



Ảnh hưởng của Quyết định 1870  
**Lên Kinh tế vĩ mô**  
**Và thị trường chứng khoán**

## MỤC LỤC

<b>Tác động ảnh hưởng đến kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán.....</b>	<b>3</b>
Nguyên nhân cắt giảm lãi suất của Ngân hàng nhà nước Việt Nam: .....	3
Phân tích chính sách của Ngân hàng nhà nước: .....	6
Ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán:.....	9
Dự báo xu hướng chính sách tiền tệ và ảnh hưởng đến TTCK .....	11
<b>Các tác động đến nhóm ngành trên thị trường chứng khoán.....</b>	<b>12</b>
Ngành ngân hàng.....	13
Ngành bảo hiểm .....	15
Ngành bất động sản thương mại.....	16
Ngành dầu khí .....	17
Ngành bất động sản khu công nghiệp .....	17
Ngành phân bón .....	18
Ngành cao su và sắn lát.....	18
Ngành ô tô .....	19
Ngành dược phẩm .....	19
Ngành thủy sản.....	20
Ngành hóa chất .....	20
Ngành công nghệ thông tin .....	20
Ngành tiêu dùng .....	21
Ngành xây dựng.....	21
Ngành cảng biển .....	21
Ngành vận tải biển .....	22
Ngành xi măng.....	22
Ngành dệt may .....	23
Ngành hàng không .....	24
Ngành nhựa .....	24
Ngành điện .....	25
Ngành thép .....	26
<b>Phụ lục.....</b>	<b>28</b>

## Tác động ảnh hưởng đến kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán

### Tóm tắt nội dung chính:

- Các ngân hàng trung ương trên thế giới đồng loạt điều chỉnh chính sách tiền tệ về trạng thái nới lỏng để đối phó với triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới trở nên tiêu cực từ đầu năm 2019
- Đứng trước xu hướng này, SBV giảm 25 bps (0.25%) trên bốn loại lãi suất điều hành khác nhưng vẫn giữ mức lãi suất cơ bản ở mức 6.25% theo QĐ số 1870/QĐ-NHNN. Ngày 12/09/2019
- Khả năng chính sách lãi suất sắp tới của SBV sẽ chỉ dừng ở mức này hoặc hạ thêm 0.25% tùy vào quyết định cắt giảm tiếp theo của các NHTW lớn như PBOC, FED và ECB, do điều kiện kinh tế vĩ mô Việt Nam đang ở mức tốt (Xét theo 4 yếu tố: GDP, tỷ giá, CPI và cung tiền M2)
- Động thái này của SBV khá hợp lý và thiên về thông điệp nhiều hơn, và chưa có tác động lớn đến lãi suất trên thị trường tiền gửi. Do vậy SBV vẫn còn nhiều dư địa tài chính để điều tiết thị trường so với các NHTW khác
- Nhìn chung, lãi suất đi ngược với chứng khoán. Giai đoạn lãi suất điều hành giảm, thì thị trường chứng khoán khởi sắc (từ năm 2011 đến nay).
- Nếu Lãi suất thị trường một giảm khoảng 0.25%, chúng tôi ước tính Lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp niêm yết tăng khoảng hơn 1%
- Nếu lãi suất giảm khoảng 0.25%, nhóm ngành hưởng lợi bao gồm các ngành có đòn bẩy cao như BĐS thương mại, Dầu khí, Phân bón, điện, thép... (lợi nhuận trước thuế tăng khoảng 1.6% đến 3.6%)
- Ngành ngân hàng tuy tăng điểm mạnh trong phiên (13/09) nhưng đây phần nhiều là yếu tố tâm lý do nhóm này thường không được hưởng lợi nhiều trong môi trường nới lỏng. Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ cũng bị ảnh hưởng khá tiêu cực nếu giảm lãi suất tiền gửi ngân hàng xuống 0.25%.

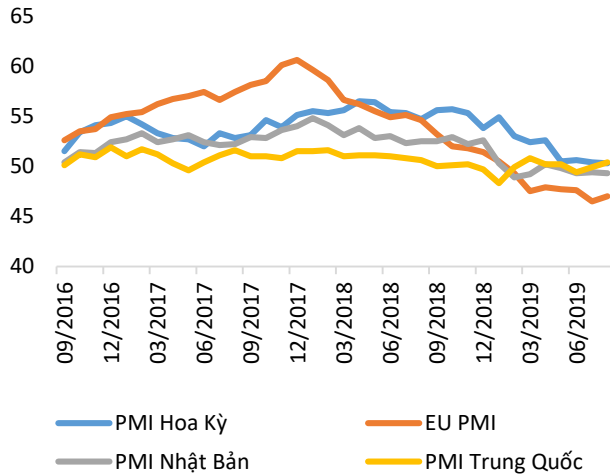
### Nguyên nhân cắt giảm lãi suất của Ngân hàng nhà nước Việt Nam:

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ban hành quyết định số 1870/QĐ-NHNN ngày 12/9/2019 giảm 25 bps (0.25%) đối với bốn loại lãi suất điều hành: lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng, và lãi suất chào mua giấy tờ có giá qua nghiệp vụ thị trường mở. Việc giảm lãi suất điều hành như vậy phù hợp với bối cảnh vĩ mô toàn cầu và đồng pha cùng chính sách điều hành tiền tệ của các ngân hàng trung ương chủ chốt, khi triển vọng kinh tế thế giới trở nên tiêu cực từ đầu năm 2019.

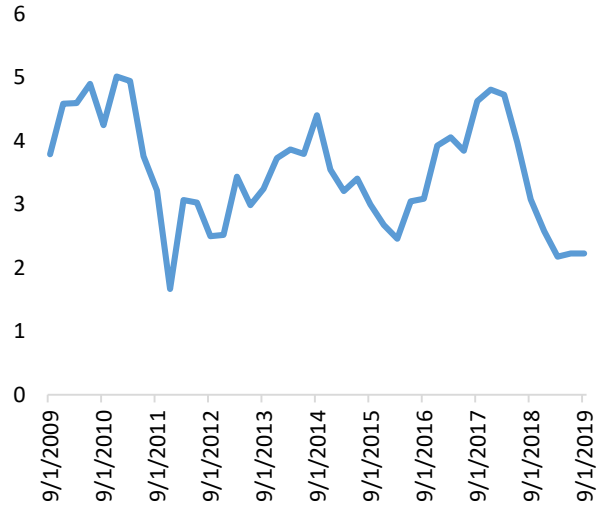
**Bối cảnh vĩ mô toàn cầu: Tăng trưởng GDP ở mức thấp khoảng 2% sau khi liên tục suy yếu từ đầu năm 2018.** GDP theo quý tại Hoa Kỳ đã giảm xuống mức 2% trong quý II từ mức 3.1% trong quý I. GDP theo quý tại Châu Âu cũng giảm dần từ đầu quý I/2018 xuống mức thấp 0.2% trong quý II/2019. GDP theo quý tại Trung Quốc cũng dao động tại mức thấp 1.4-1.6% từ đầu quý I/2018. GDP theo quý tại Nhật Bản cũng giảm xuống mức thấp 0.3% trong quý II từ mức 0.5% trong quý I. Tại các nền kinh tế trụ cột, khu vực sản xuất tiếp tục phát triển chậm lại thể hiện qua việc điều chỉnh giảm của chỉ số PMI. Việc điều hành chính sách tiền tệ bị chi phối bởi: (1) Thương chiến Trung Quốc – Hoa Kỳ, và bất ổn kéo dài của công cuộc rút lui

của Anh khỏi Liên minh Châu Âu, tác động tiêu cực tới việc đầu tư cho phát triển kinh doanh; (2) Yếu tố rủi ro tới từ sự mất cân bằng tài chính của Trung Quốc; và (3) Lạm phát cơ bản suy yếu dưới mức mục tiêu tại các nước phát triển.

**Đồ thị 1: Chỉ số PMI các nền kinh tế**



**Đồ thị 2: Tăng trưởng GDP toàn cầu**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

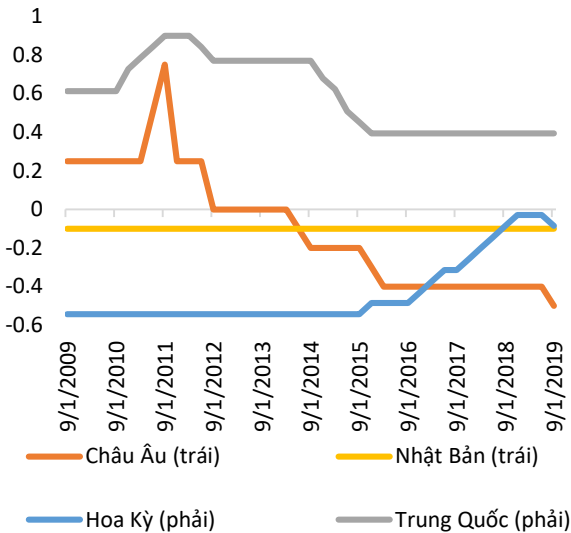
**Trước tình hình như vậy, các ngân hàng trung ương chủ chốt chuyển trạng thái.** 4 ngân hàng TW lớn đã kết thúc nỗ lực bình thường hóa việc điều hành chính sách tiền tệ (đưa lãi suất điều hành về mức cao hơn nhằm tạo dư địa cho việc điều hành tiền tệ phòng tránh trường hợp một cuộc suy thoái trong tương lai gần). Tiêu biểu là động thái của các Ngân hàng trung ương lớn nhất gồm Hoa Kỳ, Châu Âu, Trung Quốc và Nhật Bản.

- Cục Dự trữ Liên bang Hoa kỳ (FED), nơi đã bắt đầu tiến trình tăng lãi suất vào cuối năm 2015, mới đây cũng cắt giảm lãi suất lần đầu tiên sau hơn một thập kỷ, kể từ cuộc khủng hoảng vào năm 2008.
- Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) cũng vừa cắt giảm lãi suất điều hành 10 bps xuống -0.5% và tái khởi động chương trình mua trái phiếu chính phủ tại mức 20 tỷ €/tháng kể từ tháng 11.
- Ngân hàng Trung ương Nhật Bản có thể sẽ bàn về việc nới lỏng, khi lạm phát và xuất khẩu được cho là đã trở nên tiêu cực trong thời gian qua.
- Trong khi đó, Ngân hàng trung ương Trung Quốc (PBOC) thông báo hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc 0,5% và sẽ giảm tới 1% đối với một số ngân hàng đủ tiêu chuẩn. Quyết định này có hiệu lực từ ngày 16/9. Theo PBOC, động thái trên đồng nghĩa bơm thêm thanh khoản 900 tỷ nhân dân tệ (126,35 tỷ USD) vào nền kinh tế số hai thế giới. Đây là lần thứ 3 PBOC hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong năm nay và là lần thứ 7 kể từ đầu năm 2008.

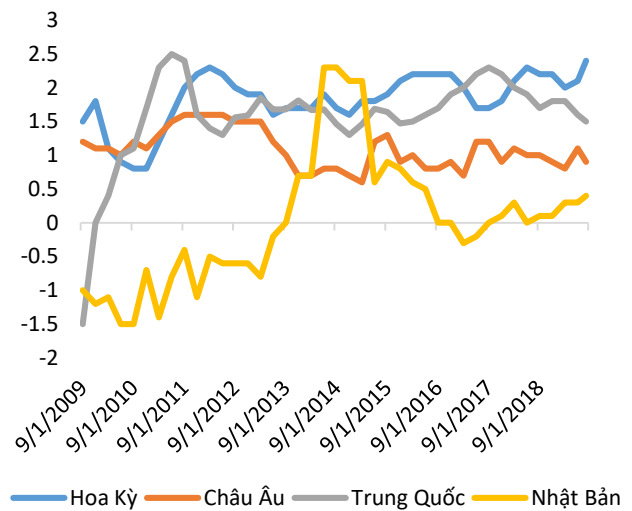
Như vậy, FED – ngân hàng trung ương quan trọng nhất nơi quyết sách ảnh hưởng mạnh tới xu thế điều hành tiền tệ thế giới – càng chịu thêm áp lực điều chỉnh giảm lãi suất trong kỳ họp sắp tới vào ngày 18/09/2019. Mặc cho lạm phát cơ bản tăng lên mức 2.4% lũy kế 8 tháng từ đầu năm 2019, một đợt điều

chính giảm khả năng cao sẽ được thực hiện trong lần họp này hoặc cuộc họp kế tiếp trong tháng 10 và 12. Chủ tịch FED Jerome Powell cũng phát tín hiệu về khả năng cắt giảm thêm trong năm 2020.

