

Sự bùng nổ của dịch COVID-19 trên toàn cầu đã gây ra thách thức đáng kể cho nền kinh tế và thị trường tài chính thế giới. Nếu các biện pháp không đủ mạnh, dịch bệnh có thể lây lan nhanh và gây quá tải hệ thống y tế địa phương, khiến người dân sợ hãi và do đó, giảm đột ngột các hoạt động kinh tế hàng ngày, gây ra một cú sốc kinh tế. Ngược lại, nếu các biện pháp phòng dịch quá khắt khe, người dân và các cơ quan chính phủ có thể sợ các biện pháp hạn chế hơn chính căn bệnh này, cũng gây gián đoạn hoạt động kinh tế. Nói cách khác, sự cân bằng giữa các biện pháp chống dịch và mục tiêu kinh tế là khó đạt được tại thời điểm này, khi có quá nhiều bất ổn và không chắc chắn.

Tuy nhiên, khi so sánh giữa tình trạng kinh tế hiện tại với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, chúng ta thấy điểm khác biệt rõ rệt đó là vấn đề ở thời điểm hiện tại không phát sinh từ bảng cân đối kế toán như năm 2008. Sự sụp đổ của giá tài sản trong 2008 và các khoản nợ dưới chuẩn mất khả năng thanh toán gây làn sóng suy thoái bảng cân đối kế toán. Trong khi ở thời điểm hiện tại, vấn đề của doanh nghiệp gặp phải thực sự chỉ là khủng hoảng thanh khoản không phải khủng hoảng khả năng thanh toán. Do đó, có thể nói một cách an toàn rằng khi đại dịch kết thúc, dòng tiền của các doanh nghiệp này được khôi phục và họ vẫn có thể thanh toán các khoản nợ. Ngoài ra, thời điểm này không có sản phẩm phái sinh phức tạp như CDO (nghĩa vụ nợ thế chấp) và CDS (hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng) như 2008. Hầu hết các tài sản có performance kém chủ yếu là cổ phiếu và trái phiếu có cấu trúc tương đối đơn giản, do đó có thể đo lường được.

Như vậy, vấn đề thực sự của cuộc suy thoái này là thiếu thanh khoản, cả về ý nghĩa thị trường tài chính và ý nghĩa hoạt động kinh tế thực sự. Mặc dù nhờ những nỗ lực chính sách tiền tệ kịp thời của các ngân hàng trung ương trên toàn cầu có thể hứa hẹn về việc giải quyết vấn đề thiếu thanh khoản thị trường tài chính, tuy nhiên ở thời điểm hiện tại, vấn đề thanh khoản còn nan giải bởi vì các chính sách tài khóa vẫn còn mơ hồ.

Chúng tôi nghĩ rằng có thể có ba kịch bản thị trường tài chính mà dịch COVID-19 có thể đưa chúng ta đến:

1. Kịch bản lạc quan (thuốc/vaccine cho COVID-19 được kiểm chứng và triển khai sớm). Trong tình huống này, nền kinh tế có thể tránh được những khó khăn về thanh khoản rất sớm, và với việc triển khai nhanh chóng các loại thuốc và phương pháp điều trị hiệu quả, các biện pháp hạn chế đối với COVID-19 trên toàn cầu có thể sớm được gỡ bỏ. Điều đó có nghĩa là dịch COVID-19 chỉ khiến nền kinh tế toàn cầu mất 2 quý tăng trưởng âm (1Q20-2Q20), và rất có thể sẽ dẫn đến sự phục hồi hình chữ V trên thị trường tài chính. Xem xét nền



We Create **Fortune**

kinh tế đã hoạt động ở mức tồn kho tương đối thấp trước khi bùng phát COVID-19, nền kinh tế sẽ trở lại giai đoạn mở rộng của chu kỳ hàng tồn kho.

2. Kịch bản cơ sở (thuốc/vaccine cho COVID-19 không thể triển khai sớm, nhưng thị trường tài chính và vấn đề thanh khoản được giải quyết bằng chính sách tài khóa và tiền tệ). Nền kinh tế toàn cầu sẽ trải qua 3 quý tăng trưởng âm và quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng gấp gheh sau đại dịch COVID-19.

