quả đầu ra

Chỉ tiêu	Giá trị
EPS	1,853
DPS	594
k	8.95%
DE	32.06%
g	5.50%
P/E (forward)	9.30
VN-Index (forward)	563.81
% tăng so với hiện tại	-14.47%

## Kịch bản lạc quan:

- EPS giảm 10% vào năm 2020 =  $2,647 * 0.9 = 2.382$  đ;
- DPS giảm 20% vào năm 2020 =  $990 * 0.8 = 792$  đ;
- $k$  điều chỉnh giảm 0.5% = 8.45%;
- Mức tăng trưởng EPS bình quân trong 5 năm tới là 6.5%;

- Kết quả giá trị chỉ số VN-Index là: 1,035 điểm tăng 56.98% so với giá đóng cửa ngày 24/3/2020;
- Đây là kịch bản rất cứng hoàn toàn có thể xảy ra với điều kiện dịch Covid – 19 sẽ đạt đỉnh vào tháng 5/2020. GDP chịu tác động suy giảm trong Quý 1 và Quý 2, phục hồi vào Quý 3 và tăng trưởng mạnh vào Quý 4. Ngoài ra, việc FED thực hiện QE không giới hạn sẽ khiến đồng USD suy yếu dần khi dịch Covid – 19 đạt đỉnh. Dòng vốn ngoại sẽ quay lại thị trường mới nổi như những gì đã diễn ra trong giai đoạn từ 2011-2015, thời điểm mà đồng USD suy yếu vì các gói QE của FED và TTCK các nước mới nổi tăng giá tốt.

**Bảng kết quả đầu ra**

Chỉ tiêu	Giá trị
EPS	2,382
DPS	792
k	8.45%
DE	33.25%
g	6.50%
P/E (forward)	17.06
VN-Index (forward)	1,035
% tăng so với hiện tại	56.98%

***Kết luận: Định giá cổ phiếu là một môn nghệ thuật chứ không phải là khoa học chính xác. Việc phân bổ danh mục đầu tư dựa trên sự cân đối giữa rủi ro và lợi nhuận thu được là chiến lược hợp lý hơn so với chiến lược “Market timing”***

Với 3 kịch bản giả định, chúng tôi mong muốn nhà đầu tư có cái nhìn thận trọng và căn cứ theo diễn biến của sự suy giảm các yếu tố cơ bản trên thực tế hơn là hành động bán vội vàng theo cảm xúc. Bất kể nhà đầu tư nhìn nhận vấn đề này như thế nào, đây là dự báo - và đã là dự báo thì không phải là khoa học chính xác vì các giả định về thông số đầu vào luôn thay đổi. Điều này hàm ý các dự báo để lại một loạt các khả năng. Việc này, giống như một người mua nhà so sánh hai ngôi nhà tương tự nhau, một cái có giá 2 tỷ và một cái có giá 4 tỷ. Trong khi ngôi nhà trị giá 1 tỷ trông có vẻ tốt hơn dựa trên giá cả, người mua bỏ qua hai vấn đề là ngôi nhà đó nằm trong khu dân trí thấp và có mái nhà bị dột. Ngoài ra, người mua nhà có thể cũng bỏ cơ hội sở hữu ngôi nhà mới tương đương mà không gặp những vấn đề tương tự tại một khu phố thương mại sầm uất gần đó, với giá chỉ 1,8 tỷ. Như vậy việc căn cứ vào “Market timing” lúc này không hẳn là một cách tiếp cận đúng đắn. Điều quan trọng nhà đầu tư phải cân đối giữa lợi nhuận và rủi ro có được khi lựa chọn cổ phiếu mình định đầu tư.

Thị trường trong ngắn hạn, TTCK Việt Nam đang bị khối ngoại bán tháo quá mạnh cùng với đó là áp lực bán giải chấp, bán tháo không quan tâm tới các nhân tố cơ bản của thị trường. TTCK Việt Nam gần đây thường giảm mạnh hơn khi chứng khoán thế giới giảm và giảm nhẹ khi chứng khoán thế giới tăng. Một hiện tượng lệch pha rất hiếm gặp. Với những gì nền kinh tế Việt Nam đang sở hữu cùng với sự chủ động trong công tác chống dịch Covid – 19, TTCK Việt Nam không đáng nằm trong топ những TTCK giảm giá mạnh nhất thế giới vào lúc này.

