

Báo cáo chiến lược đầu tư 2017

Barry Weissblatt

Giám đốc Phòng Nghiên cứu & Phân tích

Anirban Lahiri

Trưởng phòng cao cấp

Đặng Văn Pháp

Trưởng phòng cao cấp

Dự báo năm 2017

Dự báo vĩ mô của VCSC

GDP (danh nghĩa):	227 tỷ USD
Tăng trưởng GDP:	6,5%
Lạm phát dự báo:	5,0%
Tăng trưởng tín dụng:	18,0%
VND trượt giá:	3,0%
Thặng dư thương mại:	1,4 tỷ USD
Thâm hụt ngân sách / GDP*:	3,5%
* không tính hoàn trả nợ vay gốc	

Dự báo thị trường của VCSC

VN-Index cuối năm 2016:	665
VN-Index cuối năm 2017:	750-770
Tỷ suất sinh lời dự kiến:	14%
P/E 2016:	15,9x
P/E 2017 (mục tiêu):	15,0x
Tăng trưởng EPS (danh mục theo dõi của VCSC):	20,5%

Xu hướng khả quan sẽ duy trì trên nền tảng cơ bản vững chắc

Lượng vốn đầu tư lớn của nước ngoài đã tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng xuất khẩu cũng như hỗ trợ sức tiêu dùng trong nước trong năm 2016. Bất chấp những bất ổn liên quan đến chính trị tại Mỹ, chúng tôi cho rằng tình hình kinh tế khả quan của nước này sẽ hỗ trợ Việt Nam trong năm 2017. Chỉ số VN-Index đã bị tác động bởi các xu hướng toàn cầu trong năm 2016, nhưng vẫn kết thúc năm với mức tăng khá tốt. Năm 2017 có thể mang lại một số thách thức nếu đồng USD tiếp tục tăng giá, tuy nhiên, tình hình vĩ mô ổn định sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho các doanh nghiệp. Mặc dù vậy, điều đáng chú ý nhất sẽ là việc thị trường đón nhận thêm nhiều tên tuổi mới thông qua IPO, cổ phần hóa, thoái vốn và niêm yết trên sàn UPCoM.

Triển vọng vĩ mô: Tiếp tục tăng trưởng trong môi trường ổn định

- Dù còn nhiều bất ổn tại các nền kinh tế lớn nhất thế giới, Việt Nam vẫn ghi nhận mức tăng trưởng GDP 6,2% trong năm 2016. Dù không đạt được chỉ tiêu tăng trưởng của Chính phủ là 6,7% do ảnh hưởng tiêu cực của thời tiết lên ngành nông nghiệp, qua đó tác động đến sức tiêu dùng ở khu vực nông thôn. Chính vì vậy, điều này không làm chúng tôi lo ngại. Với việc nông nghiệp đang phục hồi trong khi các ngành khác vẫn duy trì đà tăng trưởng, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng 6,5% năm 2017.
- Tăng trưởng tổng mức bán lẻ đạt 10,2% năm 2016, mặc dù mức lạm phát cao hơn khi tỷ lệ tăng trưởng tổng mức bán lẻ thực giảm còn 7,8% so với cùng kỳ năm ngoái (YoY) so với mức 8,5% năm ngoái. Chỉ số niềm tin tiêu dùng ở mức cao (107) cho thấy tiêu dùng sẽ vẫn ở mức cao trong năm 2017, vốn được chúng tôi dự kiến sẽ được dẫn dắt bởi mức tăng 7,3% của lương tối thiểu, tỷ lệ thất nghiệp thấp 2,3%, doanh số bán xe ô tô và lượng khách du lịch tăng mạnh, giúp các doanh nghiệp nhỏ hưởng lợi.
- Thâm hụt ngân sách đã vượt mục tiêu Chính phủ và ở mức 4,24% của GDP, không tính hoàn trả nợ gốc. Doanh thu từ dầu thô thấp hơn là nguyên nhân chính cho mức thâm hụt cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Chính phủ có thể sẽ vẫn đạt được mục tiêu giữ cho tỷ lệ này ở mức 3,5% năm 2017 nhờ giá dầu thô cao hơn và kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn.
- Sự thất bại của Hiệp định Đối tác Chiến lược Xuyên Thái Bình Dương (TPP) trong năm 2016 là một sự thất vọng. Nhưng chúng tôi vẫn duy trì sự lạc quan về khả năng tăng trưởng xuất khẩu tiếp tục thu hút dòng vốn FDI của Việt Nam, nhờ vào 12 Hiệp định Thương mại tự do (FTA) sẵn có và 5 hiện đang trong quá trình đàm phán, bao gồm động lực mới để ký kết FTA RCEP, bao gồm Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc, New Zealand và 10 quốc gia ASEAN. Theo quan điểm của chúng tôi, sự lo ngại về chính sách bảo hộ của Mỹ sau chiến thắng của ông Donald Trump có vẻ như đang được “thổi phồng” khi các chính sách này dường như chỉ chủ yếu nhắm vào Trung Quốc và Mexico, các quốc gia đang ghi nhận mức thặng dư thương mại lớn đối với Mỹ.
- Đồng Việt Nam Đồng (VND) đã duy trì sự ổn định đáng kể trong năm 2016, chỉ tăng 0,7% trong 10 tháng đầu năm và kết thúc năm 2016 với mức trượt giá chỉ 1,2%, dù đồng USD đã tăng mạnh sau cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ. Dù chúng tôi cho rằng sẽ có áp lực đến từ những đợt gia tăng lãi suất theo dự kến Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed), chúng tôi cho rằng mức thặng dư thương mại 1,4 tỷ USD sẽ giúp đồng VND không trượt giá quá 3% trong năm 2017.

- Việt Nam ghi nhận mức lạm phát 4,74% trong năm 2016, dẫn dắt bởi mức tăng chi phí Y tế và giá lương thực, thực phẩm cao hơn. Chúng tôi dự kiến kết quả tương tự trong năm 2017 với dự báo lạm phát 5% dựa theo lộ trình gia tăng chi phí Y tế của Chính phủ, cũng như tăng giá điện.
- Tăng trưởng tín dụng đã đạt kế hoạch của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) ở mức 18,7% YoY trong năm 2016. Chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng này sẽ được duy trì ở mức 17-18% trong 2017 khi nhu cầu từ nông nghiệp phục hồi và tài chính người tiêu dùng gia tăng. Trong bối cảnh Chính phủ dựa vào tăng trưởng tín dụng để hỗ trợ GDP, yếu tố này sẽ vẫn là một thành phần quan trọng trong nỗ lực đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% năm 2017.
- Lợi suất Trái phiếu Chính phủ (TPCP) đạt mức thấp kỷ lục (4,9% trong kỳ hạn 5 năm) trong quý 4/2016, nhưng sau đó phục hồi nhẹ trước thời điểm cuối năm. Nhu cầu cho trái phiếu được dẫn dắt bởi các ngân hàng được quy định yêu cầu cải thiện tỷ lệ cho vay trên huy động. Các quy định này đã được nói lỏng một phần cho một số ngân hàng và chúng tôi nhận thấy một vài áp lực được tạo ra từ đồng USD tăng giá, do đó chúng tôi kỳ vọng lợi suất sẽ tăng ở một mức độ nhất định. Chúng tôi kỳ vọng lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm sẽ đạt 6% trong năm nay.

Triển vọng thị trường chứng khoán: Các cổ phiếu mới chào sàn sẽ làm tăng sự sôi động cho thị trường

- Mức tăng 15,7% của chỉ số VN-Index trong năm 2016 một phần nào đó đã bị tác động bởi sự biến động mạnh mẽ của các mã vốn hóa lớn như ROS và SAB, được niêm yết vào cuối năm 2016. Nếu không có 2 mã này, chỉ số sẽ chỉ tăng 8,5%.
- Chỉ số kết thúc năm 2016 với tỷ lệ P/E trượt khá cao 15,9 lần. Tuy nhiên, nếu loại bỏ ROS và SAB thì tỷ lệ này sẽ giảm về mức 14,3 lần. Mức định giá này là khá hợp lý trong bối cảnh chính sách tiền tệ nói lỏng và tăng trưởng EPS 2017 trong danh mục theo dõi của chúng tôi dự phóng đạt 20,5%.
- Các yếu tố địa chính trị toàn cầu – như giá dầu thô, tình hình vĩ mô Trung Quốc, Brexit, cuộc bầu cử Mỹ và động thái của Fed – đã có tác động lớn lên diễn biến thị trường Việt Nam cũng như thị trường Thái Lan, Indonesia.
- Thị trường Philippines là minh chứng cho thấy những bất ổn chính trị có thể ảnh hưởng đến tâm lý của nhà đầu tư và khiến thị trường chứng khoán nước này có diễn biến kém khả quan. Việt Nam đã trải qua giai đoạn chuyển đổi bộ máy lãnh đạo mới trong năm 2016 nhưng vẫn giữ được sự ổn định một cách đáng khen ngợi.
- Trong năm 2017, chúng tôi cho rằng các xu hướng địa chính trị toàn cầu sẽ tiếp tục hỗ trợ thị trường Việt Nam với sức tiêu dùng tốt tại Mỹ, giá dầu thô tăng vừa phải và Trung Quốc đang dần ổn định. Dĩ nhiên vẫn sẽ có rủi ro từ những yếu tố này – đặc biệt đến từ chính quyền mới của Mỹ.
- Tình hình vĩ mô tăng trưởng ổn định tại Việt Nam sẽ hỗ trợ thị trường chứng khoán trong năm 2017. Tỷ lệ tăng trưởng (upside) trung bình của các cổ phiếu trong danh mục theo dõi của chúng tôi là 13,6%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ có thể được áp dụng cho cả thị trường, giúp VN-Index đạt 750 điểm vào cuối năm 2017.
- Trong khi câu chuyện vĩ mô của Việt Nam đã hấp dẫn trong vài năm qua, vấn đề mà nhiều NĐT gặp phải là việc khó kiếm cổ phiếu thỏa mãn các tiêu chí đầu tư. Vấn đề này đã thay đổi vào cuối năm với nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn được niêm yết (**SAB, NVL, PC1, QNS**). Xu hướng này sẽ tiếp tục trong năm 2017 với nhiều tên tuổi đáng chú ý dự kiến sẽ niêm yết (**VietJet, MobiFone, Petrolimex...**)
- Quy định yêu cầu các công ty đại chúng phải niêm yết trên sàn UPCoM sẽ mang lại một vài cổ phiếu có thể đầu tư được trong năm 2017 (**VP Bank, Techcombank, Vietnam Airlines, Vinatex, Masan Consumer, FPT Telecom, PV Oil, ...**). Thực tế, sàn UPCoM

đang ngày càng trở thành một thị trường quan trọng tại Việt Nam với tổng giá trị vốn hóa đạt 12,6 tỷ USD vào cuối năm 2016 và thanh khoản dần cải thiện ở một vài cổ phiếu.

- Khả năng đầu tư của các NĐT nước ngoài cũng được cải thiện trong năm 2016 với việc một số công ty đã nói trần sở hữu nước ngoài (đáng chú ý là **VNM, CII, VHC, GTN, DMC**). Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục.
- Việt Nam sẽ triển khai thị trường phái sinh trong năm 2017, bắt đầu với hợp đồng tương lai dựa trên chỉ số thị trường và sau đó là chứng quyền có đảm bảo.

Chúng tôi nhận thấy một vài xu hướng vĩ mô mà có thể mang lại các cơ hội đầu tư hấp dẫn.

- Người tiêu dùng Việt Nam ngày càng chú trọng đến sức khỏe. Đây là một phần đáng chú ý trong xu hướng cao cấp hóa

Các cổ phiếu đáng chú ý nằm trong xu hướng này: **Vinamilk (VNM), Đường Quảng Ngãi (QNS)**.

- Hình thức bán lẻ hiện đại đang phát triển mạnh nhờ chất lượng dịch vụ và tiện lợi
- Các cổ phiếu đáng chú ý nằm trong xu hướng này: **Thế giới Di động (MWG), Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)**.

- FDI tiếp tục chảy vào miền Bắc sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp logistics và điều hành khu công nghiệp. Cảng biển và sân bay cũng sẽ hưởng lợi nhờ việc nhập khẩu trang thiết bị và xuất khẩu thành phẩm

Các cổ phiếu đáng chú ý nằm trong xu hướng này: **Gemadept (GMD), Viconship (VSC)**.

- Ngành du lịch Việt Nam đang bùng nổ, mang lại cơ hội cho các hãng hàng không và các công ty vận tải hành khách, khách sạn, công ty du lịch, và công ty cảng hàng không

Các cổ phiếu đáng chú ý nằm trong xu hướng này: **Superdong Kiên Giang (SKG), Vietjet**.

- Để đáp ứng nhu cầu của nền kinh tế đang phát triển, Việt Nam phải tăng gấp ba lần công suất trong 15 năm tới, chủ yếu nhờ các nhà máy nhiệt điện.

Các cổ phiếu đáng chú ý nằm trong xu hướng này: **Nhơn Trạch 2 (NT2), Xây lắp điện 1 (PC1)**

- Lượng căn hộ bán ra đạt mức kỷ lục và danh mục dự án hạ tầng đang triển khai cũng có nhu cầu thép trong khi thuế nhập khẩu sẽ hỗ trợ giá bán

Các cổ phiếu đáng chú ý nằm trong xu hướng này: **Tập đoàn Hòa Phát (HPG), Tập đoàn Hoa Sen (HSG)**.

Mục lục

Vĩ mô Việt Nam: Diễn biến ổn định trong bối cảnh bất ổn toàn cầu.....	10
Tác động của các nền kinh tế lớn trên thế giới đến Việt Nam	10
GDP: Có thể sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn	12
Chỉ số Sản xuất Công nghiệp (IIP): Mức tăng IIP cao hơn hứa hẹn một nền sản xuất bền vững.....	16
Chỉ số Quản trị Sức mua (PMI): Tăng trưởng vững chắc phản ánh qua chỉ số PMI ở trên mốc 50	17
Tiêu dùng: Chỉ tiêu tiêu dùng vẫn tích cực	18
Tổng đầu tư: đóng góp của lĩnh vực ngoài nhà nước gia tăng	20
FDI: Các FTA và chi phí gia tăng trong khu vực sẽ bảo đảm dòng vốn FDI tiếp tục vào mạnh	21
Tăng trưởng tín dụng: Tiếp tục thúc đẩy mạnh để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.....	48
Hệ thống ngân hàng: Phân hóa rõ ràng dựa theo giá trị cơ bản của các ngân hàng	54
Triển vọng 2017: Nhiều nỗ lực hơn để tái cơ cấu hệ thống ngân hàng	56
Thị trường Bất động sản: Trên đà tăng trưởng ổn định trong dài hạn, và tiếp tục được dẫn dắt bởi nhu cầu mạnh mẽ trong phân khúc trung cấp cùng với tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng...58	
Thị trường Chứng khoán 2016: Chịu ảnh hưởng của Trung Quốc, giá dầu, Brexit, và kết quả bầu cử TT Mỹ.....	61
Thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển mạnh trong năm 2016	64
Triển vọng 2017: Trong khi các sự kiện trên thế giới dẫn dắt, thị trường tăng trưởng sẽ mang lại nhiều cơ hội mới	68
Thị trường sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2017	68
Thị trường phái sinh.....	75
Dự báo thị trường: VNI có thể đạt 750 điểm	76
Dự báo các mã trong danh mục theo dõi của VCSC	76
Các yếu tố dẫn dắt bên ngoài.....	77
Tình hình Vĩ mô Việt Nam	78
Cơ hội đầu tư: Người tiêu dùng Việt Nam ngày càng chú trọng đến sức khỏe. Đây là một phần đáng chú ý trong xu hướng cao cấp hóa.....	80
Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao nhất:	82
Cơ hội đầu tư: Hình thức bán lẻ hiện đại đang phát triển mạnh nhờ chất lượng dịch vụ và tiện lợi	83
Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:.....	87
Cơ hội đầu tư: FDI tiếp tục chảy vào miền Bắc sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp logistics và điều hành khu công nghiệp. Cảng biển và sân bay cũng sẽ hưởng lợi nhờ việc nhập khẩu trang thiết bị và xuất khẩu thành phẩm.....	88
Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:.....	93
Cơ hội đầu tư: Ngành du lịch Việt Nam đang bùng nổ, mang lại cơ hội cho các hãng hàng không và các công ty vận tải hành khách, khách sạn, công ty du lịch, và công ty cảng hàng không	95
Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:.....	97

Cơ hội đầu tư: Để đáp ứng nhu cầu của nền kinh tế đang phát triển, Việt Nam phải tăng gấp ba lần công suất trong 15 năm tới, chủ yếu nhờ các nhà máy nhiệt điện.....	98
Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:.....	100
Cơ hội đầu tư: Lượng căn hộ bán ra đạt mức kỷ lục và danh mục dự án hạ tầng đang triển khai cũng cố nhu cầu thép trong khi thuế nhập khẩu sẽ hỗ trợ giá bán.....	102
Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:.....	107
Các cổ phiếu đáng chú ý khác.....	108
Phụ lục: Kế hoạch cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước 2016-2020	110

Hình & Bảng

Hình 1: Tỷ giá CNY/VND so với thâm hụt thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc.....	11
Hình 2: Biến động USD/JPY vs JPY/VND	12
Hình 3: Tăng trưởng GDP theo từng ngành.....	12
Hình 4: Tăng trưởng GDP hàng quý	13
Hình 5: Đóng góp của từng ngành vào GDP	13
Hình 6: Tăng trưởng GDP Nông, lâm, ngư nghiệp	13
Hình 7: Tăng trưởng GDP công nghiệp và xây dựng.....	14
Hình 8: Tăng trưởng GDP ngành dịch vụ.....	14
Hình 9: Tương quan giữa giải ngân FDI và tăng trưởng ngành sản xuất	15
Hình 10: Tăng trưởng chỉ số SXCN trong 2016 – So sánh	16
Hình 11: Chỉ số sản xuất công nghiệp	17
Hình 12: IIP của các phân ngành sản xuất.....	17
Hình 13: PMI	17
Hình 14: PMI tại các quốc gia – So sánh.....	18
Hình 15: Tổng mức bán lẻ và niềm tin người tiêu dùng	18
Hình 16: Sản lượng bán ra của VAMA	19
Hình 17: CBU nhập khẩu.....	19
Hình 18: Lương tối thiểu.....	20
Hình 19: Lượng du khách quốc tế	20
Hình 20: Tăng trưởng đầu tư theo từng lĩnh vực	21
Hình 21: Đóng góp của từng ngành	21
Hình 22: Vốn FDI giải ngân và vốn FDI đăng ký & bổ sung	21
Hình 23: FDI theo ngành	22
Hình 24: FDI theo xuất xứ từng quốc gia	22
Hình 25: Hải Phòng dẫn đầu	23
Hình 26: Cơ cấu thâm hụt ngân sách Nhà nước.....	24

Hình 27: Ngân sách nhà nước và thâm hụt ngân sách tính theo % GDP (không tính hoàn trả nợ gốc).....	25
Hình 28: Thu ngân sách nhà nước theo thành phần (%)	25
Hình 29: Chi ngân sách nhà nước theo thành phần (%).....	26
Hình 30: Thanh toán nợ gốc và lãi	26
Hình 31: Nợ công của Việt Nam (triệu USD).....	28
Hình 32: Nợ Chính phủ và nợ do Chính phủ bảo lãnh (tính đến 2014)	28
Hình 33: Nợ nước ngoài tính theo từng quốc gia (2012)	28
Hình 34: Nợ nước ngoài tính theo loại tiền tệ (2010).....	28
Hình 35: Vốn ODA giải ngân và đăng ký.....	29
Hình 36: Vốn ODA giải ngân của viện trợ không hoàn lại và vốn vay ưu đãi	29
Hình 37: Cán cân thanh toán quốc tế	30
Hình 38: Cán cân thương mại	31
Hình 39: Đóng góp theo khu vực.....	32
Hình 40: Tăng trưởng xuất khẩu theo khu vực	32
Hình 41: Các mặt hàng xuất khẩu chính	33
Hình 42: Các mặt hàng nhập khẩu chính	33
Hình 43: Các thị trường xuất khẩu chính.....	33
Hình 44: Các thị trường xuất khẩu chính (2016)	33
Hình 45: Các FTA hiện tại và sắp tới của Việt Nam	35
Hình 46: Cán cân thương mại Việt Nam – EU (tỷ USD)	38
Hình 47: Thương mại Việt Nam – Hàn Quốc (tỷ USD)	39
Hình 48: FDI từ Hàn Quốc (tỷ USD)	39
Hình 49: Thương mại Việt Nam - Nga (triệu USD).....	39
Hình 50: Các mặt hàng xuất khẩu chính đến Nga trong 11 tháng 2016 (%).....	39
Hình 51: Thương mại Việt Nam – ASEAN (tỷ USD)	40
Hình 52: GDP bình quân đầu người.....	41
Hình 53: Dự trữ ngoại hối của Việt Nam	42
Hình 54: Dự trữ ngoại hối tại các quốc gia – So sánh.....	42
Hình 55: Tỷ giá VND/USD	43
Hình 56: 8 đồng tiền trong giỏ tính tỷ giá của NHNN	44
Hình 57: Đóng góp thương mại của từng quốc gia	44
Hình 58: Lạm phát tháng 12/2016	45
Hình 59: Lạm phát của Việt Nam.....	46
Hình 60: Giá xăng bán lẻ và giá dầu thô Brent.....	46
Hình 61: CPI của từng ngành	46
Hình 62: Lạm phát cơ bản và tăng trưởng nguồn cung M2	47
Hình 63: Đóng góp cho tăng trưởng tín dụng theo từng ngành	49

Hình 64: Tăng trưởng huy động vượt tăng trưởng tín dụng trong phần lớn năm 2016.....	50
Hình 65: Phát hành Trái phiếu Chính phủ so với Kế hoạch	50
Hình 66: Lợi suất TPCP.....	51
Hình 67: Các chỉ số tài chính đáng chú ý năm 2016 của các ngân hàng trong danh mục theo dõi	54
Hình 68: Lượng mua ròng của NĐT nước ngoài với cổ phiếu MBB (% cổ phiếu lưu hành) .	55
Hình 69: Lợi suất cho vay	56
Hình 70: Tổng lượng giao dịch căn hộ tại thị trường sơ cấp	58
Hình 71: Lượng giao dịch căn hộ cao cấp tại thị trường sơ cấp	58
Hình 72: Lượng giao dịch căn hộ trung cấp tại thị trường sơ cấp	58
Hình 73: Số lượng hộ gia đình khá giả và trung lưu ('000 hộ)	59
Hình 74: Tốc độ tăng trưởng thu nhập nhanh hơn tăng trưởng giá căn hộ trung cấp.....	59
Hình 75: Tỷ lệ giá biệt thự và nhà phố so với giá căn hộ cao cấp tại thị trường sơ cấp TP. HCM (lần).....	59
Hình 76: Lợi suất đầu tư trung bình hàng năm của giai đoạn 2013-2016.....	59
Hình 77: Dự báo số lượng bàn giao căn hộ trung cấp và cao cấp tại TP. HCM ('000 căn)....	60
Hình 78: Nguồn cung biệt thự và nhà phố tại TP. HCM ('000 căn)	60
Hình 79: Chỉ số VNI diễn biến tương tự giá dầu đến khi Trump đắc cử Tổng thống.....	61
Hình 80: Phần lớn thị trường chứng khoán trong khu vực đều diễn biến tích cực trong năm 2016	63
Hình 81: Các chỉ báo chính của các thị trường mới nổi tại ASEAN	63
Hình 82: Phát triển khung pháp lý để hỗ trợ thoái vốn và cổ phần hóa	64
Hình 83: Sàn UPCoM tăng trưởng mạnh trong thời gian qua.....	65
Hình 84: Các cổ phiếu mới niêm yết đáng chú ý trên thị trường chứng khoán	65
Hình 85: Giá trị vốn hóa và số công ty niêm yết (triệu USD).....	66
Hình 86: Các công ty nơi room cho khối ngoại.....	66
Hình 87: Giá trị vốn hóa dành cho khối ngoại (tỷ USD) *	67
Hình 88: Chỉ số VNI đang duy trì xu hướng dài hạn	68
Hình 89: Công ty dự kiến thoái vốn trong năm 2017.....	69
Hình 90: Các doanh nghiệp dự kiến sẽ niêm yết trong năm 2017*	70
Hình 91: Tiêu thụ dầu tinh luyện.....	73
Hình 92: Ước tính giữa hợp đồng tương lai và chỉ số TTCK Việt Nam – hợp đồng mở tính theo % tổng giá trị giao dịch hàng ngày và số ngày nắm giữ trung bình	76
Hình 93: Tóm tắt định giá các mã do VCSC theo dõi.....	76
Hình 94: Lợi suất trái phiếu và định giá cổ phiếu đi ngang trong giai đoạn này.....	78
Hình 95: Danh sách các mã do VCSC theo dõi (30/12/2016)	79
Hình 96: Tâm lý đối với tình hình tài chính của người dân Đông Nam Á Quý 4/2016	80
Hình 97: Tỷ trọng phân khúc cao cấp trong lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh tại Việt Nam	81
Hình 98: Thái độ của người tiêu dùng đối với các sản phẩm cao cấp	81

Hình 99: Sức khỏe đã trở thành mối quan tâm hàng đầu của người tiêu dùng Việt Nam.....	82
Hình 100: Việt Nam vẫn có tỷ lệ bán lẻ tạp hóa hiện đại thấp nhất so với một số nước ĐNA khác.....	83
Hình 101: Thị phần của PNJ.....	83
Hình 102: Thị phần bán lẻ hàng tiêu dùng điện tử và điện thoại di động của MWG.....	84
Hình 103: Tăng trưởng tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh theo các kênh trong 11T2016 so với cùng kỳ.....	85
Hình 104: Số cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam	85
Hình 105: Số minimart tại Việt Nam	86
Hình 106: Số cửa hàng của MWG tại các thành phố	86
Hình 107: Sản xuất luôn chiếm phần lớn trong FDI các năm qua.....	88
Hình 108: FDI vào miền Bắc phục hồi mạnh trong năm 2016	89
Hình 109: Tỷ trọng của Việt Nam trong xuất khẩu thế giới tăng mạnh nhưng vẫn còn chiếm tỷ lệ nhỏ	89
Hình 110: Lương tối thiểu tại Việt Nam tăng đều đặn trong các năm qua	90
Hình 111: Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam dịch chuyển nhanh chóng sang các sản phẩm giá trị gia tăng cao hơn	90
Hình 112: Cơ sở hạ tầng giao thông giữa Hà Nội và Hải Phòng đã được cải thiện trong thời gian qua	91
Hình 113: Khu vực cảng Hải Phòng có lưu lượng container tăng mạnh nhờ FDI vào tam giác kinh tế miền Bắc tăng (triệu TEU).....	92
Hình 114: Hải Phòng là thành phố nhận được nhiều FDI nhất trong 11 tháng đầu năm 2016.....	92
Hình 115: LG là tập đoàn đầu tư nhiều FDI tại Việt Nam nhất trong 11 tháng đầu năm 2016.....	92
Hình 116: Doanh thu tại Việt Nam của LG Electronics dự kiến sẽ tăng mạnh trong 4 năm tới	93
Hình 117: Công suất của các hãng hàng không trong nước tăng gấp đôi chỉ trong ba năm (chỗ ngồi/tuần)	95
Hình 118: Số hành khách trong nước tăng mạnh trong các năm gần đây	95
Hình 119: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng đều đặn	96
Hình 120: Số phòng khách sạn 3-5 sao tăng mạnh trong các năm gần đây	96
Hình 121: Cơ cấu nguồn điện (MW).....	98
Hình 122: Công suất theo quy hoạch điện (MW)	98
Hình 123: FDI đăng ký trong sản xuất.....	98
Hình 124: Tăng trưởng tiêu thụ điện	98
Hình 125: Triển vọng công suất điện Việt Nam	99
Hình 126: Khả năng xảy ra La Nina từng tháng	99
Hình 127: Kế hoạch huy động điện của Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện quốc gia, tăng trưởng hàng năm trong năm 2017.....	99
Hình 128: Giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh (VND/kWh)	100

Hình 129: Giá bán trung bình của các nhà máy điện (trong và ngoài thị trường phát điện cạnh tranh, VND/kWh).....	100
Hình 130: Giá khí dành cho nhà máy điện trên bao tiêu (USD/MMBTU).....	100
Hình 131: Giá than dành cho các nhà máy điện (VND/tấn)	100
Hình 132: Tổng số lượng căn hộ bán ra tại Hà Nội và TP. HCM	102
Hình 133: Diện tích nhà ở trên đầu người và dân số đô thị	102
Hình 134: Một số dự án cơ sở hạ tầng lớn trong trung hạn	103
Hình 135: GDP lĩnh vực xây dựng.....	103
Hình 136: Giá trị sản xuất lĩnh vực xây dựng	103
Hình 137: Sản lượng thép xây dựng bán ra	104
Hình 138: Sản lượng tôn mạ bán ra	104
Hình 139: Giá thép cán nóng và tôn mạ	105
Hình 140: Giá các nguyên vật liệu đầu vào chính của thép	105
Hình 141: Giá bán trung bình thép xây dựng của HPG và giá quặng sắt	105
Hình 142: Bảng tóm tắt các biện pháp phòng vệ thương mại của Việt Nam đối với thép xây dựng và tôn mạ.....	106



Nguyễn Hải Hiền
Chuyên viên

Hoàng Thúy Lương
Chuyên viên

Vĩ mô Việt Nam: Diễn biến ổn định trong bối cảnh bất ổn toàn cầu

Tác động của các nền kinh tế lớn trên thế giới đến Việt Nam

Mỹ: Nền kinh tế Mỹ dự kiến tăng trưởng mạnh hơn có tác động tích cực đến xuất khẩu Việt Nam

Sự cải thiện vững chắc của nền kinh tế Mỹ được phản ánh qua mức tăng trưởng GDP 3,5% trong quý 3/2016, cao hơn con số dự báo trước đó là 3,2% và là mức cao nhất kể từ quý 2/2014. Tỷ lệ lạm phát trượt 12 tháng trong tháng 11 là 1,7%, gần đạt mục tiêu 2% của Fed. Tỷ lệ thất nghiệp cũng giảm mạnh từ mức 4,9% trong tháng 10 còn 4,6% trong tháng 11, mức thấp nhất kể từ tháng 8/2007. Nhờ vào số liệu kinh tế tích cực, Ủy ban Thị trường mở Liên bang (FOMC) đã quyết định tăng lãi suất cơ bản thêm 25 điểm cơ bản vào giữa tháng 12/2016, lần tăng thứ hai kể từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Fed cũng đã đưa ra kế hoạch tăng lãi suất thêm 3 lần trong năm nay. Chính sách thắt chặt tiền tệ của Fed rõ ràng sẽ có tác động đến danh mục đầu tư tại Việt Nam trong năm 2017, nhưng dự kiến sẽ không có tác động đến dòng vốn FDI.

Kế hoạch thúc đẩy chi tiêu vào cơ sở hạ tầng của Tổng thống Donald Trump và giảm gánh nặng thuế dự kiến sẽ kích thích nền kinh tế Mỹ. Tuy nhiên, những lo ngại về thâm hụt tài chính cao hơn của Mỹ sẽ khiến ông Trump khó đưa những chính sách này được phê duyệt như là một phần của ngân sách Chính phủ mới, khiến các biện pháp kích thích diễn ra trầm lắng hơn.

Mức tăng trưởng cao hơn của Mỹ sẽ giúp Việt Nam hưởng lợi, gia tăng chi tiêu tiêu dùng ở Mỹ sẽ thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam khi Mỹ là một trong những thị trường xuất khẩu lớn nhất Việt Nam. Chính sách bảo hộ của ông Trump đối với hàng hóa Trung Quốc có thể tạo ra điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu Việt Nam nhằm gia tăng thị phần. Chính sách bảo hộ của Mỹ có vẻ như sẽ không ảnh hưởng đến Việt Nam do mối quan hệ thương mại giữa 2 quốc gia đã được thắt chặt bởi nhiều FTA và BTA (hiệp định thương mại song phương), cũng như ông Trump vừa cho thấy sự ủng hộ mối quan hệ khăng khít hơn với Việt Nam thời gian qua, thông qua cuộc điện đàm với Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc.

Trung Quốc: đồng Nhân dân tệ (CNY) trượt giá sâu hơn sẽ tạo ra thách thức với xuất khẩu Việt Nam

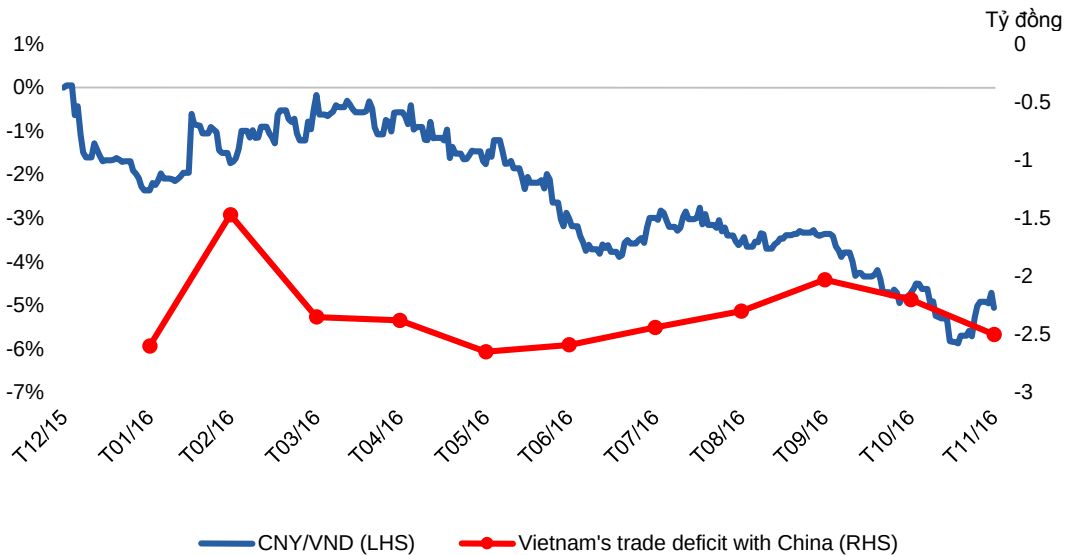
Nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục cho thấy tín hiệu phục hồi. Sản lượng công nghiệp của Trung Quốc gia tăng 6,2% YoY trong tháng 11/2016. Tổng mức bán lẻ tháng 11 cũng ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất kể từ tháng 12/2015 với mức tăng 10,8% YoY. Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế ổn định trong những tháng qua, nền kinh tế Trung Quốc đã có diễn biến tốt hơn dự kiến và có thể đạt tăng trưởng GDP 6,5-6,7% trong năm 2016. Tuy nhiên, trong bối cảnh CPI tăng mạnh 4% YoY và Chỉ số giá sản xuất (PPI) tăng trưởng 3,3% YoY trong tháng 11, mức tăng mạnh nhất kể từ năm 2011, có khả năng lớn Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBoC) sẽ không duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng trong ngắn hạn. Ngoài những số liệu tích cực, cả xuất khẩu và nhập khẩu của Trung Quốc trong 11 tháng 2016 đều giảm lần lượt 7,5% YoY và 6,2% YoY, do nhu cầu thấp hơn toàn cầu và giá hàng hóa giảm. Ngoài ra, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc cũng liên tục giảm trong năm 2016 còn 3,05 nghìn tỷ USD.

Đồng USD tăng giá sẽ tạo ra dòng thoát vốn lớn hơn khỏi quốc gia này. Cả dòng vốn FII và FDI đều dịch chuyển từ Trung Quốc sang các thị trường mới nổi vốn có chi phí nhân công thấp hơn. Việt Nam sẽ là điểm đến lý tưởng cho các NĐT nước ngoài.

Chính sách bảo hộ của ông Trump nhắm vào hàng hóa Trung Quốc có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu của Trung Quốc năm 2017. Tương ứng, Trung Quốc có thể tìm kiếm các cơ hội xuất khẩu sang các quốc gia khác, bao gồm các thị trường mới nổi như Việt Nam, nhằm bù đắp cho sự sụt giảm tại thị trường Mỹ. Do đó, chúng tôi dự báo mức gia tăng thặng dư thương mại giữa Trung Quốc và Việt Nam. Chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng giảm rõ ràng của đồng CNY trong năm 2016 với quan điểm hỗ trợ cho xuất khẩu của Trung Quốc. Tính đến ngày

30/12/2016, đồng CNY đã trượt giá 6,5% kể từ cuối năm 2015. Chúng tôi kỳ vọng đồng CNY sẽ tiếp tục trượt giá trong năm 2017 do đồng USD tiếp tục mạnh lên. Đồng CNY tiếp tục trượt giá sẽ tạo ra áp lực trượt giá lên đồng VND. Trong năm 2016, CNY đã trượt giá 5% so với VND; nếu xu hướng này tiếp tục, Việt Nam sẽ mất đi một vài lợi thế cạnh tranh đối với Trung Quốc. Đồng CNY trượt giá cũng là yếu tố dẫn dắt cho diễn biến gia tăng thâm hụt thương mại của Việt Nam với Trung Quốc.

Hình 1: Tỷ giá CNY/VND so với thâm hụt thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc



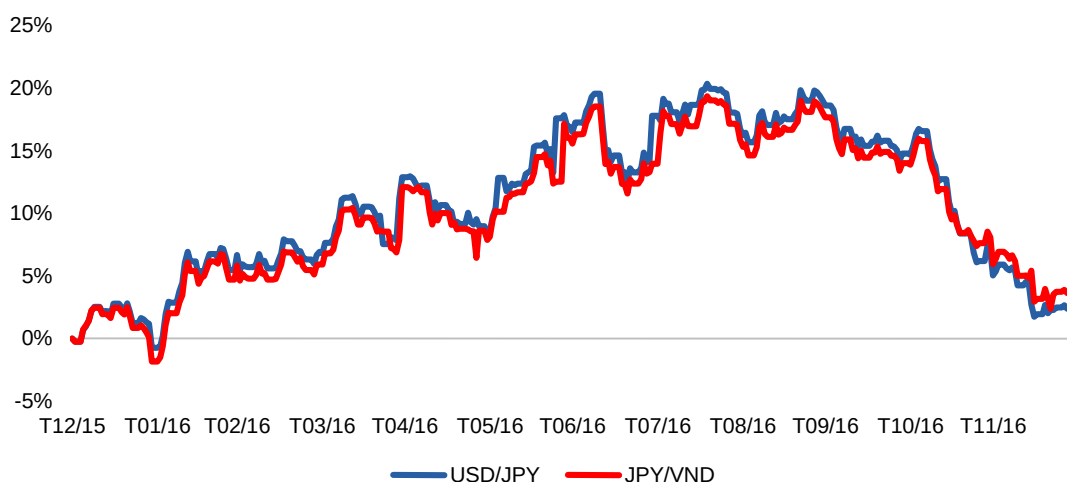
Nguồn: Bloomberg, Tổng Cục Hải Quan (TCHQ)

Nhật Bản: Các doanh nghiệp Việt Nam có thể hưởng lợi từ việc đồng Yên (JPY) tiếp tục trượt giá

Chính phủ Nhật Bản tiếp tục thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ trong năm 2016 bằng cách giữ lãi suất ngắn hạn ở mức -0,1% và lợi suất TPCP 10 năm ở xung quang mức 0%. Dù thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng, đồng JPY đã tăng cao hơn so với các đồng tiền khác trong phần lớn của năm do các NĐT toàn cầu xem JPY là “tài sản trú ẩn an toàn” trong bối cảnh bất ổn tài chính quốc tế của EU và Mỹ. Cuộc bầu cử tổng thống Mỹ và đợt tăng lãi suất của Fed làm đồng USD mạnh lên, do đó làm đồng JPY trượt giá từ giữa tháng 11. Trong năm 2016, đồng JPY đã tăng giá 2,8% so với đồng USD. Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ) sẽ tiếp tục thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ trong năm 2017, cùng với kế hoạch chi tiêu ngân sách cao kỷ lục vừa được phê duyệt 97,45 nghìn tỷ JPY (831 triệu USD), nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Đồng JPY đã tăng 18% so với VND từ tháng 04 – tháng 09/2016. Điều này tạo ra khó khăn cho các doanh nghiệp Việt Nam có dư nợ bằng đồng JPY lớn, làm giảm mạnh lợi nhuận của các DN này. Tuy nhiên, đồng JPY bắt đầu giảm sau cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ, do đó làm giảm tỷ giá JPY/VND và kết thúc năm 2016 với mức tăng 4% so với đồng VND. Chúng tôi cho rằng đồng JPY sẽ tiếp tục giảm trong năm 2017 do đồng USD cao hơn và BOJ tiếp tục điều chỉnh chính sách tiền tệ, do đó giúp các DN có khoản vay bằng JPY hưởng lợi và làm giảm áp lực thanh toán nợ nước ngoài cho Chính phủ Việt Nam khi nguồn vốn ODA bằng đồng JPY chiếm 30% tổng vốn vay. Ngoài ra, đồng JPY giảm giá sẽ làm giảm chi phí của hàng hóa nhập khẩu từ Nhật Bản, thị trường nhập khẩu lớn thứ ba của Việt Nam.

Hình 2: Biến động USD/JPY vs JPY/VND



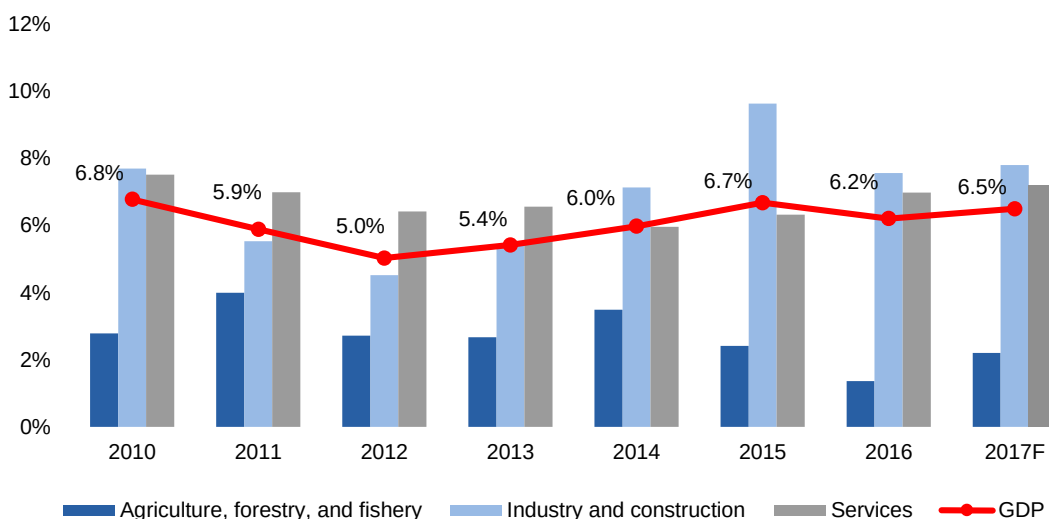
Nguồn: Bloomberg

GDP: Có thể sẽ đạt mức tăng trưởng cao hơn

Tăng trưởng GDP năm 2016 mang lại tín hiệu đầy hứa hẹn cho Việt Nam khi diễn biến kinh tế trong nước có 2 trụ cột vững chắc là sản xuất và dịch vụ trong bối cảnh nhiều bất ổn toàn cầu và điều kiện thời tiết không thuận lợi.

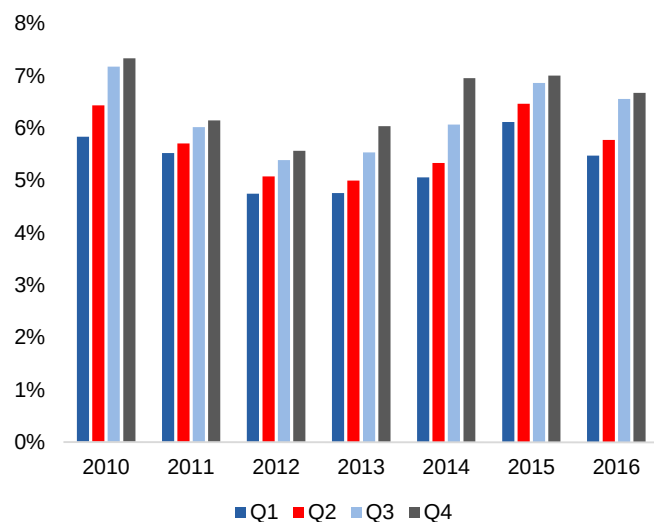
Kinh tế Việt Nam đã tăng trưởng 6,21% trong năm 2016. Dù điều kiện thời tiết xấu và giá dầu thô thấp đã khiến GDP 2016 của Việt Nam tăng trưởng thấp hơn mức 6,68% ghi nhận trong năm 2015 và không đạt mức tăng trưởng mục tiêu 6,7% của Chính phủ đề ra, mức tăng trưởng năm 2016 vẫn cao hơn con số 4 năm trước năm 2015. Diễn biến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam cũng được phản ánh thông qua tốc độ tăng trưởng cải thiện dần qua từng quý (Q1/2016: +5,48% YoY, Q2/2016: +5,78% YoY, Q3/2016: +6,56% YoY, Q4/2016: +6,68% YoY). Sự chững lại của tăng trưởng GDP trong năm 2016 chủ yếu đến từ sự sụt giảm sản lượng nông nghiệp và khai khoáng. Tuy nhiên, mức tăng trưởng mạnh mẽ và ổn định của ngành sản xuất, đặc biệt là các doanh nghiệp FDI, và của ngành dịch vụ trong cả năm 2016 đã giúp Việt Nam duy trì mức tăng trưởng tích cực.

Hình 3: Tăng trưởng GDP theo từng ngành



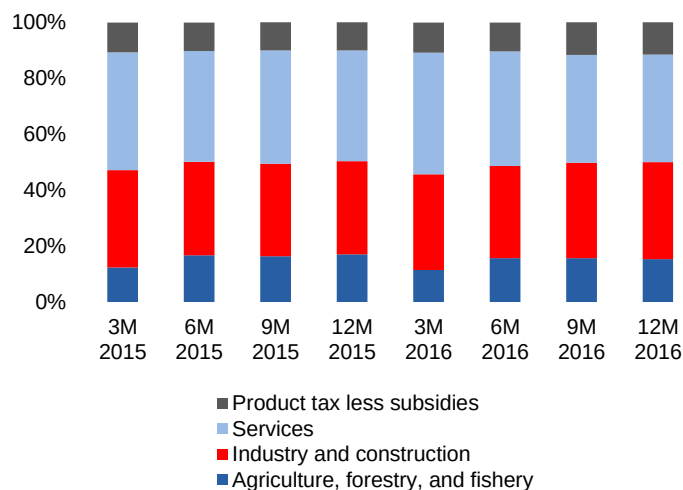
Nguồn: TCTK, VCSC

Hình 4: Tăng trưởng GDP hàng quý



Nguồn: TCTK

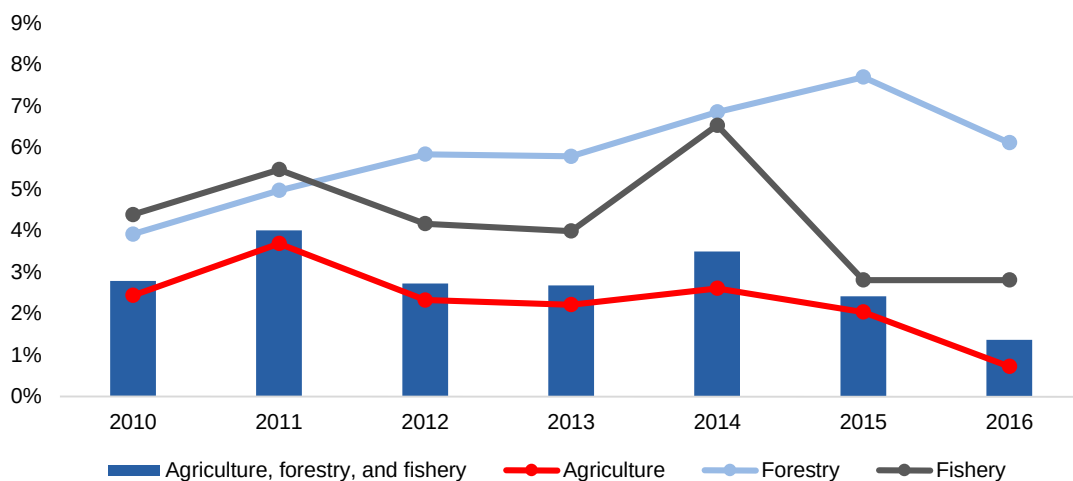
Hình 5: Đóng góp của từng ngành vào GDP



Nguồn: TCTK

Ngành nông, lâm, ngư nghiệp lấy lại đà tăng trong nửa cuối năm 2016. Tình hình thời tiết tiêu cực – đợt lạnh lịch sử ở miền Bắc cũng như hạn hán và xâm nhập mặn ở đồng bằng sông Cửu Long – đã tác động mạnh đến sản lượng nông nghiệp vào đầu năm. Sau khi giảm 0,18% trong nửa đầu năm 2016, ngành này đã bắt đầu phục hồi và tăng 0,65% YoY trong 9 tháng 2016 và 1,36% YoY trong cả năm. Đáng chú ý, mức tăng mạnh 44,6% của sản lượng nông nghiệp vào cuối quý 3/2016 đến cuối năm 2016 đã giúp phân ngành này tăng 0,72% YoY, so với mức tăng 0,05% YoY trong 9 tháng 2016.

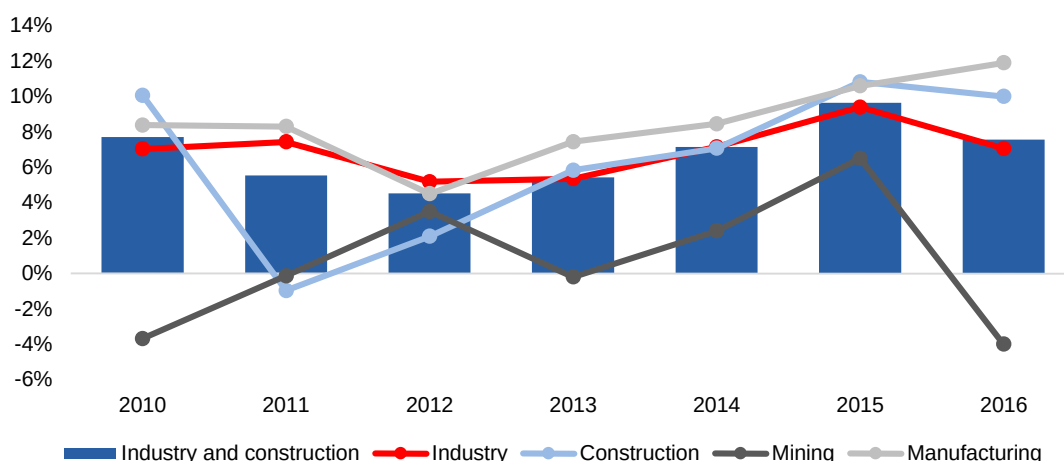
Hình 6: Tăng trưởng GDP Nông, lâm, ngư nghiệp



Nguồn: TCTK

Sự sụt giảm sản lượng khai khoáng làm giảm tăng trưởng của nhóm ngành công nghiệp và xây dựng. Ngành này đã tăng 7,57% trong năm 2016, thấp hơn con số 9,64% YoY trong năm 2015 khi giá dầu giảm làm giảm sản lượng khai khoáng 4% YoY, mức giảm lớn nhất kể từ năm 2011. Trong khi đó, ngành sản xuất vẫn duy trì vai trò quan trọng trong việc kích thích phát triển kinh tế, đạt mức tăng trưởng cao nhất trong vòng 7 năm qua là 11,9% (2014: +8,45% YoY, 2015: +10,6% YoY). Ngành xây dựng tiếp tục mức tăng trưởng ổn định 10% YoY trong năm 2016 so với 10,82% năm 2015.

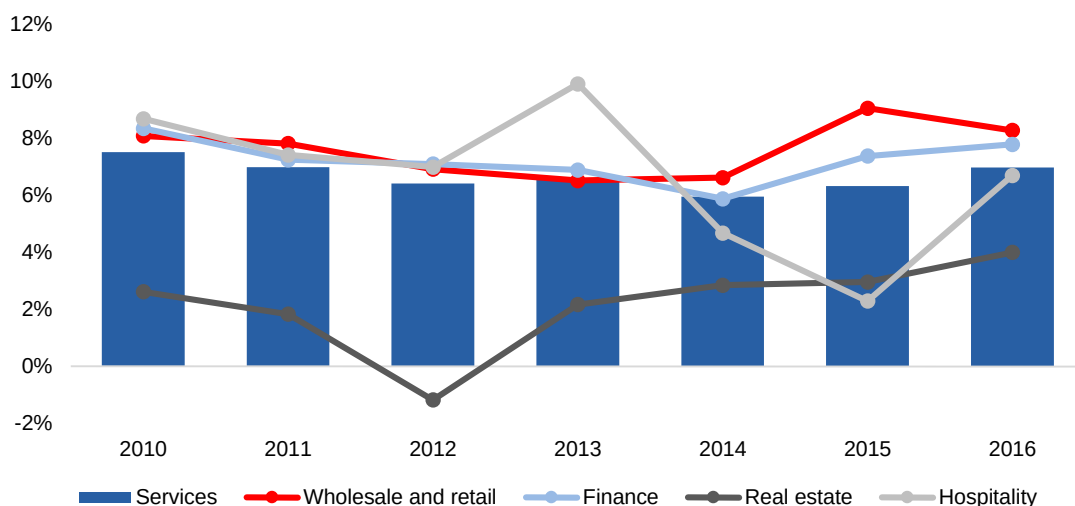
Hình 7: Tăng trưởng GDP công nghiệp và xây dựng



Nguồn: TCTK

Ngành dịch vụ vẫn tiếp tục là điểm sáng. Ngành dịch vụ đã ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ 6,98% YoY trong năm 2016, mức tăng cao nhất kể từ năm 2012. Trong bối cảnh ngành này chiếm tỷ trọng lớn trong nền kinh tế với tỷ lệ 36,8%, ngành này đã đóng góp nhiều điểm phần trăm nhất (2,67%) trong tổng tăng trưởng kinh tế năm ngoái. Bán buôn và bán lẻ có mức tăng trưởng mạnh nhất 8,28% trong số các phân ngành của ngành này. BĐS và du lịch có sự cải thiện đáng kể trong năm 2016, đạt tăng trưởng lần lượt 4% YoY (2015: +2,96% YoY) và 6,7% YoY (2015: +2,29% YoY).

Hình 8: Tăng trưởng GDP ngành dịch vụ



Nguồn: TCTK

Triển vọng: Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng GDP 6,5% trong năm 2017.

Các nhóm ngành thúc đẩy nền kinh tế: Sự phục hồi của nông nghiệp và giá dầu thô thế giới, cùng với sự ổn định của ngành sản xuất định hướng xuất khẩu và tiêu dùng, sẽ là yếu tố dẫn dắt chính cho tăng trưởng kinh tế năm nay.

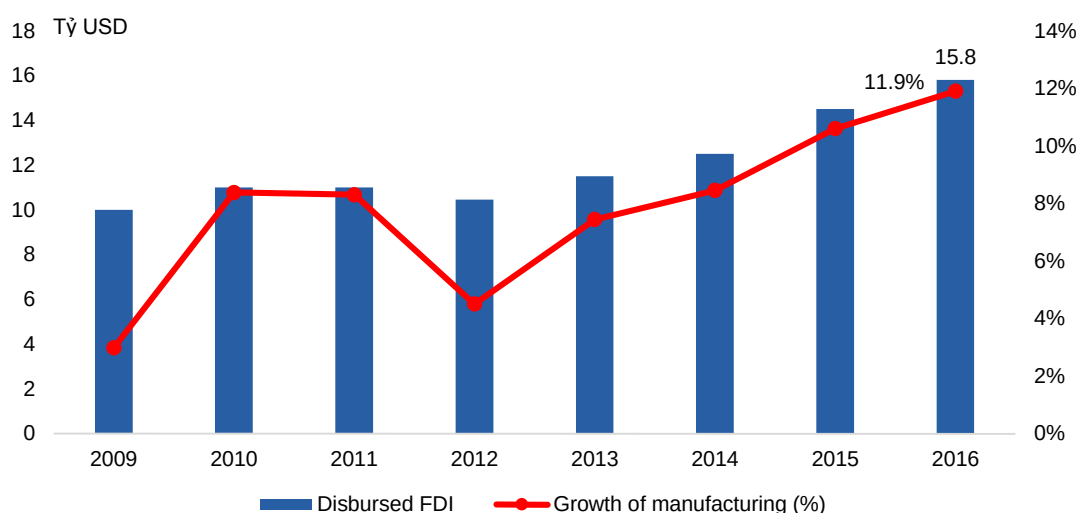
Giá định sản lượng nông nghiệp sẽ không bị ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết không thuận lợi trong năm nay, chúng tôi dự báo ngành nông, lâm, ngư nghiệp sẽ phục hồi và tăng trưởng 2,2% năm 2017, tương ứng với mức tăng trưởng năm 2015. Vào cuối tháng 12/2016, Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Xuân Phúc đã phê duyệt gói tín dụng ưu đãi 50-60 nghìn tỷ đồng cho

nông nghiệp công nghệ cao. Sự hỗ trợ tiếp tục của Chính phủ sẽ vẫn là một trong những yếu tố quan trọng phát triển ngành nông nghiệp.

Trong năm 2017, các chuyên viên phân tích ngành dầu khí của chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi khiếm tốn của giá dầu thế giới, vốn sẽ hỗ trợ cho sản lượng khai khoáng lấy lại đà tăng trưởng, do đó đóng góp vào tăng trưởng cao hơn của ngành này. Ngành sản xuất, đặc biệt là các DN xuất khẩu, sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc kích thích tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm nay trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu phục hồi, xuất phát từ nền kinh tế Mỹ mạnh hơn và sự gia tăng ổn định của dòng vốn FDI. Ngành xây dựng sẽ tiếp tục đà tăng trưởng bắt đầu từ năm 2015. Do đó, ngành công nghiệp và xây dựng sẽ ghi nhận mức cải thiện nhẹ trong năm 2017 so với 2016, với tăng trưởng dự kiến 8,3%.

Tăng trưởng kinh tế cũng sẽ được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng lành mạnh của tiêu dùng trong nước, hỗ trợ bởi lạm phát khiếm tốn. Chỉ số Niềm tin Tiêu dùng cao của Việt Nam, cho thấy sự hứa hẹn của chi tiêu tiêu dùng trong tương lai, cũng sẽ hỗ trợ cho dự báo của chúng tôi. Ngoài ra, lượng khách du lịch đến Việt Nam gia tăng, vốn đạt hơn 10 triệu trong năm 2016 (+26% YoY), sẽ tạo ra đóng góp đáng kể để thúc đẩy ngành dịch vụ. Do đó, chúng tôi cho rằng ngành dịch vụ sẽ vẫn duy trì vị thế quan trọng là một điểm sáng của nền kinh tế với mức tăng trưởng 6,8% năm 2017.

Hình 9: Tương quan giữa giải ngân FDI và tăng trưởng ngành sản xuất



Nguồn: TCTK

Triển vọng tăng trưởng GDP theo phương pháp dựa vào chi tiêu: Chi tiêu tiêu dùng và chi tiêu đầu tư sẽ gia tăng trong khi xuất khẩu ròng thấp hơn sẽ làm giảm tăng trưởng GDP năm nay.

Tăng trưởng chi tiêu tiêu dùng mạnh mẽ, nhờ lạm phát ổn định và được hỗ trợ bởi thu nhập gia tăng và tầng lớp trung lưu gia tăng, sẽ giúp đẩy nhanh tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm nay. Ngoài ra, các chính sách của Chính phủ khi cởi bỏ các rào cản quy định và gia tăng hội nhập quốc tế sẽ thúc đẩy đầu tư tư nhân trong năm 2017. Khu vực tư nhân sẽ nổi lên như là một cột trụ vững chắc của nền kinh tế, được củng cố bằng nỗ lực của Chính phủ hỗ trợ các DN. Nghị quyết số 35/NQ-CP ngày 16/05/2016 và đề xuất phát triển doanh nghiệp đến 2020, dự kiến sẽ thúc đẩy tái cơ cấu kinh tế và cải thiện chất lượng của tăng trưởng kinh tế, với sự tập trung vào cải thiện tính cạnh tranh của khu vực tư nhân. Vào giữa tháng 12/2016, Chính phủ đã nỗ lực hơn trong việc tìm các giải pháp gỡ bỏ khó khăn và trở ngại vay tín dụng cho các DN vừa và nhỏ (SME). Các DN SME chiếm hơn 95% tổng số DN tại Việt Nam, đóng góp 50% GDP của cả nước và 62% lượng việc làm. Nhưng chỉ có 30% số lượng DN SME trong nước có thể tiếp cận nguồn vốn của các ngân hàng và chỉ có 3% tổng dư nợ của các ngân hàng trong nước cung cấp cho các DN này. Do đó, với động thái này, đóng góp của lĩnh

vực tư nhận vào tăng trưởng kinh tế sẽ gia tăng. Mặt khác, cán cân thương mại sẽ là trở ngại cho tăng trưởng GDP 2017 khi mức tăng trưởng nhập khẩu nhiều khả năng sẽ vượt tăng trưởng xuất khẩu trong năm nay.

