



Khi mà mùa KQKD quý 2 khép lại, VN-Index ở một mặt bằng đỉnh giá tương đối cao đã điều chỉnh mạnh trong hầu hết thời gian của tháng 08. Tuy nhiên, sự tăng điểm của các cổ phiếu vốn hóa lớn như SAB, VIC và nhóm ngân hàng đã giúp chỉ số lấy lại được mốc 780 điểm vào cuối tháng.

Tâm lý thị trường hồi phục trở lại có sự đóng góp không nhỏ của các chỉ số vĩ mô. Bên cạnh đó, trong ngắn hạn, lạm phát thấp sẽ giúp NHNN chủ động trong việc kiểm soát biến động tỷ giá cũng như thúc đẩy tăng trưởng tín dụng theo mục tiêu 21-22% của chính phủ. Bên cạnh đó, thị trường cũng đón nhận Dự thảo sửa đổi thông tư 36, trong đó vẫn giữ tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức 45% trong 2018, và đến 2019 mới giảm về 40%. Nếu được thông qua, điều này sẽ giúp các tổ chức tín dụng bớt đi áp lực huy động trong trung và dài hạn. Tổng hòa những điều trên có thể sẽ giúp cho mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp trong khoảng thời gian còn lại của 2017. Điều này đồng nghĩa với việc dòng tiền nhiều khả năng vẫn sẽ ở lại thị trường chứng khoán. Thanh khoản thị trường sẽ vẫn có thể đạt mức 3.200-3.300 tỷ/phiên trong những tháng cuối năm.

Tuy vậy, chúng tôi chưa nhìn thấy động lực cho một xu hướng tăng điểm bền vững. Không có thông tin hỗ trợ nào cho các doanh nghiệp niêm yết ít nhất là trong tháng 09. Cùng với đó là khả năng chững lại của khối ngoại khi mà FED có thể tiếp tục tăng lãi suất và ECB thắt chặt hơn chính sách nới lỏng tín dụng. Trong tháng 08, mức độ tham gia thị trường của khối ngoại đã giảm xuống chỉ còn 13% tổng thị trường so với mức 16% bình thường. Nếu điều này tiếp tục, cùng với các căng thẳng địa chính trị trên thế giới, dù có thể không tác động tiêu cực lên cả thị trường, nhưng cũng sẽ ảnh hưởng đến tâm lý chung, nhất là trong những phiên “đỏ lửa”.

Tựu trung, thị trường xem ra chưa thể thoát ra khỏi xu hướng đi ngang trong một sớm một chiều. Chúng tôi cho rằng VN-Index sẽ còn tiếp tục biến động trong khoảng 760-800 trong tháng 09. Cho dù thanh khoản cải thiện có thể hỗ trợ việc trading trong ngày, sẽ rất rủi ro nếu NĐT vẫn theo đuổi chiến thuật sử dụng margin ở những cổ phiếu đầu cơ trong tháng này, nhất là trong những cơn “hung phấn” của thị trường. Thay vào đó, dựa trên hỗ trợ của mặt bằng vĩ mô ổn định (hay ít nhất là từ sự quyết tâm của chính phủ mà chúng tôi nhận thấy), chúng tôi khuyến khích NĐT nắm bắt cơ hội để tích lũy các cổ phiếu cơ bản và triển vọng trong nửa cuối năm 2017. Cú điều chỉnh mạnh của thị trường vừa qua đã mang rất nhiều cổ phiếu thuộc nhóm này về vùng đỉnh giá hấp dẫn hơn cách đây 1-2 tháng. Bởi thế, lựa chọn được những cổ phiếu trên ở mức P/E và P/B thấp hơn mặt bằng chung hứa hẹn mang lại mức sinh lợi cao hơn cho NĐT.



Ban Chiến lược

Đoàn Thị Thanh Trúc - Giám đốc

truc.dtt@vdsc.com.vn

Trần Thị Hà My

my.tth@vdsc.com.vn

Nguyễn Thị Phương Lam

lam.ntp@vdsc.com.vn

Bùi Vinh Thiện

thien.bv@vdsc.com.vn

Nguyễn Đức Hiếu

hieu.nd@vdsc.com.vn

Vô Văn Quang

quang.vv@vdsc.com.vn

Trần Thị Ngọc Hà

ha.ttn@vdsc.com.vn

KINH TẾ THẾ GIỚI	3
Mỹ: Động lực tăng trưởng tiếp nối trong Q3.....	3
EU: Đồng Euro tăng giá mạnh.....	3
Trung Quốc: Hoạt động tín dụng chững lại trước sự kiện chính trị quan trọng.....	4
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI	5
KINH TẾ VIỆT NAM	7
Điểm sáng về kinh tế trong Q3	7
Đánh giá những thay đổi về chính sách thuế	8
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 8: ĐIỀU CHỈNH VÀ HỒI PHỤC	14
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG CHÍNH	19
CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG CHÍNH	20

Nhu cầu đối với hoạt động xây lắp không chỉ đến từ lĩnh vực BĐS dân dụng mà còn được đóng góp ở các phân khúc khác như BĐS nghỉ dưỡng, văn phòng và trung tâm thương mại, nhà xưởng cũng như xây lắp hạ tầng. Do vậy, mặc dù phân khúc nhà ở được dự báo sẽ chững lại trong vài năm tới thì nhu cầu đối với hoạt động xây dựng vẫn lớn. Chúng tôi kỳ vọng các nhà thầu xây dựng đi đầu trong việc đa dạng hóa danh mục công việc xây dựng sẽ gặt hái thành công. Trong nhóm các doanh nghiệp xây dựng đang niêm yết thì chúng tôi nhận thấy CTD đang có xu hướng “cơ cấu” khối lượng công việc theo hướng này. Mặc dù BĐS dân dụng vẫn chiếm khoảng 70% trong tổng cơ cấu doanh thu của CTD, mức độ đóng góp của phân khúc văn phòng và trung tâm thương mại đang có sự cải thiện dần. Cuối quý 2/2017, giá trị hợp đồng gởi đầu của CTD đạt khoảng 26.181 tỷ đồng (+18% YoY) và chúng tôi kỳ vọng giá trị này sẽ tiếp tục tăng lên trong thời gian tới, song hành với xu hướng FDI chảy vào Việt Nam và sự mở rộng của các doanh nghiệp sản xuất trong nước.

Hoạt động xây dựng tăng tốc trong nửa cuối năm 2017 sẽ kéo theo nhu cầu đối với vật liệu xây dựng, đặc biệt là gạch. Khẩu vị tiêu dùng đang có sự thay đổi. Theo đó, các sản phẩm gạch ceramic có chất lượng thấp và kích thước nhỏ đang dần được thay thế bởi gạch granite. Với tỷ lệ thâm nhập còn khá thấp, chỉ khoảng 13%, có thể thấy tiềm năng tăng trưởng ở phân khúc này còn rất lớn. Trên sàn niêm yết, VIT và CVT là hai doanh nghiệp có thị phần gạch lớn, lần lượt khoảng 11% và 5%. Cả hai doanh nghiệp này cũng đang trong quá trình mở rộng đầu tư nhằm nâng công suất đối sản xuất gạch granite. VIT là cổ phiếu được chúng tôi ưa thích từ khá lâu. Trong khi đó, CVT cũng là một câu chuyện tăng trưởng trong ngành gạch khi mà doanh nghiệp đang đầu tư thêm một dây chuyền sản xuất và có thể giúp công suất nhà máy tăng khoảng 25% khi đi vào hoạt động.

Tám tháng đầu năm 2017, tăng trưởng SXCN đạt 10,8%, cao hơn so với mức tăng 10,4% của cùng kỳ. Một số ngành ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng như là thép, nhựa, giấy, dệt may, và phân bón. Mặc dù ghi nhận tăng trưởng trong sản xuất, chúng tôi nhận thấy một số ngành có rất ít khả năng kiểm soát giá cả đầu ra, đặc biệt trong mảng nhựa, dệt may, hay phân bón. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp ngành thép có phần thuận lợi hơn nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại, cũng như là xu hướng tăng giá thép thế giới diễn ra từ giữa quý 2/2017 đến nay. Nhờ đó, biên lợi nhuận các doanh nghiệp thép như HPG, HSG và NKG có thể cải thiện trong nửa cuối năm 2017. Trong dài hạn, chúng tôi ưa thích HPG hơn cả do doanh nghiệp có chuỗi sản xuất khép kín và tiềm năng tăng trưởng cao sau khi khu liên hợp gang thép Dung Quất đi vào hoạt động.

Đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng, câu chuyện không chỉ là hạn mức tăng trưởng tín dụng được nói lên trên 20% mà còn bởi kỳ vọng về khả năng hoàn nhập dự phòng, hoặc ít nhất chi phí trích lập DPRR tín dụng cho TPĐB của VAMC sẽ giảm đáng kể trong các năm tới nhờ Nghị quyết 42. Theo đó, với các quy định về thí điểm xử lý nợ xấu, các tổ chức tín dụng và VAMC được trao nhiều quyền lực hơn trong việc thu hồi và xử lý tài sản đảm bảo. Có thể sẽ cần nhiều thời gian để đo lường hiệu quả của Nghị quyết, nhưng các kỳ vọng đã và đang phản ánh vào giá cổ phiếu các ngân hàng. Trong đó, chúng tôi nhận thấy định giá cổ phiếu ACB không còn hấp dẫn, nếu đặt trong tương quan so sánh với MBB hay CTG.

DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM **24**

55 mã cổ phiếu được RongViet Securities nghiên cứu (tìm hiểu, trao đổi thông tin với doanh nghiệp) và có những phân tích, đánh giá cụ thể trong các “Báo cáo phân tích công ty” hoặc “Nhật ký chuyên viên” phát hành từ trước đến nay.

KINH TẾ THẾ GIỚI

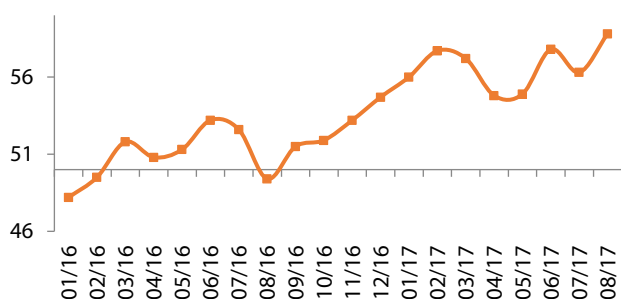
- Mỹ: Động lực tăng trưởng tiếp nối trong Q3
- EU: Vẫn chờ đợi sự thay đổi trong chính sách tiền tệ
- Trung Quốc: Hoạt động tín dụng chững lại trước sự kiện chính trị quan trọng

Mỹ: Động lực tăng trưởng tiếp nối trong Q3

Số liệu điều chỉnh lần 2 cho thấy tăng trưởng GDP của Mỹ đã mở rộng nhanh hơn ước tính trước đó, đạt 3,0% trong quý 2 2017. Việc điều chỉnh tăng chủ yếu là do chi tiêu dùng tăng nhanh hơn và đầu tư khu vực phi dân cư cải thiện. Bên cạnh đó, đà tăng trưởng dự kiến vẫn duy trì trong quý 3. Theo Viện quản lý nguồn cung Mỹ, hoạt động sản xuất mở rộng nhanh hơn trong tháng Tám với chỉ số PMI lĩnh vực sản xuất tăng từ 56,3 vào tháng Bảy lên 58,8 trong tháng Tám, mức cao nhất kể từ năm 2011. Ngoài ra, tăng trưởng khả quan của lĩnh vực bán lẻ cũng là tín hiệu cho triển vọng tươi sáng của tiêu dùng cá nhân trong quý 3. Trong tháng Bảy, tăng trưởng doanh số bán lẻ tăng mạnh lên 4,2%, cao hơn mức tăng 3,4% trong tháng Sáu. Đồng thời, chỉ số niềm tin tiêu dùng của Conference Board đã tăng lên 122,9 trong tháng 8, đánh dấu mức cao tốt thứ hai kể từ tháng 12 năm 2000.

