



**Dự cảm năm 2017**



# **NỘI DUNG**

**TRIỂN VỌNG KINH TẾ VĨ MÔ**

**THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

**CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ**

**Triển vọng vĩ mô:** RongViet Research dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2017 sẽ đạt 6,58%, cao hơn mức dự báo chung 6,3% và mức tăng trưởng 6,25% của năm 2016. Luận điểm chính bao gồm:

- Tăng trưởng ổn định trong lĩnh vực sản xuất và tiêu dùng
- Sự phục hồi của giá dầu và lĩnh vực nông nghiệp sẽ tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế
- Trong kịch bản chủ nghĩa bảo hộ thương mại từ Mỹ không trở nên nghiêm trọng, xuất khẩu có thể tiếp tục tăng trưởng, gắn liền với sự phục hồi của thương mại toàn cầu.

## Thử thách đối với điều hành vĩ mô:

- **Chính sách tài khóa không thể hỗ trợ tăng trưởng** khi nợ công chạm ngưỡng giới hạn 65% GDP
- **Chính sách tiền tệ tiếp tục xử lý nhiều bài toán kinh tế vĩ mô**, bao gồm:
  - Kiểm soát lạm phát và sự mất giá của tiền đồng
  - Duy trì mặt bằng lãi suất thấp cho khu vực tư nhân (lĩnh vực ưu tiên)
  - Kiểm soát tín dụng vào lĩnh vực bất động sản và vay tiêu dùng cá nhân
- **Thách thức bên ngoài:** Quỹ đạo của hai nền kinh tế lớn Mỹ và Trung Quốc (FED nâng lãi suất, sự mạnh lên của đồng USD trong khi đồng NDT mất giá, bảo hộ thương mại).

## CHỦ ĐỀ VĨ MÔ 2017:

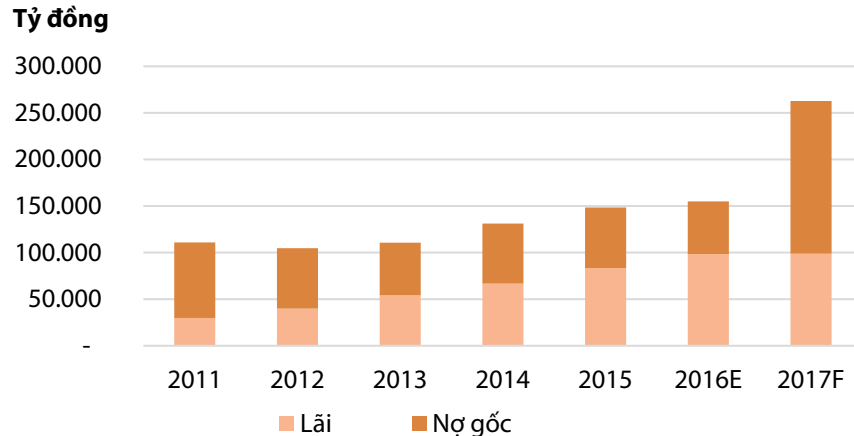
**Chủ đề 1** : [Chuyển động cùng sự phục hồi giá hàng hóa](#)

**Chủ đề 2** : [Việt Nam có bị tổn thương do rào cản thương mại?](#)

**Chủ đề 3** : [Tái cơ cấu Doanh nghiệp Nhà nước – Chưa đi trọn con đường](#)

**Chuyên đề** : [Chính sách Một Vành Đai – Một Con Đường của Trung Quốc](#)

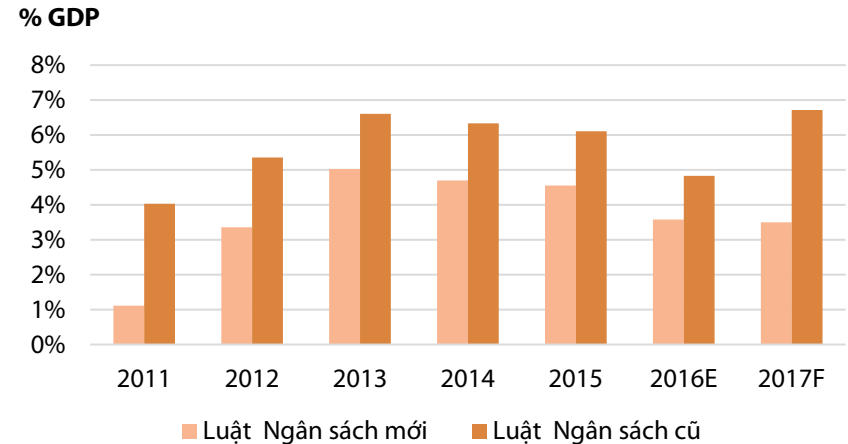
## Nghĩa vụ chi trả nợ cao trong năm 2017



## Chính sách tài khóa

- ♦ Tỷ lệ nợ công cao khiến cho **công cụ tài khóa bị vô hiệu**, cản trở khả năng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thông qua chính sách tài khóa
- ♦ **Nghĩa vụ chi trả nợ nước ngoài** có thể tạo ra những cú sốc tạm thời trên thị trường tiền tệ trong năm 2017
- ♦ Trong ngắn hạn, Chính phủ cần sử dụng **nguồn thu từ cổ phần hóa để giảm nợ công**.

## Thâm hụt ngân sách duy trì \*



## Chính sách tiền tệ

- ♦ Ngân hàng Nhà nước cần sẵn sàng cho **việc FED nâng lãi suất và đà phục hồi của giá hàng hóa**
- ♦ **Lãi suất điều hành kỳ vọng không đổi trong năm 2017**
- ♦ **Dự trữ ngoại hối cao** sẽ giúp NHNN kiểm soát được biến động của tỷ giá.

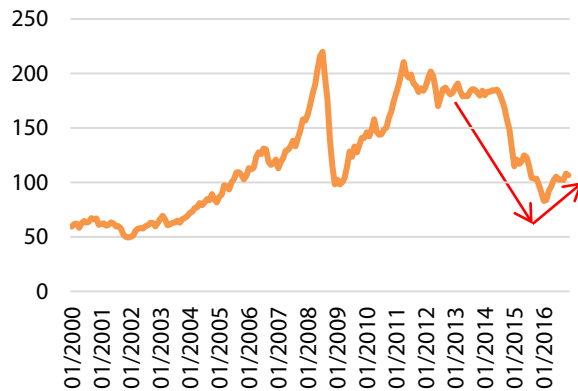
## Luận điểm đánh giá

- Rủi ro lạm phát tăng cao trong năm 2017
- Sức rớt của chính sách tiền tệ
  - Chưa quan ngại lạm phát do cung tiền mở rộng nhanh
  - NHNN sẽ chưa nâng lãi suất trong năm 2017
- Phản ứng của NHNN trong bối cảnh FED nâng lãi suất

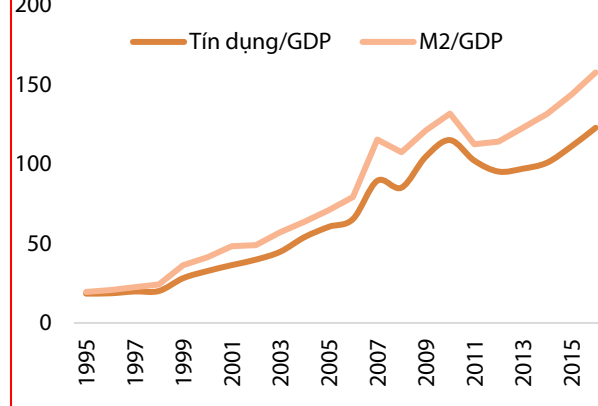
## Rủi ro đối với nhận định của RongViet

- Tiền đồng mất giá nhiều hơn kỳ vọng
- Điều chỉnh tăng giá hàng hóa dịch vụ công
- Giá dầu phục hồi mạnh
- Kiểm soát nợ xấu
- FED nâng lãi suất nhanh hơn

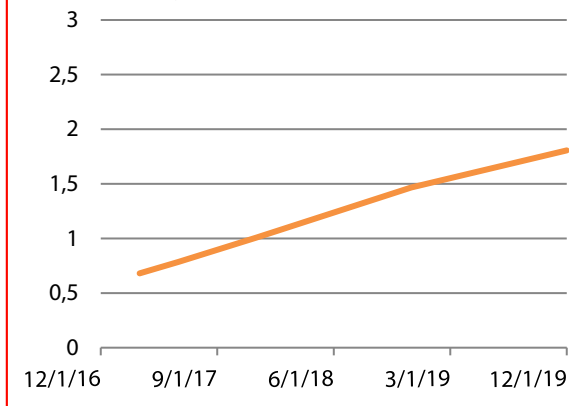
### Sự phục hồi của giá hàng hóa



### Cung tiền tăng nhanh

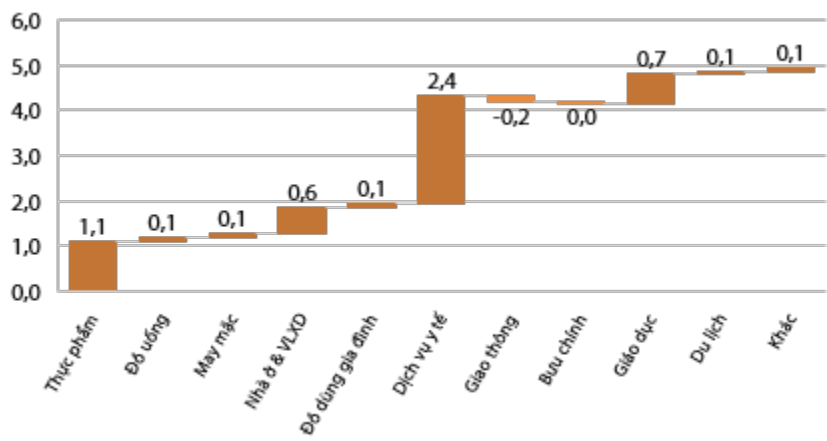


### Dự báo lãi suất của FED

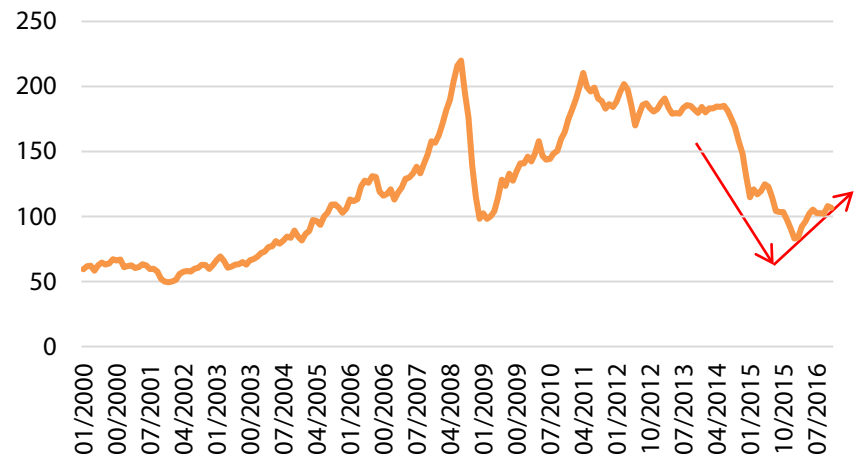


Nguồn: IMF, SBV, Bloomberg, RongViet Research

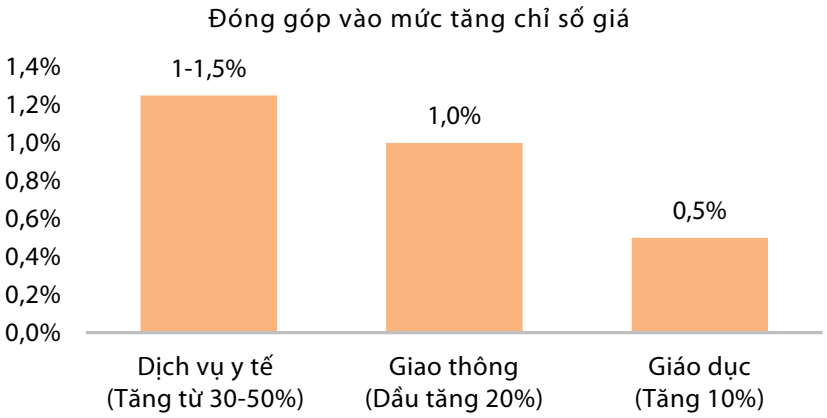
## Đóng góp vào CPI năm 2016 theo mặt hàng (%)



## Sự phục hồi của giá hàng hóa thế giới



## Yếu tố chính ảnh hưởng đến lạm phát năm 2017



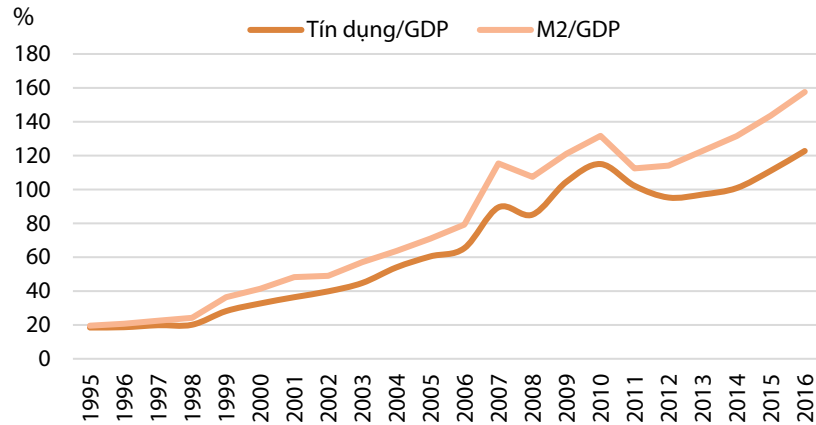
## Triển vọng năm 2017

- ♦ RongViet Research kỳ vọng lạm phát tăng 6% trong năm 2017, cao hơn mục tiêu 4% của Chính phủ
- ♦ Theo dữ liệu lịch sử, giá dầu tăng 20% sẽ khiến lạm phát tăng thêm khoảng 1%
- ♦ Áp lực mất giá của tiền đồng và sự điều chỉnh trong giá hàng hóa dịch vụ công (điện, nước) là rủi ro đối với dự phóng của chúng tôi

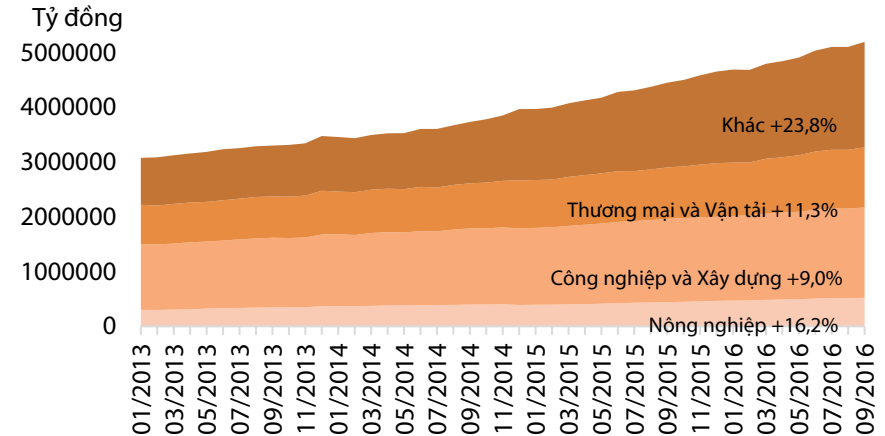
Nguồn: GSO, IMF, RongViet Research

# Sức rướn của chính sách tiền tệ

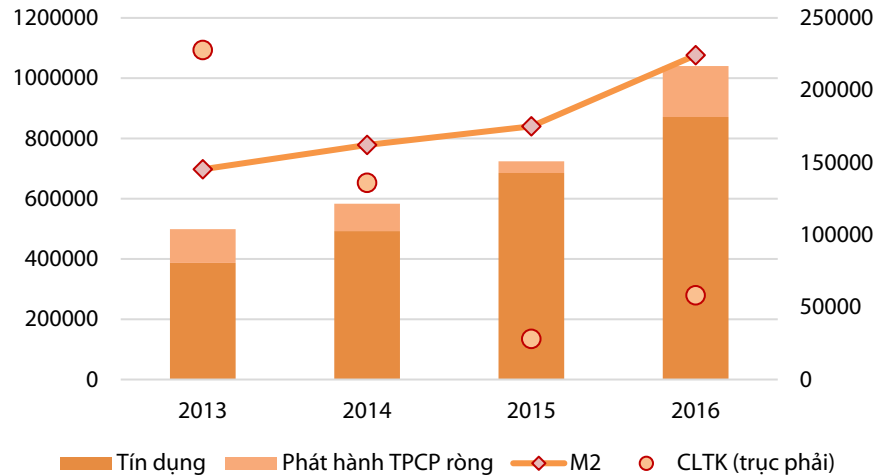
## Tỷ lệ tín dụng/GDP và M2/GDP đang ở mức cao nhất



## Tăng trưởng tín dụng theo ngành nghề (CAGR 2012-2016)



## Chênh lệch thanh khoản\* ở mức thấp trong năm 2016

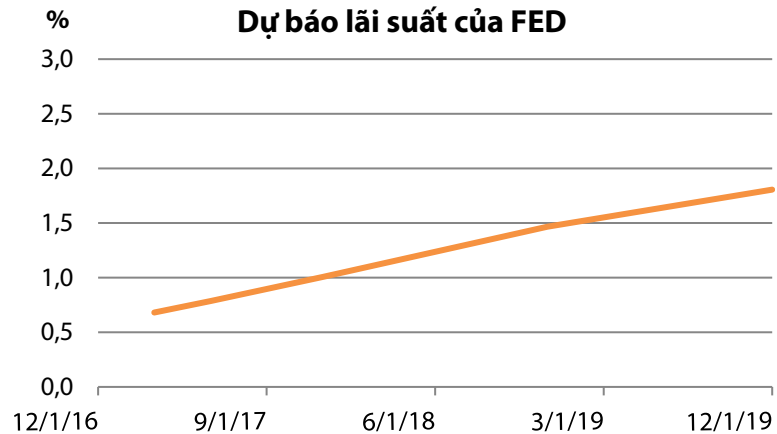


## Triển vọng năm 2017

- ♦ **Cung tiền tăng mạnh** và tỷ số M2/GDP đang ở mức cao nhất lịch sử, nhưng chỉ số này **chưa thể hiện cho việc dư cung tiền tệ**, là nhân tố tác động lên triển vọng lạm phát
- ♦ Tăng trưởng tín dụng các ngành nghề chính diễn biến song hành với tăng trưởng trong sản xuất và đầu tư, **NHNN sẽ tiếp tục duy trì môi trường lãi suất thấp đối với các lĩnh vực ưu tiên**. Trong khi đó, NHNN sẽ có biện pháp kiểm giữ đà tăng tín dụng tại các lĩnh vực khác (tín dụng tiêu dùng, bất động sản)

Nguồn: WB, SBV, RongViet Research, \*Chênh lệch thanh khoản =  $\Delta M2 - \Delta$  Phát hành trái phiếu ròng -  $\Delta$  Tín dụng

## FED dự kiến sẽ nâng lãi suất từ từ trong năm 2017



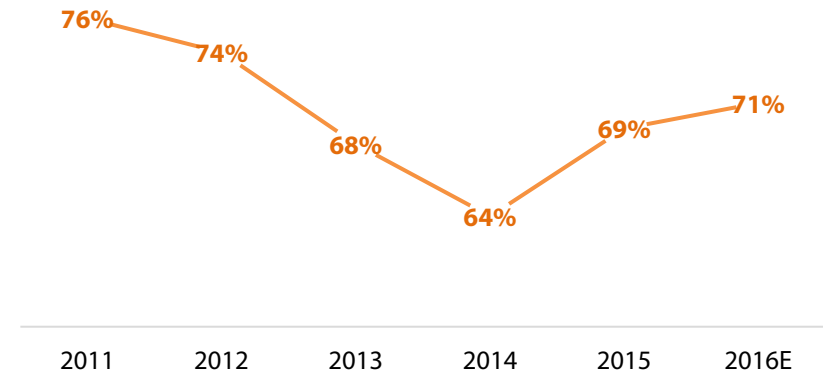
## Lý do để NHNN duy trì nới lỏng tiền tệ:

- Mức độ ảnh hưởng từ việc nâng lãi suất của FED đối với nợ công của Việt Nam giảm so với trước do tỷ lệ nợ trong nước đang tăng
- Do khó khăn của ngân sách, nhà điều hành phải dựa vào chính sách tiền tệ để hỗ trợ cho tăng trưởng
- Giữ chi phí đi vay của Chính phủ ở mức thấp

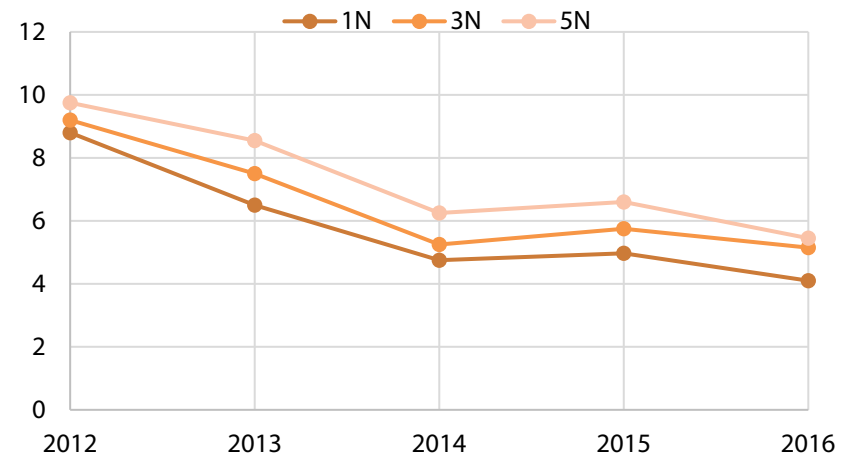
## Rủi ro trong trung hạn:

- Áp lực lạm phát tăng lên
- Thắt chặt các điều kiện cho vay và lãi suất của nền kinh tế tăng trở lại
- Bất ổn tỷ giá

## Tỷ lệ nợ nước ngoài/Tổng nợ công



## Lãi suất trái phiếu chính phủ theo kỳ hạn



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

# CHỦ ĐỀ 2: Việt Nam có bị tổn thương do rào cản thương mại?

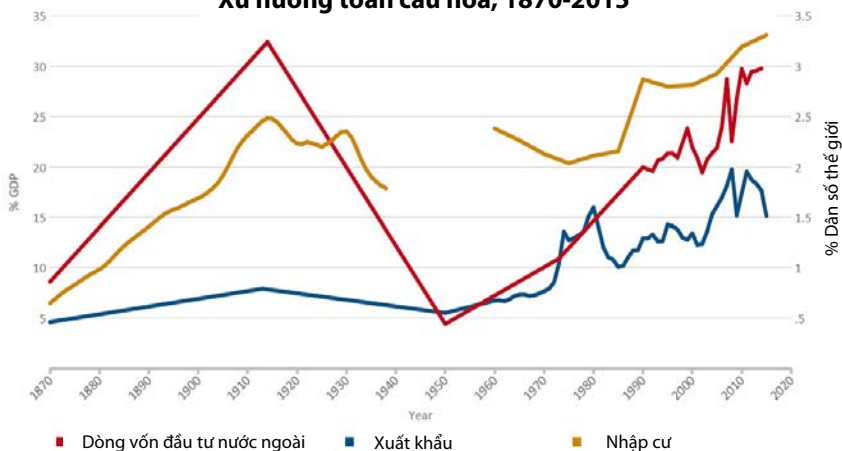
## Luận điểm đánh giá

- Chủ nghĩa bảo hộ của Trump và những khả năng có thể xảy ra?
- Triển vọng hoạt động xuất khẩu Việt Nam trong ngắn và trung hạn
- Dòng vốn đầu tư nước ngoài FDI sẽ không bị ảnh hưởng
- Việt Nam sẽ hưởng lợi nếu hàng Trung Quốc vào Mỹ sụt giảm

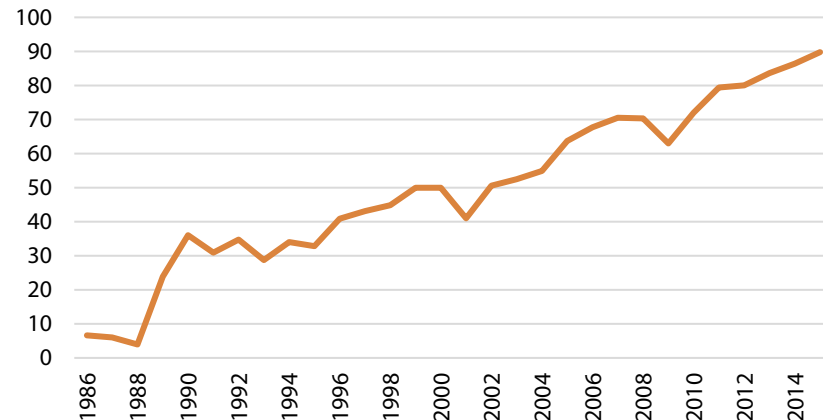
## Rủi ro đối với nhận định của RongViet

- Nhiều yếu tố bất ổn dưới thời Tổng thống Trump
- Thương mại toàn cầu suy yếu
- Khối FDI suy yếu
- Bất ổn vĩ mô (tỷ giá, lãi suất)

### Xu hướng toàn cầu hóa, 1870-2015



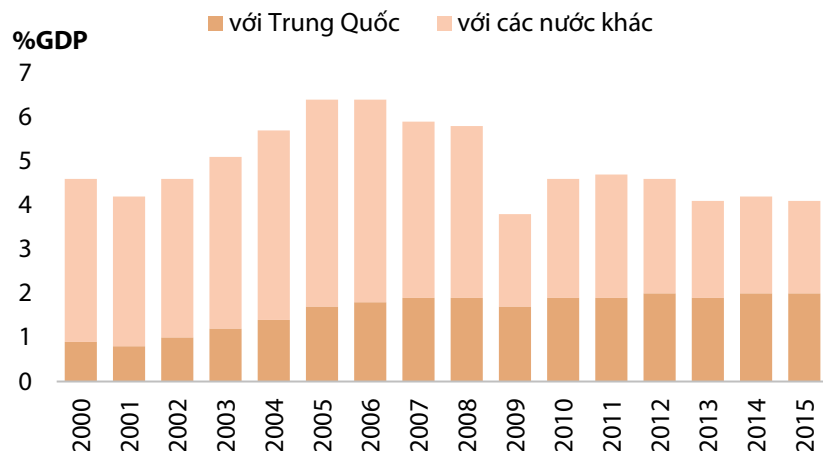
### Xuất khẩu Việt Nam (% GDP)



## Dự định của Trump

- (1) **Mỹ rút khỏi TPP:** TPP sẽ không được thông qua
- (2) **Rào cản thương mại gia tăng đối với các đối tác thương mại với Mỹ:** áp dụng thuế suất 20% đối với hàng hóa nhập khẩu; hàng hóa từ Mexico và Trung Quốc áp dụng mức thuế lần lượt là 35% và 45%; ngoài ra hiệp định NAFTA sẽ phải đàm phán lại
- (3) **Tạo công ăn việc làm tại Mỹ:** áp thuế TNDN 35% đối với các công ty Mỹ di chuyển sản xuất ra nước ngoài

## Thâm hụt thương mại của Mỹ (2000-2015)

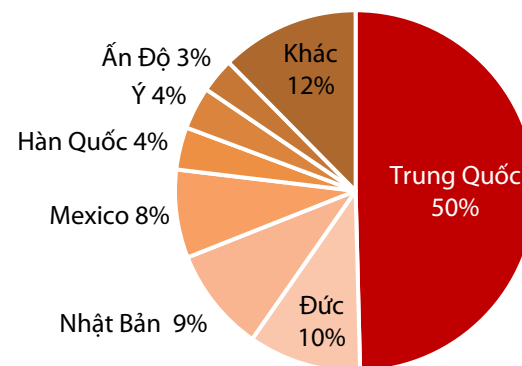


Nguồn: Deutsche Bank, RongViet Research

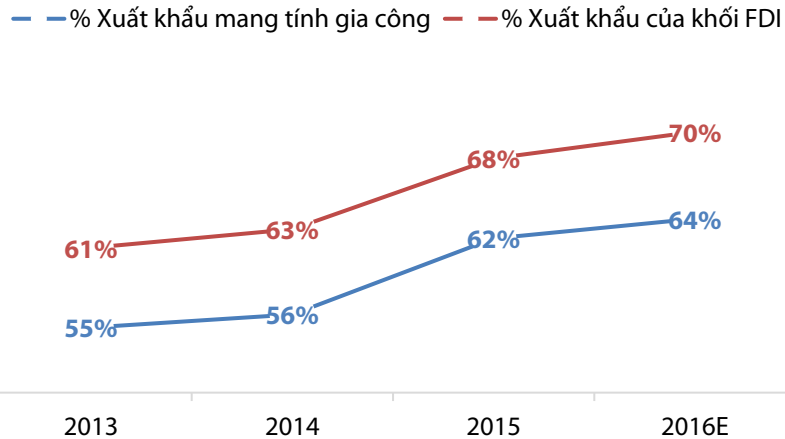
## Các khả năng xảy ra

- (1) **Hiệp định thương mại song phương hoặc đàm phán FTAs mới** (trên cơ sở TPP nhưng không có Mỹ)
- (2) **Nói dễ hơn làm,** Trung Quốc sẽ có hành động đáp trả thương mại nếu Mỹ áp đặt thuế suất lên hàng hóa Trung Quốc
- (3) **Xáo trộn trong chuỗi cung ứng toàn cầu,** các nhà đầu tư FDI sẽ cân nhắc các ảnh hưởng tiêu cực đối với hoạt động kinh doanh của họ

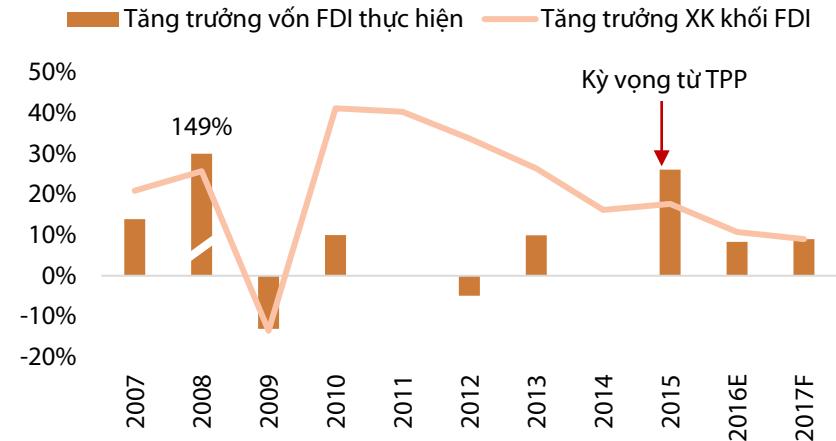
## Thâm hụt thương mại của Mỹ với các đối tác (2015)



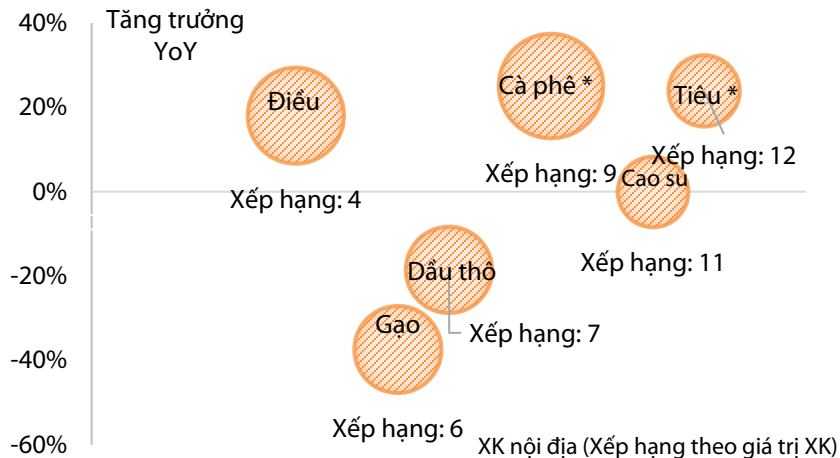
## Sự phụ thuộc của xuất khẩu Việt Nam vào khối FDI



## Động lực tăng trưởng duy trì



## Hàng xuất khẩu gắn với diễn biến giá hàng hóa (2016)



## Triển vọng năm 2017

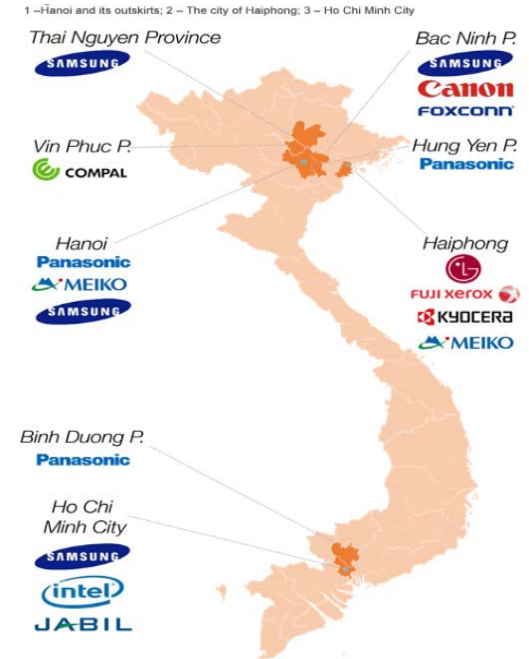
- ♦ Xu hướng tăng trưởng sẽ giữ vững ở khu vực FDI, các rào cản thương mại sẽ không tác động đáng kể đến giao thương Việt Nam trong ngắn hạn
- ♦ Giá hàng hóa phục hồi sẽ hỗ trợ cho hoạt động xuất khẩu của khối trong nước, các mặt hàng XK gắn với giá hàng hóa chiếm hơn 30% tổng giá trị XK khối trong nước
- ♦ Chúng tôi ước tính hoạt động xuất khẩu **tăng trưởng ~9%** (cao hơn mục tiêu Chính phủ là 6-7%) và thâm hụt thương mại cho năm tới ước ~1 tỷ USD.

# Dòng vốn FDI khó sụt giảm mạnh trong ngắn hạn

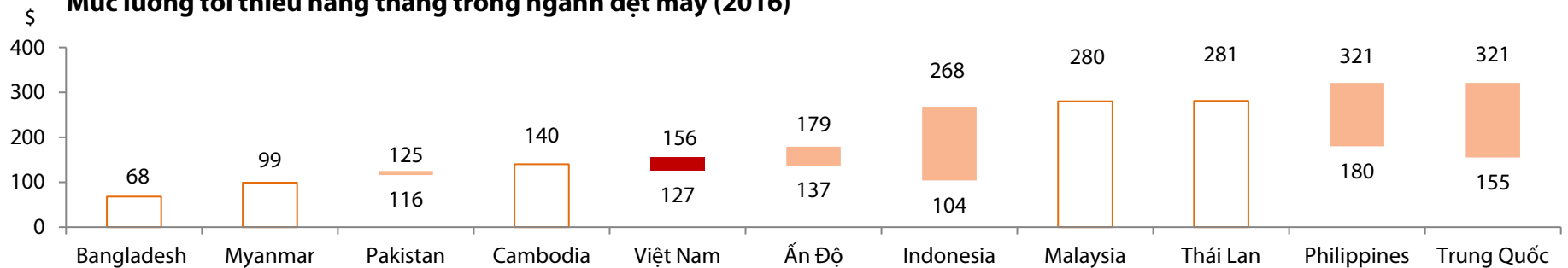
Hoạt động bảo hộ sẽ không tác động đến dòng vốn FDI vào Việt Nam vì:

- ◆ Dòng vốn FDI vào Việt Nam phần lớn chảy vào kênh sản xuất (chiếm 59% tổng nguồn vốn) không chỉ nhờ TPP mà còn các yếu tố khác như **lao động giá rẻ, điều kiện vĩ mô và chính trị ổn định.**
- ◆ Tại Trung Quốc, dòng vốn FDI ước tính sẽ bị rút ròng (100-150 tỷ USD mỗi năm) trong 2016-2018. **Việt Nam, nhờ đó, nhiều khả năng sẽ trở thành điểm đến của dòng vốn FDI rút khỏi Trung Quốc.** Tuy vậy, việc sắp xếp lại chuỗi sản xuất sẽ cần nhiều thời gian.
- ◆ **Hàn Quốc và Nhật Bản là hai nhà đầu tư FDI chính** vào thị trường Việt Nam, sẽ không bị ảnh hưởng tiêu cực lớn từ chính sách của Trump.
- ◆ Ngoài TPP, **cơ hội hội nhập sâu vào nền kinh tế toàn cầu của Việt Nam vẫn còn** (Việt Nam đã ký kết hiệp định tự do thương mại với 52 quốc gia, nhiều hiệp định quan trọng như FTA-EU, RCEP đang trong quá trình đàm phán).