**Đồ thị 3: Lãi suất điều hành**



**Đồ thị 4: Lạm phát cơ bản**

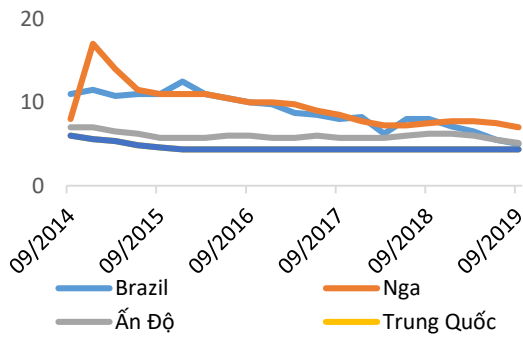


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

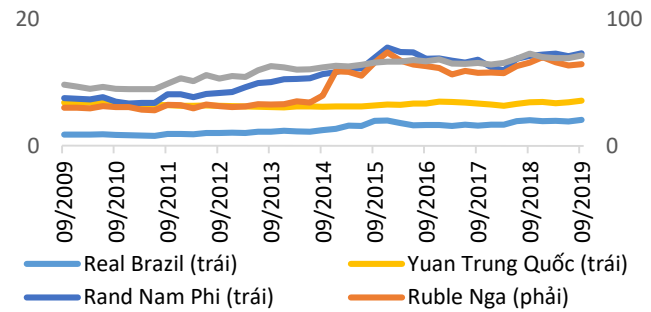
Từ đầu năm tới nay đã có hơn ba mươi ngân hàng trung ương trên thế giới cắt giảm lãi suất sau khi FED báo hiệu khả năng đảo chiều chính sách theo hướng nới lỏng. Việc đồng thời cùng cắt giảm lãi suất như vậy có thể dẫn tới một cuộc chạy đua giữa các nước. Thông thường, ngân hàng trung ương cắt giảm lãi suất hoặc mua trái phiếu nhằm tăng chi tiêu và tín dụng nội địa. Tuy nhiên, lãi suất và lạm phát tại nhiều quốc gia được giữ tại mức thấp kỷ lục, làm cho việc kích thích chi tiêu và tín dụng trở nên khó khăn khi kỳ vọng giảm phát tăng. Vì vậy, việc cắt giảm lãi suất chủ yếu có tác động tới tỷ giá hối đoái giữa các nước. Cơ bản, lãi suất điều hành giảm thì tỷ giá hối đoái giảm, hàng hóa xuất khẩu rẻ hơn và hàng hóa nhập khẩu đắt hơn, tăng thu nhập quốc gia và kích thích lạm phát. Các nhà điều hành thường tránh việc lấy tỷ giá hối đoái làm mục tiêu cho việc điều hành chính sách tiền tệ bởi khả năng tăng căng thẳng địa chính trị. Nhưng việc lạm phát được giữ tại mức thấp trong suốt nhiều năm liền khiến điều hành tỷ giá trở thành chính sách khả dĩ nhất để kích thích lạm phát và hoạt động kinh tế. Không quốc gia nào muốn mất lợi thế thương mại ngắn hạn bởi đồng tiền nội địa tăng giá. Do đó, Ngân hàng TW của các quốc gia liên tục bắt đầu giảm lãi suất (chi tiết tại Phụ Lục: 01- trang 28)

Riêng trong tháng tám 2019, trong khối các quốc gia đang phát triển, số các quốc gia cắt giảm lãi suất so với các quốc gia tăng lãi suất, tăng đột biến lên thành 14 nước, nhiều nhất từ cuộc khủng hoảng 2008. Trong khối BRICS: Brazil đã cắt giảm 50 bps trong tháng 7; Nga đã cắt giảm 25 bps trong tháng 6, 7, và 9; Ấn Độ đã cắt giảm 35 bps vào tháng 8, sau khi cắt giảm 25 bps vào tháng 6, 4, và 2; và Nam Phi đã cắt giảm 25 bps vào tháng 8. Trung Quốc tuy chưa cắt giảm lãi suất nhưng cũng vừa có các động thái nới lỏng như điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc giảm 50 bps cho các ngân hàng. Việc điều hành giảm lãi suất tại các nước trên cũng diễn ra song hành cùng việc giảm giá trị đồng tiền nội địa tại các quốc gia này.

Đồ thị 5. Lãi suất điều hành



Đồ thị 6: USD vs. đồng tiền các nước



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

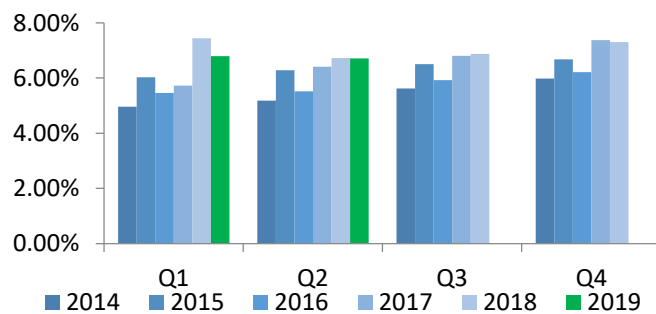
**Phân tích chính sách của Ngân hàng nhà nước:**

So sánh các quốc gia khác, tình hình kinh tế Việt nam đang tạo lợi thế khá lớn cho SBV trong điều hành chính sách kinh tế vĩ mô nhờ sự bình ổn tỷ giá, CPI, và tốc độ tăng trưởng kinh tế vẫn đang ở trạng thái khả quan. Trước xu thế cắt giảm lãi suất toàn cầu, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cũng đã giảm 25 bps một số lãi suất điều hành theo xu hướng chung. SBV giảm bốn loại lãi suất điều hành: lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng, và lãi suất chào mua giấy tờ có giá qua nghiệp vụ thị trường mở. Đáng nói, việc điều chỉnh giảm lãi suất điều hành nói trên là động thái ném đá dò đường, do lãi suất cơ bản hiện nay vẫn đang được giữ tại mức 6.25%. Động thái này là khá phù hợp với tình hình hiện tại của SBV khi họ vẫn còn nhiều dư địa tài khóa để điều hành chính sách tiền tệ tùy theo tình hình kinh tế và diễn biến chính sách của các NHTW khác.

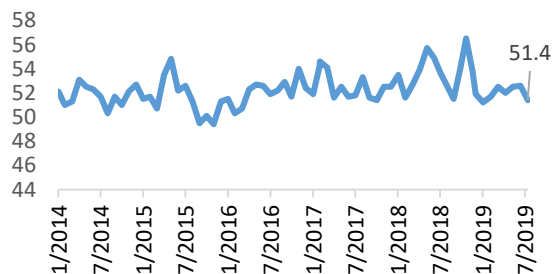
**Sức khỏe của nền kinh tế Việt Nam được thể hiện rõ nét nhất trên 4 yếu tố sau:**

**Tốc độ tăng trưởng kinh tế GDP và chỉ số PMI Nhanh so với khu vực:** Hưởng lợi từ hoạt động chiến tranh thương mại Hoa Kỳ - Trung Quốc, tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam vẫn duy trì ở mức cao với GDP quý II đạt mức 6.71% và GDP 6 tháng đạt mức 6.76%. Cấu phần tiêu dùng nội địa vẫn duy trì mức tăng trưởng đều đặn 10%, đi kèm với hoạt động xuất nhập khẩu được hưởng lợi từ căng thẳng chiến tranh thương mại đã giúp GDP Việt Nam duy trì mức tăng trưởng cao trên 6.7% (mức trung bình các quý trong giai đoạn 2014-2019 là 6.48%). Với tốc độ tăng GDP hiện tại, Việt Nam đang gần như cao nhất khu vực.

Đồ thị 6. Tốc độ tăng trưởng GDP (2014-2019)



Đồ thị 7. Chỉ số PMI (2014-2019)



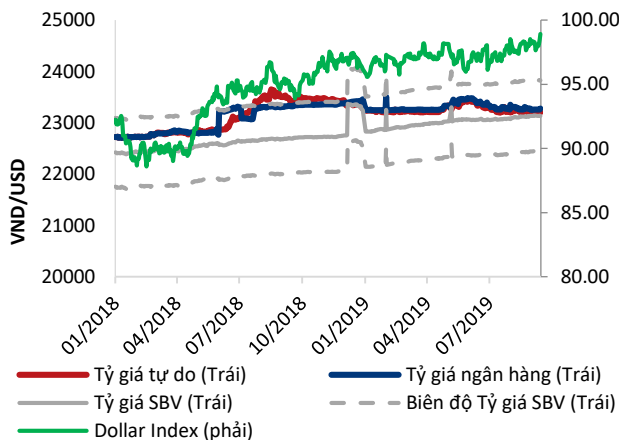
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tuy nhiên, không phải là không có các dấu hiệu tăng trưởng chậm. Chỉ số PMI giảm từ mức 52.6 của tháng 07 xuống mức 51.4 điểm trong tháng 8 và khiến mức trung bình năm 2019 giảm xuống 52.0 điểm (thấp hơn mức 53.7 của 2018). Tốc độ tăng trưởng lĩnh vực sản xuất của Việt Nam trong tháng 8 đã chậm lại khi nhu cầu khách hàng giảm và nỗi lo về suy thoái kinh đã làm hạn chế số lượng đơn đặt hàng mới và sản lượng hàng hóa. Mặc dù tốc độ tăng trưởng đang có dấu hiệu chậm lại vào tháng 08, nhưng các tín hiệu tái đàm phán trở lại của Hoa Kỳ- Trung Quốc và quyết định dời ngày nâng mức thuế cho 250 tỷ đô hàng hóa từ 25% lên 30% sang 01/10 sẽ làm suy giảm nỗi lo suy thoái của kinh tế toàn cầu trong ngắn hạn. Từ đó, sẽ làm gia tăng trở lại số lượng đơn đặt hàng cũng như sản lượng hàng hóa sản xuất.

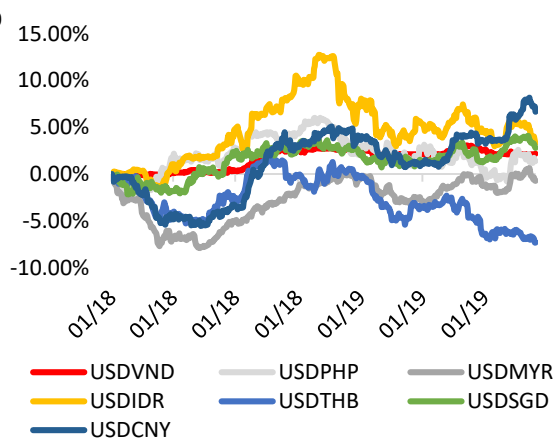
**Tỷ giá ổn định:** Tỷ giá tự do USD/VND vẫn vận động đi ngang từ đầu năm, 2019 với biên độ dao động trong khoảng từ 23,195-23,425. Ngày 13/09, tỷ giá đang giao dịch ở mức 23,200, giảm 0.3% YTD và 1.3% YoY và tăng 2.17% so với đầu năm 2018. Tỷ giá dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì ổn định nhờ tình trạng cân cân thương mại thặng dư, dự trữ ngoại hối cao, và lượng lớn nguồn tiền đô đầu tư từ khối ngoại:

- Cán cân thương mại 8 tháng đầu năm đã quay trở lại trạng thái xuất siêu và đạt 3.4 tỷ đô (-30.6% YoY) với cấu phần chính đến từ sự đóng góp của các nhóm hàng hóa chiến tranh thương mại. Tình trạng căng thẳng từ chiến tranh thương mại dự kiến sẽ duy trì xu hướng xuất siêu này cho đến cuối năm.
- Dự trữ ngoại hối của Ngân hàng nhà nước vẫn ở mức cao trong khoảng 70 tỷ đô đầu tháng 9 2019.
- Hoạt động đầu tư ngoài nước cũng đang duy trì ở mức khá tích cực giúp củng cố thêm nguồn dự trữ ngoại hối của Việt Nam. Tuy nguồn đầu tư nước ngoài trực tiếp (FDI) giải ngân 8T2019 chỉ tăng 6.3% YoY và chỉ đạt 12 tỷ đô nhưng nguồn đầu tư nước ngoài gián tiếp (FII) 8T2019 đã tăng 80% và đạt mức 9.51 tỷ đô. Tổng lượng tiền đô cung cấp từ hai hoạt động này đạt mức 21.5 tỷ đô, tăng 30% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Hơn nữa, so với các đồng tiền khác trong khu vực Châu Á, tỷ giá USD.VND đồng đang có biến động khá ổn định và Việt Nam Đồng gần như đi ngang trong 1 năm vừa qua (từ 09/2018-09/2019), trong khi đó nhiều quốc gia châu Á ghi nhận đồng nội tệ mất giá nhiều như Hàn Quốc (-5%), Trung Quốc (-2.78%)

**Đồ thị 8 Diễn biến tỷ giá USD-VND**



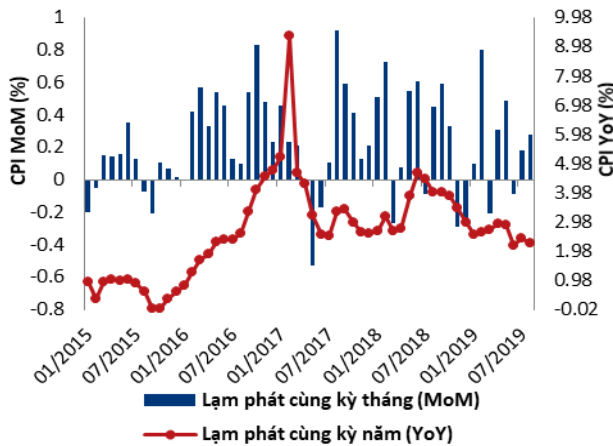
**Đồ thị 9 Diễn biến tỷ giá USD-VND**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Chỉ số giá tiêu dùng CPI duy trì ổn định:** CPI trung bình 8T2019 vẫn đang duy trì ở mức thấp nhờ giá các mặt hàng lương thực, thực phẩm chỉ tăng nhẹ trong khi nhóm giao thông và bưu chính viễn thông giảm nhẹ nhờ giá dầu. Áp lực từ giá dầu suy giảm do hai yếu tố sau: (1) Sự lo lắng về suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến nguồn cung dầu khí và (2) Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động từ quý I/2019 làm suy giảm áp lực từ giá nhập khẩu. Với CPI duy trì ở mức thấp nhất trong 2 năm, SBV sẽ có thể tăng thêm các gói kích cầu vào hệ thống ngân hàng mà chưa cần phải lo lắng nhiều về yếu tố lạm phát. Theo nghiên cứu “Đánh giá hiệu quả của chính sách tiền tệ tại Việt Nam lên giá cả và sản lượng: Bằng chứng từ phương pháp phân tích VAR” (Thi Mai Lan Nguyen, Elissaios Papyrakis & Peter A.G Van Bergeijk, 2019)<sup>1</sup>, nếu lãi suất tăng trên 2.84% sẽ khiến CPI có dấu hiệu tăng trong 4 tháng và tăng mạnh khoảng 0.28% sau 13 tháng. Ảnh hưởng từ việc hạ lãi suất điều hành của NHNN xuống 0.25% sẽ chưa có ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế Việt nam từ nay đến cuối năm.