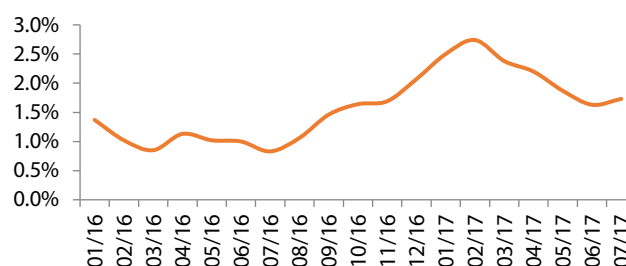
Về triển vọng thất chặt tiền tệ tại Mỹ, mặc dù các báo cáo gần nhất của các quan chức Fed đều đưa ra dự báo một lần tăng nữa trong năm nay và ba lần tăng tiếp theo trong năm. Tuy nhiên, kỳ vọng của thị trường đang diễn biến khác biệt với các quan điểm Fed khi cho rằng Fed sẽ không tăng lãi suất trong năm nay và chỉ tăng một lần trong năm 2018. Theo CMEGroup FedWatch Tool, xác suất tăng lãi suất trong tháng Chín là 0%. Dự báo cho cuộc họp tháng Mười Một là 2% đối với kịch bản tăng thêm 25 điểm phần trăm. Đối với cuộc họp của Fed vào cuối năm, khả năng tăng lãi suất 25 điểm cơ bản chỉ còn 31,3% trong khi kỳ vọng lãi suất giữ nguyên là 67,1%. Do diễn biến không như kỳ vọng của chỉ số lạm phát, chúng tôi cho rằng Fed sẽ tiếp tục thận trọng trong việc nâng lãi suất trong cuộc họp tháng này. Tuy nhiên, rất có thể Fed sẽ đưa ra thông báo khởi động chương trình thu hẹp bảng cân đối kế toán.

Hình 1: Chỉ số PMI lĩnh vực sản xuất của Mỹ



Nguồn: Bloomberg

Hình 2: Chỉ số lạm phát tại Mỹ



Nguồn: Bloomberg

EU: Đồng Euro tăng giá mạnh

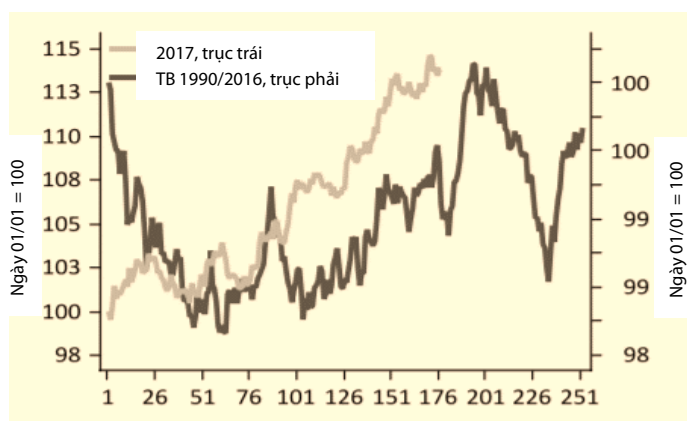
Tương tự như Mỹ, các chỉ báo sớm về tình hình kinh tế Q3 cho thấy động lực tiếp tục vững chắc tại khu vực EU. Trong tháng 8, PMI sản xuất ở tăng lên 57,4, mức tăng cao thể hiện sự tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2017 đã được duy trì trong Q3. Tuy nhiên, chỉ số PMI tổng hợp cho thấy sự sụt giảm nhẹ từ mức 55,8 xuống còn 55,7, điều này cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành sản xuất được bù trừ bởi sự tăng trưởng chậm lại của lĩnh vực dịch vụ. Nền kinh tế EU được dự báo sẽ tăng trưởng 0,6% trong quý thứ ba do tình hình tiêu dùng và kinh doanh được cải thiện cũng như sự tăng trưởng mạnh mẽ trong ngành chế tạo.

Sự sụt giảm mạnh của đồng đô la Mỹ cùng với đà phục hồi kinh tế của khu vực EU khiến đồng euro tăng giá mạnh so với đồng USD lên mức tăng cao nhất trong hơn hai năm trở lại đây vào



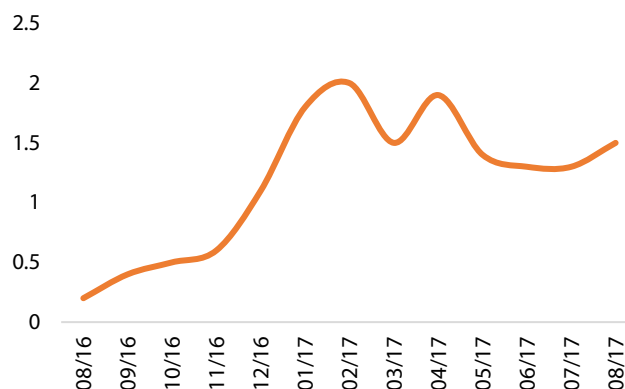
cuối tháng 8. So với đầu năm, tỷ giá EUR/USD đã tăng khoảng 13,5%. Trước cuộc họp vào tháng 9, thông điệp từ ngân hàng trung ương cho thấy một số quan ngại với sức mạnh của đồng EUR gần đây vì sự tăng giá mạnh mẽ có thể gây áp lực giảm lạm phát. Về quyết định chính sách tiền tệ sắp tới, mặc dù mức tăng ròng của bảng cân đối tài sản của ECB đã chậm lại trong những tháng gần đây, sự kỳ vọng về việc ECB sẽ thông báo một sự thay đổi chính sách đã bị hoãn lại sang tháng 10 năm 2017 vì cho rằng các nhà hoạch định chính sách chưa sẵn sàng giảm chương trình mua tài sản cho đến năm 2018.

Hình 3: Xu hướng tỷ giá EUR/USD so với quá khứ



Nguồn: Bloomberg

Hình 4: Chỉ số lạm phát của khu vực EU (%)



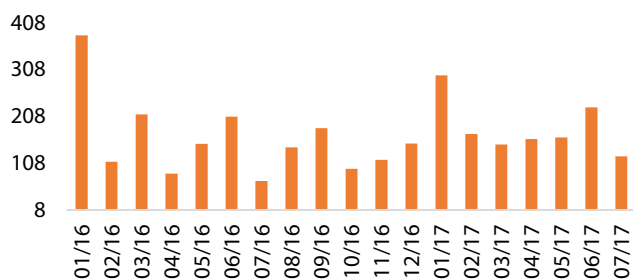
Nguồn: Bloomberg

Trung Quốc: Hoạt động tín dụng chững lại trước sự kiện chính trị quan trọng

Các khoản cho vay mới của các ngân hàng Trung Quốc chỉ đạt 122,8 tỷ USD trong tháng 7 vừa qua, giảm mạnh so với tháng trước và là mức thấp nhất trong vòng 8 tháng. Trong khi đó, cung tiền M2 chỉ tăng trưởng 9,2% so với cùng kỳ, mức thấp nhất kể từ năm 1996 đến nay. Theo NHTW Trung Quốc, tốc độ tăng chậm lại của cung tiền là một mức “bình thường mới” do nỗ lực giải quyết rủi ro các hoạt động cho vay trong hệ thống ngân hàng Trung Quốc. Tuy nhiên, các nhà quan sát đánh giá NHTW Trung Quốc vẫn đang trì hoãn việc thắt chặt hơn nữa chính sách tiền tệ trước sự kiện chính trị quan trọng là Đại Hội Đảng Cộng Sản lần thứ 19.

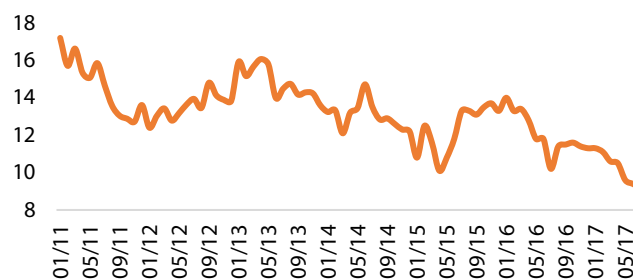
Đại hội Đảng Cộng Sản lần thứ 19 sẽ diễn ra vào tháng 10 sắp tới và là sự kiện gây chú ý đối với giới tài chính. Hai kỳ vọng quan trọng là quyền lực của ông Tập được đặt trước sự chuyển giao quan trọng và lộ trình đối với nền kinh tế lớn thứ hai thế giới trong 5 năm sắp tới sẽ được tiết lộ. Ngoài ra, có một kỳ vọng chung rằng các nhà làm chính sách của Trung Quốc sẽ không tạo ra bất cứ sự suy giảm nào đối với tăng trưởng kinh tế cho đến sau khi sự kiện này diễn ra. Bất chấp tăng trưởng kinh tế Trung Quốc diễn biến khá tốt trong nửa đầu năm, rủi ro đối với tăng trưởng của nước này trong ngắn hạn vẫn cao do quan ngại đối với rủi ro trong hệ thống ngân hàng Trung Quốc.