## Ba cụm công nghiệp điện tử tại Việt Nam



## Mức lương tối thiểu hàng tháng trong ngành dệt may (2016)

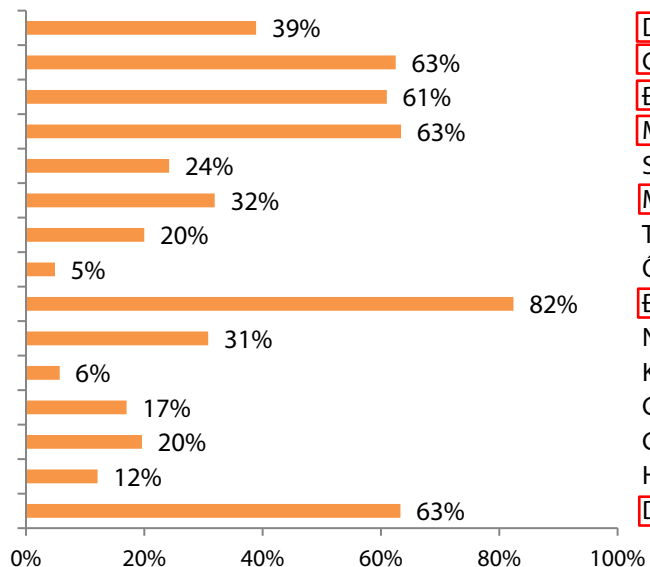


Nguồn: ShengLu, BDG Asia, RongViet Research

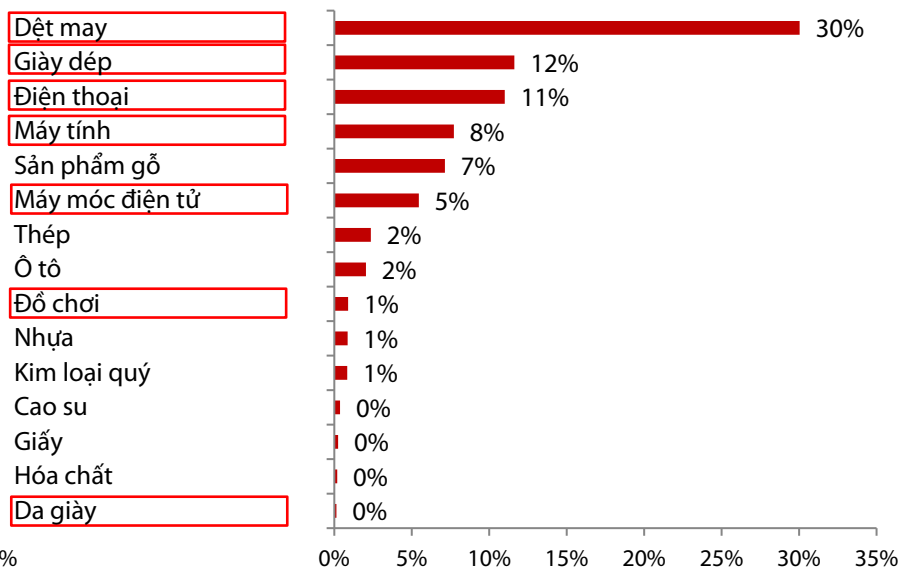
## Ngành hưởng lợi nếu Mỹ áp thuế lên hàng hóa Trung Quốc

Những ngành Mỹ sẽ áp đặt biện pháp bảo hộ đầu tiên

■ Tỷ trọng nhập khẩu hàng từ Trung Quốc của Mỹ



■ Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam



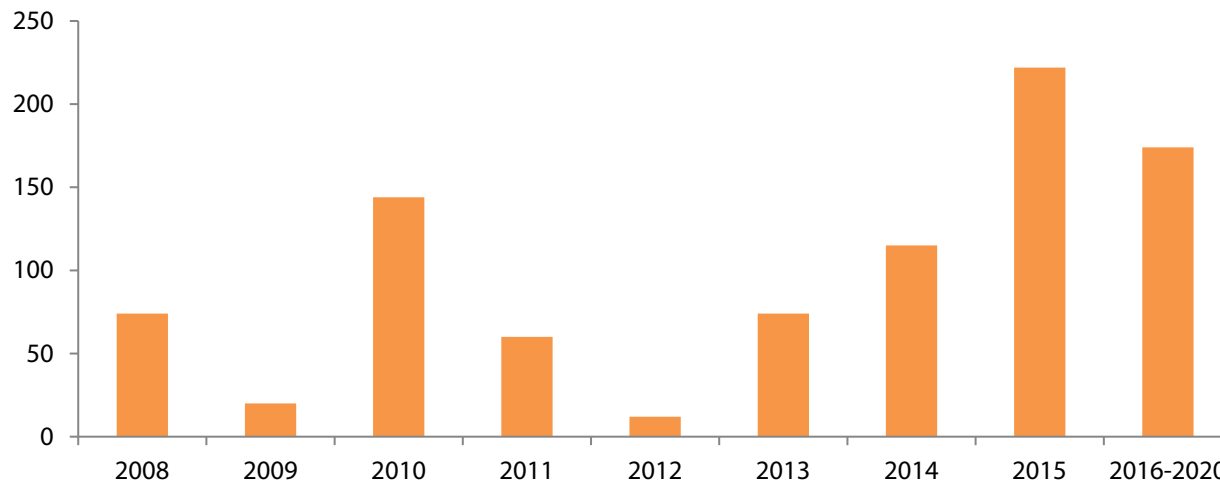
Kỳ vọng nếu Mỹ chỉ đánh thuế vào hàng hóa từ Trung Quốc:

- ◆ Nếu kim ngạch xuất khẩu từ Trung Quốc vào Mỹ giảm, khoảng trống này sẽ được lấp đầy bởi hàng hóa từ các nước khác, Việt Nam nhiều khả năng sẽ là quốc gia hưởng lợi nhiều nhất
- ◆ Các ngành kỳ vọng sẽ hưởng lợi trong dài hạn : Máy móc điện tử, Điện thoại và Máy tính
- ◆ Các ngành kỳ vọng sẽ hưởng lợi trong ngắn hạn: Dệt may, Da giày và Đồ chơi

Nguồn: Deutsche Bank, Customs, RongViet Research, Dữ liệu năm 2015

Luận điểm đánh giá	Rủi ro đối với nhận định của RongViet
<ul style="list-style-type: none"><li>Nợ công cao là nhân tố thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và thoái vốn DNNN</li><li>Tái cấu trúc DNNN: Cơ hội và thử thách</li><li>So sánh tiến trình tái cấu trúc DNNN giữa Việt Nam và các nước trong khu vực châu Á</li><li>Những cái tên được chờ đợi về IPO và thoái vốn trong năm 2017</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Rủi ro chính trị</li><li>Tái cấu trúc quản trị doanh nghiệp chậm chạp</li></ul>

Số lượng DNNN cổ phần hóa (2008-2020F)



Nguồn: RongViet Research

## Cơ hội/Chuyển động tích cực (+)

(+) Nhà nước chỉ nắm giữ 100% vốn tại 12 lĩnh vực\*, tạo thêm nhiều cơ hội đầu tư trên thị trường

(+) Đẩy nhanh quá trình niêm yết cũng như tính minh bạch của các doanh nghiệp sau cổ phần hóa (Thông tư 115/2016/TT-BTC)

(+) Quá trình thoái vốn của các ngành sinh lợi cao như Sữa và Bia đang được đẩy nhanh, cụ thể, Nhà nước có kế hoạch thoái tiếp phần vốn đang nắm giữ tại Vinamilk, Habeco và Sabeco trong năm 2017.

## Thách thức/Chuyển động tiêu cực (-)

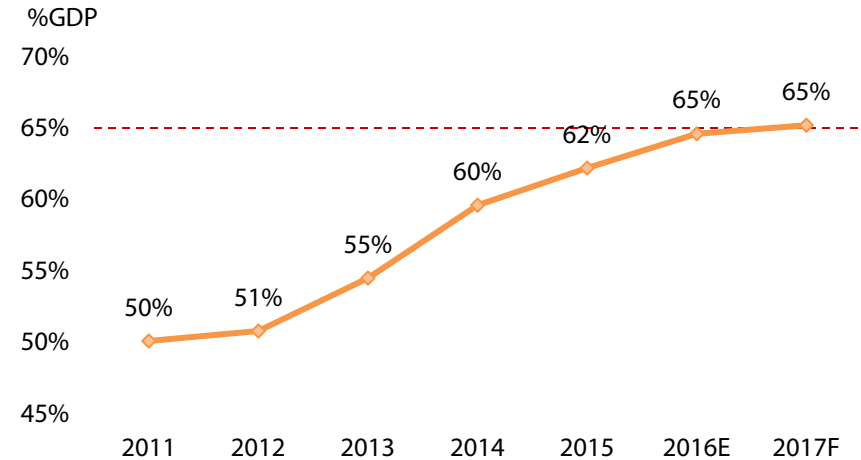
(-) Theo kế hoạch, Nhà nước tiếp tục nắm giữ tỷ lệ kiểm soát 63% đối với nhóm doanh nghiệp sau CPH, do vậy, những thay đổi đối với hoạt động và quản trị sẽ khó được thực hiện một sớm một chiều

(-) Tiến độ cổ phần hóa thường không được thực hiện đúng như kế hoạch

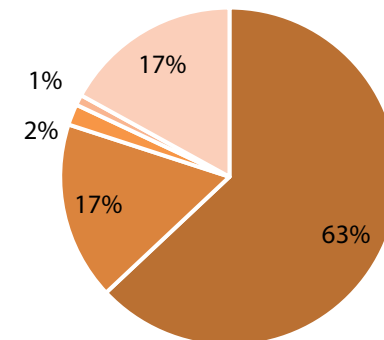
(-) Ít cơ hội tham gia cho nhà đầu tư nước ngoài

(-) Sắp xếp lại doanh nghiệp sau Cổ phần hóa.

## Nợ công cao thúc đẩy quá trình CPH và thoái vốn nhà nước



## Kế hoạch Cổ phần hóa cho 564 DNN (2011-2016)



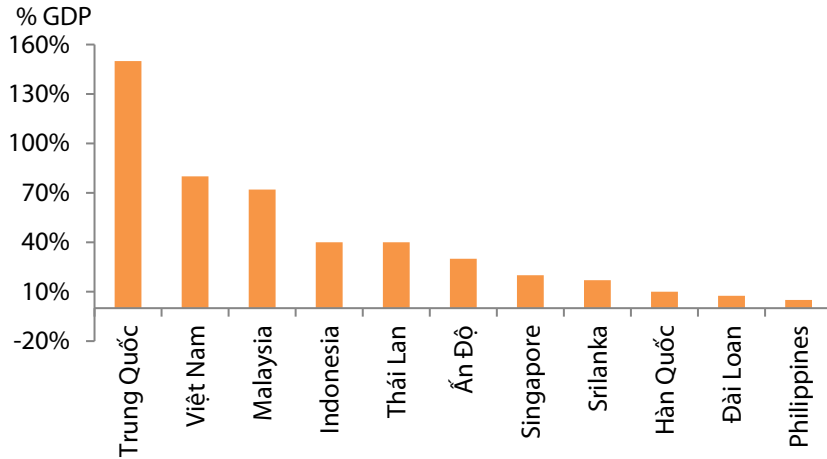
■ Nhà nước ■ Cổ đông chiến lược ■ Lao động ■ Công đoàn ■ IPO

\* Đo đạc bản đồ phục vụ Quốc phòng và An ninh; Truyền tải điện quốc gia; Quản lý hạ tầng đường sắt; Dịch vụ không lưu; Bưu chính công ích; Quản lý và khai thác công trình thủy lợi; Tín dụng chính sách phục vụ phát triển kinh tế - xã hội; In đúc tiền; Xổ số.

Nguồn: GSO, RongViet Research, Fiiipro

# Cổ phần hóa trong khu vực châu Á

## Việt Nam là nước có tỷ lệ tài sản DNNN/GDP ở mức cao



### Việt Nam

- ✘ Quản trị doanh nghiệp
- ✓ Kế hoạch cổ phần hóa
- ✘ Giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước
  - Thoái vốn ngoài ngành
  - Tăng tính minh bạch

### Trung Quốc

- Sở hữu chéo
- ✓ Tái cấu trúc tài sản
- ✘ Quản trị doanh nghiệp
- ✘ Doanh nghiệp "xác sống"
- Giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước
- Nhóm lại các DNNN có cùng chức năng

## Phương thức tái cấu trúc DNNN tại các nước













- ❖ **Việt Nam và Trung Quốc:** Mô hình phân quyền (Bộ hoặc các cơ quan ngang Bộ)
- ❖ **Malaysia, Indonesia và Thái Lan:** Mô hình Temasek (Singapore)

### Malaysia

- ✓ Kiểm soát DNNN thông qua một công ty đầu tư nắm giữ phần vốn nhà nước (Khazanah)
- ✓ Quản trị DN và hiệu quả hoạt động

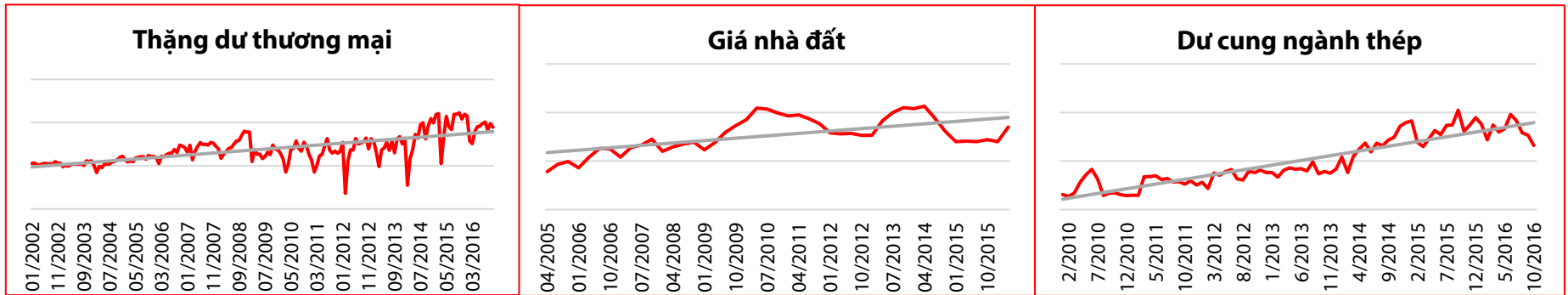
### Indonesia

- Thành lập công ty đầu tư nắm giữ phần vốn nhà nước
- ✘ Bán tài sản nhà nước

<p><b>IPO</b></p>	 Cao su tự nhiên Q1/2017	 Dầu khí Q3/2017	 Tiện ích công cộng	
 Nông nghiệp	 Xây dựng	 Tiện ích công cộng	 Viễn thông	 Tập đoàn
<p><b>Thoái vốn Nhà nước</b></p>	 Hàng tiêu dùng 04/2017	 Hàng tiêu dùng	 Viễn thông	 Hàng tiêu dùng

## Câu chuyện kinh tế Trung Quốc:

- ❖ Tăng trưởng trong hoạt động thương mại tạo ra thặng dư thương mại lớn cho Trung Quốc cho đến năm 2007
- ❖ Sau khủng hoảng tài chính 2008-2009:
  - Thặng dư thương mại giảm mạnh
  - Kích thích đầu tư trong nước dẫn đến bong bóng nhà đất và dư cung trong sản xuất công nghiệp



Nguồn Bloomberg

Giải pháp cho tăng trưởng: Chiến lược **Một vành đai - Một con đường**, trong đó hai trụ cột là:

<b>AIIB (Ngân Hàng Đầu Tư Cơ Sở Hạ Tầng Châu Á)</b>	<b>RCEP (Hiệp Định Đối Tác Kinh Tế Toàn Diện Khu Vực)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hỗ trợ phát triển cơ sở hạ tầng khu vực Châu Á – Thái Bình Dương</li> <li>• Trung Quốc là thành viên sáng lập, đóng góp 50% vốn</li> <li>• Dự kiến có khoảng 57 thành viên sáng lập</li> <li>• Vốn hoạt động: 100 tỷ USD (tương đương 2/3 ADB và ½ WB)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 46% tổng dân số thế giới</li> <li>• \$17 triệu tỷ GDP</li> <li>• 40% thương mại toàn cầu</li> <li>• ASEAN + Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Ấn Độ, Úc, New Zealand</li> </ul>

**Dự án**

<b>Đề xuất</b>	<b>Đã phê duyệt</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Ấn Độ – Năng lượng (WB đồng tài trợ) – Tài trợ 28% tổng vốn</li> <li>Kazakhstan – Đường cao tốc (WB đồng tài trợ)</li> <li>Indonesia – Giao thông và Cung cấp nước cho đô thị (WB đồng tài trợ) – Tài trợ 25-36% tổng vốn</li> <li>Oman – Giao thông/Cao tốc (WB đồng tài trợ) - Tài trợ 75% tổng vốn</li> <li>Azerbaijan – Năng lượng/Dầu khí (WB đồng tài trợ) – Tài trợ 17% tổng vốn</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indonesia – Nâng cấp cơ sở hạ tầng (WB đồng tài trợ) – Tài trợ 12% tổng vốn</li> <li>Tajikistan – Kết nối đường bộ (EBRD đồng tài trợ) – Tài trợ 26% tổng vốn</li> <li>Pakistan – Đường mô tô quốc gia (Đồng tài trợ: ADB, Cục phát triển quốc tế (UK)) – Tài trợ 36,6% tổng vốn</li> <li>Bangladesh – Cung cấp điện – Tài trợ 63% tổng vốn</li> <li>Myanmar – Năng lượng (Đồng tài trợ: ADB, IFC)</li> </ul>

**Một số điều kiện khoản vay**

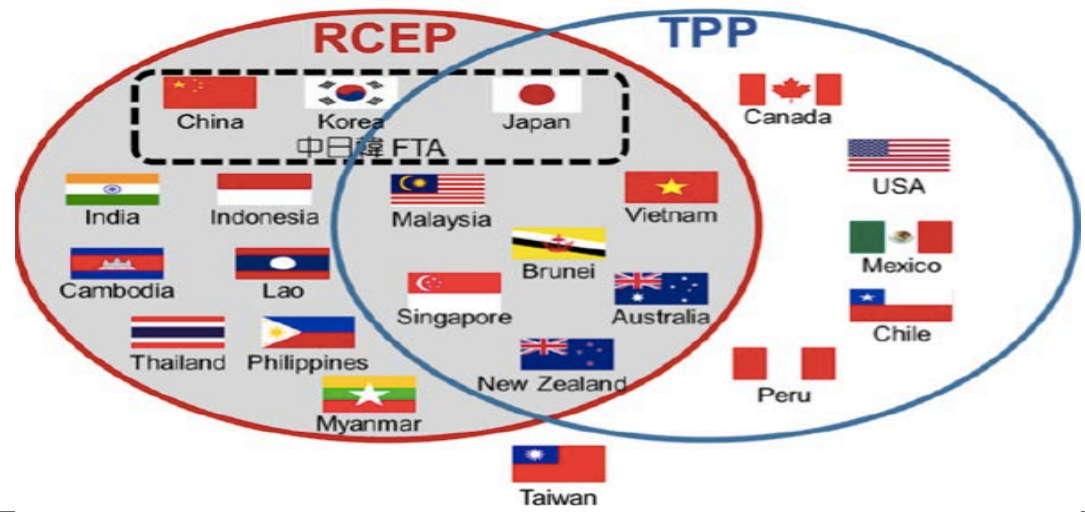
<b>AIIB</b>	<b>ADB</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Kỳ hạn 12-15 năm</li> <li>Thời gian gia hạn: 3-7 năm</li> <li>Lãi suất tham chiếu: Libor + biên độ</li> <li>Phí cam kết: 0,25%</li> <li>Phí trả trước: 0,25%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kỳ hạn 25 năm</li> <li>Thời gian gia hạn: 5 năm</li> <li>Lãi suất: 2%/năm</li> <li>Không có phí cam kết</li> </ul>

## Lợi ích

- Cung cấp khoản vay lãi suất thấp cho đầu tư cơ sở hạ tầng
  - Việt Nam mất đi lợi thế về vay vốn ODA sau khi gia nhập nhóm có thu nhập trung bình
  - Để đạt được mục tiêu 300 tỷ USD GDP đến năm 2020, với chi đầu tư cơ sở hạ tầng chiếm 10-11% GDP, Việt Nam cần khoảng 25-30 tỷ USD/năm. Theo ước tính của WB, Việt Nam thiếu khoảng 9 tỷ USD/năm để đầu tư cho cơ sở hạ tầng (so với mức 2,1 tỷ USD trong giai đoạn trước)

## Rủi ro

- Hình thức tài trợ:
  - Do vốn ban đầu chỉ có khoảng 50 tỷ USD, Trung Quốc sẽ hoạt động trên cơ chế đa phương hay song phương để tài trợ cho các dự án đầu tư
- Tính hiệu quả:
  - Vốn đầu tư từ Trung Quốc đi kèm với sử dụng nguyên liệu và cách thức điều hành dự án từ Trung Quốc, rủi ro tiếp nhận công nghệ thấp và lao động từ Trung Quốc
  - Dự án thường chậm tiến độ và không hiệu quả
  - Ví dụ: Dự án Cát Linh – Hà Đông, năm 2009, giá trị đầu tư là 586 triệu USD. Năm 2014, vốn đầu tư tăng thêm 250 triệu USD.
- Tác động đến môi trường và xã hội:
  - Nguy hại đến môi trường và tài sản
  - Ví dụ: Tại Myanmar, vốn đầu tư từ Trung Quốc và dự án điện khí, khai thác đồng và đường ống dẫn khí phải dừng lại bởi gây nguy hại cho môi trường, tài nguyên thiên nhiên và mất việc làm



TPP	RCEP
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 40% GDP và 25% thương mại toàn cầu</li> <li>• Chiến lược xoay trục của Mỹ về châu Á</li> <li>• Trung Quốc và Ấn Độ không tham gia</li> <li>• Dựa trên chuẩn mực thương mại của các nước phát triển, đòi hỏi sự tuân thủ các nước thành viên về quyền sở hữu trí tuệ và mua sắm chính phủ.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 30% GDP và 40% thương mại toàn cầu, 46% dân số thế giới</li> <li>• ASEAN là khu vực giúp Trung Quốc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế</li> <li>• Tạo áp lực tái cấu trúc nền kinh tế tại Trung Quốc và Ấn Độ</li> <li>• Quy tắc đơn giản và tự do hơn để hỗ trợ cho hợp tác khu vực</li> <li>• Kết nối hai nền kinh tế lớn của châu Á: Trung Quốc và Nhật Bản</li> </ul>