Thách thức: Những hạn chế về chính sách tài khóa và tiền tệ, cùng với những bất ổn toàn cầu, sẽ là các rào cản chính cho kinh tế Việt Nam trong năm 2017.

Những lo ngại của Chính phủ về tỷ lệ nợ công trên GDP có thể vượt mức trần 65% sẽ cản trở sự hỗ trợ từ các chính sách tài khóa, đặc biệt là trong việc phát triển cơ sở hạ tầng và phúc lợi xã hội. Chính sách tài khóa thắt chặt sẽ là trọng điểm của Chính phủ trong năm nay.

Với sự hỗ trợ hạn chế từ chính sách tài khóa, kế hoạch đưa tăng trưởng GDP đạt 6,7% của Chính phủ trong năm nay chủ yếu sẽ phụ thuộc vào các chính sách tiền tệ của NHNN. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng trong ngắn hạn khi lạm phát vẫn ở mức thấp. Tuy nhiên, các nhà điều hành chính sách tiền tệ sẽ gặp những khó khăn trong việc kiểm soát cung và cầu tiền tệ để cân bằng một cách hiệu quả giữa tăng trưởng kinh tế và lạm phát, đặc biệt trong bối cảnh giá hàng hóa gia tăng và dự báo đồng VND sẽ trượt giá sâu hơn do đồng USD tiếp tục tăng và đồng CNY giảm. Ngoài ra, cùng với áp lực lạm phát sẽ dần gia tăng từ giữa năm 2017, sẽ không dễ để Chính phủ có thể giữ lãi suất ở mức thấp để thúc đẩy lĩnh vực tư nhân, vốn có vai trò ngày càng quan trọng trong tăng trưởng kinh tế.

Chỉ số Sản xuất Công nghiệp (IIP): Mức tăng IIP cao hơn hứa hẹn một nền sản xuất bền vững

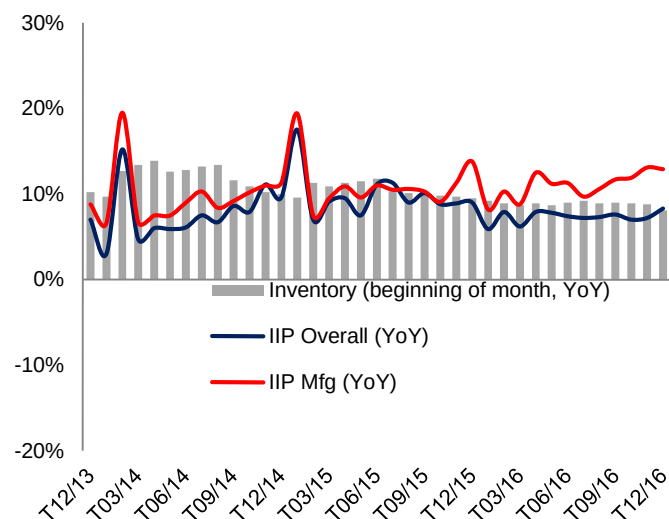
Sự sụt giảm sản lượng khai khoáng khiến tăng trưởng IIP chững lại trong năm 2016. Ngành công nghiệp Việt Nam đã tăng 7,5% trong năm 2016, thấp hơn mức tăng trưởng 9,8% năm 2015, chủ yếu do sản lượng khai khoáng giảm. IIP ngành khai khoáng giảm 5,9% trong năm 2016 sau khi tăng 6,5% trong năm trước đó. Sự sụt giảm của giá dầu thô là nguyên nhân chính cho mức tăng trưởng âm của ngành khai khoáng năm 2016. Trong khi đó, ngành sản xuất vẫn chứng tỏ sức mạnh trong việc dẫn dắt ngành công nghiệp Việt Nam, đạt mức tăng trưởng 11,2% năm 2016, so với 10,6% năm 2015.

Hình 10: Tăng trưởng chỉ số SXCN trong 2016 – So sánh

	12/2016 so với 12/2015	12/2016 so với 11/2016	2016 so với 2015	2015 so với 2014
Toàn ngành	8,3%	4,7%	7,5%	9,8%
Khai khoáng	-7,4%	6,0%	-5,9%	6,5%
CN chế biến chế tạo	12,9%	4,6%	11,2%	10,6%

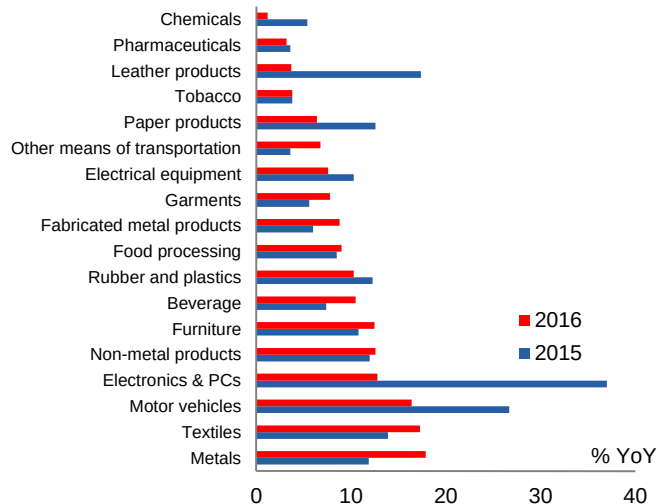
Nguồn: TCTK

Hình 11: Chỉ số sản xuất công nghiệp



Nguồn: TCTK

Hình 12: IIP của các phân ngành sản xuất

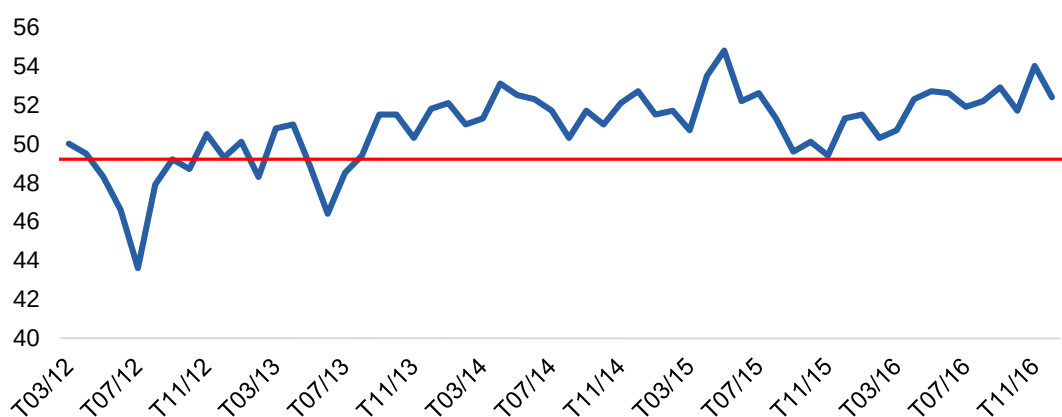


Nguồn: TCTK

Chỉ số Quản trị Sức mua (PMI): Tăng trưởng vững chắc phản ánh qua chỉ số PMI ở trên mốc 50

Việc chỉ số PMI duy trì trên mức 50 trong cả năm phản ánh sự tăng trưởng vững chắc của ngành sản xuất. PMI tháng 12 đạt 52,4, dù thấp hơn con số 54 trong tháng 11, vẫn là một tín hiệu tích cực cho ngành sản xuất của Việt Nam. Chỉ số PMI trên 50 trong tháng cuối cùng năm 2016 đến từ gia tăng lượng đơn hàng mới nhờ tăng trưởng xuất khẩu cao hơn. PMI đã duy trì trên mức 50 điểm trong 13 tháng liên tiếp, phản ánh môi trường kinh doanh liên tục cải thiện trong năm qua.

Hình 13: PMI



Nguồn: Nikkei, Markit

Chỉ số PMI của Việt Nam có diễn biến vượt trội so với các quốc gia ASEAN khác. Chỉ số PMI tích cực của Việt Nam trong năm 2016 một phần nhờ vào sự phục hồi của kinh tế Trung Quốc và Mỹ - hai đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam – đặc biệt là trong 4 tháng cuối năm. Điều này được thể hiện qua chỉ số PMI của cả 2 quốc gia trên đều ở trên mốc 50 trong phần lớn năm 2016. Ngoài ra, những nỗ lực không ngừng của Việt Nam trong việc cải thiện điều kiện kinh doanh cũng giúp cải thiện sức khỏe của ngành sản xuất Việt Nam. Ngoại trừ Philippines, các quốc gia ASEAN khác, như Indonesia và Thái Lan, đều có chỉ số PMI thấp hơn Việt Nam, cho thấy Việt Nam đang ngày càng trở thành một trung tâm sản xuất hấp dẫn trong khu vực.

Hình 14: PMI tại các quốc gia – So sánh

PMI	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
Vietnam	51,5	50,3	50,7	52,3	52,7	52,6	51,9	52,2	52,9	51,7	54,0	52,4
Trung Quốc	49,4	49,0	50,2	50,1	50,1	50,0	49,9	50,4	50,4	51,2	51,7	51,9
Mỹ	52,4	51,3	51,5	50,8	50,7	51,3	52,9	52,0	51,5	53,4	54,1	54,2
Indonesia	48,9	48,7	50,6	50,9	50,6	51,9	48,4	50,4	50,9	48,7	49,7	49,0
Thái Lan	49,4	50,0	49,4	50,2	49,7	49,4	49,3	49,8	48,8	48,8	48,2	50,6
Philippines	53,0	54,1	54,4	56,5	55,8	55,5	56,3	55,3	57,5	56,5	56,3	55,7

Nguồn: Nikkei, Markit

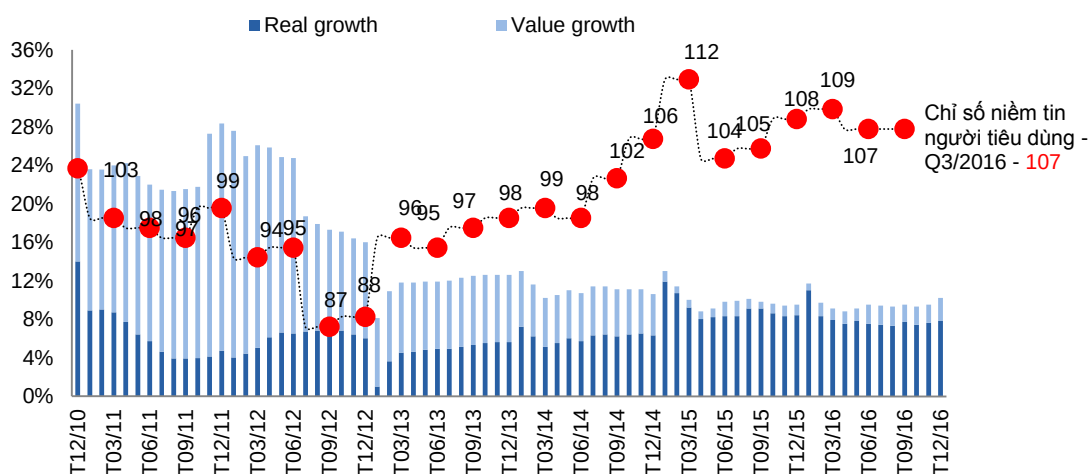
Triển vọng: Chúng tôi dự báo IIP của Việt Nam sẽ cao hơn trong 2017 ở mức 9-10%. Với sự phục hồi của giá cả hàng hóa thế giới, đặc biệt là giá dầu thô, ngành khai khoáng sẽ phục hồi đà tăng trưởng dương trong năm nay. Ngoài ra, sự phục hồi của thương mại toàn cầu và nhu cầu trong nước tăng tốc sẽ thúc đẩy hoạt động sản xuất trong năm 2017, do đó chúng tôi tin rằng ngành sản xuất sẽ đạt được mức tăng trưởng cao hơn trong năm nay.

Tiêu dùng: Chi tiêu tiêu dùng vẫn tích cực

Người tiêu dùng Việt Nam vẫn duy trì tâm lý tích cực. Mặc dù các yếu tố trong nước, như tăng trưởng GDP thấp hơn kỳ vọng, học phí, phí dịch vụ y tế, giá xăng điều chỉnh mạnh và các bất ổn toàn cầu, đã làm ảnh hưởng đến niềm tin tiêu dùng ở một chừng mực nhất định, người tiêu dùng Việt Nam vẫn duy trì tâm lý lạc quan trong năm 2016. Theo khảo sát của Nielsen, chỉ số niềm tin tiêu dùng của Việt Nam đạt 107 trong quý 3/2016, cao hơn nhiều so với con số trung bình toàn cầu là 99 và Việt Nam xếp thứ bảy trong những quốc gia lạc quan nhất thế giới sau Ấn Độ (133), Philippines (132), Indonesia (122), UAE (108), Thái Lan (108), và Đan Mạch (107). Thu nhập tăng lớn trung lưu gia tăng và triển vọng kinh tế ổn định giúp chỉ số niềm tin tiêu dùng Việt Nam duy trì ở mức cao trong 2 năm qua.

Lạm phát cao dẫn đến mức tăng trưởng thực thấp hơn. Tổng doanh thu bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng năm 2016 đạt 3,527 nghìn tỷ đồng, tăng 10,2% YoY, cao hơn mức 9,8% năm 2015. Tuy nhiên, lạm phát cao hơn năm 2015 dẫn đến mức tăng trưởng thực thấp hơn khi chỉ đạt 7,8% năm 2016 so với mức 8,5% trong năm 2015, nhưng mức tăng trưởng 2016 vẫn cao hơn mức tăng trưởng ghi nhận trong giai đoạn 2011-2014.

Hình 15: Tổng mức bán lẻ và niềm tin người tiêu dùng



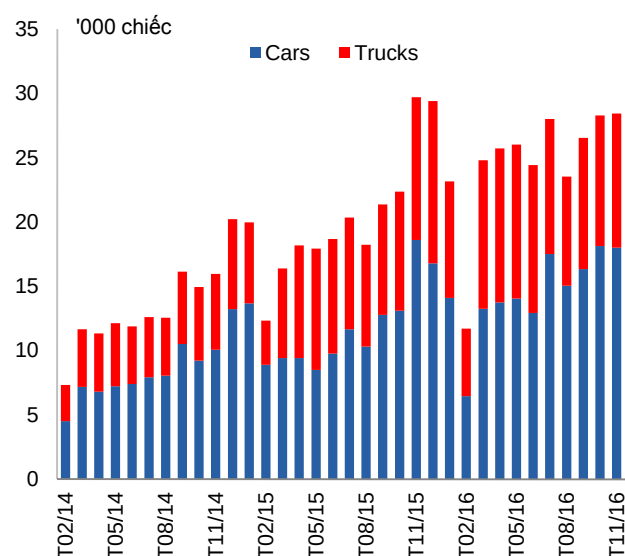
Nguồn: TCTK, Nielson Global Survey

Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch tăng mạnh phần nào nhờ sự bùng nổ lượng du khách quốc tế đến Việt Nam. Nhiều chính sách, đặc biệt là chính sách miễn visa áp dụng cho 5 quốc gia Châu Âu, đã có tác dụng thúc đẩy ngành du lịch trong năm 2016. Lượng du khách quốc tế tăng 26% giúp Việt Nam lần đầu tiên đạt 10 triệu lượt du khách/năm. Lượng du khách quốc tế nhảy vọt đã giúp doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch tăng lần lượt 10,4% YoY và 12% YoY (so với mức tăng 5,2% và 9,5% năm 2015). Tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa chiếm hơn 3/4 tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ và tăng 10,2% YoY, trong đó doanh thu từ lương thực/thực phẩm, đồ gia dụng, dệt may và phương tiện giao thông tăng lần lượt 13%, 11,4%, 10,6% và 5,7% YoY.

Doanh số bán xe ô tô của Việt Nam vượt các thị trường khác trong khu vực. Trong 9 tháng 2016, Thái Lan và Indonesia chứng kiến mức tăng trưởng trị giá của doanh số bán ô tô, trong khi doanh số bán xe ô tô của Malaysia giảm 13,8% YoY. Ngược lại, doanh số bán xe ô tô con và xe tải của Việt Nam tăng mạnh 25,6% trong 11 tháng 2016. Một phần của mức tăng mạnh này có thể đến từ sự tăng trưởng Uber và các công ty khác với mô hình hoạt động tương tự.

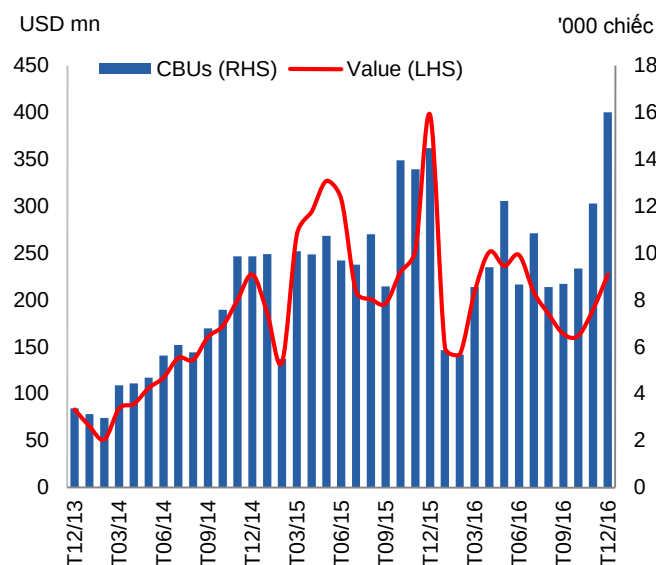
Mức thuế tiêu thụ đặc biệt (thuế TTĐB) mới, có hiệu lực từ ngày 1/7/2016, áp dụng mức thuế cao hơn cho các phương tiện có dung tích trên 2.500cc, khiến giá trị nhập khẩu xe nguyên chiếc (CBU) giảm 21,2% YoY đạt 2,37 tỷ USD trong năm 2016. Tuy nhiên, các phương tiện có dung tích động cơ 1.500cc hoặc thấp hơn được giảm thuế, khiến lượng xe có dung tích nhỏ nhập khẩu từ Thái Lan tăng mạnh. Trong 11 tháng 2016, giá trị xe CBU nhập khẩu từ Thái Lan tăng mạnh 50% YoY.

Hình 16: Sản lượng bán ra của VAMA



Nguồn: VAMA

Hình 17: CBU nhập khẩu



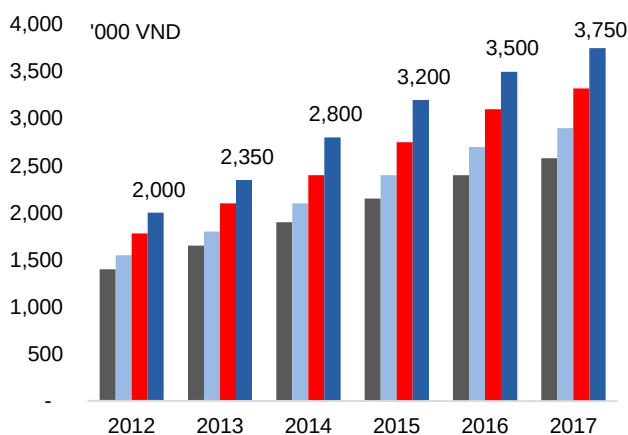
Nguồn: Tổng Cục Hải Quan (TCHQ), TCTK

Triển vọng: Chi tiêu tiêu dùng dự kiến vẫn duy trì ở mức cao. Tăng trưởng GDP thấp hơn dự kiến, giá xăng gia tăng và các bất ổn toàn cầu thời gian qua do cuộc bầu cử ở Mỹ có khả năng ảnh hưởng đến chi tiêu tiêu dùng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng tiêu dùng sẽ vẫn được hỗ trợ bởi:

- Lương tối thiểu tăng 7,3% trong năm 2017, theo Nghị định 153/2016/ND-CP. Mức lương cao hơn sẽ làm gia tăng túi tiền người tiêu dùng và do đó tăng khả năng chi tiêu.
- Tỷ lệ thất nghiệp năm 2016 giảm nhẹ còn 2,3% từ mức 2,33% năm 2015, trong khi tỷ lệ thiếu việc làm giảm còn 1,64%, thấp hơn nhiều so với 1,89% trong năm 2015 và 2,40% năm 2014.

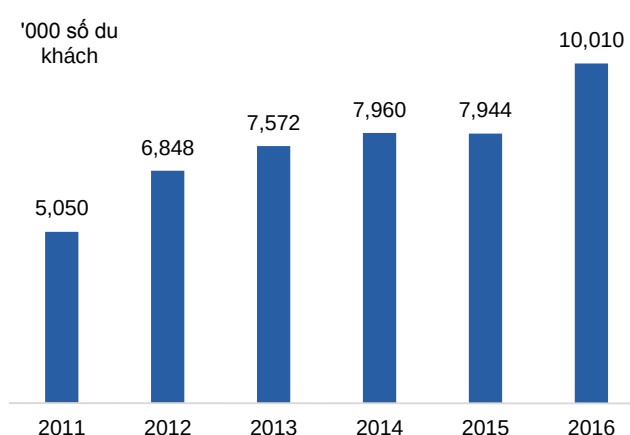
- Quốc hội đã ban hành Nghị định số 30/2016/QH14, ngày 22/11/2016, về việc áp dụng visa điện tử cho người nước ngoài đến Việt Nam, chính sách sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng lượng du khách, qua đó tác động tích cực đến tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ.
- Các yếu tố khác có khả năng bảo đảm tăng trưởng mạnh bao gồm dân số trẻ, niềm tin tiêu dùng tích cực và triển vọng kinh tế ổn định, trong đó lạm phát dự kiến đạt 5% (tương đương năm 2016) và lãi suất dự kiến sẽ tăng nhẹ 75 điểm cơ bản.

Hình 18: Lương tối thiểu



Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 19: Lượng du khách quốc tế



Nguồn: TCTK

Tổng đầu tư: đóng góp của lĩnh vực ngoài nhà nước gia tăng

Tổng vốn đầu tư đạt 1.485 tỷ đồng, tăng 8,7% YoY (tốc độ tăng trưởng có phần giảm tốc). Tuy nhiên, đóng góp của tổng đầu tư toàn xã hội vào GDP đã tăng lên mức cao nhất trong vòng 4 năm qua đạt 33% GDP. Chúng tôi cũng chứng kiến sự thay đổi của cơ cấu đầu tư với khu vực nhà nước giảm dần (chúng tôi sẽ bàn thêm chi tiết vấn đề này trong phần Ngân sách Nhà nước), trong khi khu vực tư nhân và nước ngoài gia tăng.

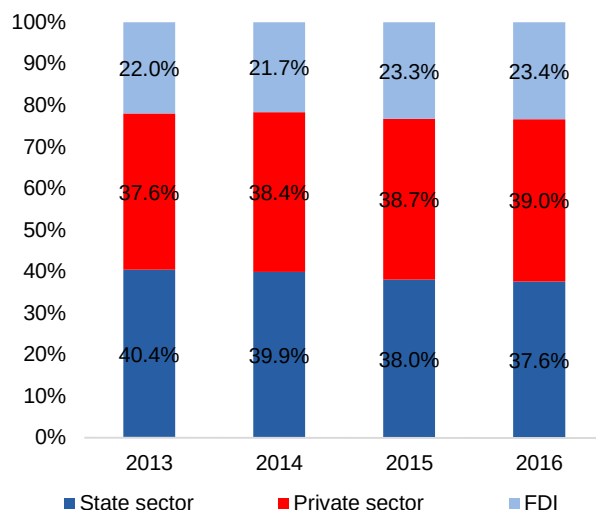
Dù Chính phủ ghi nhận tầm quan trọng của khu vực FDI, khu vực tư nhân vẫn được xem là yếu tố dẫn dắt quan trọng nhằm hướng đến một nền kinh tế phát triển bền vững. Quốc hội khóa XII chủ trương tạo điều thuận lợi cho tất cả các doanh nghiệp, đặc biệt là DN tư nhân, với mục tiêu đạt 1 triệu DN vào năm 2020. Những chính sách đây của Chính phủ đã giúp mang lại số lượng DN mới đăng ký cao kỷ lục, đạt 110.100 trong năm 2016 với lượng vốn đăng ký tăng mạnh 48,1% YoY.

Hình 20: Tăng trưởng đầu tư theo từng lĩnh vực

	2013	2014	2015	2016
Tổng vốn đầu tư	8,4%	11,5%	11,9%	8,7%
Khu vực Nhà nước	7,7%	10,2%	6,8%	7,2%
Khu vực tư nhân	7,1%	13,6%	12,8%	9,7%
Khu vực nước ngoài	9,9%	10,5%	19,9%	9,4%
Tổng vốn đầu tư /GDP	30,4%	31,0%	32,6%	33,0%

Nguồn: TCTK

Hình 21: Đóng góp của từng ngành

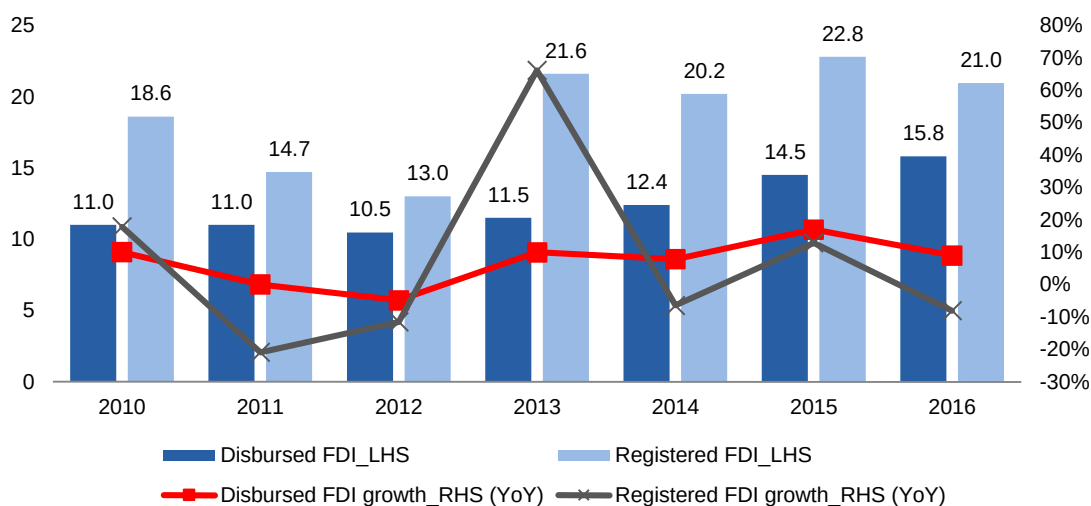


Nguồn: TCTK

FDI: Các FTA và chi phí gia tăng trong khu vực sẽ bảo đảm dòng vốn FDI tiếp tục vào mạnh

Giải ngân vốn FDI đạt mức cao kỷ lục; Luật Đầu tư 2014 thu hút vốn thông qua góp vốn và mua cổ phần. Trong năm 2016, vốn giải ngân FDI tăng 9,0% YoY đạt 15,8 tỷ USD, mức cao nhất từ trước đến nay. Trong khi đó, vốn FDI đăng ký và bổ sung trong năm ngoài giảm 8,1% còn 20,95 tỷ USD. Sự chững lại một phần đến từ (1) chỉ có một siêu dự án (hơn 1 tỷ USD) đăng ký năm 2016, trong khi trong năm 2015, tổng vốn đầu tư của các siêu dự án là hơn 6 tỷ USD; (2) những thay đổi trong Luật Đầu tư 2014, có hiệu lực từ ngày 01/07/2015, thu hút dòng vốn nước ngoài thông qua kênh góp vốn và mua cổ phần, tạo sự thuận lợi hơn so với kênh đầu tư trực tiếp. Năm 2016 đã ghi nhận 3,42 tỷ USD được đổ vào thị trường Việt Nam thông qua kênh này (vào các ngành có điều kiện áp dụng cho NĐT nước ngoài hoặc tổ chức nơi NĐT nước chiếm 51% vốn điều lệ trở lên).

Hình 22: Vốn FDI giải ngân và vốn FDI đăng ký & bổ sung

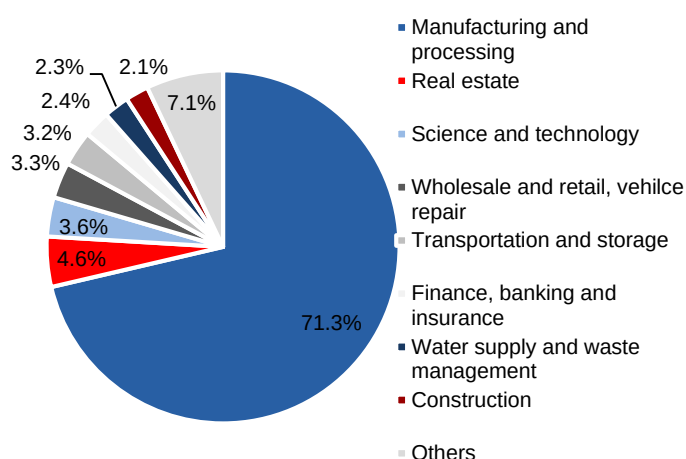


Nguồn: Cục Đầu tư Nước ngoài – Bộ Kế hoạch & Đầu tư (FIA – MPI)

Dòng vốn FDI sẽ tiếp tục tập trung vào ngành sản xuất và chế tạo. Ngành này đã thống trị các ngành khác trong những năm qua, với vốn đầu tư vào ngành này đóng góp khoảng 70% của tổng vốn đầu tư. Trong năm 2016, vốn đầu tư vào ngành này đạt 14,9 tỷ USD, giảm 9,0% YoY và chiếm 71,3% tổng vốn đầu tư. Mặc dù ngành BĐS xếp thứ hai, với tổng vốn đầu tư đạt 963,6 triệu USD, chỉ tương đương 40% vốn đầu tư vào ngành BĐS năm 2016.

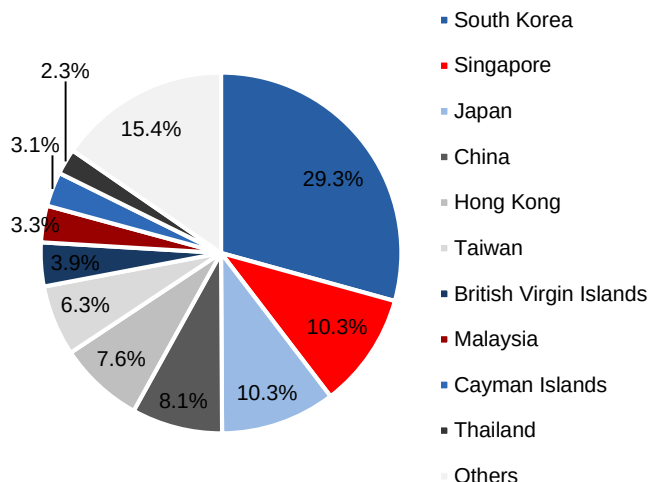
Vốn đầu tư vào ngành điện sẽ tăng mạnh trong năm 2017 nhờ một số dự án lớn hiện đang trong giai đoạn chờ phê duyệt. Do đó, đầu tư vào ngành điện dự kiến sẽ vẫn giữ được đà tăng nhờ Kế hoạch Phát triển Điện Quốc gia VII sửa đổi (Tổng Sơ đồ điện VII sửa đổi), trong đó kế hoạch nâng tổng công suất lắp đặt từ 39.000 MW trong năm 2015 lên khoảng 60.000 MW trong năm 2020 và 130.000 MW trong năm 2030, với vốn đầu tư cần thiết gần 150 tỷ USD cho cả nhà máy điện và hệ thống truyền tải trong giai đoạn 2016-2030.

Hình 23: FDI theo ngành



Nguồn: FIA - MPI

Hình 24: FDI theo xuất xứ từng quốc gia



Nguồn: FIA - MPI

Hàn Quốc sẽ tiếp tục mở rộng làn sóng đầu tư thứ ba vào Việt Nam, được hỗ trợ bởi FTA Việt Nam - Hàn Quốc. Làn sóng đầu tư thứ ba, vốn bắt đầu năm 2009 và bao gồm nhiều siêu dự án trong ngành sản xuất (dẫn dắt bởi Samsung và LG), thời gian qua đã mở rộng sang các ngành khác, như khoa học và công nghệ, nông nghiệp kỹ thuật cao, điện, bán buôn và bán lẻ, và giải trí. Trong năm 2016, Hàn Quốc vẫn duy trì vị thế nhà đầu tư hàng đầu, với vốn FDI đăng ký mới và tăng thêm đạt 6,1 tỷ USD (khoảng 2 tỷ USD đến từ LG), chiếm 29,3% tổng vốn đầu tư.

Các dự án LG Displays và LG Innotek đã giúp Hải Phòng tỏa sáng trong năm 2016. Thành phố Hải Phòng trở thành điểm đến hấp dẫn nhất cho đầu tư nước ngoài nhờ các dự án quan trọng, bao gồm cao tốc Hải Phòng – Hà Nội, Cảng quốc tế Hải Phòng (cảng Lạch Huyện) và sân bay quốc tế Cát Bi.

Quảng Ninh dự kiến sẽ thu hút thêm sự chú ý của cả các NĐT trong nước và quốc tế trong tương lai. Khu phức hợp Cảng biển và KCN Đầm Nhà Mạc của Quảng Ninh xếp thứ ba trong những dự án FDI có vốn lớn nhất năm 2017. Với 11 KCN nằm trong kế hoạch phát triển của Chính phủ đến năm 2020 và 3 khu kinh tế cửa khẩu (đến năm 2030), đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt cho Quảng Ninh. Tháng 11/2016, Chính phủ cuối cùng cũng đã thông qua kế hoạch thành lập 3 Đặc khu Kinh tế (SEZ) tại Việt Nam, trong đó Vân Đồn – Quảng Ninh là SEZ được phép xây casino. Tỉnh Quảng Ninh đang nỗ lực đưa ngành dịch vụ trở thành ngành dẫn đầu, sau đó đến phát triển công nghiệp, với sự hỗ trợ của nhiều dự án quan trọng sắp tới, như Sân bay quốc tế Vân Đồn và đường cao tốc Hạ Long - Móng Cái.

Triển vọng: Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI đầu tư sẽ tiếp tục duy trì mạnh trong năm 2017.

- Dù rủi ro toàn cầu sẽ ảnh hưởng nhất định đến tổng vốn FDI vào Việt Nam, chúng tôi vẫn kỳ vọng với danh sách các FTA hiện hữu (đặc biệt là FTA Việt Nam – Hàn Quốc) và các FTA sắp tới (bao gồm FTA Việt Nam - EU, vốn sớm sẽ có hiệu lực, cũng như RCEP, hiện đang trong quá trình hoàn tất) sẽ tiếp tục đảm bảo dòng vốn FDI tiếp tục chảy mạnh vào Việt Nam năm 2017.
- Ngoài ra, Việt Nam sẽ tiếp tục hưởng lợi từ sự chuyển dịch dòng vốn đầu tư trong khu vực, chủ yếu do chi phí nhân công gia tăng ở các quốc gia như Trung Quốc và Thái Lan. Báo cáo gần đây của Tổ chức Xúc tiến Thương mại Nhật Bản (JETRO) cho thấy số lượng các công ty Nhật Bản có kế hoạch mở rộng hoạt động tại Trung Quốc đã giảm xuống mức thấp nhất trong 18 tháng qua, trong khi Việt Nam được cho là điểm đến tiềm năng của các DN này.
- Các yếu tố nội địa tích cực khác bao gồm ổn định chính trị và xã hội và sự cải thiện đáng kể của hệ thống cơ sở hạ tầng, quy định và điều kiện kinh doanh.
- Nhà máy điện Nghi Sơn 2 và Vũng Áng 2, dự kiến sẽ được phê duyệt trong năm 2017 với vốn đăng ký khoảng 2,5 tỷ USD/nhà máy, sẽ đóng góp đáng kể đến tổng vốn FDI của Việt Nam năm nay.

Hình 25: Hải Phòng dẫn đầu

Dự án	Ngành kinh doanh	Nhà đầu tư	Vốn đầu tư	Ghi chú
LG Display Hải Phòng	Sản xuất	LG Display co., Ltd – Hàn Quốc	11,5 tỷ USD	Nhà máy sẽ sản xuất màn hình OLED cho ĐTDĐ, đồng hồ thông minh, máy tính bảng và TV, với xuất khẩu chiếm 80-90% tổng doanh thu nhà máy, dự kiến sẽ tăng lên 4 tỷ USD nếu đạt hết công suất thiết kế
LG Innotek Hải Phòng	Sản xuất	LG Innotek co., Ltd – Hàn Quốc	500tr USD	Nhà máy sẽ sản xuất camera cho các hãng điện thoại lớn bao gồm Apple và LG. Đi vào hoạt động trong quý 4/2017
Tổ hợp Cảng biển và khu Công nghiệp – Quảng Ninh	Cảng biển và khu Công nghiệp	CDC Corporation – Cayman Islands	315.5tr USD	Khu phức hợp này nằm tại trung tâm tam giác kinh tế Hạ Long – Uông Bí – Hải Phòng và bao gồm 10 bến tàu và khu vực logistics rộng 1.129ha, là KCN lớn nhất tại Đông Bắc. Giai đoạn 1 dự kiến thực hiện trong năm 2017 và hoàn tất năm 2021.
Amata Township Long Thành – Đồng Nai	BĐS	Thái Lan	309.3tr USD	753 ha đất được sử dụng để phát triển khu phức hợp nhà ở, mua sắm, thương mại và dịch vụ. Giai đoạn 1 dự kiến được mở bán năm 2018.
Trung tâm Samsung R&D – Hà Nội	Công nghệ cao	Samsung Electronics Vietnam (SEV)	300tr USD	Trung tâm sẽ được phát triển thành khu sản xuất sản phẩm điện tử và viễn thông bao gồm phụ tùng và chip. SEV có kế hoạch tuyển dụng 2.000 nhân công trong năm 2016 và thêm 4.000 trong các năm tới. 300 triệu USD sẽ được giải ngân trong 4 năm (50 triệu USD năm 2016-2017, 150 triệu USD trong năm 2018, 100 triệu USD năm 2019).
Seoul Semiconductor Vina – Hà Nam	Sản xuất	Hàn Quốc	300tr USD	Nhà máy sẽ sản xuất chip LED, linh kiện và bo mạch, Giai đoạn đầu tiên có tổng vốn đầu tư 147 triệu USD và 153 triệu USD sẽ được giải ngân trong giai đoạn 2. Dự án dự kiến sẽ tạo ra 3.000 việc



làm. Doanh thu dự kiến sẽ đạt 150 triệu USD, 200 triệu USD, 400 triệu USD và 500 triệu USD trong lần lượt các năm đầu tiên, thứ hai, thứ ba và thứ tư hoạt động.

Nhà máy điện gió – Giai đoạn II - Trà Vinh	Điện	Woojin Construction Co. Ltd, Hàn Quốc	247tr USD	Nhà máy có công suất 96MW với giai đoạn 2 dự kiến sẽ sản xuất 332.438 MWh/năm. Giai đoạn 1 của dự án này, vốn có tổng công suất 48 MW và trị giá 130 triệu USD, động thổ vào tháng 2/2016, dự kiến sẽ sản xuất 173.000 MWh/năm khi đi vào hoạt động trong quý 4/2017.
Midtown – TPHCM	BDS	Cayman Islands	225.6tr USD	Dự án này sẽ bao gồm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 sẽ bao gồm 5 tòa nhà (bao gồm 1.100 căn hộ)
Nhà máy nước Sông Đuống – Hà Nội	Nước sạch	Singapore	224.3tr USD	
Nhà máy giấy Đại Dương – Tiền Giang	Sản xuất	Chang Yang Holding – Đài Loan	USD 220 mn	Nhà máy này sẽ sản xuất giấy Duplex và giấy Kraft và các sản phẩm cho sử dụng gia dụng, với tổng công suất 413.000 tấn/năm. Dự kiến đi vào hoạt động trong tháng 8/2017.

Nguồn: Cục Đầu Tư Nước Ngoài – Bộ Kế Hoạch & Đầu Tư, VCSC tổng hợp

Nghân sách Nhà nước: Nhiều nỗ lực hơn trong việc thắt chặt tài khóa

Hình 26: Cơ cấu thâm hụt ngân sách Nhà nước

Đơn vị: nghìn tỷ đồng	2015	Tăng trưởng YoY (%)	% Kế hoạch cả năm	2016	Tăng trưởng YoY (%)	% Kế hoạch cả năm	2017	Tăng trưởng YoY (%)
Thu ngân sách	996,9	13,5%	109,4%	1.039,0	4,2%	102,4%	1.212,2	16,7%
Thuế và phí	916,1	11,7%	105,6%	970,4	5,9%	101,0%	1.144,6	18,0%
Thu từ vốn	68,7	48,7%	174,4%	65,1	-5,2%	129,2%	63,9	-1,8%
Viện trợ	12,0	8,1%	266,7%	3,5	-70,8%	116,7%	3,6	2,9%
Chi ngân sách	1.193,1	14,8%	110,3%	1.238,8	3,8%	101,8%	1.390,5	12,2%
Chi thường xuyên	875,2	10,6%	101,5%	946,9	8,2%	101,2%	1.004,0	6,0%
Đầu tư và phát triển	236,8	-4,7%	121,4%	261,1	10,3%	102,4%	357,2	36,8%
Dự phòng	N/A			30,8		118,5%	29,3	-4,9%
Thâm hụt ngân sách (không tính hoàn trả nợ vay)	191,0	3,2%	118,7%	195,1	2,1%	98,8%	178,3	-8,6%
Thâm hụt/GDP (không tính hoàn trả nợ vay)	4,6%		3,6%	4,24%		3,80%	3,5%	
Hoàn trả nợ gốc	65,1	1,1%	100,0%	59,0	-9,4%	104,1%	N/A	
Thâm hụt/GDP (bao gồm hoàn trả nợ vay)	6,1%		5,0%	5,52%		4,95%		

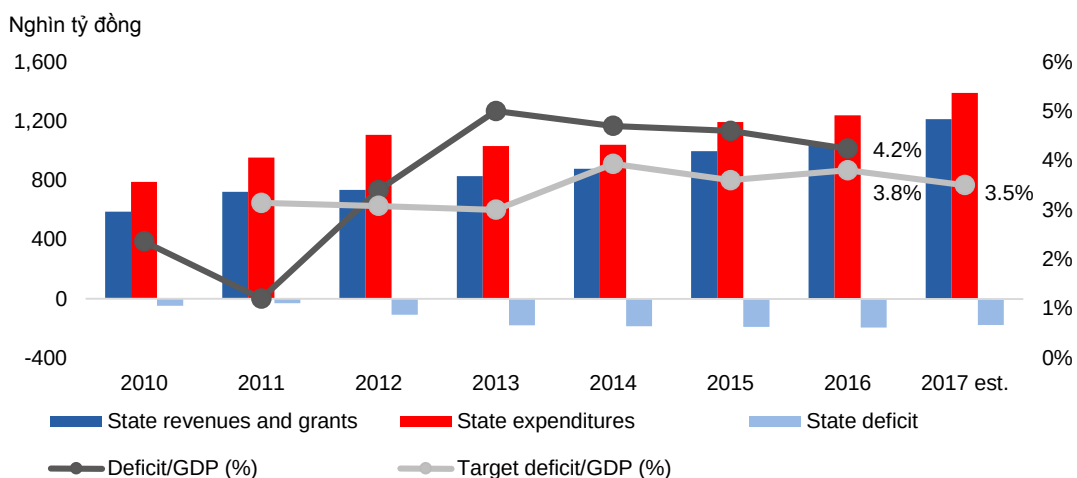
Nguồn: Bộ Tài chính

Note: Thâm hụt/GDP (bao gồm và không bao gồm hoàn trả nợ gốc) trong % kế hoạch cả năm là con số mục tiêu của Chính phủ

Thâm hụt tài chính năm 2016 tính theo % GDP đã vượt kế hoạch của Chính phủ. Thâm hụt ngân sách 2016 không bao gồm và bao gồm hoàn trả nợ gốc đạt lần lượt 4,24% và 5,52% GDP. Cả hai con số này đều cao hơn kế hoạch ban đầu 3,8% và 4,95% của Chính phủ, một phần do tăng trưởng GDP 6,21% trong năm 2016 thấp hơn so với kế hoạch 6,7% của Chính phủ

phủ. Thâm hụt ngân sách (không tính hoàn trả nợ gốc) trong năm 2016 là 195,1 nghìn tỷ đồng, tăng 2,1% YoY, thấp hơn con số 3,2% năm 2015. Thâm hụt ngân sách cao hơn, vốn đã vượt mức 5,5% GDP (bao gồm hoàn trả nợ vay gốc) trong những năm qua, dẫn đến sự gia tăng nhanh chóng của nợ công.

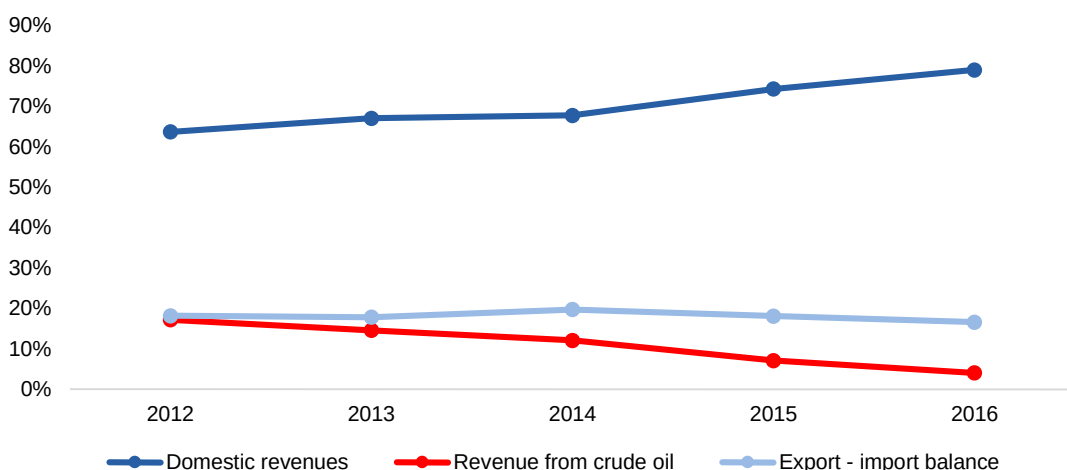
Hình 27: Ngân sách nhà nước và thâm hụt ngân sách tính theo % GDP (không tính hoàn trả nợ gốc)



Nguồn: Bộ Tài chính

Sự chứng lại của tăng trưởng thu ngân sách chủ yếu đến từ giá dầu thô giảm. Thu ngân sách trong năm 2016 ước tính tăng 4,2% YoY, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng 13,5% YoY trong năm 2015, nhưng vẫn đạt 102,4% kế hoạch ngân sách. Diễn biến kém tích cực kéo dài của giá dầu thô ảnh hưởng tích cực đến KQKD của các công ty kinh doanh dầu, làm giảm thu thuế từ các DN này, khiến doanh thu từ dầu thô giảm 40% YoY năm 2016. Ngoài ra, sự sụt giảm giá hàng hóa toàn cầu, cụ thể là giá dầu thô, cũng làm giảm doanh thu từ hoạt động xuất/nhập khẩu, giảm 2,4% YoY trong năm 2016. Ngân sách nhà nước đã trở nên phụ thuộc hơn doanh thu trong nước, vốn tăng 13,4% trong năm ngoái.

Hình 28: Thu ngân sách nhà nước theo thành phần (%)

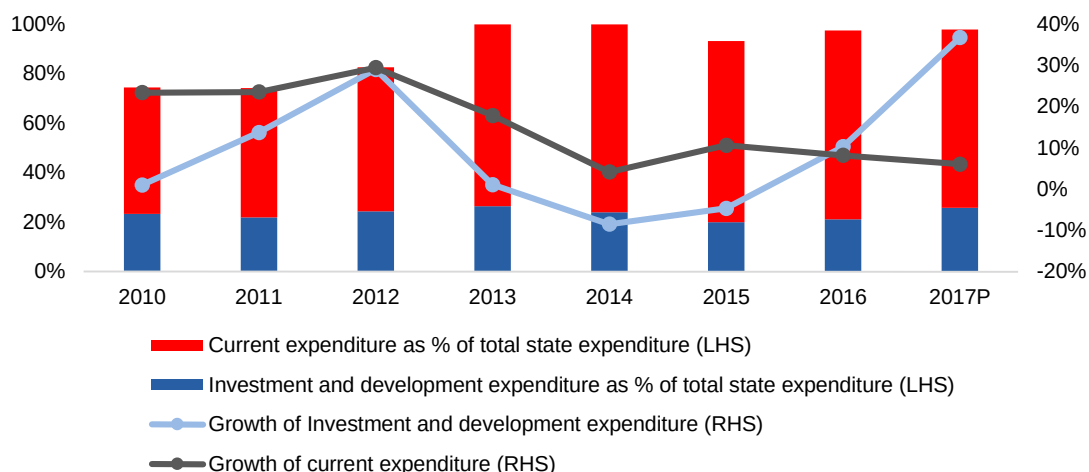


Nguồn: TCTK

Chi ngân sách duy trì xu hướng gia tăng do đầu tư công gia tăng. Chi ngân sách tăng 3,8% trong năm 2016 ước đạt 1,24 nghìn tỷ đồng và đạt 101,8% kế hoạch ngân sách. Trong khi tăng trưởng của chi thường xuyên giảm còn 8,2% YoY trong năm 2016 so với mức tăng 10,6% năm 2015, chi đầu tư phát triển tăng 10,3% YoY sau khi giảm 4,7% YoY trong năm

2015. Tín hiệu tích cực này cho thấy Chính phủ đã có thể cân bằng ngân sách nhà nước và tập trung nhiều hơn vào đầu tư công để kích thích tăng trưởng kinh tế.

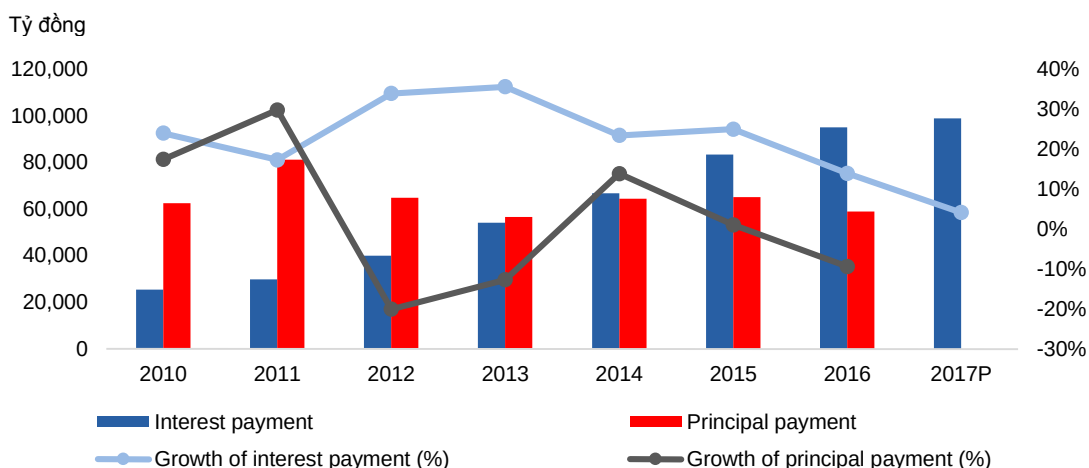
Hình 29: Chi ngân sách nhà nước theo thành phần (%)



Nguồn: Bộ Tài chính

Thanh toán lãi vay đang tăng dần tạo ra thêm áp lực đối với nợ công. Thanh toán lãi vay đã liên tục tăng trong những năm qua dù đã tăng đã dần chững lại kể từ năm 2015. Trong khi đó, thanh toán nợ gốc giảm 9,4% YoY trong năm 2016 so với mức tăng nhẹ 1% YoY trong năm 2015. Thanh toán lãi vay cao hơn tạo ra thêm thách thức cho Chính phủ, buộc Chính phủ phải tìm kiếm các khoản vay có cả thời hạn trả nợ dài hơn và lãi suất thấp hơn, đặc biệt trong bối cảnh có thêm nhiều trở ngại khi tiếp cận vốn vay ưu đãi ODA.

Hình 30: Thanh toán nợ gốc và lãi



Nguồn: Bộ Tài chính

Triển vọng:

Chính phủ có kế hoạch giảm thâm hụt ngân sách năm 2017. Trong kế hoạch ngân sách năm 2017, thu và chi ngân sách nhà nước dự kiến đạt lần lượt 1.212,2 nghìn tỷ đồng (+16,7% YoY) và 1.390,5 nghìn tỷ đồng (+12,2% YoY). Do đó, thâm hụt ngân sách dự kiến sẽ giảm 8,6% YoY còn 178,3 nghìn tỷ đồng và đạt 3,5% GDP (không tính hoàn trả nợ gốc) trong năm nay so với 3,8% năm 2016. Theo Luật Ngân sách Nhà nước mới có hiệu lực ngày 1/1/2017, Việt Nam không còn sử dụng tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP bao gồm hoàn trả nợ gốc là thước đo chuẩn. Luật mới theo đuổi sự cải cách quản lý hiện đại hóa với các công cụ thực tế và hiệu

quả hơn trong việc tiến gần hơn tới xu hướng hội nhập quốc tế. Lần đầu tiên, thâm hụt ngân sách địa phương trở thành một phần của thâm hụt ngân sách Trung ương, một động thái hướng đến việc nỗ lực kiểm soát chi tiêu “quá tay”.

Chính phủ tái khẳng định cam kết hạn chế thâm hụt ngân sách trong vòng 4 năm tới với mục đích làm giảm áp lực lên nợ công. Ngày 9/11/2016, Quốc hội đã phê duyệt kế hoạch tài chính giai đoạn 2016-2020, hướng đến việc giảm thâm hụt ngân sách còn 3,5% GDP đến năm 2020. Điều chỉnh tài chính yêu cầu sự kết hợp cân bằng giữa các biện pháp thu và chi, tập trung mạnh vào gia tăng chi tiêu hiệu quả.

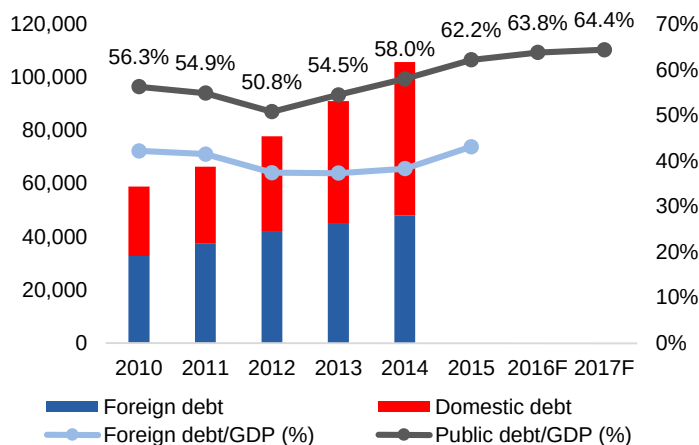
Thắt chặt tài khóa vẫn là ưu tiên hàng đầu của Chính phủ. Kế hoạch ngân sách 2017 là gia tăng chi tiêu 12,2% YoY do tăng trưởng mạnh mẽ của chi đầu tư và phát triển (+36,8% YoY), trong khi giảm tăng trưởng của chi thường xuyên. Mục tiêu này được xây dựng dựa theo Chỉ thị số 22/CT-TTg, củng cố vai trò quan trọng của việc tăng cường tính hiệu quả của đầu tư công và chi ngân sách hợp lý. Ngoài ra, vốn nhà nước nên được tập trung vào hoàn thiện các dự án hiện tại trong khi hạn chế sự phê duyệt các dự án mới.

Chính phủ cũng đang nỗ lực gia tăng thu ngân sách. Mục tiêu tăng trưởng thu ngân sách năm 2017 là 16,7% YoY, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của giá dầu thô thế giới và quyết tâm của Chính phủ trong việc tiếp tục quá trình cổ phần hóa. Trong những năm qua, Chính phủ đã gặp nhiều khó khăn trong việc thúc đẩy tăng trưởng từ thu thuế và phí do giá dầu thô giảm, sự sụt giảm của thuế xuất nhập khẩu do quá trình hội nhập kinh tế ngày càng sâu rộng thông qua các FTA và BTA, và thu phí sử dụng đất thấp hơn. Trong năm 2016, thu thuế và phí tăng 5,9% YoY, thấp hơn mức tăng 11,7% năm 2015. Trong năm nay, Chính phủ có kế hoạch tăng thu từ thuế và phí lên 18% YoY, hỗ trợ bởi quan điểm tích cực về cải cách thuế, vốn dự kiến sẽ cải thiện nguồn thu trong nước, do đó khiến thu ngân sách phụ thuộc nhiều hơn vào một nguồn lực đáng tin cậy hơn. Một vài biện pháp cụ thể được thực hiện để cải thiện diễn biến thu ngân sách bao gồm mở rộng nguồn thu thuế giá trị gia tăng, gia tăng nguồn thu thuế thu nhập doanh nghiệp, hợp lý hóa chi thuế, gia tăng tỷ lệ thực hiện, xây dựng hệ thống thuế nhà đất hiện đại, hợp lý hóa các chính sách đối với nguồn thu từ việc khai thác và sử dụng các nguồn tài nguyên thiên nhiên và phát triển quá trình rà soát có hệ thống hơn, nhằm bảo đảm cho hoạt động thuế minh bạch hơn. Chúng tôi kỳ vọng các nỗ lực này sẽ không chỉ cải thiện tính hiệu quả và khả năng quản lý thuế, mà còn giảm chi phí thực hiện của người nộp thuế và cải thiện môi trường kinh doanh.

Nợ công: Nợ công tăng nhanh tạo ra lo ngại về sự ổn định vĩ mô của Việt Nam

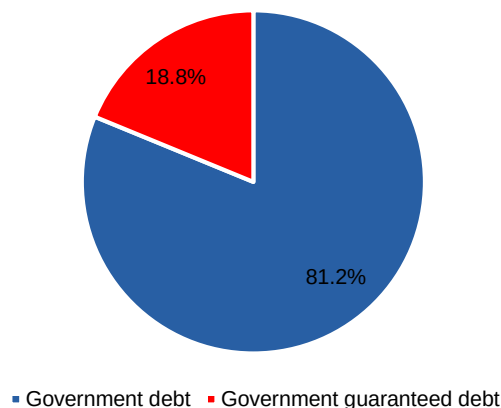
Nợ công của Việt Nam đang gia tăng nhanh chóng và sẽ sớm vượt mức trần 65% GDP. Trong năm 2016, Việt Nam có kế hoạch vay 20 tỷ USD nợ trong nước và quốc tế, gần một nửa số này thông qua TPCP. Trong 11 tháng 2016, Chính phủ đã vay tổng cộng 389 nghìn tỷ đồng (17,5 tỷ USD) nợ công, đạt 87% kế hoạch cả năm. Theo số liệu mới nhất của Bộ Tài chính, tổng nợ công hiện tại của Việt Nam vào cuối năm 2015 ước tính đạt 62,2% GDP hoặc 117 tỷ USD, tăng nhanh từ 56,3% GDP trong năm 2010 và được dự báo sẽ nhanh chóng chạm trần quy định 65% GDP. Ngân hàng Thế giới (WB) ước tính rằng nợ công của Việt Nam sẽ đạt 63,8% GDP trong năm 2016 và 64,4% năm 2017. Vào cuối năm 2014, nợ trong nước chiếm 54,6% tổng nợ công và gia tăng nhanh hơn nợ nước ngoài khi chi phí vay vốn từ các quốc gia khác tăng từ 2010, khi Việt Nam trở thành nước có thu nhập trung bình. Mặt khác, Việt Nam có vẻ như sẽ tiếp tục phụ thuộc nhiều hơn vào nợ trong nước so với nợ nước ngoài. Nợ Chính phủ/GDP gia tăng từ 44,6% trong năm 2010 đạt 50,3% năm 2015, đã vượt mức trần 50% và ước tính đạt 53,2% năm 2015. Phần lớn nợ công trong nước là vốn đi vay từ việc phát hành TPCP. Do đó, Quốc hội phê duyệt mức trần mới của nợ công trên GDP là 54% so với mức trần cũ là 50%.