Hình 5: Cho vay mới theo tháng của Trung Quốc (tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg

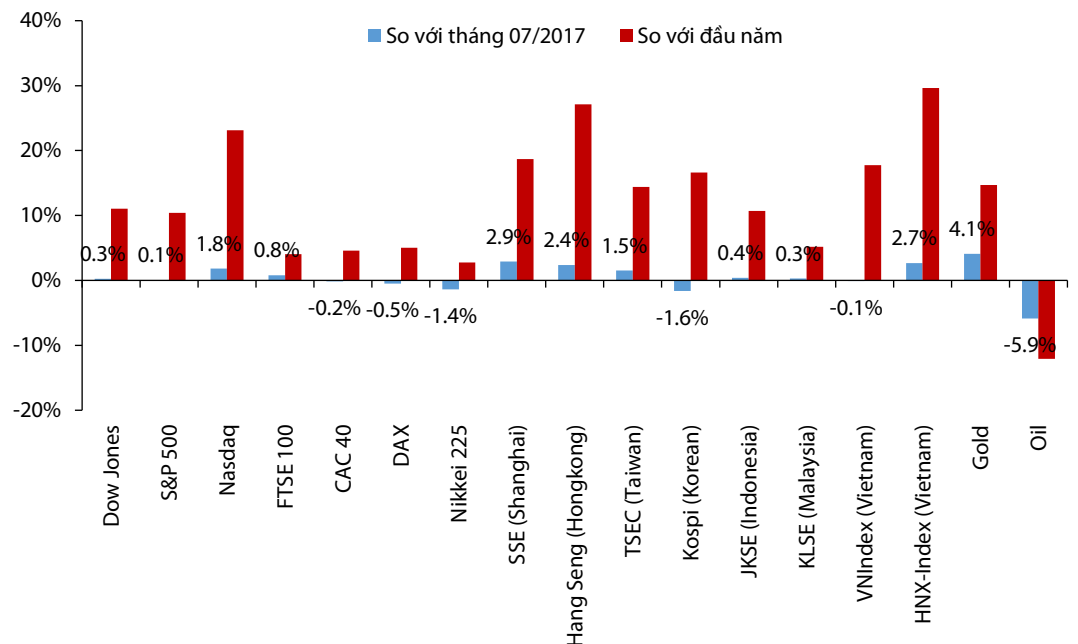
Hình 6: Tăng trưởng cung tiền M2 của Trung Quốc (%)



Nguồn: Bloomberg



Hình 7: Diễn biến một số thị trường chứng khoán thế giới trong tháng 08/2017



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Các thị trường bước vào giai đoạn vùng trũng thông tin sau mùa công bố kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết. Tuy nhiên, không vì vậy mà thị trường diễn biến kém kịch tính. Những sự kiện như căng thẳng giữa Mỹ - Triều Tiên, khủng bố ở Tây Ban Nha là yếu tố làm tăng biến động cho thị trường trong khi các dữ liệu vĩ mô ở Mỹ, châu Âu, Trung Quốc là yếu tố hỗ trợ các thị trường trong tháng Tám vừa qua.

Tại Mỹ, một loạt các chỉ tiêu vĩ mô cho thấy nền kinh tế nước này đang tiếp tục tăng trưởng khá bền vững. GDP quý 2 đánh giá lại tăng 3% và tỷ lệ thất nghiệp giảm còn 4,3%. Bên cạnh đó, chỉ số bán lẻ cũng tăng 4,2% so với cùng kỳ. Các dự báo cho rằng tốc độ tăng trưởng kinh tế trong nửa cuối năm sẽ đạt 2% kể cả trong trường hợp các chính sách kích thích tài khóa cũng như chi tiêu công mà Trump nêu ra trước đó đang gặp khó khăn trong quá trình triển khai. Tuy vậy, chỉ số CPI vẫn ở mức thấp hơn kỳ vọng 2%, chỉ đạt 1,7%. Điều này làm cho khả năng FED nâng lãi suất trong tháng Mười Hai chỉ ở mức 34%. Ngoài ra, thị trường cũng đang hưởng đến cuộc họp tháng Chín với những thảo luận liên quan đến quá trình thu hẹp bảng cân đối kế toán của FED. Cả 3 chỉ số chứng khoán của Mỹ đều tăng nhẹ trong tháng Tám: Dow Jones (+0,26%), S&P 500 (+0,05%) và Nasdaq (+1,84%).

Thị trường châu Âu ghi nhận chỉ số lạm phát lõi ở mức 1,3%, cách khá xa với mục tiêu 2% của ECB. Quay lại tháng Bảy, ECB cũng từng cho rằng bên cạnh theo đuổi mục tiêu lạm phát, các chỉ tiêu về tăng trưởng kinh tế và thị trường lao động cũng cần theo dõi. Với những diễn biến như vậy, ECB phát biểu rằng chương trình mua tài sản có thể sẽ chưa chấm dứt trong ngắn hạn. Nhà đầu tư đang chờ đợi thêm thông tin trong Q3 này để có thêm luận cứ về việc liệu ECB khi nào sẽ kết thúc chương trình QE. Các chỉ số do đó cũng không thực sự phản ứng mạnh với kết quả vĩ mô. Chẳng hạn như chỉ số CAC 40 của Pháp giảm nhẹ 0,16%, DAX của Đức giảm 0,52%. Ngược lại, quá trình đàm phán Brexit giữa Anh và châu Âu tiếp tục diễn ra. Chỉ số FTSE 100 là một trong số ít những chỉ số châu Âu tăng điểm trong tháng Tám vừa qua bất chấp sẽ có thể có nhiều bất định trong các cuộc đàm phán tiếp theo.

Tại châu Á, ngoài diễn biến căng thẳng chính trị giữa Triều Tiên - Mỹ cùng với hành động phóng tên lửa ngang qua lãnh thổ Nhật làm nổi lên mối lo về bất ổn trong khu vực thì các thị trường chứng khoán không có biến động gì nhiều. Thị trường Nhật nhận nhiều thông tin vĩ mô tích cực



như GDP quý 2 tăng trưởng 4% đồng thời chỉ số sản xuất PMI cũng tăng lên mức 52,8 điểm. Mặc dù vậy, lạm phát vẫn chỉ ở mức 0,4% nên nhà đầu tư vẫn chưa hoàn toàn lạc quan về nền kinh tế nước này. Bên cạnh đó, bất ổn địa chính trị đã khiến nhà đầu tư lựa chọn đồng Yên làm nơi trú ẩn, qua đó giúp đồng này tăng giá đồng thời gián tiếp làm chỉ số Nikkei 225 giảm điểm, tương tự Trung Quốc cũng ghi nhận mức độ tăng trưởng kinh tế và chỉ số sản xuất tích cực nhưng lo ngại về “ngân hàng ngầm” (shadow banking) vẫn chưa lắng xuống. Tuy vậy, nhà đầu tư tại thị trường chứng khoán nước này vẫn tiếp tục duy trì đánh giá tích cực. Chỉ số SSE tăng 2,9% và chỉ số Hang Seng cũng tăng 2,4%.

Giá dầu WTI sụt giảm 5,86% so với cuối tháng Bảy. Bất chấp bão Harvey ảnh hưởng đến khả năng sản xuất dầu tại Texas, báo cáo của EIA cho thấy nguồn cung dầu vẫn tiếp tục tăng lên từ Mỹ đã làm giá dầu bị ảnh hưởng tiêu cực. Trái ngược với giá dầu, giá vàng tăng mạnh 4% trong tháng qua do nhà đầu tư cần một kênh trú ẩn an toàn trước căng thẳng địa chính trị khu vực bán đảo Triều Tiên leo thang.



KINH TẾ VIỆT NAM

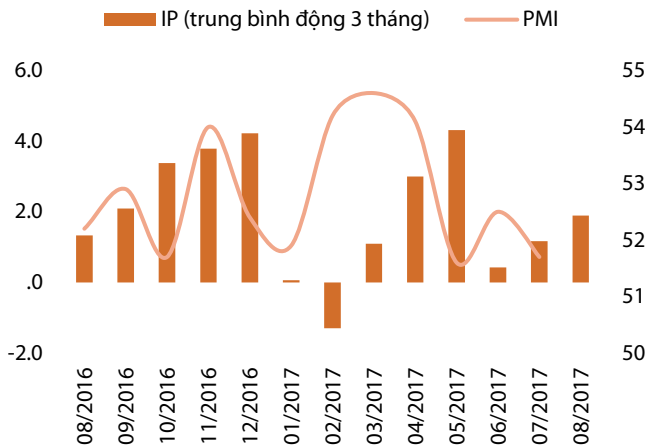
- Điểm sáng về kinh tế trong Q3
- Đánh giá những thay đổi về chính sách thuế

Điểm sáng về kinh tế trong Q3

Tăng trưởng kinh tế kỳ vọng đạt 6,8-7,0% trong Q3

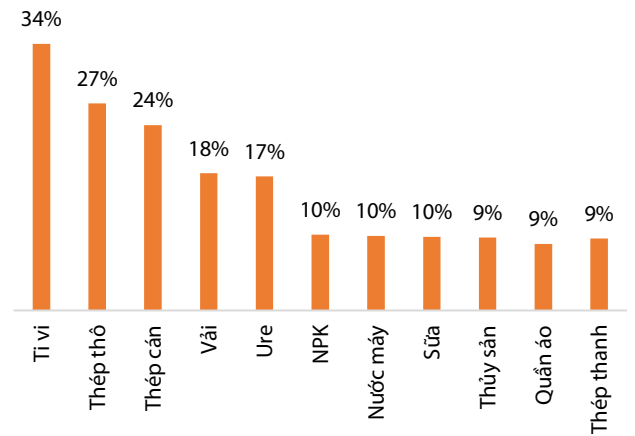
Động lực tăng trưởng tăng tốc trong quý 3. Về phía cung, theo số liệu của GSO, chỉ số sản xuất công nghiệp tháng 8 tăng 3,9% so với tháng trước. Theo quan sát của chúng tôi, đây là một mức tăng tương đối cao vào giữa năm sau khi điều chỉnh yếu tố mùa vụ, đồng thời mức tăng trưởng cao tương tự cũng chỉ xuất hiện vào quý cuối năm. Tính chung 8 tháng, chỉ số sản xuất của toàn ngành công nghiệp đã tăng 6,7%, thấp hơn mức tăng 7,2% của cùng kỳ. Tuy nhiên, điều cần lưu ý là chỉ số sản xuất công nghiệp chế biến chế tạo tăng 10,8%, cao hơn mức tăng 10,4% của cùng kỳ. Không những tích cực ở khía cạnh sản xuất, khía cạnh tiêu thụ cũng có chuyển biến lạc quan khi bước vào quý 3. Cụ thể, chỉ số tiêu thụ lũy kế 7 tháng đã tăng 9,5% YoY, cao hơn đáng kể mức tăng 8,4% trong nửa đầu năm và mức tăng 8,1% của cùng kỳ. Tiêu thụ khả quan cũng là cơ sở để tích lũy tồn kho giảm trở lại, chỉ số tồn kho toàn ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tại thời điểm 01/08/2017 chỉ tăng 9,8% so với cùng thời điểm năm 2016. Dựa trên diễn biến tăng trưởng sản xuất trong 8 tháng, chúng tôi kỳ vọng có sự tích cực trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong các lĩnh vực sau: Sắt thép, Nhựa, Giấy, Dệt may, Phân bón.