Giảm/Loại trừ thuế nhập khẩu

Gắn kết thương mại hàng hóa, dịch vụ và đầu tư giữa các nước thành viên

Lợi ích	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"><li>Giảm thuế và thúc đẩy tự do thương mại</li><li>Chuyển giao công nghệ</li><li>Thu hút vốn FDI vào khu vực Đông Á, đặc biệt là Việt Nam với lợi thế lao động giá rẻ</li><li>Cải thiện chuỗi cung ứng hàng hóa dịch vụ</li></ul> <p>• <b>Ngành được hưởng lợi:</b> Nông nghiệp (Gạo, Rau quả), Thủy sản, Dệt may, Giao thông và Dịch vụ nhà hàng, khách sạn.</p>	<ul style="list-style-type: none"><li>Gia tăng thâm hụt thương mại, đặc biệt là với Trung Quốc</li><li>Áp lực cạnh tranh trực tiếp với hàng hóa Trung Quốc trong việc xuất khẩu sang thị trường khu vực, đặc biệt là Nhật Bản</li><li>Cạnh tranh trực tiếp với các nước ASEAN do cấu trúc thương mại có nhiều điểm tương đồng</li></ul> <p>• <b>Ngành chịu áp lực cạnh tranh:</b> Thép, Sản xuất giấy, Ngân hàng, Thực phẩm đồ uống.</p>

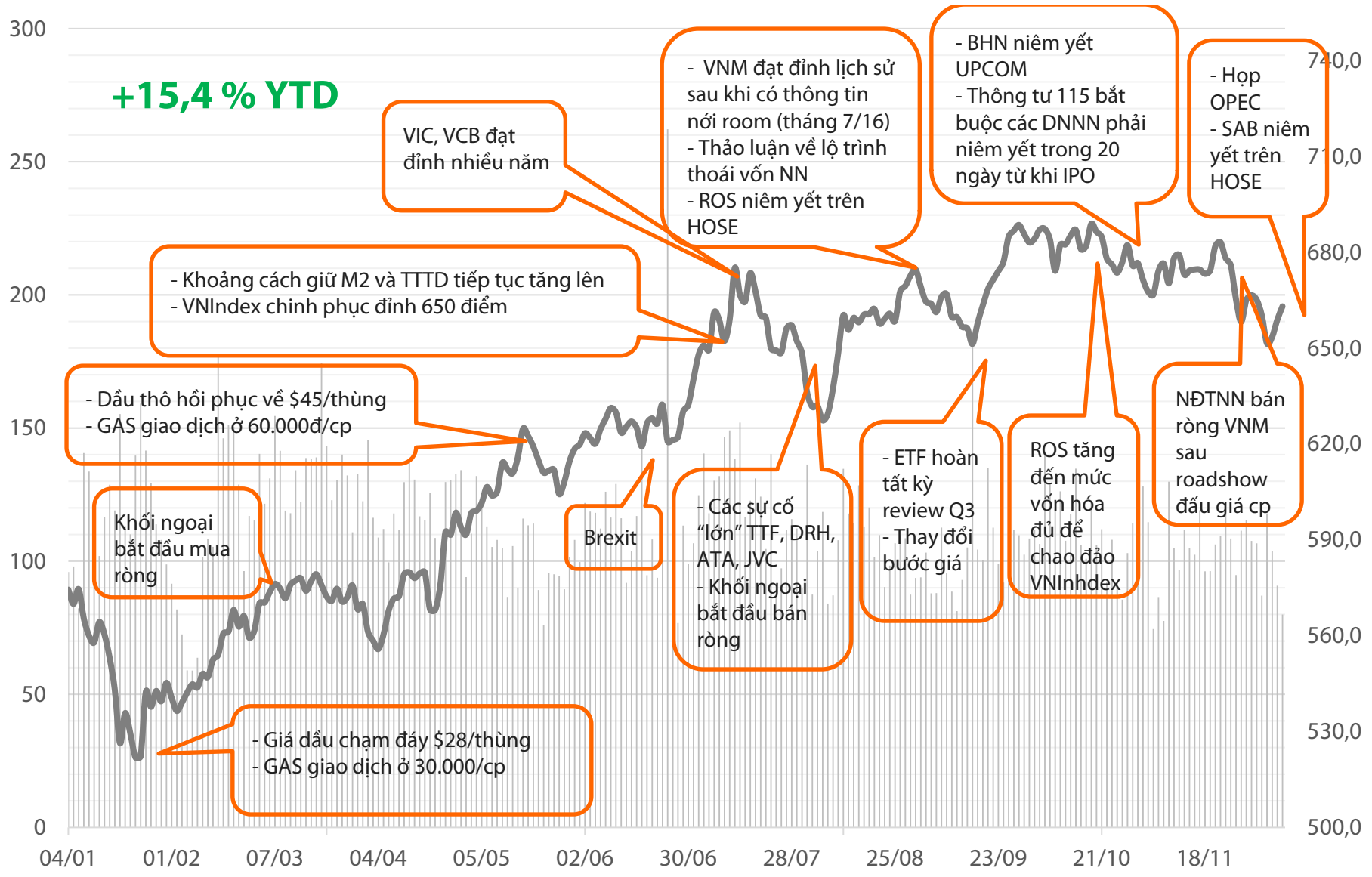
	2014	2015	2016E	2017F
<b>Tăng trưởng kinh tế</b>	5,98%	6,68%	6,21%	6,58%
<b>Cán cân thương mại (tỷ USD)</b>	+1,5	-4,1	+2,6	-1,0
<b>Tăng trưởng xuất khẩu</b>	11,6%	8,1%	8,6%	9,0%
<b>Tăng trưởng nhập khẩu</b>	15,9%	12,0%	4,6%	11,0%
<b>Lạm phát</b>	1,9%	0,6%	4,74%	6,0%
<b>Lãi suất tái cấp vốn</b>	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
<b>Tăng trưởng cung tiền</b>	16,0%	14,5%	17,9%	18,0%
<b>Tăng trưởng tín dụng</b>	12,6%	17,3%	18,7%	16,0%
<b>Thâm hụt ngân sách</b>	4,7%	4,6%	3,1%	3,5%
<b>Tỷ giá</b>	21.405	22.540	22.700	23.200

Nguồn: RongViet Research

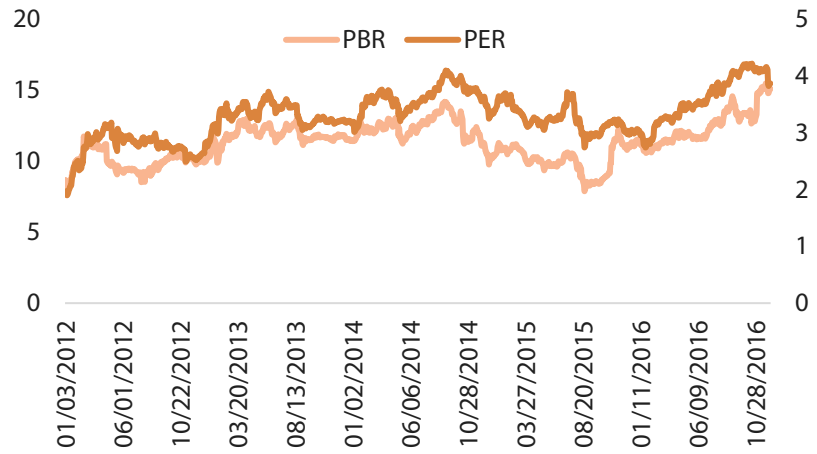
# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

*DÙ ĐỤC DÙ TRONG, DÒNG SÔNG VẪN CHẢY*

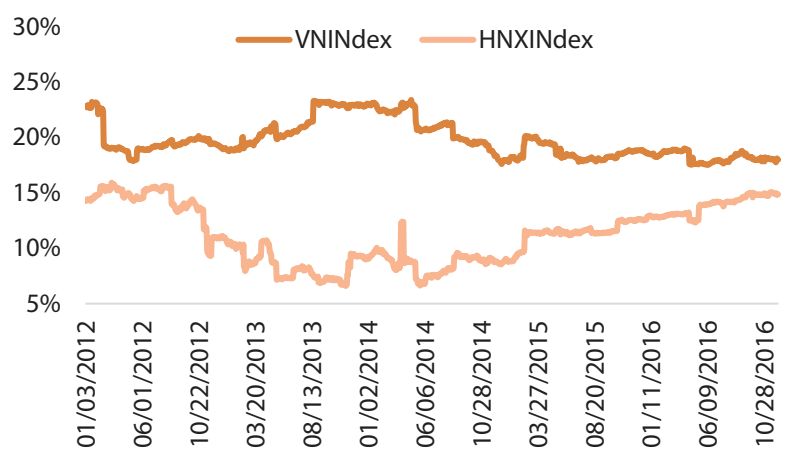




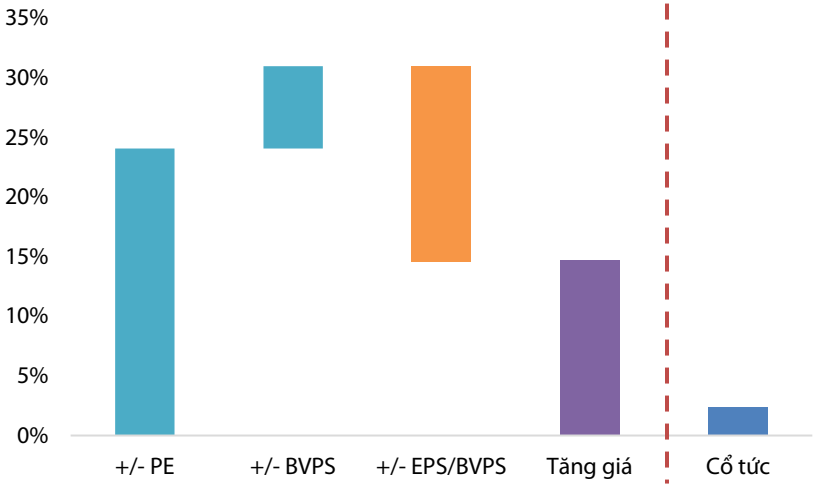
### Định giá tương đối (P/E, P/B) của TTCK đang ở mức cao



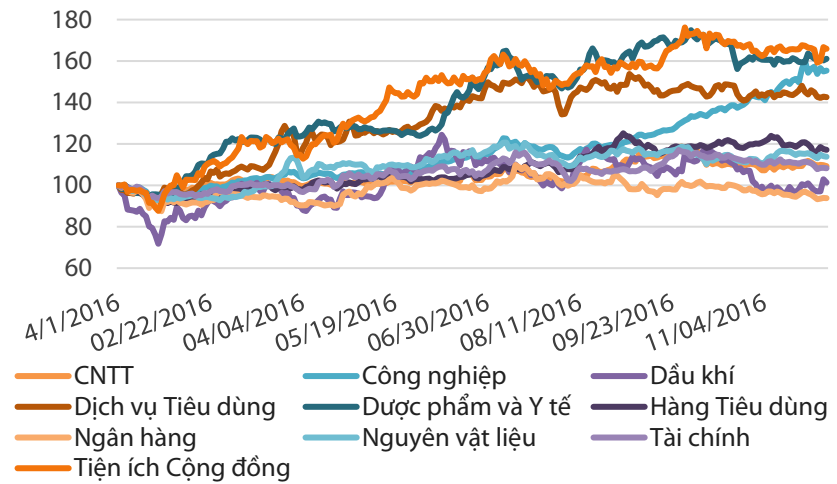
### ROE ít cải thiện trong giai đoạn 2012 - 2016



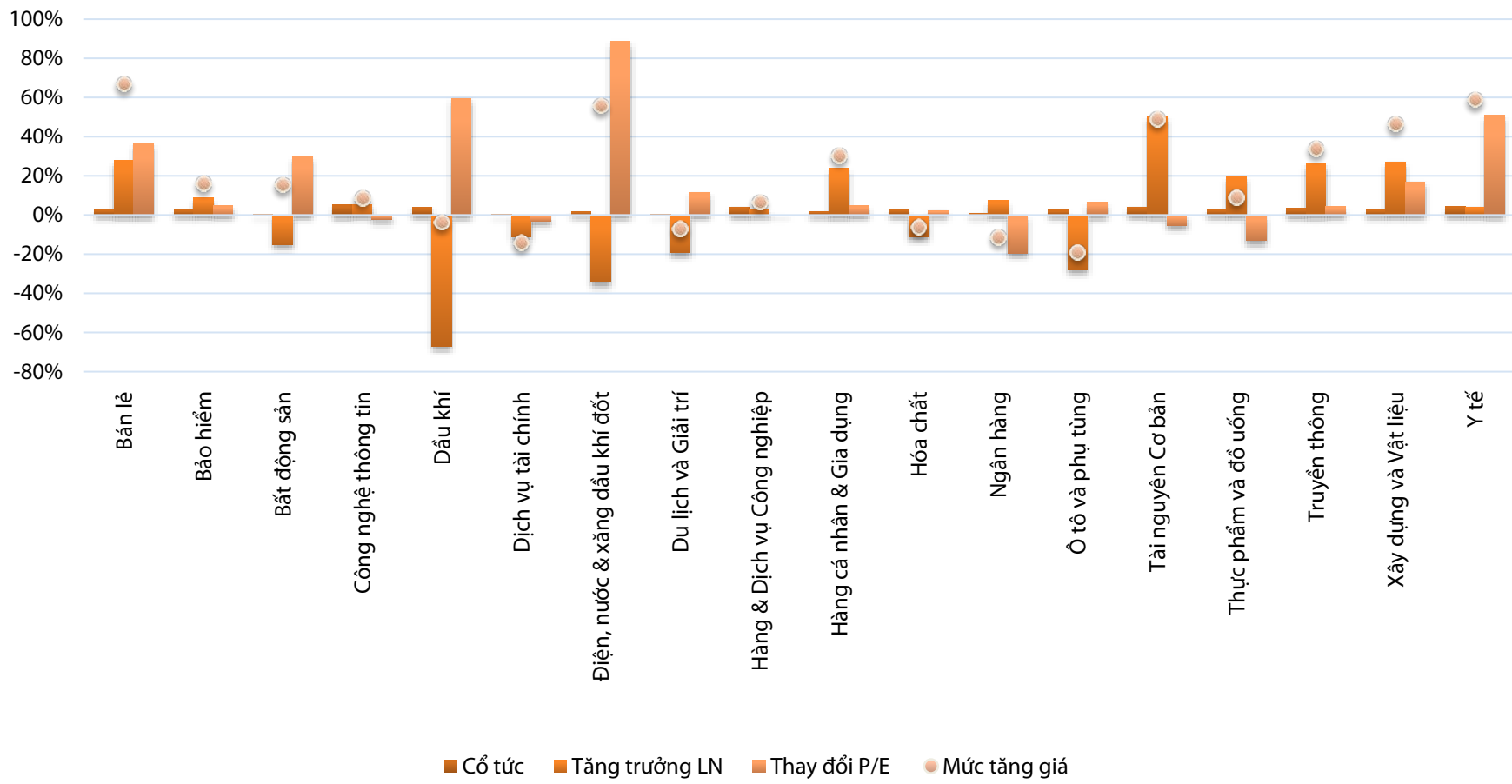
### Thay đổi về P/E là động lực tăng trưởng chính của TTCK



### Diễn biến giữa các nhóm ngành phân hóa sâu sắc



Nguồn: FiinPro, RongViet Research



Nguồn: FiinPro, RongViet Research

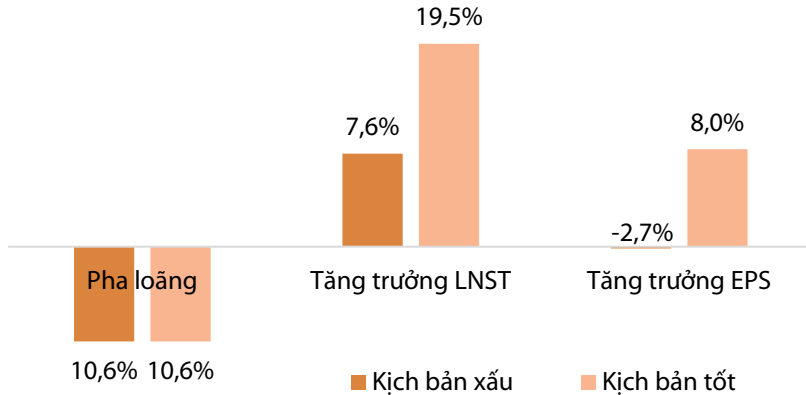
	VHTT (tỷ VND)	+/- Giá 1 tháng (%)	+/- Giá 3 tháng (%)	+/- Giá YTD (%)	+/- Giá 1 năm (%)	Trailing PE (x)	PB (x)	ROAA (%)	ROE (%)	Biên LNG (%)	Biên LNST (%)	Biên EBITDA (%)	Nợ /VCSH (x)
<b>HNX-Index</b>	149.060,7	-0,6	-5,8	0,2	0,0	10,2	0,98	6,64	14,86	24,92	13,15	12,93	0,7
<b>VN-Index</b>	1.367.478,9	-1,1	-0,6	15,4	17,3	15,9	1,97	9,79	17,99	33,37	16,29	18,99	0,5
<b>UPCOM Index</b>	250.727,0	-4,5	0,4	10,6	16,3	56,5	1,52	4,94	9,94	20,84	9,67	22,36	0,7
Hàng tiêu dùng	387.868,4	-2,5	-5,3	17,1	20,3	14,8	6,1	20,7	29,4	32,8	15,4	19,5	0,5
Công nghiệp	347.152,0	9,1	28,4	55,4	56	18,2	4,0	7,6	14,3	21,5	15,7	23,6	0,6
Ngân hàng	311.447,7	-2,6	-6,5	-6,2	-5,9	13	1,7	0,8	11,8	53,5	23,1	-	-
Tài chính	274.480,4	-2,1	0,7	8,3	10,6	25,3	2,7	2,7	7,4	35,0	17,8	18,1	0,7
Tiện ích công cộng	182.691,7	1,5	5,4	65,9	52,8	20,1	2,7	8,0	12,1	19,9	11,5	20,1	0,4
Tài nguyên	138.665,0	2,3	-2,5	13,8	14,1	10,5	2,0	9,0	16,9	13,4	1,7	12,6	0,3
Dịch vụ tiêu dùng	55.983,9	-0,4	-4,1	42,6	39,5	19,7	4,4	12,9	28,9	21,7	9,8	10,4	0,7
Công nghệ	25.915,0	0,5	-2,9	9,3	8,5	10,2	1,9	7,3	16,7	20,2	6,0	16	0,7
Dược & Y tế	23.576,1	-0,2	-1,7	61,1	61,1	24,0	3,0	13,6	21,4	39,3	10,6	16,8	0,4
Dầu khí	18.637,1	3,9	-6,4	1,4	-13,1	14,7	0,7	2,1	4,8	8,9	2,2	9,7	0,3

## DỰ BÁO CHÍNH CHO NĂM 2017

- #1 Định giá của TTCK có thể trở lại trung bình nhiều năm**
- #2 Ít lạc quan về dòng vốn cho TTCK trong ngắn hạn**
- #3 Lợi nhuận các doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng khá**
- #4 Sự lạc quan vẫn còn nhưng nhà đầu tư sẽ thận trọng hơn**