Hình 31: Nợ công của Việt Nam (triệu USD)



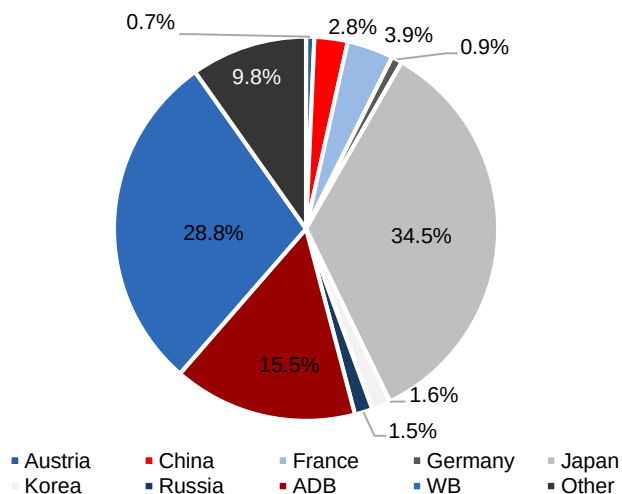
Nguồn: Bộ Tài chính, WB (dự báo 2016 & 2017)

Hình 32: Nợ Chính phủ và nợ do Chính phủ bảo lãnh (tính đến 2014)



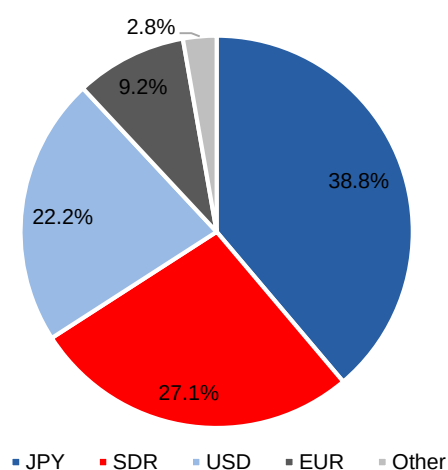
Nguồn: Bộ Tài chính

Hình 33: Nợ nước ngoài tính theo từng quốc gia (2012)



Nguồn: Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (Bộ Tài Chính)

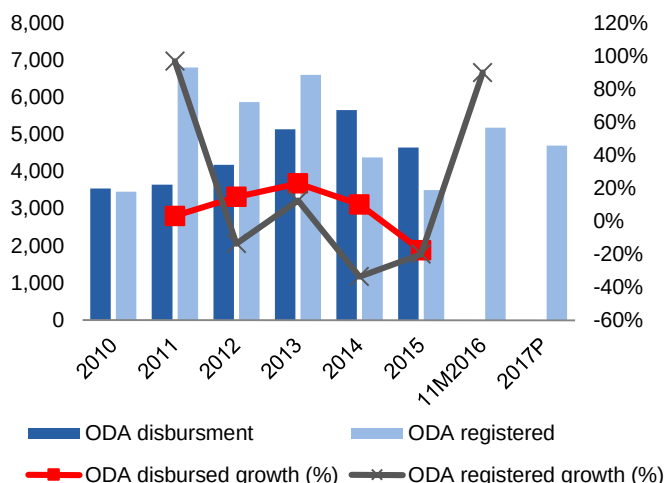
Hình 34: Nợ nước ngoài tính theo loại tiền tệ (2010)



Nguồn: Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (Bộ Tài Chính)

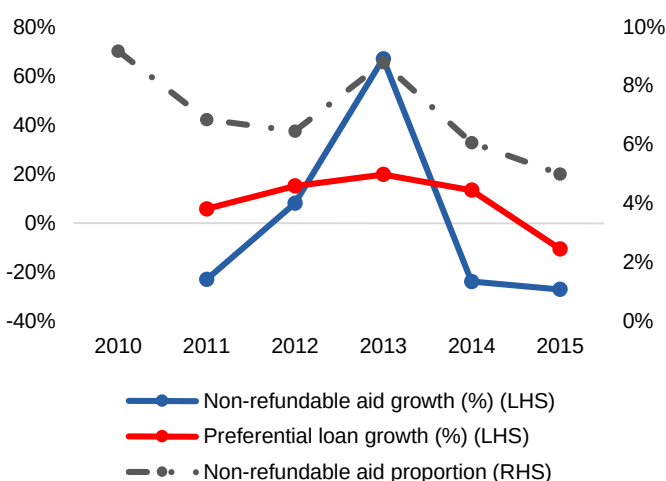
Vị thế nước có thu nhập trung bình của Việt Nam tiếp tục làm rào cản tiếp cận nguồn vốn vay ưu đãi nước ngoài. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Việt Nam đã ký kết thành công 5,18 tỷ USD vốn ODA trong 11 tháng 2016, tăng 90% YoY do lượng lớn ODA từ Nhật Bản ban đầu có kế hoạch ký năm 2015 được trì hoãn sang năm 2016. Trong giai đoạn 2011-2015, vốn ODA giải ngân và đăng ký lần lượt là 23,3 tỷ USD và 27,8 tỷ USD. 95,5% tổng vốn ODA đăng ký trong giai đoạn này là các khoản vay và vay ưu đãi, chỉ có 4,5% là viện trợ không hoàn lại. Tỷ trọng của viện trợ không hoàn lại trong tổng vốn ODA và tăng trưởng của loại hình vay vốn này đã giảm nhanh chóng trong những năm qua khi Việt Nam đã trở thành quốc gia có thu nhập trung bình từ năm 2010.

Hình 35: Vốn ODA giải ngân và đăng ký



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Hình 36: Vốn ODA giải ngân của viện trợ không hoàn lại và vốn vay ưu đãi



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Triển vọng:

Doanh thu từ cổ phần hóa sẽ giúp hạn chế sự gia tăng nợ trong năm nay. Trong năm 2017, Chính phủ có kế hoạch vay 15 tỷ USD nợ trong nước và quốc tế, thấp hơn kế hoạch vay 20 tỷ USD năm 2016, một phần nhờ một lượng vốn lớn dự kiến từ việc thoái vốn khỏi các DN nhà nước (DNN). Chúng tôi kỳ vọng nợ trong nước sẽ vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn huy động trong năm nay, với TPCP là nguồn vay chính. Do thị trường TPCP trong nước rất sôi động kể từ đầu năm 2016 và nhiều sự bất ổn trên thị trường tài chính toàn cầu, kế hoạch phát hành 17 nghìn tỷ đồng TPCP quốc tế đã không được thực hiện trong năm 2016. Và chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ không phát hành TPCP quốc tế trong năm 2017, trong bối cảnh rủi ro từ biến động tỷ giá đến từ các bản ổn toàn cầu năm nay.

Chi phí vốn ODA cao hơn là thách thức lớn cho Chính phủ. Từ tháng 7 năm nay, Việt Nam có khả năng sẽ không còn nằm trong danh sách các nước được nhận vốn ODA khi đã trở thành nước có thu nhập trung bình kể từ năm 2010. Do đó, từ sau giữa năm 2017, lãi suất của vốn ODA mới sẽ trong khoản 2-3,5% hoặc thời gian hoàn trả sẽ giảm còn một nửa. Trong khi đó, nhiều dự án phát triển cơ sở hạ tầng tại Việt Nam phụ thuộc vào loại vốn này. Vốn ODA đắt hơn sẽ tạo ra thách thức cho Chính phủ trong việc tăng vốn đầu tư và phát triển nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Việt Nam có kế hoạch ký kết thỏa thuận vay vốn ODA và vốn vay ưu đãi trị giá 4,7 tỷ USD trong năm tới. Trong nửa đầu năm nay, Chính phủ có thể đẩy nhanh ký kết vay vốn ODA nhằm tận dụng điều kiện ODA hiện tại.

Nợ công tính theo % GDP sẽ tiếp tục xu hướng tăng nhưng có thể không vượt mức trần 65% năm 2017. Sự phụ thuộc lớn của Việt Nam vào nợ trong nước và các nguồn nợ nước ngoài với các quyền lợi ít hơn sẽ tạo ra áp lực lên nợ công. Tuy nhiên, Nghị quyết 07 – NQ/TW về tái cơ cấu ngân sách Nhà nước và quản lý nợ công cho biết trong giai đoạn 2016-2020, nợ công hàng năm sẽ không vượt quá 65% GDP, với nợ Chính phủ và nợ nước ngoài chiếm tối đa lần lượt 55% và 50% GDP. Mức trần tương ứng đến năm 2030 là 60%, 50% và 45%. Chính phủ đang tỏ rõ quyết tâm tiếp tục lộ trình cổ phần hóa, gia tăng vốn để thanh toán nợ và đưa nhiều DN ra khỏi phân loại DNN, do đó làm giảm mức nợ công.

Cán cân thanh toán: Nguồn cung ngoại tệ thấp hơn làm giảm Cán cân Thanh toán Quốc tế (BOP)

BOP của Việt Nam cho thấy sự cải thiện mạnh mẽ trong năm 2016. Theo số liệu mới nhất công bố bởi NHNN, tổng BOP đạt thặng dư 9,65 tỷ USD trong 3 quý đầu tiên của năm 2016 so với mức thâm hụt 3,4 tỷ USD năm 2015. Trong quý 3/2016, cán cân thanh toán đạt thặng dư 2,98 tỷ USD, giảm từ mức 3,21 tỷ USD trong quý 2/2016 và 3,46 tỷ USD trong quý 1/2016. Trong 9 tháng đầu năm 2016, cán cân vãng lai ghi nhận mức thặng dư 8,8 tỷ USD, mức cải thiện đáng kể so với mức thâm hụt nhẹ 0,5 tỷ USD trong quý 3/2015. Mức thặng dư của cán cân vãng lai chủ yếu đến từ mức gia tăng 173% YoY của cán cân thương mại hàng hóa.

Hình 37: Cán cân thanh toán quốc tế

Đơn vị: triệu USD	Q3/2015	2015	Q3/2016
Cán cân vãng lai	(501)	576	8.843
Cán cân thương mại hàng hóa	4.374	7.599	11.934
Cán cân thương mại dịch vụ	(3.655)	(4.661)	(3.685)
Thu nhập đầu tư (sơ cấp)	(7.171)	(10.271)	(5.404)
Chuyển giao vãng lai (thứ cấp)	4.097	6.055	5.998
Cán cân vốn	0	0	0
Cán cân tài chính	(76)	(3.298)	6.490
Đầu tư trực tiếp	6.250	6.230	5.593
Đầu tư gián tiếp	28	(65)	684
Đầu tư khác	(6.354)	(9.463)	(2.244)
Lỗi và sai sót	(2.800)	(3.298)	(5.680)
Cán cân tổng thể	(3.377)	(6.032)	9.653

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Triển vọng:

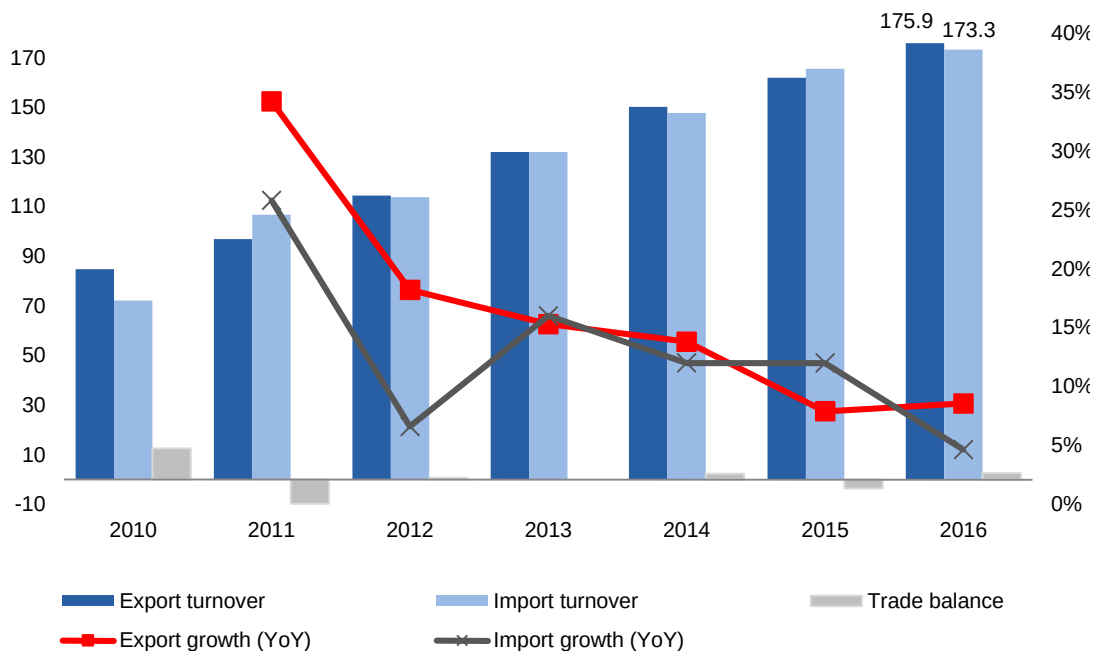
BOP dự kiến của Việt Nam trong năm 2016 sẽ khá dồi dào. Dự báo BOP trong quý 4/2016 sẽ duy trì xu hướng giảm do thặng dư thương mại sẽ giảm cho đến cuối năm (thặng dư thương mại trong năm 2016: 2,6 tỷ USD). Ngoài ra, kiều hối nước ngoài tại Việt Nam ước tính sẽ giảm 32% YoY còn 9 tỷ USD trong năm 2016. Kiều hối từ Mỹ sẽ chiếm khoảng 60% con số tổng cộng. Lãi suất tại Mỹ gia tăng và đồng USD tăng giá có thể đóng góp cho đà giảm này.

Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ ghi nhận mức thặng dư BOP trong năm 2017. Mức thặng dư thương mại dự kiến 1,4 tỷ USD trong năm 2017, giảm từ 2,6 tỷ USD trong năm 2016, và đồng USD mạnh hơn, có thể kích hoạt đà giảm sâu hơn của kiều hối nước ngoài tại Việt Nam, là 2 nguyên nhân chính cho dự báo của chúng tôi.

Cán cân thương mại: Thặng dư do tăng trưởng nhập khẩu thấp

Thặng dư cán cân thương mại đã đạt mức cao nhất trong 6 năm. Việt Nam đã ghi nhận mức thặng dư thương mại 2,68 tỷ USD trong năm 2016 (năm 2015 ghi nhận thâm hụt thương mại 3,58 tỷ USD). Sự đổi chiều là do nhập khẩu tăng trưởng với tốc độ thấp 4,6% YoY (+12% trong năm 2015) đạt 173,3 tỷ USD, trong khi xuất khẩu tăng trưởng 8,6% YoY (+7,9% trong năm 2015) đạt 175,9 tỷ USD.

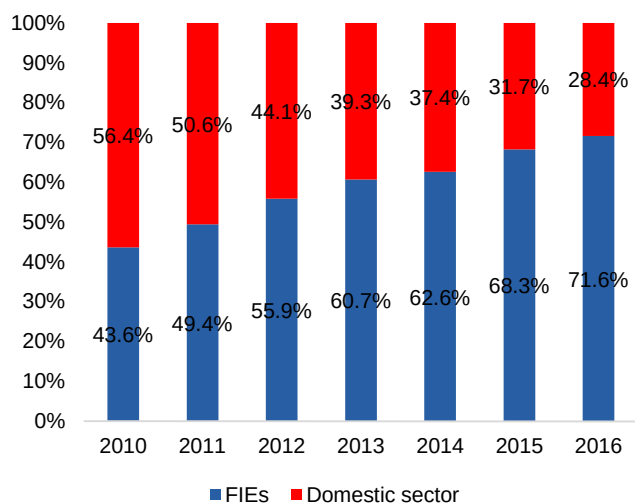
Hình 38: Cán cân thương mại



Nguồn: TCHQ, TCTK

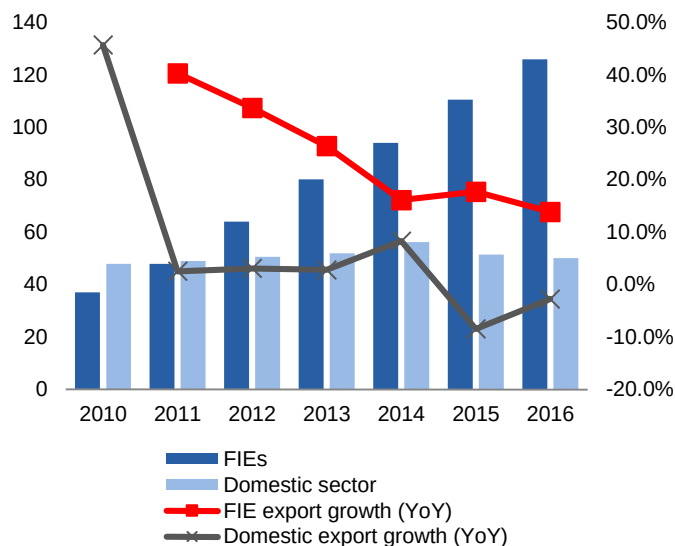
Tiếp tục phụ thuộc vào khu vực FDI. Khu vực FDI ngày càng củng cố vai trò của mình trong nền kinh tế. Đóng góp của các doanh nghiệp nước ngoài (FIE) vào tổng kim ngạch xuất khẩu đã ghi nhận mức cao kỷ lục 71,6% trong năm 2016, so với tỷ lệ dưới 50% năm 2011. Mặc dù kim ngạch xuất khẩu của khu vực FDI tăng trưởng với tốc độ chậm dần, từ mức trên 40% trong năm 2011 còn 13,8% trong năm 2016, khu vực trong nước vẫn không thể gia tăng vị thế của mình khi kim ngạch xuất khẩu sụt giảm trong 2 năm qua. Kim ngạch nhập khẩu của FIE cũng chiếm tỷ trọng lớn hơn so với nhóm DN trong nước, đạt 102,2 tỷ USD, tăng 5,1% YoY và đóng góp 58% tổng kim ngạch nhập khẩu.

Hình 39: Đóng góp theo khu vực



Nguồn: TCHQ, TCTK

Hình 40: Tăng trưởng xuất khẩu theo khu vực



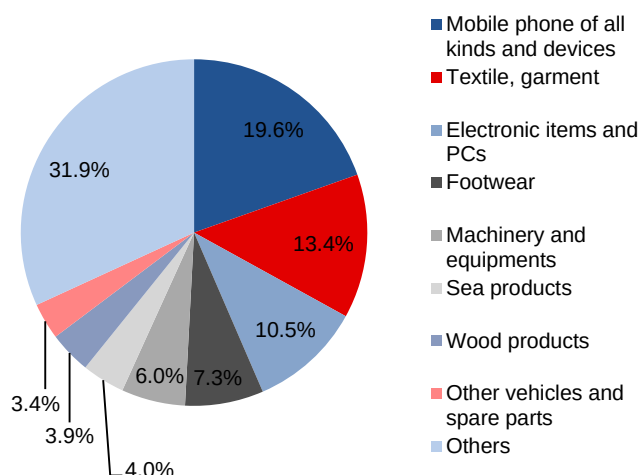
Nguồn: TCHQ, TCTK

Nhu cầu toàn cầu giảm sút và giá xuất khẩu trung bình giảm 1,8% dẫn đến xuất khẩu không đạt kế hoạch tăng trưởng 10%. Giá xuất khẩu năng lượng giảm mạnh 20,1% YoY, khiến kim ngạch xuất khẩu nhóm năng lượng giảm mạnh 29%. Giá xuất khẩu trung bình của nhóm nông nghiệp cũng giảm 3,8%, trong đó giá gạo giảm 8% YoY, do nhu cầu nhu cầu gạo giảm, khiến kim ngạch xuất khẩu của gạo giảm 22,5% YoY. Ngoài ra, doanh thu từ một vài sản phẩm xuất khẩu chính cũng tăng trưởng với tốc độ chậm hơn năm 2015, bao gồm: dệt/may, tăng 2,51% YoY (so với 8,7% YoY trong năm 2015); giày dép, tăng 6,72% YoY (so với 17,64%), túi xách/ví/mũ, tăng 7,53% (so với 13,18%) và gỗ/sản phẩm gỗ tăng 0,04% (so với 12,26%). Ngược lại, kim ngạch xuất khẩu thủy sản, cà phê, trà, cao su và thép phục hồi mạnh, tăng lần lượt 4,94% YoY, 29,45% YoY, 4,28% YoY, 7,41% YoY và 16% YoY. Doanh thu xuất khẩu của nhiều mặt hàng khác tăng với tốc độ cao hơn năm 2015, như tiêu (+11,3% YoY), máy móc và thiết bị (27,4% YoY) và dây điện và cáp điện (19,5% YoY).

Thu hồi Galaxy Note 7 không tác động đáng kể đến xuất khẩu Việt Nam trong năm 2016. Việc thu hồi sản phẩm Samsung Galaxy Note 7 đã được bù đắp khi Samsung tung ra các sản phẩm mới khác thay thế. Trong quý 4/2016, kim ngạch xuất khẩu điện thoại di động và linh kiện vẫn tăng mạnh 25,5% YoY, cao hơn nhiều mức tăng trưởng ghi nhận trong quý 4/2015.

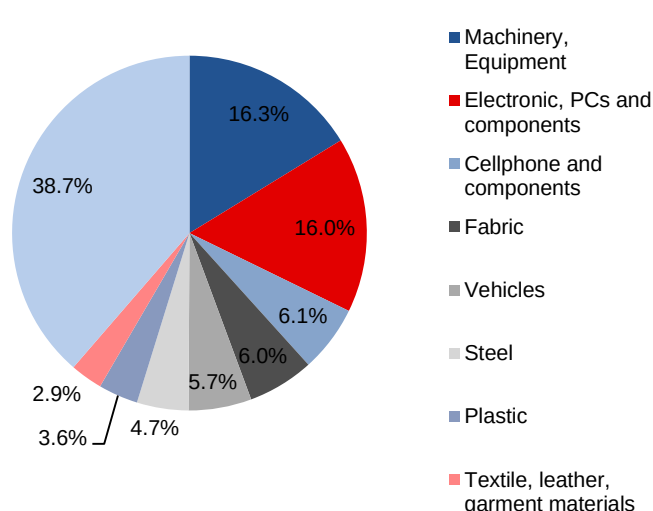
Nhu cầu thiết bị sản xuất gia tăng. Nhập khẩu thiết bị và vật liệu cho sản xuất tăng so với năm 2015, bao gồm máy móc – thiết bị (+1,08% YoY), điện tử, máy tính và linh kiện (+20,1% YoY), sợi (+3,4% YoY), thép (+7,3% YoY) và nhựa (+5,5% YoY). Trong khi đó, mặt hàng chủ lực giảm so với 2015, bao gồm điện thoại di động và linh kiện (-0,3% YoY), xăng (-11,7% YoY), CBU (-22,1% YoY) và gỗ & các sản phẩm gỗ (-15,7% YoY).

Hình 41: Các mặt hàng xuất khẩu chính



Nguồn: TCTK

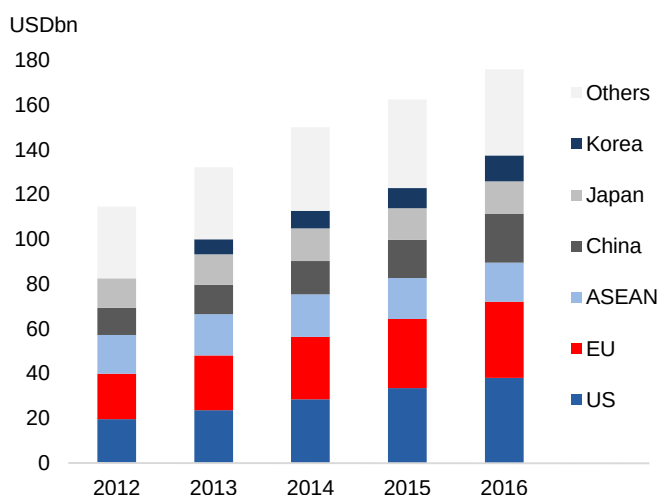
Hình 42: Các mặt hàng nhập khẩu chính



Nguồn: TCTK

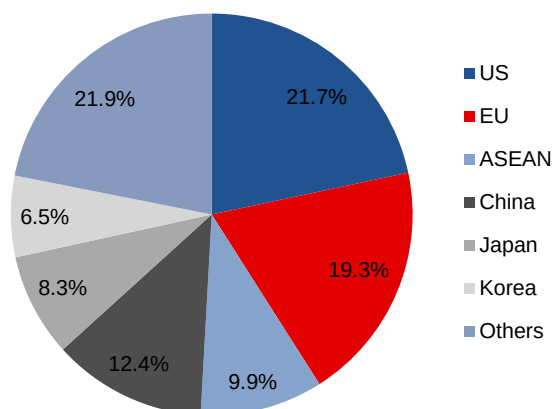
Trung Quốc vẫn là đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam; thương mại với Hàn Quốc tăng mạnh nhờ FTA Việt Nam - Hàn Quốc. Thương mại song phương giữa Việt Nam và Trung Quốc tăng 8% YoY đạt 71,6 tỷ USD. Trong đó kim ngạch nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm 28,7% (49,8 tỷ USD) tổng nhập khẩu, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc chiếm 12,4% (21,8 tỷ USD) dẫn đến mức thâm hụt thương mại với Trung Quốc là 28 tỷ USD (giảm gần 15% YoY). Nhờ FTA Việt Nam - Hàn Quốc có hiệu lực từ tháng 12/2015, xuất khẩu sang Hàn Quốc tăng mạnh 27,8% YoY đạt 11,5 tỷ USD và nhập khẩu tăng 14,6% YoY lên 31,7 tỷ USD. Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 38,1 tỷ USD (tăng 14% YoY). Dù diễn ra sự kiện Brexit, thị trường EU vẫn đứng thứ 2, đạt 34 tỷ USD (tăng 10% YoY). Bên cạnh đó, mặc dù Cộng đồng Kinh tế ASEAN (AEC) đã chính thức thành lập vào tháng 12/2015, nhưng xuất khẩu sang thị trường các nước ASEAN lại giảm 4,8% còn 17,5 tỷ USD, chủ yếu do giá của một số sản phẩm xuất khẩu chính sang thị trường này giảm, như giá dầu thô và gạo.

Hình 43: Các thị trường xuất khẩu chính



Nguồn: TCTK

Hình 44: Các thị trường xuất khẩu chính (2016)



Nguồn: TCTK

Triển vọng: Chúng tôi dự báo thặng dư thương mại 1,4 tỷ USD.

Cán cân thương mại của Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng bởi cả các yếu tố trong nước và thế giới. Kỳ vọng tăng trưởng GDP toàn cầu giảm sút (Dự báo đưa ra vào tháng 6/2016 của WB đã giảm xuống 2,8%, từ mức 3,1% trong dự báo trước đó), phần nào báo hiệu nhu cầu toàn cầu có thể chưa có những tiến triển đáng kể.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sẽ duy trì đà tăng khoảng 9% trong năm 2017, được hỗ trợ bởi:

- Các FTA hiện tại, đặc biệt là các FTA vừa được ký kết, như FTA Việt Nam - Hàn Quốc (có hiệu lực từ tháng 12/2015), và FTA Việt Nam – Liên minh kinh tế Á Âu (có hiệu lực từ tháng 10/2016) sẽ hỗ trợ doanh thu thương mại năm 2017.
- Giá hàng hóa đã phục hồi mạnh mẽ, đặc biệt là giá của các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam, như gạo, cao su và dầu thô. Sự phục hồi của giá các mặt hàng xuất khẩu chính sẽ giúp nâng kim ngạch xuất khẩu của các mặt hàng này.
- Khảo sát PMI của Markit cho thấy lượng đơn hàng xuất khẩu tiếp tục củng cố báo hiệu nhu cầu gia tăng từ các thị trường quốc tế. Theo báo cáo PMI tháng 12/2016, đơn hàng xuất khẩu mới đã tăng với mức cao nhất kể từ khi bắt đầu khảo sát vào tháng 3/2011.
- Triển vọng tích cực hơn của kinh tế Mỹ, thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, với niềm tin tiêu dùng đạt 113,7 điểm vào tháng 12/2016, mức cao nhất trong 15 năm, sẽ giúp gia tăng chi tiêu tiêu dùng và nhu cầu cho các mặt hàng nhập khẩu, bao gồm các mặt hàng đến từ Việt Nam.
- Tuy nhiên, hàng hóa Trung Quốc có thể sẽ tìm kiếm các thị trường mới nếu chính sách bảo hộ của ông Trump được thực hiện quyết liệt (chủ yếu nhắm vào hàng hóa Trung Quốc) và đồng CNY giảm sâu hơn sẽ làm gia tăng tính cạnh tranh của hàng hóa Trung Quốc so với các thị trường khác, bao gồm Việt Nam.

Nhập khẩu dự kiến tăng gần 10%, cao hơn năm 2016, nhờ các yếu tố sau:

- Sự phục hồi của giá các loại hàng hóa cơ bản trên thế giới như dầu thô, kim loại và nông nghiệp.
- Nhu cầu từ trong nước và quốc tế gia tăng, giúp thúc đẩy sản xuất – ngành được hỗ trợ nhờ dòng vốn FDI giải ngân tăng trưởng ổn định.
- Nhập khẩu máy móc và thiết bị dự kiến sẽ tăng trưởng cao hơn so với mức tăng 1,8% của năm ngoái. Tăng trưởng nhập khẩu máy móc 2016 khá thấp so với mức tăng vượt trội của năm 2015.
- Đồng CNY tiếp tục trượt giá dẫn đến giá cả hàng hóa rẻ hơn và gia tăng nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng từ Trung Quốc - thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam.

Hiệp định Thương mại Tự do: Các FTA sẽ tiếp tục giúp cải thiện thương mại và đầu tư

Việt Nam đã ký 11 FTA song phương và đa phương và tham gia AEC từ năm 2015. Việt Nam cũng đã hoàn tất đàm phán FTA Việt Nam - EU và TPP và hiện đang đàm phán 4 FTA khác. Các FTA hiện tại và sắp tới sẽ mang lại lợi thế đáng kể cho các sản phẩm sản xuất ở Việt Nam, do đó có thể giúp Việt Nam trở thành một điểm đến đầu tư lý tưởng để tiếp cận với các thị trường khác.

Hình 45: Các FTA hiện tại và sắp tới của Việt Nam

Số	FTA	Tình trạng	Triển khai	Ký kết	Bắt đầu có hiệu lực
1	Khu vực mậu dịch tự do ASEAN (AFTA)	Đã ký, đang có hiệu lực			1996
2	Hiệp định Đối tác Kinh tế Việt Nam – Nhật Bản	Đã ký, đang có hiệu lực		12/2008	10/2009
3	FTA Việt Nam - Chile	Đã ký, đang có hiệu lực		11/2011	1/2014
4	FTA Việt Nam - Lào	Đã ký, đang có hiệu lực		03/2015	1/2016
5	Hiệp định khung về Hợp tác Kinh tế toàn diện ASEAN - Ấn Độ	Đã ký, đang có hiệu lực		08/2009	*
6	FTA ASEAN – Úc và New Zealand	Đã ký, đang có hiệu lực		02/2009	1/2010
7	Hiệp định khung về Hợp tác Kinh tế toàn diện ASEAN – Hàn Quốc	Đã ký, đang có hiệu lực		08/2006	**
8	Đối tác Kinh tế Toàn diện ASEAN – Nhật Bản	Đã ký, đang có hiệu lực		04/2008	12/2008
9	Hiệp định khung về Hợp tác Kinh tế toàn diện ASEAN – Trung Quốc	Đã ký, đang có hiệu lực		11/2002	***
10	FTA Việt Nam – Hàn Quốc	Đã ký, đang có hiệu lực		05/2015	12/2015
11	FTA Việt Nam – Liên minh Kinh tế Á Âu	Đã ký, đang có hiệu lực		05/2015	10/2016
12	Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC)	Đã ký, đang có hiệu lực			12/2015
13	FTA Việt Nam – Liên minh Châu Âu	Hoàn tất đàm phán			2018F
14	Hiệp định Đối tác Chiến lược Xuyên Thái Bình Dương (TPP)	Hoàn tất đàm phán			
15	Việt Nam - Hiệp hội Mậu dịch tự do Châu Âu (EFTA)	Đang đàm phán	05/2012		
16	Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP)	Đang đàm phán	05/2013		
17	FTA ASEAN – Hồng Kông, Trung Quốc	Đang đàm phán	07/2014		
18	Việt Nam - Israel	Đang đàm phán	12/2015		
(*) Thương mại (01/2010), Dịch vụ & Đầu tư (07/2015)					
(**) Thương mại (06/2006), Dịch vụ (05/2009) & Đầu tư (06/2009)					
(***) Thương mại (07/2005), Dịch vụ (07/2007) & Đầu tư (02/2010)					

Nguồn: VCCI

Hiệp định Đối tác Chiến lược Xuyên Thái Bình Dương (TPP) & Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP)

Việc ngừng đàm phán TPP mở ra cánh cửa để RCEP trở thành FTA có ảnh hưởng lớn nhất trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương

Chiến thắng của Tổng thống đắc cử Donald Trump khiến cho khả năng thông qua TPP là khá thấp. Ông Trump đã công bố kế hoạch của mình về việc rút lui khỏi TPP trong ngày đầu tiên nhậm chức vào ngày 20/01/2017. Tin tức này không phải là quá bất ngờ đối với thế giới khi ông Donald Trump, người có xu hướng bảo hộ thương mại, đã luôn bày tỏ quan điểm chống đối TPP. Tại Hội nghị thượng đỉnh các nhà lãnh đạo APEC tháng 11/2016, 11 quốc gia TPP còn lại bao gồm Úc, Brunei, Canada, Chile, Nhật Bản, Malaysia, Mexico, New Zealand, Peru, Singapore và Việt Nam, cho thấy quyết tâm thông qua thỏa thuận thương mại này, với Nhật Bản sẽ thay thế Mỹ trở thành quốc gia lãnh đạo hiệp định này. Tuy nhiên, Chính phủ Việt Nam sau đó đã công bố quyết định sẽ trì hoãn việc thông qua chính thức.

Dù tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam được cho là sẽ mạnh hơn trong dài hạn với TPP, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng xuất khẩu tích cực của Việt Nam năm 2017 do tăng trưởng kinh tế Mỹ mạnh hơn trong năm nay cũng như những lợi ích Việt Nam có thể đạt được từ các FTA và BTA khác. Ngoài ra, việc Mỹ từ chối tham gia TPP sẽ là cơ hội tốt để Trung Quốc và Ấn Độ đẩy mạnh RCEP, vốn sẽ giúp kích thích sự hòa nhập kinh tế của Việt Nam trong tương lai. Đây cũng là một lộ trình rất quan trọng hướng tới một FTA toàn diện hơn - FTA Châu Á – Thái Bình Dương (FTAAP), chiếm 60% GDP toàn cầu và 50% thương mại toàn cầu.

Dù cả TPP và RCEP đều cam kết mạnh mẽ thúc đẩy hội nhập toàn cầu trong lĩnh vực hàng hóa thương mại, dịch vụ và đầu tư, hai hiệp định này có những quốc gia ủng hộ khác nhau với các lợi ích khác nhau.

- TPP bao gồm 12 thành viên: Mỹ, Nhật Bản, Malaysia, Việt Nam, Singapore, Brunei, Úc, New Zealand, Canada, Mexico, Chile và Peru. Trung Quốc, nền kinh tế lớn thứ hai thế giới và là trung tâm sản xuất của chuỗi giá trị toàn cầu, không phải là thành viên của hiệp định này. Ấn Độ, một nền kinh tế đang phát triển nhanh chóng với dịch vụ CNTT phát triển, cũng không nằm trong danh sách này. Trong khi đó RCEP, bao gồm 16 thành viên – 10 quốc gia ASEAN và 6 đối tác thương mại mà khối ASEAN đã có FTA (Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc, New Zealand và Ấn Độ), được ủng hộ bởi Trung Quốc và Ấn Độ để kết nối của 3 thị trường tiêu dùng lớn nhất thế giới.
- Các thành viên TPP chiếm 40% GDP và 26% kim ngạch thương mại toàn cầu trong khi RCEP chiếm 30% GDP và 28% thương mại toàn cầu.
- TPP có nhiều tham vọng hơn RCEP khi tập trung vào tiếp cận các thị trường mới trong lĩnh vực hàng hóa và dịch vụ, đồng bộ các thực thi pháp lý, đặt ra tiêu chuẩn cao cho lao động và quy định về môi trường, chính sách cạnh tranh, các DNNN, quy định về sở hữu trí tuệ, về internet và kinh tế kỹ thuật số. RCEP có tầm nhìn hạn chế hơn khi chỉ bao gồm các thành phần thông thường của một thỏa thuận thương mại tự do, như thương mại hàng hóa, dịch vụ, đầu tư và bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ, với mục tiêu hợp lý hóa chính sách thuế và nguồn gốc xuất xứ cho chuỗi cung ứng toàn cầu phức tạp của Châu Á.
- Trong khi TPP yêu cầu tiêu chuẩn quy định thương mại cao cho tất cả các nền kinh tế phát triển và đang phát triển, RCEP có vẻ như có tiêu chuẩn dễ hơn cho các quốc gia đang phát triển tham gia do thỏa thuận này hứa hẹn các hình thức đặc biệt và khác nhau dựa theo mức độ phát triển của từng quốc gia, như dần dần tự do hóa chính sách thuế và thời gian chuyển đổi dài hơn của các quốc gia nghèo.
- Theo dự báo của Ngân hàng Phát triển Châu Á, TPP có thể tạo ra lợi ích thu nhập cao hơn toàn cầu (320-400 tỷ USD) hơn RCEP (260 tỷ USD).

Quá trình đàm phán RCEP đã đi đến vòng 15 vào tháng 10/2016 và dự kiến hoàn tất và giữa năm 2017. Trung Quốc, quốc gia dẫn đầu thỏa thuận này, đang nỗ lực đẩy nhanh quá trình đàm phán. Sự lo ngại của Ấn Độ về thâm hụt thương mại lớn hiện tại với Trung Quốc và việc Nhật Bản vẫn chưa chịu mở cửa ngành nông nghiệp của nước này là các trở ngại chính trong quá trình đi đến giai đoạn cuối cùng của RCEP.

Bất chấp các rào cản hiện tại, RCEP dự kiến sẽ thúc đẩy khối lượng thương mại tại Châu Á và thu hút vào đầu tư và các chuỗi cung ứng mới, do đó biến ASEAN trở thành trung tâm sản xuất toàn cầu. Với lợi thế như vị trí chiến lược, dân số trẻ, chi phí nhân công thấp, và điều kiện kinh doanh ngày càng cải thiện, một phần nhờ các yêu cầu khắt khe của TPP, Việt Nam có thể được hưởng lợi lớn từ RCEP để trở thành điểm đến thu hút của các nhà đầu tư nước ngoài.

- RCEP có thể mở ra cơ hội cho Việt Nam tham gia vào các thị trường lớn và hứa hẹn tại Châu Á – Thái Bình Dương vốn có dân số 3,4 tỷ người và nhu cầu mạnh mẽ cũng như đa dạng cho hàng hóa và dịch vụ.
- Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc đều là các đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam. Thỏa thuận thương mại mới sẽ làm giảm thuế, dẫn đến mức gia tăng đáng kể của khối lượng thương mại.
- Miễn giảm thuế sẽ làm giảm chi phí hàng nhập khẩu, vật liệu và máy móc, đặc biệt là các thiết bị công nghệ cao. RCEP có thể làm giảm chi phí giao dịch giữa Việt Nam và các quốc gia khác.
- Việt Nam tham gia vào chuỗi cung ứng khu vực sẽ giúp Việt Nam cải thiện công nghệ sản xuất.
- FDI vào Việt Nam dự kiến sẽ gia tăng nhờ đặc quyền của RCEP.
- Giống như TPP, RCEP cũng sẽ thúc đẩy Việt Nam tiếp tục cải thiện điều kiện kinh doanh, một nền tảng cơ bản và thiết yếu cho tăng trưởng kinh tế bền vững.

Việt Nam cũng sẽ đối mặt với nhiều thách thức khi tham gia RCEP:

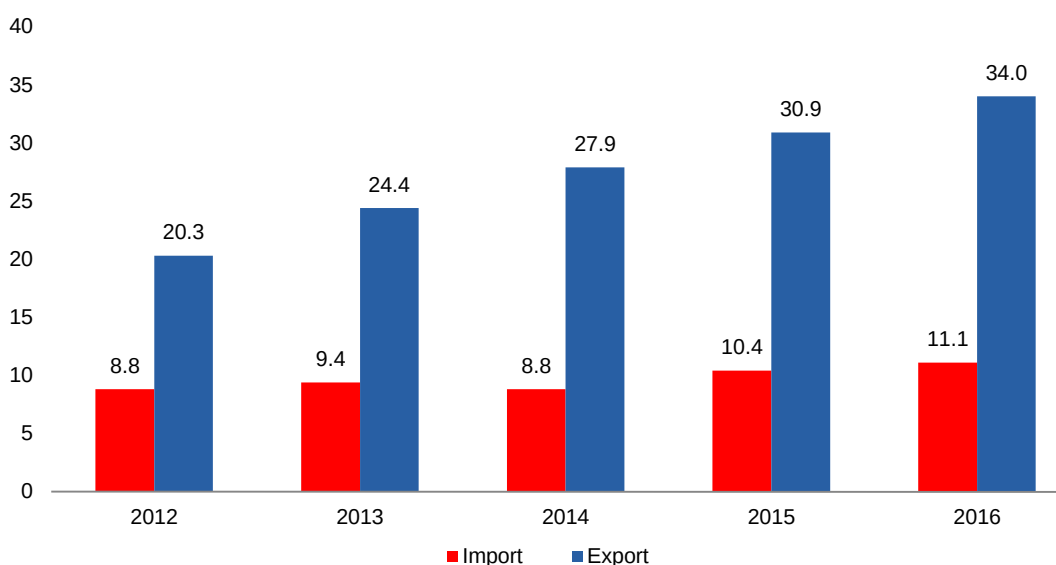
- Chất lượng sản phẩm khiêm tốn sẽ là trở ngại lớn nhất của Việt Nam để cạnh tranh với các quốc gia ASEAN khác có cơ cấu thương mại tương tự.
- Việt Nam sẽ phải đương đầu với sự cạnh tranh mạnh mẽ từ Trung Quốc trong việc xuất khẩu hàng hóa sang Nhật Bản và Hàn Quốc.
- Chúng tôi cũng dự báo thâm hụt thương mại của Việt Nam sẽ gia tăng khi rào cản thương mại giữa hai quốc gia này được tháo bỏ.

FTA Việt Nam – EU (EVFTA)

Đàm phán EVFTA đã hoàn tất ngày 2/12/2015, và hiệp định này dự kiến có hiệu lực vào đầu năm 2018, EVFTA sẽ ngay lập tức gỡ bỏ 85,6% hàng rào thuế quan và 99,2% trong vòng 7 năm tiếp theo. Để được miễn giảm thuế, hàng hóa xuất khẩu phải thỏa mãn điều kiện của EVFTA về nguồn gốc xuất xứ, trong đó hàng hóa có nguồn gốc từ EU, Việt Nam hoặc nước thứ ba có FTA với cả 2 thị trường này, như Hàn Quốc.

EU là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam, chỉ sau Mỹ. Các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam vào EU là dệt/may mặc, giày dép, cà phê, và thủy sản. Tính đến tháng 04/2016, FDI từ EU vào Việt Nam đạt 23,16 tỷ USD, với hơn 1.800 dự án có hiệu lực, trong đó, đầu tư vào ngành sản xuất & chế biến, chế tạo – động lực chính của nền kinh tế - chiếm 34,2% tổng các dự án và 34,7% tổng vốn đầu tư. Do đó, EVFTA sẽ có tác động tích cực đáng kể đến kinh tế của Việt Nam. Brexit làm dấy lên những lo ngại về việc EVFTA có thể bị trì hoãn, nhưng Phái đoàn EU vừa đảm bảo rằng EVFTA hiện vẫn đang đi đúng hướng và sẽ có hiệu lực từ đầu năm 2018.

Hình 46: Cán cân thương mại Việt Nam – EU (tỷ USD)



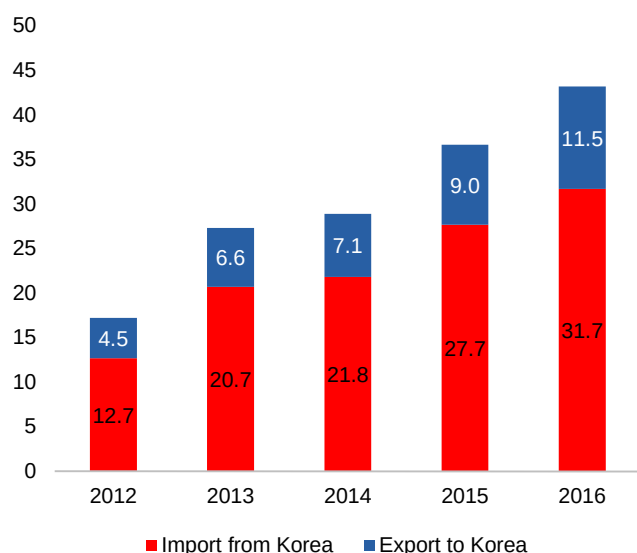
Nguồn: TCTK

FTA Việt Nam - Hàn Quốc (VKFTA)

VKFTA, được ký kết ngày 5/5/2016, chính thức có hiệu lực ngày 20/12/2015. VKFTA bao gồm 17 vấn đề, như hàng hóa, đầu tư, dịch vụ v.v... và giảm nhiều dòng thuế hơn FTA ASEAN – Hàn Quốc. So với FTA ASEAN – Hàn Quốc, VKFTA loại bỏ thêm 506 dòng thuế cho hàng Việt Nam (chủ yếu tập trung vào mặt hàng nông nghiệp và thủy sản), tương ứng với 5,5% tổng kim ngạch nhập khẩu từ Việt Nam trong năm 2012. Đổi lại, Việt Nam cũng đồng ý gỡ bỏ 265 dòng thuế cho hàng Hàn Quốc, tương ứng 5,91% tổng giá trị nhập khẩu từ Hàn Quốc năm 2012.

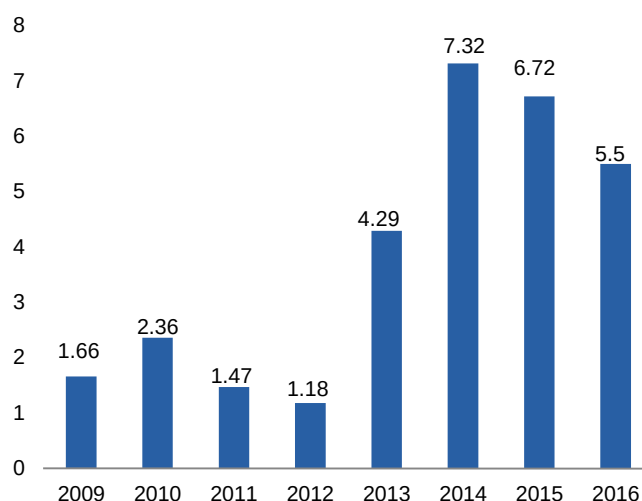
Tổng giá trị thương mại giữa Việt Nam và Hàn Quốc tăng 17,7% lên 43,2 tỷ USD trong năm 2016, khiến quốc gia Đông Bắc Á này trở thành đối tác thương mại lớn thứ tư của Việt Nam. Với VKFTA, hai quốc gia sẽ hướng đến kế hoạch thúc đẩy thương mại song phương 2 nước lên 70 tỷ USD năm 2020. VKFTA dự kiến giúp Hàn Quốc trở thành NĐT nước ngoài lớn nhất Việt Nam. Vào cuối năm 2016, tổng vốn FDI đầu tư tổng cộng đạt 50,7 tỷ USD, với 5.747 dự án có hiệu lực. Cùng với cải thiện đầu tư ở các lĩnh vực hiện hữu, Hàn Quốc có kế hoạch mở rộng đầu tư sang các lĩnh vực khác, như nông, lâm, ngư nghiệp.

Hình 47: Thương mại Việt Nam – Hàn Quốc (tỷ USD)



Nguồn: TCTK

Hình 48: FDI từ Hàn Quốc (tỷ USD)



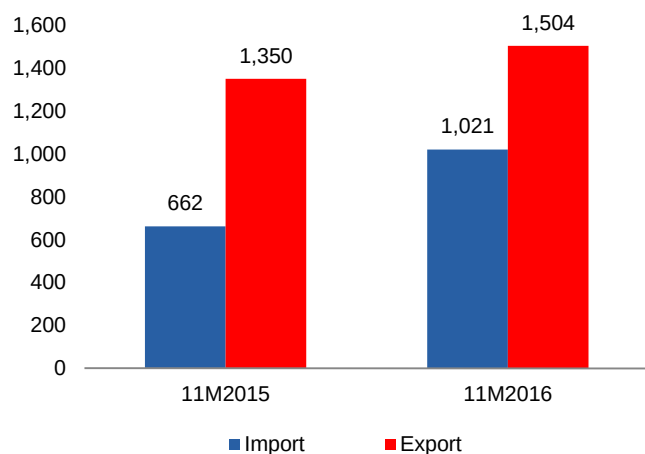
Nguồn: FIA - MPI

FTA Việt Nam – Liên minh kinh tế Á Âu (Việt Nam-EAEU)

Hiệp định FTA Việt Nam-EAEU, bắt đầu có hiệu lực ngày 5/10/2016, cắt giảm 90% số dòng thuế, trong đó có 59,3% dòng thuế được xóa bỏ ngay lập tức, FTA Việt Nam-EAEU tạo ra cơ hội cho hàng Việt Nam tiếp cận thị trường EAEU với dân số khoảng 190 triệu người, trong đó xuất khẩu thủy sản dự kiến được hưởng lợi nhiều nhất. Các mặt hàng khác cũng có thể có được ảnh hưởng tích cực bao gồm dệt/may mặc, giày dép và sản phẩm nông nghiệp.

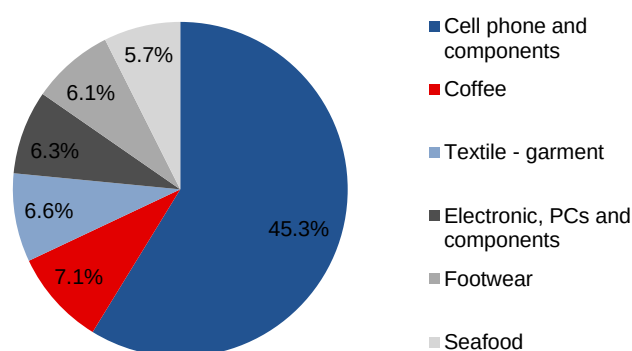
Giá trị thương mại của Việt Nam và EAEU đã tăng mạnh sau khi thỏa thuận này có hiệu lực. Thương mại song phương giữa Việt Nam và Nga (đối tác thương mại chính của Việt Nam trong EAEU) trong tháng 10 và tháng 11/2016 tăng mạnh 33% YoY, giúp kim ngạch thương mại 11 tháng 2016 đạt 2,5 tỷ USD, tăng 25% YoY. Kim ngạch thương mại giữa Việt Nam và EAEU được kỳ vọng sẽ tăng lên 10 tỷ USD trong năm 2020.

Hình 49: Thương mại Việt Nam - Nga (triệu USD)



Nguồn: TCHQ

Hình 50: Các mặt hàng xuất khẩu chính đến Nga trong 11 tháng 2016 (%)



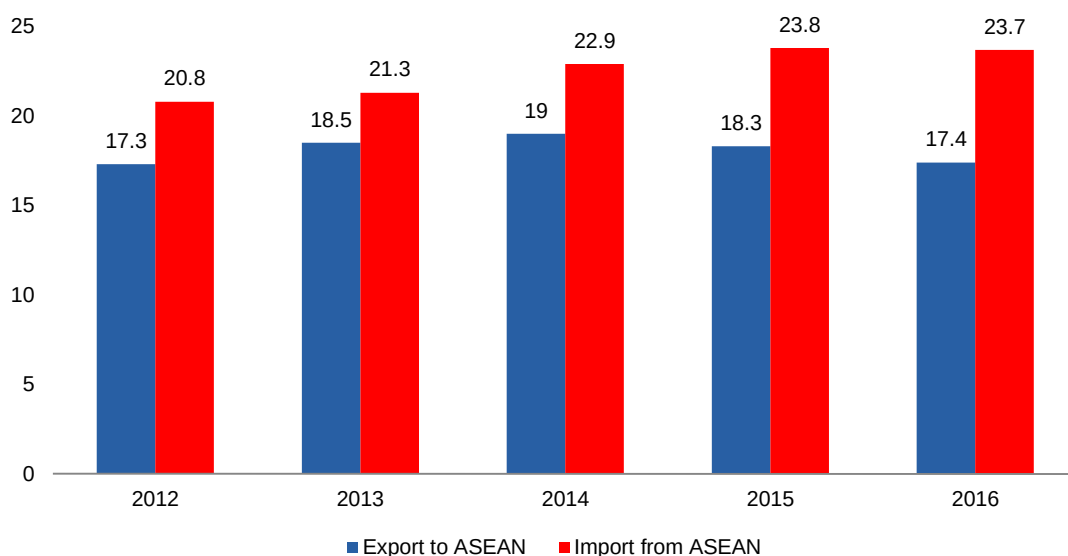
Nguồn: TCHQ

Cộng đồng kinh tế chung ASEAN (AEC)

AEC đã chính thức được thành lập ngày 31/12/2015. AEC là khu vực gồm 640 triệu người với GDP 2,5 nghìn tỷ USD. Các mục tiêu chính và thỏa thuận liên quan của AEC nhằm tạo ra khu vực trong đó hàng hóa, dịch vụ, vốn và công nhân có tay nghề được lưu chuyển tự do; thúc đẩy thương mại và đầu tư giữa các quốc gia thành viên; khuyến khích chia sẻ mạng lưới sản xuất; đẩy mạnh cải thiện tính minh bạch. Theo ADB và Tổ chức Lao động Quốc tế (ILO), AEC có thể giúp tăng trưởng kinh tế và việc làm của Việt Nam thêm lần lượt 14,5% và 10,5% vào năm 2025.

Số liệu thương mại giữa Việt Nam và ASEAN vẫn chưa thấy tác động rõ ràng trong năm thành lập đầu tiên của AEC. Tuy nhiên, các mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam sang ASEAN – như dầu thô và gạo cùng giảm mạnh – là nguyên nhân chính cho sự sụt giảm kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đối với các nước ASEAN trong năm 2015 và 2016. Nếu không tính dầu thô, các sản phẩm xăng dầu và gạo, xuất khẩu sang thị trường ASEAN trong 11 tháng 2016 đã tăng 3,1% YoY.

Hình 51: Thương mại Việt Nam – ASEAN (tỷ USD)

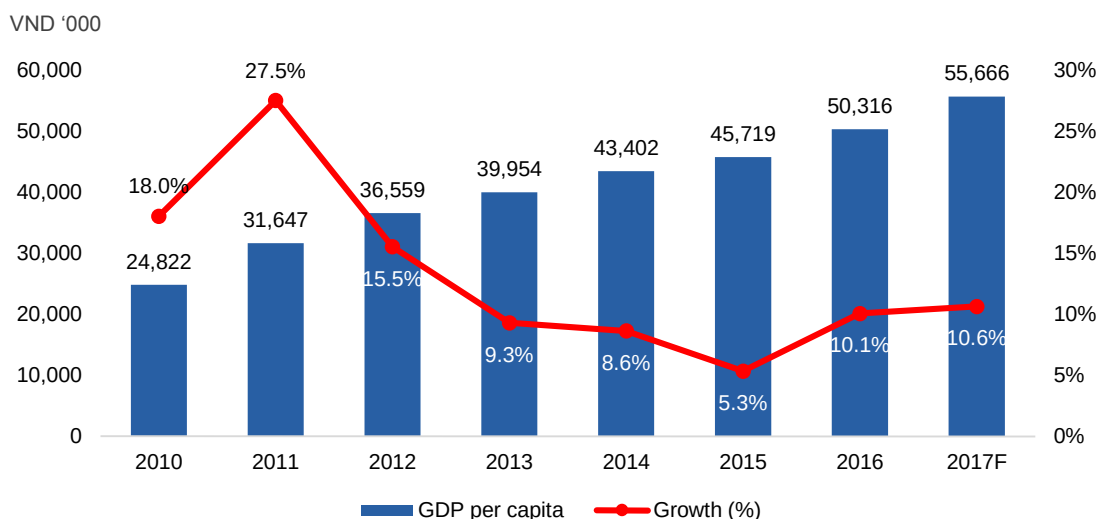


Nguồn: TCTK

GDP bình quân đầu người: Đà tăng ổn định có thể tiếp tục

GDP bình quân đầu người của Việt Nam đã tăng trưởng ổn định trong những năm qua, dù tăng trưởng đang dần chững lại. GDP bình quân đầu người tăng 10,1% trong năm 2016 đạt 50,3 triệu đồng. Sau khi đạt đà tăng 27,5% năm 2011, tỷ lệ tăng trưởng GDP bình quân đầu người bắt đầu giảm từ năm 2012. Do mức lạm phát thấp nhất trong 15 năm qua và chỉ đạt 0,6%, GDP bình quân đầu người chỉ tăng 5,3% trong năm 2015. (GDP bình quân đầu người được tính dựa trên GDP danh nghĩa với lạm phát, do đó, mức tăng trưởng chững lại của GDP bình quân đầu người có thể được giải thích bởi lạm phát thấp hơn trong những năm qua).

Hình 52: GDP bình quân đầu người



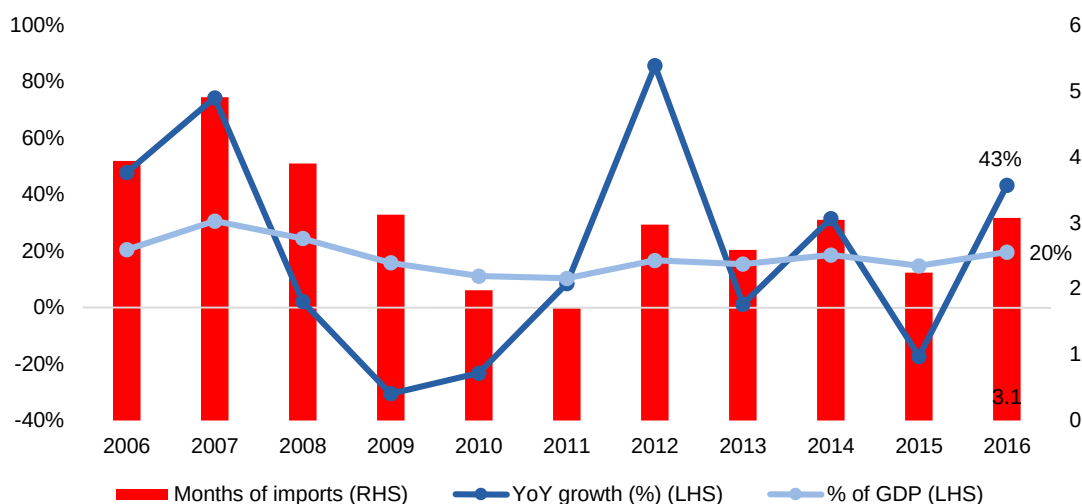
Nguồn: TCTK, VCSC

Triển vọng: Chúng tôi kỳ vọng GDP bình quân đầu người 2017 sẽ tiếp tục tăng trưởng so với năm 2016. Với lạm phát dự báo tiếp tục ở mức thấp, tăng trưởng GDP 6,5% và tăng trưởng dân số khoảng 1% trong năm nay, chúng tôi dự báo GDP bình quân đầu người của Việt Nam sẽ đạt 55,7 triệu đồng (2.2420 USD), tăng 10,6% so với năm trước.

Dự trữ ngoại hối: Tích lũy ngoại hối kém tích cực hơn

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã đạt mức cao nhất trong lịch sử. Theo NHNN, dự trữ ngoại hối vào cuối năm 2016 ước tính đạt 41 tỷ USD. Trong năm 2016, NHNN đã mua 11 tỷ USD từ các ngân hàng thương mại để thúc đẩy dự trữ ngoại hối, tận dụng việc tỷ giá USD/VND ổn định trong suốt cả năm, và cùng lúc đó, bơm 250 nghìn tỷ đồng vào thị trường. Sau khi giảm mạnh 17% còn 28,6 tỷ USD, tương ứng với 2,2 tháng nhập khẩu trong năm 2015, NHNN đã gia tăng mua USD từ thị trường nhằm gia tăng dự trữ ngoại hối thêm 43% trong năm 2016. Mức dự trữ ngoại hối hiện tại tương ứng với 3,1 tháng nhập khẩu, một con số đủ để Việt Nam có thể phản ứng với những rủi ro toàn cầu.

Hình 53: Dự trữ ngoại hối của Việt Nam



Nguồn: ADB, SBV, VCSC

Mặc dù đang gia tăng, mức dự trữ ngoại hối thấp hơn các nước trong khu vực có thể khiến Việt Nam dễ bị tác động bởi các bất ổn toàn cầu hơn.