Hình 8: Diễn biến chỉ số SXCN



Nguồn: GSO

Hình 9: Tăng trưởng của một số sản phẩm công nghiệp



Nguồn: GSO

Về phía cầu tiêu thụ, lĩnh vực tiêu dùng ghi nhận mức tăng trưởng rất tốt trong Q3, xoay lăng kính sang góc độ vi mô sẽ giúp các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này có được kết quả kinh doanh khả quan. Trong tháng 7, doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tăng trưởng 10,3% so với cùng kỳ thì số liệu cho thấy tháng 8 chỉ số này tiếp tục tăng mạnh 11,7% so với cùng kỳ. Đặc biệt, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng rất ấn tượng (+12% so với cùng kỳ năm trước). Lũy kế 8 tháng, lĩnh vực bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng trưởng 10,3% YoY, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 8,9% (cao hơn mức tăng 8,5% của cùng kỳ). Từ góc độ vi mô, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng trong tăng trưởng bán hàng.

Có thể nói, lĩnh vực sản xuất và tiêu dùng tiếp tục sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng chính cho kinh tế. Với đà diễn biến như trên, chúng tôi khá lạc quan về tăng trưởng kinh tế trong quý này. Tăng trưởng GDP trong quý 3 được kỳ vọng ở mức 6,8-7%, thấp hơn mục tiêu 7,23% của Chính

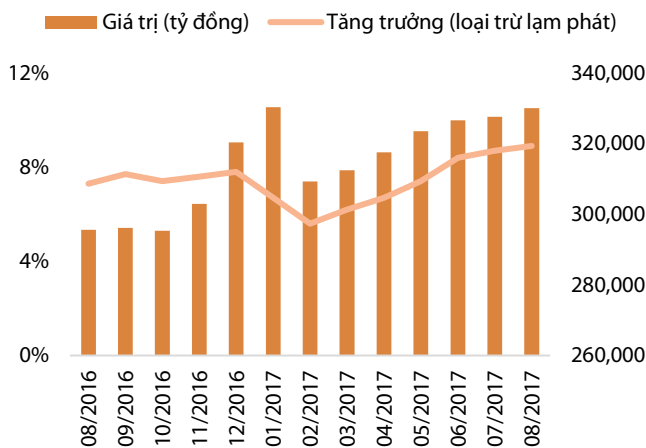


phủ nhưng cao hơn mức tăng 6,21% của quý trước. RongViet Research ước tính tăng trưởng kinh tế 3 quý đầu năm 2017 đạt 6,1-6,2%, cao hơn cùng kỳ năm 2016.

Lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát

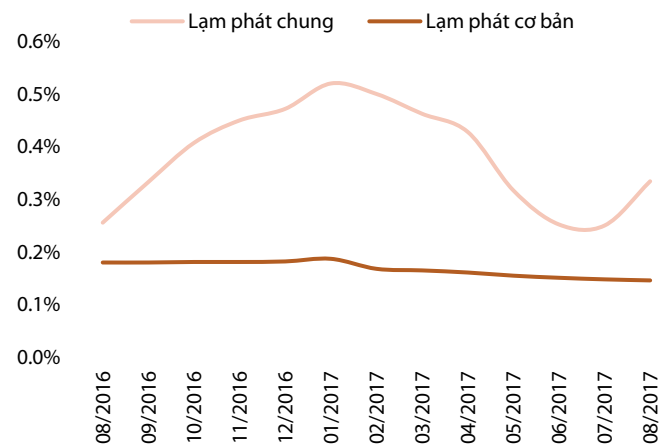
Trong tháng 8, hầu hết các mặt hàng tiêu dùng đều tăng giá khiến cho chỉ số CPI tăng 0,92% so với tháng trước. Đóng góp lớn nhất vào mức tăng là nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống do giá thực phẩm tăng trở lại (thịt lợn và rau xanh) khiến CPI tăng 0,34%, tiếp đến là nhóm giao thông do tác động của 2 đợt điều chỉnh giá xăng (tác động làm CPI tăng 0,2%), việc điều chỉnh giá dịch vụ y tế cũng đóng góp 0,14% vào mức tăng chung của chỉ số CPI trong tháng 8. Lũy kế 8 tháng, chỉ số CPI tăng 3,35% so với cùng kỳ, bình quân tăng 3,84%, thấp hơn mục tiêu 4% của Chính phủ. Bên cạnh đó, mặc dù lạm phát chung tăng trở lại nhưng lạm phát lõi hầu như không đổi do đã loại trừ hết các nhóm hàng tác động lớn vào mức tăng chung. Lạm phát cơ bản bình quân 8 tháng năm 2017 tăng 1,47% so với cùng kỳ, thấp hơn mức 1,83% trong năm 2016.

Hình 10: Doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ



Nguồn: GSO

Hình 11: Diễn biến lạm phát



Nguồn: GSO

Đánh giá những thay đổi về chính sách thuế

BC gần đây đã thông báo kế hoạch triển khai chương trình cải cách thuế thông qua hai dự thảo sửa đổi, bổ sung Luật thuế bảo vệ môi trường và 5 bộ luật về thuế GTGT, thuế doanh thu đặc biệt, thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân và thuế tài nguyên. Các loại thuế này đóng góp khoảng 62% vào tổng thu ngân sách, phần còn lại là từ thuế xuất nhập khẩu, các loại phí và thu nhập khác. Do đó, chúng tôi cho rằng hai dự thảo về sửa đổi thuế có thể được xem là một bước đi quan trọng trong việc thay đổi hệ thống thuế, đồng thời có thể dẫn đến một tác động đáng kể lên cấu trúc thu ngân sách Nhà nước. Nhìn chung, kế hoạch này sẽ tác động đến thu ngân sách ở cả hai chiều tăng và giảm, tùy thuộc vào loại thuế được thay đổi nhưng về cơ bản, chúng tôi cho rằng thu ngân sách có thể cải thiện nhanh chóng trong thời gian ngắn do cơ sở tính thuế của hai loại thuế được điều chỉnh tăng là thuế GTGT và thuế bảo vệ môi trường là rất cao. Trong khi đó, các tác động tiêu cực do thuế tiêu thụ (GTGT) và thuế bảo vệ môi trường đối với chi tiêu của người tiêu dùng, chỉ số lạm phát cũng như tăng trưởng kinh tế là những yếu tố đáng để các nhà hoạch định chính sách xem xét thận trọng để đảm bảo kế hoạch này được Quốc hội thông qua vào năm 2018. Quý nhà đầu tư có thể tham khảo Bảng 1 dưới đây để theo dõi bức tranh tổng thể những nhận định của RongViet Research đối với những thay đổi mà Chính phủ đã vạch ra cho việc cải cách chính sách thuế. Đồng thời, các nhà đầu tư dài hạn có thể tiếp tục theo dõi những thay đổi về thuế này để xem các tác động tiềm ẩn đối với các ngành liên quan như: Hàng tiêu dùng (ảnh hưởng trộn lẫn giữa Tích cực và Tiêu cực); Phân bón (Tích cực); Ô tô (Tích cực cho các nhà sản xuất ô tô trong nước); Nông nghiệp (Tích cực); CNTT (Tích cực), v.v.



Bảng 1: Đánh giá những thay đổi trong chính sách thuế

Loại thuế	Những thay đổi chính	Mục tiêu	Thời gian triển khai	Tác động
Thuế tiêu thụ (VAT)	<p>Tăng thuế suất GTGT từ 10% lên:</p> <ul style="list-style-type: none"> 12% từ 01/01/2019; hoặc 12% từ 01/01/2019 và sau đó là 14% từ 01/01/2021. <p>Dự thảo luật bãi bỏ một số hàng hoá/dịch vụ được áp dụng mức thuế suất 5%, chuyển sang mức thuế chuẩn (nước, thiết bị y tế và giáo dục dùng cho nhiều mục đích, hoạt động thể thao và giải trí, sách).</p> <p>Mức thuế suất GTGT 5% được đề xuất tăng lên 6% từ ngày 01/01/2019.</p> <p>Việc chuyển nhượng quyền sử dụng đất được đề nghị thay đổi từ miễn thuế GTGT thành tính theo thuế suất tiêu chuẩn.</p> <p>Chuyển giao phân bón, máy nông nghiệp, tàu đánh cá xa bờ chuyển từ miễn thuế GTGT thành tính theo thuế suất 5% hoặc thuế suất tiêu chuẩn.</p> <p>Hoàn thuế cho doanh nghiệp sản xuất hàng hoá, cung ứng dịch vụ sẽ chịu thuế GTGT 6%.</p> <p>Điều kiện được tính vào chi phí được trừ khi xác định thuế TNDN và thuế GTGT là có chứng từ thanh toán không dùng tiền mặt đối với hàng hóa/dịch vụ chuyển từ mức dưới 20 triệu đồng xuống mức dưới 10 triệu đồng.</p>	<p>Tăng nguồn thu cho ngân sách và phù hợp với các quy định pháp luật hiện hành.</p> <p>Giảm thủ tục hành chính và sự phức tạp của việc tính thuế.</p>	<p>Quốc hội sẽ thảo luận vào năm 2018 và nếu thông qua sẽ có hiệu lực vào 01/01/2019.</p> <p>Tuy nhiên, hiện đang có một cuộc tranh luận gay gắt về "tính công bằng" và gánh nặng thuế cho các hộ gia đình, đặc biệt là tầng lớp thu nhập thấp trong nước.</p>	<p>Bộ Tài chính ước tính mức tăng thuế GTGT có thể khiến CPI tăng thêm 0,06-0,39%. Đây không phải là một tác động đáng kể lên lạm phát, tuy nhiên, do thiếu tính minh bạch trong phương pháp tính toán nên chúng tôi vẫn nghi ngờ về tác động này.</p> <p>Hiện tại, nhiều nhà kinh tế quan ngại nhất về ảnh hưởng của việc tăng thuế GTGT đối với nhu cầu chi tiêu của hộ gia đình, sự phân phối thu nhập và hoạt động kinh tế ngầm. Nếu mức thuế GTGT cao tác động làm giá cả cao hơn, nó sẽ làm giảm thu nhập thực. Theo Euromonitor, mặc dù Việt Nam có mức tăng trưởng kinh tế khá, dự báo phần lớn người tiêu dùng Việt Nam vẫn thuộc phân khúc thu nhập thấp đến năm 2030. Do đó, việc tăng thuế GTGT có thể khiến chi tiêu dùng yếu đi. Tuy nhiên, bởi vì không phải tất cả các sản phẩm đều phải chịu thuế GTGT (ví dụ như các nhu yếu phẩm); tăng trưởng về thu nhập vẫn tiếp tục diễn ra ở Việt Nam và kỳ vọng sẽ có các hỗ trợ bổ sung về mặt chính sách, chúng tôi cho rằng những ảnh hưởng tiêu cực của thuế GTGT đối với tổng cầu và sự phân phối thu nhập có thể bị giảm đi một phần. Ngoài ra, dựa trên các quan sát thực tế của chúng tôi, việc tăng thuế VAT sẽ khiến quy mô của nền kinh tế phi chính thức ở Việt Nam tăng lên. Theo nghiên cứu gần đây nhất*, nền kinh tế ngầm của Việt Nam chiếm trung bình khoảng 15,1% GDP trong giai đoạn 1991-2015. Nếu nền kinh tế phi chính thức phát triển, thì tăng trưởng GDP cũng sẽ bị ảnh hưởng.</p> <p>Dựa vào ước tính của chúng tôi, việc tăng thuế GTGT có thể tạo ra lợi ích trung hạn trong việc giảm thâm hụt ngân sách. Năm 2016, thuế GTGT đóng góp 24,5% vào thu ngân sách. Nếu chính sách thuế mới được áp dụng vào năm 2019, thu ngân sách có thể được thêm vào khoảng 70.000 tỷ đồng. Đây là con số khổng lồ so với quy mô của mục tiêu thâm hụt ngân sách trong giai đoạn 2016-2018.</p> <p>Đánh giá tác động của việc tăng thuế GTGT đối với kinh tế vĩ mô có nhiều khía cạnh để xem xét, tuy nhiên, RongViet Research cho rằng việc tăng thuế GTGT có thể gây ra lạm phát cao hơn, giảm tổng cầu và gia tăng bất bình đẳng về thu nhập. Ngược lại, thu ngân sách nhà nước được cải thiện. Việc tăng thuế GTGT được coi</p>



là một phần của chính sách thắt chặt tài khóa, do đó, các nhà làm chính sách cần phải đưa ra thêm các chính sách bổ sung để giúp sự thay đổi này được Quốc hội thông qua vào năm 2018.