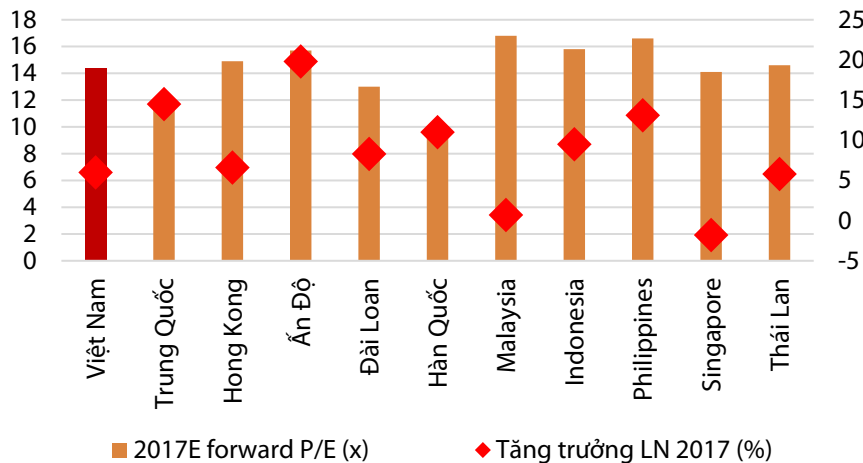
# Tăng trưởng lợi nhuận thị trường 2017

## Hai kịch bản tăng trưởng của TTCK 2017



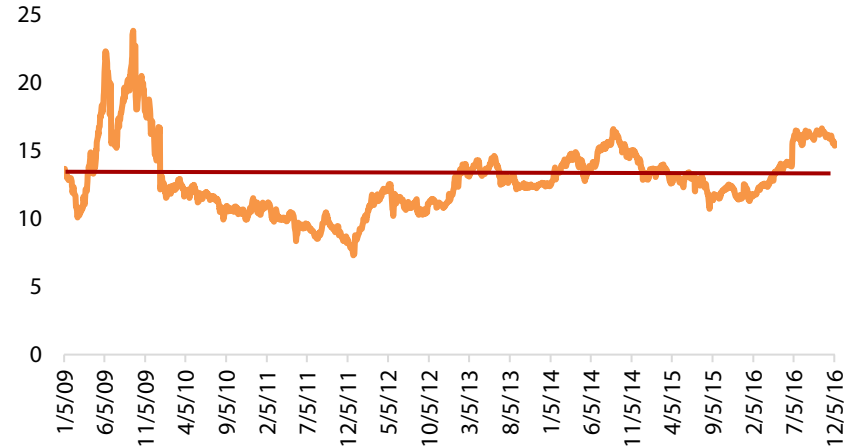
\* Dựa trên 100 cổ phiếu lớn, đại diện cho 87% vốn hóa toàn thị trường

## Định giá tương đối của TTCK Việt Nam so với khu vực

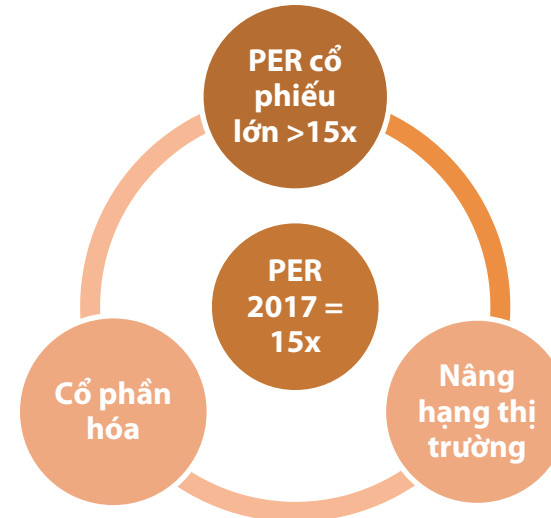


Nguồn: RongViet Research, JPMorgan

## Lịch sử P/E của VNIndex



## Dự báo P/E của index năm 2017



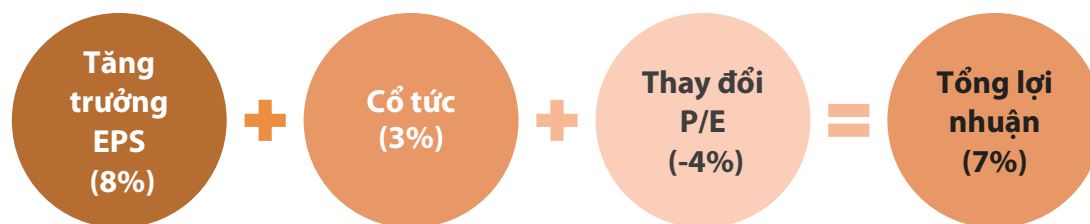
**Khả năng P/E quay lại mức trung bình nhiều năm là tương đối cao!!**

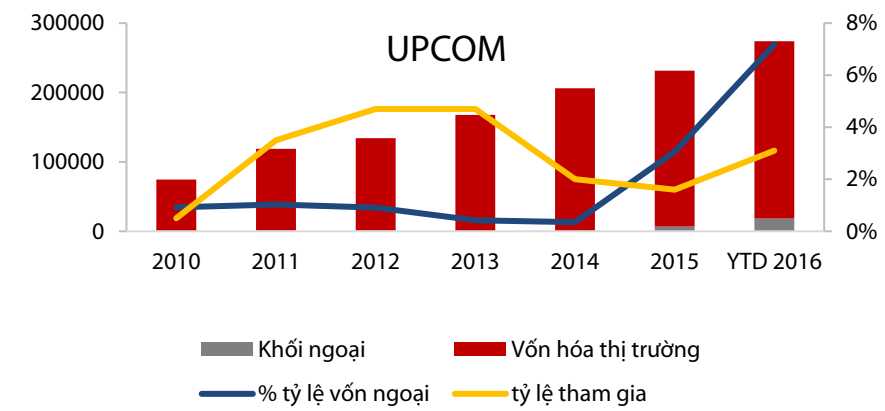
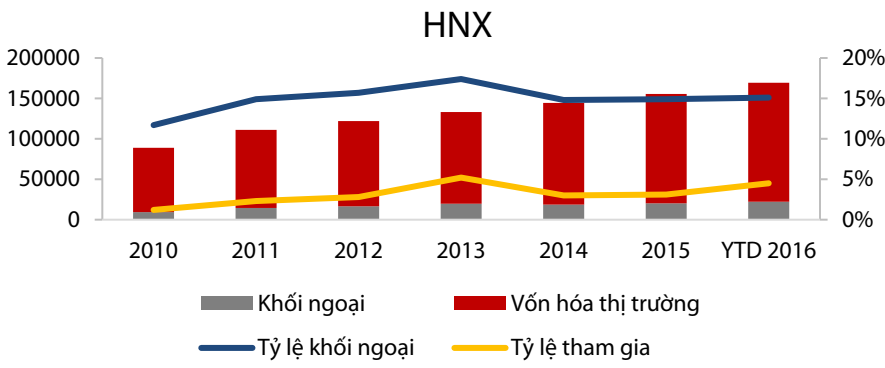
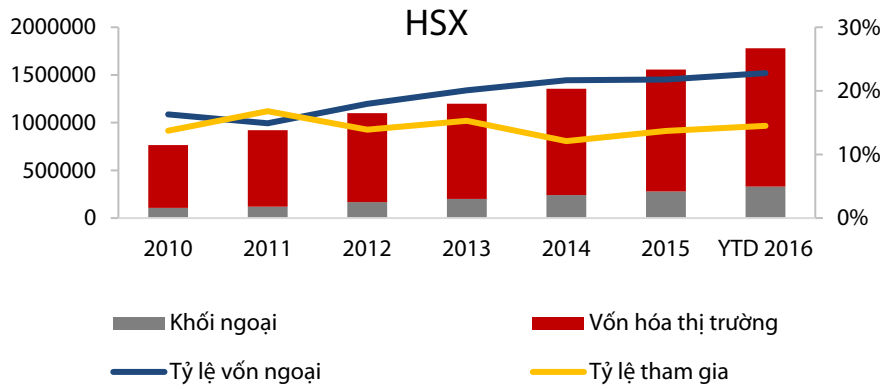
Nguồn: RongViet Research

	Lợi nhuận từ đầu năm	PE	PB	EV/EBITDA
<b>VNIndex</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,9</b>	<b>2,0</b>	<b>10,7</b>
Upcom Index	10,6%	56,5	1,5	12,3
HNXIndex	0,2%	10,2	1,0	6,8
<b>Pakistan</b>	<b>42,1%</b>	<b>15,0</b>	<b>2,3</b>	<b>10,4</b>
Sri Lanka	-5,7%	12,3	1,41	7,2
Bangladesh	5,7%	-	-	-
Thái Lan	22,6%	16,7	1,8	10,8
Singapore	6,3%	12,5	1,2	13,7
Indonesia	17,7%	24,5	2,4	12,0
Malaysia	-0,1%	17,0	1,7	10,5
Philippines	3,1%	19,1	2,3	12,5
Lào	-9,0%	9,4	0,9	12,9
Campuchia	-22,3%	-	-	-

Nguồn: Bloomberg

## Dự báo tăng trưởng của TTCK năm 2017





- Sở hữu nước ngoài tại các doanh nghiệp trên HSX và HNX không thay đổi nhiều từ năm 2014
- Tỷ lệ tham gia của khối ngoại trên 2 sàn tăng rất nhẹ
- Nhà đầu tư nước ngoài tăng giao dịch và sở hữu khá rõ trong vòng 2 năm gần đây trên UPCOM

***Các cổ phiếu trên UPCOM có thể sẽ tiếp tục được quan tâm nhiều khi Thông tư 115/2016/TT-BTC trở thành chất “kết dính” giữa IPO và niêm yết***

Nguồn: RongViet Research

## Chỉ mới có 28 doanh nghiệp đã nới room hoặc đang có kế hoạch nới room

Mã	Ghi chú	Trạng thái	Mã	Ghi chú	Trạng thái
<b>SSI</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>SMC</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>EVE</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>HHS</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>VHC</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>FCN</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>PAN</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>VDS</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>DMC</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>TSC</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>FCN</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>VNE</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>GTN</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>BMP</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>KMR</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>VIX</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>FID</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>ASP</b>	Nới room 100% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>CVT</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>HQC</b>	Nới room 60% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>VNM</b>	Đã công bố nới room 100%	Đã xong	<b>TDH</b>	Nới room 60% đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đang chờ
<b>CII</b>	Đã công bố nới room 70%	Đã xong	<b>HCM</b>	Tin đồn nới room 100%	Tin đồn
<b>BIC</b>	Đã công bố nới room 49%	Đã xong	<b>TCM</b>	Tin đồn nới room 100%	Tin đồn
<b>BSI</b>	Đã công bố nới room 49%	Đã xong			
<b>MBB</b>	Đã công bố nới room 20%	Đã xong			

Nguồn: RongViet Research

## Những công ty không bị điều kiện, có thể nới room 100%

Mã	Room hiện tại	Room có thể nới	Vốn ngoại tăng thêm (nếu tham gia mức tối đa) (Đvt: tỷ đồng)
MSN	48,1%	100%	24.536
MWG	49,0%	100%	11.587
CTD	49,0%	100%	6.749
PVD	49,0%	100%	4.217
KBC	49,0%	100%	3.498
KDC	49,0%	100%	3.293
DCM	49,0%	100%	2.916
KDH	49,0%	100%	2.411
DRC	49,0%	100%	1.939
NLG	49,0%	100%	1.616
CAV	49,0%	100%	1.307
SJS	49,0%	100%	1.243
HVG	40,5%	100%	1.223
CSM	49,0%	100%	1.023
IJC	49,0%	100%	1.126
NCT	49,0%	100%	1.121
BFC	49,0%	100%	866
LIX	49,0%	100%	942
CSV	49,0%	100%	606
STK	49,0%	100%	468
TMT	49,0%	100%	323
HTL	49,0%	100%	324
DGW	49,0%	100%	331

# ETFs không còn là sự lựa chọn tốt cho FII



**Lợi nhuận từ đầu năm của FTSE ETF : 0,14%**



Chênh lệch lợi nhuận giữa ETF và VNIndex : -17,62%

**VNIndex: +17,76%**



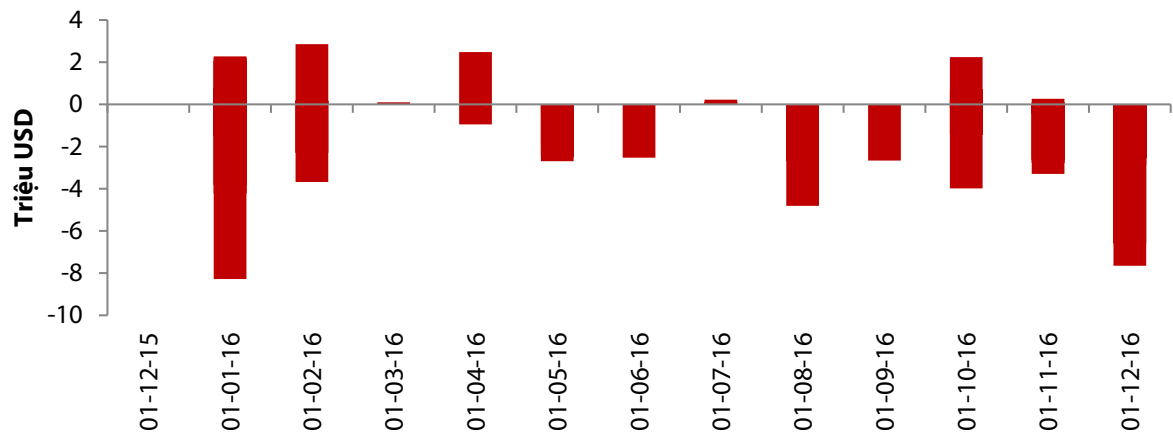
Chênh lệch lợi nhuận giữa ETF và VNIndex : -26,84%

**Lợi nhuận từ đầu năm của VNM ETF: -9,08%**



# ETFs không còn là sự lựa chọn tốt cho FII

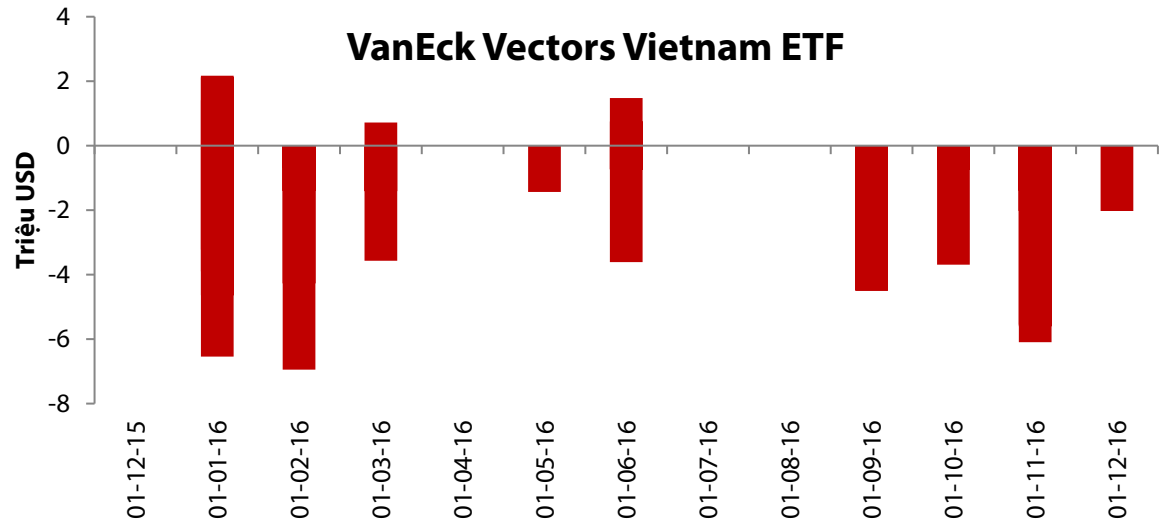
## Db x-trackers Vietnam FTSE ETF



FTSE ETF bị rút ròng từ đầu năm: 71,01 triệu USD

**Tổng cộng bị rút ròng 149,54 triệu USD (xấp xỉ 23% tổng NAV thời gian đầu của 2 quỹ), đây là mức rút ròng lớn nhất kể từ khi 2 quỹ bắt đầu hoạt động,**

## VanEck Vectors Vietnam ETF



VNM ETF bị rút ròng từ đầu năm: 78,53 triệu USD

Nguồn: RongViet Research

## Đâu là sự khác biệt giữa 2 bảng bên dưới?

**Bảng: Đánh giá đối với Việt Nam cho nhóm các tiêu mức độ tiếp cận thị trường của MSCI năm 2015**

C. Mức độ tiếp cận thị trường	
<b>C.1 Tính mở đối với NĐTNN</b>	
Yêu cầu về tiêu chuẩn đối với NĐT	++
Giới hạn về sở hữu của NĐTNN	-/?
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN	-/?
Quyền bình đẳng cho các NĐTNN	-/?
<b>C.2 Mức độ thông thoáng cho dòng vốn</b>	
Mức độ hạn chế dòng vốn	++
Mức độ tự do thị trường ngoại hối	-/?
<b>C.3 Tính hiệu quả của hoạt động thị trường</b>	
<b>Tham gia thị trường</b>	
Việc đăng ký và thiết lập tài khoản NĐT	-/?
<b>Tổ chức thị trường</b>	
Những quy định về thị trường	+
Môi trường cạnh tranh	
Thông tin	-/?
<b>Cơ sở hạ tầng thị trường</b>	
Hệ thống thanh toán bù trừ	-/?
Hệ thống lưu ký	++
Hệ thống đăng ký/lưu ký	++
Giao dịch	++
Khả năng chuyển đổi	-/?
Cho vay chứng khoán	-/?
Bán khống	-/?
<b>Tính ổn định của các định chế thị trường</b>	+

**Bảng: Đánh giá đối với Việt Nam cho nhóm các tiêu mức độ tiếp cận thị trường của MSCI năm 2016**

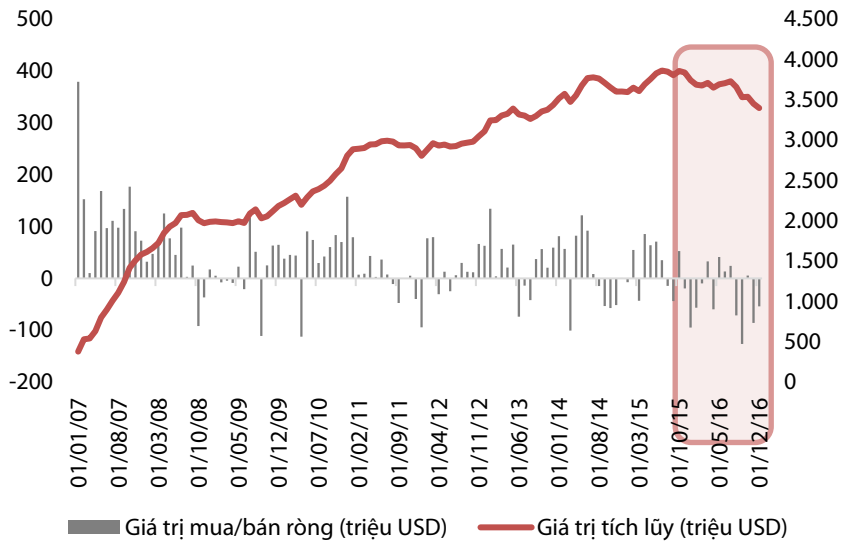
C. Mức độ tiếp cận thị trường	
<b>C.1 Tính mở đối với NĐTNN</b>	
Yêu cầu về tiêu chuẩn đối với NĐT	++
Giới hạn về sở hữu của NĐTNN	-/?
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN	-/?
Quyền bình đẳng cho các NĐTNN	-/?
<b>C.2 Mức độ thông thoáng cho dòng vốn</b>	
Mức độ hạn chế dòng vốn	++
Mức độ tự do thị trường ngoại hối	-/?
<b>C.3 Tính hiệu quả của hoạt động thị trường</b>	
<b>Tham gia thị trường</b>	
Việc đăng ký và thiết lập tài khoản NĐT	-/?
<b>Tổ chức thị trường</b>	
Những quy định về thị trường	+
Môi trường cạnh tranh	
Thông tin	-/?
<b>Cơ sở hạ tầng thị trường</b>	
Hệ thống thanh toán bù trừ	-/?
Hệ thống lưu ký	++
Hệ thống đăng ký/lưu ký	++
Giao dịch	++
Khả năng chuyển đổi	-/?
Cho vay chứng khoán	-/?
Bán khống	-/?
<b>Tính ổn định của các định chế thị trường</b>	+

Chú thích: ++ không có vấn đề, + không có vấn đề đáng kể, có thể cải thiện, -/? yêu cầu có sự cải thiện trước khi được đánh giá lại

- Trong giai đoạn 2007 – 2015, khối ngoại đã tích lũy được 3.742 triệu USD
- Tuy nhiên tính đến ngày 8/12 vừa qua, giá trị tích lũy chỉ còn 3.397 triệu USD