Hình 54: Dự trữ ngoại hối tại các quốc gia – So sánh

Số tháng nhập khẩu	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Trung Quốc	16,3	17,6	20,9	22,4	31,4	26,8	24,0	24,0	25,7	25,7	26,3	-
Thái Lan	5,7	6,7	8,0	8,1	13,4	12,1	9,9	9,4	8,7	9,0	10,1	-
Indonesia	7,8	9,1	9,9	5,2	8,9	9,2	8,1	7,6	6,9	8,2	9,7	-
Philippines	5,1	5,8	7,9	8,1	12,5	13,5	14,8	16,1	15,9	14,6	12,7	-
Việt Nam	3,3	3,9	4,9	3,9	3,1	2,0	1,7	3,0	2,6	3,0	2,2	3,1
% GDP	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Trung Quốc	36%	39%	43%	42%	47%	47%	42%	39%	40%	37%	31%	-
Thái Lan	28%	30%	33%	38%	49%	50%	47%	46%	40%	39%	40%	-
Indonesia	12%	12%	13%	10%	12%	13%	12%	12%	11%	13%	12%	-
Philippines	18%	19%	23%	22%	26%	31%	34%	34%	31%	28%	28%	-
Việt Nam	16%	20%	31%	24%	16%	11%	10%	17%	15%	19%	15%	20%

Nguồn: ADB, NHNN, VCSC

Triển vọng: NHNN sẽ chịu ít áp lực hơn để củng cố dự trữ ngoại hối trong năm nay. Mức dự trữ ngoại hối hiện tại, tương ứng với 12 tuần nhập khẩu, bảo đảm cho khả năng can thiệp thị trường của NHNN khi cần thiết. Chính phủ sẽ tiếp tục gia tăng dự trữ ngoại hối trong năm nay, nhưng ở mức độ thấp hơn năm ngoái. Ngoài ra, đồng USD tăng giá do chính sách thắt chặt tiền tệ hơn của Mỹ sẽ là trở ngại cho NHNN tiếp tục việc tích cực mua USD năm 2017.

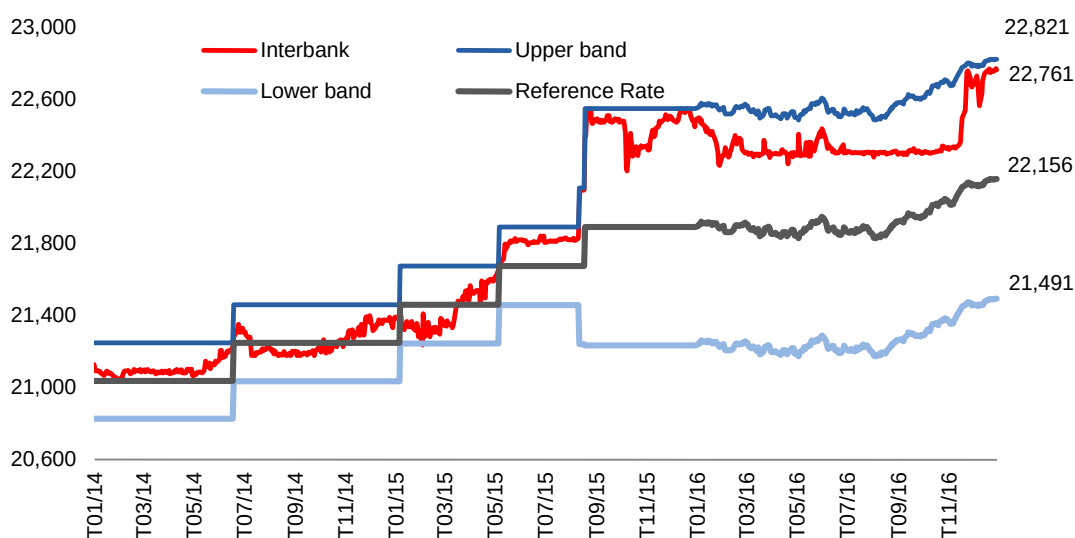
Tỷ giá

Đồng VND duy trì ổn định gần hết năm. Tỷ giá có diễn biến khá ổn định trong 10,5 tháng đầu tiên của năm 2016. Tiền đồng thậm chí còn tăng 0,7% trong giai đoạn này. Có một số nguyên nhân giúp giảm thiểu tình trạng đầu cơ và găm giữ, và gia tăng nguồn cung USD, do đó phần nào giúp VND tăng giá, bao gồm:

- Cơ chế điều hành tỷ giá mới có hiệu quả, được áp dụng từ ngày 1/1/2016.
- Mức lãi suất trần huy động USD 0% được áp dụng từ ngày 18/12/2015, theo Quyết định số 2589/QĐ-NHNN ngày 17/12/2015;
- Thặng dư thương mại cao 2,68 tỷ USD;
- Giải ngân vốn FDI đạt 15,8 tỷ USD; và
- Dòng vốn đầu tư nước ngoài thông qua góp vốn và mua cổ phần đạt 3,42 tỷ USD.

Sự cân bằng giữa cung cầu ngoại tệ tại thị trường trong nước cũng giúp NHNN mua một lượng lớn USD để bù đắp cho dự trữ ngoại hối sau khi sử dụng để ổn định thị trường sau khi đồng CNY trượt giá năm 2016.

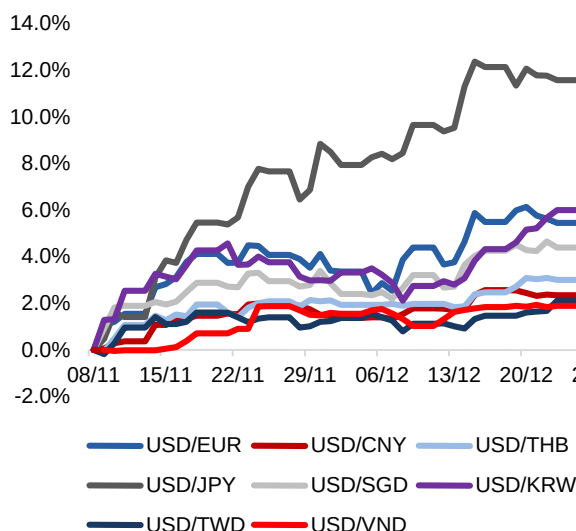
Hình 55: Tỷ giá VND/USD



Nguồn: Bloomberg

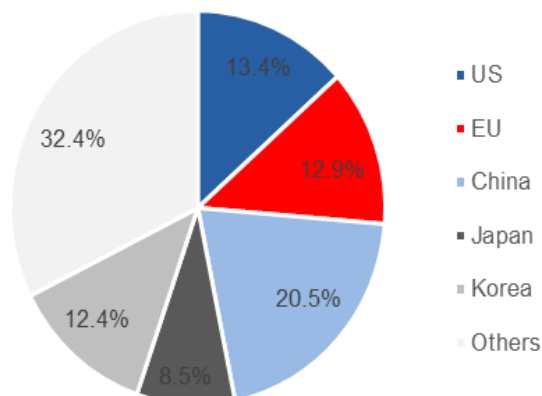
Đồng VND trượt giá trong quý 4 do đồng USD tăng mạnh. Kết quả của cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ, số liệu kinh tế tích cực tại Mỹ và đợt tăng lãi suất của Fed dẫn dắt đồng USD tăng mạnh nhất trong 14 năm. Đồng USD đã gia tăng đáng kể trong bối cảnh kỳ vọng về các chính sách tài khóa mở rộng của ông Trump, giúp thu hút dòng vốn quay trở lại nước Mỹ. Ngoài ra, số liệu kinh tế tích cực tại Mỹ, bao gồm tăng trưởng mức bán lẻ cao hơn kỳ vọng, GDP và chi tiêu dùng tăng trưởng ấn tượng trong quý 3, lợi nhuận từ các doanh nghiệp tăng mạnh và tỷ lệ thất nghiệp thấp cũng góp phần tác động lên đà tăng của đồng USD. Cùng với đó, việc Fed nâng lãi suất trong tháng 12 đã khiến đồng USD tăng mạnh, với chỉ số Bloomberg Dollar Spot đạt 103,30 ngày 28/12, tăng 5,6% kể từ khi ông Trump thắng cử ngày 8/11/2016. Theo đó đồng EUR và JPY giảm lần lượt 5,6% và 11,5% trong giai đoạn này. Đồng tiền của các thị trường mới nổi (EM), như CNY, INR, THB, MYR đều giảm giá so với USD.

Hình 56: 8 đồng tiền trong giỏ tính tỷ giá của NHNN



Nguồn: Bloomberg

Hình 57: Đóng góp thương mại của từng quốc gia



Nguồn: TCTK

Đồng VND đã có diễn biến tích cực hơn hầu hết các đồng tiền của các đối tác thương mại lớn. Tương tự diễn biến của các đồng tiền EM và đối tác thương mại khác, đồng VND bị ảnh hưởng do đồng USD tăng giá trên toàn cầu. Đồng thời, nhà đầu tư nước ngoài bán ròng mạnh trên cả thị trường trái phiếu và cổ phiếu của Việt Nam đã tạo áp lực lên tỷ giá. Thêm vào đó, nhu cầu ngoại tệ gia tăng vào thời điểm cuối năm để đáp ứng nhu cầu thanh toán tiếp tục gia tăng áp lực. Từ ngày 8/11 đến hết năm 2016, tỷ giá USD/VND liên ngân hàng đã tăng 1,9% từ mức 22.335 VND/USD lên 22.761 VND/USD, thấp hơn mức tăng của các đồng tiền của các thị trường nhập khẩu chính, bao gồm EUR, CNY, JPY và KRW. Trong khi đó, tỷ giá trung tâm của NHNN chỉ tăng 0,6% lên 22.156 VND/USD. Tuy nhiên, tính chung cả năm 2016, cả tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá trung tâm đã tăng gần 1,2%, phù hợp với dự báo của chúng tôi rằng tiền đồng sẽ không trượt giá qua 2% trong năm 2016.

Triển vọng: đồng VND có thể trượt giá khoảng 3% trong năm 2017

Yếu tố có thể tạo ra áp lực tăng giá đối với tỷ giá USD/VND bao gồm:

- Fed có khả năng tăng lãi suất điều hành 3 lần trong năm 2017.
- Chính sách bảo hộ thương mại và chương trình mở rộng tài khóa của ông Trump có thể khiến dòng vốn tiếp tục rút khỏi các thị trường EM, bao gồm Việt Nam.
- Đồng CNY trượt giá có thể tạo ra thêm áp lực cho VND khi 2 quốc gia này cùng cạnh tranh tại một số thị trường xuất khẩu.
- TT 31/2016/TT-NHNN ngày 8/12/2016 và cho phép các tổ chức tín dụng vay vốn ngắn hạn bằng ngoại tệ cho đến cuối năm 2017, sẽ tiếp tục tạo ra áp lực đến đồng VND do nhu cầu của ngoại tệ từ các công ty xuất khẩu.

Những yếu tố sau có thể một phần làm giảm áp lực lên đồng VND:

- Triển vọng về chính sách mở rộng tài khóa mà ông Trump muốn triển khai (điều có thể dẫn đến lạm phát cao hơn và thắt chặt tiền tệ) hiện vẫn chưa chắc chắn khi thiếu sự ủng hộ của các Đảng chính trong lưỡng viện tại Mỹ.
- Chúng tôi cho rằng dòng vốn rút mạnh ra khỏi thị trường trái phiếu một phần do giá trái phiếu thấp, làm gia tăng hoạt động chốt lời. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn ngoại

sẽ quay trở lại thị trường TPCP Việt Nam trong năm 2017. Thêm vào đó, các hoạt động cổ phần hóa, IPO, thoái vốn, nổi trần FOL và thay đổi luật đầu tư 2014, sẽ tiếp tục tạo ra nhiều cơ hội đầu tư cho NĐT nước ngoài và giúp thu hút dòng vốn ngoại. Ngoài ra, dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ làm gia tăng nguồn cung USD vào thị trường.

- Dự trữ ngoại hối đạt khoảng 40 tỷ USD sẽ giúp NHNN có khả năng can thiệp vào thị trường ngoại hối khi cần thiết.
- Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục ổn định thị trường một cách hiệu quả thông qua nhiều chính sách và biện pháp thành công tương tự năm 2016.

Lạm phát: Áp lực lạm phát lớn hơn xuất phát từ các yếu tố trong nước và quốc tế

Chính phủ đã thành công trong việc kiểm soát lạm phát 2016 dưới 5%. Mức lạm phát 4,74% YoY năm 2016 được dẫn dắt chính bởi những quyết định hành chính của Chính phủ - chi phí cao hơn của Y tế và dịch vụ giáo dục. CPI Y tế tăng mạnh nhất, 55,72% YoY trong năm 2016 do lộ trình tăng chi phí dịch vụ Y tế theo Thông tư Liên tịch số 37/2015/TTLT-BYT-BTC ngày 29/10/2015. Chi phí Giáo dục cũng được điều chỉnh tăng thông qua Nghị định số 86/2015/ND-CP ngày 2/10/2015, giúp đưa CPI nhóm này tăng 10,81% YoY. Nhóm ngành nhà ở & VLXD có mức tăng CPI cao thứ ba trong năm 2016 do giá gas tăng và nhu cầu xây dựng cao hơn. Theo sau là nhóm lương thực, thực phẩm, và dịch vụ ăn uống với mức lạm phát 2,87% YoY, cao hơn nhiều mức 0,97% năm 2015, chủ yếu do ảnh hưởng nặng nề của điều kiện thời tiết không thuận lợi đối với nguồn cung lương thực và thực phẩm. Trong khi đó, CPI của nhóm ngành GTVT giảm 1,12% YoY năm 2016.

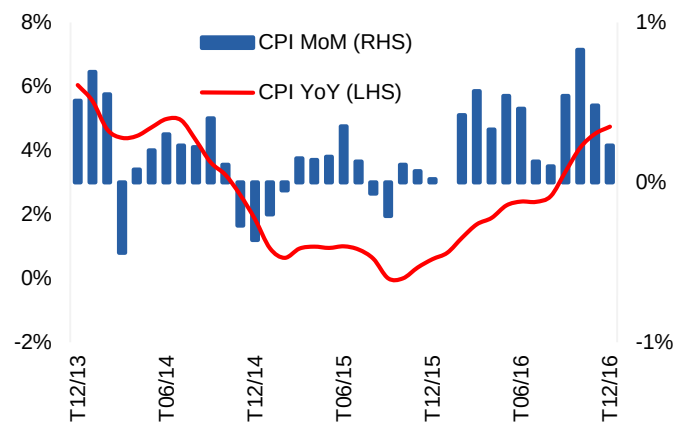
Hình 58: Lạm phát tháng 12/2016

	CPI so với tháng trước (12/2016 vs 11/2016)	CPI so với năm trước (12/2016 vs 12/2015)	CPI trung bình (2016 vs 2015)
Lạm phát	0,23%	4,74%	2,66%
Lạm phát cơ bản	0,11%	1,87%	1,83%

Nguồn: TCTK

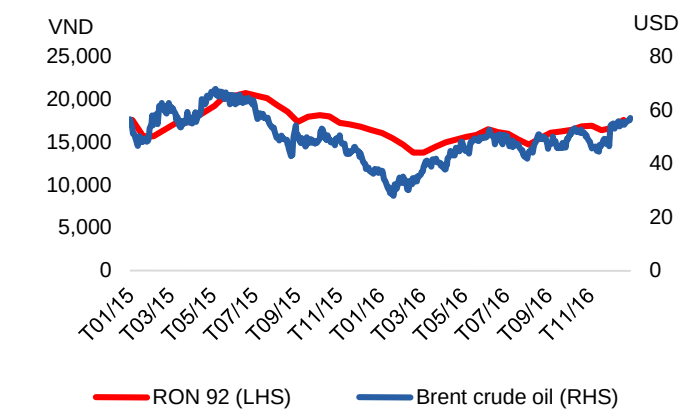
CPI tháng 12 tăng 0,23% so với tháng 11, mức thấp nhất trong vòng 4 tháng qua. CPI của 6/11 nhóm ngành tăng trong tháng 12 với nhóm Y tế tăng mạnh nhất 5,3% MoM do đợt tăng chi phí Y tế tiếp theo tại 4 tỉnh thành. Lạm phát của nhóm ngành may mặc và giày dép xếp thứ hai đạt 0,25% do nhu cầu cao hơn cho quần áo mùa đông. Nhu cầu cho đồ uống và thuốc lá xếp thứ hai đạt 0,25% YoY do nhu cầu cao hơn vào cuối năm dẫn dắt đà tăng CPI của nhóm ngành này. Mức gia tăng giá gas 19.000 đồng/bình 12kg từ ngày 1/11, ảnh hưởng đến lạm phát nhóm Nhà ở & VLXD, khiến CPI của nhóm này tăng 0,19% MoM, dù giá gas đã giảm 2.500 đồng/bình 12 kg ngày 1/12. Đáng chú ý, CPI nhóm GTVT đã giảm 0,89% MoM trong tháng 12, do mức giảm mạnh của giá xăng 520 đồng/lít ngày 19/11.

Hình 59: Lạm phát của Việt Nam



Nguồn: TCTK

Hình 60: Giá xăng bán lẻ và giá dầu thô Brent



Nguồn: Petrolimex, Bloomberg

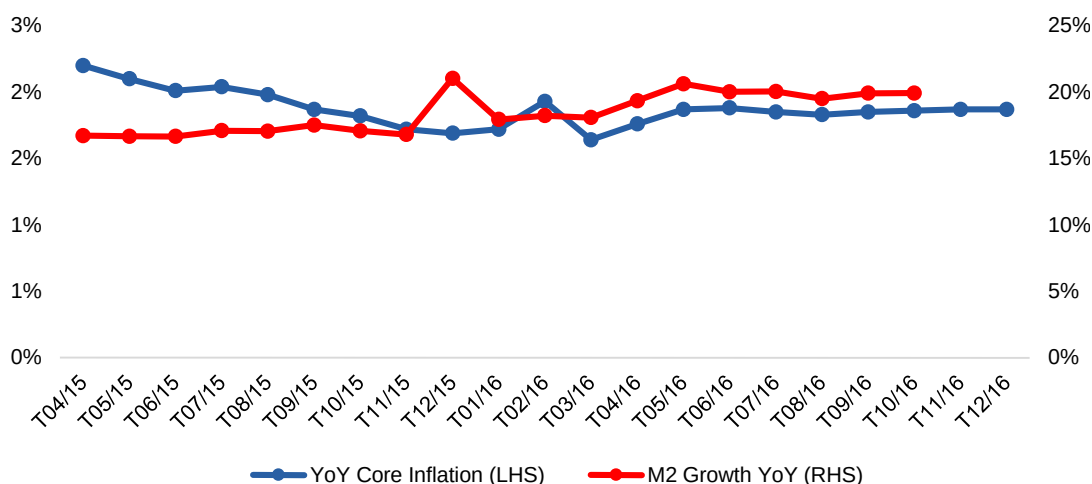
Hình 61: CPI của từng ngành

Ngành	Tỷ trọng	CPI YoY 2016
Lương thực, thực phẩm, và dịch vụ ăn uống	36,12%	2,87%
Đồ uống và Thuốc lá	3,59%	1,97%
May mặc, giày dép và mũ nón	6,37%	1,64%
Nhà ở và Vật liệu xây dựng	15,73%	3,26%
Thiết bị và dụng cụ gia đình	7,31%	1,02%
Thuốc và Y tế	5,04%	55,72%
Giao thông vận tải	9,37%	-1,12%
Truyền thông	2,89%	-0,72%
Giáo dục	5,99%	10,81%
Văn hóa, Thể thao và Giải trí	4,29%	1,35%
Hàng hóa tiêu dùng và dịch vụ khác	3,30%	2,31%

Nguồn: TCTK

Lạm phát cơ bản ở mức dưới 2% cho thấy sự điều hành cung tiền hiệu quả của NHNN. Lạm phát cơ bản năm 2016 là 1,87% YoY và khá ổn định trong cả năm. Nguồn cung tiền có tác động mạnh mẽ đến tổng cầu, do đó có sự liên quan chặt chẽ đến lạm phát. Trong năm 2016, NHNN đã tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Lạm phát cơ bản ở dưới mức 2% cho thấy NHNN đã thành công trong việc sử dụng chính sách nới lỏng tiền tệ để giúp Việt Nam đạt được mức tăng trưởng GDP tích cực trong năm 2016, trong khi vẫn có thể giữ lạm phát trong tầm kiểm soát.

Hình 62: Lạm phát cơ bản và tăng trưởng nguồn cung M2



Nguồn: TCTK, NHNN

Triển vọng: Chúng tôi kỳ vọng lạm phát 2017 sẽ đạt 5%, cao hơn mục tiêu 4% của Chính phủ.

Áp lực lạm phát đến từ giá cả gia tăng của hàng hóa thế giới cũng như của dịch vụ và hàng hóa công của Việt Nam sẽ khiến CPI tăng cao hơn trong năm 2017 so với năm ngoái.

Thỏa thuận cắt giảm sản lượng dầu thô trong 6 tháng bắt đầu từ ngày 1/1/2017 của Tổ chức Các nước Xuất khẩu Dầu thô (OPEC) có thể làm giá dầu thô tăng đáng kể trong nửa đầu năm 2017, với giả định tất cả các bên tuân thủ thỏa thuận này. Theo dự báo của VCSC, mức giá dầu thô trung bình năm 2017 có thể tăng 22% đạt 55 USD/thùng từ mức 45 USD/thùng năm 2016. Do đó, chúng tôi dự báo sẽ có phản ứng của nền kinh tế đối với sự gia tăng của chi phí năng lượng và GTVT, đặc biệt là trong nửa đầu năm nay. Việc tăng giá dầu thô không chỉ ảnh hưởng đến CPI ngành GTVT, mà còn có tác động đến các ngành dịch vụ và sản xuất khác do chi phí đầu vào cao hơn.

Trong năm 2017, chúng tôi dự báo áp lực lạm phát tiếp tục đến từ các quyết định điều hành của Chính phủ, như Y tế, giáo dục và điện. Chi phí Y tế sẽ tiếp tục tăng theo TTLT số 37/2015/TTLT-BYT-BTC của Bộ Tài chính và Bộ Y tế. Theo TT dự thảo về điều chỉnh chi phí Y tế, chi phí Y tế cho các bệnh nhân không có bảo hiểm y tế sẽ tăng 30% từ ngày 1/1 và tăng thêm lần nữa vào ngày 1/7/2017, đưa tổng mức tăng lên 50% so với cuối năm 2016. Ngoài ra, học phí sẽ tiếp tục được điều chỉnh tăng, theo TT số 86/2015/ND-CP. Đáng chú ý hơn, có khả năng lớn giá điện bán lẻ sẽ tăng trong năm nay. Chính phủ đã giữ nguyên giá điện bán lẻ trong năm ngoái và giữ ổn định kể từ tháng 3/2015, khi tăng 7,6%. Tuy nhiên, với nhiều nhà máy nhiệt điện sẽ đi vào hoạt động trong năm ngoái và Nghị định 147/2016 áp mức tăng thuế bảo vệ môi trường rừng 80% cho các nhà máy thủy điện từ ngày 1/1/2017, chúng tôi cho rằng điều này sẽ là một thách thức cho Bộ Công thương để duy trì mức giá điện hiện tại.

Đối mặt với áp lực từ các yếu tố toàn cầu, Chính phủ Việt Nam sẽ tiếp tục kiểm soát lạm phát thông qua việc điều hành các quyết định hành chính và chính sách tiền tệ hợp lý.

Dù Chính phủ đã công bố chỉ thị về lộ trình dần gia tăng chi phí Y tế và Giáo dục cho đến năm 2020, Chính phủ vẫn có thể trì hoãn đợt tăng chi phí Y tế và Giáo dục nếu áp lực lạm phát lớn.

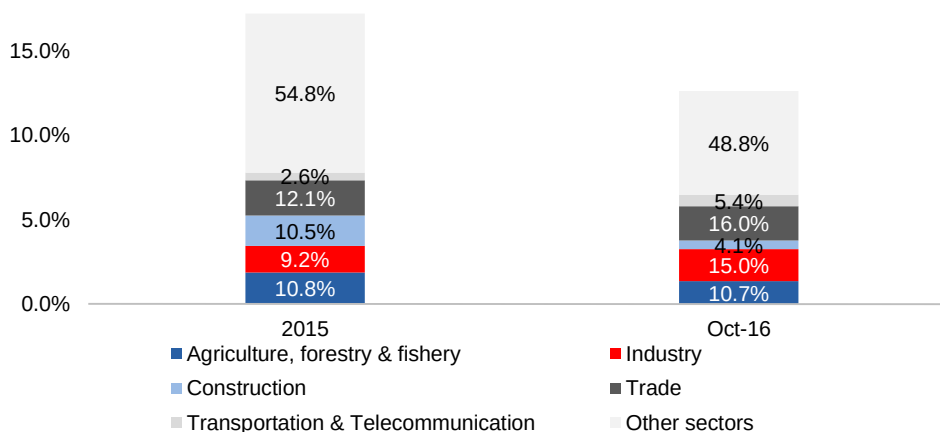
Về lạm phát cầu kéo, chúng tôi kỳ vọng lạm phát cơ bản trong năm tới sẽ vẫn duy trì ở mức kiểm soát 2%, với lãi suất thấp trong nửa đầu năm 2017. Nếu bất kỳ dấu hiệu nào về sự tăng mạnh của lạm phát xuất hiện, NHNN sẽ quản lý lạm phát bằng cách thắt chặt chính sách tiền tệ từ quý 3/2017.

Tăng trưởng tín dụng: Tiếp tục thúc đẩy mạnh mẽ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Chúng tôi dự báo 2017 sẽ là một năm tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng khoảng 17-18%:

- **Chính phủ tiếp tục dựa vào tăng trưởng tín dụng để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP cao trong năm 2017.** Theo Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, nền kinh tế vẫn phụ thuộc lớn vào nguồn vốn ngân hàng với 63,5% tổng vốn được cung cấp bởi các ngân hàng và 34,7% còn lại đến từ thị trường chứng khoán và trái phiếu. Với mục tiêu tăng trưởng GDP cao năm 2017 ở mức 6,7% so với tăng trưởng GDP 6,21% năm 2016, tín dụng có khả năng được hỗ trợ để đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế.
- **Tăng trưởng tín dụng được dẫn dắt bởi nhu cầu lớn từ nông nghiệp, sản xuất và tiêu dùng.** Yếu tố dẫn dắt chính của tăng trưởng tín dụng 2017 đến từ: 1) sự kỳ vọng phục hồi của ngành nông nghiệp, vốn sẽ được hỗ trợ một phần từ gói tín dụng 60 nghìn tỷ đồng cho nông nghiệp công nghệ cao, 2) chi tiêu tiêu dùng mạnh mẽ, 3) tăng trưởng sản xuất ổn định, vốn được hỗ trợ từ tăng trưởng khả quan của dòng vốn FDI giải ngân và xuất khẩu.
- **Kéo dài cho vay ngoại tệ đối với mục đích sử dụng trong nước cho thấy sự hỗ trợ của Chính phủ cho tăng trưởng tín dụng.** Trong tháng 12/2015, NHNN đã ban hành TT 24/2015 quy định dừng cho vay ngoại tệ ngắn hạn cho mục đích thanh toán trong nước từ ngày 31/03/2016. Quy định này nhằm mục đích giảm sự phụ thuộc vào đồng USD, nhưng các DN đã phải vay bằng đồng VND với lãi suất cao hơn. Dù vậy, các DN đã không có HĐKD đủ hiệu quả để chịu được chi phí nợ và lãi suất cao hơn đã làm giảm sự cạnh tranh. Một thời gian ngắn sau khi công bố TT24/2015, NHNN đã ban hành TT07/2016, có hiệu lực ngày 1/6/2016, một lần nữa cho phép vay ngoại tệ ngắn hạn cho mục đích thanh toán trong nước cho đến ngày 31/12/2016. Trong tháng 11/2016, NHNN đã ban hành một TT khác (TT31/2016) kéo dài hình thức vay này đến cuối năm 2017. Diễn biến này cho thấy sự hỗ trợ của Chính phủ đối với tăng trưởng tín dụng, nhằm đóng góp cho tăng trưởng kinh tế.
- **Nới tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) cho các ngân hàng quốc doanh.** Quyết định số 2509/QĐ-NHNN của NHNN đã nới trần LDR áp dụng cho VCB, CTG, BID quy định trong TT06/2016. Mức LDR mới áp dụng cho 3 ngân hàng này là 90% thay vì 80%; mức LDR cao hơn dự kiến sẽ giúp các ngân hàng có thêm nguồn lực để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Hình 63: Đóng góp cho tăng trưởng tín dụng theo từng ngành



Nguồn: NHNN

Lãi suất: Chịu áp lực gia tăng trong năm 2017

Mức chênh lệch giữa tăng trưởng huy động và tín dụng trong năm 2016 là thấp hơn năm 2015 khi các ngân hàng thúc đẩy huy động để đáp ứng các tỷ lệ quy định chặt chẽ hơn. TT 06/2016, có hiệu lực ngày 01/07/2016, áp dụng mức trần LDR 80% cho các ngân hàng ngoài quốc doanh, và giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung/dài hạn từ 60% còn 50% trong năm 2017 và 40% năm 2018. Các ngân hàng đã đẩy nhanh huy động vốn, nhưng khi các ngân hàng gần chạm trần quy định mới, một phần lượng tiền huy động mới được sử dụng trong thị trường liên ngân hàng hoặc trái phiếu, tạo ra thanh khoản dồi dào cho thị trường.

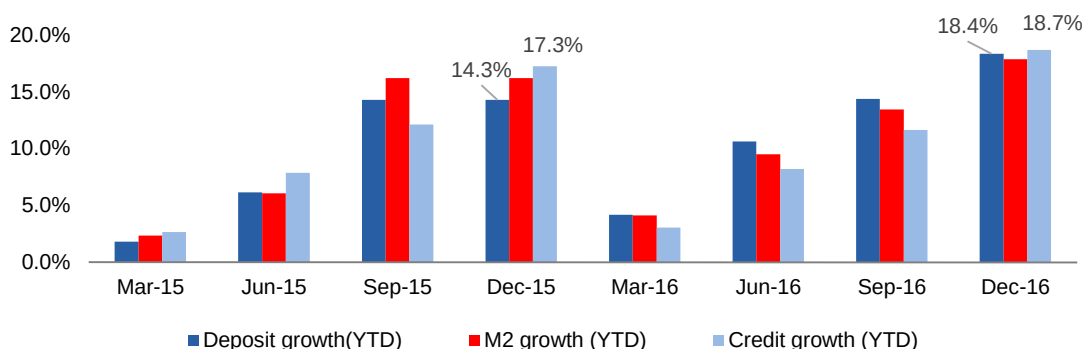
Lãi suất đã duy trì khá ổn định trong năm 2016, nhưng đang có áp lực gia tăng đối với lãi suất huy động, đặc biệt là kỳ hạn trung và dài hạn. Chính phủ đang theo đuổi chính sách hỗ trợ tăng trưởng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 18-20% và yêu cầu các ngân hàng ổn định và giảm lãi suất cho vay nếu có thể. Trong bối cảnh Chính phủ mong muốn giảm lãi suất và cung cấp nguồn thanh khoản tốt, lãi suất đã duy trì ổn định trong năm 2016. Tuy nhiên, nhu cầu lớn cho huy động trung và dài hạn đã tạo ra sự thiếu hụt cho các kỳ hạn trên 12 tháng và những áp lực gia tăng lãi suất huy động trung và dài hạn.

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất ngắn hạn sẽ ổn định trong khi lãi suất dài hạn sẽ gia tăng 75 điểm cơ bản trong năm 2017:

- **Khả năng Fed nâng lãi suất và lạm phát ổn định khiến cho dự địa giảm lãi suất không còn quá nhiều.** Với kỳ vọng 3 đợt tăng lãi suất của Fed trong năm 2017, các ngân hàng sẽ cần duy trì lãi suất huy động hấp dẫn để ngăn tình trạng chuyển hướng dòng tiền từ VND sang USD.
- **Lãi suất trung và dài hạn đang chịu các áp lực gia tăng do các tỷ lệ quy định chặt chẽ hơn và yêu cầu vốn.** Tỷ lệ LDR cao hiện tại và tiếp tục thắt chặt tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn trong năm 2017 và 2018 sẽ khiến việc huy động trở nên ngày càng cạnh tranh, đặc biệt là các kỳ hạn dài. Ngoài ra, các ngân hàng dự kiến sử dụng trái phiếu dài hạn để hỗ trợ nhu cầu vốn cần thiết cho năm 2017, khiến nhu cầu cho vốn trung và dài hạn cao hơn. Nhu cầu tăng vốn và huy động dự kiến sẽ khiến lãi suất trung/dài hạn tăng 75 điểm cơ bản trong năm 2017.
- **Lãi suất cho vay sẽ dịch chuyển phù hợp với lãi suất huy động do các ngân hàng muốn bảo vệ tỷ lệ NIM.** Nợ xấu vẫn tiếp tục là vấn đề chính tại các ngân hàng và là trở ngại cho khả năng sinh lời của các ngân hàng. Do đó, hoạt động với tỷ lệ NIM “khá mỏng” 3%, các ngân hàng ít nhất sẽ muốn bảo toàn tỷ lệ NIM để duy trì nguồn lực xử lý nợ xấu và duy trì lợi nhuận.

- **Lạm phát dự kiến sẽ gây khó khăn cho việc giảm lãi suất.** Chúng tôi kỳ vọng lạm phát 2017 sẽ đạt 5%, cao hơn mức lạm phát trong năm 2016. Người gửi tiền thường yêu cầu mức lãi suất hợp lý để bù đắp cho lạm phát.

Hình 64: Tăng trưởng huy động vượt tăng trưởng tín dụng trong phần lớn năm 2016



Nguồn: NHNN

Lợi suất trái phiếu Chính phủ: Lợi suất trái phiếu dự kiến tăng nhẹ do thanh khoản chặt chẽ hơn

2016 là một năm đặc biệt sôi động của phát hành trái phiếu Chính phủ. Năm ngoái, Chính phủ đã phát hành thành công 316,7 nghìn tỷ đồng TPCP và TP được Chính phủ đảm lãnh trên thị trường sơ cấp. Tỷ lệ thắng thầu đạt 76% trong năm 2016, cao hơn mức 61% trong năm 2015, chứng tỏ nhu cầu cho TPCP trong năm 2016 cao hơn năm 2015. Kho bạc Nhà nước đã hoàn thành 100% kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ của năm 2016, đạt 280,75 nghìn tỷ đồng từ việc phát hành TPCP. Năm 2016 cũng chứng kiến sự trở lại của TPCP kỳ hạn 3 năm và sự phát hành lần đầu tiên của TPCP kỳ hạn 7 năm. Trái phiếu ngắn hạn 3 và 5 năm thu hút sự quan tâm lớn của NĐT, vượt kế hoạch cả năm lần lượt 101% và 103%. Thị trường trái phiếu sơ cấp trong năm 2016 khá sôi động khiến Kho bạc Nhà nước đã điều chỉnh tăng kế hoạch phát hành trái phiếu 2 lần thêm 61 nghìn tỷ đồng để gia tăng nguồn cung trái phiếu. Hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp trong năm 2016 cũng rất tích cực với tổng giá trị giao dịch outright đạt 978 nghìn tỷ đồng, tăng gấp đôi con số 2015. Nhu cầu mạnh mẽ của TPCP trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp phản ánh thanh khoản cao của hệ thống ngân hàng. Năm ngoái, khối ngoại đã mua ròng 12,7 nghìn tỷ đồng, so với mức bán ròng 3,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2015. Nền tảng kinh tế vĩ mô vững chắc của Việt Nam, lạm phát được kiểm soát và tỷ giá USD/VND ổn định trong năm 2016 bất chấp những bất ổn trên toàn cầu là lý do chính cho làn sóng mua mạnh của khối ngoại năm 2016.

Hình 65: Phát hành Trái phiếu Chính phủ so với Kế hoạch

Đơn vị: tỷ đồng	Kế hoạch 2016	Phát hành từ đầu năm	Phát hành từ đầu năm/Kế hoạch 2016
3 năm	25.000	25.142	101%
5 năm	157.000	162.425	103%
7 năm	30.000	24.695	82%
10 năm	9.000	7.978	89%
15 năm	35.000	31.727	91%
20 năm	5.000	3.314	66%
30 năm	20.000	25.469	127%
Tổng cộng	281.000	280.750	100%

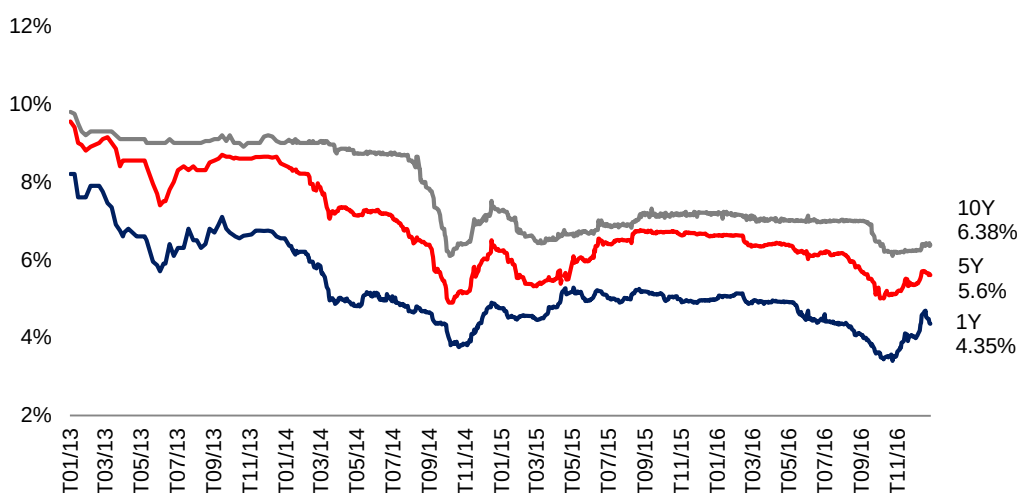
Nguồn: HNX, VCSC

Thanh khoản cao của hệ thống ngân hàng làm giảm mạnh lợi suất trái phiếu. Dù lạm phát cao hơn và nợ Chính phủ gia tăng, lợi suất trái phiếu đã có xu hướng giảm trong năm 2016 và bắt đầu giảm mạnh từ tuần thứ ba của tháng 9. Lợi suất kỳ hạn 5 năm đã giảm 103 điểm cơ bản từ mức 6,63% cuối năm 2015 còn 5,6% ngày 30/12/2016. Sau khi chạm mức đáy 5,0% vào đầu tháng 10, kỳ hạn 5 năm đã phục hồi nhẹ do tăng trưởng tín dụng tăng mạnh vào cuối năm. Nhu cầu Trái phiếu mạnh mẽ đến từ thanh khoản cao của hệ thống ngân hàng là lý do chính cho sự sụt giảm mạnh của lợi suất trái phiếu Chính phủ năm ngoái.

Có 3 nguyên nhân hình thành cho mức thanh khoản cao của hệ thống ngân hàng năm 2016:

- NHNN đã mua hơn 11 tỷ USD để cải thiện dự trữ ngoại hối, ước đạt hơn 41 tỷ USD vào cuối năm 2016, mức cao nhất trong lịch sử, và đồng thời bơm thêm lượng tương ứng 250 nghìn tỷ đồng vào thị trường.
- Tăng trưởng huy động cao hơn so với tăng trưởng tín dụng trong năm 2016 tạo ra dư thừa thanh khoản trong hệ thống. TT 06/2016, có hiệu lực từ ngày 1/7/2016, nâng tỷ lệ xếp hạng rủi ro của các khoản vay BĐS từ 150% lên 200%, so với mức 250% đề xuất trước đó. Tỷ lệ trần ROOM được giảm từ 60% còn 50% ngày 1/1/2017 và 40% từ ngày 1/1/2018, thay vì giảm ngay lập tức còn 40% như đã được đề xuất từ trước. Nhưng sự điều chỉnh đáng kể hơn của TT06 là giảm tỷ lệ cho vay trên huy động còn 80%. Một vài ngân hàng đang ở trên hoặc gần ngưỡng trần này đã được khuyến khích đẩy mạnh huy động. Tuy nhiên, cho vay lượng vốn huy động mới có thể ảnh hưởng mục tiêu tuân thủ Thông tư này, làm gia tăng nhu cầu TPCP và khiến lợi suất giảm xuống mức kỷ lục.
- Chỉ có 46,6% vốn từ bán TPCP được giải ngân trong 11 tháng 2016, báo hiệu một lượng lớn của 281 nghìn tỷ đồng thu được trong kênh này đã quay trở lại các ngân hàng thương mại.

Hình 66: Lợi suất TPCP



Nguồn: Bloomberg

Triển vọng: Chúng tôi kỳ vọng lợi suất kỳ hạn 5 năm sẽ vẫn duy trì ở mức thấp trong năm 2017 và không vượt quá 6%, ít nhất là trong nửa đầu năm nay.

Quá trình thoái vốn tích cực hơn khỏi các DNNN sẽ làm giảm áp lực cho việc phát hành trái phiếu năm 2017. Chính phủ có kế hoạch giảm vay nợ năm 2017 còn 15 tỷ USD từ mức 20 tỷ USD năm ngoái cho thấy nhu cầu vốn thấp hơn trong năm nay. Ngoài ra, khoảng một nửa lượng vốn huy động từ việc phát hành TPCP, vốn không được giải ngân năm ngoái sẽ được giải ngân trong năm 2017, khiến nhu cầu vốn từ TPCP giảm. Lượng vốn lớn dự kiến thụ được từ thoái vốn khỏi các DNNN sẽ trở thành nguồn lực vốn quan trọng của Chính phủ, do

đó làm giảm nhu cầu phát hành trái phiếu. Chúng tôi cũng kỳ vọng sẽ có thêm vốn ODA được ký kết trong năm nay khi Việt Nam có thể đẩy nhanh vay vốn ODA trước khi Việt Nam có thể bị loại khỏi danh sách các nước được nhận vốn ODA vào tháng 7/2017. Do đó, chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ giảm cung trái phiếu trong năm nay, tiếp tục giữ lợi suất trái phiếu ở mức thấp.

Nhu cầu trái phiếu dự kiến sẽ tăng nhẹ nhưng sẽ không làm tăng lợi suất đáng kể. Tăng trưởng tín dụng, dự kiến đạt 17-18% năm nay với nhu cầu lớn từ các DN SME và người tiêu dùng, có thể giảm vốn cho đầu tư trái phiếu. Đồng USD cao hơn, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2017, có thể làm kích hoạt dòng thoái vốn ra khỏi Việt Nam, càng làm hạn chế dòng tiền đổ vào thị trường trái phiếu. Ngoài ra, nợ công đang tăng nhanh, vốn làm gia tăng lo ngại về rủi ro của Chính phủ Việt Nam, có thể khiến các NĐT nước ngoài thận trọng trong việc chi tiền vào TPCP. Ngoài ra, Quyết định số 2509/QĐ-NHNN, được ban hành vào cuối tháng 12/2016, cho phép tỷ lệ LDR tối đa 90% cho 3 ngân hàng lớn – Vietcombank, Vietinbank và BIDV - thay vì mức trần 80% được quy định trong TT06 trước đây. Mức trần LDR cao hơn có thể giảm bớt áp lực đẩy mạnh huy động tại 3 ngân hàng này, do đó làm giảm thặng dư thanh khoản trong hệ thống.

Các chỉ báo vĩ mô

CHỈ BÁO VĨ MÔ	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	ĐƠN VỊ	NGUỒN
Tăng trưởng GDP (thực)	6,4	6,2	5,2	5,4	6,0	6,7	6,2	6,5	% YoY	TCTK
GDP danh nghĩa	106,4	123,5	141,7	170,0	186,2	191,3	205,3	226,7	tỷ USD	TCTK
GDP đầu người	1.334	1.543	1.755	1.908	2.052	2.111	2.250	2.420	USD	TCTK
Tỷ lệ thất nghiệp	2,7	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2	% YoY	TCTK
Giải ngân FDI	10,0	11,0	10,5	11,5	12,5	14,5	15,8	17,0	tỷ USD	FIA
Giải ngân FDI (% GDP)	8,6	8,1	6,7	6,8	6,7	7,6	7,6	7,5	% GDP	FIA
Xuất khẩu (% GDP)	62,1	70,8	73,4	78,8	80,6	85,0	84,3	84,5	% GDP	TCHQ, TCTK
Tăng trưởng xuất khẩu	26,5	34,2	18,2	15,4	13,8	8,1	8,6	9,0	% YoY	TCHQ, TCTK
Tăng trưởng nhập khẩu	21,3	25,8	6,6	16,0	12,0	12,1	4,6	10,0	% YoY	TCHQ, TCTK
Cán cân thương mại hàng hóa	(12,6)	(9,8)	0,7	(0,8)	2,0	(3,2)	2,6	1,4	tỷ USD	TCHQ, TCTK
Dự trữ ngoại hối	12,9	14,0	26,1	26,3	34,6	30,5	41,0	43,0	tỷ USD	NHNN
Dự trữ ngoại hối (% GDP)	10,7	6,6	14,8	20,6	21,5	20,0	19,7	18,9	% GDP	NHNN
Lạm phát (cuối năm)	11,7	18,1	6,8	6,0	1,8	0,6	4,7	5,0	% YoY	TCTK
Trượt giá VND	(5,5)	(7,9)	0,9	(1,2)	(1,4)	(5,1)	(1,2)	(3,0)	%	Bloomberg
Tăng trưởng M2	33,3	13,1	21,0	18,8	17,7	18,2	17,9	17,0	% YoY	NHNN
Lãi suất cho vay	20,5	20,0	14,0	10,5	8,5	8,5	8,5	8,5	%	NHNN
Tăng trưởng tín dụng	29,8	10,9	8,9	12,5	14,2	17,1	18,7	18,0	% YoY	NHNN
Lợi suất TPCP 5 năm	11,5	12,6	9,8	8,5	6,2	6,6	5,6	6,0	%	Bloomberg
Thâm hụt ngân sách (không tính hoàn trả nợ gốc)	(2,7)	(1,2)	(3,4)	(5,0)	(4,7)	(4,6)	(4,2)	(3,5)	% GDP	Bộ Tài chính
Nợ Chính phủ	44,6	43,2	39,4	42,6	46,4	50,3	53,6	54,0	% GDP	Bộ Tài chính
Nợ công	56,3	54,9	50,8	54,5	58,0	62,2	64,7	65,0	% GDP	Bộ Tài chính
Nợ nước ngoài	42,2	41,5	37,4	37,3	38,3	43,1	45,2	46,0	% GDP	Bộ Tài chính, IMF



Hệ thống ngân hàng: Phân hóa rõ ràng dựa theo giá trị cơ bản của các ngân hàng

Hình 67: Các chỉ số tài chính đáng chú ý năm 2016 của các ngân hàng trong danh mục theo dõi

Ngân hàng	Tăng trưởng cho vay	Tăng trưởng huy động	NIM	Nợ xấu	ROA	ROE	LDR	CIR	CAR	LLR/Nợ xấu
VCB	19,5%	17,0%	2,7%	1,6%	1,0%	15,5%	78,1%	43,0%	9,5%	130,2%
CTG	19,5%	30,0%	2,7%	0,8%	0,8%	11,4%	88,9%	51,0%	9,9%	134,9%
BID	18,0%	26,0%	2,4%	1,9%	0,7%	14,7%	78,2%	45,0%	9,0%	80,6%
MBB	22,0%	7,0%	3,1%	1,2%	1,2%	11,8%	80,0%	47,0%	12,2%	115,2%
ACB	21,0%	17,0%	3,3%	1,3%	0,6%	9,0%	77,6%	65,3%	13,0%	90,2%

Ghi chú: STB không được đưa vào bảng này do định giá được dựa theo giá trị sổ sách điều chỉnh và chúng tôi không dự báo lãi lỗ cho STB

Nguồn: VCSC ước tính

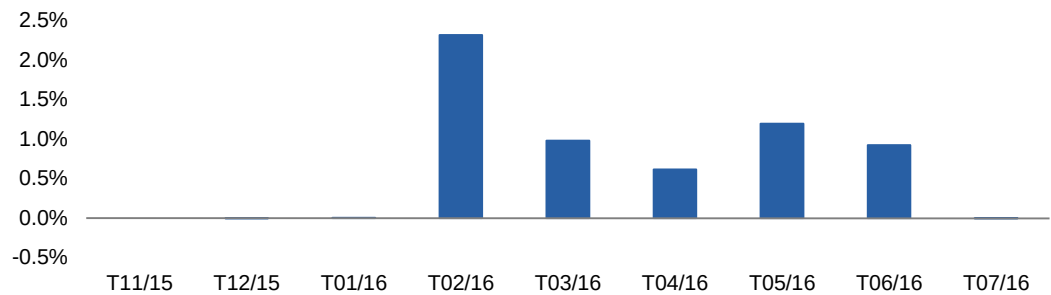
Phân hóa trong ngành ngân hàng giữa các ngân hàng có đà tăng trưởng lợi nhuận và các ngân hàng đang tụt lại phía sau do những vấn đề về nợ xấu. Cơ chế cho vay và dự phòng khác nhau tại các ngân hàng có tác động đến hoạt động của các ngân hàng trong bối cảnh toàn hệ thống đang trải qua quá trình tái cơ cấu. Danh mục các cổ phiếu đang theo dõi của chúng tôi có thể được chia làm 3 nhóm, với VCB là ngân hàng duy nhất nằm trong nhóm cao nhất; ACB, MBB và CTG nằm nhóm giữa “chưa hoàn thành nhưng đã đi được 50% quá trình tái cơ cấu”; STB và BID nằm trong nhóm cuối của “tập trung chủ yếu tái cơ cấu”. EIB và SHB không nằm trong danh mục theo dõi của chúng tôi do triển vọng kém tích cực ở các ngân hàng này: cả hai ngân hàng đều đang gặp khó khăn bởi nợ xấu và EIB đang giải quyết các vấn đề trong quá khứ sau đợt thanh tra của NHNN và NĐT vẫn tỏ ra thận trọng về vấn đề quản trị của ngân hàng này.

Phân hóa về nhu cầu vốn của các ngân hàng quốc doanh và ngoài quốc doanh. Nhìn chung, ngành ngân hàng hiện vẫn đang “khát” vốn, nhưng tình trạng vốn khá khác biệt giữa các ngân hàng quốc doanh và ngoài quốc doanh. Tính đến tháng 9/2016, tỷ lệ CAR tại các ngân hàng quốc doanh là 9,48% và tại các ngân hàng ngoài quốc doanh cao hơn nhiều với mức 12,10%. Dù có nguồn lực vốn hạn chế, các ngân hàng quốc doanh vẫn thực hiện nghĩa vụ chia cổ tức tiền mặt để đóng góp cho ngân sách Nhà nước, trong khi các ngân hàng ngoài quốc doanh có thể dễ dàng giữ lại lợi nhuận. Mặt khác, việc tăng vốn từ phát hành riêng lẻ là khá thách thức do hạn chế nguồn lực vốn trong nước và nhu cầu của nhà đầu tư nước ngoài cho sở hữu thiểu số ở các ngân hàng đang giảm dần. Với mức vốn hiện tại, các ngân hàng ngoài quốc doanh có thể duy trì tăng trưởng tín dụng cao trong tương lai nhưng các ngân hàng quốc doanh sẽ có tăng trưởng tín dụng chậm lại.

Vẫn có nhu cầu nước ngoài lớn cho các cổ phiếu ngân hàng. Dù hơn một nửa các ngân hàng đang niêm yết vẫn giao dịch với room khối ngoại còn lại khá lớn (ví dụ như EIB, STB và BID), những ngân hàng có các nền tảng cơ bản tốt hơn đang chứng kiến nhu cầu mua cổ phiếu lớn của khối ngoại.

- MBB là ví dụ điển hình khi khối ngoại đã mua ròng sau khi mở room FOL 6% vào tháng 2/2008. Trong vòng 6 tháng, vẫn có lực mua ổn định của nước ngoài để đưa room FOL giảm còn 0%. Sức khỏe tài chính lành mạnh của MBB và định giá hấp dẫn khiến cổ phiếu này khá thu hút NĐT.
- VCB mặc dù đã bị ETF bán dần trong những năm qua, nhưng NĐT nước ngoài quan tâm tới các giá trị cơ bản đã gia tăng sở hữu tại VCB thêm 0,5% lượng cổ phiếu lưu hành (26 triệu USD) trong cả năm 2016.

Hình 68: Lượng mua ròng của NĐT nước ngoài với cổ phiếu MBB (% cổ phiếu lưu hành)



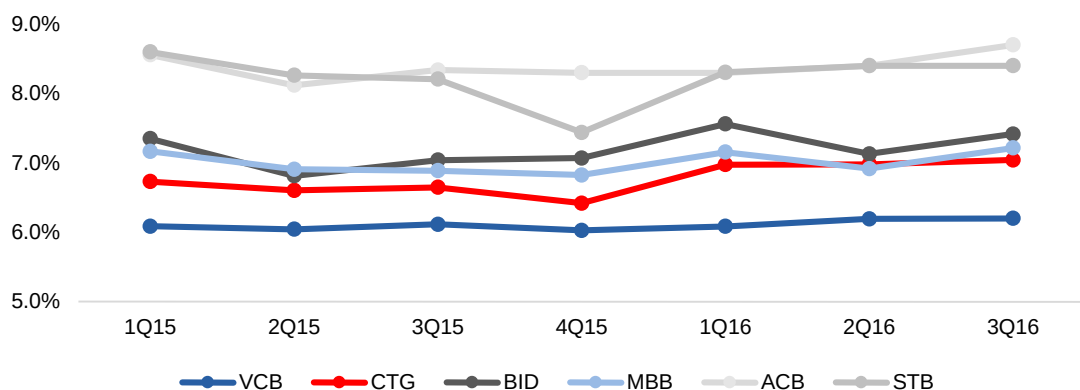
Nguồn: Vietstock

Chính phủ phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ để đạt được mục tiêu GDP năm 2016. Các ngân hàng bắt đầu đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong quý 1/2016 thay vì tập trung vào cho vay ở các quý sau, như trong những năm trước. Phần lớn các ngân hàng niêm yết đều ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn cùng kỳ 2015. Khá bất ngờ khi BID vẫn có kế hoạch tăng trưởng 18% dù tỷ lệ CAR của ngân hàng này không cao hơn nhiều so với ngưỡng yêu cầu 9%. Với bảng cân đối kế toán lớn, cả BID, CTG và VCB đều đóng vai trò quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng tín dụng để hỗ trợ mục tiêu GDP 2016. Các ngân hàng ngoài quốc doanh nhìn chung có mức vốn cao hơn, do đó, tăng trưởng tín dụng được đẩy mạnh ở các ngân hàng này, và tăng trưởng tín dụng 2016 dự kiến sẽ đạt hơn 20% ở các ngân hàng này.

Xử lý nợ xấu vẫn phụ thuộc vào nguồn lực nội tại và việc trả nợ của khách hàng trong khi xử lý tài sản thế chấp vẫn còn nhiều thách thức. NHNN cho biết rằng vào cuối tháng 8/2016, ngành ngân hàng đã xử lý 548,5 nghìn tỷ đồng nợ xấu, trong đó 57,2% được xử lý bởi các ngân hàng và 42,8% được bán cho VAMC hoặc bên thứ ba. Kể từ năm 2013, VAMC đã mua 227,8 nghìn tỷ đồng nợ xấu nhưng chỉ thu hồi được 38 nghìn tỷ đồng, trong đó 30% khoản vay được thu hồi bằng bán nợ/tài sản thế chấp và 70% được người vay hoàn trả. Thu hồi nợ xấu tại Việt Nam còn khá chậm khi thị trường mua bán nợ ở Việt Nam vẫn chưa phát triển và chưa có khung pháp lý đồng bộ trong xử lý tài sản thế chấp. Chi phí xóa nợ/thu hồi và dự phòng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận của các ngân hàng với vấn đề nợ xấu lớn trong vài năm tới.

Thúc đẩy cho vay bán lẻ và SME đã cho thấy sự cải thiện trong lãi suất cho vay. Các ngân hàng đã dần giảm cho vay cho các DN lớn và DNNN, thay vào đó tập trung vào cho vay bán lẻ/SME nhằm tìm kiếm biên LN cao hơn. Cho vay bán lẻ tăng mạnh trong năm 2015 và tăng trưởng mạnh được tiếp tục năm 2016. Điều đáng khích lệ là các ngân hàng có chi phí tín dụng thấp hơn trong cho vay bán lẻ so với chu kỳ kinh tế trước: VCB cho biết toàn bộ khoản cho vay bán lẻ đều có thể chấp và mức nợ xấu dưới 1%, tương tự cho vay bán buôn; ACB cho biết cho vay bán lẻ trong quý 2/2016 ghi nhận nợ xấu dưới 3%, dù có định hướng đẩy mạnh “tài chính tiêu dùng”.

Hình 69: Lợi suất cho vay



Nguồn: VCSC ước tính

Triển vọng 2017: Nhiều nỗ lực hơn để tái cơ cấu hệ thống ngân hàng

Tăng vốn trở nên cấp thiết trong năm 2017 và cổ tức tiền mặt sẽ chịu áp lực cao hơn. 2016 là một năm diễn biến kém tích cực của việc tăng vốn khi không có đợt phát hành riêng lẻ, chào bán công khai hoặc phát hành quyền mua đáng kể nào. Các ngân hàng quốc doanh niêm yết đã không thể hoàn thành kế hoạch tăng vốn được phê duyệt trong các ĐHCĐ, ngoại trừ VCB, ngân hàng đang chờ đợi phê duyệt đợt phát hành riêng lẻ 10%. Trong bối cảnh nhu cầu tăng vốn cấp thiết và ý định của Chính phủ không sử dụng ngân sách Nhà nước để tăng vốn ngân hàng, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ tiếp tục phát hành trái phiếu trong năm 2017 do đây là cách thức đơn giản và khả thi nhất. Các ngân hàng ngoài quốc doanh sẽ vượt các ngân hàng quốc doanh tính về tăng trưởng tín dụng nhờ có nguồn vốn cao hơn.

Chi phí huy động dự kiến cao hơn do các ngân hàng thúc đẩy huy động để tuân thủ các tỷ lệ theo quy định mới. TT06/2016 ban đầu yêu cầu mức trần LDR 80% cho các ngân hàng thương mại cổ phần và giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn từ 60% còn 50% trong năm 2017 và 40% năm 2018. Trong tháng 12/2016, NHNN đã phát hành Quyết định số 2509 cho phép mức trần LDR 90% cho CTG, BID và VCB. Thay đổi quy định này làm giảm áp lực tăng huy động tại 3 ngân hàng lớn và giúp giải tỏa áp lực gia tăng lãi suất nói chung. Tuy nhiên, với mức LDR hiện tại tại các ngân hàng quốc doanh và ngân hàng ngoài quốc doanh là 93% và 79% và tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn lần lượt là 36% và 41%, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ cần đẩy mạnh huy động trong năm 2017, dẫn đến chi phí huy động cao hơn, đặc biệt là huy động trung và dài hạn.

Xử lý nợ xấu vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn lực nội tại của ngân hàng. Trong những năm qua, đã có một số đề xuất liên quan đến xử lý nợ xấu, như sử dụng ngân sách Nhà nước để giải quyết nợ xấu, chuyển nợ xấu thành cổ phiếu và cho phép các ngân hàng yếu kém phá sản. Những đề xuất này vẫn đang trong giai đoạn đầu của quá trình bàn thảo và khả năng diễn ra những thay đổi đáng kể về quy định trong năm 2017 là khá thấp. Nợ xấu sẽ chủ yếu được giải quyết tại các ngân hàng thông qua xóa nợ và thu hồi thay vị giao dịch trên thị trường mua bán nợ. Do đó, các ngân hàng với gánh nặng nợ xấu sẽ tiếp tục chứng kiến lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi các chi phí liên quan đến nợ xấu.

Sự phân hóa hiện tại sẽ tiếp tục trong năm 2017 khi cần nhiều năm để các ngân hàng gặp khó khăn phục hồi trong bối cảnh cả hệ thống đang tái cơ cấu. Vốn và nợ xấu là hai vấn đề chính của hệ thống ngân hàng. Do đó, các NĐT sẽ cần tập trung vào các ngân hàng không bị ảnh hưởng bởi nợ xấu từ giai đoạn khủng hoảng kinh tế 2012-2013 và đủ vốn để tài trợ cho tăng trưởng trong tương lai.