3. Kịch bản bi quan (thuốc/vaccine cho COVID-19 không thể triển khai sớm, thị trường tài chính và kinh tế thiếu thanh khoản không được giải quyết bằng chính sách tài khóa và tiền tệ). Thất nghiệp lan rộng và các doanh nghiệp đóng cửa hàng loạt có thể xảy ra, do tác động từ cú sốc phi kinh tế của COVID-19 đã gây ra thiệt hại vĩnh viễn cho cơ cấu kinh tế, dẫn đến suy thoái kéo dài 6 quý (18 tháng) như trường hợp của khủng hoảng tài chính 2008.

Thị trường chứng khoán sẽ trông như thế nào trong ba kịch bản này? Áp dụng phương pháp tính hệ số P/E đã được điều chỉnh theo yếu tố chu kỳ của nền kinh tế (cyclical adjusted price-earnings ratio - CAPE) được phát triển bởi nhà kinh tế học từng đoạt giải Nobel Robert Shiller, chúng ta có thể định giá chỉ số VN-Index trong mỗi ba kịch bản.

Kịch bản lạc quan: Trong trường hợp này, các thị trường nhanh chóng hồi phục lại với thanh khoản dồi dào hơn so với trước khi COVID-19 diễn ra do các chính sách kích thích và nới lỏng đã được triển khai trong cuộc chiến chống dịch COVID-19. Trong trường hợp như vậy, chỉ số VN-Index nhanh chóng hướng tới mức chỉ số giá trị hợp lý dài hạn là 778 – 810 điểm cao hơn khoảng hơn 20% so với mức giá ngày 24 tháng 3.

Kịch bản cơ sở: Nền kinh tế sẽ trải qua 3 quý tăng trưởng âm trước khi quay trở lại mức tăng trưởng chậm, tương đương với đợt suy thoái năm 2012 tại Đài Loan. Sử dụng định giá trong giai đoạn đó làm chuẩn và dự đoán cho đến hiện tại, giá trị hợp lý của chỉ số VN-Index sau khi các vấn đề thanh khoản được giải quyết sẽ nằm trong khoảng 672 – 692 điểm (hơn 2 ~ 5% so với mức giá đóng cửa ngày 24 tháng 3), và sau đó dần dần tiến về giá trị hợp lý dài hạn của chỉ số là 778 – 810 điểm khi nền kinh tế dần thoát ra khỏi suy thoái. (mất 17 tháng sau cuộc suy thoái năm 2012).

Kịch bản bi quan: Đại dịch mặc dù là một sự kiện phi kinh tế, nhưng gây ra thiệt hại vĩnh viễn cho nền kinh tế, trong đó chỉ số VN-Index có thể giảm xuống mức định giá tương đương 2008, dự kiến đến vùng 515 – 527 điểm trong kịch bản này (-20% so với mức giá ngày 24 tháng 3).

Tóm lại, liệu thuốc/vaccine có thể được phát triển sớm hay không là sự khác biệt chính giữa kịch bản đầu tiên và hai kịch bản cuối cùng. Chìa khóa cho việc hai hoặc ba kịch bản có thể được khôi phục là liệu chính sách tài khóa và tiền tệ có thể giải quyết được rủi ro thanh khoản hay không. Hiện tại, chúng tôi nghĩ rằng thuốc và vắc-xin sẽ không được phát triển nhanh



We Create **Fortune**

chóng, nhưng chính sách tài khóa và tiền tệ sẽ làm giảm nhẹ vấn đề về thanh khoản, vì vậy chúng tôi tin rằng kịch bản hai là có khả năng nhất.

Trong kịch bản này, ngoài giá thị trường chứng khoán đã hợp lý, trên thực tế, thị trường tài chính sẽ trải qua những thay đổi về cơ chế.