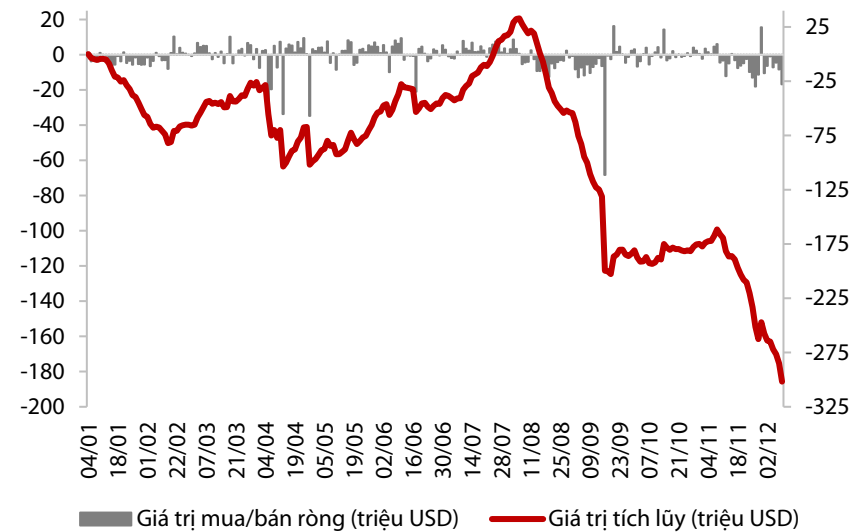
→ Khối ngoại đã bán ròng ~ 345 triệu USD từ đầu năm đến 8/12

## Hoạt động khối ngoại từ năm 2007 đến nay



Nguồn: RongViet Research

## Hoạt động khối ngoại từ đầu năm 2016 đến nay



Nguồn: RongViet Research



- Kinh tế vĩ mô, lãi suất duy trì ổn định
- Định giá thị trường: Không rẻ nhưng cũng không đắt
- Câu chuyện FOL vẫn tiếp diễn
- Hoạt động thoái vốn diễn ra sôi nổi và có cơ hội đến từ UPCOM
- Tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết

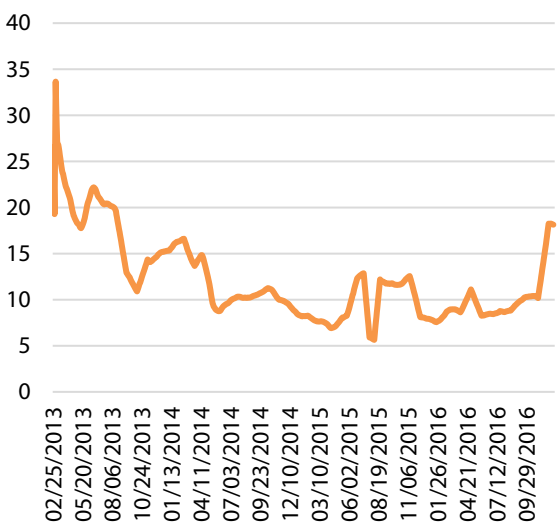


- Lo ngại về triển vọng kinh tế trước các biến động từ bên ngoài
- Xu hướng bán ròng có thể chỉ mới bắt đầu
- ETFs không còn là sự lựa chọn tốt cho dòng vốn FII
- Triển vọng nâng hạng MSCI thị trường mới nổi mịt mờ

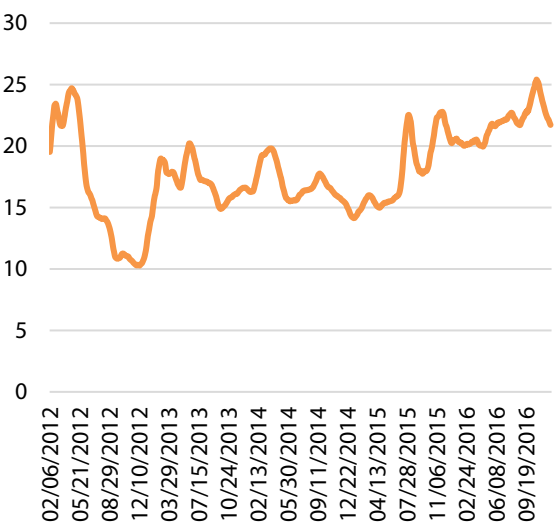
- (1) Chính sách nới lỏng tiền tệ tiếp tục ở Việt Nam
- (2) Nhiều cổ phiếu lớn sẽ tiếp tục niêm yết lên sàn chứng khoán
- (3) Nới lỏng điều kiện cho vay margin
- (4) Nguồn cho vay margin, tạo điều kiện cho nhà đầu tư trong nước tham gia mạnh hơn vẫn còn khá dồi dào

	Động lực tăng trưởng						Rủi ro				
	TỔNG	Chu kỳ	Chính sách	Chi phí đầu vào	Xuất khẩu	Nhu cầu nội địa	TỔNG	Cạnh tranh	Giá hàng hóa	Lãi suất	Tỷ giá
<b>Ô tô và phụ tùng</b>	+		+	-		+	TBC	TBC	TB	TBC	TBC
<b>Ngân hàng</b>	+	+	-			+	TBC	T	TBC	T	TBC
<b>Tài nguyên Cơ bản</b>	+++	+		-	+	+	TBC	C	TB	TB	TBC
<b>Hóa chất</b>	~	+		-			TB	C	T	T	TB
<b>Xây dựng và Vật liệu</b>	++	+	+	-		+	TBC	TB	TB	T	TBC
<b>Dịch vụ tài chính</b>	+					+	TB	T	C	T	TB
<b>Thực phẩm và đồ uống</b>	+			-		++	TBC	TB	T	TB	TBC
<b>Y tế</b>	~	-				+	TBC	TB	T	TB	TBC
<b>Hàng &amp; Dịch vụ Công nghiệp</b>	++	+	+	-		+	TBC	TB	TBC	TBC	TBC
<b>Bảo hiểm</b>	+					+	TBC	T	C	T	TBC
<b>Dầu khí</b>	+	+					T	T	TB	T	M
<b>Hàng cá nhân &amp; Gia dụng</b>	-			-	-	+	TBC	TB	TB	C	TBC
<b>Bất động sản</b>	++	+	+	-		+	TBC	T	C	TB	C
<b>Bán lẻ</b>	++					++	TBC	T	TB	T	TBC
<b>Công nghệ Thông tin</b>	~						TB	T	TB	C	TB
<b>Du lịch và Giải trí</b>	~			-		+	TB	C	T	T	TB
<b>Điện, nước &amp; xăng dầu khí đốt</b>	~					+	T	T	T	TBC	T
Rất tiêu cực	--										
Tiêu cực	-						T			Thấp	
Trung lập	~						TB			Trung bình	
Tích cực	+						TBC			Trung bình đến cao	
Rất tích cực	++						C			Cao	