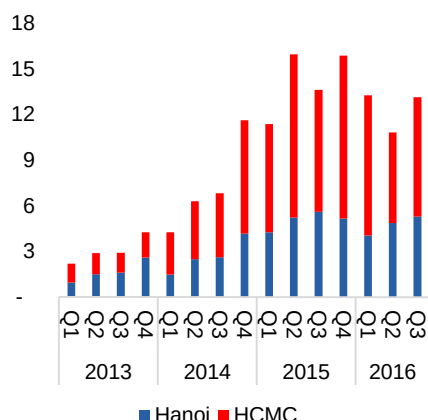
Chính phủ đẩy mạnh khuyến khích cho vay SME, nhưng cho vay cá nhân vẫn tiếp tục là trọng tâm của các ngân hàng trong năm 2017. Chính phủ đã cho thấy ý định gỡ bỏ các rào cản trong việc tiếp cận các khoản vay của SME khi tìm cách thay đổi quy định về bảo lãnh tín

dụng trong cuộc họp ngày 13/12/2016. Việt Nam đã có sẵn quy định về bảo lãnh tín dụng (QĐ 03/2011 và QĐ 58/2013), nhưng bảo lãnh tín dụng không vận hành hiệu quả do nguồn vốn của các quỹ bảo lãnh tín dụng còn hạn chế. Hiện có khoản 27 quỹ bảo lãnh tín dụng, nhưng tổng vốn điều lệ chỉ là 1,46 nghìn tỷ đồng. Các bộ ngành sẽ cùng làm việc với nhau để xây dựng thông tư dự thảo quy định bảo lãnh tín dụng cho các DN SME, cùng với điều chỉnh luật DN vừa và nhỏ. Thông tư mới nhằm mục đích cải thiện cơ chế hoạt động của bảo lãnh tín dụng giữa các quỹ bảo lãnh tín dụng, các ngân hàng thương mại và DN SME, phát triển các biện pháp chia sẻ rủi ro, bao gồm cơ chế dự phòng rủi ro và đưa công ty bảo hiểm tham gia vào hoạt động này. Quy định cũng cho phép thêm nhiều nguồn vốn tài trợ cho quỹ bảo lãnh tín dụng từ ngân sách Nhà nước, lãi tiền gửi, phí bảo lãnh, tài trợ pháp lý từ các tổ chức các cá nhân trong và ngoài nước, và nguồn vốn ODA cho các DN SME. Cơ chế bảo lãnh tín dụng hiệu quả sẽ cho phép các DN SME có sự tiếp cận tốt hơn đến các khoản vay ngân hàng. Tuy nhiên, thay đổi quy định là một quá trình dài hơi, do đó các thay đổi tức thì dự kiến sẽ không diễn ra trong năm 2017. Dù tập trung vào cho vay cá nhân và DN SME trong năm 2015 và 2016, các ngân hàng đều tập trung hơn vào cho vay cá nhân thay vì cho vay SME. Chúng tôi cho rằng cho vay cá nhân sẽ vẫn là trọng tâm chính trong năm 2017.

Thị trường Bất động sản: Trên đà tăng trưởng ổn định trong dài hạn, và tiếp tục được dẫn dắt bởi nhu cầu mạnh mẽ trong phân khúc trung cấp cùng với tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng

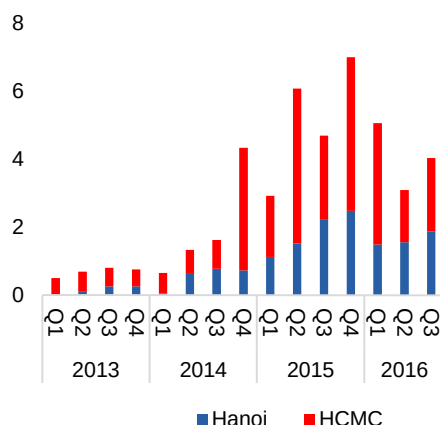
Tổng lượng giao dịch căn hộ sơ cấp trong năm 2016 duy trì ổn định và thị trường chứng kiến sự phân hóa về thanh khoản trong các phân khúc. Theo số liệu của CBRE, tổng lượng giao dịch căn hộ sơ cấp tại TP. HCM và Hà Nội trong 9 tháng 2016 giảm 9% cùng kỳ còn 37.000 căn sau khi tăng mạnh 137% năm 2014 và 96% năm 2015. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là sự điều chỉnh do biến động của thị trường trong năm 2015 đạt mức cơ sở cao do lượng cầu lớn tích lũy từ giai đoạn thị trường đi xuống 2008-2012 đã được hấp thụ phần nhiều trong một năm. Mặt khác, thị trường cũng cho thấy sự phân hóa về thanh khoản trong các phân khúc, gồm giảm tốc ở phân khúc cao cấp (-11% cùng kỳ trong 9 tháng 2016 về lượng giao dịch), đi ngang trong phân khúc trung cấp (+1%) và nhu cầu tăng mạnh ở phân khúc biệt thự và nhà phố (+109% tại TP. HCM).

Hình 70: Tổng lượng giao dịch căn hộ tại thị trường sơ cấp



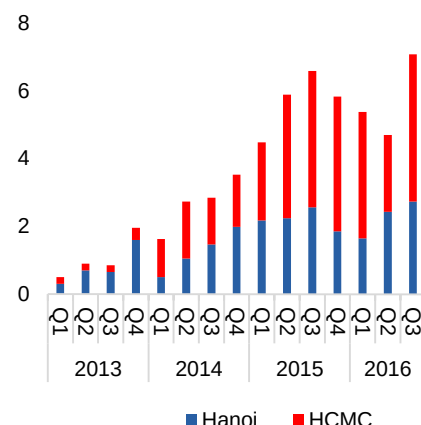
Nguồn: CBRE. (đơn vị: nghìn căn)

Hình 71: Lượng giao dịch căn hộ cao cấp tại thị trường sơ cấp



Nguồn: CBRE. (đơn vị: nghìn căn)

Hình 72: Lượng giao dịch căn hộ trung cấp tại thị trường sơ cấp

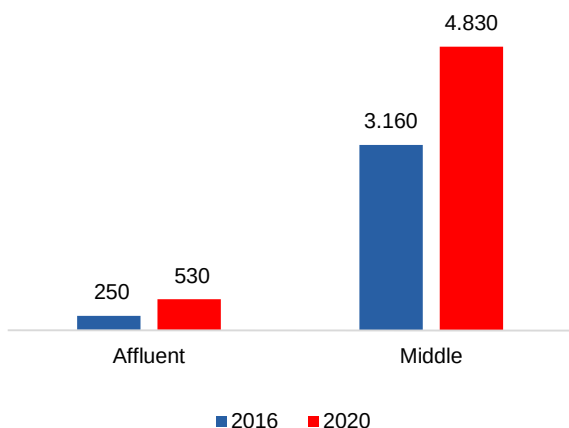


Nguồn: CBRE. (đơn vị: nghìn căn)

Thị trường BĐS Việt Nam có nền tảng vững chắc cho sự tăng trưởng ổn định trong dài hạn. Chúng tôi cho rằng phân khúc trung cấp sẽ là phân khúc tăng trưởng nhanh nhất và ổn định nhất trong trung và dài hạn, được hưởng lợi từ việc tăng lớp trung lưu và khá giả ngày càng tăng ở Việt Nam. Phân khúc này có tính chu kỳ thấp hơn phân khúc cao cấp và dần nhận được sự quan tâm nhiều hơn từ các chủ đầu tư (ví dụ Vingroup sẽ tham gia phân khúc thấp hơn với sản phẩm Vincity). Trong khi đó, đầu tư cơ sở hạ tầng vẫn tiếp tục đóng vai trò quan trọng khi các tuyến metro và đường vành đai mới củng cố cho đà tăng mạnh của nhu cầu nhà ở của Việt Nam. Trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng phân khúc BĐS trung cấp, biệt thự và nhà phố sẽ tiếp tục có diễn biến tích cực hơn so với các phân khúc khác nhờ cơ sở hạ tầng phát triển mạnh mẽ và các sản phẩm vừa túi tiền hơn.

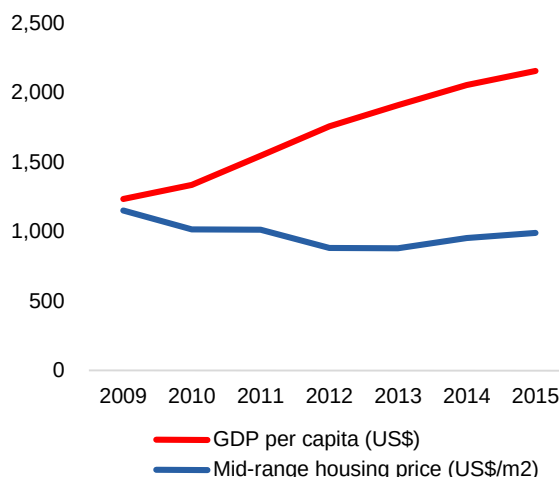
Sự xuất hiện của các hộ gia đình có thu nhập cao hơn thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ trong phân khúc trung cấp. Theo ước tính của Tổng cục Thống kê, trong vòng 5 năm tới, số lượng hộ gia đình tầng lớp khá giả và trung lưu sẽ tăng 50%, với tăng trưởng bình quân hàng năm lần lượt 16% và 21%. Chúng tôi cho rằng các hộ gia đình này sẽ là yếu tố dẫn dắt chính cho nhu cầu rất lớn của thị trường BĐS trong các năm tới khi giá nhà trở nên hợp lý hơn. Tốc độ tăng trưởng thu nhập cũng liên tục nhanh hơn tốc độ giá nhà tăng, ví dụ như phân khúc trung cấp trong vòng 5 năm qua.

Hình 73: Số lượng hộ gia đình khá giả và trung lưu ('000 hộ)



Nguồn: Savills

Hình 74: Tốc độ tăng trưởng thu nhập nhanh hơn tăng trưởng giá căn hộ trung cấp

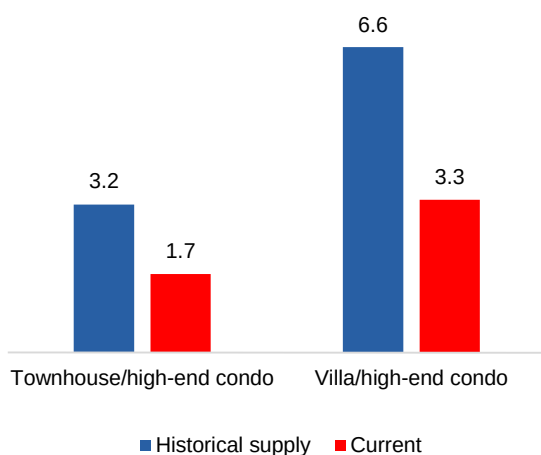


Nguồn: World Bank, CBRE

Giá căn hộ đã trở nên vừa túi tiền hơn cùng nhiều sản phẩm hỗ trợ tài chính đa dạng. Các chủ đầu tư đã rút kinh nghiệm được từ chu kỳ trước và chào bán các sản phẩm phục vụ nhu cầu của người mua nhà tốt hơn khi giới thiệu các căn hộ có kích thước hợp lý có mức giá phù hợp với các gia đình trẻ, cùng với nhiều gói thanh toán linh hoạt. Chúng tôi ước tính giá nhà ở phân khúc trung cấp bằng 4 lần thu nhập bình quân hàng năm của các hộ gia đình trung lưu, mức khá cạnh tranh so với các thị trường phát triển ở các nước trong khu vực, nằm trong khoảng 5-7 lần.

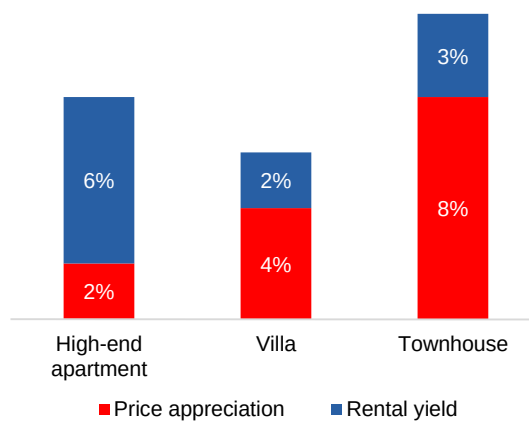
Dòng tiền đầu tư sẽ dẫn dắt tăng trưởng của phân khúc biệt thự và nhà phố. Trong quá khứ, nhà phố đã chứng tỏ là một kênh đầu tư hiệu quả hơn với mức sinh lời cao hơn nhờ lợi nhuận do giá nhà tăng. Mua biệt thự và nhà phố thông thường được coi là kênh đầu tư cần vốn lớn và lâu dài hơn, do đó thường không phổ biến với phần lớn các NĐT. Tuy nhiên, trong chu kỳ này, các chủ đầu tư đã phần nào giải quyết vấn đề này khi chào bán các sản phẩm biệt thự và nhà phố với giá bán vừa túi tiền hơn so với nguồn cung trước đây.

Hình 75: Tỷ lệ giá biệt thự và nhà phố so với giá căn hộ cao cấp tại thị trường sơ cấp TP. HCM (lần)



Nguồn: Savills

Hình 76: Lợi suất đầu tư trung bình hàng năm của giai đoạn 2013-2016

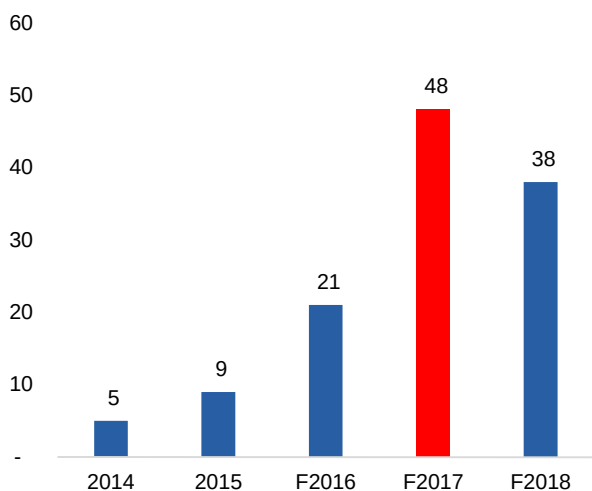


Nguồn: Savills

Nguồn cung dồi dào sẽ giúp giá cả ổn định và dẫn đến mức độ cạnh tranh gay gắt hơn. Lượng lớn nguồn cung sơ cấp gia nhập thị trường trong năm 2016 của các phân khúc căn hộ sẽ tiếp tục ảnh hưởng sang năm 2017 với 40.000 căn hộ mở bán mới trong 4 quý tới. Theo dự

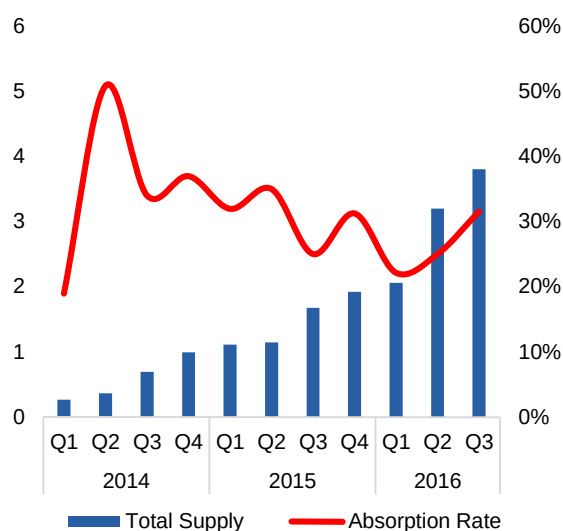
báo của CBRE, năm 2017 có vẻ là một năm bận rộn cho các chủ tư BĐS khi bàn giao sẽ đạt đỉnh với 48.000 căn hộ trung và cao cấp tại TP. HCM. Khi tỷ lệ hấp thụ đã giảm trong những quý gần đây, chúng tôi cho rằng nguồn cung lớn trên thị trường thứ cấp sẽ càng làm tình hình dư cung tiếp diễn trong năm 2017. Mặt khác, chúng tôi cũng dự báo nguồn cung sơ cấp phân khúc biệt thự và nhà phố sẽ tăng mạnh trong các quý tới dựa theo xu hướng hiện tại (+97% cùng kỳ trong năm 2015 và +90% cùng kỳ trong 9 tháng 2016) và kế hoạch mở bán tham vọng của các chủ đầu tư.

Hình 77: Dự báo số lượng bàn giao căn hộ trung cấp và cao cấp tại TP. HCM ('000 căn)



Nguồn: CBRE

Hình 78: Nguồn cung biệt thự và nhà phố tại TP. HCM ('000 căn)



Nguồn: Savills

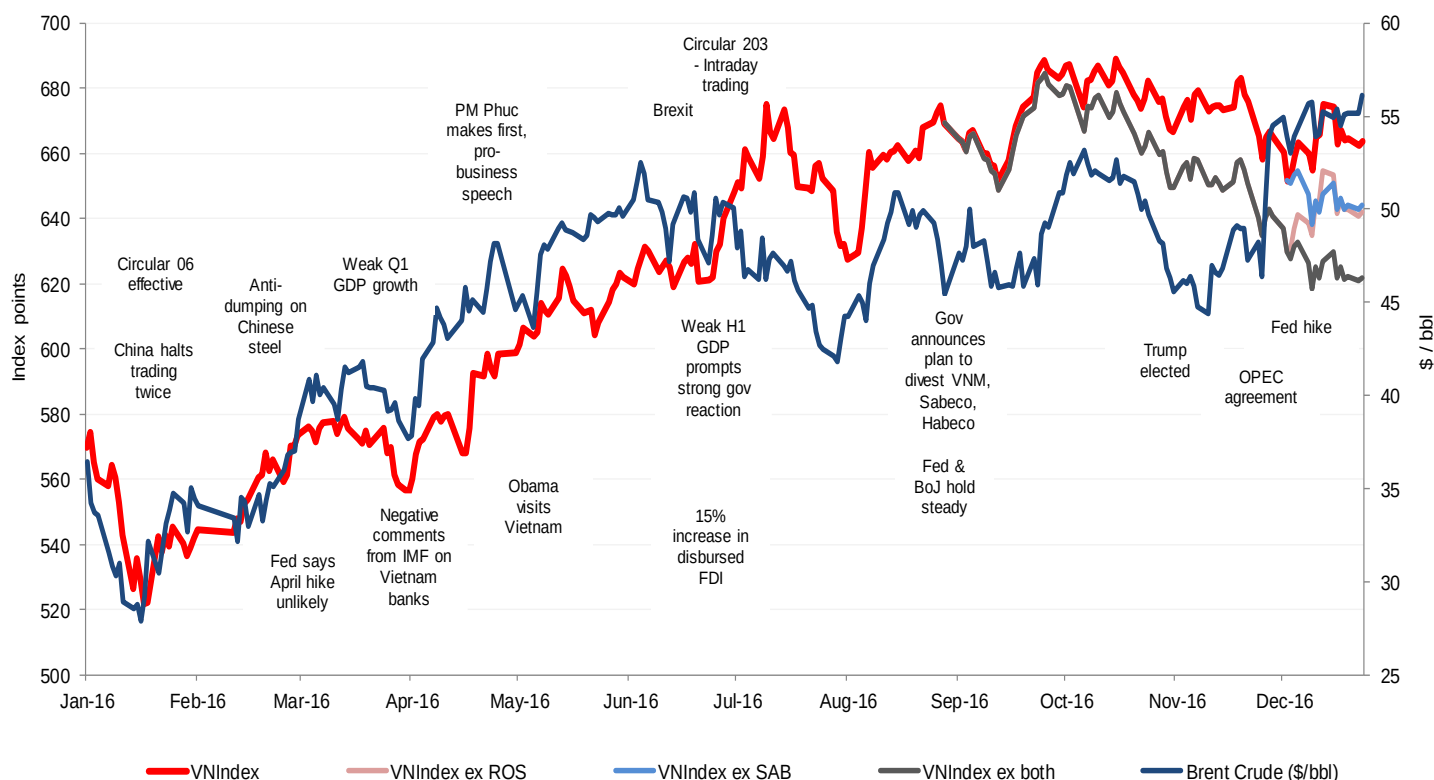
Thông tư 06/2016 do NHNN ban hành giúp kiểm soát rủi ro liên quan đến tín dụng BĐS.

Như đã trình bày trên đây, thông tư này sẽ tập trung hạn chế tăng trưởng tín dụng cho các chủ đầu tư BĐS từ năm 2017 hơn là hạn chế vay thế chấp mua nhà. Các ngân hàng trong nước dường như đã sẵn sàng cho lộ trình thay đổi này khi tín dụng chảy vào BĐS năm 2016 được cân nhắc thận trọng và vừa phải hơn năm 2015. Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia Việt Nam ước tính tín dụng BĐS năm 2016 tăng 12,5% so với năm 2015, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng năm 2015 là 28,3%. Ngoài ra, tỷ trọng tín dụng BĐS năm 2016 cũng tỏ ra bền vững hơn khi tín dụng mua nhà chiếm 62% và dành cho chủ đầu tư chiếm 38%. Chúng tôi dự báo xu hướng này sẽ tiếp tục trong cả năm 2017 vì các tổ chức tín dụng sẽ loại bỏ các chủ đầu tư thiếu năng lực hoặc các dự án có thanh khoản thấp, trong khi tập trung khuyến khích khách hàng vay thế chấp mua nhà với nhiều sản phẩm tài chính đa dạng, qua đó hạn chế rủi ro nợ xấu và duy trì thanh khoản thị trường.

Một số thách thức cần quan sát chặt chẽ. Trước tiên, chúng tôi đánh giá việc lãi suất tăng là yếu tố quan trọng nhất sẽ ảnh hưởng đến thị trường BĐS hiện nay. Chúng tôi dự báo lãi suất sẽ tăng dần trong hai năm tới và nhiều khả năng sẽ không tác động tiêu cực đáng kể đối với thanh khoản thị trường BĐS giống như việc lãi suất đã tăng đột biến trong chu kỳ trước 2008-2012. Thứ hai, vấn đề chênh lệch cung cầu và tình trạng đầu cơ tăng dần, đặc biệt tại phân khúc cao cấp/hạng sang, cũng đáng quan ngại. HOREA cho biết 50% tổng số giao dịch trên thị trường với mục đích đầu tư và đầu cơ. Con số trên vẫn ở mức chấp nhận được nếu so với mức 70%-80% trong giai đoạn thị trường tăng trưởng nóng trước đây 2007-2008. Với giả định giá BĐS sẽ không tăng nhanh, thì tỷ trọng giao dịch đầu cơ khó có thể tăng mạnh trong các năm tới. Vì vậy, chúng tôi cho rằng nếu các thách thức trên vẫn được kiểm soát tốt, thì khó có thể gây ảnh hưởng lớn đối với thị trường BĐS trong năm 2017.

Thị trường Chứng khoán 2016: Chịu ảnh hưởng của Trung Quốc, giá dầu, Brexit, và kết quả bầu cử TT Mỹ

Hình 79: Chỉ số VNI diễn biến tương tự giá dầu đến khi Trump đắc cử Tổng thống



Nguồn: Bloomberg & VCSC

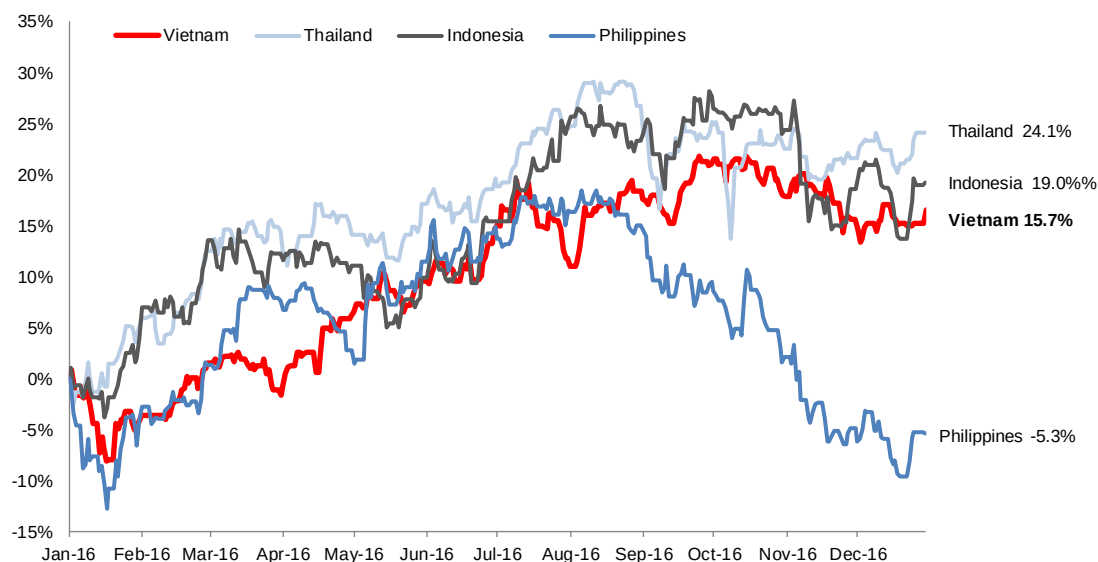
Chỉ số VNI có một năm diễn biến tích cực khi vượt ngưỡng kháng cự kỹ thuật 640 điểm và kết thúc năm 2016 tăng 15,7% lên 664,87 điểm. Tuy nhiên, diễn biến thị trường thực tế không quá tích cực như thể hiện qua số liệu. Trong Quý 4, hai công ty vừa niêm yết tăng mạnh và có giá trị vốn hóa lớn nên ảnh hưởng lớn đến diễn biến chỉ số. FLC Faros (ROS) niêm yết ngày 01/09 và tăng 1.109,5%, đạt đỉnh ngày 28/11 với giá trị vốn hóa 54.600 tỷ đồng. Sabeco (SAB) niêm yết ngày 6/12 và tăng 104,5% khi đạt đỉnh ngày 17/12 với giá trị vốn hóa 144.200 tỷ đồng. Nếu không tính hai cổ phiếu này, chỉ số VNI đã khép lại năm 2016 với mức 623,6 điểm, vẫn đạt đà tăng đáng kể 8,5% so với đầu năm.

Trong khi các chính sách và sự kiện trong nước chỉ tạm thời ảnh hưởng đến VNI, các yếu tố chính quyết định đến diễn biến chỉ số đều mang tính chất địa-chính trị trên thị trường thế giới:

- **Giá dầu: Diễn biến của chỉ số VNI (không tính ROS và SAB) có tính tương quan cao với diễn biến giá dầu thô trong suốt năm 2016.** Điều này là không quá ngạc nhiên. Giá dầu thô luôn tương quan với các chỉ số chứng khoán trên thị trường thế giới năm 2016. Trong khi cổ phiếu các công ty dầu khí Việt Nam bị giá dầu thô ảnh hưởng trực tiếp, qua đó tác động đáng kể đến tâm lý thị trường, thì diễn biến giá dầu thô thường là kết quả của các xu hướng vĩ mô trên thế giới (VD: tăng trưởng GDP của Trung Quốc chững lại) ảnh hưởng đến thị trường chung. Quan trọng hơn, cần xem xét các sự kiện ảnh hưởng đến tương quan như dưới đây. Có một số yếu tố trong nước, nhưng các sự kiện vĩ mô thế giới vẫn đóng vai trò lớn hơn về mặt ảnh hưởng.

- **Trung Quốc: Tình hình Trung Quốc ảnh hưởng lớn đến chỉ số VNI trong quý 1/2016 nhưng ảnh hưởng chấm dứt khi nền kinh tế và thị trường chứng khoán ổn định.** Nền kinh tế và thị trường chứng khoán Trung Quốc bắt đầu năm 2016 đầy khó khăn. Chính phủ Trung Quốc đã hai lần tạm ngưng hoạt động giao dịch. Điều này gây ra một số tác động như sau. Trước hết, giá dầu giảm do lo ngại nhu cầu tại Trung Quốc giảm. Điều này cũng ảnh hưởng đến Việt Nam. Chỉ số VNI giảm 9,5% trong ba tuần đầu năm trước khi chạm đáy tại mức 522 điểm ngày 22/01. Từ đó trở đi, nền kinh tế Trung Quốc tỏ ra ổn định trở lại và không ảnh hưởng đáng kể đến chỉ số VNI nữa. Tuy nhiên, thuế chống phá giá do Chính phủ Việt Nam ban hành đối với thép Trung Quốc đã được dư luận ủng hộ và xoa dịu lo ngại cầu Trung Quốc chững lại sẽ khiến nước này tăng cường bán phá giá thép tại Việt Nam.
- **Brexit: Khi nhìn lại, Brexit có lợi cho chỉ số VNI, ít nhất là trong ngắn hạn.** Vào ngày bỏ phiếu, thị trường giảm điểm nhưng trong 12 phiên tiếp theo tăng 9% nhờ khối ngoại mua mạnh, và đạt đỉnh tại mức 675 điểm, dù giá dầu giảm. Có một số sự kiện trong nước giúp chỉ số tăng điểm trong giai đoạn này như FDI tích cực và cho phép giao dịch trong ngày. Tuy nhiên, việc thế giới cho rằng khu vực Châu Á mới nổi ổn định hơn nhiều so với Châu Âu (trái với tác động lan truyền của Trung Quốc hồi tháng 1) đã có tác động hỗ trợ, cụ thể là giao dịch tại Philippines, Thái Lan, và Indonesia đều có diễn biến tương tự trong giai đoạn này.
- **Trump: Ông Trump đắc cử khiến chỉ số VNI không còn tương quan với giá dầu.** Từ thời điểm đó trở đi, nhà đầu tư tỏ ra tập trung vào khả năng chương trình tài khóa của Mỹ sẽ dẫn đến lạm phát, khiến Fed thắt chặt chính sách và đồng USD tăng giá. Các quỹ trên thế giới bắt đầu rút khỏi các thị trường mới nổi và cận biên để chuyển về Mỹ. Ngày 29/11, các nước thành viên OPEC đã nhất trí cắt giảm sản lượng, khiến giá dầu tăng mạnh, nhưng điều này đã không hề hỗ trợ thị trường. Tuy giá dầu tăng, chỉ số VNI (không tính ROS và SAB) tiếp tục giảm từ đầu tháng 10/2016 đến ngày Fed tăng lãi suất.
- **Fed: Tháng 12/2016, lãi suất tăng đã ảnh hưởng đến chỉ số VNI tương tự trước đó một năm, khi chỉ số giảm mạnh trước khi Fed chính thức đưa ra quyết định và sau đó không còn bị ảnh hưởng đáng kể.** Khi Fed lần đầu tăng lãi suất tháng 12/2015, chỉ số VNI liên tục giảm 6 tuần trước khi có thông báo chính thức nhưng sau đó chuyển sang ổn định. Thị trường cho rằng Fed sẽ tăng lãi suất thêm ba hay bốn lần nữa trong năm 2016. Nhưng do tình hình thế giới còn nhiều bất ổn và lạm phát tại Mỹ thấp, Fed đã không hành động như dự kiến và chỉ số VNI nhờ đó tăng điểm. Trong tháng 12/2016, Fed đã một lần nữa tăng lãi suất và VNI diễn biến đúng như trước đó một năm: giảm điểm trong vài tuần trước khi có quyết định nhưng sau đó lập tức ổn định trở lại.
- **Việt Nam có Thủ tướng mới: Sự chuyển giao êm thấm và tiếp tục các chính sách giúp thị trường ổn định.** Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc đã thay thế thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng vào ngày 07/04. Nhiều nhà đầu tư lo ngại việc thay đổi bộ máy lãnh đạo sẽ dẫn đến thay đổi chính sách, đặc biệt là về thương mại và FDI. Nhưng các lo ngại trên cuối cùng tỏ ra không có cơ sở. Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc đã nhấn mạnh vào đầu tháng 5 tầm quan trọng của việc giảm thủ tục hành chính nhằm hỗ trợ công nghiệp và từ đó đến nay, liên tục duy trì các chính sách kích thích tăng trưởng. Tổng thống Obama thăm Việt Nam hồi tháng 5 và cuộc trao đổi qua điện thoại tích cực với tân Tổng thống Trump khẳng định Việt Nam sẽ tiếp tục tích cực hội nhập với thế giới.

Hình 80: Phần lớn thị trường chứng khoán trong khu vực đều diễn biến tích cực trong năm 2016

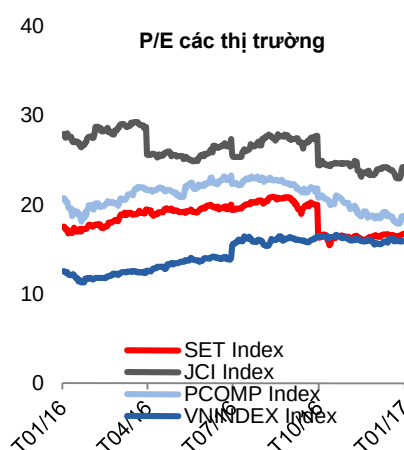


Nguồn: Bloomberg

Các sự kiện trên thế giới cũng có tác động tương tự đối với các thị trường mới nổi của ASEAN. Các thị trường ASEAN nhìn chung diễn biến tương tự trong năm 2016 đến khi có cuộc bầu cử tại Philippines. Kể từ đó, tâm lý chống Mỹ của Tổng thống Duterte đã ảnh hưởng đến diễn biến thị trường nước này trong khi thị trường ba nước khác tiếp tục ổn định. Việt Nam và Philippines bị ảnh hưởng của bất ổn tại Trung Quốc nhiều hơn so với Thái Lan và Indonesia. Khi đồng nhân dân tệ tăng giá, ba thị trường này, cũng như đơn vị tiền tệ tương ứng, đã phản ứng tích cực hơn so với Việt Nam với tiền đồng đi ngang trong thời gian này. Cả bốn thị trường đều phản ứng tích cực đối với Brexit. Thị trường chứng khoán Thái Lan giảm mạnh do lo ngại xung quanh việc Đức Vua Thái Lan qua đời, nhưng sau đó đã nhanh chóng phục hồi và tính chung cả năm tăng mạnh 24,1%.

Hình 81: Các chỉ báo chính của các thị trường mới nổi tại ASEAN

	Thailand	Indonesia	Philippines	Vietnam
	SET Index	JCI Index	PCOMP Index	VN- Index
P/E	16.7	23.9	18.8	16.1
P/B	1.9	2.4	2.2	2.0
ROE (%)	11.1	10.3	12.6	12.2
ROA (%)	2.8	2.7	2.8	2.1
Market cap USDmn	420,243	425,696	165,297	65,515
Foreign net inflow YTD USDmn	2,240	1,259	83	-307
Foreign net inflow 5D USDmn	197	94	-27	11
5 yr Govt bond yield	2.15%	8.80%	4.10%	5.50%



Nguồn: Bloomberg

Chỉ số VNI giao dịch với P/E thấp hơn so với các chỉ số khác trong khu vực. Điều này hợp lý vì thị trường Việt Nam có quy mô nhỏ hơn, thanh khoản thấp hơn và lãi suất phi rủi ro cao hơn. Trong năm 2016, mức chênh lệch đã thu hẹp đáng kể. Trong trường hợp của Philippines, điều này nhiều khả năng do nhà đầu tư đòi hỏi phần bù rủi ro thị trường cao hơn do bất ổn liên quan đến Tổng thống mới của nước này. Thái Lan và Indonesia có diễn biến thị trường chứng khoán

tích cực hơn nhưng cuối năm các chỉ báo vẫn thấp hơn, cho thấy tăng trưởng lợi nhuận vẫn chưa được phản ánh đầy đủ hoặc dự báo sẽ không còn tiếp tục. Tuy nhiên, P/E thị trường Việt Nam, dù ảnh hưởng từ dòng thoát của khối ngoại, vẫn tăng ổn định vì triển vọng quy mô và thanh khoản tích cực cũng như lãi suất phi rủi ro giảm xuống mức thấp nhất từ trước đến nay.

Thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển mạnh trong năm 2016

Các thương vụ cổ phần hóa, IPO, thoái vốn và tăng room khối ngoại đã mang lại nhiều cơ hội đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2016. Chúng tôi tin rằng hiện tượng này sẽ kéo dài sang năm 2017.

Khung pháp lý mới hỗ trợ thị trường phát triển. Chính phủ Việt Nam trong nhiều năm qua đã xây dựng khung pháp lý mở để khuyến khích tái cơ cấu các doanh nghiệp nhà nước và phát triển thị trường chứng khoán. Ngày 17/07/2012, Thủ tướng đã ký quyết định 929/QĐ-TTg về kế hoạch tái cơ cấu các doanh nghiệp nhà nước từ 2012-2015 thông qua cổ phần hóa và thoái vốn. Từ đó đến nay, một số văn bản pháp lý đã được ban hành để hỗ trợ kế hoạch này.

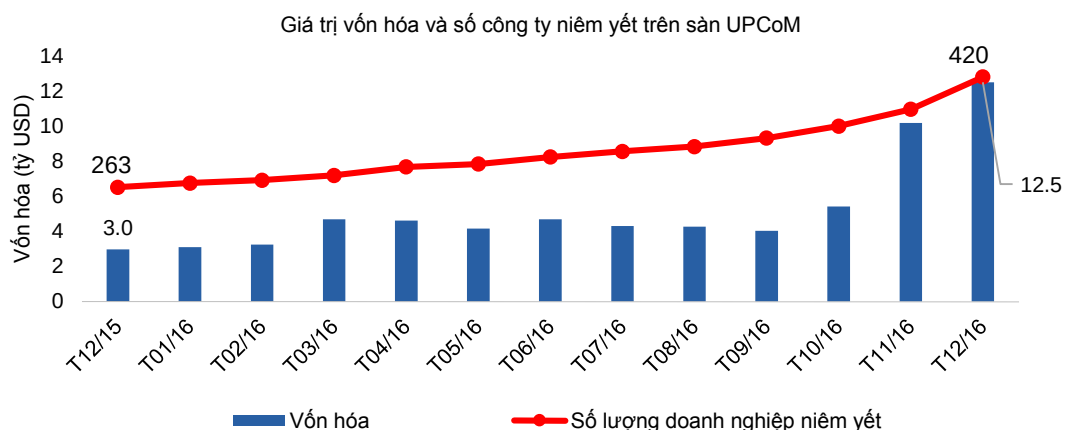
Hình 82: Phát triển khung pháp lý để hỗ trợ thoái vốn và cổ phần hóa

	Ngày ban hành	Nội dung chính
Quyết định 51/2014/QĐ-TTg	15/09/2014	Đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa và niêm yết bằng cách hướng dẫn cụ thể một số chi tiết của việc thoái vốn khỏi các doanh nghiệp nhà nước, cổ phần hóa với việc đăng ký của các công ty đại chúng và niêm yết trên thị trường chứng khoán.
Thông tư 01/2015/TT-BTC	05/01/2015	Tạo ra thay đổi quan trọng nhất đối với thị trường chứng khoán: yêu cầu toàn bộ các công ty đại chúng phải niêm yết trên sàn UPCoM, dù là doanh nghiệp nhà nước hay không.
Thông tư 180/2015/TT-BTC	13/11/2015	Gây áp lực đối với các công ty đại chúng, yêu cầu các công ty này phải niêm yết trên sàn UPCoM trước khi kết thúc năm 2016.
Thông tư 115/2016/TT-BTC	30/06/2016	Doanh nghiệp nhà nước IPO thông qua sở giao dịch sẽ tự động niêm yết trên UPCoM trong vòng 20 ngày. Thông tư này sẽ giúp thị trường minh bạch hơn và thanh khoản mạnh hơn, cũng như kích thích tăng trưởng 2017.
Quyết định 58/2016/QĐ-CP	28/12/2016	Danh sách cụ thể về các doanh nghiệp nhà nước cần cổ phần hóa và phân loại doanh nghiệp giai đoạn 2016-2020. Quyết định cũng quy định cổ phần mà nhà nước dự kiến nắm giữ sau khi tái cơ cấu.

Nguồn: VCSC

Sàn UPCoM phát triển, kích thích thị trường chung tăng trưởng và khuyến khích các doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu. Sàn UPCoM (Unlisted Public Company Market) là sàn giao dịch chứng khoán tập trung của các công ty đại chúng chưa niêm yết trên HSX và HNX. Sàn UPCoM là một dạng thị trường OTC với cơ chế giao dịch tương tự HSX và HNX, do HNX quản lý. Thông tư 180 và 155 đã giúp UPCoM phát triển mạnh trong thời gian qua, với giá trị vốn hóa vào cuối năm 2016 lên đến 12,6 tỷ USD, gần gấp đôi của sàn HNX (6,9 tỷ USD). Chúng tôi cho rằng UPCoM sẽ là sàn trung gian quan trọng mà các công ty vốn hóa lớn niêm yết trước khi chuyển sàn HSX và HNX. Gần đây, Viglacera (VGC) đã chuyển từ UPCoM sang HNX, trong khi Habeco đang chuẩn bị chuyển sàn từ UPCoM lên HSX.

Hình 83: Sàn UPCoM tăng trưởng mạnh trong thời gian qua



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Thủ tướng gần đây đã thông qua Quyết định 58/2016/QĐ-TTg ngày 28/12/2016, bổ sung thêm chi tiết về kế hoạch cổ phần hóa và chuyển nhượng giai đoạn 2016-2020 đối với 240 doanh nghiệp nhà nước. Theo đó, Chính phủ quyết định nắm giữ 100% cổ phần tại 103 doanh nghiệp trong 11 lĩnh vực quan trọng, trên 65% tại 4 doanh nghiệp trong 5 lĩnh vực, từ 50% đến 65% tại 27 doanh nghiệp khác trong 8 lĩnh vực và dưới 50% đối với 106 doanh nghiệp còn lại. Quyết định cũng phân nhóm các doanh nghiệp này theo lĩnh vực hoạt động, tổ chức điều hành, và cổ phần nhà nước dự kiến nắm giữ.

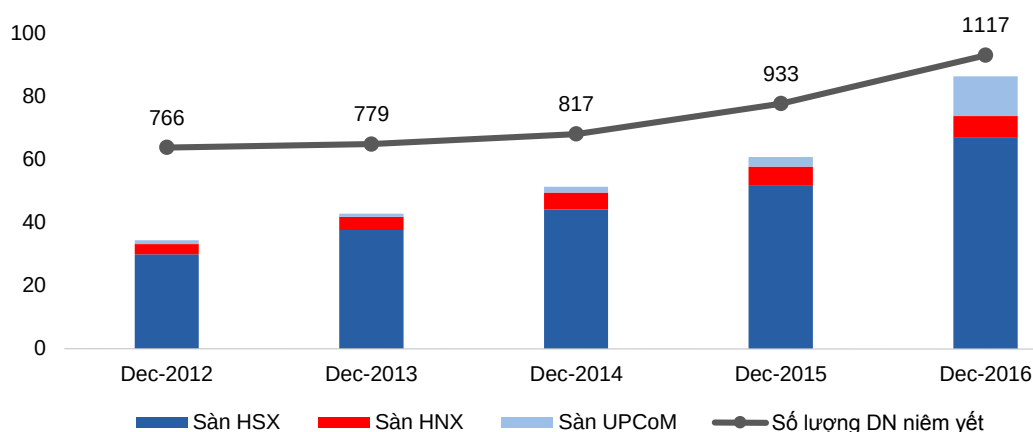
Hình 84: Các cổ phiếu mới niêm yết đáng chú ý trên thị trường chứng khoán

Công ty	Mã	Vốn hóa ngày 06/01/2017 (triệu USD)	Sàn	Thay đổi giá từ ngày niêm yết tới cuối năm 2016
TCT Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	SAB	5.800	HSX	+79,7%
TCT Cảng hàng không Việt Nam - CTCP	ACV	3.400	UPCoM	+94,4%
Noaland Group	NVL	1.320	HSX	+20,2%
TCT Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội	BHN	1.100	UPCoM	+221,8%
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS	910	UPCoM	+18,8%
Tổng công ty Điện lực TKV	DTK	430	UPCoM	+0,0%
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT	380	UPCoM	+26,7%
Tổng Công ty Thép Việt Nam	TVN	250	UPCoM	-27,0%
CTCP Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	VSN	180	UPCoM	-25,4%
Tổng Công ty Công nghiệp Dầu thực vật VN	VOC	160	UPCoM	+114,8%
CTCP Xây lắp điện 1	PC1	150	HSX	+0,0%
Tổng công ty Thủy sản Việt Nam	SEA	120	UPCoM	+28,9%
Tổng CTCP May Việt Tiến	VGG	110	UPCoM	+59,8%

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Một số cổ phiếu vốn hóa lớn, cả doanh nghiệp nhà nước lẫn tư nhân, được niêm yết trong năm 2016, chủ yếu trên sàn UPCoM. Tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam tăng 25,6 tỷ USD, tương đương với mức tăng 42%, từ 60,8 tỷ USD vào cuối năm 2015 lên 86,4 tỷ USD. Trong đó, gần 80% phần giá trị vốn hóa tăng thêm thuộc về 184 cổ phiếu mới niêm yết. Các thay đổi này rất đáng kể vì trong giai đoạn 2012-2015, giá trị vốn hóa chỉ tăng 26,4 tỷ USD, trong đó 167 cổ phiếu mới niêm yết chỉ đóng góp 2,1 tỷ USD.

Hình 85: Giá trị vốn hóa và số công ty niêm yết (triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Cơ hội đầu tư cho khối ngoại tăng mạnh. Nghị định 60/2015/NĐ-CP ngày 26/06/2015 cho phép các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực không quy định tăng room cho khối ngoại. Trong năm 2015, chỉ có một doanh nghiệp là SSI tăng room cho khối ngoại, nhưng năm 2016, cùng với đà tăng trưởng của thị trường, việc nới room khối ngoại đã khiến phần giá trị vốn hóa nhà đầu tư nước ngoài có thể tham gia tăng 67%, từ 25,8 tỷ USD vào cuối năm 2015 lên 43 tỷ USD. Với chính sách mới, khối ngoại đã mua mạnh cổ phiếu Vinamilk (HSX:VNM). Đối tác chiến lược F&N của VNM đã mua 5,4% cổ phần công ty này từ SCIC một vài tháng sau khi công ty tăng room khối ngoại lên 100%.

Hình 86: Các công ty nới room cho khối ngoại

Công ty	Mã	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	
CTCP Thực phẩm Quốc tế	IFS	35	Bỏ FOL hồi tháng 11
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP. HCM	CII	309	Nới lên 70% hồi tháng 10
CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Domesco	DMC	109	Bỏ FOL hồi tháng 9
CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk)	VNM	8,234	Bỏ FOL hồi tháng 7
CTCP CMC	CVT	34	Bỏ FOL hồi tháng 7
CTCP Chứng khoán Châu Á – TBD	APS	4	Bỏ FOL hồi tháng 7
CTCP GTNFOODS	GTN	198	Bỏ FOL hồi tháng 5
CTCP Mirae	KMR	11	Bỏ FOL hồi tháng 5
CTCP Vĩnh Hoàn	VHC	230	Bỏ FOL hồi tháng 2
CTCP Everpia Việt Nam	EVE	46	Bỏ FOL hồi tháng 2
CTCP Chứng khoán Sài Gòn	SSI	423	Bỏ FOL trước năm 2016

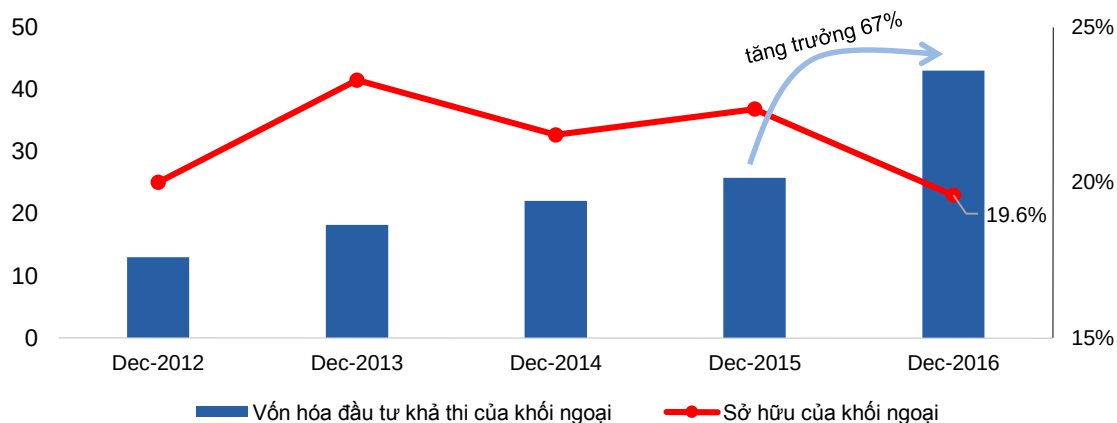
Nguồn: VCSC

Các đợt IPO giúp nhà đầu tư có thêm nhiều lựa chọn trong chiến lược đầu tư. Các tổ chức tài chính đã mua lại cổ phần lớn tại Novaland và Vietjet Air thông qua các đợt phát hành riêng lẻ. Novaland niêm yết trên sàn HSX vào cuối tháng 12/2016, trong khi Vietjet Air dự kiến sẽ niêm yết trên sàn HSX trong Quý 1/2017.

Giá trị cổ phiếu do khối ngoại nắm giữ trên thị trường chứng khoán Việt Nam tăng 3,3 tỷ USD trong năm 2016 nhờ giá cổ phiếu tăng. Tuy nhiên, tính đến tháng 12/2016, khối này chỉ còn nắm giữ 19,6% giá trị vốn hóa vì vốn hóa thị trường tăng trưởng mạnh hơn so với giá trị nắm giữ của khối này, cùng với việc khối ngoại rút ròng 307 triệu USD trong năm 2016.

Bộ Tài chính cũng cho biết Chính phủ đã chuyển nhượng 3.600 tỷ đồng vốn điều lệ trong 11 tháng đầu năm 2016. Như vậy, sẽ có 11.400 tỷ đồng được chuyển nhượng trong các năm tới.

Hình 87: Giá trị vốn hóa dành cho khối ngoại (tỷ USD) *

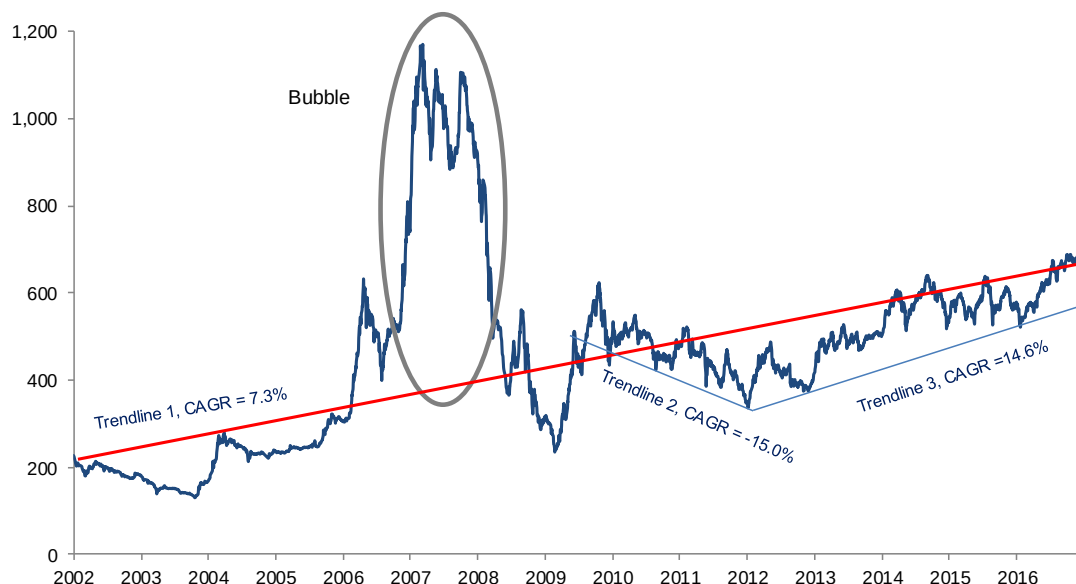


* Vốn hóa đầu tư khả thi của khối ngoại = Tổng giá trị vốn hóa của công ty * room khối ngoại. Đây không phải là giá trị thực tế khối ngoại mua được tại thời điểm cụ thể do một phần vốn hóa đã được sở hữu bởi khối ngoại.

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Triển vọng 2017: Trong khi các sự kiện trên thế giới dẫn dắt, thị trường tăng trưởng sẽ mang lại nhiều cơ hội mới

Hình 88: Chỉ số VNI đang duy trì xu hướng dài hạn



Nguồn: Bloomberg and VCSC

Chỉ số VNI bắt đầu năm 2017 tiếp tục xu hướng ổn định mà không hề thái quá như giai đoạn 2006-2008. Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm tuy trong 15 năm qua chỉ đạt 7,3%, nhưng đã tăng mạnh trong 5 năm qua lên 14,6%, chủ yếu nhờ các chính sách kinh tế ổn định và cam kết hội nhập thế giới của Chính phủ Việt Nam. Như đã đề cập trên đây, các chính sách này được Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc duy trì sang năm 2017 nên tuy thị trường có điều chỉnh nhẹ trong Quý 4/2016, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ đạt kết quả tích cực trong các năm tới.

Thị trường sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2017

Nhờ các đợt IPO, niêm yết và thoái vốn năm 2016, thị trường chứng khoán Việt Nam có thể sẽ tăng trưởng mạnh năm 2017 cả về quy mô lẫn giá trị vốn hóa khối ngoại có thể nắm giữ. Chúng tôi ước tính rằng đến cuối năm 2017, các cổ phiếu mới niêm yết sẽ giúp tổng giá trị vốn hóa tăng thêm 12,3 tỷ USD*.

* Con số này được tính dựa trên danh sách các cổ phiếu chúng tôi cho rằng sẽ niêm yết trong năm 2017 theo giá OTC phiên cuối cùng năm 2016.

Thoái vốn

Vào cuối năm 2015, Thủ tướng đã ban hành Công văn số 1787/TTg-DMDN yêu cầu SCIC đưa ra lịch trình thoái vốn đối với 10 doanh nghiệp không mang tầm quan trọng chiến lược cần Chính phủ kiểm soát. Trong tháng 12/2016, SCIC đã chuyển nhượng 5,4% cổ phần VNM cho khối ngoại bằng cách thông qua hình thức đấu giá.

Ngoài ra, theo yêu cầu của Thủ tướng, các bộ ngành có liên quan cũng đã đưa ra lịch trình thoái vốn. Hai trong số thương vụ thoái vốn đáng chú ý năm 2017 sẽ là Sabeco (SAB) và Habeco (BHN), hai tên tuổi lớn sẽ thống lĩnh thị trường bia Việt Nam. Ngày 20/12, SAB chính thức cho biết đang tìm kiếm tư vấn thoái vốn. VGC cũng nhận được sự chú ý của các nhà đầu tư chiến lược sau khi công bố kế hoạch phát hành cổ phiếu để giảm cổ phần của Bộ Xây dựng từ 78,82% xuống 51% trong năm 2017.

Hình 89: Công ty dự kiến thoái vốn trong năm 2017

Công ty	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Tổng quan về công ty	Tăng trưởng doanh thu trượt 12T	Tăng trưởng EPS trượt 12T	Cổ phần khỏi ngoại	P/E trượt 12T	ROE trượt 12T	ROA trượt 12T
Sabeco	5.614	89,59% (Bộ Công Thương)	Sabeco sở hữu 24 nhà máy sản xuất bia, trong đó 20 nhà máy đang hoạt động, còn 4 nhà máy dự kiến sẽ sớm đi vào hoạt động, với tổng công suất 1,8 tỷ lít bia. Năm 2015, sản lượng bia bán ra của Sabeco đạt hơn 1,5 tỷ lít, thị phần 40%.	10,2%	28,5%	9,52%	40,6x	25,3%	15,7%
Habeco	1.843	81,79% (Bộ Công Thương)	Habeco có 15 nhà máy bia và phân phối sản phẩm thông qua hai công ty thương mại của mình là Công ty TNHH Một thành viên Habeco đối với bia chai và bia lon, và CTCP Thương mại Bia Hà Nội cho bia hơi. Chúng tôi ước tính Habeco nắm thị phần trên 50% tại miền Bắc.	-5%*	-21%*	17,38%	40,4x	12,6%	6,8%
Viglacera	216	78,82% (Bộ Xây dựng)	Viglacera hoạt động ở các lĩnh vực khu công nghiệp, phát triển BĐS nhà ở, và vật liệu xây dựng. Lĩnh vực vật liệu xây dựng bao gồm kính xây dựng, đá granite, và gạch men, gạch, và dụng cụ vệ sinh.	-1,7%	52,1%	9,13%	12,3x	11,7%	2,7%
Vinamilk	8.071	39,3% (SCIC)	Vinamilk là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần trên 50%. Với hơn 30 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã xây dựng được thương hiệu uy tín với danh mục sản phẩm bao gồm sữa lỏng, sữa bột, sữa chua, sữa đặc có đường, và nhiều loại đồ uống khác.	17,7%	28,1%	53,23%	21,5x	42,9%	35,1%
FPT	906	5,99% SCIC	FPT là tập đoàn công nghệ đứng thứ hai trên thị trường Internet băng thông rộng tại Việt Nam. Công ty cũng đứng đầu về giải pháp phần mềm, tích hợp hệ thống, và dịch vụ CNTT với thị phần hơn 50%.	4,2%	6,2%	49%	10,3x	22,8%	8,0%
Nhựa Bình Minh	382	29,52% (SCIC)	Nhựa Bình Minh là doanh nghiệp dẫn đầu về sản xuất ống nhựa với thị phần năm 2015 đạt 25%. Hiện BMP đang dẫn đầu thị trường miền Nam với thị phần hơn 50% trong khi dự kiến mở rộng sang thị trường miền Bắc.	19,3%	37,7%	49%	13,3x	30,6%	26,1%
Nhựa Tiền Phong	256	37,1% (SCIC)	Nhựa Tiền Phong là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa lớn nhất miền Bắc với thị phần lên đến 70% tại thị trường này. Hiện NTP đang mở rộng kênh phân phối sang miền Trung và miền Nam để tăng thị phần, nâng thị phần tại khu vực này lên 29%.	20,2%	8,9%	33,68%	14,9x	22,6%	12,5%

*9 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm ngoái

Nguồn: VCSC

IPO và các đợt niêm yết

Cùng với các đợt chào bán cổ phần, một số cổ phiếu mới dự kiến sẽ được niêm yết trong năm 2017, mở ra cho nhà đầu tư cơ hội tại nhiều lĩnh vực đầy hứa hẹn như hàng không, sản xuất ô-tô, ngân hàng, và tiện ích. Chúng tôi cho rằng các cổ phiếu mới niêm yết với tăng trưởng mạnh sẽ giúp VNI đạt đỉnh mới trong năm 2017.

Hình 90: Các doanh nghiệp dự kiến sẽ niêm yết trong năm 2017*

Công ty	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Thông tin về công ty	Tăng trưởng doanh thu 2015	Tăng trưởng LNST và sau lợi ích CĐTS 2015	ROA 2015	ROE 2015
Công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn	29.600	Công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn điều hành nhà máy lọc dầu Dung Quất, hiện là nhà máy lọc dầu duy nhất tại Việt Nam, đáp ứng 30% xăng dầu của cả nước.	-26,1%	215,7%	N/A	20,2%
Tổng Công ty Phát điện 3	24.600	Genco 3 là nhà máy có công suất lớn nhất trong số ba nhà máy Genco của EVN. Genco 3 hiện điều hành 5 nhà máy nhiệt điện và 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất 5.450MW, tương đương 14% tổng công suất cả nước.	+5,7%	-60,8%	N/A	1,0%
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam	21.800	PV Power là tập đoàn điện lực lớn thứ hai Việt Nam, chỉ sau EVN. PV Power hiện điều hành 10 nhà máy điện với tổng công suất 4.208MW, tương đương 11% tổng công suất cả nước.	-4,6%	-49,8%	2,3%	6,4%
MobiFone	15.000	MobiFone là một trong ba nhà cung cấp dịch vụ ĐTDD lớn nhất Việt Nam. Năm 2016, MobiFone thâm nhập lĩnh vực truyền hình với khoảng đầu tư 400 triệu USD vào công ty Audio Visual Global (AVG).	10,4%	10,4%	22,4%	35,7%
Petrolimex	12.938	Petrolimex là một trong những doanh nghiệp hàng đầu lĩnh vực phân phối xăng dầu tại Việt Nam với thị phần lên đến 50%. Công ty sở hữu mạng lưới phân phối rộng nhất với 2.352 trạm xăng và 4.000 đại lý.	-22,0%**	55,7%**	N/A	N/A
Vietnam Airlines	11.199	Vietnam Airlines trước đây là một doanh nghiệp nhà nước chuyên cung cấp dịch vụ vận chuyển hành khách đường hàng không. Ngày 10/06/2010, Vietnam Airlines chính thức trở thành thành viên thứ mười của Liên minh Hàng không SkyTeam, qua đó nâng số điểm đến trên toàn thế giới lên trên 1000 thông qua hợp tác với các đối tác. Vào cuối năm 2015, Vietnam Airlines là hãng hàng không có lượng hành khách vận chuyển lớn nhất của Việt Nam.	-4,5%	207%	0,6%	4,2%



VP Bank	8.056	Thành lập năm 1993, VP Bank là một trong những ngân hàng tư nhân đầu tiên tại Việt Nam. Hiện ngân hàng có 213 chi nhánh và văn phòng. Ngân hàng cũng sở hữu FE Credit, một công ty tài chính tiêu dùng, hiện dẫn đầu lĩnh vực này.	92,4%***	91,1%	1,2%	17,9%
Tổng Công Ty Dầu Việt Nam	~8.000	PV Oil đứng thứ hai về lĩnh vực bán lẻ xăng dầu tại Việt Nam với thị phần 22% và mạng lưới rộng khắp cả nước (500 trạm xăng và 3.000 đại lý).	-23,2%	N/A	N/A	N/A
Công ty hàng tiêu dùng Masan	5.352	Công ty Hàng tiêu dùng Masan là một nhà sản xuất hàng tiêu dùng nhanh với các thương hiệu được ưa chuộng và danh mục sản phẩm gồm nước mắm, nước tương, mì ăn liền, và nước khoáng.	0,9%	-13,6%	16,0%	22,0%
Vinatex	5.000	Vinatex, trước đây là doanh nghiệp nhà nước, hiện là doanh nghiệp dệt may lớn nhất Việt Nam với doanh thu 2015 đạt 665 triệu USD. Vinatex tham gia vào các lĩnh vực như sản xuất và xuất nhập khẩu dệt may. Công ty hoạt động trong toàn bộ chuỗi giá trị dệt may từ sợi đến may mặc. Công ty cũng nắm cổ phần tại một số doanh nghiệp dệt may lớn trong nước như Việt Tiến (48%), Hanosimex (53%), May 10 (36%) và Nhà Bè (28%).	12,6%	22,4%	2,9%	7,7%
VEAM	4.901	VEAM là một doanh nghiệp nhà nước hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất xe tải và máy móc nông nghiệp. VEAM nắm cổ phần tại Toyota Vietnam, Honda Vietnam và Ford Vietnam, qua đó thu về lợi nhuận lớn từ các công ty này để bù đắp cho lỗ từ hoạt động cốt lõi.	15,9%	31,3%	25,6%	28,7%
Thaco	3.845	THACO là công ty hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất, lắp ráp và phân phối xe thương mại (xe tải và xe bus) cũng như xe du lịch cho Kia (Hàn Quốc), Mazda (Nhật Bản) và Peugeot (Châu Âu). Hệ thống phân phối bao gồm 89 phòng trưng bày và 56 nhà phân phối trên cả nước.	89,2%	115,4%	23,0%	48,4%
Vietjet Air	3.000	Là hãng hàng không tư nhân đầu tiên của Việt Nam và cũng là nhân tố kích thích lĩnh vực hàng không giá rẻ trong khu vực, Vietjet Air tận dụng được sự bùng nổ của ngành hàng không Việt Nam cũng như việc người Việt Nam du lịch và khách nước ngoài đến Việt Nam ngày càng tăng. Cạnh tranh ngày càng gay gắt đối với các tuyến bay quốc tế và việc nhanh chóng mở rộng	128%	225%	11,9%	75,9%



đội bay khiến khả năng sinh lời trong dài hạn có thể bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, thị trường trong nước sẽ là tác nhân chính kích thích tăng trưởng cho Vietjet Air trong 3 năm tới.