Khi sự phục hồi kinh tế toàn cầu trở lại biến động, thị trường tài chính sẽ phản ứng thế nào? Nếu sự phục hồi kinh tế là gặp ghềnh do thiếu động lực về cơ bản, chúng ta có thể sẽ trải qua sự suy giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, miễn là nền kinh tế toàn cầu có thể tránh được khủng hoảng tín dụng và khủng hoảng thanh khoản, thế giới sau đại dịch chắc chắn sẽ có một môi trường tiền tệ thậm chí còn nới lỏng hơn. Cho đến thời điểm hiện tại, chúng ta không có đủ bằng chứng, thế giới hậu đại dịch sẽ được theo sau bởi một xu hướng giảm hay không, nhưng chúng tôi chắc chắn một sự thay đổi mô hình trong đầu tư sẽ diễn ra.

Do đó, hậu đại dịch, nhà đầu tư sẽ chứng kiến mức lãi suất thấp hơn bao giờ hết gây khó chịu theo nghĩa là mọi tài sản chất lượng và an toàn sẽ khá đắt, điều mà chúng ta gọi là sự khan hiếm về các tài sản chất lượng an toàn. Như vậy, **các nhà đầu tư chỉ có thể đầu tư vào các doanh nghiệp** chất lượng mà họ có thể chắc chắn sẽ sống sót sau đại dịch và sự phục hồi gặp ghềnh trong thời gian dài. Chúng tôi đề xuất ba loại doanh nghiệp nên đầu tư: **Tăng trưởng** (có định hướng phát triển rõ ràng không phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế), **Doanh nghiệp lớn** (có nguồn lực và mạng lưới trên toàn thế giới để đa dạng hóa rủi ro), và **Chất lượng** (bảng cân đối lành mạnh và dòng tiền ổn định). Ngược lại, các doanh nghiệp mang tính chu kỳ sẽ có hiệu suất mờ nhạt trong một khoảng thời gian dài. Tóm lại, sự thay đổi của mô hình nền tảng trong giai đoạn hậu đại dịch có thể là một sự phân hóa cực đoan giữa các tài sản “rất đắt” và “rất rẻ”.



We Create **Fortune**

CÔNG TY TNHH CHỨNG KHOÁN YUANTA VIỆT NAM

Phòng phân tích khối khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

+84 28 3622 6868 ext 3826

minh.nguyen@yuanta.com.vn

Lý Thị Hiền

Trưởng phòng NC-PT

+84 28 3622 6868 ext 3908

hien.ly@yuanta.com.vn

Quách Đức Khánh

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3833

khanh.quach@yuanta.com.vn

Nguyễn Trịnh Ngọc Hồng

Chuyên viên phân tích

+84 28 3622 6868 ext 3832

hong.nguyen@yuanta.com.vn

Phạm Tấn Phát

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3880

phat.pham@yuanta.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng cá nhân

Nguyễn Thanh Tùng

Giám đốc Môi giới Hội Sở

+84 28 3622 6868 ext 3609

tung.nguyen@yuanta.com.vn

Nguyễn Việt Quang

Giám đốc chi nhánh Hà Nội

+84 28 3622 6868 ext 3404

quang.nguyen@yuanta.com.vn

Võ Thị Thu Thủy

Giám đốc chi nhánh Bình Dương

+84 28 3622 6868 ext 3505

thuy.vo@yuanta.com.vn

Nguyễn Mạnh Hoạt

Giám đốc chi nhánh Chợ Lớn

+84 28 3622 6868 ext 3847

hoat.nguyen@yuanta.com.vn

Bùi Quốc Phong

Giám đốc chi nhánh Đồng Nai

+84 28 3622 6868 ext 3701

phong.bui@yuanta.com.vn

Chung Kim Hoa

Giám đốc Khối khách hàng người Hoa

+84 28 3622 6868 ext 3828

hoa.chung@yuanta.com.vn

Đinh Thị Thu Cúc

Giám đốc chi nhánh Vũng Tàu

+84 28 3622 6868 ext 3203

cuc.dinh@yuanta.com.vn

Võ Đình Tuấn

Giám đốc chi nhánh Đà Nẵng

+84 28 3622 6868 ext 3301

tuan.vo@yuanta.com.vn

Nguyễn Đức Hoàn

Giám đốc trung tâm kinh doanh Nam Hà Nội

+84 28 3622 6868 ext 3409

hoan.nguyen@yuanta.com.vn



We Create Fortune

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12-month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2018 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be affected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written