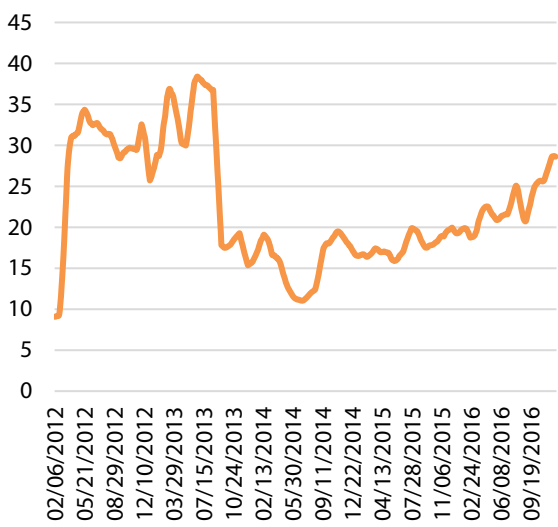
## Dịch vụ tài chính



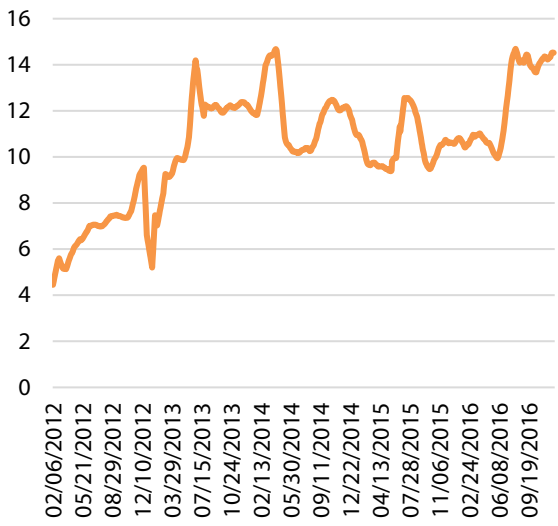
## Bảo hiểm



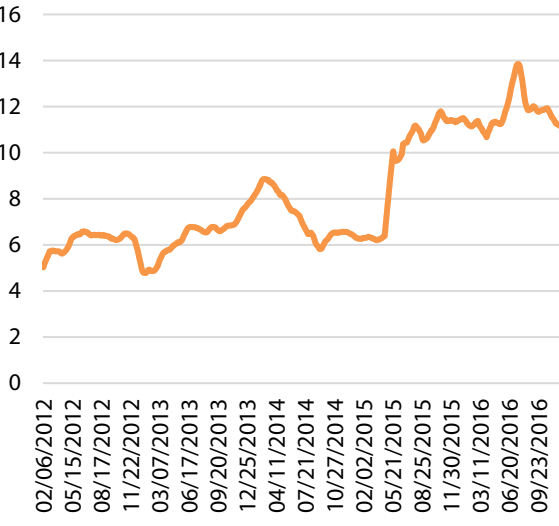
## Bất động sản



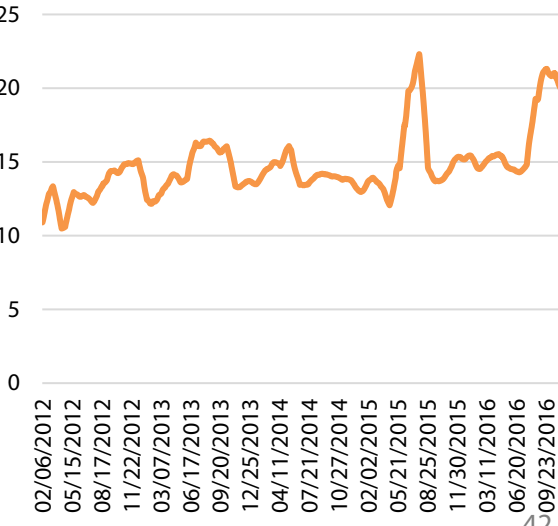
## Bán lẻ



## Hàng gia dụng



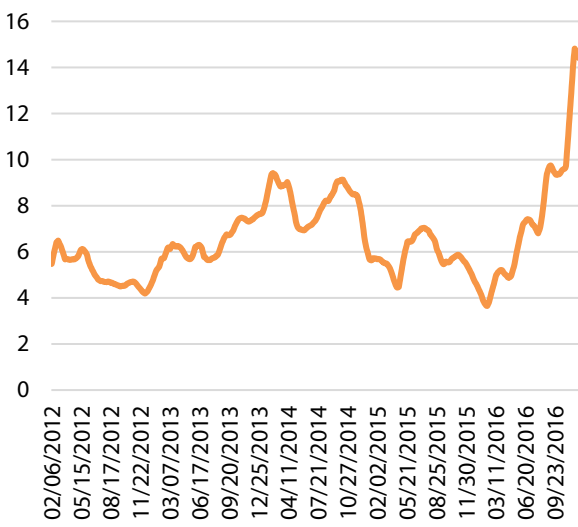
## Thực phẩm đồ uống



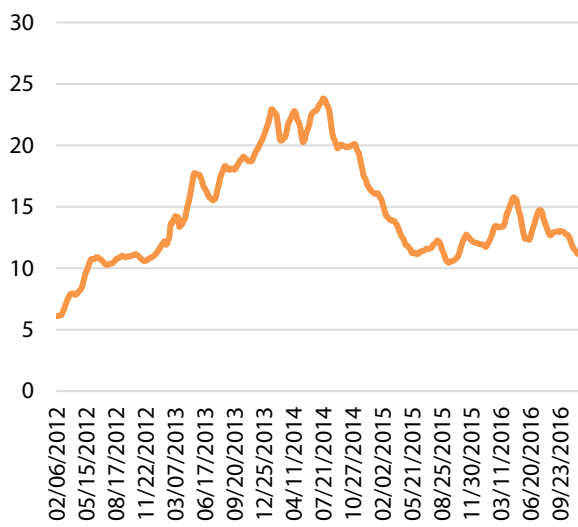
# P/E trung bình trượt qua các năm



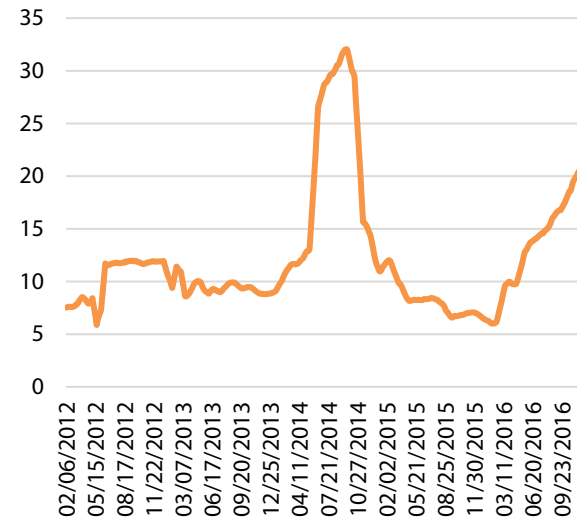
## Dầu khí



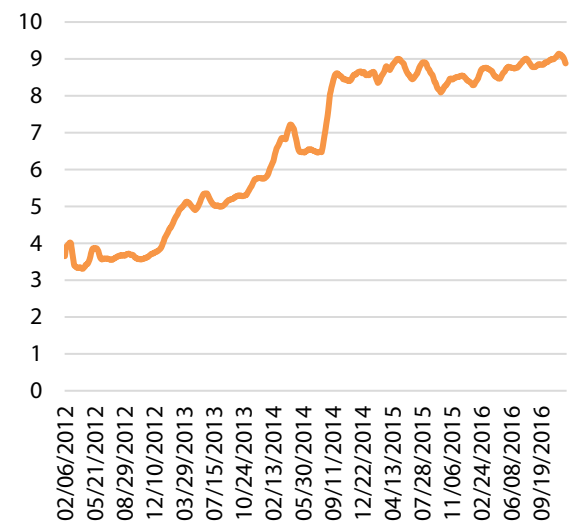
## Nguyên liệu cơ bản



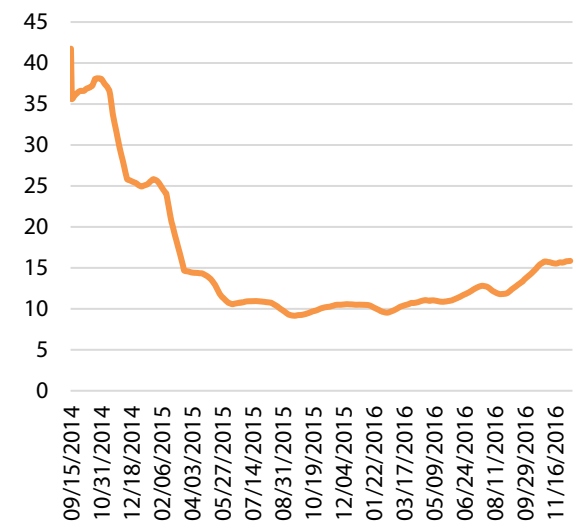
## Tiện ích công cộng



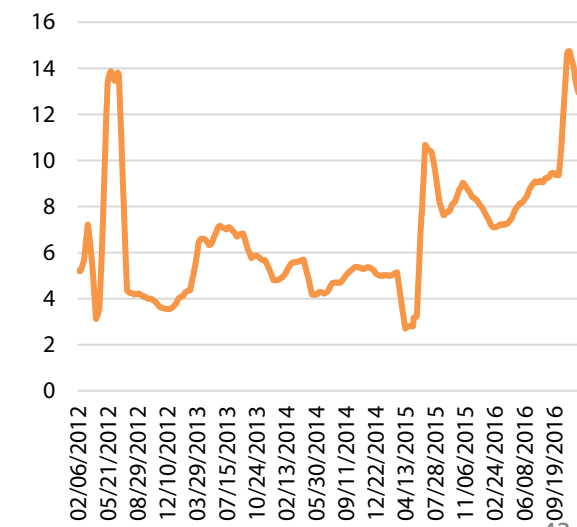
## Hóa chất



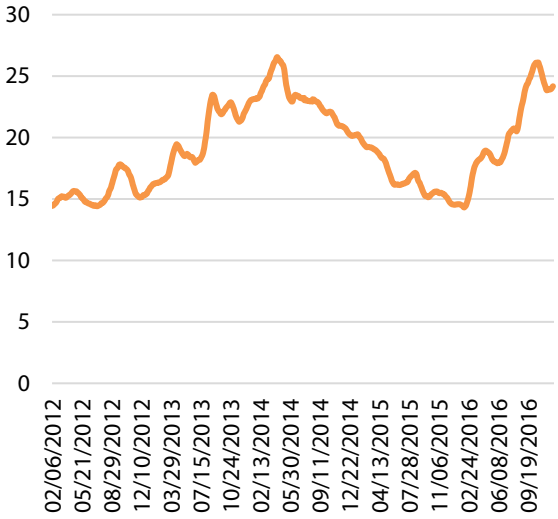
## Vật liệu xây dựng



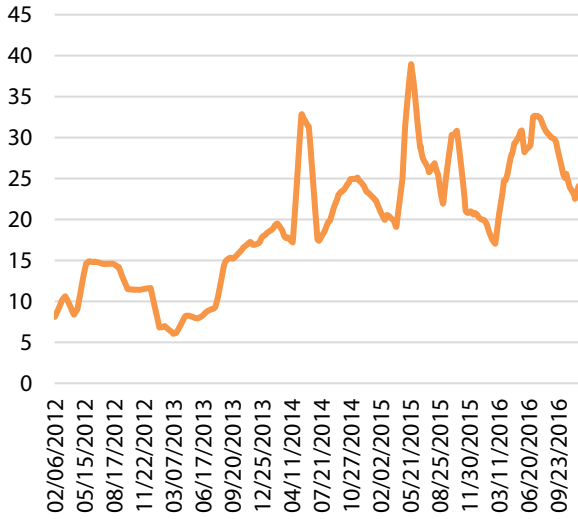
## Ô tô phụ tùng



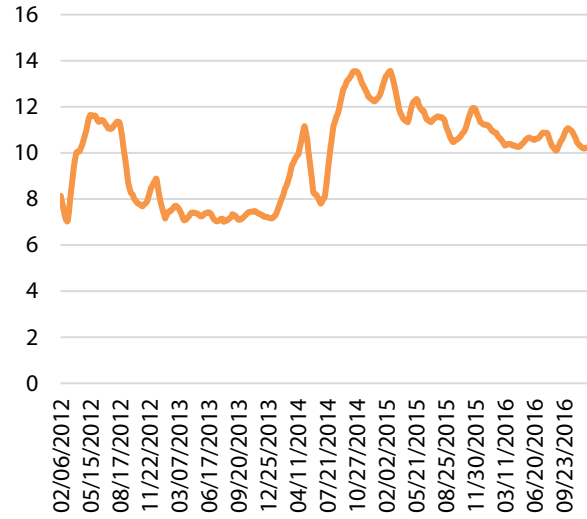
## Y tế



## Du lịch & Giải trí



## Công nghệ



Nguồn: RongViet Research, FiiPro

## Thị trường sẽ tiếp tục cho những trái ngọt



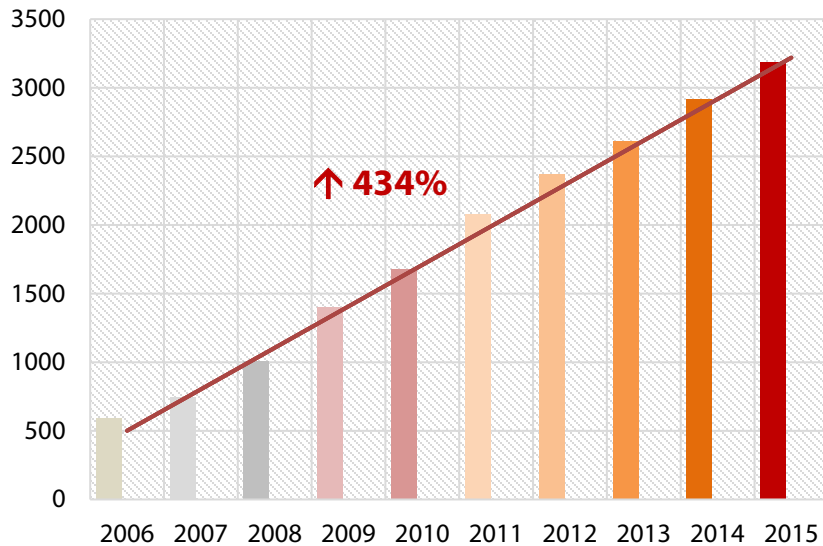
# TRÁI BỐN MÙA & TRÁI TRÊN CÀNH THẤP

Thực phẩm đồ uống, Hàng tiêu dùng, Bán lẻ,  
Logistic & Vận tải

# Thu nhập gia tăng, tiêu dùng cải thiện

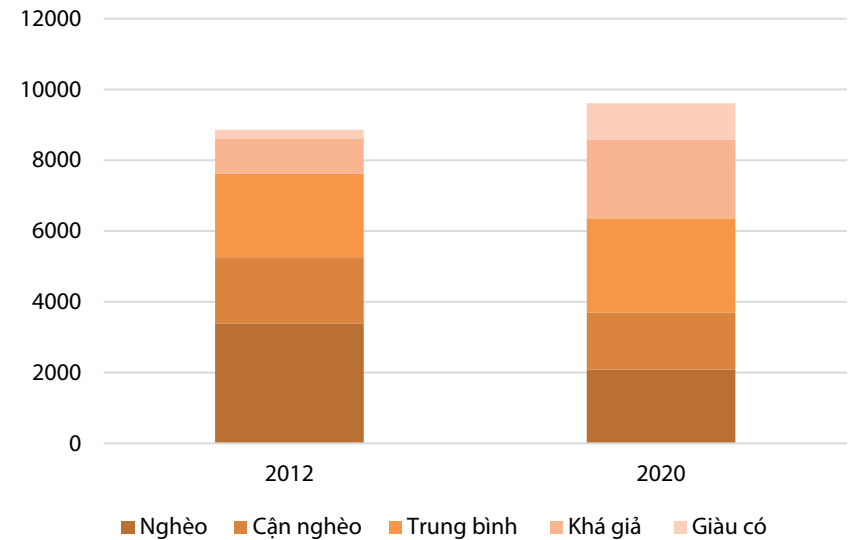
- Năng suất lao động và số lượng việc làm cải thiện giúp **thu nhập và nhu cầu chi tiêu gia tăng**.
- Sự phát triển của tầng lớp trung lưu – khá giả** làm tăng nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp.
- Khả năng chuyển phần tăng giá đầu vào cho khách hàng phụ thuộc và (1) mức độ cạnh tranh và (2) vị thế của từng doanh nghiệp.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa dịch vụ (tỷ VND)



Nguồn: GSO, RongViet Research

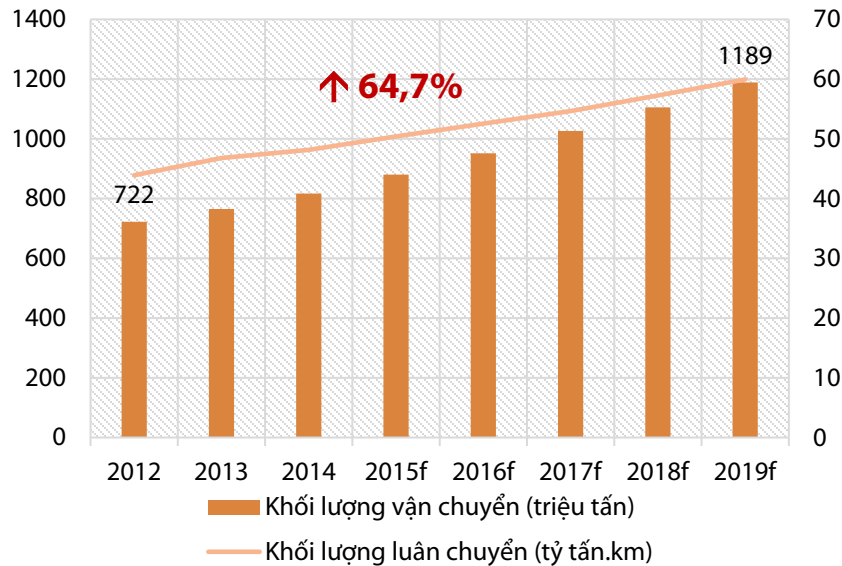
Phân bố thu nhập hộ gia đình Việt Nam



Nguồn: Boston Consulting group

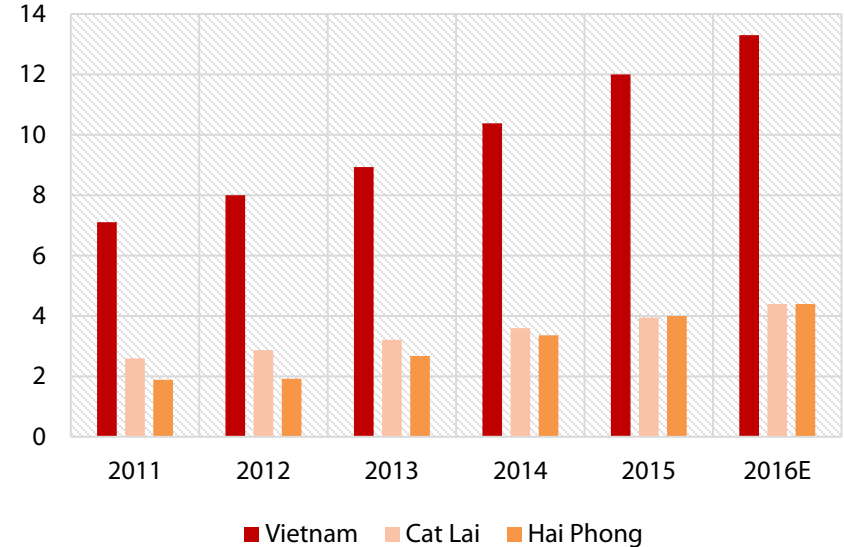
- Ngành logistics đóng vai trò then chốt trong việc đảm bảo **sự luân chuyển liên tục hàng hóa trong nước và xuất nhập khẩu.**
- Cảng biển là một trong **những nhóm ngành** có khả năng sinh lời cao nhất trên thị trường.
- Không có TPP, các hiệp định khác vẫn còn và xu thế hội nhập sẽ **tiếp tục thúc đẩy XNK và đầu tư.**

## Khối lượng hàng hóa vận chuyển



Nguồn: GSO, RongViet Research

## Sản lượng hàng hóa qua cảng (triệu tấn)



Nguồn: MoT

Mã	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Đánh giá	Thời gian	Tài chính				Định giá			Giao dịch			
					2016		2017		P/B (x)	P/E (x)	+/- Giá 1N (%)	KLGDTB 3 tháng (cp)	GTGDTB 3 tháng (tỷ VND)	VHTT (tỷ đồng)	Giới hạn SHNN (%)
					+/- DTT (%)	+/- LNST (%)	+/- DTT (%)	+/- LNST (%)							
<b>Thực phẩm &amp; Đồ uống</b>															
<b>SAB</b>	143.000	141.200	Trung lập	Dài hạn	10,9	34,2	8,6	4,8	6,8	22,3	n/a	144.170	17.801	90.549	39,6
<b>VNM</b>	146.000	132.500	Trung lập	Dài hạn	17,1	26,0	15,4	9,4	9,4	20,3	37,6	2.098.362	291.329	192.317	52,1
<b>Bán lẻ</b>															
<b>PNJ</b>	89.600	68.900	Mua	Dài hạn	10,8	218,0	12,3	28,9	4,3	15,1	80,5	140.238	10.149	6.771	-
<b>Vận tải</b>															
<b>GMD</b>	30.000	26.950	Tích lũy	Trung hạn	5,6	(2,2)	9,9	36,7	0,9	13,4	12,2	529.978	14.628	4.836	19,0
<b>PVT</b>	15.300	12.000	Tích lũy	Dài hạn	5,1	13,0	1,2	1,0	1,0	7,8	38,9	830.787	11.228	3.377	24,2
<b>VSC</b>	71.200	55.700	Tích lũy	Dài hạn	18,5	(9,0)	17,6	23,0	1,9	11,1	(13,4)	116.612	7.794	2.538	-

Nguồn: RongViet Research, giá cổ phiếu tại ngày 08/12/2016

Mã	Ngành	VHTT (tỷ đồng)	SLCPĐLH	Trailing P/E (x)	P/B (x)	ROEA (%)	ROAA (%)	Giá hiện tại (VND)	2015		4 quý gần nhất	
									+/- DTT (%)	+/- LNST (%)	+/- DTT (%)	+/- LNST (%)
LIX	FMCG	1.817,6	32.400.000	8,9	3,8	43,7	26,5	56.100	124,6	3,0	13,4	20,7
NET	FMCG	727,9	22.398.374	7,9	2,4	31,9	22,6	32.500	87,4	(2,5)	13,6	3,3
BHN	Thực phẩm – Đồ uống	29.940,7	231.800.000	33,7	5,8	15,1	9,2	135.700	6,4	5,1	5,1	6,4
CMF	Thực phẩm – Đồ uống	1.130,0	8.100.000	20,1	4,7	21,7	10,6	139.500	24,7	14,1	24,7	14,1
MSCC	Thực phẩm – Đồ uống	40.362,0	538.160.117	14,4	3,6	22,9	16,7	75.000	0,9	(15,3)	9,4	32,3
NCS	Thực phẩm – Đồ uống	771,1	11.998.630	8,5	4,0	52,6	35,4	64.000	66,5	17,7	17,7	66,5
SVC	Bán lẻ	1.039,0	24.975.507	10,9	1,2	8,8	3,3	41.600	86,0	24,7	23,1	(16,8)
ACV	Vận tải	90.172,0	2.177.173.236	41,3	3,6	8,3	3,9	41.800	(33,4)	24,8	24,8	(33,4)
HAH	Vận tải	892,3	22.939.129	6,9	1,5	26,7	15,9	38.900	26,9	21,9	(11,2)	(41,1)
HVN	Vận tải	55.239,0	1.227.533.800	18,1	3,4	17,5	2,7	45.000	(4,5)	93,3	8,5	162,0



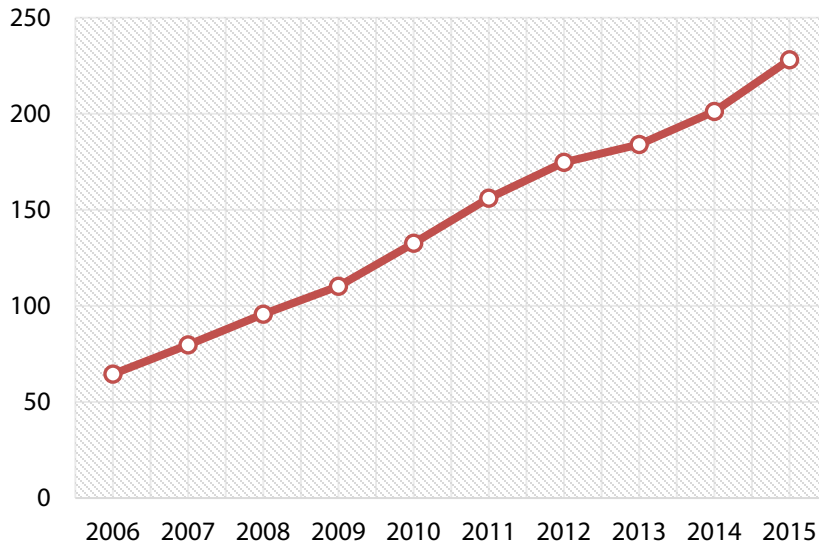
# TRÁI CHÍN CÂY

**Xây dựng & VLXD, Bất động sản, Hạ tầng, Bảo hiểm & Công nghiệp**

# Động lực tăng trưởng từ bên trong

- Để thúc đẩy tăng trưởng GDP và thu hút FDI, **việc phát triển hạ tầng giao thông là yêu cầu tất yếu.**
- **(1) Hạ tầng phát triển, (2) tăng trưởng số hộ gia đình thành thị, (3) tăng trưởng thu nhập và (4) khả năng tiếp cận vốn để mua nhà dễ dàng** sẽ tiếp tục giúp thị trường BĐS ổn định về giá cả và thanh khoản.
- **Giá trị hợp đồng gói đầu lớn và đang mở rộng** là động lực tăng trưởng của các nhà thầu xây dựng.

Đầu ra của ngành xây dựng (tỷ VND)



Nguồn: GSO, RongViet Research

Lượng giao dịch BĐS ở HCMC và Hà Nội (căn)

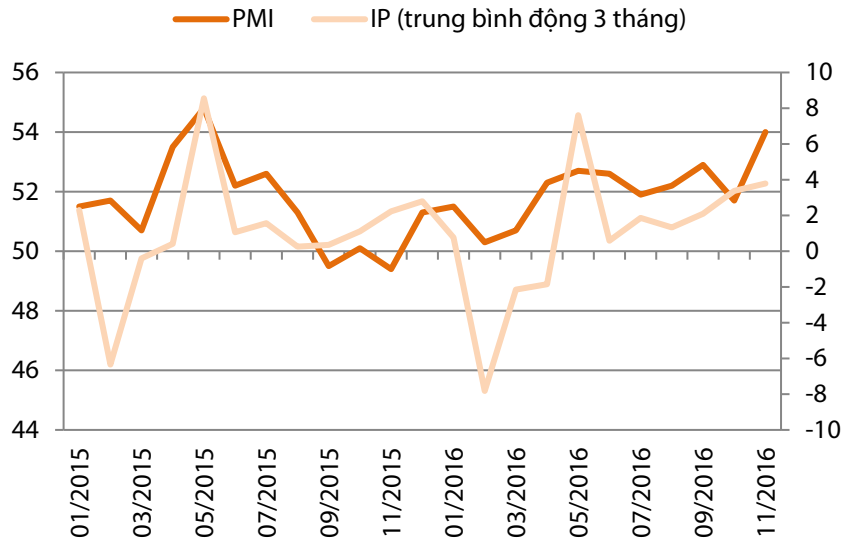


Nguồn: Bộ Xây Dựng

# Động lực tăng trưởng từ bên trong

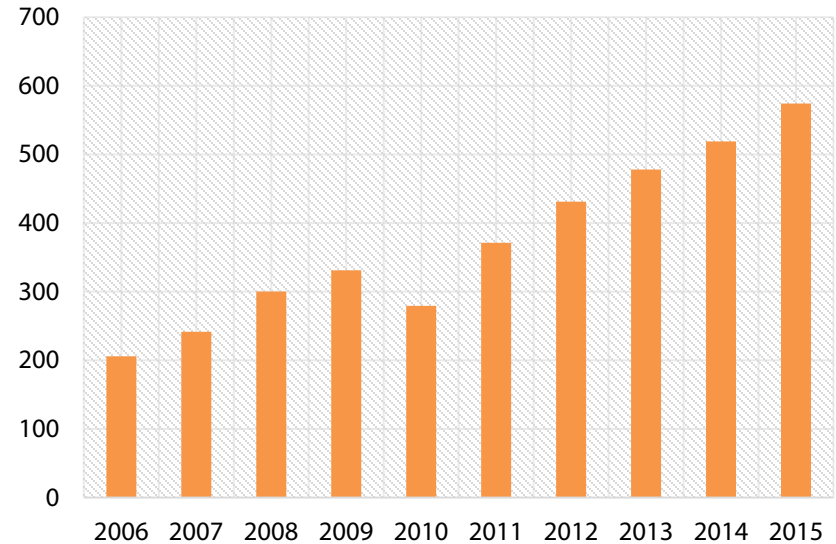
- Lãi suất thấp sẽ tiếp tục hỗ trợ các **kế hoạch mở rộng của các doanh nghiệp sản xuất.**
- **Các công ty sở hữu công nghệ tốt và thị phần lớn có sức khả năng cạnh tranh cao hơn** và có khả năng chống chọi với những rủi ro về thị trường.
- Những doanh nghiệp tích cực cải tiến công nghệ và những công ty đầu ngành có cơ sở tốt để hưởng lợi từ các chính sách khuyến khích của Nhà Nước.

PMI và chỉ số SXCN theo tháng (TB trượt)



Nguồn: GSO, RongViet Research

Đầu ra của lĩnh vực sản xuất (tỷ VND)

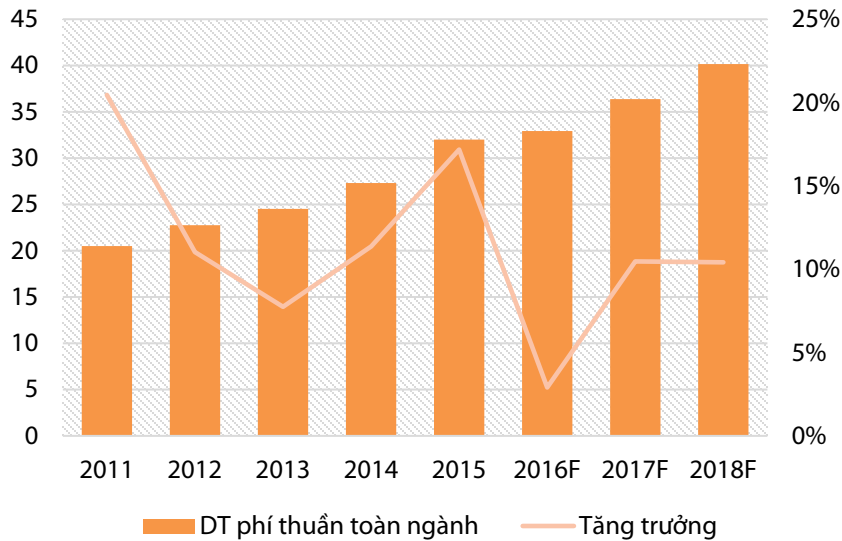


Nguồn: GSO, Markit

# Động lực tăng trưởng từ bên trong

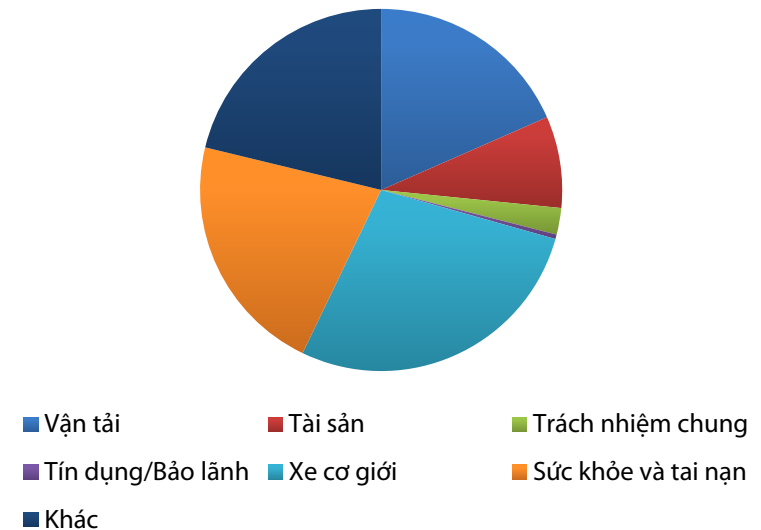
- Thị trường BHPNT đứng trước có nhiều cơ hội **nhờ tăng trưởng kinh tế ổn định, gia tăng đầu tư vào hạ tầng và các hoạt động đầu tư mở rộng của khu vực tư nhân.**
- Việt Nam có mức phí BHPNT bình quân đầu người còn thấp và nhiều người dân chưa có thói quen mua bảo hiểm; **sự gia tăng về thu nhập về dài hạn sẽ thúc đẩy nhu cầu với các sản phẩm bảo hiểm.**
- **Sự tham gia của các đối tác chiến lược** có thể giúp các công ty BH đa dạng hóa sản phẩm và gia tăng khả năng cạnh tranh.