FPT Telecom	1.245	FPT Telecom cung cấp dịch vụ viễn thông và trực tuyến. Phần lớn dịch vụ viễn thông là dịch vụ băng thông rộng, trong đó FPT Telecom có thị phần 20,5% tại lĩnh vực Internet băng thông rộng, trong khi dịch vụ trực tuyến đóng góp khoảng 8% tổng doanh thu.	15,4%	12,5%	11,1%	32,0%
-------------	-------	--	-------	-------	-------	-------

* Số liệu được dựa trên báo cáo tài chính 2015

** 9 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm ngoái

*** Lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng

Nguồn: VCSC

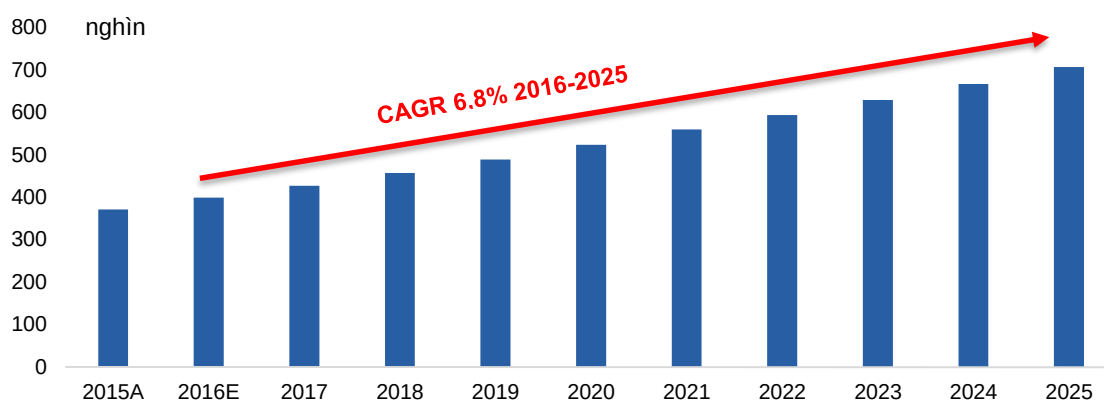
Các cổ phiếu xăng dầu sẽ IPO/niêm yết

Dân số, đô thị hóa, thu nhập tăng và tăng trưởng GDP cao kích thích nhu cầu xe máy và ô-tô. Việt Nam có tỷ lệ sở hữu ô-tô thấp nhất thế giới. Năm 2015, cứ 1.000 người Việt Nam thì chỉ có 21,5 người sở hữu ô-tô, so với 43 tại Indonesia.

Sản xuất công nghiệp tăng trưởng mạnh (7,5% năm 2015) đã khiến vận chuyển bằng xe tải và tàu tăng và kích thích nhu cầu xăng dầu. Nhu cầu vận chuyển đường bộ của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trung bình 7,5% trong giai đoạn 2016-2020. Ngoài ra, các hoạt động sản xuất tăng cao cũng kích thích nhu cầu dầu diesel và nhiên liệu.

Tiêu thụ dầu tại Việt Nam đạt 1,96 thùng/người năm 2015, vào loại thấp nhất Đông Nam Á. Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam dự báo sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 6,8% trong giai đoạn 2016-2025, từ 397.500 thùng/ngày lên 719.260 thùng/ngày.

Hình 91: Tiêu thụ dầu tinh luyện



Nguồn: BMI & VCSC

Từ năm 2015 trở đi, Chính phủ đã nới lỏng một số chính sách về cung cấp xăng dầu, qua đó giúp các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này cải thiện đáng kể khả năng sinh lời. Vì dụ, từ tháng 11/2014 trở đi, chi phí xăng theo quy định tăng mạnh 1.050VND/lít và giá bán lẻ được tính trên cơ sở 2 tuần thay vì 4 tuần như trước đây.

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex): Petrolimex được thành lập năm 1956 và thực hiện IPO năm 2012. Công ty dự kiến sẽ niêm yết trên sàn HSX trong Quý 1/2017. Vốn cổ phần là 12.900 tỷ đồng. Cơ cấu cổ đông của Petrolimex hiện như sau: Chính phủ nắm 75,9%, JX Nippon Oil & Energy nắm 8%, 12% là cổ phiếu quỹ và tỷ lệ lưu hành tự do là 4,1%.

Petrolimex là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phân phối xăng dầu tại Việt Nam với thị phần lên đến 50%. Công ty nắm giữ mạng lưới phân phối rộng nhất với 2.352 trạm xăng và 4.000 đại lý. Petrolimex hoạt động trong 4 lĩnh vực: (1) phân phối, kinh doanh xăng và dầu diesel với 86% doanh thu; (2) kinh doanh hóa chất, nhựa đường và khí hóa lỏng; (3) vận chuyển và bảo hiểm xăng dầu; (4) đầu tư vào các lĩnh vực có liên quan như thiết kế, sản xuất trang thiết bị xăng dầu.

Trong 9 tháng đầu năm 2016, doanh thu và lợi nhuận ròng của công ty đạt lần lượt 88.000 tỷ đồng, giảm 22% so với cùng kỳ năm 2015, và 2.960 tỷ đồng, tăng 55,7%. Petrolimex nắm giữ lượng tiền mặt lớn, với tỷ lệ đòn bẩy tính đến ngày 30/09/2016 là 0,1 lần. Giá cổ phiếu trên thị trường OTC là 36.000VND, với P/E trượt 12 tháng tương ứng là 10,2 lần. Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp xăng dầu khác trong khu vực giao dịch tại mức P/E trượt 12 tháng là 18 lần.

Tổng Công ty Dầu Việt Nam (PV Oil): PV Oil được thành lập tháng 06/2008 trên cơ sở sáp nhập PetroVietnam Trading Corp-Petechim (1994) và PetroVietnam Oil Processing & Distribution company (PDC, 1996). PV Oil dự kiến sẽ thực hiện IPO trong Quý 2/2017 và sau đó niêm yết trên sàn UPCoM. Định giá vốn chủ sở hữu tại thời điểm 2015 đạt khoảng 431 triệu USD. Sẽ có 49% cổ phần được chào bán cho nhà đầu tư chiến lược, nhà đầu tư công và nhân viên.

PV Oil đứng thứ hai trong lĩnh vực bán lẻ và phân phối xăng dầu tại Việt Nam với thị phần 22% và mạng lưới phân phối trên cả nước (500 trạm xăng và 3.000 đại lý). Ba lĩnh vực chính của PV Oil bao gồm (1) chế biến và phân phối xăng dầu (76% doanh thu); (2) Giao dịch quốc tế (20% doanh thu); và (3) cung cấp và xuất khẩu dầu thô và các hoạt động khác (4% doanh thu).

Năm 2015, doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 50.900 tỷ đồng, giảm 21,8% so với năm 2014 và 674 tỷ đồng, so với lỗ 900 tỷ đồng năm 2014.

Công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR): BSR, một công ty con của PetroVietnam, được thành lập năm 2008 để điều hành và quản lý nhà máy lọc dầu Dung Quất. Công ty dự kiến sẽ thực hiện IPO vào cuối năm 2017 và nhiều công ty nước ngoài, trong đó có PTT Public Company Limited, Gazprom Neft và một số công ty khác của Nga và Singapore đã tỏ ra quan tâm đến

việc mua cổ phần chiến lược tại BSR. Lượng cổ phần dự kiến chào bán sẽ lên đến 35% và công ty sau đó sẽ cần niêm yết trên sàn UPCoM. Đến cuối năm 2015, vốn cổ phần của BSR vào khoảng 29.600 tỷ đồng.

Công ty dự kiến sẽ tăng công suất nhà máy lọc dầu từ 6,5 triệu tấn lên 10 triệu tấn. Vốn đầu tư theo ước tính từ 1 tỷ USD đến 2 tỷ USD.

Nhà máy lọc dầu Dung Quất, hiện là nhà máy lọc dầu duy nhất tại Việt Nam, hiện đáp ứng 30% nhu cầu xăng dầu cả nước. Nhà máy lọc dầu thô từ mỏ Bạch Hổ để sản xuất sản phẩm cuối cùng là xăng dầu A92, A95, nhiên liệu máy bay, khí hóa lỏng, dầu diesel, dầu nhiên liệu, và propylene/polypropylene.

Năm 2015, công ty đạt KQLN ấn tượng với doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 94.400 tỷ đồng, giảm 26,1% so với năm 2014, và 5.700 tỷ đồng, tăng 217,7%. Tổng sản lượng tăng 28,6% so với năm 2014 lên 7,2 triệu tấn. ROE cũng lên đến 20,2%. Kết quả sơ bộ gần đây cho thấy doanh thu 2016 đạt 72.500 tỷ đồng, giảm 23% so với năm 2015 vì sản lượng giảm 5,5% xuống 6,8 triệu tấn. Sang năm 2017, BSR đề ra mục tiêu doanh thu giảm 14% do bảo trì nhà máy lọc dầu trong hai tháng.

Các cổ phiếu điện sẽ IPO/niêm yết

Như chúng tôi đã đề cập trong các phần Cơ hội Đầu tư, Việt Nam cần tăng gấp ba lần công suất trong 15 năm tới.

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power): PV Power là một công ty con của PetroVietnam, được thành lập tháng 05/2007. PV Power dự kiến sẽ IPO vào giữa năm 2017. Sau đợt IPO, cổ phần của PVN tại PV Power dự kiến sẽ giảm từ 100% xuống 52% và công ty sau đó sẽ cần niêm yết trên sàn UPCoM. Vốn cổ phần của công ty tính đến cuối năm 2015 là 21.800 tỷ đồng.

PV Power là nhà sản xuất điện lớn thứ hai Việt Nam, chỉ sau EVN. PV Power hiện điều hành 10 nhà máy điện với tổng công suất 4.208MW, tương đương 11% tổng công suất điện của cả nước. Nguồn doanh thu chính của công ty (91%-100% tổng doanh thu) là sản xuất điện, trong khi 10% còn lại từ các dịch vụ điện. Trong giai đoạn 2017-2025, công ty dự kiến sẽ xây dựng thêm ba nhà máy điện than và chín nhà máy điện khí; qua đó, đến năm 2025, tăng tổng công suất lên trên 14.000MW.

ROE 2015 của PV Power đạt 6,4% và tỷ lệ đòn bẩy là 1,2%. Sản lượng điện 2016 của PV Power theo ước tính đạt 21,2 tỷ kWh, xấp xỉ năm 2015. Công ty cũng đã công bố KQLN sơ bộ năm 2016, trong đó doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 26.500 tỷ đồng, tăng 14,2% so với năm 2015, và 1.600 tỷ đồng, tăng 15,1%. Sang năm 2017, PV Power đề ra mục tiêu tổng sản lượng điện sẽ lên đến trên 21 tỷ kWh, doanh thu trên 29.000 tỷ đồng, và lợi nhuận ròng 1.400 tỷ đồng.

Tổng công ty Điện lực 3 (Genco 3): Genco 3 là một công ty con của EVN, được thành lập tháng 06/2012 nhằm tái cơ cấu các nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ và 11 công ty liên kết. Công ty dự kiến sẽ IPO năm 2017. Kế hoạch IPO đã được trình Chính phủ trong Quý 2/2016. Sau đợt IPO, cổ phần của EVN dự kiến sẽ giảm từ 100% xuống 51% và Genco 3 sau đó sẽ cần niêm yết trên sàn UPCoM. Vốn cổ phần của Genco 3 tính đến cuối năm 2015 là 12.600 tỷ đồng.

Trong số ba công ty Genco của EVN, Genco 3 là công ty điện có công suất lớn nhất. Genco 3 hiện điều hành 5 nhà máy nhiệt điện và hai nhà máy thủy điện với tổng công suất 5.450MW, tương đương 14% công suất cả nước. Doanh thu từ sản xuất điện chiếm 99% tổng doanh thu. Trong giai đoạn 2018-2022, công ty dự kiến sẽ xây dựng thêm hai nhà máy mới với tổng công suất lên đến 3.300MW.

Trong năm 2015, doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất của Genco 3 lần lượt đạt 28.200 tỷ đồng, tăng 5,7% so với năm 2014, và 204 tỷ đồng, giảm 60,8%. Genco 3 có tỷ lệ đòn bẩy lên đến 8,1 lần. ROE đạt 2,1%.

Thị trường phái sinh

Thị trường phái sinh của Việt Nam sẽ đi vào hoạt động trong năm 2017 với sản phẩm hợp đồng tương lai (HĐTL) trên chỉ số và trái phiếu Chính phủ. Sàn HNX đóng vai trò triển khai thị trường HĐTL tại Việt Nam. Theo đề xuất ban đầu thì chỉ số được lựa chọn là HNX30. Tuy nhiên, trên thực tế, chỉ số này không đủ thanh khoản. Hiện HNX đang tiến hành thử nghiệm đối với chỉ số VN30, HNX30, và trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có tín hiệu cho thấy HĐTL trên chỉ số VN-Index sẽ được phát hành. Dự kiến trên mỗi chỉ số sẽ có 4 kỳ hạn HĐTL và 4 kỳ hạn HĐTL trên trái phiếu. Vì vậy, nhiều khả năng sẽ có tổng cộng 12 loại HĐTL được phát hành và chúng tôi cho rằng HĐTL sẽ đi vào hoạt động sớm nhất trong Quý 2/2017. Các văn bản pháp lý cũng cho biết sẽ áp mức trần vị thế mở đối với nhà đầu tư để tránh thao túng thị trường. Tuy nhiên, giới hạn cụ thể vẫn chưa được quyết định.

HĐTL sẽ gia tăng cơ hội tham gia vào thị trường chứng khoán trong khi đòi hỏi ít vốn hơn:

- **Không có giới hạn đối với số hợp đồng tương lai đang lưu hành.** Khác với cổ phiếu hay trái phiếu, HĐTL không phụ thuộc vào công ty phát hành nào. Số hợp đồng trên thị trường do nhu cầu của nhà đầu tư quyết định.
- **Hiệu ứng đòn bẩy: nhà đầu tư không cần có đủ 100% số vốn để mua hợp đồng tương lai.** Tuy vẫn chưa có hướng dẫn chính thức, các nguồn tin trên thị trường cho biết margin ban đầu là 15% của tổng giá trị hợp đồng, trong khi margin duy trì dự kiến là 10%. Quy định hiện hành đòi hỏi ít nhất 80% phải bằng tiền mặt.
- **Nhà đầu tư có thể mở vị thế bán mà không cần sở hữu tài sản cơ sở của hợp đồng tương lai.** Đây là một bước tiến lớn đối với thị trường Việt Nam khi short-selling cổ phiếu riêng lẻ vẫn chưa được cho phép.
- **Không áp dụng tỷ lệ sở hữu tối đa của khối ngoại đối với HĐTL chỉ số.** Các HĐTL chỉ số theo dự kiến sẽ được dựa trên các chỉ số VN30 và HNX30, trong đó bao gồm các cổ phiếu mà sở hữu của khối ngoại đã đạt đến mức tối đa. Tuy nhiên, các HĐTL chỉ số sẽ cho phép khối ngoại tiếp tục đầu tư gián tiếp vào các cổ phiếu này.

Các HĐTL hứa hẹn giúp tăng thanh khoản. Chúng tôi đã nghiên cứu hai thị trường chứng khoán lớn trong khu vực đã tiến hành giao dịch HĐTL chỉ số trong nước là Malaysia và Thái Lan. Số liệu cho thấy thanh khoản của thị trường phái sinh tăng khá tốt với tổng giá trị hợp đồng mở ở Thái Lan và Malaysia đã tăng 6 và 7 lần trong 12 tháng đầu, và thậm chí tăng cao hơn trong 24 tháng đầu.

Dựa trên số liệu của thị trường khu vực, chúng tôi ước tính số hợp đồng mở của Việt Nam theo số phần trăm của giá trị giao dịch hàng ngày và số ngày nắm giữ trung bình. Kinh nghiệm tại Malaysia và Thái Lan cho thấy 12 tháng đầu là giai đoạn các bên tham gia thị trường tìm hiểu thị trường và tăng cường tham gia. Giá trị giao dịch mỗi ngày theo ước tính tăng 2,8 lần trong 12 tháng đầu và 3,6 lần trong 12 tháng tiếp theo.

Hình 92: Ước tính giữa hợp đồng tương lai và chỉ số TTCK Việt Nam – hợp đồng mở tính theo % tổng giá trị giao dịch hàng ngày và số ngày nắm giữ trung bình

Ước tính TT Việt Nam	1-3 tháng	4-6 tháng	7-9 tháng	10-12 tháng	13-24 tháng
Hợp đồng mở					
% giá trị giao dịch hàng ngày	1,4% [4 ngày]	3,6% [3,5 ngày]	4,0% [6,5 ngày]	6,2% [6 ngày]	10,7% [3,5 ngày]
Giá định giá trị giao dịch trung bình hàng ngày của TT tiền mặt				USD100m (VND2,2tn)	USD200m (VND4,5tn)
Ước tính HĐ mở	2,4 triệu USD (212 hợp đồng)	6,1 triệu USD (546 hợp đồng)	6,7 triệu USD (599 hợp đồng)	10,5 triệu USD (933 hợp đồng)	21,3 triệu USD (1.900 hợp đồng)
Ước tính giao dịch mỗi ngày	53 hợp đồng (0,6 triệu USD)	156 hợp đồng (1,7 triệu USD)	92 hợp đồng (1,0 triệu USD)	155 hợp đồng (1,7 triệu USD)	543 hợp đồng (6,1 triệu USD)

Nguồn: VCSC ước tính

Khung pháp lý đã được thiết lập cho chứng quyền có bảo đảm. Ngày 29/09/2016, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 107/2016/BTC về việc chào bán, niêm yết, và giao dịch chứng quyền có bảo đảm. Thông tư có hiệu lực từ ngày 01/01/2017. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có hướng dẫn về việc thi hành và ghi nhận kế toán cho chứng quyền có bảo đảm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sẽ không có chứng quyền có bảo đảm nào được chào bán ít nhất là cho tới giữa năm nay hoặc có thể muộn hơn.

Dự báo thị trường: VNI có thể đạt 750 điểm

Khi có rất nhiều cổ phiếu dự kiến sẽ được niêm yết nên khó có thể dự báo chỉ số VNI sẽ kết thúc năm 2017 đạt bao nhiêu điểm. Dự báo của chúng tôi do đó được dựa trên các công ty hiện đang niêm yết và không tính các công ty có thể sẽ niêm yết. Quan sát của chúng tôi năm 2016 cho thấy các cổ phiếu mới niêm yết thường diễn biến khả quan hơn so với thị trường, nên kết quả thực tế có thể cao hơn so với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi xin bắt đầu với việc phân tích các mã nằm trong danh mục theo dõi của chúng tôi và sau đó phân tích các xu hướng kinh tế trong nước và địa chính trị thế giới để xem xét các xu hướng này có hỗ trợ các khuyến nghị mà chúng tôi đưa ra.

Dự báo các mã trong danh mục theo dõi của VCSC

Chúng tôi trình bày số liệu trung bình có điều chỉnh theo giá trị vốn hóa (cách tính chỉ số) và số liệu trung bình thông thường (có ích hơn đối với việc quyết định đầu tư).

Hình 93: Tóm tắt định giá các mã do VCSC theo dõi

	Trung bình đơn giản	Trung bình điều chỉnh có trọng số theo giá trị vốn hóa
P/E 2016	16,9x	19,7x
P/E 2017	13,8x	15,3x
Tăng trưởng EPS 2017	17,7%	20,5%
TL tăng	14,9%	13,6%
Lợi suất cổ tức	3,6%	2,7%
Giá mục tiêu / EPS 2017	15,7x	18,9x

Nguồn: Bloomberg & VCSC

VCSC hiện theo dõi 42 cổ phiếu (theo danh sách dưới đây) với giá trị vốn hóa tính đến ngày 30/12/2016 tổng cộng đạt 45 tỷ USD. Chúng tôi dự báo các cổ phiếu này sẽ tăng 13,6% về giá

trị trong 12 tháng tới trên cơ sở trung bình có trọng số theo giá trị vốn hóa. Nếu chỉ số VNI cũng tăng với tỷ lệ này thì cuối năm 2017 sẽ đạt 755 điểm. Tại mức này, các cổ phiếu chúng tôi theo dõi sẽ giao dịch trung bình tại mức EPS 15,7 lần năm 2017, chúng tôi cho rằng điều này là khá khả thi.

Chúng tôi xin lưu ý rằng các cổ phiếu vốn hóa lớn dự báo sẽ đạt tăng trưởng EPS cao hơn và hiện cũng đang giao dịch với P/E cao hơn nên tỷ lệ tăng sẽ thấp hơn. Điều này được phản ánh thông qua việc định giá thấp hơn và tỷ lệ tăng cao hơn trên cơ sở trung bình đơn giản so với cơ sở trung bình có trọng số.

Các yếu tố dẫn dắt bên ngoài

Tiếp theo, chúng tôi xem xét các xu hướng địa chính trị trên thế giới cũng như tình hình vĩ mô Việt Nam có hỗ trợ các dự báo này hay không.

Chúng tôi cho rằng các yếu tố địa chính trị trên thế giới đã ảnh hưởng đến chỉ số VNI năm 2016 sẽ tiếp tục ảnh hưởng tương tự trong năm 2017: Trung Quốc, giá dầu, ông Trump, và Fed. Tất nhiên, nhiều nhà kinh tế và chuyên viên phân tích trên thế giới cũng đang nghiên cứu vấn đề này. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra nhận định trong kịch bản cơ sở và các tác động có thể có đối với Việt Nam.

- Trung Quốc: Sự ổn định của nước này đóng vai trò quan trọng đối với Việt Nam.**
 Trung Quốc là đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam. Tính chung cả năm 2016, nước này chiếm 12,4% kim ngạch xuất khẩu và 28,7% kim ngạch nhập khẩu. Nước này cũng cạnh tranh với Việt Nam trong xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu đối với một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực. Gần đây, chúng tôi nhận thấy FDI từ Trung Quốc đã gia tăng, tổng động đạt 1,7 tỷ USD trong năm 2016 và nước này trở thành nước có FDI vào Việt Nam lớn thứ tư. Khu vực cảng Hải phòng và các đường cao tốc xung quanh Hà Nội phát triển chủ yếu nhờ vị trí gần biên giới Trung Quốc. Phát triển tại Trung Quốc rõ ràng có tác động đáng kể đối với Việt Nam. Nhìn chung, ước tính tăng trưởng GDP của Trung Quốc đều từ 6,5%-7%. Kịch bản cơ sở này rất có lợi cho Việt Nam. Tuy nhiên, có nhiều rủi ro như: tăng trưởng GDP thấp hơn so với dự báo và nợ hiện đã cao có thể hỗ trợ Trung Quốc cạnh tranh với Việt Nam trên các thị trường xuất khẩu thay vì kích thích nước này đầu tư vào sản xuất tại Việt Nam và nhập khẩu hàng hóa từ Việt Nam. Nếu xảy ra cuộc chiến thương mại Trung – Mỹ có thể ảnh hưởng đến kinh tế Trung Quốc nhưng có lợi cho Việt Nam trên thị trường Mỹ.
- Giá dầu: Dự kiến sẽ tăng nhẹ và hỗ trợ TTCK Việt Nam, nhưng vẫn chưa rõ mức độ.**
 Chúng tôi nhận thấy kể từ khi Trump trúng cử Tổng thống Mỹ, giá dầu không còn ảnh hưởng đối với TTCK Việt Nam như trước đây, nhưng điều này có thể thay đổi. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, giá dầu năm 2017 trung bình là 55USD/thùng, phù hợp với các ý kiến chung dù các ước tính đưa ra có sự chênh lệch. Con số này không đủ để gây ra lạm phát nhưng có thể giữ cho thị trường thế giới ổn định. Chúng tôi cho rằng giá dầu khó có thể cao hơn vì về mặt kinh tế, dầu thô sản xuất theo công nghệ fracking (đầu đá phiến) sẽ có lãi khi dầu thô trên mức 60USD/thùng và do đó đây có thể là mức trần. Chúng tôi nhận thấy rủi ro giá dầu giảm là đáng kể nếu thỏa thuận của OPEC không được tiếp tục thực hiện. Năm 2016, giá dầu giảm đã ảnh hưởng đến VN-Index. Ảnh hưởng có khả năng sẽ giảm bớt nếu ông Donald Trump thực hiện được kế hoạch kích thích tài khóa của ông.
- Trump trúng cử TT Mỹ: Yếu tố quan trọng nhất. Các tác động ban đầu đều tích cực.**
 Việc thay đổi chính sách kinh tế của Mỹ dưới chính quyền mới là thay đổi lớn nhất đối với thị trường vốn thế giới. Điều này sẽ có tác động đặc biệt lớn trong năm 2017, như chúng tôi nhận thấy trong Quý 4/2016. Tổng thống mới đắc cử Trump được thừa hưởng một nền kinh tế Mỹ đầy lớn mạnh. GDP tăng trưởng 3,5% trong Quý 4 và nền kinh tế có tỷ lệ việc làm cao. Việc thực hiện kế hoạch kích thích tài khóa của Trump có thể bị cản trở do các thành viên chính của Quốc hội Mỹ có thể sẽ không muốn thâm hụt ngân sách giá tăng nhưng đề xuất giảm thuế của ông, đặc biệt là thuế TNDN, nhiều khả năng sẽ được thông qua. Sử dụng kịch bản này là kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo tăng trưởng và tiêu dùng

tại Mỹ, thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, sẽ tăng mạnh. Trong khi Mỹ có thể áp dụng các biện pháp bảo hộ bất lợi cho Việt Nam, chúng tôi cho rằng điều này khó có thể xảy ra. Trump đã bày tỏ ý định bảo hộ đối với Trung Quốc và Mexico. Sau cuộc bầu cử của Mỹ, Trump đã có cuộc nói chuyện qua điện thoại đầy thiện chí với Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc. Trong khi vẫn chưa có nhiều triển vọng về một hiệp định thương mại giữa Việt Nam và Mỹ, thì tình hình hiện nay vẫn rất tích cực.

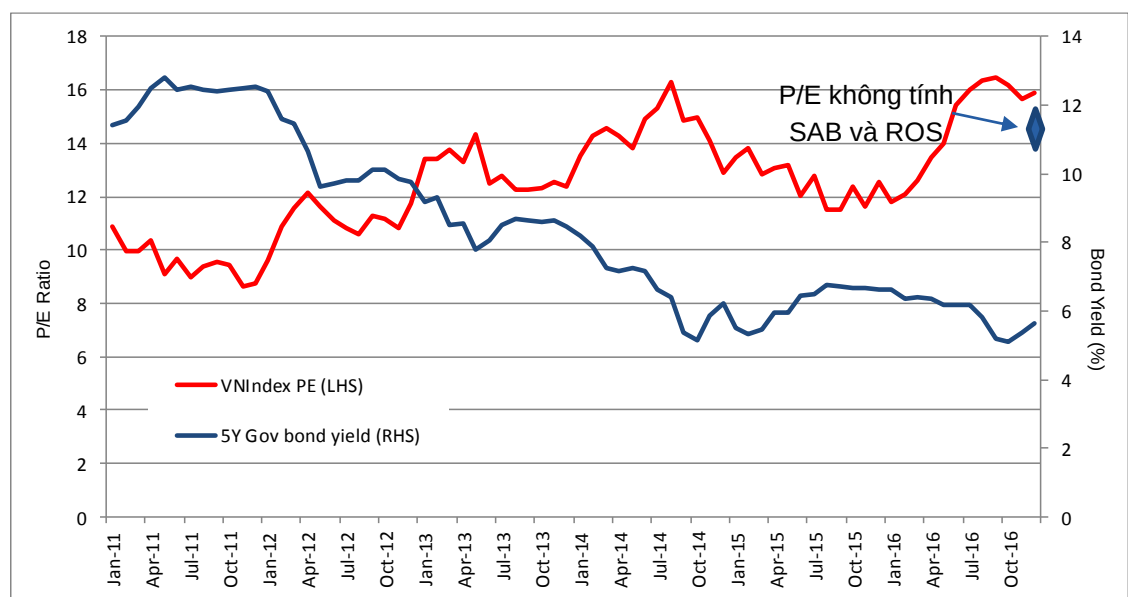
- **Fed: Tăng lãi suất ba lần là phù hợp.** Chúng tôi nhận thấy xu hướng tương tự trước đây. Đợt tăng lãi suất trong tháng 12/2016 và sau đó là 3-4 đợt tăng lãi suất vào năm sau chính là kịch bản của năm 2015. Các đợt tăng lãi suất khiến vốn đầu tư chảy khỏi Việt Nam và nếu Fed tăng bốn đợt thì tác động sẽ bất lợi. Tuy nhiên, viễn cảnh tăng hai đợt là khá khả thi. Hiện tại, chúng tôi cho rằng từ nay đến tháng 6 sẽ không có đợt tăng lãi suất nào.

Kết luận: GDP của Trung Quốc tăng trưởng ổn định 6,5%, giá dầu trung bình 55USD/thùng, tiêu dùng tại Mỹ mạnh, Trump có thái độ thiện chí đối với Việt Nam, và hai đợt tăng lãi suất của Fed năm 2017 hứa hẹn chỉ số VNI sẽ diễn biến tích cực trong năm 2017 nhưng có nhiều rủi ro ảnh hưởng đến việc kịch bản này sẽ không thành hiện thực.

Tình hình Vĩ mô Việt Nam

Tiếp theo, chúng tôi xem xét điều kiện vĩ mô của Việt Nam có thể tác động như thế nào đối với triển vọng thị trường chứng khoán. Kết thúc năm 2016, chỉ số VNI giao dịch tại mức cao kỷ lục 15,9 lần lợi nhuận trước thuế. Tuy P/E cao tỏ ra phù hợp khi lợi suất trái phiếu Chính phủ thấp, thì con số này vẫn quá cao và cho thấy sẽ có điều chỉnh. Tuy nhiên, nếu không tính SAB và ROS thì P/E chỉ còn 14,3 lần, con số mà theo chúng tôi cho rằng vững chắc hơn. Ngoài ra, như đã đề cập trong phần phân tích vĩ mô trên đây, chúng tôi cho rằng lợi suất trái phiếu sẽ tiếp tục thấp trong năm 2017, cho phép duy trì P/E ở mức cao. Cuối cùng, sẽ có nhiều đợt niêm yết và thoái vốn năm 2017 nên thanh khoản của VNI sẽ tăng, qua đó rút ngắn khoảng cách với định giá tại Bangkok và Indonesia (và Philippines trước khi ông Duterte lên nắm quyền). Vì vậy, chúng tôi dự báo chỉ số VNI sẽ khép lại năm 2017 ở mức 750-770.

Hình 94: Lợi suất trái phiếu và định giá cổ phiếu đi ngang trong giai đoạn này



Nguồn: Bloomberg

Trong phần tiếp theo của báo cáo, chúng tôi xem xét các ngành mà chúng tôi tin rằng sẽ diễn biến tích cực hơn so với thị trường chung trên cơ sở các xu hướng kinh tế cụ thể.

Hình 95: Danh sách các mã do VCSC theo dõi (30/12/2016)

Ticker	Company	Sector	Mkt Cap USDm	30D ADTV USDm	Foreign Room (USDm)	EPS Growth		PE		PB	Upside to TP (%)	Div Yield (%) at current price	Rating
Updated	30/12/2016		Current	Current	Current	FY16	FY17	FY16	FY17	FY16		FY16	
ACB	Asia Commercial Bank	Banks	754	0.2	0	10%	13%	14.0	12.4	1.4	14.2%	0.0%	O-PF
BID	BIDV	Banks	2,178	1.1	611	10%	12%	10.3	9.2	1.2	9.1%	0.0%	M-PF
CTG	Vietinbank	Banks	2,486	0.4	4	12%	12%	11.0	9.8	1.0	22.8%	0.0%	O-PF
MBB	Military Bank	Banks	997	0.1	0	10%	4%	9.1	8.8	1.0	6.3%	3.8%	O-PF
STB	Sacombank	Banks	681	0.8	118	N/A	NA	N/A	N/A	0.7	-22.3%	0.0%	M-PF
VCB	Vietcombank	Banks	5,690	1.3	512	36%	25%	21.5	17.2	2.8	12.1%	1.9%	O-PF
BVH	Bao Viet Holding	Insurance	1,773	0.8	420	3%	21%	34.2	28.3	3.1	21.3%	1.3%	O-PF
SSI	Saigon Securities Inc	Securities	419	1.0	180	-9%	7%	10.6	10.4	1.3	7.3%	5.1%	O-PF
FPT	FPT Group	Consumer	871	0.8	0	7%	19%	9.7	8.2	2.3	46.1%	4.6%	BUY
MWG	Mobile World	Consumer	1,078	1.5	0	46%	40%	13.9	9.9	6.6	44.0%	0.9%	BUY
VNM	Vinamilk	Consumer	7,971	11.4	3,757	28%	4%	20.1	19.3	9.0	23.2%	4.2%	BUY
MSN	Masan Group	Consumer	2,133	1.2	394	63%	24%	20.2	16.3	3.1	37.3%	4.6%	BUY
DQC	Dien Quang Lamp	Consumer	86	0.0	20	-5%	-1%	11.2	11.3	1.7	34.0%	4.9%	BUY
PNJ	Phu Nhuan Jewellery	Consumer	289	0.3	0	236%	27%	14.7	11.5	4.1	28.0%	2.5%	BUY
GTN	GTN Foods	Consumer	193	0.9	89	-51%	115%	46.1	21.5	1.7	29.5%	0.0%	O-PF
DHG	Hau Giang Pharma	Healthcare	364	0.2	0	15%	12%	14.3	12.7	3.3	7.0%	3.7%	M-PF
TLG	Thien Long Group	Industrials	168	0.0	48	25%	14%	18.4	16.1	4.0	6.9%	3.0%	O-PF
TCM	Thanh Cong Textile	Industrials	31	0.2	0	-18%	2%	8.1	8.0	0.8	-3.9%	6.8%	M-PF
DRC	Danang Rubber	Tires & Rubber	164	0.2	29	-8%	-11%	10.9	12.1	2.2	-0.9%	6.4%	M-PF
CSM	Casumina	Tires & Rubber	87	0.3	39	4%	2%	9.2	9.0	1.5	-8.1%	7.8%	M-PF
GMD	Gemadept Corporation	Logistics	211	0.3	0	13%	7%	13.3	12.4	0.9	13.3%	5.7%	BUY
VSC	Viconship	Logistics	109	0.1	0	-9%	36%	11.7	8.6	1.9	25.4%	1.8%	BUY
NT2	Nhon Trach 2	Power	344	0.5	94	0%	-9%	6.6	7.3	1.6	39.2%	9.5%	BUY
PPC	Pha Lai Thermal Power	Power	239	0.2	80	-29%	83%	13.7	7.5	1.2	-1.8%	9.9%	M-PF
PC1	Power Construction 1	Power	122	NA	35	26%	-12%	7.4	8.4	0.9	44.7%	0.0%	BUY
DPM	PV Phu My Fertilizer	Oil&gas	390	0.8	107	-24%	0%	8.8	8.8	1.0	26.0%	13.2%	O-PF
GAS	PV Gas	Oil&gas	5,044	0.4	2,359	0%	17%	18.9	16.1	2.8	-18.8%	5.0%	SELL
PLC	PV Petrochemicals	Oil&gas	93	0.0	40	-39%	11%	11.7	10.6	1.7	0.7%	7.2%	M-PF
PVD	PV Drilling	Oil&gas	346	1.2	66	-94%	39%	100.0	72.1	0.6	-3.4%	0.0%	M-PF
PVS	PV Tech Services	Oil&gas	314	1.2	71	-36%	-9%	8.6	9.5	0.7	16.5%	6.3%	O-PF
DAG	Dong A Plastics	Materials	27	0.2	9	45%	25%	10.6	8.5	1.3	7.3%	7.9%	O-PF
HPG	Hoa Phat Steel	Materials	1,598	6.5	212	72%	14%	6.1	5.3	2.1	22.6%	3.6%	BUY
HSG	Hoa Sen Group	Materials	434	4.0	85	131%	12%	6.8	6.0	2.4	4.1%	3.0%	BUY
HT1	Ha Tien 1 Cement	Materials	344	0.1	132	-9%	7%	9.7	9.0	1.6	25.4%	0.0%	O-PF
CTD	Coteccons Construction	Construction	612	0.9	46	88%	-20%	9.1	11.3	3.0	2.5%	3.0%	M-PF
CII	HCMC Infrastructure	Construction	298	0.9	38	8%	21%	8.8	7.3	2.0	14.0%	7.1%	O-PF
DXG	Dat Xanh Group	Real estate	136	0.5	16	-24%	-18%	6.1	7.4	1.1	15.2%	0.0%	O-PF
KDH	Khang Dien House	Real estate	206	0.1	0	31%	56%	11.6	7.5	1.3	12.3%	3.5%	O-PF
NLG	Nam Long Group	Real estate	136	0.2	1	11%	-44%	13.7	24.5	1.3	10.8%	2.3%	O-PF
NVL	Novaland Group	Real estate	1,310	NA	602	140%	46%	18.2	12.5	N/A	-0.3%	-0.3%	O-PF
VIC	VinGroup	Real estate	4,902	1.6	912	62%	72%	50.3	29.3	4.0	11.0%	0.0%	M-PF
SKG	Superdong Kien Giang	Transportation	112	0.1	0	26%	21%	11.5	9.5	3.8	45.5%	1.3%	BUY

Nguồn: Bloomberg & VCSC



Đặng Văn Pháp
Trưởng phòng Cao cấp

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên Cao cấp

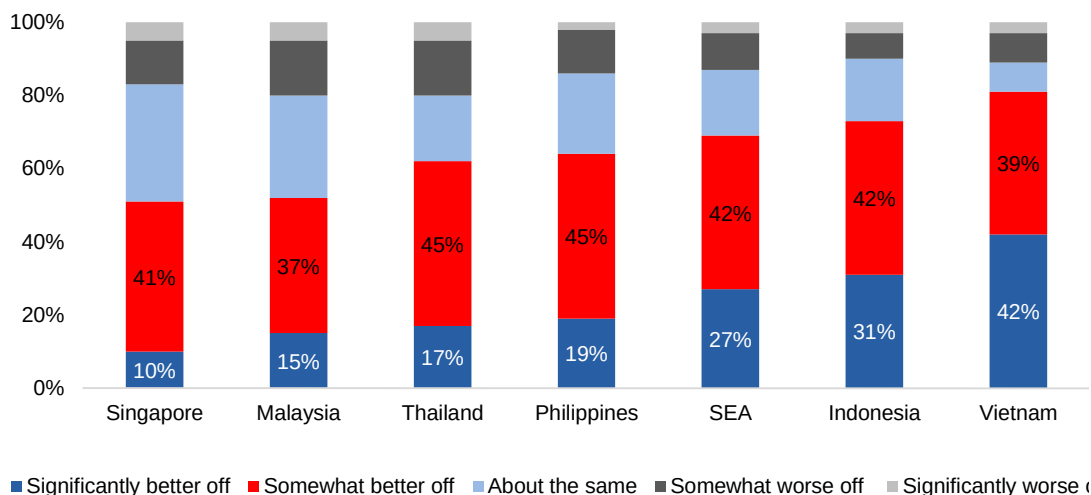
Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Cơ hội đầu tư: Người tiêu dùng Việt Nam ngày càng chú trọng đến sức khỏe. Đây là một phần đáng chú ý trong xu hướng cao cấp hóa

Chúng tôi tiếp tục có quan điểm tích cực với ngành hàng tiêu dùng với kỳ vọng lĩnh vực này sẽ mang lại lợi nhuận ổn định cho nhà đầu tư nhờ mức tiêu thụ vẫn còn thấp của thị trường Việt Nam. Nhờ thu nhập tăng, người tiêu dùng Việt Nam hiện không còn hài lòng với những nhu cầu tối thiểu nữa, mà còn đòi hỏi chất lượng cuộc sống cao hơn. Điều này đã dẫn đến xu hướng cao cấp hóa trong thời gian gần đây, được thể hiện qua nhiều hình thức khác nhau: người tiêu dùng sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn cho trải nghiệm mua sắm và chất lượng phục vụ khách hàng tốt hơn, sẵn sàng mua các sản phẩm tốt cho sức khỏe với các nguyên liệu tự nhiên hoặc hữu cơ, có chức năng tốt hơn, hoặc các thương hiệu có uy tín hơn. Giá cả đã không còn là yếu tố chính tác động đến quyết định mua hàng, và cũng không còn là định nghĩa của sản phẩm cao cấp. Các doanh nghiệp cung cấp sản phẩm, dịch vụ và định vị thương hiệu phù hợp với xu hướng này rõ ràng đang có kết quả rất tích cực.

Việt Nam nằm trong số những nước có người tiêu dùng lạc quan nhất thế giới. Niềm tin người tiêu dùng Việt Nam chủ yếu được hỗ trợ nhờ tâm lý lạc quan đối với tình hình tài chính. Theo khảo sát của Nielsen, 81% người Việt Nam được hỏi cho rằng tình hình tài chính của mình sẽ tốt hơn, trong đó 42% cho rằng sẽ tốt hơn đáng kể. Hai con số trên là mức cao nhất Đông Nam Á. Các xu hướng vĩ mô hỗ trợ tâm lý lạc quan này là thu nhập tăng, lạm phát thấp, tiền đồng ổn định, và giá trị BĐS ổn định (vì nhiều người Việt Nam tích trữ tài sản theo hình thức BĐS) trong các năm qua. Chúng tôi cho rằng sự khả quan này sẽ được duy trì trong cả năm 2017.

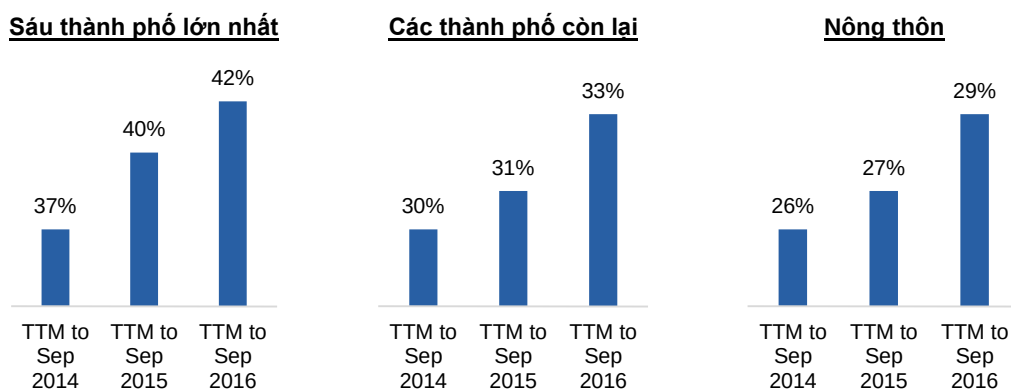
Hình 96: Tâm lý đối với tình hình tài chính của người dân Đông Nam Á Quý 4/2016



Nguồn: Nielsen

Giá cả không còn là yếu tố chính quyết định hành vi mua sắm, nói cách khác, người tiêu dùng đang sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn. Xu hướng cao cấp hóa trong lĩnh vực hàng tiêu dùng có thể được nhận thấy trong lĩnh vực thực phẩm và đồ uống. Phân khúc cao cấp giá phải chăng đang phát triển mạnh trong ngành bia và sữa chua uống cao cấp cũng như sữa hữu cơ của Vinamilk đang được thị trường nồng nhiệt đón nhận, và các thương hiệu cao cấp đang là động lực phát triển của ngành dầu ăn.

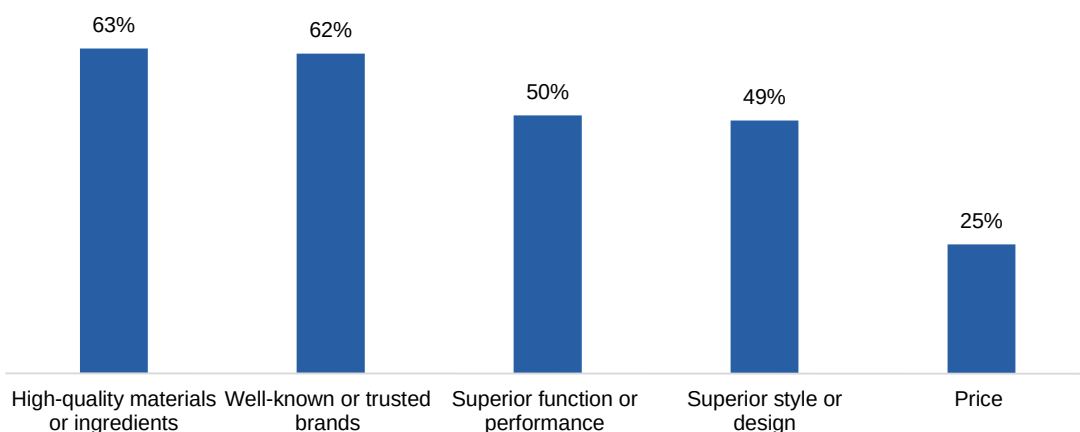
Hình 97: Tỷ trọng phân khúc cao cấp trong lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh tại Việt Nam



Nguồn: Nielsen (tháng 12/2016)

Cao cấp hóa không chỉ là về giá, khi theo nghiên cứu của Nielsen, giá cả không còn là yếu tố quan trọng khi người tiêu dùng đánh giá sản phẩm, mà còn các yếu tố khác như nguyên liệu chất lượng cao, thương hiệu có uy tín, chức năng tốt cũng như thiết kế và mẫu mã hấp dẫn. Nói cách khác, người tiêu dùng mua các sản phẩm chất lượng cao không đơn giản chỉ vì giá các sản phẩm này cao, mà họ chấp nhận giá thành cao hơn vì các yếu tố trên. Vì vậy, để tận dụng nhu cầu này, các công ty sản xuất hàng tiêu dùng cần đầu tư mạnh vào chất lượng sản phẩm cũng như xây dựng thương hiệu.

Hình 98: Thái độ của người tiêu dùng đối với các sản phẩm cao cấp



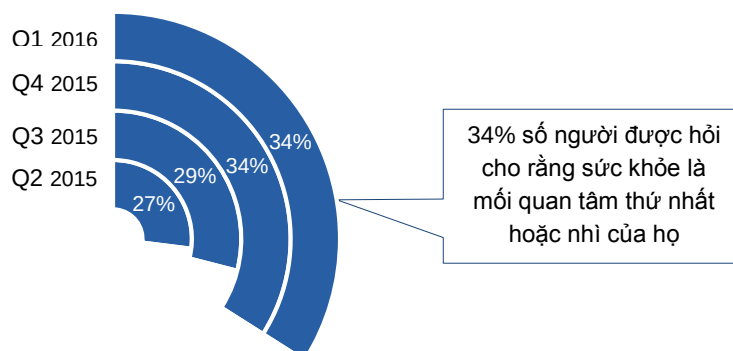
Nguồn: Nielsen (phần trăm tương ứng với tỷ lệ người được khảo sát đồng ý với từng yếu tố trên)

Xu hướng cao cấp hóa mang lại nhiều lợi ích cho các công ty hàng tiêu dùng: (1) cơ hội để tăng biên lợi nhuận vì các sản phẩm cao cấp thường có biên lợi nhuận cao hơn; (2) doanh thu tăng trưởng mạnh hơn nhờ giá trị tăng; (3) ít cạnh tranh về giá; (4) khách hàng trung thành hơn với thương hiệu.

Trong bối cảnh cao cấp hóa, người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng các sản phẩm tốt cho sức khỏe. Với mong muốn có được đời sống chất lượng cao và khi truyền thông liên tục đưa tin về các vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm, người tiêu dùng Việt Nam hiện quan tâm đến sức khỏe hơn bao giờ hết. Theo khảo sát của Nielsen hồi Quý 1/2016, 1/3 số người Việt Nam được hỏi cho biết sức khỏe là vấn đề quan trọng nhất hoặc nhì. Con số này cao nhất Đông Nam Á. Chất lượng cao và tiêu chuẩn an toàn, nguyên liệu tự nhiên và hữu cơ, cũng như chức năng tốt hơn là các yếu tố khiến người tiêu dùng sẵn sàng trả mức giá cao hơn. Điều này được phản ánh qua việc các sản phẩm sữa uống hữu cơ cao cấp của Vinamilk được đón nhận tích cực, và phần nào lý giải lý do các doanh nghiệp sản xuất sữa như VNM và QNS (sữa đậu

nành) liên tục đạt kết quả cao. Với tình hình thị trường thuận lợi, các công ty trên cần tận dụng tâm lý chú trọng đến sức khỏe của người tiêu dùng bằng cách tung ra các sản phẩm mới, đáp ứng các đối tượng người tiêu dùng khác nhau. VNM đã thành công trong việc này, trong khi theo chúng tôi, QNS sẽ phải nâng cao chất lượng sản phẩm.

Hình 99: Sức khỏe đã trở thành mối quan tâm hàng đầu của người tiêu dùng Việt Nam



Nguồn: Nielsen

Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao nhất:

MUA – Vinamilk (HSX:VNM): Biên lợi nhuận sẽ chịu áp lực trong năm 2017 do giá bột sữa sẽ tăng trở lại. Tuy nhiên, VNM vẫn tiếp tục giữ vị thế dẫn đầu ngành sữa đầy triển vọng của Việt Nam. Không thể cạnh tranh với công ty dù đã đầu tư mạnh vào quảng cáo và khuyến mãi trong các năm qua, các đối thủ của VNM hiện tỏ ra đang suy yếu và một số đang gặp khó khăn về tài chính. Điều này được phản ánh thông qua việc chi phí bán hàng của VNM tăng chậm lại trong Quý 2 và 3 năm 2016. Những lợi thế về quy mô của VNM không những sẽ tiếp tục trong thời gian tới, mà còn có xu hướng vững chắc hơn trong tương lai. Trong 5 năm tới, chúng tôi dự báo VNM sẽ đạt tăng trưởng sản lượng 9%-15%/năm. Định giá tỏ ra hấp dẫn với P/E 2017 đạt 19,3 lần.

KHÔNG ĐÁNH GIÁ – Đường Quảng Ngãi (UpCom:QNS): QNS dẫn đầu thị trường sữa đậu nành có thương hiệu tại Việt Nam với thị phần lên đến 85%. Việc người tiêu dùng Việt Nam ngày càng chú trọng đến sức khỏe đã hỗ trợ tiêu thụ các sản phẩm đồ uống có nguồn gốc thực vật như sữa đậu nành, và điều này đã được khẳng định với mức tăng trưởng ấn tượng của QNS trước đây. Điều này, cùng với việc người tiêu dùng chuyển từ sữa đậu nành không thương hiệu (tổng thị phần hiện nay vẫn 50%-60%) sang các sản phẩm có thương hiệu và cơ hội để QNS đa dạng hóa các sản phẩm để tận dụng nhu cầu mới, cho thấy công ty có triển vọng tăng trưởng tốt. Ngoài sữa đậu nành, tăng trưởng của QNS còn được hỗ trợ nhờ lĩnh vực phụ là sản xuất đường với diện tích trồng mía đường và công suất tăng. Chúng tôi dự kiến sẽ đưa ra báo cáo lần đầu dành cho công ty này trong thời gian tới. QNS hiện đang giao dịch tại mức P/E 2016 là 12,4 lần theo mục tiêu của ban lãnh đạo, thấp hơn so với trung bình thị trường Việt Nam và các công ty sữa đậu nành khác trong khu vực.

Đặng Văn Pháp
Trưởng phòng Cao cấp

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên Cao cấp

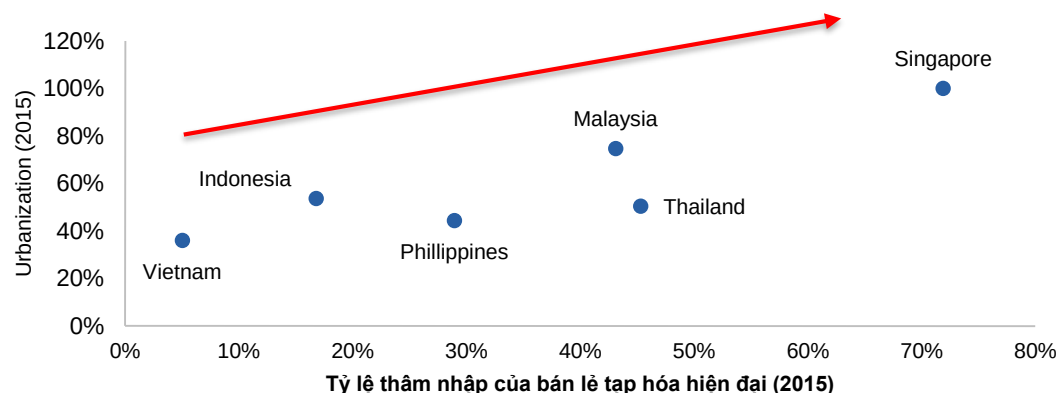
Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Cơ hội đầu tư: Hình thức bán lẻ hiện đại đang phát triển mạnh nhờ chất lượng dịch vụ và tiện lợi

Tương tự xu hướng cao cấp hóa trong lĩnh vực thực phẩm và đồ uống, trong lĩnh vực bán lẻ, người tiêu dùng Việt Nam ngày càng sẵn lòng chấp nhận giá thành cao hơn để đổi lấy chất lượng dịch vụ tốt hơn và trải nghiệm tốt hơn khi mua sắm. Xu hướng này đang giúp các chuỗi bán lẻ có lợi thế hơn hẳn so với các cửa hàng nhỏ lẻ.

Việt Nam là một trong những thị trường bán lẻ hấp dẫn nhất thế giới. Theo chỉ số Global Retail Development do A.T. Kearney đưa ra, tuy năm 2015 không được xếp hạng nhưng năm 2016, Việt Nam được xem là thị trường hấp dẫn thứ 11 thế giới nhờ hình thức thương mại hiện đại có mức thâm nhập thấp. A.T. Kearney cũng đưa Việt Nam vào danh sách các nước mà các nhà bán lẻ cần nhanh chóng thâm nhập khi lĩnh vực này đang phát triển nhanh chóng. Việt Nam đang chuẩn bị bước vào giai đoạn phát triển, nghĩa là người tiêu dùng không chỉ sẵn sàng đón nhận các hình thức bán lẻ có tổ chức mà trên thực tế còn tìm kiếm các mô hình này. Điều này đã giúp các nhà bán lẻ hiện đại thành công đối với các hàng hóa lâu bền như điện thoại di động, điện tử tiêu dùng, và trang sức, đồng thời chúng tôi nhận thấy đang có xu hướng tương tự đối với tạp phẩm.

Hình 100: Việt Nam vẫn có tỷ lệ bán lẻ tạp hóa hiện đại thấp nhất so với một số nước ĐNA khác



Nguồn: Euromonitor, CIA Factbook, VCSC

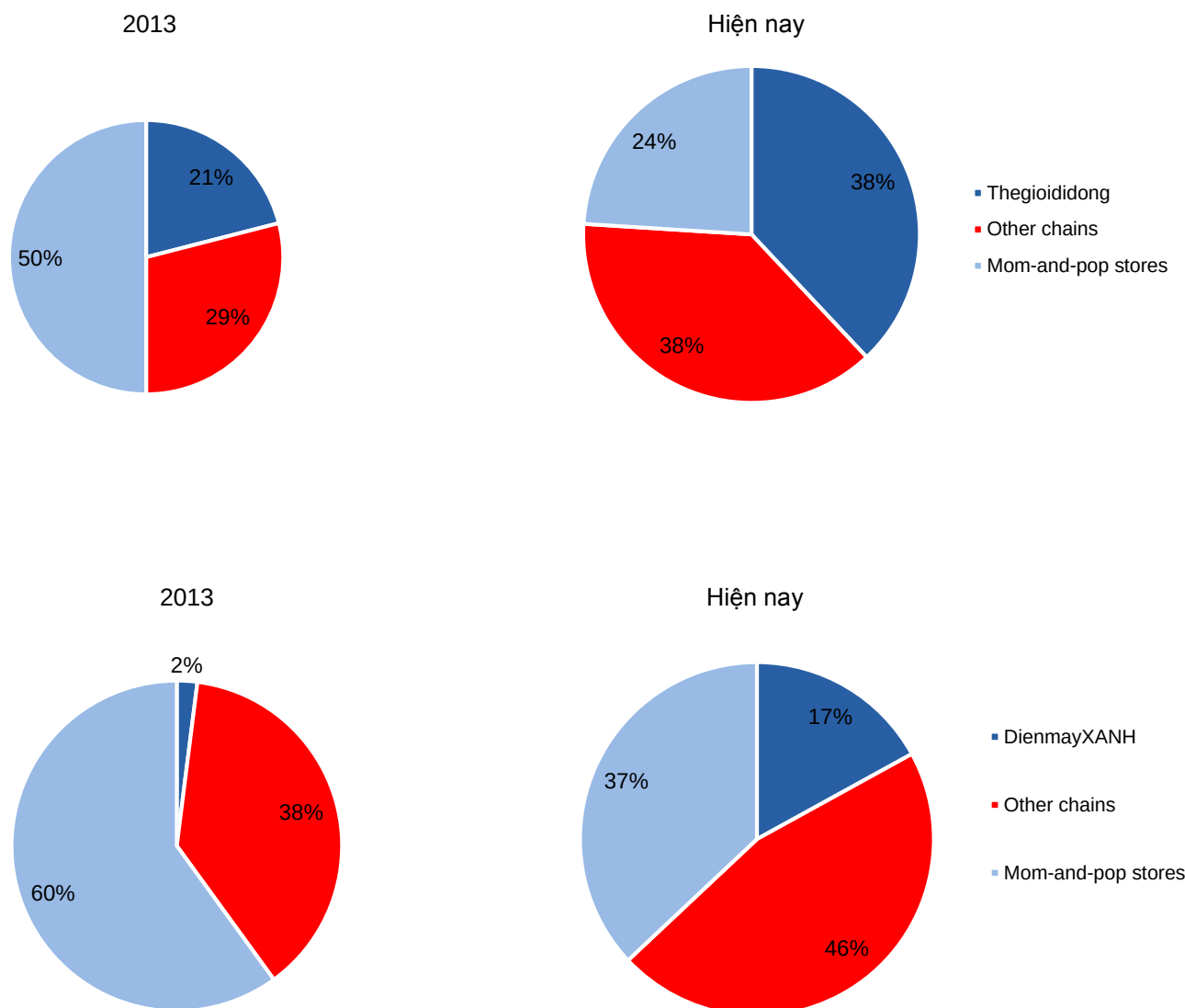
Việc chuyển dịch từ các cửa hàng nhỏ lẻ sang các chuỗi bán lẻ có thương hiệu được thể hiện rõ nét nhất qua ngành bán lẻ hàng hóa lâu bền. Các chuỗi bán lẻ có thương hiệu tăng thị phần đáng kể trên thị trường bán lẻ điện thoại di động, điện tử tiêu dùng, và trang sức vàng, dẫn dắt bởi Thế giới Di động và FPT Shop (điện thoại di động và điện tử tiêu dùng) và PNJ (trang sức vàng). Các nhà bán lẻ này thành công không chỉ nhờ khả năng nội tại mà còn nhờ phương châm lấy khách hàng làm trung tâm.