Thuế thu nhập doanh nghiệp

Áp dụng mức thuế suất 1% đối với doanh thu từ chuyển nhượng vốn/cổ phần của người không cư trú thay cho mức thuế 20% trên lợi nhuận thuần hiện tại. Thuế suất đối với hoạt động chuyển nhượng chứng khoán không thay đổi ở mức 0,1%.

Đề xuất cho phép bù trừ lãi từ chuyển nhượng bất động sản với lỗ từ hoạt động sản xuất kinh doanh.

Quy định không tính vào chi phí được trừ đối với phần chi trả lãi vay của khoản vay khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu vượt quá 5: 1 đối với các công ty sản xuất, 4: 1 đối với các ngành khác và 12: 1 đối với ngành ngân hàng.

Giảm 3% thuế TNDN cho các DNVTN xuống mức 17% và thuế TNDN cho các công ty siêu nhỏ có thể giảm về mức 15%**.

Ưu đãi Thuế TNDN:

- Hạn chế ưu đãi trong các khu kinh tế nằm trong các khu vực kinh tế xã hội thuận lợi.
- Đưa ra ưu đãi cho một số dịch vụ phần mềm và nội dung kỹ thuật số.
- Sửa đổi cho phù hợp với Luật Đầu tư đối với các khoản đầu tư ở nông thôn có trên 500 lao động và các dự án đầu tư sản xuất hàng hoá thuộc diện chịu thuế TTĐB (trừ sản xuất ô tô).

Để phù hợp với tình hình thực tế.

Tăng cường tình hình tài chính của doanh nghiệp, ngăn chặn giá chuyển nội bộ.

Giảm gánh nặng thuế cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ đang phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt.

Đơn giản hoá chính sách ưu đãi thuế TNDN, thêm ưu đãi cho các ngành ưu đãi để khuyến khích đầu tư.

Quốc hội sẽ thảo luận vào năm 2018.

Các DNVTN chiếm 95% tổng số các công ty đang hoạt động tại Việt Nam, cung cấp hơn 50% lực lượng lao động quốc gia và đóng góp 40% vào GDP. Tạo điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng doanh nghiệp vừa và nhỏ thông qua ưu đãi thuế là một trong những cách để nâng cao chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam.

Thuế TNDN từ các DNVTN đóng góp dưới 1% tổng thu ngân sách. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc cắt giảm thuế sẽ ảnh hưởng không đáng kể đến thu ngân sách.

Thuế tiêu thụ đặc biệt

Áp dụng thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) về nước giải khát ở mức 10% hoặc 20% kể từ ngày 01 tháng 1 năm 2019.

Tăng thuế suất cho thuốc lá và xì gà:

1. Thêm một khoản phí TTĐB cố định là 1.000 đồng cho mỗi gói 20 điếu thuốc và 1.500 đồng

Điều chỉnh hành vi tiêu dùng đối với đồ uống có đường và thuốc lá.

Khuyến khích các nhà sản xuất ô tô trong nước tăng tỷ lệ nội địa hoá và phát triển công nghiệp ô tô trong nước.

Quốc hội sẽ thảo luận vào năm 2018.

Thời gian ban hành phụ thuộc vào loại sản phẩm.

Thuế TTĐB đóng góp 7-8% tổng thu ngân sách. Việc tăng thuế TTĐB đối với nước giải khát và thuốc lá có thể làm tăng doanh thu ngân sách trong trung hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động sẽ không đáng kể trong dài hạn.

Cho phép nhà sản xuất ô tô trong nước cạnh tranh tốt hơn với xe nhập khẩu. Các công ty được lợi từ sự thay đổi này bao gồm THACO, Hyundai Thành Công, Toyota. Đầu tháng 9, VIC cũng đã



	<p>mỗi điều xì gà, có hiệu lực từ ngày 01 tháng 1 năm 2020; hoặc</p> <p>2. Tăng tỷ lệ TTĐB từ 75% lên 80% đối với thuốc lá từ ngày 01 tháng 01 năm 2020 đến 85% kể từ ngày 01 tháng 01 năm 2021.</p> <p>Sửa đổi doanh thu chịu thuế đối với xe ô tô dưới 9 chỗ sản xuất tại Việt Nam tính dựa trên giá bán của nhà sản xuất trừ giá trị phụ tùng sản xuất trong nước.</p> <p>Đánh thuế TTĐB đối với xe bán tải nhập khẩu: 60% trên xe con có cùng dung tích xi lanh.</p>		<p>công bố kế hoạch đầu tư 3,5 tỷ USD để thành lập một khu liên hiệp sản xuất xe hơi.</p>
Thuế thu nhập cá nhân	<p>Thuế suất đối với hoạt động chuyển nhượng vốn của cá nhân (cư trú và không cư trú) ở mức 1% trên giá chuyển nhượng. Thuế TNCN của cả người cư trú và người không cư trú trên doanh thu đối với hoạt động chuyển nhượng vốn được đề xuất là 1% trên doanh thu. Thuế TNCN đối với chuyển nhượng chứng khoán vẫn giữ ở mức 0,1%.</p> <p>Giảm 50% thuế TNCN đối với thu nhập từ việc làm của các cá nhân làm việc trong các ngành công nghệ thông tin, nông nghiệp, và các dự án chế biến nông sản.</p> <p>Giảm số bậc thuế từ 7 xuống 5 bậc cho thu nhập từ việc làm cho người dân đóng thuế và mở rộng cơ sở tính thuế cho người có thu nhập trung bình (Bảng 2).</p> <p>Sửa đổi mức thuế suất đối với thu nhập từ các giải thưởng từ mức thuế suất sàn 10% đến mức tăng lũy tiến đến 30%. Bãi bỏ mức miễn giảm 10 triệu đồng đầu tiên.</p> <p>Tăng ngưỡng khấu trừ đối với từng lần chi trả đối với trường hợp không ký kết hợp đồng lao động từ 2 triệu đồng đến 5 triệu đồng. Thuế suất vẫn duy trì ở mức 10%.</p>	<p>Khuyến khích người lao động trong lĩnh vực công nghệ thông tin và nông nghiệp.</p> <p>Giảm sự phức tạp của việc tính thuế và phù hợp với tình hình thực tế.</p> <p>Đơn giản hóa thủ tục hành chính.</p> <p>Quốc hội sẽ thảo luận vào năm 2018.</p>	<p>Đóng góp thuế của TNCN đối với thu ngân sách là khoảng 6%. Được hỗ trợ bởi sự tăng thu nhập, đóng góp của thuế TNCN đối với thu ngân sách đã có xu hướng tăng dần. Chúng tôi cho rằng cơ sở tính thuế của loại thuế này có tiềm năng phát triển và những thay đổi về ưu đãi thuế ảnh hưởng không đáng kể đối với nguồn thu thuế TNCN.</p>



Thuế tài nguyên	Sửa đổi một số điều của Luật thuế tài nguyên để cung cấp một hướng dẫn rõ hơn về giá tính thuế, các loại nước thiên nhiên và các đối tượng chịu thuế.	Phù hợp với Luật Tài nguyên Khoáng sản và tình hình thực tế.	Quốc hội sẽ thảo luận vào năm 2018.	Giá tính thuế đối với nước tự nhiên dùng sản xuất thủy điện.
Thuế bảo vệ môi trường (BVMT)	Tăng mức thuế môi trường đối với xăng, dầu, mazut, túi nhựa, xăng ethanol (Bảng 3).	Khuyến khích sử dụng các sản phẩm thân thiện môi trường. Xóa bỏ các tác động tiêu cực đến thu ngân sách do sự cắt giảm thuế nhập khẩu đối với sản phẩm từ dầu mỏ.	Quốc hội sẽ thảo luận vào tháng 10 năm 2017 và sẽ chốt phương án vào cuộc họp tiếp theo trong năm 2018.	Chúng tôi cho rằng việc tăng gấp đôi thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu sẽ không xảy ra ngay lập tức và Chính phủ sẽ điều chỉnh từ từ dựa trên diễn biến lạm phát. Mặc dù vậy, để xuất tăng thuế BVMT đối với xăng dầu sẽ đẩy lạm phát lên cao hơn. Loại thuế này đóng góp 4% vào tổng thu ngân sách vào năm 2016. Do cơ sở tính thuế của các sản phẩm xăng dầu khá lớn, mọi thay đổi thuế BVMT có thể tạo ra nguồn thu rất lớn cho ngân sách.