**Đồ thị 10. Diễn biến CPI**

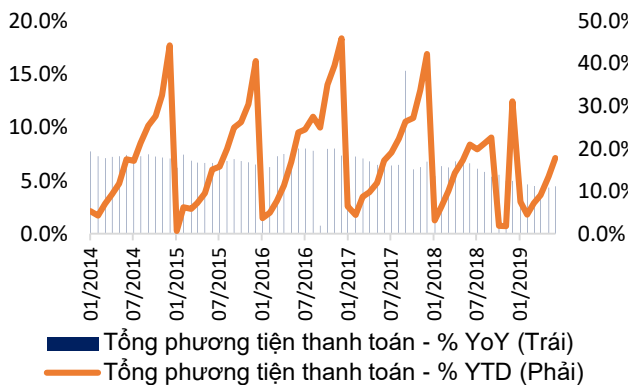


**Bảng 2. Tăng/giảm các nhóm hàng hóa CPI.**

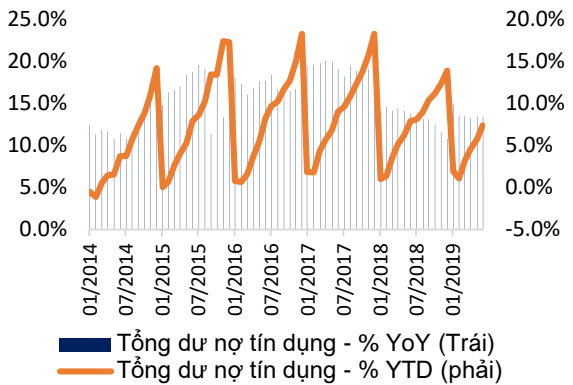
TT	Nhóm hàng hóa, dịch vụ	So với cùng kỳ (điểm %)	8T2019 với 8T2018 (điểm %)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn	1.7	3.7
2	Giao thông	-0.62	-0.99
3	Thuốc & dịch vụ y tế	8.88	2.12
4	Nhà ở & VLXD	2.8	2.74
5	Văn hóa giải trí	1.66	1.92
6	Đồ uống, thuốc lá	2.12	2.46
7	May mặc, mũ nón, giày	1.85	1.77
8	Thiết bị đồ dùng gia đình	1.36	1.36
9	Giáo dục	6.6	6.32
10	Bưu chính viễn thông	-0.61	-0.72
11	Khác	2.94	2.46
<b>Chỉ số giá tiêu dùng</b>		<b>2.26</b>	<b>2.57</b>

Nguồn: GSO, BSC Research

**Đồ thị 11. Tăng trưởng cung tiền (M2)**



**Đồ thị 12. Tăng trưởng tín dụng**



Nguồn: FinnPro, BSC Research



**Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 ở mức thấp hơn mọi năm:** Tổng phương tiện thanh toán (M2) hiện tại có mức tăng trưởng khá thấp trong 5 năm, với mức trung bình 6T2019 của tăng trưởng cùng kỳ chỉ đạt 11.56% (giai đoạn 5 năm 2014-2019 có tốc độ tăng trưởng trung bình là 16%) với tốc độ tăng trưởng tín dụng 8T2019 đạt mức 8%. Hiện tượng này xảy ra là nhờ các thông tư siết chặt hoạt động tín dụng ngắn hạn của nhóm vay Bất Động Sản và việc hạn chế hoạt động đảo nợ của các doanh nghiệp nhằm nâng cao chất lượng và khả năng chi trả tín dụng. Nhìn chung, lượng tiền M2 và CPI đều đang nằm ở mức thấp cho thấy NHNN vẫn còn khá nhiều dư địa để thi hành chính sách nới lỏng.

**Dựa trên bốn yếu tố trên, Ngân hàng nhà nước Việt Nam chưa có sức ép lớn như các quốc gia khác.** Với tăng trưởng GDP cao, thanh khoản trong hệ thống dồi dào, chỉ số giá tiêu dùng ở mức thấp và dự trữ ngoại hối lớn nằm ở mức cao, Việt Nam đang ở trạng thái khá ổn định so với nhiều quốc gia. Việc giảm một số lãi suất lãi suất gần nhất của SBV phần nhiều là theo xu hướng chung của thế giới khi áp lực lãi suất toàn thế giới suy giảm nhẹ. Hiện nay, đa số các quốc gia phát triển đều có mức lãi suất khá thấp và đang có dấu hiệu chuyển dịch dần sang chính sách nới lỏng. Sự suy giảm này sẽ tạo một mặt bằng chung thấp hơn của toàn bộ các mức lãi suất trên thế giới khi kinh tế toàn cầu tiến vào trạng thái kích cầu chính thức nhằm chống lại giai đoạn kinh tế khó khăn. Điều này sẽ tạo lợi thế cho Ngân hàng nhà nước Việt Nam không cần vội vã trong chính sách và có thêm nhiều dư địa để điều tiết thị trường khi nền kinh tế đi vào trạng thái khó khăn hơn.

### Ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán:

Đối với các quốc gia trên thế giới tác động lớn từ thay đổi chính sách tiền tệ đến nền kinh tế thật đều có độ trễ, từ 9 tháng – 18 tháng. Tuy nhiên, tác động của việc cắt giảm lãi suất thường sẽ được các nhà đầu tư cân nhắc vào ngay trong phiên giao dịch mà thông tin cắt giảm lãi suất được công bố, và dần dần thể hiện vào kết quả của các doanh nghiệp và khả năng chấp nhận định giá của Nhà đầu tư.

**Bảng 3. tăng/giảm của VN-Index với việc giảm lãi suất điều hành của SBV giai đoạn 2008-2019**

Ngày	Điểm % cắt giảm	± Ngày	± 1 Tháng	± 3 Tháng	± 6 Tháng
16/9/2019*	0.25	1.10%	--	--	--
10/7/2017	-0.25	-0.90%	2.2%	4.1%	30.5%
17/03/2014	-0.5	0.60%	-3.3%	-4.7%	4.2%
10/5/2013	-1	0.00%	7.9%	3.0%	2.6%
26/03/2013	-1	-0.80%	-3.1%	-3.3%	-0.9%
24/12/2012	-1	0.7%	13.2%	22.6%	22.5%
11/4/2012	-1	1.80%	4.6%	-11.2%	-14.1%
3/12/2008	-1	-0.40%	2.3%	-18.0%	45.3%
<b>Trung bình</b>		<b>0.26%</b>	<b>3.41%</b>	<b>-1.07%</b>	<b>12.88%</b>

Nguồn: Bloomberg, BSC Research, \* cắt giảm 1 số lãi suất điều hành

Như theo bảng 3, việc ngân hàng nhà nước cắt giảm lãi suất thường sẽ khiến VNindex tăng điểm 0.26%- % điểm ngay trong phiên và kéo dài đến mức 3.4% vào tháng sau. Tuy suy giảm nhẹ sau 3 tháng nhưng Vnindex thường tăng điểm trong 6 tháng sau khi việc cắt giảm lãi suất đã có tác động dần vào nền kinh tế. Hiện tượng tăng điểm của TTCK xảy ra do việc cắt giảm lãi suất sẽ làm gia tăng kỳ vọng của các nhà đầu tư vào kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh. Lợi nhuận gia tăng đến từ hai nguyên nhân chủ yếu:

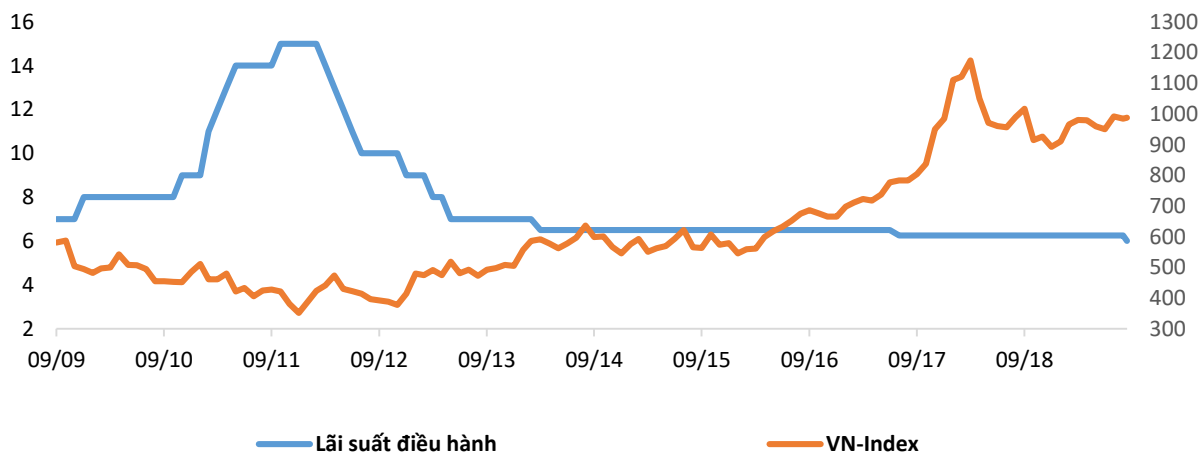
- (1) Chi phí đi vay giảm nhẹ sẽ cải thiện hoạt động dòng tiền của doanh nghiệp và tạo thêm nguồn kinh phí để thực hiện thêm các dự án đầu tư, hoạt động tài chính và các thương vụ M&A.
- (2) Người tiêu dùng sẽ chi tiêu nhiều hơn khi các mức lãi suất cho vay suy giảm và từ đó, làm gia tăng trở lại doanh số bán hàng của các doanh nghiệp.

Hơn nữa, định giá cơ bản cho các doanh nghiệp sẽ được tăng thêm trong các tính toán của các nhà đầu tư do họ cho rằng:

- (1) Doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi từ các chính sách kích cầu kinh tế và
- (2) Chi phí nguồn vốn cùng với chi phí cơ hội sẽ thấp hơn.

Các yếu tố trên đã khiến lãi suất điều hành gần như có xu hướng đối nghịch với đà tăng của thị trường chứng khoán như được biểu diễn ở trong đồ thị sau:

**Đồ thị 13. Diễn biến của VN-Index với lãi suất điều hành**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giai đoạn năm 2011- 2012 là giai đoạn khá khó khăn của nền kinh tế Việt Nam, với tốc độ tăng trưởng GDP chỉ đạt mức 5.89% vào năm 2011 và giảm xuống mức 5.03% vào năm 2012. Tình trạng lạm phát ở mức cao với chỉ số CPI đã tăng lên mức đỉnh 23% vào tháng 08 cùng với mức lãi suất điều hành nằm ở mức 14-15% trong năm 2011. Sự gia tăng nợ khó đòi của ngân hàng và đổ vỡ tín dụng đen cũng tạo điểm tối đáng ngại trong bức tranh tài chính Việt Nam năm 2011. Tình hình kinh tế suy giảm mạnh như vậy cũng có tác động mạnh lên thị trường chứng khoán, có tới 450/495 doanh nghiệp đang niêm yết trên tập trung báo lỗ; khoảng 50% doanh nghiệp nhỏ và vừa, cùng hơn một nửa số làng nghề trên cả nước bị tê liệt vì lãi

suất cao và khó tiếp cận nguồn vốn ngân hàng. Hiện tượng này đã khiến chỉ số VN-Index giảm 45% về mức 351.55 điểm vào cuối năm 2011 bởi nỗi lo lắng của nhà đầu tư về triển vọng doanh nghiệp và tình hình kinh tế vĩ mô.

Đến năm 2012-2013, có thể thấy qua đồ thị là giai đoạn SBV 4 lần liên tiếp cắt giảm lãi suất, kèm với nền kinh tế phục hồi, các chỉ tiêu Vĩ Mô ổn định trở lại, Vnindex cũng tăng trưởng tới 17% năm 2012, và 22% năm 2013.

### **Dự báo xu hướng chính sách tiền tệ và ảnh hưởng đến TTCK**

Trên góc độ tổng quan, Ngân hàng trung ương các nước nhiều khả năng sẽ duy trì chính sách nới lỏng để kích thích tăng trưởng kinh tế nhằm tránh khỏi vùng bùng suy thoái. ECB tiếp tục chính sách kinh tế nới lỏng bằng cách giảm 0.1% lãi suất, kỳ họp sắp tới của FED đang được các nhà đầu tư dự đoán là sẽ cắt giảm về mức 1.75%-2.00% vào ngày 18/09 với xác suất lên đến 80%. PBOC vẫn tiếp tục đưa ra các gói kích thích tốc độ tăng trưởng nền kinh tế của Trung Quốc trong thời gian gần đây.