**Phí bảo hiểm thuần toàn ngành (nghìn tỷ VND)**



Nguồn: GSO, RongViet Research

**Cơ cấu phí bảo hiểm toàn ngành**



Nguồn: BMI, AVI

Mã	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Đánh giá	Thời gian	Tài chính				Định giá			Giao dịch			
					2016		2017		P/B (x)	P/E (x)	+/- Giá 1N (%)	KLGDTB 3 tháng (cp)	GTGDTB 3 tháng (tỷ đồng)	VHTT (tỷ đồng)	Giới hạn SHNN (%)
					+/- DTT (%)	+/- LNST (%)	+/- DTT (%)	+/- LNST (%)							
<b>Xây dựng</b>															
<b>CTD</b>	195.000	171.500	Trung lập	Dài-hạn	54,9	102,9	25,0	15,0	2,3	8,8	65,1	132.631	27.846	13.203	(1,3)
<b>SRF</b>	32.100	25.700	Tích lũy	Dài-hạn	44,0	29,4	12,0	11,9	1,5	9,0	84,2	16.316	461	626	21,9
<b>VGC</b>	17.800	15.400	Tích lũy	Dài-hạn	1,2	57,9	7,2	7,9	1,3	8,8	96,9	167.601	2.787	4.780	46,2
<b>Vật liệu xây dựng</b>															
<b>BMP</b>	179.000	189.000	Trung lập	Dài-hạn	25,8	27,2	12,8	9,2	3,7	14,5	55,4	106.622	20.113	8.595	-
<b>HPG</b>	50.300	40.850	Tích lũy	Dài-hạn	13,0	58,5	26,9	5,9	1,9	6,6	62,1	4.348.141	184.751	34.427	13,0
<b>HSG</b>	52.100	46.000	Tích lũy	Trung-hạn	10,3	124,1	27,5	34,6	2,2	6,2	117,1	1.809.957	76.951	9.041	21,1
<b>NKG</b>	45.700	35.200	Mua	Trung-hạn	51,6	353,5	44,1	27,8	1,2	5,2	190,8	395.743	15.228	1.761	21,7
<b>Hạ tầng</b>															
<b>HUT</b>	15.000	11.500	Mua	Dài-hạn	75,5	173,5	14,9	41,6	0,9	5,0	13,1	1.575.676	19.797	2.028	31,9
<b>CTI</b>	36.000	25.600	Mua	Trung-hạn	35,0	105,0	17,9	2,5	1,6	8,3	36,5	387.006	11.132	1.101	21,3

Nguồn: RongViet Research, giá cổ phiếu tại ngày 08/12/2016

Mã	Ngành	VHTT (tỷ đồng)	SLCPĐLH	Trailing P/E (x)	P/B (x)	ROEA (%)	ROAA (%)	Giá hiện tại (VND)	2015		4 quý gần nhất	
									+/- DTT (%)	+/- LNST (%)	+/- DTT (%)	+/- LNST (%)
HBC	XD&VLXD	2.654,0	94.447.467	7,5	1,9	28,7	3,8	28.100	20,4	44,3	148,4	1.578,1
HT1	XD&VLXD	8.317,6	381.541.911	9,8	1,4	18,2	7,1	21.800	142,3	12,6	10,7	87,3
NNC	XD&VLXD	1.185,3	16.440.202	7,1	2,9	49,2	37,9	72.100	18,4	29,5	11,4	17,8
PC1	XD&VLXD	2.754,6	75.262.482	6,3	1,4	23,1	10,6	36.600	(42,2)	0,0	(21,2)	47,1
PLC	XD&VLXD	2.213,9	80.797.566	11,1	1,7	16,4	5,7	27.400	23,1	1,6	(39,7)	(58,8)
GTN	Nông nghiệp	4.587,5	250.000.000	117,6	1,7	1,4	1,0	18.350	(36,3)	231,9	(81,2)	(86,9)
VLC	Nông nghiệp	1.185,2	63.101.000	10,3	1,4	9,7	7,6	18.900	42,7	5,9	3,8	(25,7)
KBC	Bất động sản	6.788,0	469.760.189	8,6	0,9	9,5	5,6	14.450	93,0	34,2	(14,4)	94,8
KDH	Bất động sản	4.715,1	233.999.892	13,0	1,0	8,4	4,3	20.150	338,6	69,1	60,9	(19,6)
NLG	Bất động sản	3.169,2	142.114.510	10,8	1,4	11,3	5,6	22.300	101,4	45,2	155,3	243,0
Novaland	Bất động sản	35.362,2	589.369.234	53,2	4,3	11,2	2,0	60.000	138,2	351,0	-	-

Nguồn: RongViet Research, giá cổ phiếu tại ngày 08/12/2016



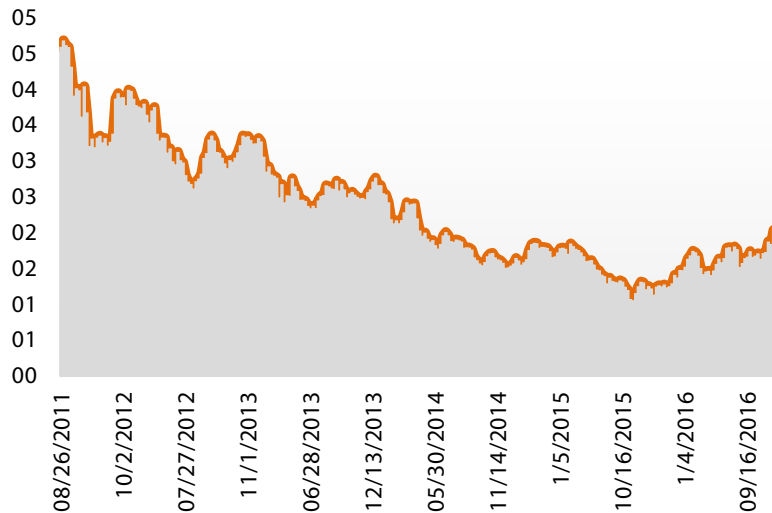
# TỪ CHUA SANG NGỌT:

Dầu khí, Điện, Cao su tự nhiên  
& Nông nghiệp

# Khó khăn của ngành đã qua

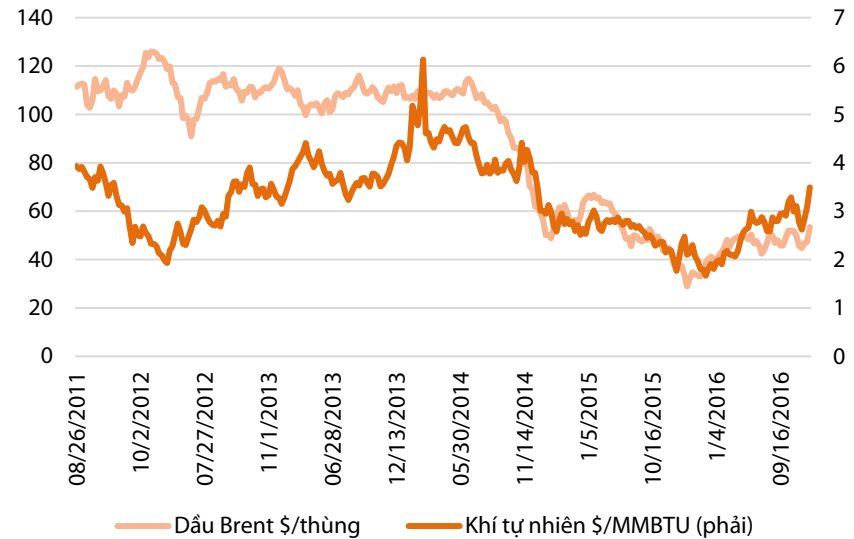
- Nhu cầu tiêu thụ từ Trung Quốc và sự mạnh lên của USD **có thể hỗ trợ giá các loại hàng hóa cơ bản, đặc biệt dầu thô**, qua đó tác động tích cực lên các công ty khai thác, chế biến và cung ứng dịch vụ.
- **Các nhà máy điện gặp khó khăn do thời tiết và tỷ giá** kỳ vọng sẽ tạo ra những câu chuyện “đảo chiều” trong năm 2017.
- **Ngành sản xuất nông nghiệp đang nỗ lực để hồi phục** từ ảnh hưởng của hạn hán, xâm nhập mặn.

Giá cao su tự nhiên (USD/kg)



Nguồn: GSO, Bloomberg

Giá dầu thô và khí tự nhiên



Nguồn: Bloomberg

Mã	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Đánh giá	Thời gian	Tài chính				Định giá			Giao dịch			
					2016		2017		P/B (x)	P/E (x)	+/- Giá 1N (%)	KLGDTB 3 tháng (cp)	GTGDTB 3 tháng (tỷ đồng)	VHTT (tỷ đồng)	Giới hạn SHNN (%)
					+/- DTT (%)	+/- LNST (%)	+/- DTT (%)	+/- LNST (%)							
<b>Hóa chất</b>															
<b>BFC</b>	43.000	30.000	Mua	Dài hạn	2,4	19,2	10,2	6,7	1,8	6,0	54,8	133.309	4.765	1.715	32,1
<b>VFG</b>	112.000	77.900	Mua	Dài hạn	10,5	4,3	24,8	12,4	1,9	9,9	33,9	13.548	1.106	1.424	27,6
<b>Tiện ích công cộng</b>															
<b>PPC</b>	19.400	15.900	Tích lũy	Dài hạn	(21,6)	(38,9)	14,2	50,8	1,1	8,1	(3,1)	238.569	3.573	5.059	33,6
<b>PGS</b>	20.600	16.100	Mua	Trung hạn	16,0	204,0	10,6	(66,3)	0,8	2,3	7,2	190.278	3.232	805	27,9
<b>REE</b>	26.800	22.200	Tích lũy	Dài hạn	2,1	(3,6)	4,2	22,4	1,1	8,4	5,8	1.016.758	22.419	6.883	-
<b>Dầu khí</b>															
<b>PVS</b>	21.400	17.400	Mua	Trung hạn	(19,1)	(28,7)	(2,4)	10,6	0,8	7,2	2,3	1.900.408	37.404	7773	21,5

Nguồn: RongViet Research, giá cổ phiếu tại ngày 08/12/2016

Mã	Ngành	VHTT (tỷ VND)	SLCPĐLH	Trailing P/E (x)	P/B (x)	ROEA (%)	ROAA (%)	Giá hiện tại (VND)	2015		4 quý gần nhất	
									+/- DTT (%)	+/- LNST (%)	+/- DTT (%)	+/- LNST (%)
DPR	Hóa chất	1.412,4	40.124.790	15,6	0,7	3,4	2,7	35.200	(27,2)	(8,9)	(11,4)	(33,7)
PHR	Hóa chất	1.883,8	78.490.047	6,9	0,9	12,3	8,0	24.000	(19,4)	(23,5)	14,8	460,8
CHP	Tiện ích công cộng	2.583,0	125.999.511	12,7	1,8	13,8	6,6	20.500	54,1	16,4	0,7	48,5

# TRÁI XANH

Vận chuyển hành khách, Phân bón  
Đệt may & Thủy sản

# Giai đoạn tăng trưởng nhanh đã qua ...

## Tích cực:

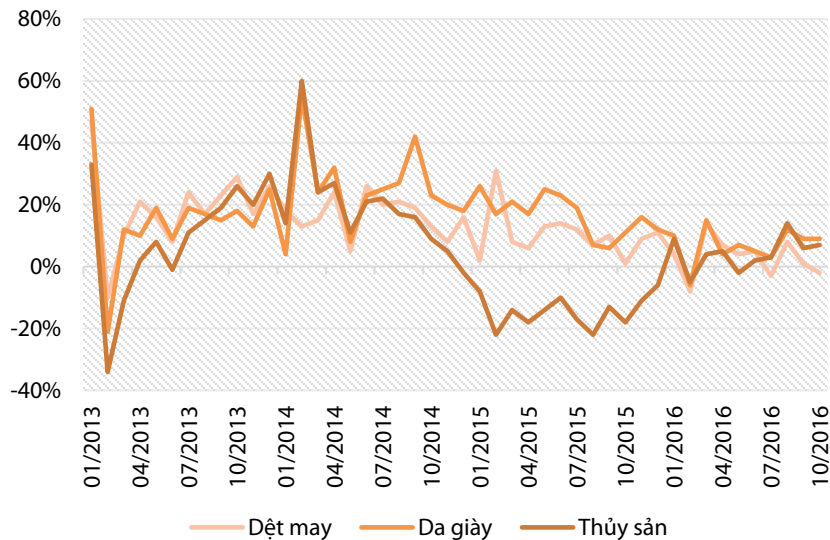
- Thị trường tiềm năng còn lớn và dư địa tăng trưởng còn nhiều.
- Các công ty vận tải hành khách và phân bón có cổ tức cao và lịch sử chi trả tốt.

## Tiêu cực:

- Cạnh tranh từ bên trong và bên ngoài cộng với các hàng rào thương mại.

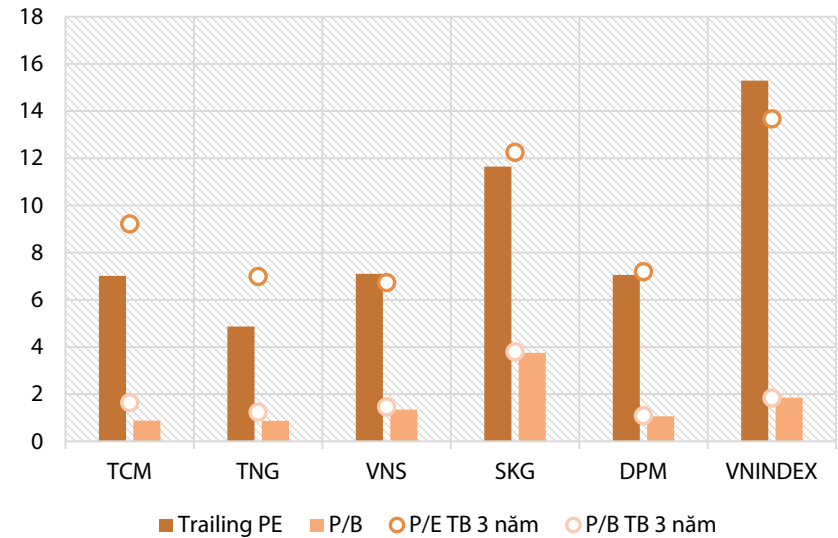
... nhưng giá cổ phiếu cũng đã giảm nhiều!!

### Tăng trưởng xuất khẩu dệt may và thủy sản



Nguồn: GSO, Bloomberg

### P/E và P/B so với trung bình 3 năm



Nguồn: RongViet Research

Mã	Ngành	VHTT (tỷ đồng)	SLCPĐLH	Trailing P/E (x)	P/B (x)	ROEA (%)	ROAA (%)	Giá hiện tại (VND)	2015		4 quý gần nhất	
									+/- DTT (%)	+/- LNST (%)	+/- DTT (%)	+/- LNST (%)
FMC	Thực phẩm	573,0	30.000.000	5,7	1,1	20,6	7,1	19.100	55,1	(0,1)	25,1	(18,8)
VHC	Thực phẩm	5.067,4	92.301.883	9,6	2,1	23,7	11,1	54.900	(30,7)	3,2	29,7	122,2
TCM	Vật dụng cá nhân	711,9	49.099.501	6,4	0,8	12,6	4,4	14.500	(8,7)	8,6	(1,9)	(12,4)
TNG	Vật dụng cá nhân	431,7	34.264.978	4,8	0,8	18,7	4,8	12.600	34,1	39,7	(5,0)	18,1
VGG	Vật dụng cá nhân	2.478,0	42.000.000	6,1	1,9	27,9	9,5	59.000	5,8	16,9	20,1	16,7
SKG	Du lịch & Giải trí	2.505,2	34.271.242	11,6	3,7	36,4	35,7	73.100	69,5	36,3	20,6	21,7
VNS	Du lịch & Giải trí	2.151,1	67.859.192	6,9	1,3	20,3	10,6	31.700	4,9	12,8	5,8	(5,7)
DPM	Hóa chất	8.805,0	391.334.260	6,7	1,0	14,8	12,5	22.500	34,2	2,3	(19,7)	(49,8)
LAS	Hóa chất	1.376,8	112.856.400	7,2	1,1	14,4	7,1	12.200	(30,2)	(6,7)	6,4	(9,0)

# TRÁI LẠ

**Thoái vốn Nhà nước, IPO & niêm yết mới**



- Do áp lực về ngân sách, **quyết tâm cổ phần hóa và thoái vốn tại các NDNN hiện nay là rất lớn.**
- **Từ nay đến 2018, hàng loạt DNNN sẽ IPO** với tổng vốn hóa sau khi niêm yết không dưới 15 tỷ USD.
- Không ít công ty tư nhân có quy mô lớn và thị phần hàng đầu cũng đang xúc tiến IPO hoặc niêm yết.

→ **KẾT QUẢ:** Quy mô thị trường và mức độ quan tâm của NĐTNN sẽ tăng lên, đặc biệt là đối với những doanh nghiệp tốt

Một số thương vụ IPO/Niêm yết lớn

STT	Công ty	Ngày IPO/niêm yết dự kiến
1	ACV	12/2016
2	BHN	11/2016
3	BSR	2017
4	HVN	12/2016
5	MSCC	2017
6	Novaland	12/2016
7	PLX	2017

STT	Công ty	Ngày IPO/niêm yết dự kiến
8	PVOil	2017
9	PVPower	2017
10	QNS	12/2016
11	SAB	12/2016
12	VEAM	2017
13	VGT	2017
14	VietJet Air	2017

Tên	VHTT (tỷ đồng)	SLCPLH sau IPO	P/E (x)	P/B (x)	Giá hiện tại (VND)	ROEA (%)	ROAA (%)	2015		2014	
								+/- DTT (%)	+/- LNST (%)	+/- DTT (%)	+/- LNST (%)
ACV	88.393	2.177.173.236	40,53	3,50	40.600	8,3	3,9	24,8	(33,4)	10,5	14,5
BHN	31.432	231.800.000	35,43	6,05	135.600	15,1	9,2	5,1	6,4	42,3	7,6
HVN	55.239	1.227.533.800	18,15	3,43	45.000	17,5	2,7	(4,5)	93,3	0,3	61,9
MCH	40.362	538.160.117	14,36	3,97	75.000	22,9	16,7	0,9	(15,3)	9,7	4,7
NVL	35.362	589.369.234	53,19	4,32	60.000	11,2	2,0	138,2	351,0	75,1	1.172,4
PLX	38.816	1.293.878.100	8,65	1,90	30.000	20,1	7,4	(29,0)	n/a	5,5	n/a
QNS	15.379	187.549.000	13,15	4,65	82.000	39,4	21,0	20,5	58,9	16,6	32,9
VEAM	20.596	1.328.800.000	4,75	1,35	15.500	30,2	26,8	15,9	31,4	(12,7)	41,2
VGT	6.800	500.000.000	15,96	1,16	13.600	5,8	2,2	12,6	14,5	22,9	69,8

## **KHUYẾN CÁO:**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật.

**Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**

**Đoàn Thị Thanh Trúc**

Giám Đốc Phân Tích

P. + 84 8 6299 2006 (Ext: 1308)

E. truc.dtt@vdsc.com.vn

**Marc Djandji, CFA**

Giám Đốc Khối Khách Hàng Tổ Chức

P. + 84 8 6299 2006 (Ext: 1312)

E. marc.djandji@vdsc.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tòa nhà VietDragon, 141 Nguyễn Du, Quận 1,

HCM, Việt Nam

[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)