Nguồn: BTC, PWC, RongViet Research tổng hợp

* http://www.econ.jku.at/members/Schneider/files/publications/2017/JointPaper_LeandroMedina_158countries.pdf

** DNVVN: doanh thu từ 3-50 tỷ đồng/năm + Lao động tham gia BHXH <200 người/năm | Doanh nghiệp nhỏ: doanh thu dưới 3 tỷ đồng/năm



Bảng 2: Khung thuế TNCN (thu nhập hàng tháng - triệu đồng)

	Khung thu nhập hiện tại	Thuế suất (%)	Khung thu nhập kiến nghị	Thuế suất (%)
1	Nhỏ hơn 5	5	Nhỏ hơn 10	5
2	5-10	10	10-30	10
3	10-18	15	30-50	20
4	18-32	20	50-80	28
5	32-52	25	Lớn hơn 80	35
6	52-80	30		
7	Lớn hơn 80	35		

Nguồn: BTC

Bảng 3: Thuế bảo vệ môi trường đề xuất

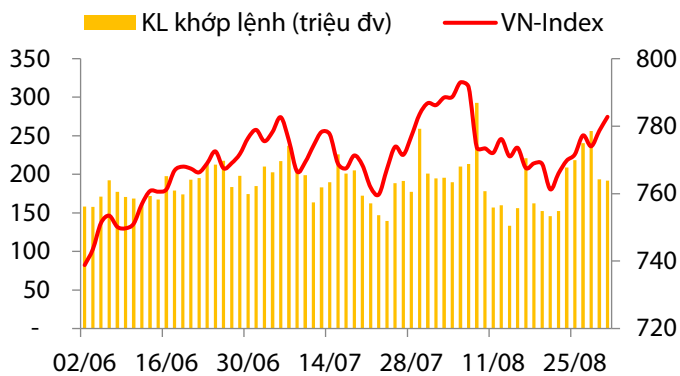
	Sản phẩm	Đơn vị	Thuế suất (đồng)	
			Hiện tại	Kiến nghị
1	Xăng, trừ etanol	lít	1.000-4.000	3.000-8.000
2	Nhiên liệu bay	lít	1.000-3.000	3.000-6.000
3	Dầu diesel	lít	500-2.000	1.500-4.000
4	Dầu hỏa	lít	300-2.000	300-2.000
5	Dầu mazut	lít	300-2.000	900-4.000
6	Dầu nhờn	lít	300-2.000	900-4.000
7	Xăng E5	lít		2.700-7.200
8	Xăng E10	lít		2.500-6.800
9	Túi nhựa	kg	30.000-50.000	40.000-80.000

Nguồn: BTC

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 8: ĐIỀU CHỈNH VÀ HỒI PHỤC

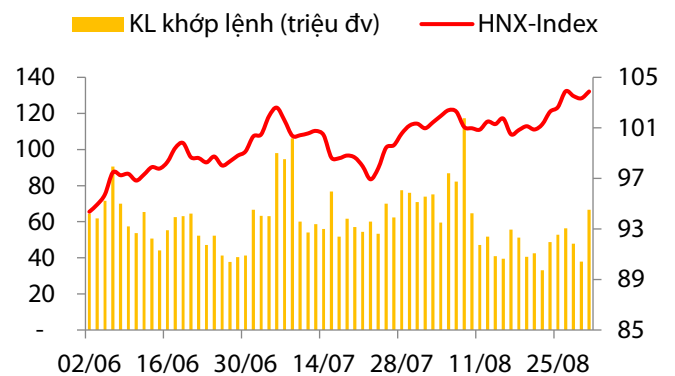
Diễn biến thị trường trong tháng 08 khá tương tự như tháng 07, nhưng cường độ rung lắc thì mạnh hơn nhiều. Chỉ riêng phiên bán tháo ngày 09 đã lấy của VN-Index 2,6% số điểm, trong khi HN-Index cũng giảm sâu 1,2%. Tính chung giai đoạn 08/08 đến 22/08, VN-Index đã lùi sâu đến 4,0% (trong khi giai đoạn giảm sâu tương tự trong tháng 07 chỉ khiến chỉ số này mất 2,9% số điểm). Tuy vậy, thị trường đã quay đầu tăng liên tiếp trong hơn 1 tuần cuối, nên VN-Index chỉ giảm nhẹ 0,1% so với đầu tháng, còn HN-Index thậm chí kết thúc tháng còn tăng 2,7%. Thị trường rung lắc mạnh như vậy nhưng thanh khoản không ghi nhận nhiều đột biến khi tổng GTGD khớp lệnh trên HSX chỉ tăng 1,0%, còn HNX giảm 7,6%.

Hình 12: Diễn biến chỉ số VN-Index trong tháng Tám



Nguồn: RongViet Research

Hình 13: Diễn biến chỉ số HNX-Index trong tháng Tám



Nguồn: RongViet Research

Sự hồi phục mạnh của VN-30 kể từ sau 22/08 là nhân tố chính hỗ trợ VN-Index thu hẹp đà giảm. Theo dõi giai đoạn 22/08-31/08, chúng tôi nhận thấy có tới 21 mã trong rổ VN-30, với tổng vốn hóa xấp xỉ 55% sàn HSX, hỗ trợ các chỉ số thị trường. Các đại diện nổi bật có thể kể đến bao gồm VIC, VCB, BID, MBB, đều có câu chuyện hỗ trợ đằng sau. Đối với VIC, sự kiện chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng của Vincom Retail cùng triển vọng dự án Vincity (nhắm đến đối tượng người thu nhập thấp) có thể là những điểm hấp dẫn thu hút nhà đầu tư.

Đối với nhóm ngân hàng, sau ảnh hưởng từ những tin thật và tin đồn về việc bắt bớ các nhân vật lớn trong giới, các cổ phiếu này đã trở lại dẫn dắt thị trường nhờ các thông tin hỗ trợ. Trước tiên, đó là dự thảo sửa đổi thông tư 36 để cập giãn lộ trình giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn so với quy định của Thông tư 06. Bên cạnh đó là chỉ đạo của thủ tướng về việc tiếp tục đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong những tháng còn lại của năm. BID thậm chí còn tăng trần trong ngày cuối tháng sau tin đồn ký thỏa thuận hợp tác với một ngân hàng Hàn Quốc.



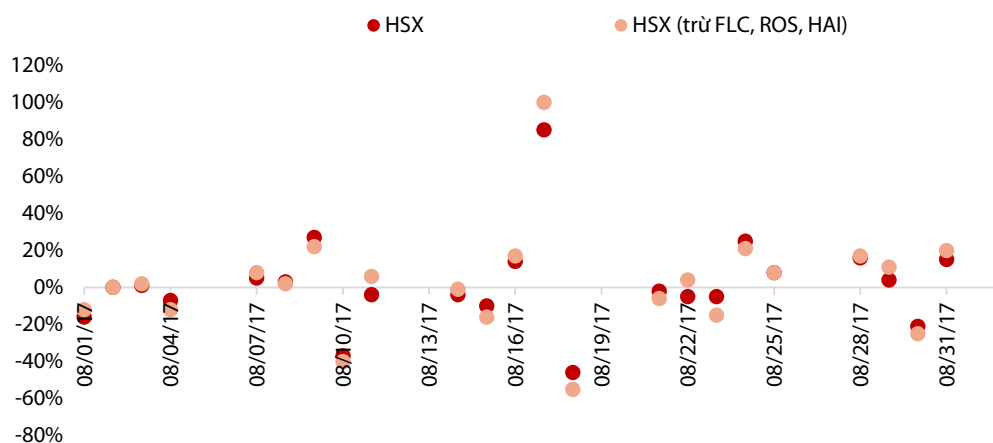
Bảng 4: Tỷ trọng giao dịch của FLC, ROS, HAI trên sàn HSX trong tháng Tám

	Tỷ trọng (%) khối lượng giao dịch	Tỷ trọng (%) giá trị giao dịch
FLC	11,6%	5,2%
ROS	1,5%	7,9%
HAI	3,5%	2,9%

Nguồn: Fiin Pro, RongViet Research

Giao dịch của FLC, ROS, HAI ghi nhận đột biến ở một số phiên giao dịch trong tháng 08. Diễn hình như phiên ngày 24/08, giá trị giao dịch của FLC chiếm gần 18% toàn sàn HSX. HAI, thường chỉ chiếm dưới 2% tổng GTGD khớp lệnh cũng có phiên đột biến đóng góp đến 10,6% vào thanh khoản chung. ROS trong nửa cuối tháng tám cũng thường đóng góp trên 7% thanh khoản thị trường.

Tuy nhiên, khi phân tích sâu hơn, chúng tôi nhận *thấy ảnh hưởng của các cổ phiếu này chỉ mang tính cục bộ ở một số ít thời điểm nhất định*, dựa trên hai quan sát. Thứ nhất, tỷ trọng đóng góp của 3 mã này đến thanh khoản chung là không cao nếu tính bình quân cho cả tháng 08. Thứ hai, diễn biến giao dịch của thị trường trong phần lớn thời gian không bị ảnh hưởng nhiều trong trường hợp loại đi FLC, ROS, HAI, ngoại trừ 2 phiên ngày 11/08 và 22/08. Điều này khiến chúng tôi tin rằng: *thanh khoản chung vẫn đang và sẽ ở mức bình thường cho dù thiếu đi sự nâng đỡ của bộ ba này.*

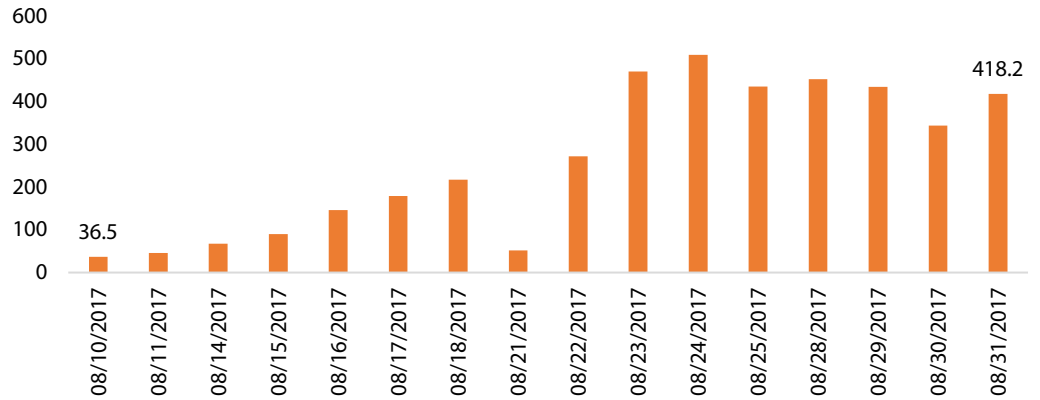
Hình 14: Thống kê tăng/giảm thanh khoản của từng phiên giao dịch so với phiên liền trước

Nguồn: Fiin Pro, RongViet Research

Thị trường chứng khoán phái sinh chính thức được vận hành

Tháng 08 ghi nhận một cột mốc quan trọng đối với chứng khoán Việt Nam: thị trường chứng khoán phái sinh chính thức hoạt động vào ngày 10/08 với bộ sản phẩm đầu tiên là các hợp đồng tương lai chỉ số VN30. Thị trường mới đã thu hút sự chú ý của một bộ phận người tham gia thị trường khi giá trị giao dịch hiện đã vào khoảng 400-500 tỷ đồng/phiên, tăng hơn 10 lần so với phiên giao dịch đầu tiên; trong đó, hợp đồng kỳ hạn 1 tháng vẫn thường chiếm trên 90% giá trị giao dịch.