Ngắn hạn, NHNN nhiều khả năng sẽ chỉ giữ lãi suất cơ bản ở mức này hoặc hạ thêm 0.25% vào cuối năm hoặc đầu năm sau nếu FED và ECB tiếp tục cắt giảm lãi suất và nới lỏng. Việc cắt giảm trên mức 0.5% là khó xảy ra khi các chỉ báo vĩ mô vẫn đang ở mức tích cực và các lần cắt giảm từ năm 2014 đến nay chỉ dừng ở mức 0.25%-0.5% trong một thời gian dài. Ngoài các chỉ tiêu vĩ mô chung thì cung tiền M2, và hoạt động của thị trường liên ngân hàng cũng sẽ là điều cần phải chú ý trong nửa cuối năm 2019, khi dữ liệu này cũng là một trong những tín hiệu quan trọng cho chính sách của NHNN.

Dài hạn hơn, chính sách của ngân hàng nhà nước Việt Nam nhiều khả năng cũng sẽ theo xu hướng chung của quốc tế do nền kinh tế Việt Nam đang ở mức hội nhập khá cao với mỗi nhọn tăng trưởng ở dựa vào xuất nhập khẩu. Nhưng nhờ các số liệu Vĩ Mô của Việt nam vẫn ở mức khá tốt, NHNN Việt Nam sẽ có thêm nhiều dư địa chính sách, cũng như sẽ linh hoạt và quan sát diễn biến của NHTW các nước, để chuẩn bị cho giai đoạn kinh tế thế giới và trong nước khó khăn hơn. Việc cắt giảm lãi suất điều hành của SBV nếu có, nhiều khả năng sẽ ở mức độ thấp hơn so với các ngân hàng trung ương khác.

## Các tác động đến nhóm ngành trên thị trường chứng khoán

Chúng tôi nhận thấy việc điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam thiên về điều tiết khối lượng cung tiền thông qua các chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng, M2. Thêm vào đó, các loại lãi suất như tái chiết khấu, tái cấp vốn không phải là nghiệp vụ được sử dụng thường xuyên, các lãi suất này thường chỉ tác động khi một số ngân hàng gặp khó khăn lớn về thanh khoản.

Do đó, việc giảm lãi suất lần này, theo đánh giá của BSC, không tác động nhiều đến mặt bằng lãi suất trên thị trường một, mà chỉ là tín hiệu cho thấy Việt Nam sẽ có thể nới lỏng các chính sách tiền tệ nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

Tuy nhiên, chúng tôi đặt ra **giả định trong trường hợp** lãi suất cho vay và lãi suất huy động của toàn thị trường **giảm 0.25%** so với mặt bằng trung bình lãi suất hiện nay và đánh giá tác động đến các ngành. Trong trường hợp giả định này, ảnh hưởng lên toàn thị trường là **TÍCH CỰC**, Lợi nhuận trước có thể gia tăng khoảng 1% nhờ việc cắt giảm lãi suất đi vay của các DN. Các ngành hưởng lợi **TÍCH CỰC** phần lớn là do cơ cấu nợ vay cao: (1) BĐS thương mại, (2) Dầu khí, (3) Phân bón, (4) điện, (5) thép... (tăng lợi nhuận trước thuế từ 1.6% đến 3.6%). Ngược lại Ngành Bảo hiểm phi nhân thọ bị ảnh hưởng khá tiêu cực nếu giảm lãi suất tiền gửi ngân hàng xuống 0.25%.

**Bảng 4. Tổng hợp ảnh hưởng đến các ngành trên thị trường chứng khoán**

STT	Ngành	Tác động	Mức độ giảm	Ảnh hưởng đến LNTT	Các cổ phiếu chịu ảnh hưởng lớn
1	Toàn thị trường (trừ ngân hàng)	<b>Tích cực</b>	0.25%	1.01%	
2	BĐS thương mại	<b>Tích cực</b>	0.25%	3.60%	NVL, HDG, HPX, VPI, VHM, DXG, SCR, DIG
3	Vận tải biển	<b>Tích cực</b>	0.25%	3.45%	PVT, HAH
4	Điện	<b>Tích cực</b>	0.25%	2.80%	PGV, POW, VSH
5	Xây dựng	<b>Tích cực</b>	0.25%	2.45%	HBC, LCG, CII
6	Phân bón	<b>Tích cực</b>	0.25%	2.20%	BFC, SFG, LAS
7	Xi măng	<b>Tích cực</b>	0.25%	2.1-2.9%	HT1, BCC, SCJ, HVX, QNC
8	Dầu khí	<b>Tích cực</b>	0.25%	1.60%	PGS, PVG, PVC, PLX, PXS.
9	Thép	<b>Tích cực</b>	0.25%	1.60%	HPG, HSG
10	Dệt may	<b>Tích cực</b>	0.25%	1.4-1.7%	TNG, TCM, HSM, FTM
11	Nhựa	<b>Tích cực</b>	0.25%	1.1-1.3%	AAA, NTP
12	BĐS Khu công nghiệp	<b>Trung lập</b>	0.25%	1.03%	SZC, BCM, IDC, HPI
13	Cao su & Săm lốp	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.86%	HRC, DRI, GVR
14	Tiêu dùng	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.87%	MSN, MWG, SBT
15	Ngân hàng	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.73%	VCB, CTG, BID, VPB, AGRB,...
16	Cảng biển	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.35%	GMD, PHP, VSC
17	Ô tô	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.14%	HAX, SVC, CTF
18	Hàng không	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.00%	
19	Thủy sản	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.05 - 0.06%	VHC, MPC, IDI
20	CNTT	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.04 - 0.06%	FPT, VTP, VGI
21	Hóa chất	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.02 - 0.05%	DGC, CSV, PAC
22	Dược phẩm	<b>Trung lập</b>	0.25%	0.02 - 0.03%	DP1, DBT
23	Bảo hiểm	<b>Tiêu cực</b>	0.25%	-6%	PVI, BMI, BVH,...

Nguồn: BSC Research

**Ngành ngân hàng**

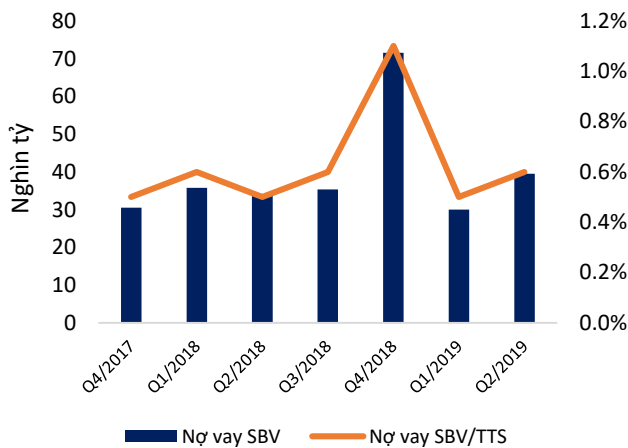
Về việc cắt giảm lãi suất điều hành của SBV lần này, BSC đánh giá không có nhiều tác động đến ngành ngân hàng chủ yếu do:

**(1) Mức giảm 0.25% một số lãi suất điều hành còn thấp**, chưa ảnh hưởng nhiều đến mặt bằng lãi suất chung.

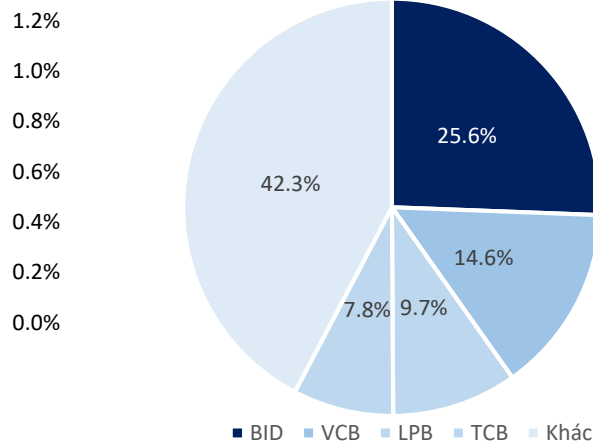
**(2) Tác động giảm chi phí vốn đầu vào là không đáng kể** do:

- Lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu không ảnh hưởng nhiều đến lãi suất hiện nay. 2 loại lãi suất này được sử dụng khi TCTD đang thiếu thanh khoản và chỉ được vay ở những trường hợp nhất định, quy mô vay vốn từ SBV còn nhỏ. Từ đó, việc ảnh hưởng đến chi phí vốn của ngân hàng là không đáng kể. BSC ước tính, tổng LN của cả ngành sẽ tăng 99 tỷ VND, mức tăng không đáng kể so với tổng LN toàn ngành hiện nay.

**Đồ thị 14. Nợ vay SBV trong hệ thống**



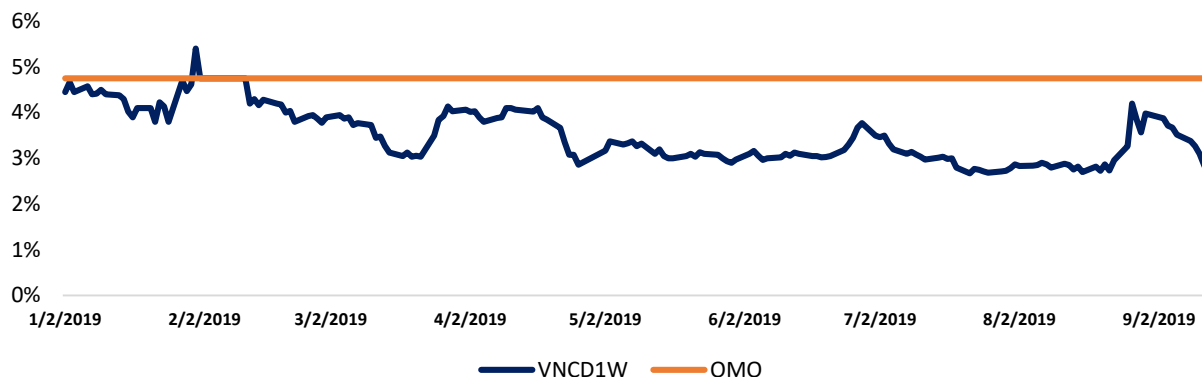
**Đồ thị 15. Tỷ trọng nợ vay SBV Q2/2019 các DN niêm yết**



*Nguồn: BCTC các DN NH niêm yết, BSC Research*

- Giảm lãi suất OMO có thể hỗ trợ giảm lãi suất liên ngân hàng, tuy nhiên tác động là không nhiều. Sau 2 lần cắt lãi suất OMO vào tháng 3/2014 và 1/2018, thông thường lãi suất liên ngân hàng sẽ điều chỉnh giảm nhẹ. Tuy nhiên, theo đánh giá của BSC, đây chỉ mang yếu tố tâm lý, chưa có tác động rõ ràng đến lãi suất liên ngân hàng do mức lãi suất liên ngân hàng hiện nay vẫn được giữ ở mức thấp (1W = 2.64% sv lãi suất OMO = 4.5%), biến động lãi suất chủ yếu phụ thuộc cung cầu. Trong trường hợp lãi suất interbank giảm có thể tác động tích cực đến một vài ngân hàng có tỷ trọng huy động trên interbank lớn (MBB, TPB, VIB...). Bên cạnh đó, do các ngân hàng cầm tỷ trọng lớn TPCP, khi lãi suất interbank giảm có thể giúp giảm lãi suất TPCP, từ đó giúp các NH có khoản lợi nhuận lớn từ CK đầu tư.

Đồ thị 16. Lãi suất giao dịch liên ngân hàng với OMO



Nguồn: Bloomberg

**(3) Lãi suất đầu ra khó giảm do nhu cầu cao từ tín dụng.**

- Tăng trưởng tín dụng hiện nay được giữ ở mức 14% trong năm 2019 và chưa có tín hiệu về việc nới room cho toàn ngành.
- Hiện chưa thấy động thái các NH sẽ giảm lãi suất cho vay chung, tuy nhiên đã cắt giảm lãi suất cho vay của một số ngành ưu tiên.

**(4) Không ảnh hưởng nhiều đến tổng quan chung ngành ngân hàng.** Chúng tôi kỳ vọng NIM của ngân hàng không có nhiều biến động so với kỳ vọng.

**(5) Trong trường hợp giả định lãi cho vay giảm 0.25%, lãi tiền gửi cũng giảm 0.25%, NIM của ngân hàng không biến động nhiều, LNTT của toàn ngành theo BSC ước tính tăng 700 tỷ VND, khá nhỏ so với quy mô LN hiện tại của ngân hàng (<1%).**

**Bảng 5. Diễn biến NIM, lãi suất trung bình và chi phí vốn (Theo quý)**

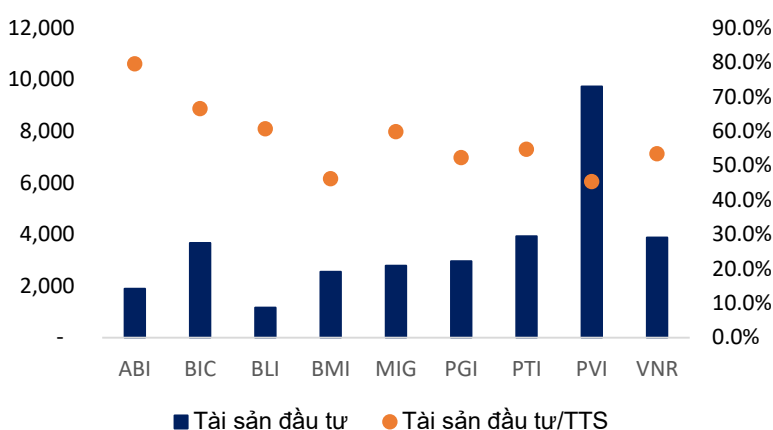
	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019
NIM	2.91%	3.05%	2.97%	2.80%	2.87%	3.08%	3.14%
Ls trung bình	7.40%	7.50%	7.63%	7.74%	7.91%	8.14%	8.24%
Chi phí vốn	4.50%	4.24%	4.12%	4.20%	5.27%	4.76%	4.81%

Nguồn: Fiinpro

## Ngành bảo hiểm

Chúng tôi đánh giá tác động đến ngành bảo hiểm là tiêu cực với quan điểm (1) LN chủ yếu của ngành bảo hiểm hiện nay đến từ lãi suất tiền gửi ngân hàng (đóng góp khoảng 80% tổng tài sản đầu tư), (1) lãi suất huy động của ngành ngân hàng nhìn chung sẽ không nhiều biến động, (3) Tiền gửi của ngành bảo hiểm có tính chất riêng là gửi với số lượng lớn nên luôn có lãi suất tốt hơn, khó bị hạ trong trường hợp lãi suất huy động toàn thị trường xuống. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị nên theo dõi thêm về biến động lãi suất tiền gửi của các DN trong thời gian tới.