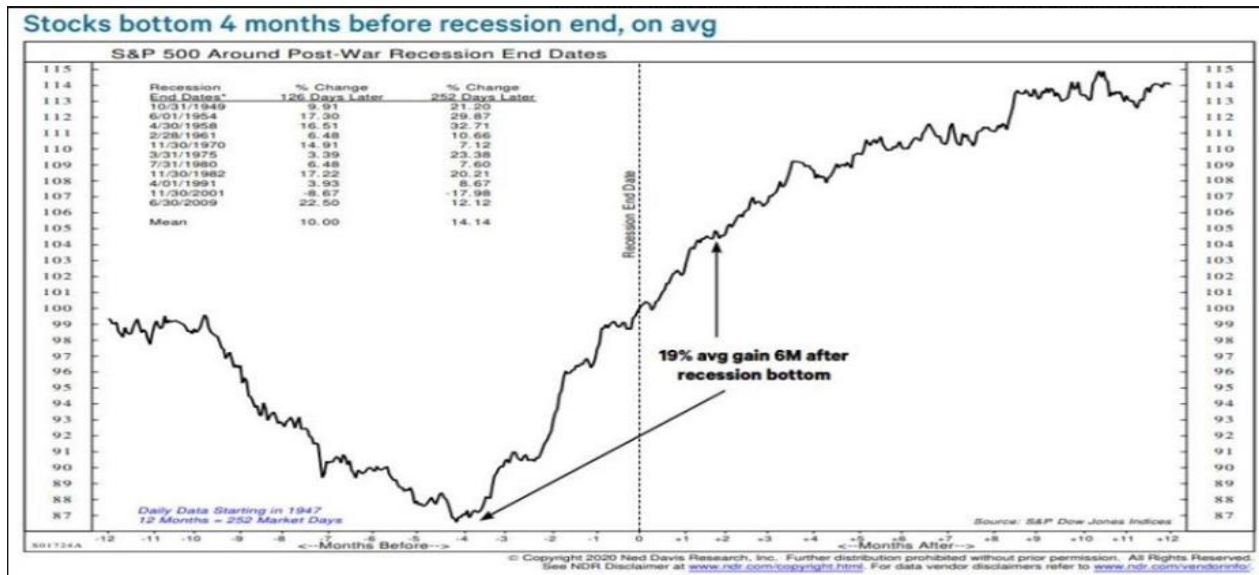
Một điều chắc chắn là ngay bây giờ - có một lượng lớn các vấn đề không chắc chắn. Tuy nhiên, những vấn đề này sẽ mất đi khi các thông tin về Covid – 19 dần trôi vào quên lãng. Trong khi đó, các nhà đầu tư dài hạn đang có cơ hội phân bổ tài sản đáp ứng mục tiêu và mức độ chấp nhận rủi ro của mình. Mặc dù trong báo cáo ngày, chúng tôi chỉ tập trung phân tích chỉ số VN-Index nhưng trên sàn đang có rất nhiều cổ phiếu đã bị bán tháo dưới giá trị sổ sách, dưới giá trị nội tại rất nhiều và đó là các cơ hội đầu tư đáng để quan tâm.

## TTCK MỸ: LỊCH SỬ CÓ LẠP LẠI

### DỊCH COVID - 19 VÀ DỊCH CÚM CHÂU Á 1957



**NẾU CHỈ LÀ CÚ SỐC CUNG 6 THÁNG, CHỨNG KHOÁN MỸ THƯỜNG TẠO ĐÁY TRƯỚC 4 THÁNG.**



**Bản quyền:** Bản tin này được bảo vệ bản quyền Công ty Cổ phần Chứng Khoán SmartInvest bởi luật pháp Việt Nam và các luật lệ, công ước khác Mọi hình thức sao chép, tái bản, sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với Bản tin này cần được sự đồng thuận của Công ty cổ phần chứng khoán SmartInvest

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Những dữ liệu trong Bản tin này được dựa trên và dẫn xuất từ những nguồn thông tin đại chúng và được cho là đáng tin cậy; tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm và cam kết về tính chính xác và thích hợp của các thông tin đó đối với mọi đối tượng người dùng Dữ liệu trong Bản tin có thể thay đổi mà không cần báo trước Bản tin được viết cho mục đích cung cấp thông tin, không bao gồm bất cứ một khuyến nghị mua bán nào hướng tới mọi loại công cụ tài chính và cam kết trong bất kỳ chiến lược giao dịch nào Công ty cổ phần chứng khoán SmartInvest miễn trách đối với mọi hình thức hiểu và sử dụng Bản tin.