Hình 15: Tổng giá trị giao dịch trên thị trường hợp đồng tương lai chỉ số VN30

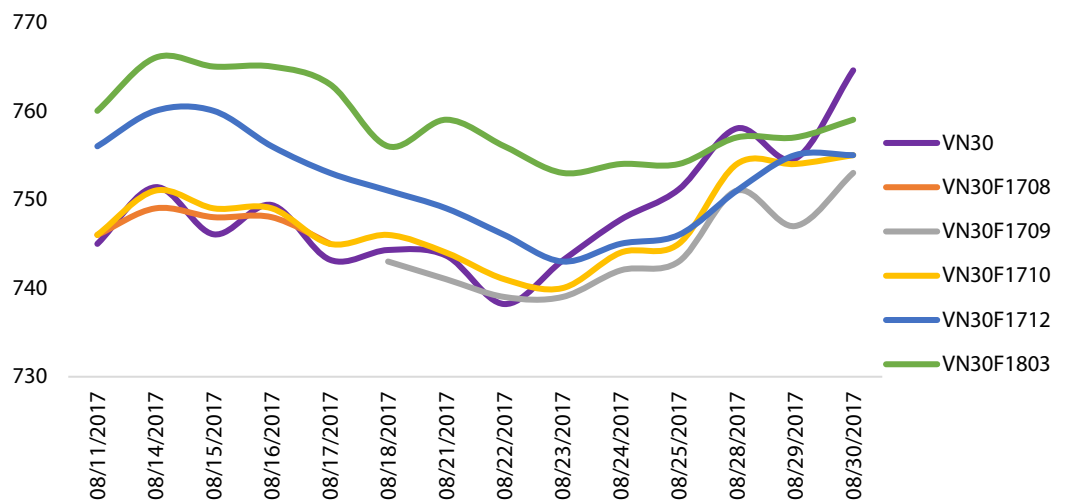


Nguồn: Fiin Pro, RongViet Research

Về diễn biến giá, hợp đồng ngắn hạn 1 tháng theo khá sát diễn biến của chỉ số VN-30 cơ sở, trong khi hợp đồng dài hạn nhất (VN30F1803) không biến động quá nhiều, chỉ xoay quanh mức 760.

Nhận định chung về thị trường mới này, chúng tôi cho rằng thanh khoản liên tục được đẩy mạnh đang là tín hiệu tốt cho thấy ngày càng có nhiều nhà đầu tư quan tâm. Bên cạnh đó, triển vọng thu hút thêm dòng tiền vẫn đang khá lạc quan nếu nhìn sang GTGD bình quân 4.000 tỷ đồng/piên trên thị trường chứng khoán cơ sở. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm nhiều thành phần tham gia hơn vào thị trường và giúp thị trường chứng khoán phát sinh phản ánh sát hơn với giá của thị trường chứng khoán cơ sở.

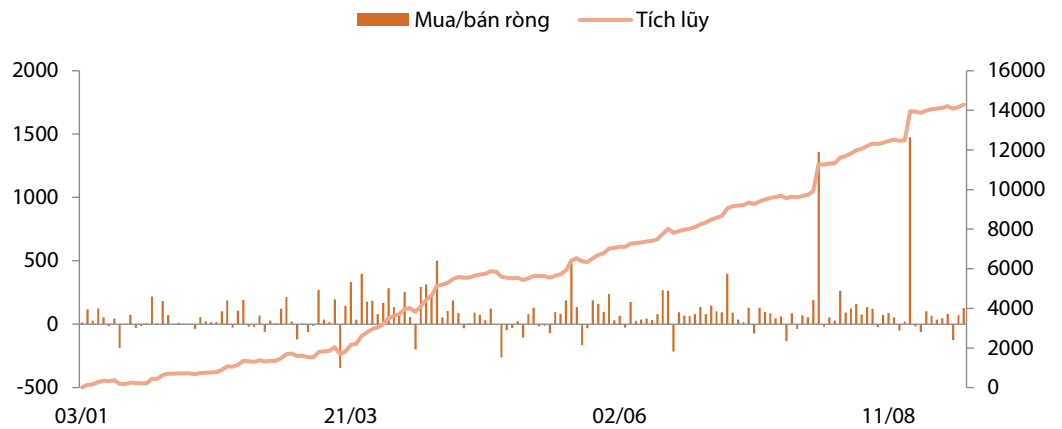
Hình 16: Diễn biến giá của VN30 và các hợp đồng tương lai



Nguồn: Fiin Pro, RongViet Research

Giao dịch khối ngoại

Hình 17: Giá trị mua/bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài 8 tháng 2017



Nguồn: Fiin Pro, RongViet Research

Trong tháng Tám, nhà đầu tư nước ngoài mua ròng trên cả 2 sàn HSX và HNX. Tổng khối lượng mua ròng hơn 56 triệu cổ phiếu, tương ứng giá trị khoảng 2.679 tỷ đồng.

Trên HSX, khối này thực hiện mua ròng 50,9 triệu cổ phiếu với giá trị ròng 2.652 tỷ đồng. Nhóm cổ phiếu ngân hàng tiếp tục thu hút dòng tiền ngoại khi giá trị mua ròng chiếm hơn 50% trên sàn HSX. Cổ phiếu VPB là yếu tố chính đóng góp vào giá trị mua ròng này. Phiên 17/08 khi cổ phiếu này chính thức niêm yết, ngay trong phiên ATO đã có 46 triệu cổ phiếu trao tay ứng với giá trị gần 1.800 tỷ đồng. Kịch bản sôi động tiếp tục duy trì trong ngày hôm đó để rồi đóng phiên, VPB xác lập kỷ lục là cổ phiếu có giá trị giao dịch trong ngày lớn nhất trên sàn HSX từ trước đến nay 2.255 tỷ đồng. Xếp vị trí thứ hai trong danh sách mua ròng là nhóm tài nguyên cơ bản với giá trị mua ròng là 339 tỷ đồng. Nhà đầu tư nước ngoài khá quan tâm đến HPG. Họ đã mua ròng hơn 238 tỷ đồng cổ phiếu HPG. Thông tin giá thép xây dựng tăng mạnh trong tháng Bảy là yếu tố hỗ trợ cho HPG nói riêng và các cổ phiếu thép khác nói riêng.

Trên HNX, khối ngoại mua ròng nhẹ 26,6 tỷ đồng. Dẫn đầu nhóm mua ròng là nhóm cổ phiếu ngân hàng, trong đó SHB được mua ròng nhiều nhất 77 tỷ đồng. Nhóm xây dựng và vật liệu xây dựng xếp vị trí thứ 2 với 3 mã tiêu biểu là HUT (+43 tỷ đồng), DNP (+29 tỷ đồng) và VIT (+10 tỷ đồng). Ở chiều ngược lại, dầu khí vẫn là nhóm bị bán ròng liên tục từ đầu năm đến nay. PVS bị bán ròng khá mạnh, xấp xỉ 135 tỷ đồng.

Trong tháng Tám cũng xuất hiện một phiên giao dịch ATC khá lạ vào ngày 29/08. Điểm nhấn trong phiên đó là một loạt cổ phiếu trong rổ VN30 như BVH, KDC, VNM, SSI bất ngờ bị bán mạnh trong phiên ATC, rơi xuống giá sàn và chỉ vừa kịp đóng cửa trong giá đỏ khi kết phiên. Diễn biến như vậy thường chỉ xuất hiện khi 2 quỹ ETFs nước ngoài giao dịch tại các ngày chốt danh mục. Thực vậy, kể từ đầu tháng, quỹ VanEck Vectors Vietnam ETF bị rút ròng 7,24 triệu USD. Khả năng quỹ đã tập trung bán cổ phiếu trong 1 phiên giao dịch thay vì bán một cách rải rác trong nhiều phiên. Liên quan đến 2 quỹ ETFs, FTSE Vietnam Index đã công bố kết quả đảo danh mục cho Q3/2017. Theo đó, PLX là cổ phiếu duy nhất được thêm vào rổ tính chỉ số và không có cổ phiếu nào bị loại ra trong đợt này. RongViet Research ước tính sẽ có 2,6 triệu cổ phiếu PLX được mua vào. Quỹ Db x-trackers FTSE Vietnam UCITS ETF sẽ hoàn tất giao dịch vào ngày 15/09. VanEck Vectors Vietnam ETF cũng sẽ công bố danh mục vào ngày 09/09 (giờ Việt Nam). RongViet Research dự báo quỹ sẽ không thêm hay loại ra cổ phiếu nào trong kỳ đảo danh mục lần này. Quỹ cũng hoàn tất giao dịch vào ngày 15/09.

Tên ngành	HSX		HNX	
	Tổng khối lượng mua bán ròng (Đvt: cổ phiếu)	Tổng giá trị mua bán ròng (Đvt: tỷ đồng)	Tổng khối lượng mua bán ròng (Đvt: cổ phiếu)	Tổng giá trị mua bán ròng (Đvt: tỷ đồng)
Dầu khí	-1,05	109,25	-7,96	-133,35
Hóa chất	0,69	76,32	-0,36	-1,60
Tài nguyên Cơ bản	10,46	338,75	1,66	6,07
Xây dựng và Vật liệu	-7,43	-70,09	3,74	61,11
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-1,01	28,09	0,27	4,09
Ô tô và phụ tùng	-1,69	-36,91	0,00	-0,01
Thực phẩm và đồ uống	5,84	259,77	0,47	6,50
Hàng cá nhân & Gia dụng	-1,18	-18,54	0,06	-0,60
Y tế	1,17	103,56	0,06	-0,42
Bán lẻ	0,10	6,65	0,02	0,21
Truyền thông	0,00	0,00	-0,01	0,34
Du lịch và Giải trí	-3,68	-81,86	0,21	12,08
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	-1,97	-8,17	0,19	2,46
Ngân hàng	42,77	1.566,55	9,96	82,28
Bảo hiểm	0,02	-1,87	-0,54	-12,25
Bất động sản	7,87	190,85	-0,28	8,58
Dịch vụ tài chính	-0,20	186,87	-2,33	-9,44
Công nghệ Thông tin	0,17	3,37	0,06	0,54
Tổng cộng	50,87	2.652,58	5,22	26,58



TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG CHÍN

Khi mà mùa KQKD quý 2 khép lại, VN-Index ở một mặt bằng đỉnh giá tương đối cao đã điều chỉnh mạnh trong hầu hết thời gian của tháng 08. Tuy nhiên, sự tăng điểm của các cổ phiếu vốn hóa lớn như SAB, VIC và nhóm ngân hàng đã giúp chỉ số lấy lại được mốc 780 điểm vào cuối tháng.

Tâm lý thị trường hồi phục trở lại có sự đóng góp không nhỏ của các chỉ số vĩ mô. Bên cạnh đó, trong ngắn hạn, lạm phát thấp sẽ giúp NHNN chủ động trong việc kiểm soát biến động tỷ giá cũng như thúc đẩy tăng trưởng tín dụng theo mục tiêu 21-22% của chính phủ. Bên cạnh đó, thị trường cũng đón nhận Dự thảo sửa đổi thông tư 36, trong đó vẫn giữ tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức 45% trong 2018, và đến 2019 mới giảm về 40%. Nếu được thông qua, điều này sẽ giúp các tổ chức tín dụng bớt đi áp lực huy động trong trung và dài hạn. Tổng hòa những điều trên có thể sẽ giúp cho mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp trong khoảng thời gian còn lại của 2017. Điều này đồng nghĩa với việc dòng tiền nhiều khả năng vẫn sẽ ở lại thị trường chứng khoán. Thanh khoản thị trường sẽ vẫn có thể đạt mức 3.200-3.300 tỷ/phiên trong những tháng cuối năm.