Hình 101: Thị phần của PNJ



Nguồn: PNJ, VCSC

Hình 102: Thị phần bán lẻ hàng tiêu dùng điện tử và điện thoại di động của MWG



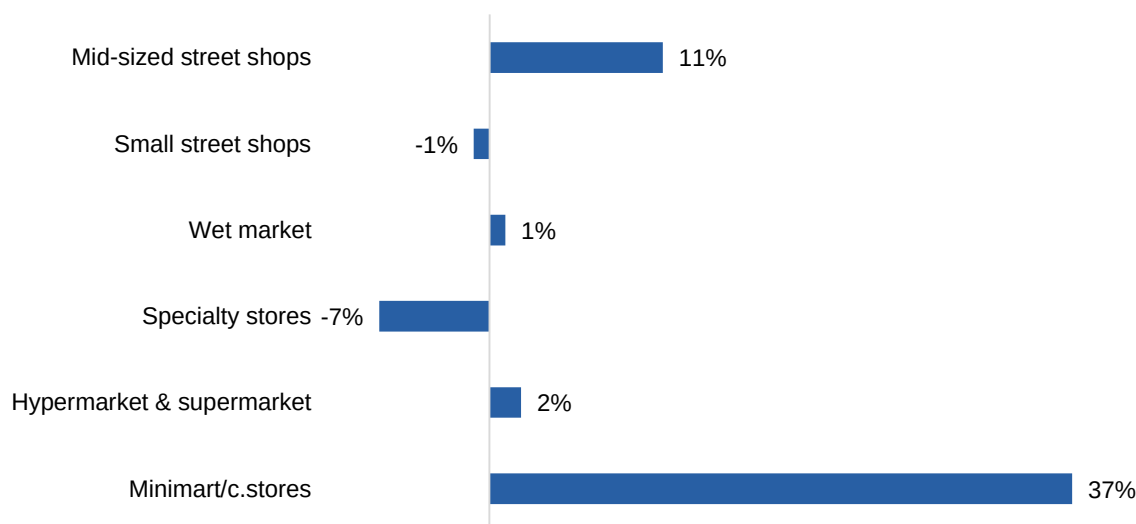
Nguồn: GFK, MWG, Ước tính của VCSC

Các nhà bán lẻ hiện đại đang phát triển mạnh trong lĩnh vực tạp hóa, đặc biệt là các hình thức quy mô nhỏ. Có hai loại cửa hàng mini tại Việt Nam là cửa hàng tiện lợi và minimart. Cả hai hình thức này đều có tốc độ mở cửa hàng nhanh chóng trong năm 2016 nhờ các doanh nghiệp đã hiện diện hoặc mới tham gia. Trong hai hình thức này, cửa hàng tiện lợi phát triển mạnh hơn tại Việt Nam nhờ sự tham gia của nhiều tập đoàn quốc tế như Circle K, Shop & Go, Family Mart, B's Mart, Aeon Ministop và, trong thời gian tới, 7-Eleven. Vì vậy, tuy hình thức cửa hàng tiện lợi vẫn còn tiềm năng tăng trưởng lớn nhưng cạnh tranh cũng rất gay gắt và nhìn chung do các tập đoàn nước ngoài thống lĩnh. Vinmart+ (kết hợp cửa hàng tiện lợi và minimart), một công ty con của Vingroup (HSX:VIC) đã tích cực thâm nhập lĩnh vực này nhưng hiện đang gặp khó khăn lớn do tốc độ mở cửa hàng quá cao trong khi còn thiếu kinh nghiệm bán lẻ.

Trong khi đó, hình thức minimart vẫn còn chưa được khai thác khi chỉ có ba tên tuổi lớn hiện diện, hai trong số đó là doanh nghiệp nhà nước (Coop Food và Satra Foods) và tốc độ mở rộng còn rất chậm. Bách Hóa XANH của MWG đang có nhiều tiềm năng thống lĩnh thị trường này.

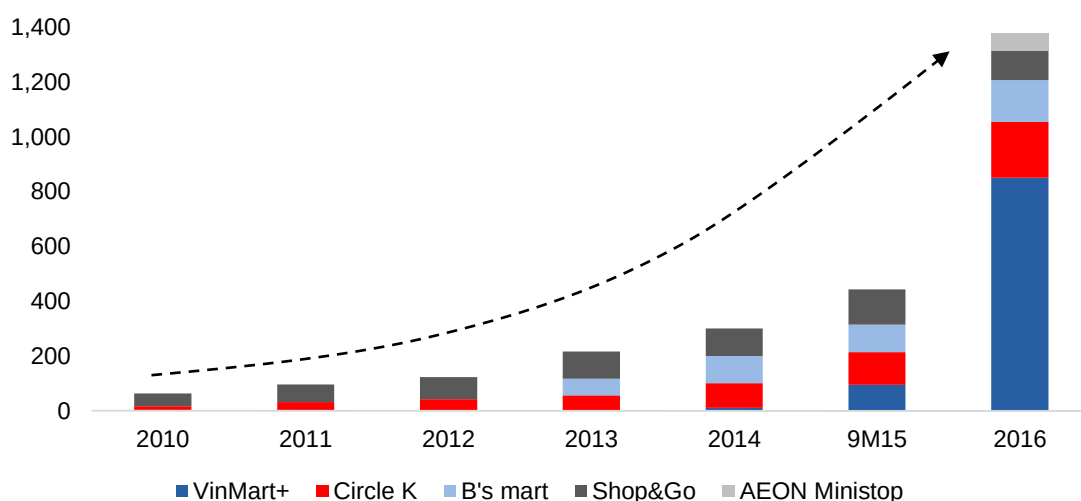
Chuỗi cửa hàng này chỉ mới đi vào hoạt động cuối năm 2015 nhưng hiện đang đạt được những bước tiến đáng kể. Sau khi được người tiêu dùng đón nhận với 20 cửa hàng thử nghiệm trong 6 tháng đầu năm 2016, Bách Hóa XANH hiện đang chuyển sang giai đoạn thử nghiệm khả năng sinh lời trong năm 2017 với việc tập trung vào hệ thống hỗ trợ (logistics, trung tâm phân phối, v.v.) trước khi tăng cường mở rộng từ năm 2018 trở đi. Chúng tôi dự báo đến cuối năm 2017, Bách Hóa XANH sẽ có 200 cửa hàng so với 50 như hiện nay. So với các cửa hàng tiện lợi, các minimart có quy mô thị trường lớn hơn nhiều nhờ nhắm vào thị trường chung thay vì chỉ phân khúc trung và cao cấp, và việc kinh doanh các nhu yếu phẩm, trong đó bao gồm thực phẩm tươi sống, thay vì các loại sản phẩm có vòng quay thấp như cửa hàng tiện lợi.

Hình 103: Tăng trưởng tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh theo các kênh trong 11T2016 so với cùng kỳ



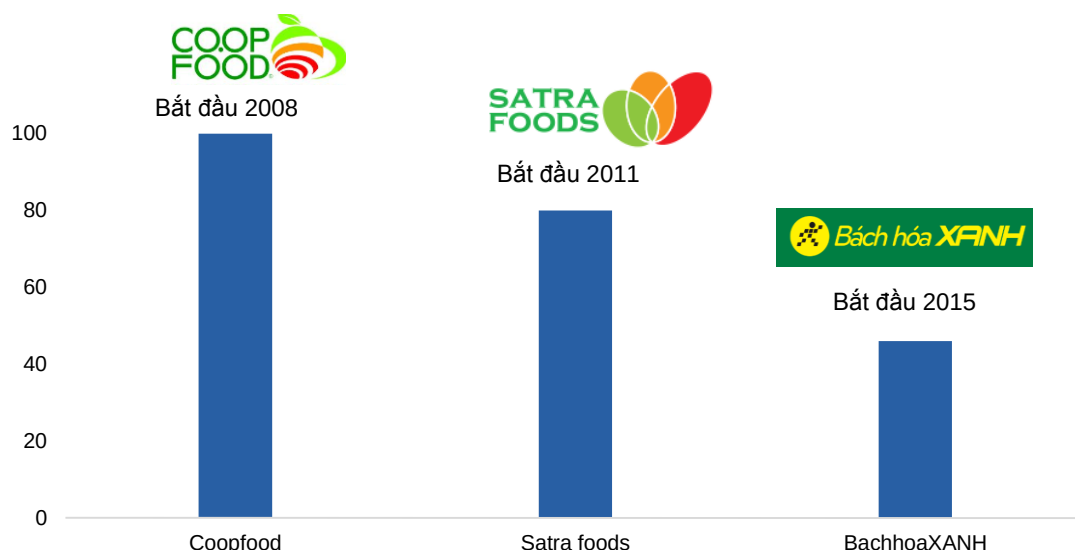
Nguồn: Kantar WorldPanel

Hình 104: Số cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam



Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 105: Số minimart tại Việt Nam



Nguồn: VCSC tổng hợp (16/12/2016)

FDI vào Việt Nam đã dẫn đến sự phát triển của các đô thị loại hai, qua đó mở rộng thị trường cho các nhà bán lẻ hiện đại. Theo định nghĩa của Nielsen thì Việt Nam có sáu thành phố lớn là TP. HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Nha Trang, Cần Thơ, và Hải Phòng. Tuy nhiên, nhờ công nghiệp hóa, đã xuất hiện một số thành phố đang phát triển mới, bao gồm Thái Nguyên và Bắc Ninh (miền Bắc) và Đồng Nai và Bình Dương (miền Nam). Dòng FDI đã khiến lực lượng lao động tại các thành phố này dịch chuyển từ nông nghiệp sang công nghiệp, qua đó có thu nhập cao hơn. Sự phát triển của các thành phố này đã mở ra các thị trường mới cho các nhà bán lẻ hiện đại, vì tăng trưởng của các doanh nghiệp này phụ thuộc rất lớn vào tốc độ mở cửa hàng mới. Điều này được phản ánh thông qua cơ cấu chuỗi bán lẻ của MWG, trong đó tổng số cửa hàng tại bốn thành phố mới phát triển xấp xỉ số cửa hàng tại Hà Nội và cao hơn so với tại bốn thành phố lớn (không tính TP. HCM và Hà Nội).

Hình 106: Số cửa hàng của MWG tại các thành phố

Thành phố	Số cửa hàng
TP. HCM	168
Hà Nội	124
Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh, Thái Nguyên	120
Đà Nẵng, Nha Trang, Cần Thơ, Hải Phòng	90
Khác	693

Nguồn: VCSC tổng hợp (26/12/2016)

Tuy được xem là một rủi ro, thương mại điện tử thực tế có thể trở thành cơ hội cho các nhà bán lẻ truyền thống nhờ mô hình kết hợp bán hàng qua mạng/cửa hàng. Có ý kiến cho rằng với sự phổ biến của điện thoại di động và Internet, thương mại điện tử có thể vượt qua và thậm chí loại bỏ mô hình bán hàng truyền thống. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ không xảy ra, đặc biệt khi Việt Nam còn là nước đang phát triển, và thay vào đó cho rằng thương mại điện tử sẽ hỗ trợ cho mô hình truyền thống thay vì thay thế nó. Tại các nước phát triển hơn như Trung Quốc, Hàn Quốc, và Mỹ, hình thức bán lẻ qua mạng năm 2015 chỉ chiếm 7,5%-13,5% tổng mức bán lẻ, cho thấy hình thức truyền thống vẫn đóng vai trò trụ cột trong bán lẻ. Điều này càng đúng với Việt Nam, khi hình thức thương mại điện tử còn đi sau các nước trên nhiều năm. Việc phát triển thương mại điện tử tại Việt Nam vẫn còn bị các trở ngại cơ bản kìm hãm như thiếu niềm tin khách hàng, một phần do hàng giả còn tràn lan, cơ sở hạ tầng logistics yếu, khiến việc giao hàng khó khăn và tốn kém, trong khi tỷ lệ người Việt Nam sử dụng thẻ tín dụng chỉ từ 4%-5%. Vì vậy, chúng tôi tin rằng với tình hình thương mại điện tử hiện nay của

Việt Nam, hình thức kết hợp B2C trực tuyến/truyền thống là phù hợp hơn cả. Mô hình này sẽ giúp giải quyết các vấn đề nói trên nhờ (2) nhà bán lẻ có khả năng quản lý hàng tồn kho, đảm bảo nguồn gốc và chất lượng sản phẩm; (2) người tiêu dùng có niềm tin vì nhà bán lẻ có cửa hàng; (3) các cửa hàng của nhà bán lẻ đóng vai trò trung tâm giao hàng, qua đó đảm bảo giao hàng nhanh chóng và thuận tiện; và (4) nhà bán lẻ linh hoạt hơn khi nhận tiền mặt khi giao hàng. Nhà bán lẻ nào phối hợp được hệ thống bán lẻ truyền thống và trực tuyến có thể đưa ra kênh bán hàng rộng khắp và giúp khách hàng mua sắm thuận tiện. Việc sở hữu hệ thống bán hàng trực tuyến cũng sẽ giúp các nhà bán lẻ tránh được tình trạng mất khách hàng do một số ưa chuộng hoặc chỉ có thể mua hàng qua mạng.

Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:

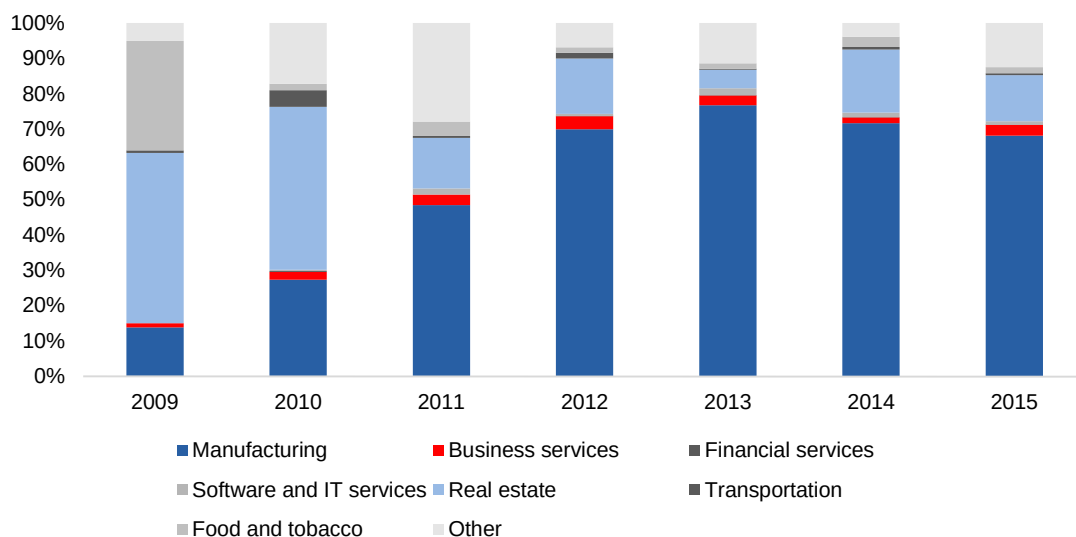
MUA – Thế giới Di động (HSX: MWG): Có ban lãnh đạo dẫn hệ thống hoạt động tốt nhất trong lĩnh vực bán lẻ của Việt Nam. Triển vọng tăng trưởng của MWG trong hai năm tới tỏ ra tích cực nhờ chuỗi cửa hàng điện tử tiêu dùng và sau đó nhờ chuỗi minimart. MWG cũng sở hữu hệ thống bán hàng qua mạng hàng đầu Việt Nam, với doanh thu mỗi năm tăng gấp đôi. Chúng tôi dự báo EPS của công ty năm 2017 tăng 40% so với năm 2016 nhờ tích cực mở rộng cửa hàng trong lĩnh vực điện tử tiêu dùng, tăng trưởng doanh thu các cửa hàng hiện hữu đạt 10%, và đóng góp từ một lượng lớn các cửa hàng điện thoại di động và điện tử tiêu dùng mới mở năm 2016. Định giá hấp dẫn với P/E 2017 là 9,9 lần dù không bao gồm lợi nhuận từ chuỗi minimart.

MUA – CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ): PNJ đang ở vị trí khá tốt để nắm bắt các đặc điểm thuận lợi của Việt Nam như dân số trẻ, thu nhập tăng mạnh, và tiêu thụ trang sức vàng còn thấp. PNJ sở hữu thương hiệu hàng đầu, được ưa chuộng nhất tại miền Nam, và hiện ngày càng bỏ xa các đối thủ nhờ đầu tư vào thiết kế, mẫu mã, dịch vụ khách hàng, và tiếp thị. Tính đến tháng 11/2016, PNJ có 213 cửa hàng, gấp hơn hai lần đối thủ cạnh tranh gần nhất. Sau khi giải quyết xong các vấn đề liên quan đến hoạt động ngoài cốt lõi, PNJ có thể tập trung hoàn toàn vào hoạt động cốt lõi là trang sức vàng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận cốt lõi của PNJ sẽ tăng 20% trong năm 2017 sau khi tăng trưởng khoảng 30% năm 2016, trong đó doanh thu các cửa hàng hiện hữu tăng 8% và có thêm 30 cửa hàng mới. Tốc độ mở cửa hàng này sẽ ổn định trong các năm tới và có thể tăng nếu PNJ huy động vốn thành công từ đợt phát hành riêng lẻ. PNJ hiện đang giao dịch tại mức P/E 2017 là 11,5 lần, thấp hơn nhiều so với các công ty trang sức khác trong khu vực và tốc độ tăng trưởng của công ty.

Cơ hội đầu tư: FDI tiếp tục chảy vào miền Bắc sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp logistics và điều hành khu công nghiệp. Cảng biển và sân bay cũng sẽ hưởng lợi nhờ việc nhập khẩu trang thiết bị và xuất khẩu thành phẩm

Nhờ chi phí nhân công thấp, vị trí địa lý cạnh Trung Quốc nên Việt Nam đang trở thành một trung tâm sản xuất phục vụ xuất khẩu, đặc biệt hỗ trợ miền Bắc. Với sự thống lĩnh của Trung Quốc trong hoạt động sản xuất toàn cầu ba thập kỷ qua và hệ thống nhà cung cấp tại nước này phát triển cao, các nước nằm gần Trung Quốc như Việt Nam là lựa chọn hàng đầu khi các tập đoàn đa quốc gia chuyển nhà máy sản xuất ra khỏi nước này. Miền Bắc Việt Nam nằm rất gần Châu thổ sông Châu, trong thời gian dài là trung tâm của hoạt động sản xuất phục vụ xuất khẩu của Trung Quốc. Với một lượng lớn các nhà cung cấp linh kiện, phụ tùng tiếp tục nằm tại khu vực này hoặc mở cửa hàng tại Trung Quốc khi nước này chuyển từ lắp ráp thô sơ lên sản xuất các linh kiện tinh vi, các tập đoàn điện tử tiêu dùng lớn trên thế giới như Samsung, LG và Cannon đã chuyển nhà máy sang miền Bắc Việt Nam, qua đó khai thác chi phí nhân công thấp, đồng thời tránh làm ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng đặt tại Trung Quốc. Điều này đã cho phép “tam giác kinh tế miền Bắc” gồm Bắc Ninh, Bắc Giang, và Hải Phòng phát triển và trở thành cụm công nghiệp lớn, đặc biệt về sản xuất hàng điện tử.

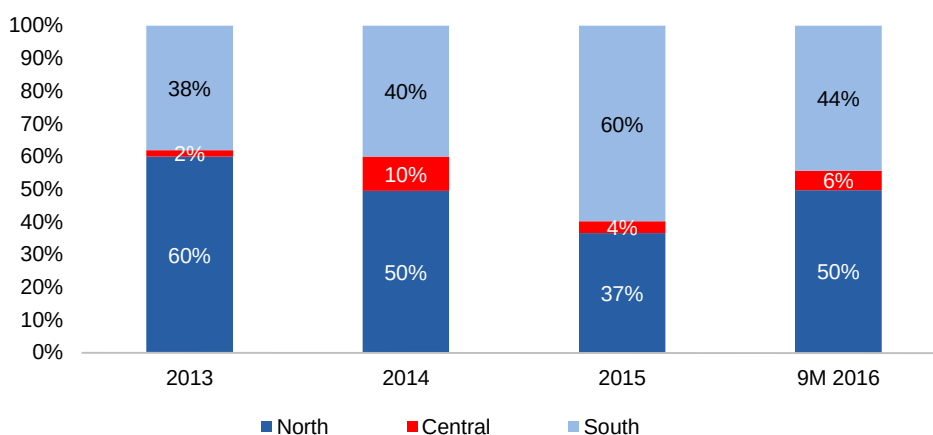
Hình 107: Sản xuất luôn chiếm phần lớn trong FDI các năm qua



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Với sự thất bại của TPP năm 2016, miền Bắc trở lại là khu vực nhận được nhiều FDI nhất Việt Nam. Sau khi FDI vào miền Nam tăng mạnh nhờ các hiệp định thương mại tự do mới ký kết và TPP năm 2015, dự kiến sẽ hỗ trợ ngành dệt may, tỷ lệ FDI vào miền Bắc tăng mạnh trở lại năm 2016 với xu hướng là sự dịch chuyển nhà máy sản xuất điện thoại thông minh và điện tử tiêu dùng của các tập đoàn thế giới (Samsung, LG) từ Trung Quốc sang Việt Nam. Các lĩnh vực này dự kiến sẽ không hưởng lợi đáng kể nhờ TPP nên vốn FDI không thay đổi đáng kể. Các tỉnh thành tại miền Bắc được kết nối tốt với Trung Quốc, mà phần lớn vật liệu và bán thành phẩm lại được nhập từ nước này. Việt Nam chủ yếu đóng vai trò hạ nguồn, hay khâu lắp ráp trong chuỗi sản xuất, cụ thể là trong lĩnh vực điện tử tiêu dùng, nên việc nằm gần các nhà cung cấp linh kiện tại Trung Quốc là một lợi thế lớn. Thực tế, trong 9 tháng đầu năm 2016, vốn FDI đăng ký tại miền Bắc tăng mạnh 21,4% so với cùng kỳ năm 2015, trong khi tại miền Nam giảm 25%.

Hình 108: FDI vào miền Bắc phục hồi mạnh trong năm 2016

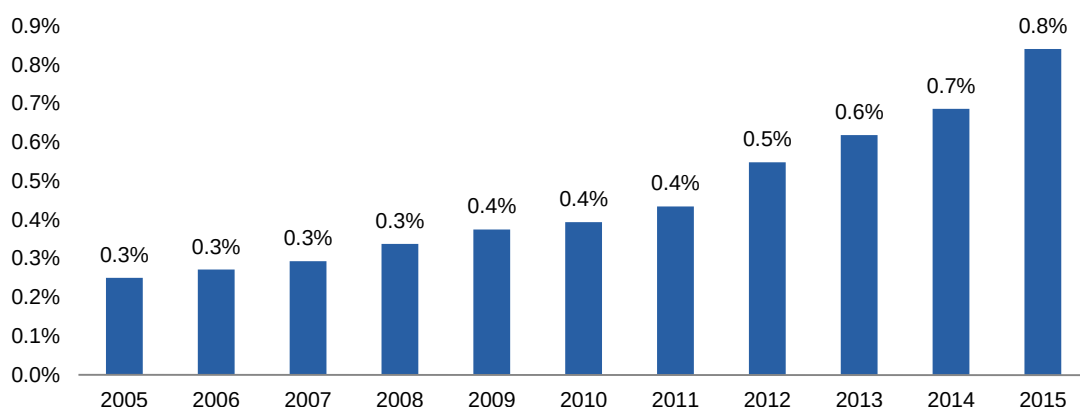


Nguồn: FIA - MPI

Tuy TPP thất bại nhưng một loạt các hiệp ước thương mại song phương và việc thay đổi về cơ cấu của nền kinh tế Trung Quốc sẽ tiếp tục kích thích FDI vào Việt Nam năm 2017. Trong khi TPP lẽ ra đã có lợi rất nhiều cho hoạt động xuất khẩu của Việt Nam, thì FDI tăng mạnh đã xảy ra từ trước khi khả năng ký kết. Hơn nữa, FDI vào Việt Nam tăng mạnh nhờ kỳ vọng TPP đã giúp Việt Nam có lợi thế trên bản đồ gia công thế giới như kỳ vọng. Với một lượng lớn FDI đã chảy vào sản xuất và các cụm công nghiệp đã bắt đầu xuất hiện, Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục là trung tâm gia công hấp dẫn dù TPP thất bại. Ngoài ra, một số hiệp định thương mại song phương như Việt Nam – EU và Việt Nam – Hàn Quốc đã được ký kết trong thời gian qua sẽ có tác dụng tích cực.

Trong khi thương mại thế giới khó khăn kéo dài sẽ ảnh hưởng đến xuất khẩu trong trung hạn, FDI vẫn tăng mạnh nhờ các kế hoạch dài hạn và chúng tôi cho rằng sẽ không chậm lại đáng kể trong 2-3 năm tới dù thương mại thế giới khó khăn do tình trạng bảo hộ trầm trọng hơn. Vì Việt Nam còn chiếm tỷ trọng rất thấp trong xuất khẩu của thế giới và một lượng lớn FDI sản xuất phía cuối chuỗi giá trị đang chảy khỏi Trung Quốc, Việt Nam còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng hoạt động sản xuất xuất khẩu trong trung hạn. Việc rút lui khỏi Trung Quốc dự kiến sẽ có lợi cho miền Bắc nhờ vị trí địa lý nằm gần với Trung Quốc.

Hình 109: Tỷ trọng của Việt Nam trong xuất khẩu thế giới tăng mạnh nhưng vẫn còn chiếm tỷ lệ nhỏ

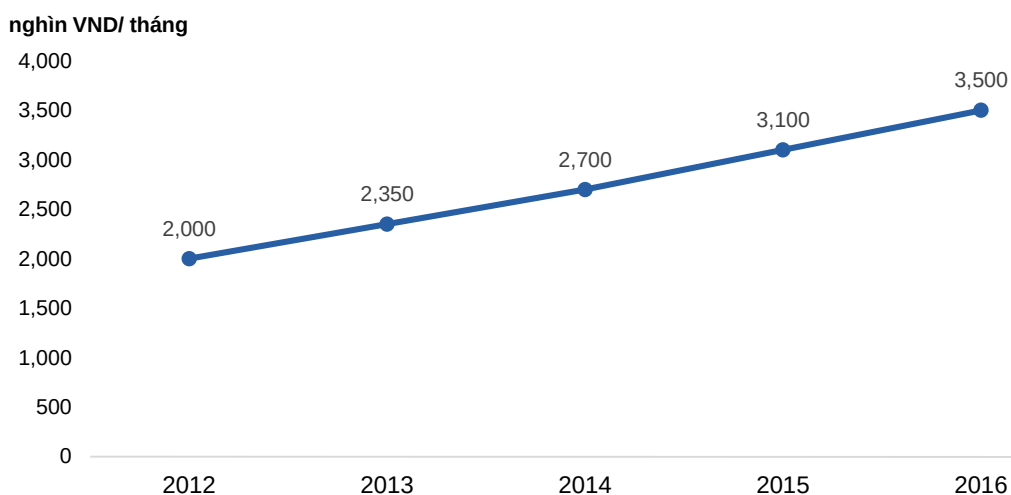


Nguồn: Trading Economics

Tuy nhiên, chi phí nhân công tăng mạnh theo quy định và thị trường lao động thu hẹp sẽ kích thích Việt Nam di chuyển lên phía trên chuỗi giá trị sản xuất, nhờ vậy miền Bắc sẽ được hưởng lợi nhờ nằm gần các nhà cung cấp linh kiện tại Trung Quốc

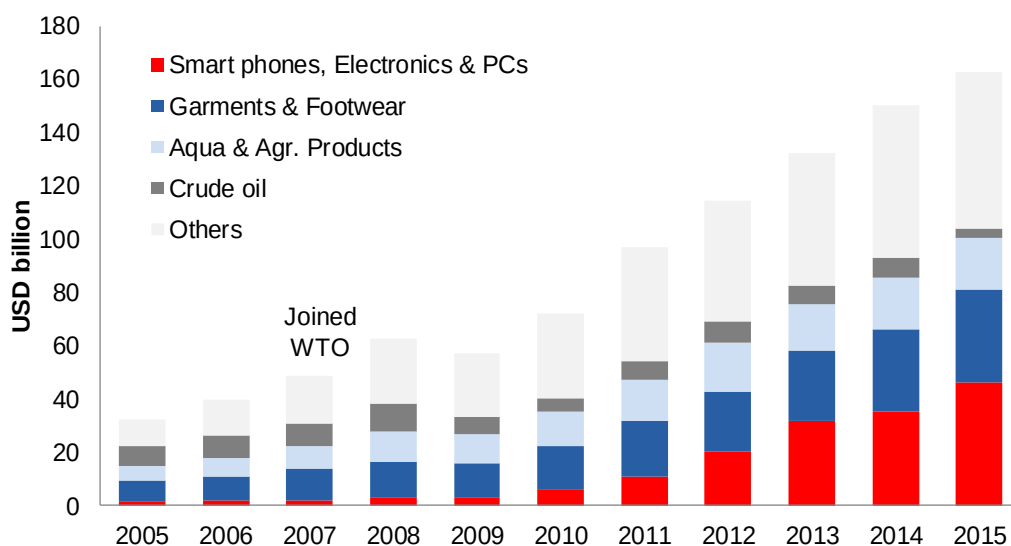
Việt Nam liên tục tăng lương tối thiểu 10%-15% hàng năm và nhu cầu lao động của các nhà máy tăng đột biến có thể khiến lương tăng mạnh hơn nữa. Vì vậy, Việt Nam có thể suy giảm khả năng cạnh tranh tại các lĩnh vực xuất khẩu có giá trị gia tăng thấp hơn như dệt may, giày dép so với Bangladesh, Pakistan, và thậm chí cả Campuchia. Vì vậy, chúng tôi cho rằng tỷ lệ FDI vào các lĩnh vực công nghệ cao sẽ tăng, trong khi tỷ lệ FDI vào các lĩnh vực xuất khẩu là thế mạnh của Việt Nam từ trước đến nay sẽ giảm. Vì Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục tham gia vào khâu cuối trong lắp ráp thiết bị điện tử do không có hệ thống cung cấp trong nước, vị trí nằm cạnh Trung Quốc sẽ đóng vai trò quan trọng đối với các nhà sản xuất khi chuyển nhà máy từ nước này sang Việt Nam. Điều này sẽ có lợi rất lớn cho miền Bắc vì vị trí nằm cạnh Trung Quốc, cho phép khu vực này trở thành trung tâm sản xuất phục vụ xuất khẩu của Việt Nam.

Hình 110: Lương tối thiểu tại Việt Nam tăng đều đặn trong các năm qua



Nguồn: Trading Economics

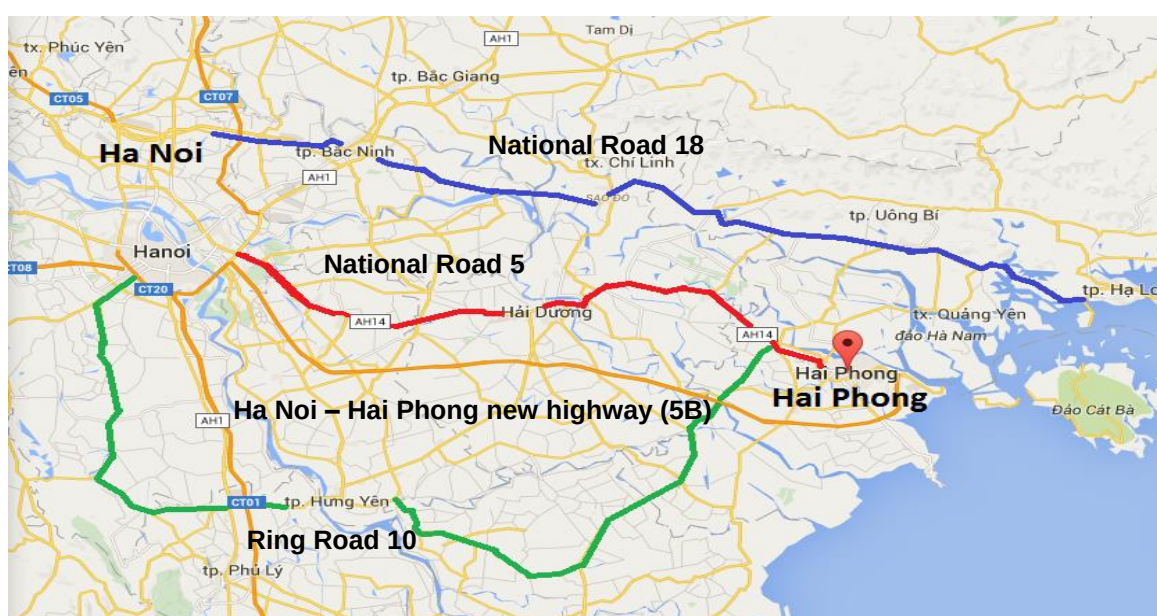
Hình 111: Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam dịch chuyển nhanh chóng sang các sản phẩm giá trị gia tăng cao hơn



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Chính phủ Việt Nam đang tìm cách thu hút FDI vào miền Bắc bằng cách tập trung vào phát triển cơ sở hạ tầng khu vực này. Cơ sở hạ tầng chất lượng cao đóng vai trò quan trọng trong công nghiệp, cụ thể là hoạt động sản xuất phục vụ xuất khẩu. Điều này đặc biệt đúng đối với các hoạt động sản xuất đòi hỏi nhập khẩu linh kiện tinh xảo, hoặc xuất khẩu các sản phẩm dễ hư hại trong quá trình vận chuyển, giá trị cao, nên cần logistics chất lượng cao hỗ trợ. Nhằm thu hút thêm FDI vào miền Bắc, đặc biệt là Hải Phòng, Việt Nam đã xây đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng 5B, thông xe vào tháng 12/2015. Tuyến đường này đã rút ngắn thời gian di chuyển giữa Hà Nội và Hải Phòng từ 2,5 giờ xuống 1,5 giờ. Đường cao tốc này cũng sẽ được mở rộng để kết nối Hải Phòng với Hạ Long và Móng Cái trong các giai đoạn sắp tới. Một khi đường cao tốc giữa Hải Phòng và Móng Cái được hoàn tất, vận chuyển đường bộ và thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc sẽ tăng mạnh.

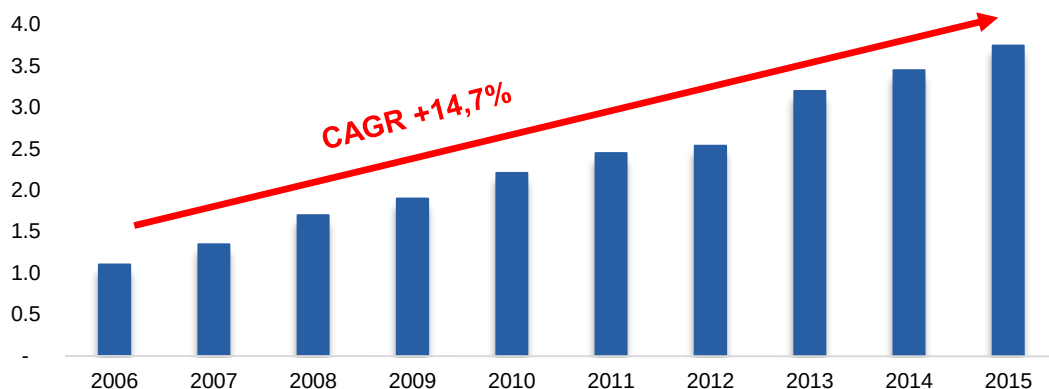
Hình 112: Cơ sở hạ tầng giao thông giữa Hà Nội và Hải Phòng đã được cải thiện trong thời gian qua



Nguồn: VCSC

FDI vào lĩnh vực sản xuất gia tăng đang kích thích các hoạt động logistics với việc nhập khẩu máy móc và linh kiện tăng mạnh để phục vụ xây dựng các nhà máy mới, đồng thời kích thích thương mại một khi các nhà máy này đi vào hoạt động phục vụ xuất khẩu. Vì Việt Nam nhanh chóng dịch chuyển sang các hoạt động giá trị gia tăng cao hơn như hàng tiêu dùng điện tử nên hiện đang ở các giai đoạn cuối của chuỗi giá trị, đặc biệt là lắp ráp, không đòi hỏi cao về kỹ thuật và đầu tư phát triển sản phẩm. Điều này có lợi cho các công ty cảng và logistics vì các nhà máy phục vụ xuất khẩu của Việt Nam nhập khẩu một lượng lớn linh kiện để sản xuất thành phẩm, trước khi xuất khẩu tiếp. Điều này có nghĩa là phần lớn các nhà máy sản xuất của các doanh nghiệp nước ngoài đều có nhu cầu logistics vào và ra, qua đó kích thích nhu cầu dịch vụ logistics bên thứ ba phức tạp cũng như lượng hàng hóa qua các cảng, đặc biệt tại khu vực cảng Hải Phòng, hiện đang phục vụ vùng tam giác kinh tế miền Bắc, đang nhanh chóng trở thành cụm sản xuất cao cấp.

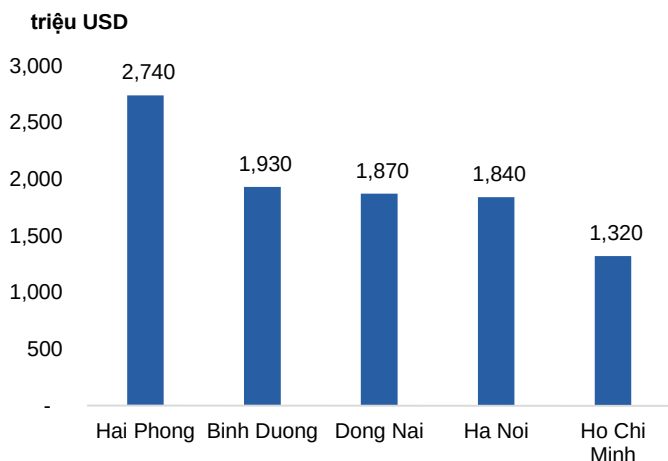
Hình 113: Khu vực cảng Hải Phòng có lưu lượng container tăng mạnh nhờ FDI vào tam giác kinh tế miền Bắc tăng (triệu TEU)



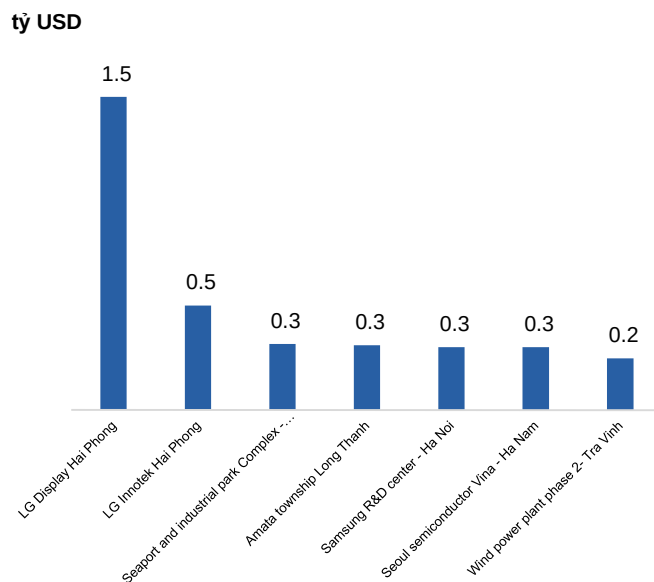
Nguồn: Cục Thống kê TP. Hải Phòng

Năm 2017, hoạt động xuất nhập khẩu qua Hải Phòng sẽ tăng mạnh nhờ Tập đoàn LG tiếp tục đầu tư. Trong 11 tháng đầu năm 2016, Hải Phòng nhận được lượng vốn FDI đăng ký cao kỷ lục nhờ Tập đoàn LG tiếp tục chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam. Sau khi LG Electronics bắt đầu đầu tư vào Hải Phòng năm 2013, LG Display và LG Innotek cũng đầu tư theo với hai dự án lớn sản xuất nhà máy màn hình OLED, điện thoại di động, và điện thoại camera. Tổng vốn đầu tư lên đến 2 tỷ USD (trong đó 1,5 tỷ USD thuộc về LG Display và 500 triệu USD thuộc về LG Innotek) và dự kiến giải ngân sẽ tăng mạnh trong hai năm tới. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ kích thích cả nhu cầu xuất khẩu lẫn nhập khẩu trong khu vực trong trung hạn, một khi LG Display đi vào hoạt động trong Quý 1/2017. Thực tế, tổng doanh thu của LG Display Hải Phòng dự kiến sẽ đạt 4 tỷ USD một khi hoạt động hết công suất, trong đó doanh thu từ xuất khẩu dự báo chiếm 80%-90%. Nhập khẩu linh kiện và xuất khẩu thành phẩm tăng mạnh sẽ kích thích nhu cầu logistics vào và ra, đồng thời kích thích lượng hàng hóa đi qua khu vực cảng Hải Phòng.

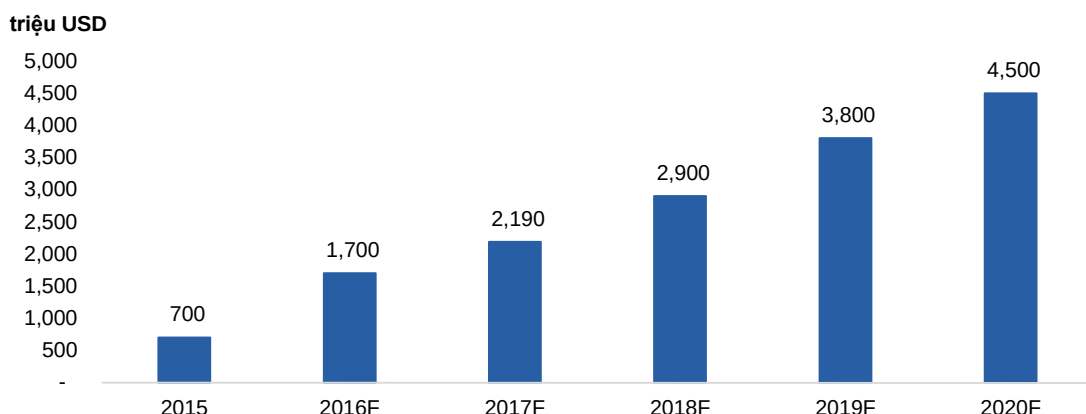
Hình 114: Hải Phòng là thành phố nhận được nhiều FDI nhất trong 11 tháng đầu năm 2016



Hình 115: LG là tập đoàn đầu tư nhiều FDI tại Việt Nam nhất trong 11 tháng đầu năm 2016



Hình 116: Doanh thu tại Việt Nam của LG Electronics dự kiến sẽ tăng mạnh trong 4 năm tới



Nguồn: Cục Thống kê Hải Phòng

Nhìn chung, FDI tiếp tục tăng, cơ cấu sản xuất phục vụ xuất khẩu có sự chuyển dịch sang các sản phẩm tinh vi hơn do chi phí lao động tăng và hệ thống các nhà cung cấp phụ kiện dần phát triển sẽ hỗ trợ trực tiếp các công ty logistics trong nước và công ty cho thuê khu công nghiệp. Các công ty cảng biển và cảng hàng không cũng sẽ hưởng lợi nhờ nhập khẩu trang thiết bị, linh kiện và xuất khẩu thành phẩm tăng, qua đó kích thích lưu lượng hàng hóa vận chuyển.

Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:

MUA - Gemadept (HSX: GMD): Năm 2017 dự kiến sẽ là một năm đầy thành công của GDM nhờ hoạt động tại cụm cảng tại Hải Phòng tăng, đồng thời hệ thống trung tâm phân phối phát triển nhanh chóng. Chúng tôi cho rằng doanh thu từ lĩnh vực cảng biển của GDM sẽ tăng 10%-11% trong năm 2017, trong đó lượng container tại Nam Hải – Đình Vũ tăng 17%-18% nhờ:

- (1) Vị trí đắc địa tại hạ nguồn, và danh mục khách hàng đa dạng, qua đó tránh được tình trạng quá tải của toàn hệ thống;
- (2) Tuy tăng trưởng 2016 chỉ còn 5%-6%, chúng tôi cho rằng lưu lượng hàng hóa qua khu vực cảng Hải Phòng sẽ tăng mạnh 8%-9% nhờ lượng FDI giải ngân sẽ tăng mạnh tại Hải Phòng sau khi FDI đăng ký năm 2016 đạt mức cao; và
- (3) Cầu Bạch Đằng dự kiến sẽ được hoàn tất vào tháng 06/2017, sẽ kích thích việc dịch chuyển hàng hóa từ thượng nguồn sông Cấm xuống hạ nguồn, qua đó huy động công suất dư thừa của các cảng mới được nâng cấp như Nam Hải – Đình Vũ và Vip Green.

Trong lĩnh vực logistics, chúng tôi cho rằng trung tâm logistics Hậu Giang (đi vào hoạt động tháng 11/2016) và trung tâm logistics Nam Hải (dự kiến đi vào hoạt động tháng 06/2017) sẽ tiếp tục hỗ trợ GMD nhanh chóng thâm nhập hoạt động kho bãi tại miền Bắc và đồng bằng sông Cửu Long, miền Nam. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng hoạt động trung tâm phân phối sẽ tiếp tục kích thích nhu cầu đối với các dịch vụ logistics của GMD, từ vận chuyển bằng xe tải, xà lan, giao nhận, vận tải biển, đến dịch vụ bên thứ ba, qua đó giúp doanh thu từ logistics tăng 15% trong năm 2017. Tuy doanh thu dự báo sẽ tăng trưởng mạnh nhưng biên lợi nhuận gộp của công ty dự kiến sẽ chỉ tăng 50 điểm cơ bản lên 28% trong năm 2017 vì (1) Lượng container lạnh giảm mạnh trong năm 2016 sau khi cao bất thường trong năm 2015, do đó chúng tôi cho rằng lượng container lạnh sẽ phục hồi nhẹ vào năm 2017. Vì vậy, với hoạt động cảng Nam Hải – Đình Vũ ngày càng tăng, biên lợi nhuận gộp cảng sẽ dần phục hồi; (2) Dự kiến dịch vụ logistics cao cấp, vốn có biên lợi nhuận cao hơn, sẽ chiếm tỷ trọng lớn hơn, cùng với việc mở rộng nhanh chóng hệ thống trung tâm phân phối dự kiến sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Chúng tôi dự báo EPS cốt lõi sẽ tăng 12,3% trong năm 2017 (không tính khoản lỗ bất thường 111 tỷ đồng năm 2016 do thanh lý tàu và cây cao su tại Campuchia bị chết, và giả định sẽ không có lợi nhuận từ việc bán lại Gemadept Tower năm 2017). Tại mức giá thị trường ngày 27/12/2017 là 26.350VND/cổ phiếu, GDM hiện đang giao dịch với P/E 2016 là 13,6 lần và P/E 2017 là 12,1 lần, còn thấp vì GMD có vị thế dẫn đầu ngành logistics, cảng biển chất lượng cao và các trung tâm phân phối giá trị lớn.

MUA – Viconship (HSX: VSC): Năm 2017 sẽ là năm đảo chiều của công ty cảng này khi công suất cảng Vip Green tăng mạnh. Năm 2016, cầu cảng đầu tiên của Vip hoạt động với 80% công suất ngay trong năm đầu hoạt động trong khi lưu lượng hàng hóa qua khu vực cảng Hải Phòng giảm sút. Chúng tôi cho rằng nhờ vị trí đắc địa, lại là cảng được trang bị hiện đại nhất tại hạ nguồn, cảng Vip Green sẽ thu hút thêm nhiều hãng tàu mới. Năm 2017, chúng tôi cho rằng Vip Green sẽ đạt tăng trưởng 93% về lưu lượng hàng hóa, trung bình hoạt động với 79% công suất trong cả năm đối với cả hai cầu cảng, qua đó đạt tăng trưởng doanh thu 95%. Đối với cảng Green, chúng tôi cho rằng lưu lượng hàng hóa sẽ phục hồi 9% năm 2017 so với năm 2016 sau khi giảm mạnh vì ban lãnh đạo chuyển hàng hóa từ cảng này sang Vip Green năm 2016. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của công ty sẽ tăng mạnh 250 điểm cơ bản trong năm 2017 lên 37,3%, nhờ cảng Vip Green hoạt động tích cực hơn. Tổng lượng hàng hóa qua các cảng của VSC dự kiến sẽ tăng 50% trong năm 2017, qua đó giúp tổng doanh thu và EPS tăng lần lượt 33% và 36%. Tại mức giá thị trường ngày 27/12/2016 là 54.400VND/cổ phiếu, VSC hiện đang giao dịch với P/E 2016 là 11,5 lần và P/E 2017 là 8,4 lần, thấp một cách không hợp lý so với các công ty cảng khác khi công suất đã tăng gấp đôi và cảng Vip Green được nâng cấp.

Anirban Lahiri
Trưởng phòng Cao cấp

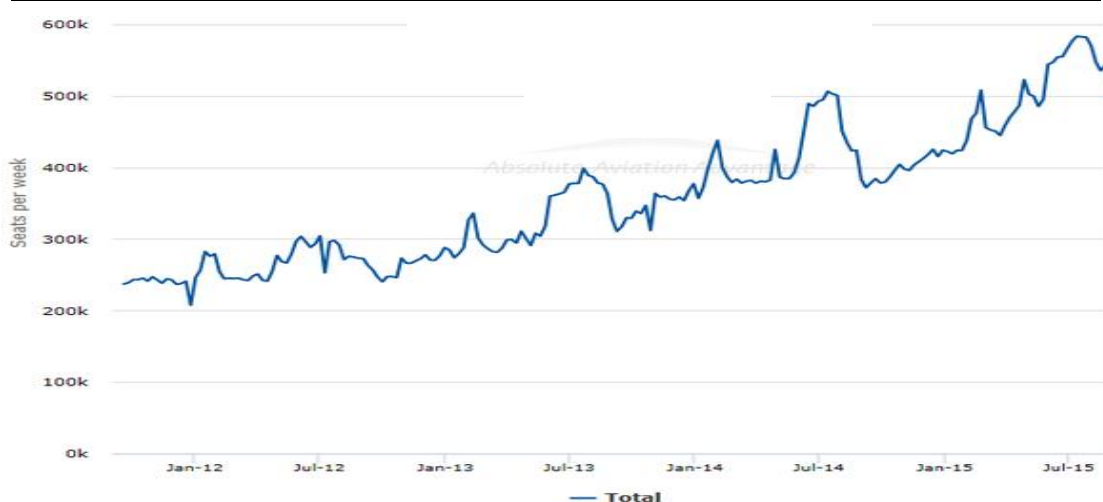
Hoàng Minh Hải
Chuyên viên Cao cấp

Nguyễn Thanh Nga
Chuyên viên

Cơ hội đầu tư: Ngành du lịch Việt Nam đang bùng nổ, mang lại cơ hội cho các hãng hàng không và các công ty vận tải hành khách, khách sạn, công ty du lịch, và công ty cảng hàng không

Thu nhập tăng, hạ tầng giao thông vận tải tốt hơn kích thích ngành du lịch trong nước trong khi giá dầu thấp và sự trỗi dậy mạnh mẽ của các hãng hàng không giá rẻ như Vietjet Air cũng giúp giảm giá vé máy bay, khuyến khích người Việt Nam di chuyển bằng máy bay thay vì bằng đường sắt và đường bộ như trước đây.

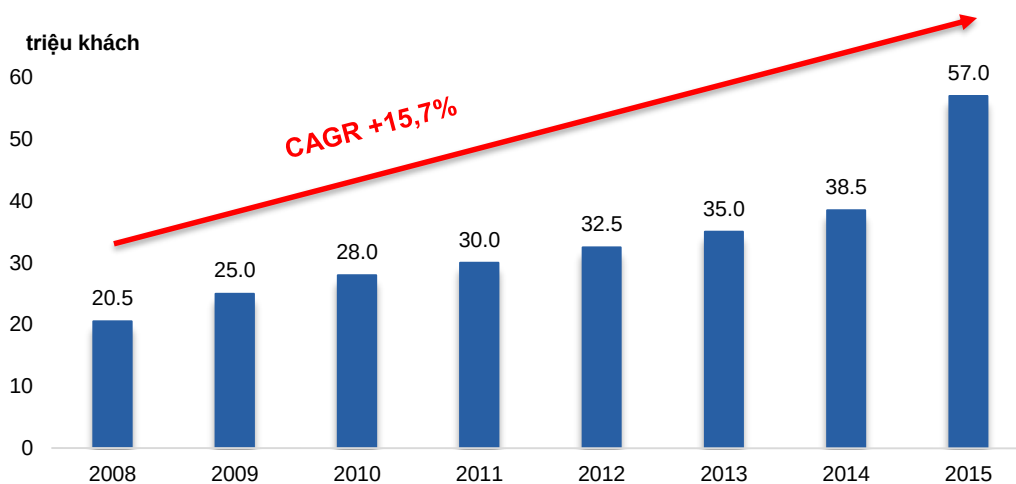
Hình 117: Công suất của các hãng hàng không trong nước tăng gấp đôi chỉ trong ba năm (chỗ ngồi/tuần)



Nguồn: CAPA

Năm 2015 thị trường du lịch trong nước có 57 triệu hành khách di chuyển, tăng 48% so với năm 2014. Tổng cục Du lịch Việt Nam cho biết lượng khách đến Phú Quốc và Đà Nẵng, các điểm đến du lịch được ưa chuộng nhất trong các năm qua, tăng lần lượt 48% và 34% năm 2015.

Hình 118: Số hành khách trong nước tăng mạnh trong các năm gần đây

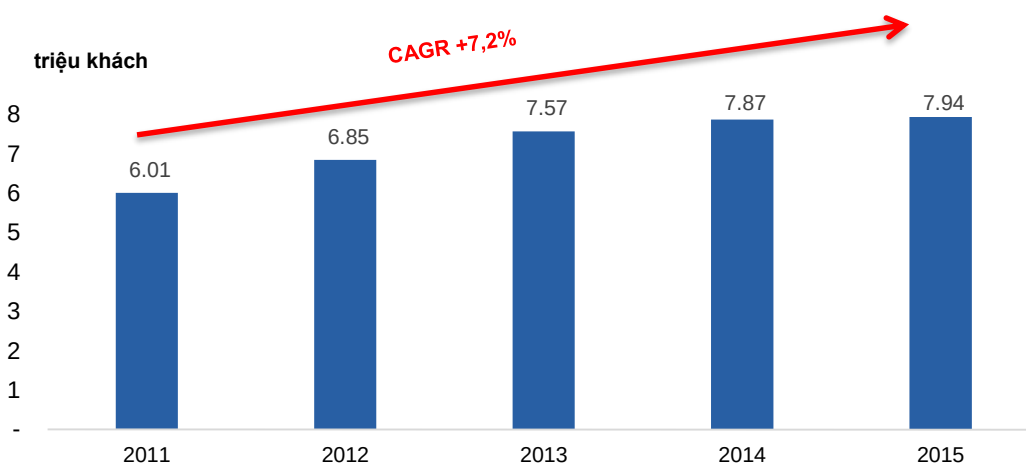


Nguồn: Tổng cục Thống kê

Việt Nam tích cực nỗ lực trở thành điểm đến của du khách quốc tế và nới lỏng điều kiện cấp visa, qua đó góp phần kích thích lượng du khách quốc tế tăng trưởng với tốc độ hai chữ số. Tổng cục Thống kê cho biết lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng mạnh 21% trong 6 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm 2015 lên 4,7 triệu, mang lại 200.000 tỷ đồng doanh thu. Tuy lượng khách Nga giảm mạnh do khủng hoảng kinh tế và tiền tệ tại nước này, lượng khách Trung Quốc tăng mạnh và chiếm tỷ lệ cao nhất trong số khách du lịch quốc tế đến Việt Nam, theo sau là Hàn Quốc và Nhật Bản. Công dân hai nước này có thể du lịch Việt Nam 15 ngày mà không cần visa. Du khách Hàn Quốc tăng 34% so với năm 2015, trong khi du khách Nhật tăng 12%.

Việt Nam dự kiến sẽ đón tổng cộng 8,5 triệu du khách quốc tế trong năm 2017. Với nền kinh tế Nga phục hồi, lượng du khách Trung Quốc không có dấu hiệu tăng chậm lại, và việc miễn visa cho công dân nhiều nước như Đan Mạch, Phần Lan, Pháp, Đức, Ý, Na Uy, Nga, Tây Ban Nha, Thụy Điển, và Vương quốc Anh, dự kiến lượng khách quốc tế năm 2017 sẽ tăng mạnh.

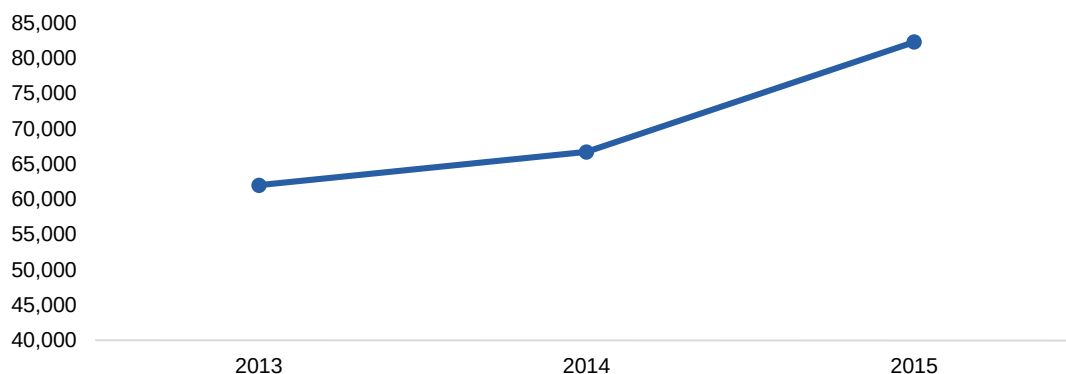
Hình 119: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng đều đặn



Nguồn: Tổng cục Du lịch

Thị trường du lịch đã nắm bắt cơ hội này. Số khách sạn mới tăng mạnh, và lượng phòng khách sạn 3-5 sao tăng khoảng 1/3 từ 2013 đến 2015, và hiện một số dự án khách sạn đang nằm trong kế hoạch thi công trong thời gian tới

Hình 120: Số phòng khách sạn 3-5 sao tăng mạnh trong các năm gần đây



Nguồn: Tổng cục Du lịch

Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:

MUA – Superdong Kiên Giang (HSX: SKG): Năm 2017 sẽ là năm thành công lớn của SKG vì công ty tiếp tục hưởng lợi nhờ du lịch trong nước bùng nổ. Các tuyến chính Hà Tiên – Phú Quốc và Rạch Giá – Phú Quốc dự kiến sẽ đạt tăng trưởng doanh thu lần lượt 32% và 6% trong năm 2017, trong đó tuyến Rạch Giá-Phú Quốc đang bão hòa dần.

Việc đưa vào hoạt động tuyến Sóc Trăng – Côn Đảo trong Quý 3/2017 có thể khai thác nhu cầu tiềm ẩn du lịch tại một trong những hòn đảo đẹp nhất Việt Nam, đóng góp khoảng hơn 1/5 trong tổng tăng trưởng doanh thu 2017 theo dự kiến là 20%. Tuyến này sẽ bù đắp cho tuyến Rạch Giá – Phú Quốc đã bão hòa. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp 2017 sẽ giảm 131 điểm cơ bản do giá dầu diesel tăng 22% nhưng điều này không đáng lo ngại vì:

1. Tổng công suất sẽ tăng 536 chỗ ngồi, hay 18%, với việc đưa một phà và tàu cao tốc mới vào hoạt động; và
2. Hoạt động với khoảng 75% công suất ngay cả sau khi mở rộng công suất vì dự kiến lượng hành khách sẽ tăng 16%.

Chúng tôi dự báo EPS sẽ tăng 19% trong năm 2017, qua đó P/E 2017 sẽ ở mức hấp dẫn là 9,8 lần, theo giá thị trường ngày 27/12/2016.

KHÔNG ĐÁNH GIÁ – Vietjet Air: Sang năm 2017, hãng hàng không giá rẻ hàng đầu của Việt Nam sẽ tiếp tục đạt thành công lớn với RPK dự kiến tăng mạnh nhờ du lịch trong nước bùng nổ. Năm 2017, chúng tôi cho rằng RPK sẽ tăng 34,5%, chủ yếu nhờ: (1) Các tuyến chính trong nước hoạt động tích cực hơn, đặc biệt là TP. HCM – Đà Nẵng, Hà Nội – Nha Trang, Hà Nội – Đà Nẵng, TP. HCM – Nha Trang, TP. HCM – Hải Phòng, và Hà Nội – Phú Quốc, qua đó giúp RPK tăng 21,1% so với năm 2016; (2) Các tuyến quốc tế hiện nay hoạt động tích cực hơn, và một số chuyến bay thuê bao được chuyển sang chuyến lịch trình, qua đó giúp RPK tăng 82,7% vì hiện còn thấp. Nhìn chung, các tuyến trong nước sẽ vẫn dẫn đầu cơ cấu RPK với 70%.