**Đồ thị 17. Cơ cấu tài sản đầu tư trong tổng tài sản**



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

**Trong trường hợp giảm lãi suất tiền gửi 0.25%, mặc dù rất ít khả năng là lãi suất tiền gửi của các DN bảo hiểm sẽ giảm mức này,** BSC đánh giá sẽ tác động mạnh đến doanh thu tài chính của các DN bảo hiểm. Hiện nay, lãi suất đầu tư ròng của các DN bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết ở mức 7.0%. Theo ước tính của BSC, tổng cộng các DN sẽ giảm LN tài chính ở mức 81 tỷ VND, chiếm khoảng 6% với ước tính lợi nhuận năm 2019 toàn ngành.

Trong trường hợp lãi suất trái phiếu chính phủ giảm, điều này có tác động tích cực đến ngành bảo hiểm nhân thọ khi danh mục đầu tư của các DN này chủ yếu là TPCP với lãi suất cao. Tuy nhiên, tỷ trọng đầu tư TPCP trong DN bảo hiểm phi nhân thọ là không nhiều.

**Bảng 6. Tỷ trọng đầu tư TPCP vốn**

Q22019	ABI	BIC	BLI	BMI	MIG	PGI	PTI	PVI	VNR
Tài sản đầu tư	1,888	3,662	1,157	2,548	2,788	2,955	3,923	9,726	3,881
Tài sản đầu tư/TTS	79.5%	66.6%	60.7%	46.2%	59.8%	52.3%	54.8%	45.3%	53.4%
LN tài chính	29	66	19	44	55	14	4	188	72
% yoy	27.0%	26.6%	234.5%	127.0%	68.1%	43.4%	-141.8%	148.3%	11.8%
Lãi suất đầu tư ròng	6.2%	7.2%	6.7%	7.0%	7.9%	1.9%	0.4%	7.7%	7.4%

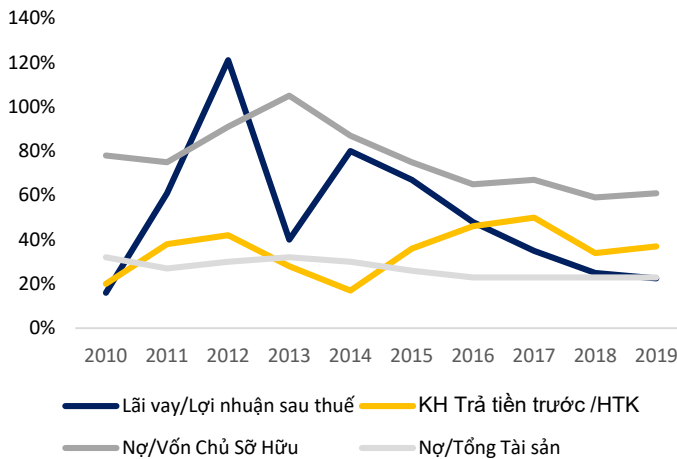
Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Các DN ảnh hưởng chính nếu có giảm lãi suất: (1) PVI – 24 tỷ VND, (2) BMI – 7 tỷ VND.

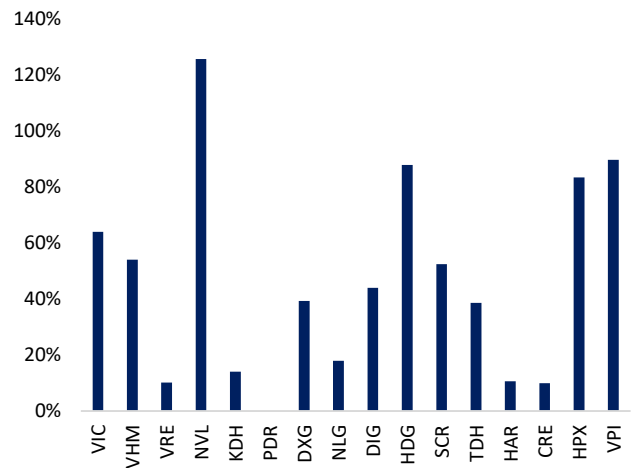
**Ngành bất động sản thương mại**

Ngành bất động sản vốn là một trong những ngành có “tính nhạy cảm” cao đối với những biến động lãi suất. Theo đó, những thay đổi trong việc điều chỉnh lãi suất cho vay có thể ảnh hưởng trực tiếp lên (1) Cơ cấu chi phí vốn của các doanh nghiệp bất động sản, với cơ cấu tài trợ vốn từ ngân hàng thường chiếm tầm 30% - 40% tổng chi phí dự án và (2) Nguồn cầu của thị trường bất động sản, trong đó phần lớn sẽ đến từ người mua. BSC đánh giá 2 yếu tố trên cũng có sự biến động ngược chiều với lãi suất. Theo đó, với giả định lãi suất dự kiến giảm 0.25% và định hướng chính sách nới lỏng tiền tệ là yếu tố tác động **TÍCH CỰC** đối với thị trường bất động sản nói chung và các doanh nghiệp bất động sản nói riêng. Tuy tỷ lệ vay nợ bình quân/ Vốn chủ sở hữu của ngành bất động sản 1H2019 đã có xu hướng giảm với thời điểm “bong bóng bất động sản” năm 2012-2013 (khoảng 91% -10%), nhưng vẫn đang duy trì quanh mức tương đối lớn khoảng 61% do các yếu tố đặc thù của ngành. Ngoài ra, xu hướng chuyển hướng bớt rủi ro từ phía chủ đầu tư sang người mua nhà thông qua việc mở bán các dự án theo đúng quy định của nhà nước và thời gian thu tiền linh hoạt hơn theo cả tiến độ/một lần đã giúp các doanh nghiệp bớt gánh nặng vào chi phí lãi vay như giai đoạn 2010-2013. Tỷ lệ lãi vay/Lợi nhuận sau thuế giảm khá mạnh từ mức 121% năm 2012 về mức 23% nửa đầu năm 2019. Chúng tôi đánh giá nếu giả định lãi suất giảm 0.25% thì LNTT dự kiến sẽ tăng khoảng 3.6%. Một số doanh nghiệp được hưởng lợi chủ yếu các doanh nghiệp có tỷ lệ D/E cao và chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu lợi nhuận như (NVL, HDG, HPX, VPI, VHM, DXG, SCR, DIG...)

**Đồ thị 17. Cơ cấu tài sản đầu tư trong tổng tài sản**



**Đồ thị 18. Các chỉ số liên quan ngành bất động sản**



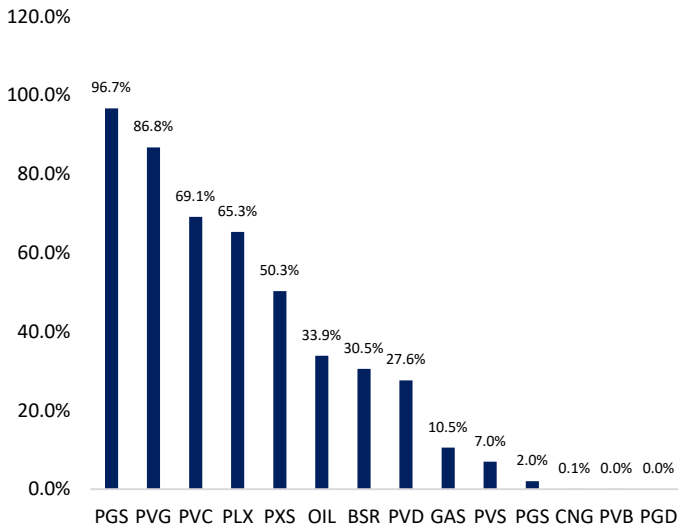
Nguồn: BSC Research



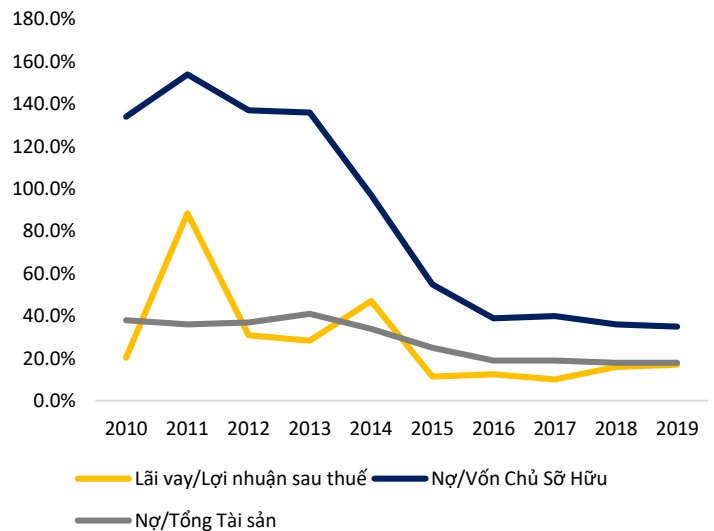
**Ngành dầu khí**

Xu hướng chi phí lãi vay/lợi nhuận trước thuế có dấu hiệu giảm dần từ năm 2011 (đạt 88.5%) xuống còn mức khá thấp trong nửa đầu năm 2019, ước tính chỉ khoảng 17% lợi nhuận trước thuế ngành. Cơ cấu nợ vay chủ yếu của ngành dầu khí tập trung chính ở phần vay ngắn hạn chủ yếu tài trợ cho hoạt động kinh doanh và ít có phần đầu tư lớn. Tỷ số tổng nợ/vốn chủ sở hữu duy trì mức thấp chỉ khoảng 35%-40% vốn chủ sở hữu, giảm khá mạnh so với giai đoạn 2010-2012 (khoảng 135%-150%) chủ yếu phần lớn do giá dầu giảm mạnh từ năm 2014 khiến cho các dự án dầu khí lớn bị đình trệ. Theo ước tính của BSC, trong trường hợp lãi suất giảm 0.25%, Lợi nhuận trước thuế cải thiện chỉ khoảng 1.6%, do đó, tác động của việc giảm lãi suất cho ngành dầu khí là khá thấp. Chúng tôi lưu ý trong trường hợp các dự án triển khai lớn được tái khởi động, mức độ ảnh hưởng của việc giảm lãi suất sẽ có tác động đáng kể hơn đến dòng dầu khí.

**Đồ thị 19. Tỷ lệ nợ / Vốn chủ sở hữu**



**Đồ thị 20. Các chỉ số liên quan ngành dầu khí**



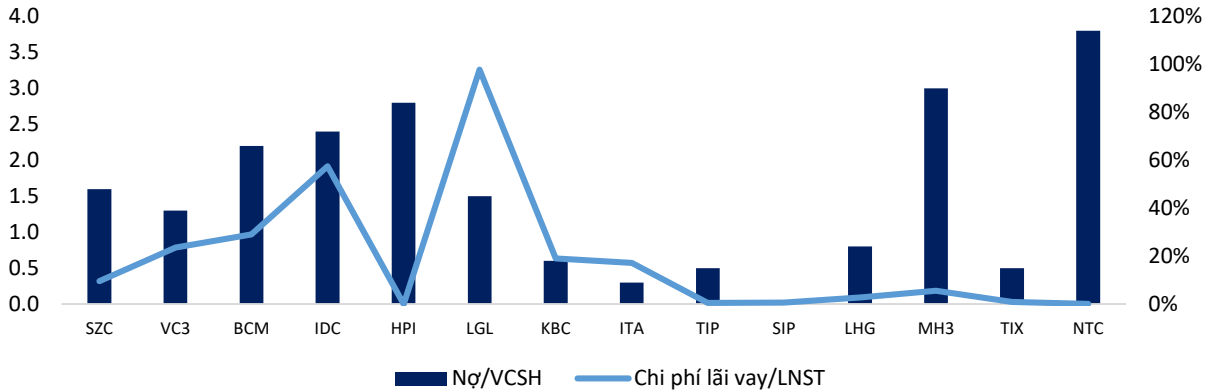
Nguồn: BSC Research

**Ngành bất động sản khu công nghiệp**

Ảnh hưởng từ việc chi phí lãi vay mặt bằng chung giảm khoảng 0.25%, chúng tôi ước tính tổng lợi nhuận sau thuế của cả ngành sẽ tăng trưởng khoảng 1.03%. Kết thúc 1H.2019, tổng chi phí lãi vay của ngành là 659 tỷ đồng, chiếm 19.7% LNTT. BSC ước tính trong ngắn hạn những doanh nghiệp mà mức LNST được cải thiện nhiều: SZC (+2.3%), BCM (+1.8%), IDC (+1.4%), HPI (+0.6%) và KBC (+0.2%). Một số DN như NTC, HPI, MH3, SZC có cấu trúc nợ vay/VCSH của các DN bất động sản KCN khá cao trong khi tỷ lệ chi phí lãi vay/LNST lại khá thấp chỉ 0.15% - 5%, do hiện tại các doanh nghiệp này chủ yếu vay nợ để đầu tư vào các dự án mới: NTC đầu tư Nam Tân Uyên 3, HPI đầu tư KCN Hiệp Phước mở rộng, SZC đầu tư khu công dân Châu Đức, vì vậy, phần lớn chi phí lãi vay được vốn hóa. Chúng tôi cho rằng về dài hạn nếu lãi suất được cắt giảm, chi phí lãi vay của DN sẽ được cắt giảm tương đối, giúp các DN này cải thiện lợi nhuận tương đối, tuy nhiên trong ngắn hạn sẽ không được hưởng lợi nhiều. Ngoài ra, các DN có lượng tiền mặt chiếm đáng kể trong

cơ cấu tài chính (NTC, SIP, LHG) thì với dấu hiệu nói lỏng tiền tệ dẫn đến lãi suất huy động cũng giảm theo, thu nhập tài chính các DN cũng sẽ giảm đi, do đó chúng tôi đánh giá tác động Trung lập đối với ngành khu công nghiệp.