Giá vé các tuyến trong nước và quốc tế sẽ tăng trở lại theo giá dầu. Tuy nhiên, tốc độ tăng các tuyến trong nước và quốc tế sẽ khác nhau. Trong khi giá vé các tuyến trong nước dự báo sẽ tăng mạnh hơn trong năm 2017 vì việc mở các tuyến mới bị tạm hoãn, giá vé các tuyến quốc tế sẽ chịu áp lực với chiến dịch mở rộng tuyến, qua đó giúp Vietjet Air cạnh tranh với các đối thủ lớn hơn trong khu vực.

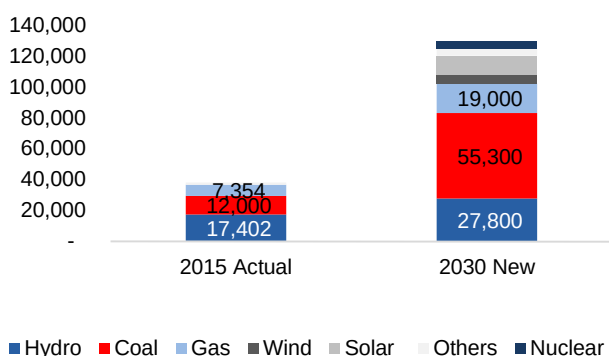
Doanh thu phụ dự kiến sẽ tăng 41% nhờ lượng hành khách tăng 28% và doanh thu phụ từ mỗi hành khách dự kiến sẽ tăng 8% lên 12,5USD/hành khách. Xin lưu ý rằng trong 9 tháng đầu năm 2016, Vietjet Air cũng đã tăng giá tất cả các dịch vụ trung bình 10% và thu nhập phụ/hành khách năm 2017 sẽ tăng nhờ tiếp tục tăng giá dịch vụ và tăng giá vé, khi số lượng các chuyến bay đường dài tăng lên đồng thời thu hút các hành khách có thu nhập cao. Vì giá bán dịch vụ phụ thêm gần như đều bằng USD, chúng tôi dự báo 5% trong số tăng trưởng 41% là nhờ tiền đồng trượt giá 5% so với đồng USD trong năm 2017.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng EPS của Vietjet Air năm 2017 sẽ tăng 47% trên cơ sở số cổ phiếu lưu hành sau đợt phát hành riêng lẻ. Theo giá bán 84.800VND/cổ phiếu cho các tổ chức đầu tư gần đây, cổ phiếu Vietjet Air đang giao dịch tại mức P/E 2016 là 12,6 lần và P/E 2017 là 8,5 lần trên cơ sở dự báo của chúng tôi. Trong khi P/E 2016 cao hơn so với trung bình các cổ phiếu khác trong ngành là 10,9 lần, chúng tôi cho rằng điều này là hợp lý vì trong ngắn hạn, Vietjet Air có triển vọng tăng trưởng tích cực hơn nhiều.

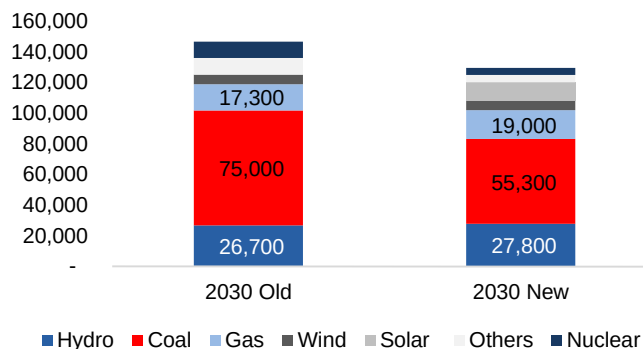
Cơ hội đầu tư: Để đáp ứng nhu cầu của nền kinh tế đang phát triển, Việt Nam phải tăng gấp ba lần công suất trong 15 năm tới, chủ yếu nhờ các nhà máy nhiệt điện

Theo Quy hoạch điện 7 chỉnh sửa, công suất ngành điện sẽ tăng gấp ba lần. Lượng điện tiêu thụ trên đầu người tại Việt Nam chỉ bằng 1/5 mức trung bình khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, trong khi giá điện thấp hơn 50% so với các nước khác trong khu vực. Theo quy hoạch điện mới, công suất điện cả nước đến năm 2030 sẽ tăng gấp ba lần. Công suất điện khí dự kiến đến năm 2030 sẽ tăng gần ba lần, trong khi công suất điện than sẽ tăng năm lần.

Hình 121: Cơ cấu nguồn điện (MW)



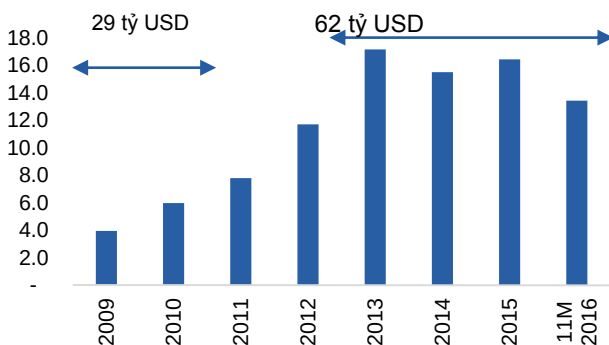
Hình 122: Công suất theo quy hoạch điện (MW)



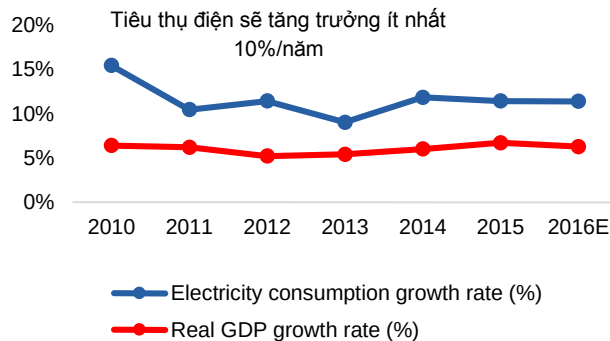
Nguồn: Bộ Công Thương & VCSC

FDI tăng mạnh vào sản xuất kích thích tiêu thụ điện. Sản xuất chiếm khoảng 50% tiêu thụ điện tại Việt Nam. Trong bốn năm qua, vốn FDI vào lĩnh vực này lên đến 62 tỷ USD, hứa hẹn các hoạt động sản xuất và tiêu thụ điện sẽ ổn định. Trong 11 tháng đầu năm 2016, tiêu thụ điện tăng mạnh 11,4%, gần gấp đôi tăng trưởng GDP. Tỷ lệ cơ giãn dự kiến sẽ giảm trong dài hạn nhờ thay đổi cơ cấu nền kinh tế cũng như tiêu thụ điện hiệu quả hơn. Tuy nhiên, trong năm năm tới, tỷ lệ cơ giãn giữa tăng trưởng tiêu dùng điện so với tăng trưởng GDP sẽ nhìn chung không đổi.

Hình 123: FDI đăng ký trong sản xuất



Hình 124: Tăng trưởng tiêu thụ điện

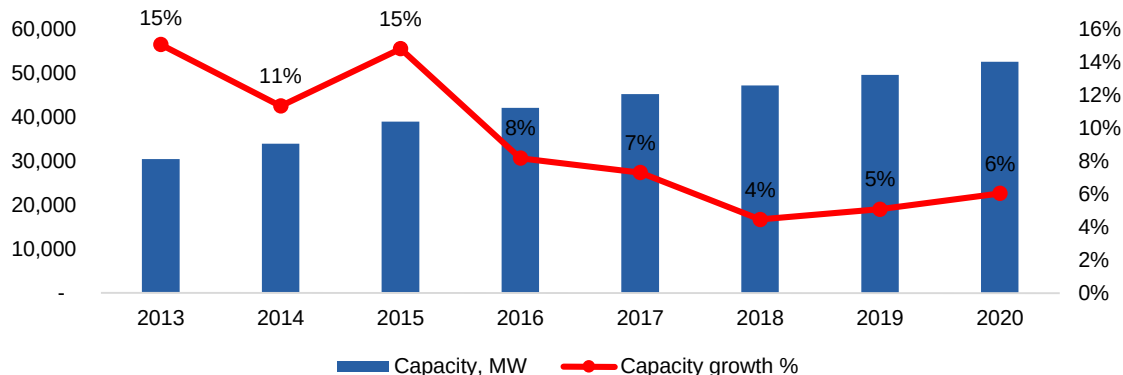


Nguồn: FIA, EVN & VCSC

Tình trạng thiếu hụt điện sẽ nghiêm trọng hơn, đặc biệt từ năm 2018 trở đi, trong khi việc tự do hóa ngành điện còn chậm. Các công ty trong ngành cho biết công suất sẽ tăng chậm lại trong bốn năm tới so với bốn năm trước đây. Chúng tôi cho rằng công suất điện sẽ tăng 4%-

7%/năm, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng tiêu thụ điện ít nhất là 10%/năm. Điều này cho thấy Việt Nam sẽ gặp một số khó khăn trong việc cung cấp điện cho nền kinh tế trong các năm tới. Đặc biệt, miền Nam sẽ thiếu 1.000MW điện vào năm 2019, và 1.700MW vào năm 2020. Trong khi đó, ngành điện đang được tự do hóa, nhưng đến năm 2021, thị trường cạnh tranh bán buôn sẽ mới được hoàn tất. Vì vậy, trong ngắn hạn, việc cổ phần hóa các công ty điện của EVN sẽ đóng vai trò quan trọng nhất (Genco 3 năm 2017, Genco 1 và 2 trong các năm tới).

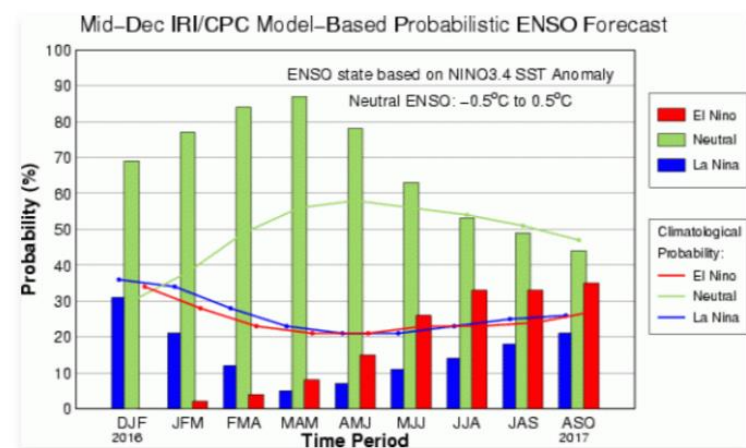
Hình 125: Triển vọng công suất điện Việt Nam



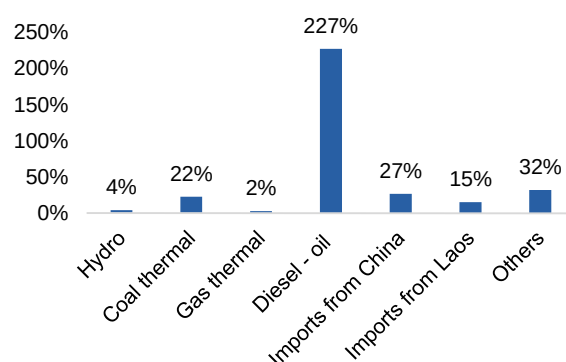
Nguồn: EVN & VCSC

La Nina khó có thể xảy ra trong năm 2017, nên Trung tâm điều độ hệ thống điện sẽ phải tăng cường nhiệt điện. Viện Nghiên cứu Khí hậu và Xã hội Quốc tế cho biết xác suất hiện tượng La Nina xảy ra trong tám tháng đầu năm 2017 chưa đến 20%. EVN đã đưa ra bốn kịch bản cho năm 2017 và ước tính sẽ phải sử dụng thêm từ 2,2-5,6 tỷ kWh điện từ các nhà máy dùng dầu diesel, tăng gấp 3-8 lần so với năm 2016, giả định tiêu thụ điện sẽ tăng từ 11,5%-13%.

Hình 126: Khả năng xảy ra La Nina từng tháng



Hình 127: Kế hoạch huy động điện của Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện quốc gia, tăng trưởng hàng năm trong năm 2017

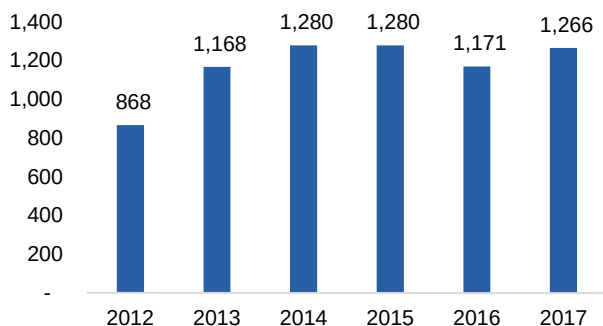


Nguồn: Viện Nghiên cứu Khí hậu và Xã hội, Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện Quốc gia và VCSC

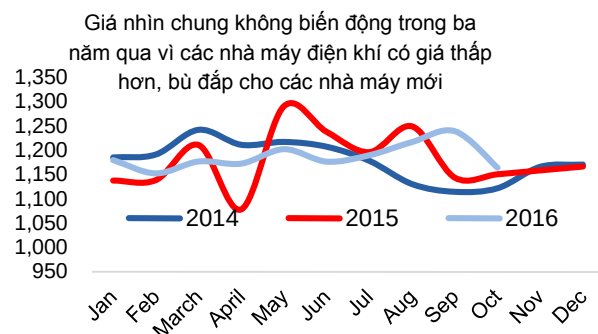
Giá trên thị trường phát điện cạnh tranh đang có xu hướng tăng. Do khả năng thiếu hụt điện năm 2017, Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện, chịu trách nhiệm quản lý thị trường phát điện cạnh tranh, đã tăng giá trần trên thị trường này thêm 8,1% lên 1.266VND/kWh. Đây là một tín hiệu tích cực đối với các nhà máy nhiệt điện. Trong dài hạn, do cung hạn chế như đã trình bày trên đây, nên chúng tôi cho rằng giá bán trung bình của các nhà máy điện sẽ tăng vì: (1) giá dầu khí tăng, (2) Việt Nam sẽ phải nhập khẩu than với giá cao hơn để đáp ứng lượng than

tiêu thụ đang tăng mạnh do các nhà máy điện than mới; (3) thị trường phát điện cạnh tranh sẽ chiếm 70% công suất thay vì 50% so với hiện nay, nên thị trường sẽ có thêm một số nhà máy điện chi phí cao.

Hình 128: Giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh (VND/kWh)

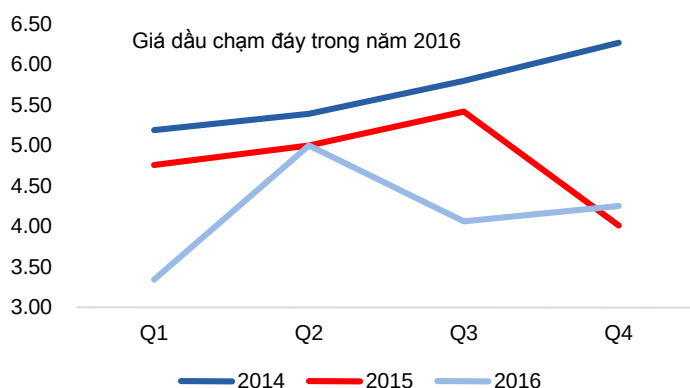


Hình 129: Giá bán trung bình của các nhà máy điện (trong và ngoài thị trường phát điện cạnh tranh, VND/kWh)

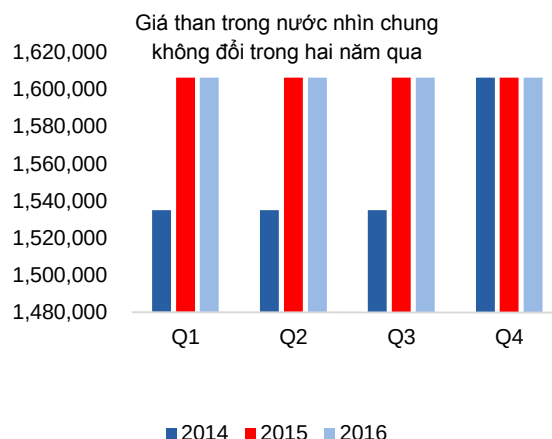


Nguồn: EVN, Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện Quốc gia & VCSC

Hình 130: Giá khí dành cho nhà máy điện trên bao tiêu (USD/MMBTU)



Hình 131: Giá than dành cho các nhà máy điện (VND/tấn)



Nguồn: MOIT & VCSC

Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:

MUA - CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) - Trong báo cáo cập nhật mới nhất, chúng tôi giữ giá mục tiêu 38.000VND/cổ phiếu đối với NT2 vì triển vọng 2017 khả quan hơn so với dự báo trước đây. Trung tâm Điều độ Hệ Thống điện Quốc gia dự kiến sẽ huy động 5,54 tỷ kWh từ NT2 trong năm 2017, tăng 5% so với kế hoạch 2016, so với giả định của chúng tôi là 5.06 tỷ kWh. Đáng chú ý, năm 2016, Trung tâm Điều độ Hệ Thống điện Quốc gia dự kiến huy động 5,27 kWh từ NT2 nhưng trên thực tế đã huy động khoảng 5,28 tỷ kWh.

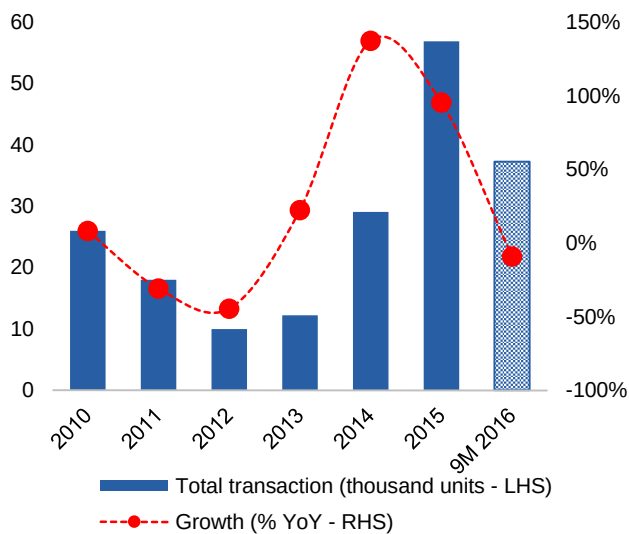
Về lo ngại NT2 sẽ không được tham gia vào dự án Nhà máy Nhơn Trạch 3 vì lý do chính trị, nếu chúng tôi giả định mức chiết khấu 10% so với giá mục tiêu, thì tỷ lệ tăng vẫn đạt 24,3% theo mức giá 27.500VND/cổ phiếu. Điều này, cùng với lợi suất cổ tức ổn định 9,4% (cổ tức bằng tiền mặt tương ứng là 2.600VND/cổ phiếu) khiến NT2 trở nên hấp dẫn. Chúng tôi cho rằng NT2 tối thiểu được tham gia vào nhà máy Nhơn Trạch 3 nhờ quỹ đất lớn và kinh nghiệm chuẩn bị cho dự án. Chúng tôi cũng cho rằng rủi ro liên quan đến nhà máy Nhơn Trạch 3 đã được phản ánh cũng như việc giá khí tăng và KQLN Quý 4 thấp. NT2 đang giao dịch tại mức P/E 7,6 lần theo dự báo EPS 2017.

MUA - CTCP Xây lắp điện 1 (PC1) – Chúng tôi đã đưa ra báo cáo lần đầu dành cho PC1 ngày 10/11 với khuyến nghị MUA. PC1 là công ty xây lắp đường truyền hàng đầu Việt Nam với thị phần 34%-38%, gấp ba lần đối thủ theo sát công ty nhất. Công ty đề ra mục tiêu từ năm 2016 đến 2020 sẽ xây lắp 6.481km đường truyền, cao hơn 25,7% so với giai đoạn năm năm trước và công suất trạm biến áp dự kiến sẽ tăng gấp ba lên lên 74.000MVA. Điều này đảm bảo doanh thu từ xây lắp của PC1 sẽ tăng trưởng ít nhất 10%/năm trong khi doanh thu hiện nay của toàn ngành vào khoảng 2 tỷ USD. Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia hiện đang lập kế hoạch xây thêm 700km đường truyền 500kV, dự kiến sẽ khởi công cuối năm 2017. Điều này củng cố dự báo của chúng tôi đối với lĩnh vực xây lắp của PC1 (dự kiến sẽ đóng góp khoảng 75% lợi nhuận trong các năm tới). PC1 cũng nắm thị phần 40% trong lĩnh vực sản xuất cột điện. Ngoài ra, lĩnh vực thủy điện sẽ hỗ trợ PC1 tăng trưởng mạnh hơn nữa trong thời gian tới. Công ty đã đưa vào hoạt động hai (60MW) trong số sáu nhà máy thủy điện trong tháng 10 một và tháng 10 hai và từ đó đến nay, thu về trên 10 tỷ đồng doanh thu từ lĩnh vực này. Tuy KQLN Quý 4 có thể thấp hơn so với dự báo của chúng tôi do quá trình hoàn tất các dự án xây dựng còn chậm, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận 2017 đạt 325 tỷ đồng. PC1 hiện đang giao dịch với P/E 8,9 lần dự báo EPS 2017.

Cơ hội đầu tư: Lượng căn hộ bán ra đạt mức kỷ lục và danh mục dự án hạ tầng đang triển khai củng cố nhu cầu thép trong khi thuế nhập khẩu sẽ hỗ trợ giá bán

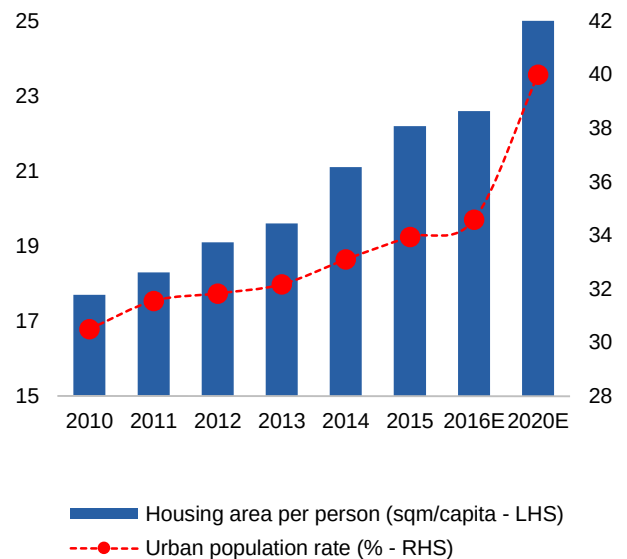
Số lượng giao dịch căn hộ ở mức cao trong ba năm qua. Tổng số lượng căn hộ bán ra tại Hà Nội và TP. HCM đạt 29.000 căn trong năm 2014 (tăng 137% so với năm 2013) và 57.000 năm 2015 (tăng 96% so với năm 2014), đã giảm 9% trong 9 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản đang trong giai đoạn điều chỉnh và diễn biến trên là bình thường do năm 2015 là năm có mức cơ sở cao nhờ lượng lớn nhu cầu tích lũy trong giai đoạn khó khăn 2008-2012 được giải phóng chỉ trong một năm. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi cho rằng điều kiện thị trường sẽ tiếp tục tích cực nhờ cầu mạnh mẽ tại phân khúc trung cấp và đất nền dựa trên thu nhập tăng, triển vọng kinh tế vĩ mô ổn định, các gói thanh toán linh hoạt, sản phẩm chất lượng cao và cơ sở hạ tầng phát triển mạnh.

Hình 132: Tổng số lượng căn hộ bán ra tại Hà Nội và TP. HCM



Nguồn: CBRE

Hình 133: Diện tích nhà ở trên đầu người và dân số đô thị



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Cơ sở hạ tầng tại Việt Nam còn hạn chế cho sự phát triển kinh tế trong dài hạn. Cơ sở hạ tầng hoàn thiện là vô cùng quan trọng để cải thiện điều kiện kinh doanh, do đó Chính phủ Việt Nam đã ưu tiên cho lĩnh vực này trong việc thực hiện phát triển kinh tế đất nước. Chính phủ sẽ tiếp tục tập trung vào xây dựng và phát triển hệ thống giao thông vận tải hiện đại và đồng bộ, ưu tiên các trung tâm kinh tế, các khu vực công nghiệp trọng điểm và nút giao thông (đặc biệt tại TP. HCM, Hà Nội, và các tỉnh lân cận). Đối với giai đoạn 2016-2020, Bộ Giao thông – Vận tải cho biết sẽ cần khoảng 48 tỷ USD để cải thiện cơ sở hạ tầng còn yếu kém, so với 19 tỷ USD trong giai đoạn 5 năm trước đó. Bên cạnh đó, trong tháng 11/2016, Quốc hội thông qua nghị quyết về kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2016 – 2020, trong đó có đề cập về quyết định bố trí 80 nghìn tỉ đồng cho các dự án quan trọng quốc gia. Thử thách trước mắt là việc huy động vốn đầu tư, tuy nhiên chúng tôi cho rằng nguồn vốn đầu tư phát triển hệ thống cơ sở hạ tầng sẽ được duy trì trong trung và dài hạn với sự hỗ trợ từ hình thức hợp tác công tư (PPP).

Hình 134: Một số dự án cơ sở hạ tầng lớn trong trung hạn

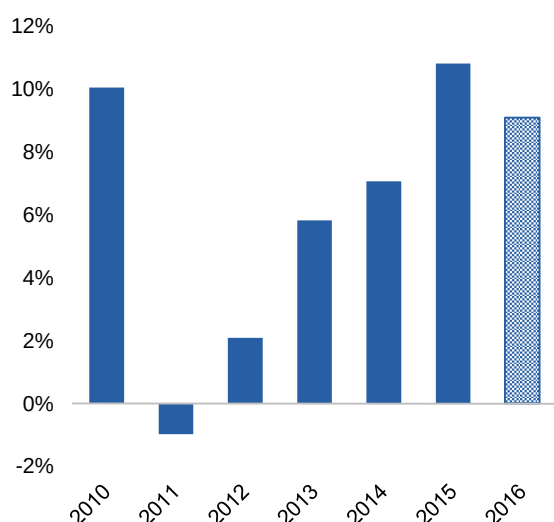
Dự án	Địa điểm	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Khởi công	Hoàn tất (dự kiến)
TP. HCM – Long Thành – Dầu Giây	TP. HCM – Đồng Nai	20.630	2009	02/2015
Tuyến metro số 1	TP. HCM	56.025	2014	2018
Cao tốc Bến Lức – Long Thành	Đồng Nai	31.000	07/2014	2018
Đường trong khu đô thị mới Thủ Thiêm	TP. HCM	12.000		2017
Cầu Thủ Thiêm 2	TP. HCM	3.082	02/2015	2018
Đường Vành Đai 5	Hà Nội	85.561		
Đường Vành Đai	Hà Nội	66.500		2020 (3 giai đoạn)
Tuyến metro số 2	TP. HCM	26.100	2016	
Cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận	TP. HCM	14.600	2016	
Đường trên cao số 5	TP. HCM	17.158	2017	2020
Cao tốc Nha Trang – Phan Thiết	Nha Trang – Phan Thiết	27.840	2017	2020
Đường Vành đai 3 (Mỹ Phước – Tân Vạn)	TP. HCM	10.000	2016	2020

Nguồn: Savills, VCSC

Hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng tiếp tục được duy trì tích cực trong năm 2017. Số lượng giao dịch căn hộ lớn và các dự án cơ sở hạ tầng được triển khai là tín hiệu tích cực cho thấy nhu cầu vật liệu xây dựng vẫn đang tăng cao, cụ thể là thép xây dựng, tôn, ống thép, và xi măng. Với nhu cầu BĐS phục hồi từ năm 2014, chúng tôi cho rằng nhu cầu vật liệu xây dựng sau khi tăng mạnh năm 2016 sẽ ổn định trong năm 2017. Giải ngân FDI gia tăng, quá trình đô thị hóa tiếp tục diễn ra, và quy hoạch phát triển cơ sở hạ tầng ngày càng được chú trọng cũng giúp hỗ trợ hoạt động xây dựng và nhu cầu cho vật liệu xây dựng. Tổ chức BMI dự báo ngành xây dựng Việt Nam sẽ tăng 6,3% trong năm 2017 và 6,1% trong năm 2018, cao hơn so với mức 5,5% năm 2016.

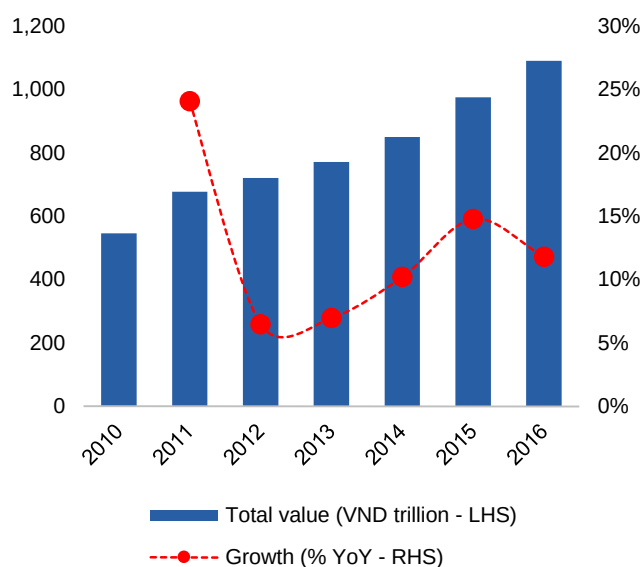
Hình 135: GDP lĩnh vực xây dựng

Tăng trưởng (% YoY)



Nguồn: Tổng cục Thống kê

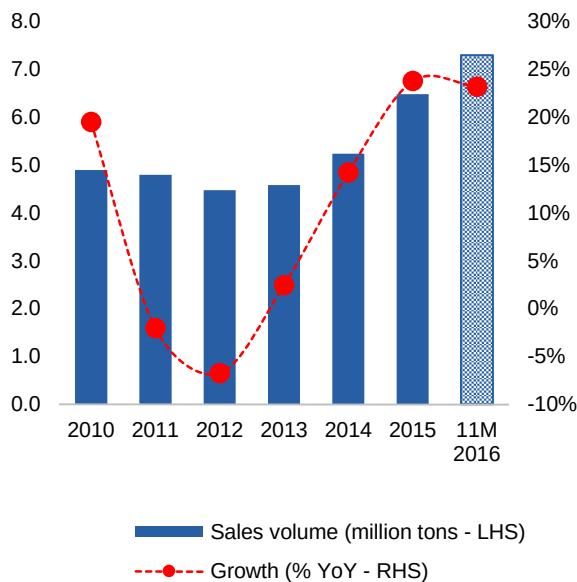
Hình 136: Giá trị sản xuất lĩnh vực xây dựng



Nguồn: Tổng cục Thống kê

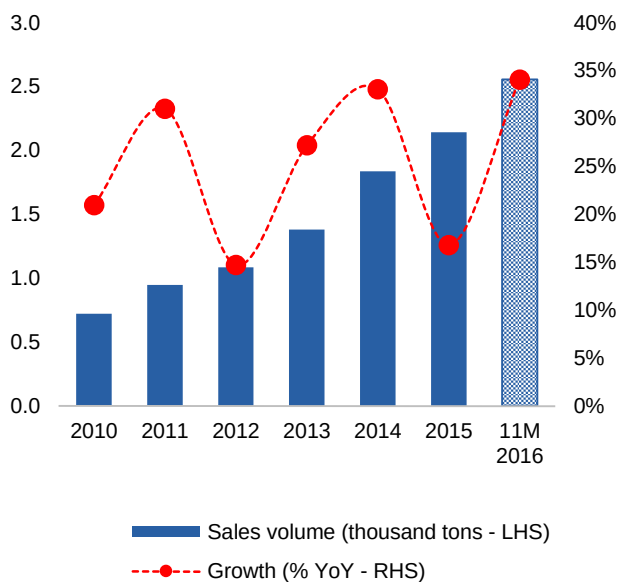
Ngành thép Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng mạnh. Sản lượng thép xây dựng đạt tăng trưởng 28,2% trong 11 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm ngoái, sau khi đã tăng 20% trong năm 2015. Tôn mạ cũng ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng ấn tượng 34,1% trong giai đoạn này, mức cao nhất kể từ 2009. Mức tăng trưởng mạnh này được củng cố bởi thị trường BĐS và lượng dự án cơ sở hạ tầng vững chắc, chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục dẫn dắt ngành vật liệu xây dựng trong năm tới.

Hình 137: Sản lượng thép xây dựng bán ra



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam

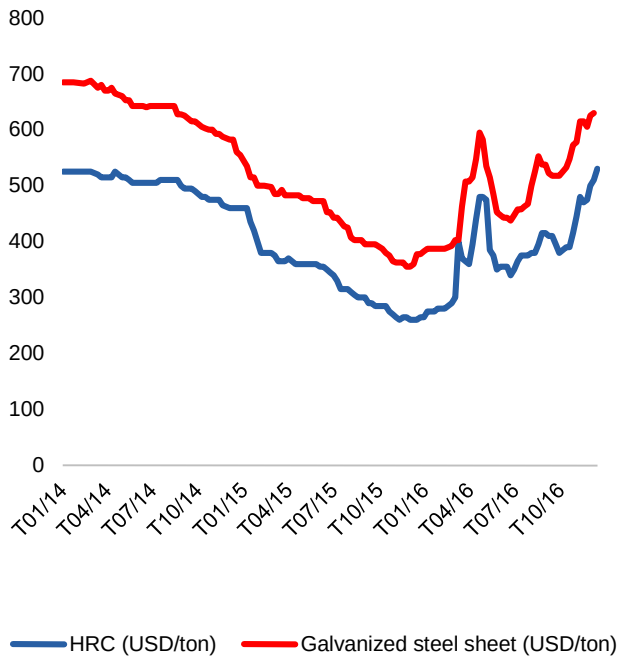
Hình 138: Sản lượng tôn mạ bán ra



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam

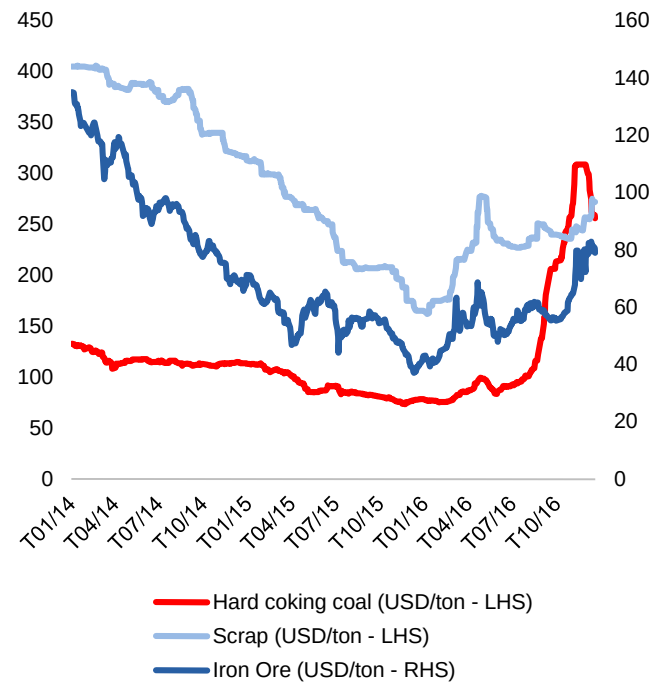
Giá nguyên liệu đầu vào tăng trên thực tế sẽ đem lại lợi ích cho các doanh nghiệp sản xuất thép lớn. Giá nguyên liệu đầu vào của các công ty thép tăng mạnh trong năm 2016, đặc biệt là vào các tháng cuối năm. Giá quặng sắt và than tăng mạnh từ cuối 2016 đến nay, qua đó khiến giá bán các loại bán thành phẩm (như thép cán nóng) và thành phẩm (tôn mạ và thép dài) tăng đáng kể. Tuy nhiên, những diễn biến này thực chất lại sẽ có lợi cho các công ty trong nước với ảnh hưởng lớn đến thị trường thông qua thị phần lớn, thương hiệu mạnh, năng lực định giá cao để chuyển chi phí, quy mô sản xuất lớn và hiệu quả hoạt động cao. HSG, công ty sản xuất tôn mạ lớn nhất trong nước, là một trong các mã chúng tôi đánh giá cao nhất trong việc tận dụng xu hướng này nhờ vào vị thế hàng đầu với 32% thị phần trong nước cùng với việc sở hữu mạng lưới bán lẻ độc nhất và rộng khắp. Các yếu tố này cho phép HSG có khả năng định giá cao hơn, qua đó có thể chuyển phần giá nguyên liệu đầu vào tăng thêm vào giá bán. Công ty cũng áp dụng chiến lược mua và dự trữ nguyên vật liệu vào các thời điểm thích hợp khi giá thép cán nóng thấp và nhờ đó gia tăng biên lợi nhuận. Đối với HPG, nhà sản xuất thép xây dựng hàng đầu trong nước, chúng tôi nhận thấy việc chuyển chi phí tăng thêm vào giá bán sẽ khó khăn hơn cho thép xây dựng so với tôn mạ vì tôn mạ vốn phong phú hơn về chủng loại sản phẩm (bao gồm nhiều loại sản phẩm, chất lượng, phẩm cấp, yêu cầu kỹ thuật). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HPG vẫn sẽ điều chỉnh được giá bán khi giá nguyên liệu tăng nhờ vào vị thế dẫn đầu với 22% thị phần trong nước, sở hữu thương hiệu mạnh, và là nhà sản xuất thép duy nhất trong nước sở hữu khu liên hợp khép kín được quản lý hiệu quả.

Hình 139: Giá thép cán nóng và tôn mạ



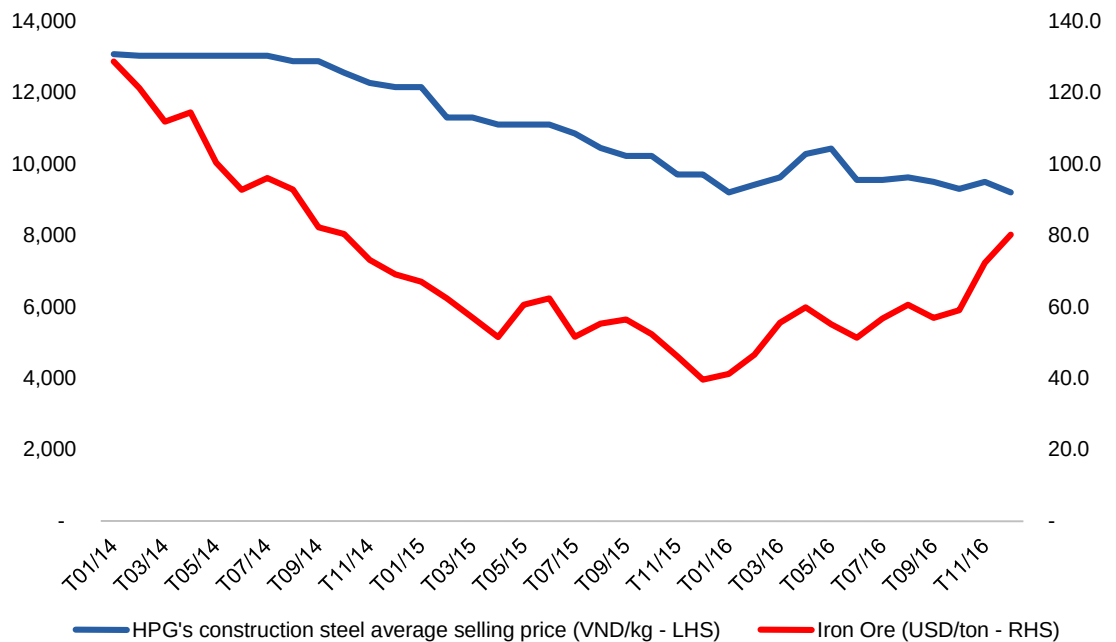
Nguồn: Bloomberg

Hình 140: Giá các nguyên vật liệu đầu vào chính của thép



Nguồn: Bloomberg

Hình 141: Giá bán trung bình thép xây dựng của HPG và giá quặng sắt



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam (giá bán không bao gồm thuế GTGT 10%)

Một loạt các biện pháp bảo hộ thương mại sẽ giúp thép Việt Nam tránh được sự cạnh tranh từ hàng nhập khẩu. Năm 2016, Chính phủ Việt Nam đã thực hiện một số cuộc điều tra và đưa ra thuế bảo hộ đối với thép xây dựng và tôn mạ để bảo vệ các doanh nghiệp trong nước trước một lượng lớn thép được nhập khẩu vào Việt Nam, chủ yếu từ Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng các mức thuế này sẽ làm giảm đáng kể lợi thế về giá cũng như áp lực về sản lượng từ thép nhập khẩu, qua đó giúp các doanh nghiệp sản xuất trong nước, đặc biệt là các doanh nghiệp đầu ngành như HPG (thép xây dựng) và HSG (tôn mạ) tăng giá bán và giành lại thị phần. Trong khi thuế chống bán phá giá chính thức đối với thép xây dựng đang có thời hạn bốn năm, thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ kẽm sẽ hết hiệu lực vào ngày 13/01/2017. Tuy nhiên, việc điều tra đối với tôn mạ vẫn đang tiếp tục được tiến hành và chúng tôi cho rằng sẽ có thêm biện pháp bảo hộ được ban hành trong năm 2017.

Hình 142: Bảng tóm tắt các biện pháp phòng vệ thương mại của Việt Nam đối với thép xây dựng và tôn mạ

	Thép xây dựng				Tôn mạ
Quyết định của Bộ Công thương	Số 2968/QĐ-BCT ban hành ngày 18/7/2016				Số 3584/QĐ-BCT ban hành ngày 1/9/2016
Loại hình bảo hộ	Chống bán phá giá				Chống bán phá giá
Tình trạng	Chính thức trong 4 năm				Thạm thời 120 ngày
Sản phẩm	Phôi thép và thép dài				Tôn mạ (35 mã)
Nguồn gốc	Tất cả các quốc gia				Trung Quốc (bao gồm Hồng Kông) và Hàn Quốc
Thuế suất	Phôi thép		Thép dài		4,02% - 38,34%, tùy thuộc vào nhà sản xuất
	22/03/2016 đến 21/03/2017	23,3%	22/03/2016 đến 01/08/2016	14,2%	
			02/08/2016 đến 21/03/2017	15,4%	
	22/03/2017 đến 21/03/2018	21,3%	22/03/2017 đến 21/03/2018	13,9%	
	22/03/2018 đến 21/03/2019	19,3%	22/03/2018 đến 21/03/2019	12,4%	
	22/03/2019 đến 21/03/2020	17,3%	22/03/2019 đến 21/03/2020	10,9%	
	22/03/2020 trở đi	0,0%	22/03/2020 trở đi	0,0%	
Thời gian áp dụng	02/08/2016 đến 22/03/2020				16/09/2016 đến 13/01/2017

Nguồn: Bộ Công Thương

Các cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao:

MUA - CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX:HPG): HPG là cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao nhất trong ngành thép với định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2017 là 5 lần, các chỉ số cơ bản mảng thép vững chắc và tiềm năng nhận đóng góp lợi nhuận từ các mảng khác như chăn nuôi và BĐS từ năm 2018 trở đi. Nhu cầu cho các hoạt động xây dựng cao cùng với thuế chống bán phá giá thời hạn bốn năm sẽ giúp công ty gia tăng cả sản lượng lẫn giá bán đối với thép xây dựng. Trở ngại duy nhất đối với tăng trưởng của HPG là công suất hạn chế do công ty hiện đang hoạt động hết công suất. Tuy nhiên, vấn đề này sẽ được khắc phục nhờ vào giai đoạn 1 dự án Dung Quất, công suất 2 triệu tấn thép/năm, qua đó đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận từ 2021 trở đi. Chúng tôi dự báo EPS năm 2017 sẽ tăng trưởng 14%.

MUA - CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX:HSG): Là nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu với thị phần 32% và có khả năng sinh lời cao nhất dù đặc thù ngành tôn mạ có nhiều biến động. Đây là kết quả của việc công ty tích cực gia tăng công suất để khai thác nhu cầu tiềm năng nhanh hơn đối thủ cạnh tranh và mở rộng mạng lưới bán lẻ rộng khắp nhanh chóng mà không đối thủ nào theo kịp. Sang năm 2017, chúng tôi cho rằng HSG sẽ đạt tăng trưởng LNST 15% nhờ tập trung trở lại vào việc phát triển thị trường trong nước, đặc biệt tại miền Bắc và miền Trung. Thuế chống bán phá giá tạm thời và diễn biến giá thuận lợi như đã trình bày trên đây cũng giúp hỗ trợ tăng trưởng năm 2017. Để cải thiện triển vọng tăng trưởng dài hạn, HSG hiện đang có kế hoạch đầu tư 500 triệu USD vào Giai đoạn 1.1 dự án liên hợp thép Hoa Sen Cà Ná – Ninh Thuận, công suất 1,5 triệu tấn thép dài/năm. Chúng tôi cho rằng HSG vẫn đang hấp dẫn về mặt định giá với P/E năm 2017 là 6 lần nhờ triển vọng năm 2017 tích cực và dự án Hoa Sen – Cà Ná sẽ hỗ trợ định giá trong dài hạn. Để biết thêm chi tiết vui lòng tham khảo [báo cáo lần đầu dành cho HSG của chúng tôi vào tháng 11/2016](#).

Các cổ phiếu đáng chú ý khác

MUA – FPT (HSX:FPT): Định giá dành cho tập đoàn CNTT và viễn thông hàng đầu Việt Nam vẫn còn rất hấp dẫn. Giá cổ phiếu FPT chưa có diễn biến đúng với giá trị thật cũng như kết quả hoạt động khi các lĩnh vực khác nhau vẫn còn nhiều biến động. Thành công trong việc thoái vốn lĩnh vực bán lẻ và phân phối sẽ giúp định giá cổ phiếu tăng. Hai trụ cột tăng trưởng chính của FPT là xuất khẩu phần mềm và viễn thông vẫn đang phát triển mạnh. Chúng tôi dự báo trong năm 2017, lợi nhuận trước thuế lĩnh vực xuất khẩu phần mềm sẽ tăng 28% và lĩnh vực viễn thông sẽ tăng 20%. FPT Telecom sẽ được niêm yết trong thời gian tới, qua đó hỗ trợ định giá dành cho FPT.

MUA – CTCP Tập đoàn MaSan (HSX:MSN): Cổ phiếu MSN hấp dẫn về mặt giá trị gài sản nhưng chúng tôi xin lưu ý rằng MSN không còn là một công ty hàng tiêu dùng, nghĩa là lợi nhuận sẽ bị hạn chế hơn so với các công ty hàng tiêu lớn dùng khác. Các lĩnh vực thức ăn chăn nuôi, ngân hàng, khai khoáng và sản xuất bia đã đạt nhiều bước tiến lớn, trong khi thực phẩm và đồ uống (trừ bia) sẽ tiếp tục gặp khó khăn do thị trường bão hòa và cạnh tranh gay gắt. Chúng tôi dự báo EPS năm 2016 tăng 63% và năm 2017 tăng 24%, chủ yếu nhờ thức ăn chăn nuôi và ngân hàng. Hiện MSN đang giao dịch với P/E 2016 là 19,3 lần và P/E 2017 là 15,5 lần theo dự báo của chúng tôi.

MUA – CTCP Bóng đèn Điện Quang (HSX:DQC): DQC hưởng lợi từ việc thị trường chiếu sáng Việt Nam chuyển từ bóng đèn thông thường sang bóng đèn LED với việc tập trung vào chất lượng, mạng lưới phân phối, và thương hiệu. Chúng tôi cho rằng doanh thu từ bóng đèn LED của DQC sẽ tăng mạnh 70% trong năm 2017, qua đó giúp doanh thu từ thị trường trong nước tăng 19%. Tuy nhiên, các khoản phải thu từ khách hàng Cuba giảm sẽ khiến thu nhập tài chính năm 2017 giảm theo, nên EPS theo ước tính chỉ xấp xỉ năm 2016 dù lợi nhuận từ HĐKD theo ước tính tăng 14%. DQC hiện đang giao dịch với P/E 2017 là 11,3 lần, mà theo chúng tôi là khá hấp dẫn.

KHẢ QUAN – GTN Foods (HSX:GTN): Khuyến nghị của chúng tôi được đưa ra trên cơ sở GTN có khả năng mua lại tài sản với giá thấp thông qua quá trình tư nhân hóa doanh nghiệp nhà nước và khả năng của ban lãnh đạo trong việc phát huy giá trị các tài sản này trong các năm tới. Vinatea đang đạt tiến độ đáng khích lệ với xuất khẩu tăng mạnh, biên lợi nhuận cải thiện và các sản phẩm có thương hiệu được tung ra thị trường trong nước tháng 11/2016. Tình hình hoạt động của GTN sẽ rõ ràng hơn sau khi công ty mua lại một công ty sữa sở hữu 51% Sữa Mộc Châu, một trong các thương hiệu sữa thanh trùng hàng đầu Việt Nam. Nhờ tiến độ tích cực tại Vinatea và thương vụ mua lại trên, chúng tôi dự báo EPS 2017 sẽ tăng mạnh 114% so với mức thấp năm 2016. GTN hiện đang giao dịch tại mức P/E 2017 là 21,5 lần.

KHÔNG ĐÁNH GIÁ – CTCP Tập đoàn Kido (HSX:KDC): Do quy mô vốn hóa và khả năng đầu tư, KDC đáng được chú ý trở lại sau khi ban lãnh đạo tỏ ra cởi mở hơn đối với giới đầu tư. Hai năm sau khi bán lại lĩnh vực bánh kẹo, KDC đã tái cơ cấu hoạt động kinh doanh, hiện bao gồm ba lĩnh vực: kem, dầu ăn, và thực phẩm đông lạnh. Lĩnh vực kem tăng trưởng mạnh nhờ công ty có mạng lưới phân phối lạnh rộng khắp, sản phẩm đa dạng, và thu nhập người tiêu dùng tăng. Tận dụng mạng lưới phân phối lạnh hàng đầu thị trường, KDH cũng dự kiến sẽ tung ra một số sản phẩm đông lạnh như bánh bao, hoành thánh, v.v. để đáp ứng nhu cầu sử dụng thực phẩm nhanh chóng, tiện lợi, và vệ sinh. KDC cũng trở thành một tên tuổi đáng kể trong lĩnh vực dầu ăn sau khi mua lại hai công ty lớn là Dầu Thực vật Tường An (HSX:TAC) và Vocarimex (UpCom:VOC). Ngoài việc khai thác quy mô lớn của thị trường dầu ăn, KDC còn nhiều cách cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận, như mở rộng mạng lưới phân phối, thay đổi chiến lược bán hàng từ bị động (chờ đợi đơn hàng) sang chủ động hơn, phân hóa sản phẩm/thị trường rõ ràng hơn, và cải thiện hiệu suất (VD: lập kế hoạch sản xuất, logistics).

KHẢ QUAN – Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX:PVS): PVS là cổ phiếu dầu khí chúng tôi đánh giá cao nhất vì danh mục dịch vụ đa dạng, các hợp đồng cho thuê kho nổi FSO/FPSO dài hạn, và là công ty hưởng lợi đầu tiên từ các dự án dầu khí lớn tại Việt Nam như Lô B, Cá Rồng Đỏ, v.v. Thực tế, giá thuê ngày cố định theo hợp đồng cho thuê FPSO/FSO

và số đơn hàng Cơ khí dầu khí giá trị lớn đang giúp bù đắp lại các lĩnh vực bị suy giảm mạnh như ROV và khảo sát địa chấn, cũng như lỗ từ công ty liên kết năm 2016. Tuy giá dầu phục hồi trong thời gian qua, lợi nhuận dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong năm 2017, do tác động của giá dầu thấp trước đây, và một số dự án cơ khí dầu khí lớn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ không bị trì hoãn nhiều năm và dự báo LNST sẽ tăng trưởng kép hàng năm 10% từ 2016-2020. Nếu công ty công bố khởi công trong 6 tháng cuối năm 2017, giá cổ phiếu sẽ được hỗ trợ. PVS hiện đang giao dịch với P/E 2017 là 9,5 lần, khá hấp dẫn nhờ triển vọng tích cực và lợi suất cổ tức vừa phải 6,1%. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu nếu có điều chỉnh theo KQLN 6 tháng đầu năm 2017 thấp sẽ là thời điểm tốt để mua PVS.

KHẢ QUAN – Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HSX:DPM): Dù chúng tôi có thể điều chỉnh giảm dự báo 2017 do giá u-rê trong nước cần thời gian dài hơn so với dự kiến mới theo kịp giá thế giới, và lợi nhuận từ dự án NH3-NPK mới có thể giảm, chúng tôi vẫn cho rằng DPM là một cổ phiếu hấp dẫn với lợi suất cổ tức ổn định 11,1% và triển vọng giá u-rê phục hồi từ mức thấp nhất 10 năm qua, cũng như đóng góp ngày càng tăng của dự án NH3-NPK. Giá u-rê thế giới tăng 10%-17% trong Quý 4/2016 so với Quý 3 trong khi giá u-rê trong nước đi ngang. Lợi nhuận 2017 sẽ chịu áp lực do biên lợi nhuận giảm vì giá khí phục hồi mạnh hơn giá u-rê. Rủi ro đối với dòng tiền của DPM bao gồm bảo lãnh nợ cho PVTex và khả năng sinh lời của dự án NH3/NPK mới trong các năm đầu đi vào hoạt động. Tuy nhiên, DPM vẫn còn tiền mặt dồi dào (220 triệu USD) và tỷ lệ đòn bẩy âm 0,5 lần vào cuối Quý 3/2016. Chúng tôi có thể sẽ điều chỉnh giảm giả định cổ tức từ 3.000VND xuống 2.500VND do dự báo lợi nhuận 2017 sẽ giảm nhưng cho rằng lợi suất cổ tức 11,1% vẫn rất hấp dẫn.

KHẢ QUAN – CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM (HSX:CII): CII là công ty tư nhân lớn và có uy tín nhất trong ngành phát triển cơ sở hạ tầng tại Việt Nam với nhiều dự án đang triển khai. Quan điểm dài hạn của chúng tôi được dựa trên mô hình định giá theo phương pháp tổng giá trị thành phần nhờ sự đóng góp lớn từ các dự án BOT và mảng bất động sản của CII, bên cạnh lợi suất cổ tức ổn định ở mức 7%. Trong khi đó, khả năng trúng thầu các dự án BT/BOT, như dự án dự án tuyến đường trên cao số 1 hay dự án mở rộng hợp đồng BT Thủ Thiêm hiện vẫn chưa được đưa vào mô hình định giá của chúng tôi, góp phần gia tăng giá mục tiêu cho cổ phiếu này. Do quá trình tái cấu trúc mô hình kinh doanh từ năm 2013, CII đã ghi nhận các khoản thu nhập tài chính, dẫn đến việc tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất của CII thường có sự biến động chủ yếu do phương pháp ghi nhận kế toán; tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất của CII sẽ ít biến động hơn từ sau năm 2018 khi mà quá trình tái cơ cấu hoàn tất và kết quả kinh doanh của các hoạt động cốt lõi bắt đầu được ghi nhận. Việc phát hành trái phiếu chuyển đổi bằng đồng USD với lãi suất dự kiến 1% sẽ giúp CII tiết kiệm được chi phí hơn so với các khoản vay ngân hàng, đây cũng là một trong những thế mạnh của công ty trong việc đáp ứng nhu cầu vốn cho danh mục lớn các dự án đang triển khai.

KHẢ QUAN – Tập đoàn Bảo Việt (HSX:BVH): BVH thống lĩnh thị trường bảo hiểm Việt Nam với thị phần lớn nhất về bảo hiểm nhân thọ và thứ hai về bảo hiểm phi nhân thọ. Khuyến nghị của chúng tôi được dựa trên tăng trưởng doanh thu mạnh, hỗ trợ các hoạt động đầu tư. Doanh thu thuần từ bảo hiểm của BVH trong 9 tháng đầu năm 2016 tăng 22,2% so với cùng kỳ 2015, khiến giá trị danh mục đầu tư tăng mạnh, và qua đó giúp thu nhập tài chính tăng mạnh. Ngoài ra, tỷ lệ thất thoát đang giảm dần vì BVH đang chuyển sang bảo hiểm nhân thọ do tình trạng gian dối và trục lợi được kiểm soát tinh vi hơn. Tỷ lệ thất thoát giảm còn 34,2% trong 9 tháng đầu năm 2016 so với 37,5% năm 2015 và 43,8% năm 2014. Vì vậy, chúng tôi dự báo xu hướng tỷ lệ thất thoát giảm sẽ giúp lợi nhuận chia cổ đông ổn định. Với tư cách công ty bảo hiểm nhân thọ, BVH cũng hưởng lợi nhờ tình hình vĩ mô tích cực, giúp ổn định mức độ tăng trưởng của chi phí dự phòng và do đó gia tăng lợi nhuận.

Phụ lục: Kế hoạch cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước 2016-2020

Cổ phần nhà nước	Lĩnh vực hoạt động	Số doanh nghiệp	Doanh nghiệp tiêu biểu	Cơ quan chủ quản
100%	Đo đạc bản đồ liên quan đến quốc phòng và an ninh	2		
	Điện liên quan đến quốc phòng và an ninh	2	EVN (Tập đoàn Điện lực Việt Nam) – công ty mẹ	
	Quản lý đường sắt	2	Tổng công ty Đường sắt Việt Nam	Bộ Giao thông Vận tải
	Quản lý hàng không	1	Tổng công ty Quản lý bay Việt Nam	
	Bảo đảm Hàng hải	3		
	Bưu chính công ích	1	Tổng công ty Bưu điện Việt Nam	Bộ Thông tin và Truyền thông
	Xổ số	63		
	Xuất bản (trừ in)	13		
	In, đúc tiền, sản xuất vàng miếng	1	Nhà máy In tiền quốc gia	NHNN
	Tín dụng chính sách, đảm bảo an toàn hệ thống ngân hàng	6		
	Các trường hợp khác	9	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam Trung tâm Lưu ký Chứng khoán	Bộ Công Thương
Trên 65%	Khai thác khoáng sản quy mô lớn	2		
	Thăm dò dầu khí	1		
	Ngân hàng và tài chính (không tính bảo hiểm, chứng khoán, đầu tư, quỹ, và công ty tài chính)	1	Agribank	NHNN
Từ 50% đến 65%	Sản xuất hóa chất cơ bản	1	Vinachem	Bộ Công Thương
	Doanh nghiệp bán buôn gạo và dầu mua lại trên 30% giá trị vốn hóa	2	Tổng công ty Lương thực miền Nam	Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn
			Tổng công ty Lương thực miền Bắc	
	Sản xuất thuốc lá	5	Vinataba	Bộ Công Thương
	Hạ tầng Internet	2	Mobifone	Bộ Thông tin và Truyền thông
			VNPT	
	Sản xuất cao su và cà phê tại các khu vực liên quan đến quốc phòng và an ninh	1	Vinacafe	Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn
	Đảm bảo nhu cầu thiết yếu cho sản xuất và đời sống vùng sâu vùng xa	1		
	Bán lẻ điện	5	TCT Điện lực miền Bắc	EVN
			TCT Điện lực miền Nam	
			TCT Điện lực TP Hà Nội	
			TCT Điện lực TP Hồ Chí Minh	
	Các trường hợp khác	10		



Dưới 50%	Môi trường, chiếu sáng và nước	53		
	Bán buôn, bán lẻ	7	Công ty Vàng Bạc Đá Quý Sài Gòn – SJC	TP. HCM
			Tổng công ty Bến Thành	TP. HCM
	Sản xuất	14	Tổng công ty Giấy Việt Nam	Bộ Công Thương
			Tổng công ty Công nghiệp Xi măng Việt Nam	Bộ Xây dựng
			Tổng Công ty Dầu Việt Nam	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
			Công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn	
			Công ty TNHH một thành viên Công nghiệp tàu thủy Dung Quất	
	Du lịch	4		
	Đầu tư BĐS	2	Tổng công ty Địa ốc Sài Gòn	TP. HCM
	Sản xuất điện	4	PV Power	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
			EVNGENCO 1	EVN
			EVNGENCO 2	
	Thông tin và truyền thông	5	EVNGENCO 3	
			VTV Cab	
			VTV Broadcom	
	Giao thông vận tải và kho bãi	2	Tổng công ty Dầu Việt Nam	
	Xây dựng	11		
	Các trường hợp khác	4		

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Digvijay Singh, Trưởng phòng cao cấp ext 145
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132
- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên ext 364

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143
- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181
- Trần Trung Thành, Chuyên viên ext 139

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng ext 120
- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Logistics và Nông nghiệp

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh, Chuyên viên ext 196

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.