**Đồ thị 21. tỷ lệ Nợ/VCSH và chi phí lãi vay/LNSTT**



Nguồn: FiinPro, BSC Research

**Ngành phân bón**

(1). Giả định chi phí lãi vay giảm.

Chi phí lãi vay 1H.2019 của ngành phân bón đạt 650 tỷ, chiếm 57% LNSTT. Đặc thù ngành phân bón tỷ trọng Nợ/VCSH ở mức trung bình: SFG – 1.4, LAS – 1.5, DPM – 0.4, BFC là doanh nghiệp có tỷ trọng Nợ/VCSH cao nhất ngành vào khoảng 2.4 lần. Chúng tôi tính toán những doanh nghiệp được cải thiện rõ nhất từ việc giảm lãi suất, LNST sẽ thay đổi tích cực: BFC (+11.7%), SFG (+10.8%), LAF (+10.2%) trong khi đó các DN không ảnh hưởng nhiều: DCM (+1.1%), DPM (+1.7%). Ngành phân bón vẫn đang trong giai đoạn khó khăn do (1) Cạnh tranh ngành phân bón NPK gay gắt (2) giá nông sản giảm khiến nhu cầu phân bón cũng giảm và (3) giá nguyên vật liệu đầu vào vẫn ở mức cao. Vì thế chúng tôi cho rằng nếu mức lãi suất giảm có thể giúp DN giảm được chi phí lãi vay (chiếm tỷ trọng cao so với LNSTT) từ đó sẽ cải thiện phần nào lợi nhuận trong khi mảng kinh doanh cốt lõi đang khó khăn.

(2) Giả định tỷ giá tăng.

Nguyên vật liệu đầu vào của ngành phân bón đến từ cả nhập khẩu, với giả định tỷ giá tăng tăng, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp sẽ đối mặt với việc tăng chi phí đầu vào, giảm biên lợi nhuận gộp. Do đó, trong ngắn hạn các DN phân bón sẽ được hưởng lợi từ việc cắt giảm lãi suất tuy nhiên trong dài hạn nếu tác động đến việc tăng tỷ giá khiến biên LNG suy giảm, chúng tôi cho rằng các DN sẽ không được hưởng lợi nhiều.

**Ngành cao su và sẫm lốp**

(1) Giả định chi phí lãi vay giảm.

Tổng chi phí lãi vay ngành 1H.2019 đạt 344.5 tỷ đồng, chiếm 18.5% LNSTT. Với giả định lãi suất cho vay giảm 0.25%, BSC ước tính mức LNST cả ngành được cải thiện khoảng 1%, các doanh nghiệp có tỷ trọng chi phí lãi vay/LNSTT cao được cải thiện đáng kể về lợi nhuận: DRI (+4.7%), GVR (+0.6%), TRC (+0.6%), PHR (+0.24%), DPR (+0.14%), DRC (+1.02%). Một số DN ngành cao su có lượng tiền mặt lớn, lịch sử trả cổ tức Bloomberg: RESP BSCV <GO>

cao nên khi có xu hướng giảm lãi suất, thu nhập tiền gửi của các DN cũng sẽ giảm theo, do vậy chúng tôi tính toán tác động dựa trên dư nợ ròng để phản ánh đúng tác động của chính sách lên các DN này.

(2) Dựa trên giả định tỷ giá hối đoái VND/USD tăng lên.

Các DN cao su có cơ cấu doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 20-30% tổng doanh thu, chúng tôi cho rằng giá thành sản phẩm xuất khẩu sẽ rẻ hơn tương đối so với trước đây, kích thích xuất khẩu. Một số doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều từ giả định này: DRC xuất khẩu khoảng 70% tổng doanh thu lốp Radial ra nước ngoài, nhóm DN cao su có cơ cấu sản phẩm cao cấp Latex đạt tiêu chuẩn xuất khẩu như TRC (46%), DPR (30%) cũng sẽ được hưởng lợi.

## **Ngành ô tô**

(1) Giả định chi phí lãi vay giảm.

Chi phí lãi vay 1H.2019 đạt 162.5 tỷ, chiếm khoảng 4% tổng LNTT, BSC ước tính tổng LNST ngành ô tô dựa trên giả định giảm lãi suất chỉ tăng khoảng +0.12%, không thay đổi đáng kể. Một số doanh nghiệp cải thiện rõ rệt LNST: HAX (+3.3%), SVC (+2.02%). Đối với VEA, DN có cơ cấu tài chính dồi dào tiền mặt, lợi nhuận chủ yếu từ cổ tức liên doanh (Honda, Toyota và Ford) và ít vay nợ, chi phí lãi vay/LNTT chỉ khoảng 0.31%, nên việc giảm lãi suất 0.25% không ảnh hưởng quá nhiều đến DN, LNTT chỉ tăng rất ít khoảng 0.01%

(2) Giả định tỷ giá VND/USD tăng lên.

Số lượng xe nhập khẩu chiếm hơn 43% doanh số tiêu thụ xe trong nước, xe lắp ráp với tỷ lệ nội địa hóa chỉ khoảng 10% cũng cho thấy phần lớn linh kiện là nhập khẩu. Do đó giả định tỷ giá tăng, kéo theo giá nhập khẩu xe nguyên chiếc, linh kiện và phụ tùng tăng lên khi quy ra đồng nội địa, chúng tôi cho rằng biên LNG của ngành ô tô sẽ giảm đi, các DN trong ngành có thể đối mặt với việc cạnh tranh hơn về giá bán để giữ thị phần khách hàng.

## **Ngành dược phẩm**

(1) Ảnh hưởng của việc chi phí lãi vay giảm

Kết thúc 1H.2019, tổng chi phí lãi vay của doanh nghiệp dược là 190.1 tỷ (-1.8% YoY), chiếm 12.8% lợi nhuận trước thuế. Đáng chú ý, vay tài chính đang tăng khá nhanh trong 4 năm trở lại đây, đạt mức 6,140 tỷ trong 1H.2019 (+8.5% YTD), trong đó, 90% là vay tài chính ngắn hạn. Trong TH lãi suất cho vay giảm, doanh nghiệp được hưởng lợi khi chi phí vốn vay giảm theo. BSC ước tính lãi suất cho vay giảm 0.25%, lợi nhuận trước thuế được cải thiện 0.02% - 0.03%. Trong đó, các doanh nghiệp dược lớn không có cải thiện nhiều (DHG: +0.01%, TRA: +0.02%, IMP: + 0%), một số doanh nghiệp nhỏ cải thiện đáng kể về lợi nhuận (DP1: +0.26%, DBT: +0.13%). Không chỉ vậy, việc chi phí vốn vay giảm cũng ảnh hưởng tích cực lên các doanh nghiệp có dự án đầu tư trong giai đoạn tới (DBD – GTĐT 1,135 tỷ, PME).

(2) Ảnh hưởng của việc tỷ giá tăng

BSC cho rằng biến động của tỷ giá ảnh hưởng khá nhiều đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp dược. Do các doanh nghiệp dược đều nhập nguyên vật liệu dược phẩm từ nước ngoài (Trung Quốc: 129.8 triệu USD) và neo theo tỷ giá USD, việc tỷ giá tăng sẽ khiến chi phí giá vốn của doanh nghiệp dược tăng theo.

## Ngành thủy sản

### (1) Ảnh hưởng của việc chi phí lãi vay giảm

Kết thúc 1H.2019, tổng chi phí lãi vay của các doanh nghiệp thủy sản (trừ HVG) là 439.5 tỷ (+5.5% YoY), chiếm 23.9% lợi nhuận trước thuế. Vay tài chính đang có xu hướng giảm trong giai đoạn 2016 - nay, đạt mức 14,587 tỷ trong 1H.2019 (-8.9% YTD). BSC ước tính lãi suất cho vay giảm 0.25%, lợi nhuận trước thuế được cải thiện 0.05% – 0.06% (trong đó, VHC: +0.01%, MPC: +0.13%, IDI: +0.1%). Đối với HVG, việc chi phí lãi vay giảm 0.25%, BSC ước tính công ty có thể lãi thêm 0.3 tỷ LNTT trong năm tài chính. Đồng thời, BSC cho rằng chi phí vốn vay giảm có tác động tích cực khi các doanh nghiệp thủy hải sản có nhiều dự án đầu tư mở rộng công suất trong giai đoạn tới (VHC, ANV, MPC).

### (2) Ảnh hưởng của việc tỷ giá tăng

BSC cho rằng tỷ giá có ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thủy sản. Do các doanh nghiệp chủ yếu là xuất khẩu các sản phẩm thủy hải sản, trong bối cảnh tỷ giá tăng, đồng Việt Nam rẽ đi sẽ có lợi cho việc kích thích các mặt hàng xuất khẩu.

## Ngành hóa chất

### (1) Ảnh hưởng của việc chi phí lãi vay giảm

Kết thúc 1H.2019, tổng chi phí lãi vay của các doanh nghiệp hóa chất là 234.5 tỷ (+57.4% YoY), chiếm 19.52% lợi nhuận trước thuế. Vay tài chính ngắn hạn của doanh nghiệp hóa chất tăng so với cùng kỳ, đạt mức 6,998 tỷ trong 1H.2019 (+11.0% YoY). BSC ước tính lãi suất cho vay giảm 0.25%, lợi nhuận trước thuế được cải thiện 0.02% – 0.05%. Trong đó, các doanh nghiệp có chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng lớn được lợi lớn nhất khi chi phí vốn giảm (LAS: +0.73%, PLC: +0.15%), các doanh nghiệp hóa chất còn lại không có ảnh hưởng nhiều (DGC: +0.01%, CSV: +0.01%, PAC: +0.06%).

### (2) Ảnh hưởng của việc tỷ giá tăng

BSC cho rằng biến động của tỷ giá không có ảnh hưởng quá lớn đến các doanh nghiệp hóa chất. Một số doanh nghiệp có nhập khẩu các nguyên vật liệu (DGC, CSV) nhưng tỷ trọng giá vốn không quá lớn để ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của công ty.

## Ngành công nghệ thông tin

### (1) Ảnh hưởng của việc chi phí lãi vay giảm

Kết thúc 1H.2019, tổng chi phí lãi vay của các doanh nghiệp CNTT là 809.4 tỷ (+26.1% YoY), chiếm 17.4% lợi nhuận trước thuế. Tuy chi phí lãi vay tăng khá mạnh, giá trị vay tài chính của các doanh nghiệp công nghệ thông tin không tăng nhiều, đạt mức 32,804 tỷ (+1.1% YTD), BSC cho rằng cơ cấu vay nợ chuyển dần sang vay dài hạn ảnh hưởng đến chi phí vốn của doanh nghiệp. BSC ước tính lãi suất cho vay giảm 0.25%, lợi nhuận trước thuế được cải thiện 0.04 – 0.06%, trong đó: FPT +0.02%, VTP +0.02%, VGI +0.11%.

### (2) Ảnh hưởng của việc tỷ giá tăng

BSC cho rằng phần lớn các doanh nghiệp công nghệ thông tin không bị ảnh hưởng quá nhiều bởi biến động tỷ giá. Nhưng VGI là trường hợp ngoại lệ do công ty hiện đang đầu tư vào 9 thị trường nước ngoài

với doanh thu 2018 đạt 1.18 tỷ USD. Do đó, BSC cho rằng trong TH tỷ giá biến động tăng, VGI sẽ được cải thiện kết quả kinh doanh khá lớn.

### **Ngành tiêu dùng**

**Việc hạ lãi suất sẽ kích thích tiêu dùng của người dân và giảm đi chi phí lãi vay của doanh nghiệp từ đó BSC đánh giá LNST của ngành có thể cải thiện lên + 0.9% YoY.** Lũy kế 6M19, chi phí lãi vay của ngành tiêu dùng đạt 16,190 nghìn tỷ (+5.42%) tuy nhiên tỉ lệ chi phí lãi vay trên LNTT lại giảm -16 điểm cơ bản so với cùng kỳ về mức 19.88% trong 6M19. Ngành tiêu dùng có tỉ lệ nợ vay trên vốn chủ là 0.63x tương đối thấp do đặc thù ngành chỉ sử dụng nhiều vay ngắn hạn để bổ sung nguồn vốn hoạt động cho nên nếu lãi suất giảm 0.25% thì chúng tôi ước tính LNST của ngành có thể tăng nhẹ 0.9%. Một số cổ phiếu sẽ được hưởng lợi như MSN (+0.87%), MWG (+0.46%), SBT (+5.47%) có tỉ lệ Nợ Vay: Vốn Chủ lớn từ 0.66-1.55x.

**Việc giảm lãi suất sẽ kích thích trực tiếp tới nhu cầu tiêu dùng của người dân đối với các ngành hàng thiết yếu** vì thế chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ sẽ được hưởng lợi từ đợt hạ lãi suất này. (MWG, FRT, DGW).

**Giả định tỷ giá VND/USD tăng hỗ trợ cho các doanh nghiệp có xuất khẩu hoặc nhận doanh thu bằng USD như VNM, MSN.** Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp phải nhập khẩu nguyên vật liệu từ nước ngoài sẽ làm tăng chi phí như VNM.

### **Ngành xây dựng**

**Ngành xây dựng sẽ được hưởng lợi lớn và ước tính LNST ngành có thể tăng +2.9% YoY nếu việc giảm lãi suất 0.25%.** Lũy kế 6M19, ngành xây dựng tích cực hơn khi chi phí lãi vay giảm nhiều đạt 3,247 tỷ đồng (-15.53% yoy), tỉ lệ chi phí lãi vay trên LNTT giảm -11.31% YoY về mức 74.91%. Đặc thù ngành xây dựng có tỉ lệ Nợ Vay: Vốn chủ cao là 1.08x do đó BSC đánh giá nếu lãi suất giảm thì ngành xây dựng được hưởng lợi và dự báo LNST ngành có thể tăng 2.9%. Một số doanh nghiệp có tỉ lệ Nợ Vay: Vốn Chủ lớn dao động từ 1.25x-3.24x sẽ được hưởng lợi như HBC (+1.29%), LCG (+0.92%), CII (+4.73%)... Chúng tôi cho rằng ngành xây dựng thường có tỉ lệ vay lớn ngắn hạn lớn để tạm ứng trước cho chủ đầu tư tới khi dự án hoàn thành theo từng tiến độ sẽ nhận được dòng tiền nên hạ lãi suất sẽ giúp cho công ty xây dựng giảm bớt gánh nặng lãi vay trong ngắn hạn.

### **Ngành cảng biển**

**BSC ước tính LNST của ngành cảng biển sẽ tăng nhẹ +0.4% YoY nếu lãi suất giảm 0.25%.** Lũy kế 6M19, ngành cảng biển khả quan hơn khi chi phí lãi vay giảm còn 356.6 tỷ đồng (-2.17% YoY), qua đó giúp tỉ lệ lãi vay/LNTT giảm -0.45% YoY về mức 4.51%. Ngành cảng biển có tỉ lệ Nợ Vay/Vốn Chủ khá thấp là 0.39x, vì thế các doanh nghiệp có dự án để triển khai trong tương lai sẽ được hưởng lợi như GMD (+0.26%), PHP (+0.31%), SGP (+0.18%) có tỉ lệ Nợ Vay: Vốn Chủ dao động từ 0.17x-0.28x. Đặc thù ngành cảng biển thường vay dài hạn với tỉ lệ Nợ: Vốn chủ là 6:4 để thực hiện đầu tư vào cảng và đa phần là vốn vay là VND vì thế lãi suất giảm thì cảng biển sẽ được hưởng lợi tốt. Nếu lãi suất giảm 0.25% thì chúng tôi ước tính LNST có thể tăng nhẹ 0.4%.

**Việc hạ lãi suất sẽ làm cho tỷ giá VND/USD tăng qua đó hỗ trợ cho xuất khẩu** vì thế chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu hàng hóa sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ tỷ giá qua đó giúp sản lượng hàng hóa thông cảng sẽ tăng lên trong thời gian sắp tới.

## Ngành vận tải biển

**Ngành vận tải biển với đặc thù tỉ lệ nợ vay cao do phải đầu tư mở rộng đội tàu nên việc giảm lãi suất sẽ giúp cho lợi nhuận ngành cải thiện +2.6% YoY.** Lũy kế 6M19, ngành vận tải biển kém khả quan khi chi phí lãi vay tăng mạnh đạt 707 tỷ đồng (+149% YoY) khiến cho LNTT của ngành giảm mạnh -82.5% YoY đạt 47.053 tỷ đồng. Ngành vận tải biển có tỉ lệ Nợ Vay/ Vốn chủ cao đạt 1.13x, chủ yếu do hiện tại các doanh nghiệp vận tải biển đang đầu tư mở rộng đội tàu để được hưởng vốn đầu tư thấp khi xu hướng giá tàu thế giới đang tăng. Bên cạnh đó, đa phần các doanh nghiệp sẽ đi vay tiền đồng với tỉ lệ Nợ Vay: Vốn chủ là 5:5 để đầu tư tàu nên lãi suất giảm sẽ hỗ trợ tích cực cho ngành. Nếu lãi suất giảm thì LNST có thể tăng 2.6%, và doanh nghiệp PVT (+0.76%), HAH (+0.32%) có tỉ lệ Nợ Vay: Vốn Chủ từ 0.26x-0.62x sẽ được hưởng lợi tốt do doanh nghiệp đang tập trung mở rộng đội tàu.

## Ngành xi măng

### Ảnh hưởng của việc giảm lãi suất

Chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng lớn trên LN trước thuế của các DN xi măng (bình quân 58.3% trong 1H2019, đặc biệt cao trong năm 2017 – 2018 khi (i) tình hình tiêu thụ khó khăn khiến cho LN từ hoạt động kinh doanh sụt giảm, (ii) CP lãi vay cao do việc đầu tư mở rộng công suất nhanh trong giai đoạn 2014-2015).

**Do đó, lãi suất cho vay giảm sẽ giúp các DN xi măng cải thiện đáng kể lợi nhuận.**

Tỷ lệ vay nợ bình quân ngành tại 30/06/2019 là 32.6%, xu hướng giảm dần 2017-2019. Cơ cấu nợ có sự dịch chuyển từ nợ vay dài hạn sang ngắn hạn (tỷ trọng nợ dài hạn trong cơ cấu nợ vay giảm từ 54% về 33% trong 2017-2019). **Như vậy, lợi nhuận của các DN xi măng trong thời gian tới tương đối nhạy cảm với lãi suất ngắn hạn.**

**Ước tính nếu lãi suất cho vay bình quân giảm 0.25 điểm phần trăm thì lợi nhuận của ngành sẽ tăng từ 2.1%-2.9%.** Dựa trên số liệu 1H2019, những DN có chi phí lãi giảm nhiều nhất (số tuyệt đối) là những DN vay nợ nhiều (HT1, BCC, BTS). Trong khi đó, nhóm DN có biên EBIT thấp, tỷ lệ CP lãi vay lớn (SCJ, HVX, QNC) sẽ chứng kiến tăng mạnh về tỷ lệ %

**Bảng 7. HT1 – Tác động nhỏ**

	Năm 2018		Năm 2019F	
	Thay đổi lãi suất (điểm %)	0.25	0.5	0.25
Lãi vay VND giảm (tỷ đồng)	8.43	16.86	7.33	14.66
% LNTT	1%	2.1%	0.8%	1.6%

*Nguồn: BSC Research ước tính*

**Bảng 8. BCC - Tác động nhỏ**

	Năm 2018		Năm 2019F	
Thay đổi lãi suất (điểm %)	0.25	0.5	0.25	0.5
Lãi vay VND giảm (tỷ đồng)	3.73	7.45	3.16	6.32
% LNTT	3.3%	6.6%	0.3%	0.6%

Nguồn: BSC Research ước tính

## Ngành dệt may

### Ảnh hưởng của việc giảm lãi suất

Chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng đáng kể trên LN trước thuế của các DN dệt may (bình quân 34% trong 1H2019, tăng mạnh so với mức khoảng 27-28% trong 2017-2018. Tỷ lệ vay nợ bình quân ngành tại 30/06/2019 là 29.4%, giảm nhẹ trong 2017-2019. Tuy nhiên, nhờ số dư tiền gửi và đầu tư tài chính ngắn hạn lớn ở một số DN như VGG, EVE, HUG, MSH, tỷ lệ nợ vay ròng/ tổng TS bình quân ngành bình quân khoảng 15.5%. Với đặc thù của các DN may mặc chủ yếu là may xuất khẩu cần tài trợ chủ yếu cho vốn lưu động trong khi chi phí đầu tư TSCĐ không quá lớn, vay ngắn hạn chiếm trên 70% tổng nợ vay của các DN. Do đó, **BSC đánh giá lợi nhuận của các DN may tương đối nhạy cảm với thay đổi lãi suất, đặc biệt là lãi suất vay vốn lưu động.**

**Ước tính nếu lãi suất cho vay bình quân giảm 0.25 điểm phần trăm thì lợi nhuận của ngành sẽ tăng từ 1.4% -1.7%.** Dựa trên số liệu 1H2019, những DN có chi phí lãi giảm nhiều nhất (số tuyệt đối) là những DN vay nợ nhiều (VGT, TNG, TCM); những DN đang gặp khó khăn về tiêu thụ và có tỷ lệ nợ cao như HSM, FTM sẽ có cải thiện lớn; những DN sử dụng ít nợ vay dài hạn và có số dư tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn hơn như VGG, EVE sẽ hầu như không ảnh hưởng.

**Bảng 9. TNG – Tác động nhỏ**

	Năm 2018		Năm 2019	
Thay đổi lãi suất (điểm %)	0.25	0.5	0.25	0.5
Lãi vay VND giảm (tỷ đồng)	3.26	6.24	3.59	7.19
% LNTT	1.5%	3.0%	1.3%	2.6%

Nguồn: BSC Research ước tính

**Bảng 10. TCM - Tác động nhỏ**

	Năm 2018		Năm 2019	
Thay đổi lãi suất (điểm %)	0.25	0.5	0.25	0.5
Lãi vay VND giảm (tỷ đồng)	2.67	5.35	2.80	5.60
% LNTT	0.8%	1.7%	1.0%	1.9%

Nguồn: BSC Research ước tính

### Ảnh hưởng của tỷ giá VND/USD tăng

Do đầu ra của phần lớn các DN trong ngành là xuất khẩu nên tỷ giá tăng sẽ giúp mở rộng tốc độ tăng trưởng về mặt doanh thu của các DN. Tuy nhiên, khoảng 60% nguyên liệu của các DN là nhập khẩu cũng

sẽ chịu tác động khi tỷ giá thay đổi nên chúng tôi chưa thể đánh giá được chiều hướng ảnh hưởng tới lợi nhuận của các DN trong ngành.

## Ngành hàng không

### Ảnh hưởng của việc giảm lãi suất

**Chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng không đáng kể trên LN trước thuế của các DN hàng không (bình quân 10% trong 1H2019, giảm dần trong giai đoạn 2017-2019).** Tỷ lệ vay nợ bình quân ngành tại 30/06/2019 là 32%, với các doanh nghiệp có dư nợ vay lớn là HVN (37.4 nghìn tỷ VND) và ACV (15.5 nghìn tỷ VND)

**Chúng tôi đánh giá tác động của việc giảm lãi suất cho vay bằng đồng VND với ngành hàng không là không đáng kể do các DN trong ngành chủ yếu vay bằng đồng ngoại tệ (USD, JPY).** Với ACV, các khoản vay đều là vay ODA Nhật Bản với lãi suất chưa tới 2% nên sẽ không chịu nhiều tác động khi lãi suất cho vay VND giảm. HVN có số dư nợ vay và thuê tài chính tương đương 45% tổng tài sản, chủ yếu là vay và thuê tài chính bằng đồng USD với lãi suất <4% để tài trợ cho đội bay nên cũng sẽ không được lợi. Hãng hàng không giá rẻ VJC tài trợ đội bay thông qua nghiệp vụ bán và cho thuê máy bay nên có tỷ lệ nợ vay và thuê tài chính ở mức 18% (thấp hơn nhiều với HVN và so với trường hợp tính toán lại vốn hóa chi phí thuê tài chính).

### Ảnh hưởng của việc tăng tỷ giá

**Tỷ giá VND/USD tăng sẽ tác động đến báo cáo tài chính của các DN hàng không thông qua (1) lãi/ lỗ chênh lệch tỷ giá thực hiện (CLTG) do các DN hàng không (cảng, vận tải hành khách, dịch vụ...) đều có hoạt động dịch vụ hành khách, hàng hóa quốc tế nên sẽ phát sinh doanh thu và chi phí bằng USD; (2) lãi/ lỗ CLTG chưa thực hiện do đánh giá lại các khoản vay và cho thuê tài chính bằng USD.** Đối với HVN là DN có dư nợ vay USD lớn nhất ngành, ước tính 1% tăng lên của tỷ giá VND/USD, HVN phải ghi nhận lỗ CLTG chưa thực hiện khoảng 350 tỷ (tương đương 10% LNTT 2018). **Bên cạnh đó, việc mất giá của VND trong tương quan với USD và các đồng tiền khác trong khu vực sẽ thúc đẩy tăng trưởng ngành du lịch (chủ yếu di chuyển bằng đường hàng không) do chi phí cạnh tranh hơn.**

## Ngành nhựa

### Ảnh hưởng của việc giảm lãi suất

**Chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng bình quân 30% trong LNTT của các DN (số liệu 1H2019), tăng so với giai đoạn 2017-2018** chủ yếu do tăng dư nợ vay ngắn hạn tại một số DN như AAA, DAG, RDP nhằm đáp ứng vốn lưu động cho tăng trưởng. Tỷ lệ vay nợ bình quân ngành tại 30/06/2019 là 41%, không có biến động nhiều so với 2 năm trước. Cơ cấu nợ bình quân ngành có sự dịch chuyển nhẹ sang nợ vay ngắn hạn (tương đương 72-74% tổng nợ vay trong giai đoạn 2017-2019).

**Chúng tôi đánh giá lãi suất cho vay bằng VND giảm sẽ có tác động nhỏ đến lợi nhuận của các DN nhựa. Ước tính nếu lãi suất cho vay bình quân giảm 0.25 điểm phần trăm thì lợi nhuận của ngành sẽ tăng từ 1.1% -1.3%.** Dựa trên số liệu 1H2019, những DN có chi phí lãi giảm nhiều nhất (số tuyệt đối) là những DN vay nợ nhiều (AAA, NTP). Trong khi đó, các DN nhựa bao bì có tỷ lệ nợ cao như RDP, TPP sẽ có cải thiện đáng kể về tăng trưởng LNTT nếu lãi suất giảm.



**BMP – Không tác động do không có nợ vay dài hạn, nợ vay ngắn hạn chiếm 2% tổng TS.**

**Bảng 11. NTP – Tác động nhỏ**

	Năm 2018		Năm 2019	
	Thay đổi lãi suất (điểm %)	0.25	0.5	0.25
Lãi vay VND giảm (tỷ đồng)	4.76	9.51	5.12	10.25
% LNTT	1.3%	2.5%	1.3%	2.5%

*Nguồn: BSC Research ước tính*

### Ảnh hưởng của việc tăng tỷ giá USD/VND

Phần lớn các DN nhựa (trừ BMP) đang phải nhập khẩu phần lớn nguyên liệu, do đó USD tăng giá so với VND sẽ tác động tiêu cực đến chi phí của các DN. Với những doanh nghiệp có đầu ra xuất khẩu như AAA thì tác động lên đầu vào và đầu ra có thể được bù trừ. Tuy nhiên, với những doanh nghiệp phục vụ thị trường nội địa chủ yếu như NTP, DAG, RDP thì sẽ chịu tác động lớn hơn đến chi phí NVL khi tỷ giá tăng.

### Ngành điện

Tổng dư nợ toàn ngành điện đạt 117.9 nghìn tỷ, trong đó nợ ngắn hạn là 23.4 nghìn tỷ, nợ dài hạn là 94.4 nghìn tỷ, tỷ lệ nợ ròng / vốn chủ sở hữu toàn ngành khoảng 1.11 lần. Đặc điểm nợ của các doanh nghiệp điện bao gồm (1) nợ dài hạn lớn hơn nhiều nợ ngắn hạn do nhu cầu đầu tư tài sản cố định ban đầu lớn, (2) các khoản nợ thường có lãi suất thả nổi do hợp đồng cho vay có thời gian dài và (3) tỷ lệ nợ ngoại tệ cao hơn các ngành khác.

Với những đặc điểm trên ngành điện nhìn chung sẽ chịu 2 tác động lớn là (1) mặt bằng chung lãi suất cho vay VNĐ giảm giúp giảm chi phí lãi vay cho các doanh nghiệp trong ngắn hạn và trung hạn và (2) các doanh nghiệp có vay nợ ngoại tệ cao sẽ ghi nhận lỗ tỷ giá khi VND mất giá so với các đồng tiền lớn như USD, EUR, JPY... Các tác động đến yếu tố đầu vào cũng như giá bán là không đáng kể khi gần như tất cả biến động nguyên liệu đầu vào đều được chuyển sang giá điện cho EVN theo hợp đồng mua bán điện và tỷ trọng nội địa hóa của than cho các nhà máy nhiệt điện than là tương đối lớn (từ 70% – 80%).

**Bảng 12. Dư nợ của một số doanh nghiệp sản xuất điện**

Mã	USD	EUR	JPY	VND	Nợ ngoại tệ	Nợ VND
PGV	48,224		4,565	3,881	54,857	3,811
VSH	723			3,945	7,23	3,945
POW	10,888	1,056		4,484	11,944	4,484
NT2 (*)	1,308	1,292		348	2,600	348
PPC	-	-	530	-	530	-

*(\*) số ước tính tại thời điểm 31/12/2018, do NT2 không thuyết minh trong bctc bán niên*

*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research*

Đối với tác động của việc hạ lãi suất VND, VSH sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi lớn nhất khi VSH có khoảng 4.000 tỷ nợ VNĐ. Theo ước tính, lãi suất giảm 0.5% VSH sẽ cải thiện khoảng 5.8% lợi nhuận trước

thuế (LNTT) so với năm 2018. Tuy nhiên lưu ý rằng do các khoản vay của VSH hiện đang được miễn lãi, nên tác động lên lợi nhuận của VSH sẽ không rõ ràng trong năm 2019 và 2020.

**Bảng 13. Tác động của việc hạ lãi suất lên LNTT các doanh nghiệp (%)**

Mã	LNTT 2018	-1.00%	-0.75%	-0.50%	-0.25%
PGV	2,169.00	1.8%	1.3%	0.9%	0.4%
VSH	342.00	11.5%	8.7%	5.8%	2.9%
POW	2,220.00	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%
NT2	823.00	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
PPC	1,448.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research*

Đối với tác động của tỷ giá, doanh nghiệp chịu thiệt hại nặng nề nhất là PGV và POW do có số dư nợ ngoại USD và EUR lớn. Nếu tỷ giá mất 1%, PGV và POW sẽ chịu tác động lần lượt là 25.3% và 5.4% LNTT

**Bảng 14. Tác động của tỷ giá lên LNTT các doanh nghiệp (%)**

Mã	LNTT 2018	-2.00%	-1.50%	-1.00%	-0.50%
PGV	2,169.00	-50.6%	-37.9%	-25.3%	-12.6%
VSH	342.00	-4.2%	-3.2%	-2.1%	-1.1%
POW	2,220.00	-10.8%	-8.1%	-5.4%	-2.7%
NT2	823.00	-6.3%	-4.7%	-3.2%	-1.6%
PPC	1,448.00	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.2%

*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research*

Ngành thép có tổng dư nợ 83.5 nghìn tỷ đồng, trong đó nợ ngắn là 52.3 nghìn tỷ đồng (62.6%) và nợ dài hạn 31.2 nghìn tỷ đồng (37.3%). Đặc điểm của nhóm ngành thép: (1) cơ cấu nợ vay ngắn hạn cao hơn nợ vay dài hạn do nợ chủ yếu để tài trợ vốn lưu động (2) nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu phải nhập khẩu bằng USD. Do vậy, việc giảm lãi suất VNĐ có tác động tích cực, trong khi VNĐ yếu đi sẽ có tác động tiêu cực tới ngành thép.

## Ngành thép

**Bảng 15. Số dư nợ một số công ty thép**

Mã	USD	VND	Nợ ngoại tệ	Nợ VND
HPG (*)	1,723	20,268	1,723	20,268
HSG	2,368	8,486	2,368	8,486
NKG	2,356	1,879	2,356	1,879

*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research*

Đối với nhóm ngành thép, tác động của việc lãi suất VNĐ giảm có tác động tích cực trong ngắn và trung hạn. Về ngắn hạn, mặt bằng chung của lãi suất VNĐ giảm giúp các doanh nghiệp thép nhận được lãi suất tốt hơn khi đảo các khoản vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động. Về dài hạn, động thái tiếp tục hạ lãi

suất cùng với việc giải tỏa được khó khăn trong khâu cấp phép các dự án bất động sản và đầu tư công sẽ thúc đẩy tiêu thụ của thép xây dựng và tôn mạ. Nếu lãi suất giảm 0.5%, hai doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất là HPG (4.7% LNTT) và HSG (12.4% LNTT).

**Bảng 16. Tác động của việc giảm lãi suất lên LNTT của các công ty thép**

Mã	LNTT 2018	-1.00%	-0.75%	-0.50%	-0.25%
HPG (*)	2,169	9.3%	7.0%	4.7%	2.3%
HSG	342	24.8%	18.6%	12.4%	6.2%
NKG	2,220	0.8%	0.6%	0.4%	0.2%

*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research*

Ngược lại, với kịch bản VNĐ mất giá so với các đồng tiền chủ chốt như USD, các doanh nghiệp thép chịu ảnh hưởng tiêu cực khi phần lớn các nguyên liệu đầu vào của thép xây dựng (than mỡ luyện coke, quặng sắt) và tôn mạ (HRC) phải nhập khẩu và được thanh toán bằng USD. Trong khi tỷ trọng doanh thu xuất khẩu thép nhìn chung nhỏ hơn so với tiêu thụ nội địa.

Doanh nghiệp chịu thiệt hại nặng nhất khi VNĐ mất giá so với USD là Tôn Hoa Sen (HSG) do có cơ cấu nợ vay cao, biên lợi nhuận mỏng. Ước tính, VNĐ mất giá 1% so với USD, LNTT của HSG giảm 6.9%.

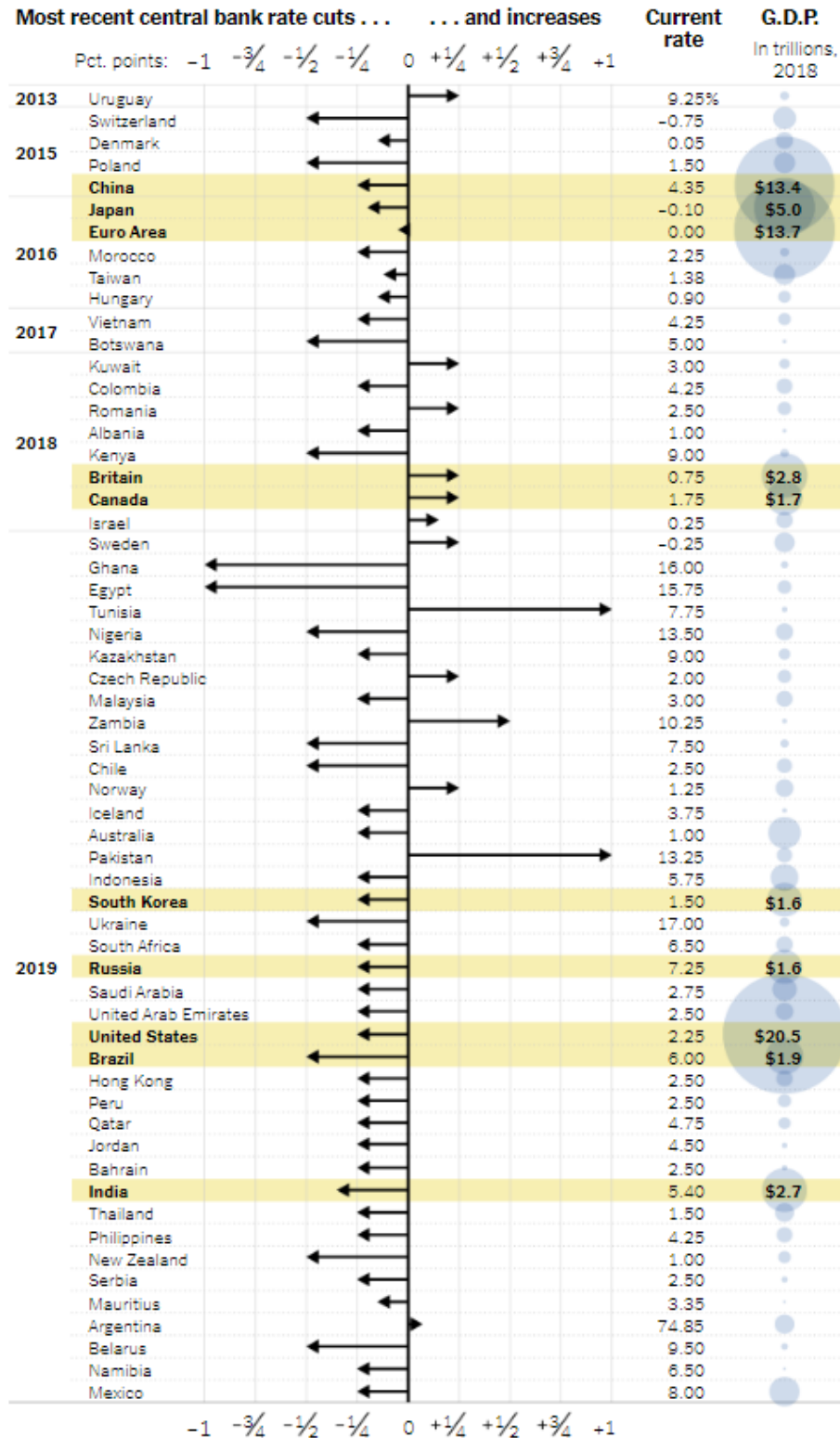
**Bảng 17. Tác động của việc VNĐ mất giá lên LNTT các doanh nghiệp thép**

Mã	LNTT 2018	-2.00%	-1.50%	-1.00%	-0.50%
HPG (*)	2,169	-1.6%	-1.2%	-0.8%	-0.4%
HSG	342	-13.8%	-10.4%	-6.9%	-3.5%
NKG	2,220	-2.1%	-1.6%	-1.1%	-0.5%

*Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research*

Phụ lục

Phụ lục 1. Các Ngân hàng trung ương thay đổi lãi suất 2013-2019 (theo New York Times)



## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình Vĩ Mô thị trường. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: RESP BSCV <GO>