Tuy vậy, chúng tôi chưa nhìn thấy động lực cho một xu hướng tăng điểm bền vững. Không có thông tin hỗ trợ nào cho các doanh nghiệp niêm yết ít nhất là trong tháng 09. Cùng với đó là khả năng chững lại của khối ngoại khi mà FED có thể tiếp tục tăng lãi suất và ECB thắt chặt hơn chính sách nới lỏng tín dụng. Trong tháng 08, mức độ tham gia thị trường của khối ngoại đã giảm xuống chỉ còn 13% tổng thị trường so với mức 16% bình thường. Nếu điều này tiếp tục, cùng với các căng thẳng địa chính trị trên thế giới, dù có thể không tác động tiêu cực lên cả thị trường, nhưng cũng sẽ ảnh hưởng đến tâm lý chung, nhất là trong những phiên “đỏ lửa”.

Tựu trung, thị trường xem ra chưa thể thoát ra khỏi xu hướng đi ngang trong một sớm một chiều. Chúng tôi cho rằng VN-Index sẽ còn tiếp tục biến động trong khoảng 760-800 trong tháng 09. Cho dù thanh khoản cải thiện có thể hỗ trợ việc trading trong ngày, sẽ rất rủi ro nếu NĐT vẫn theo đuổi chiến thuật sử dụng margin ở những cổ phiếu đầu cơ trong tháng này, nhất là trong những cơn “hung phấn” của thị trường. Thay vào đó, dựa trên hỗ trợ của mặt bằng vĩ mô ổn định (hay ít nhất là từ sự quyết tâm của chính phủ mà chúng tôi nhận thấy), chúng tôi khuyến khích NĐT nắm bắt cơ hội để tích lũy các cổ phiếu cơ bản và triển vọng trong nửa cuối năm 2017. Cú điều chỉnh mạnh của thị trường vừa qua đã mang rất nhiều cổ phiếu thuộc nhóm này về vùng đỉnh giá hấp dẫn hơn cách đây 1-2 tháng. Bởi thế, lựa chọn được những cổ phiếu trên ở mức P/E và P/B thấp hơn mặt bằng chung hứa hẹn mang lại mức sinh lợi cao hơn cho NĐT.

Bảng 5: Chỉ tiêu cơ bản của các nhóm ngành

STT	Tên	% thay đổi Index 1 tháng	% thay đổi Index 1 năm	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	ROA (%)	ROE (%)	P/E cơ bản	P/B
1	Bán lẻ	7,9	135,4	38.622	8,7	40,0	17,1	6,4
2	Bảo hiểm	-2,3	8,2	59.020	4,6	10,6	20,9	2,3
3	Bất động sản	3,3	25,6	254.030	2,3	6,5	25,0	3,4
4	Công nghệ Thông tin	-1,6	41,5	32.360	8,7	16,1	13,2	2,3
5	Dầu khí	4,2	20,0	90.781	5,7	16,5	15,9	3,4
6	Dịch vụ tài chính	-1,9	37,5	46.374	4,4	14,8	12,5	1,8
7	Điện, nước & xăng dầu khí đốt	-1,9	28,2	167.330	11,2	18,8	14,1	2,7
8	Du lịch và Giải trí	2,0	5,9	51.740	4,9	60,0	14,0	6,7
9	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-1,1	22,2	79.369	0,0	15,7	12,7	1,8
10	Hàng cá nhân & Gia dụng	-0,1	28,9	32.326	9,9	26,3	15,2	3,7
11	Hóa chất	-1,3	18,7	46.055	8,5	13,1	10,7	1,4
12	Ngân hàng	-4,2	17,5	443.759	1,1	14,6	14,6	1,8
13	Ô tô và phụ tùng	-3,1	-12,7	15.767	6,6	12,2	12,8	1,4
14	Tài nguyên Cơ bản	6,5	55,4	107.167	13,7	18,5	7,0	1,9
15	Thực phẩm và đồ uống	1,4	50,5	525.444	8,6	31,8	23,7	6,5
16	Truyền thông	-0,7	25,8	12.225	6,5	3,8	16,5	1,9
17	Xây dựng và Vật liệu	4,7	95,3	188.810	5,6	19,4	17,5	4,1
18	Y tế	-2,7	90,6	34.985	12,8	21,2	18,3	4,0

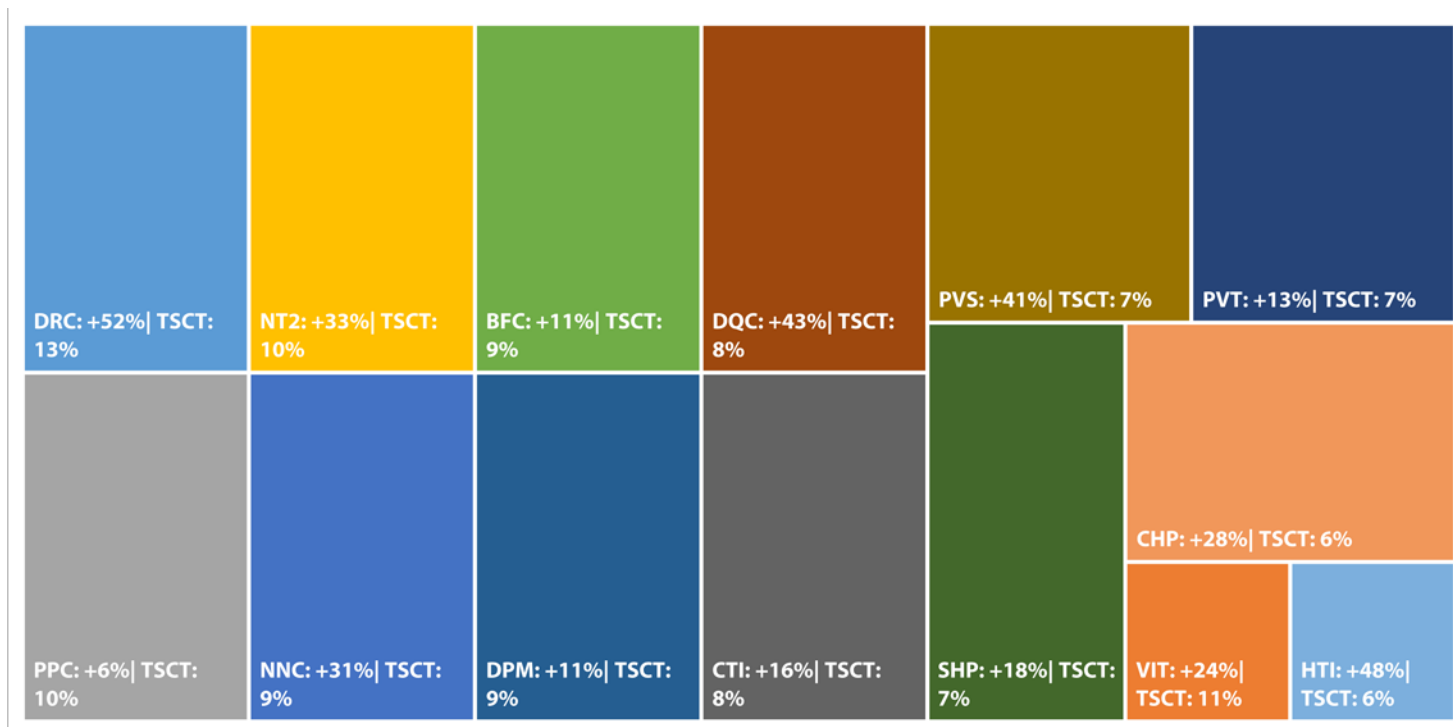
Nguồn: FiinPro



CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG CHÍNH

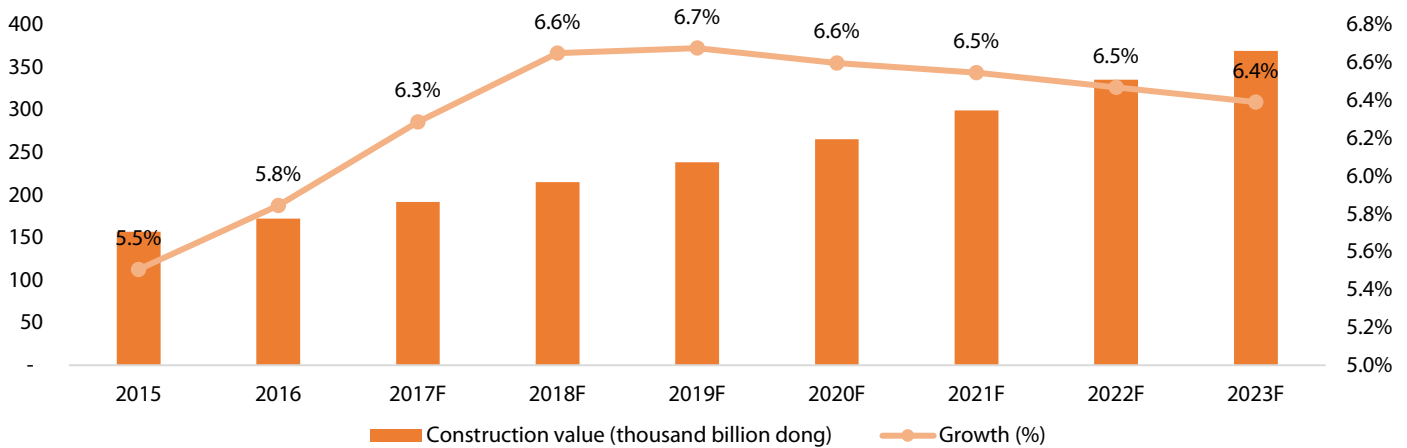
Dù không thấy thuyết phục vào đà tăng của chỉ số trong ngắn hạn, chúng tôi vẫn tin vào triển vọng của VN-Index trong trung và dài hạn. Ví mô ổn định, sản xuất cải thiện, chỉ số niềm tin tiêu dùng cũng như doanh số bán lẻ tăng cao sẽ thúc đẩy tăng trưởng của các doanh nghiệp. Bởi vậy, xây dựng và vật liệu xây dựng (thép, đá granit ...), bất động sản tầm trung, ngân hàng và các ngành công nghiệp liên quan đến tiêu dùng sẽ hứa hẹn kết quả khả quan trong nửa cuối 2017. Ngoài ra, trong bối cảnh lãi suất tiền gửi tiếp tục ở mức thấp, thị trường hoàn toàn có thể trả giá cao hơn cho các doanh nghiệp có lịch sử trả cổ tức tiền mặt cao và đều đặn.

Hình 18: Các cổ phiếu kỳ vọng có tỷ suất cổ tức cao trong 12 tháng tới



Nhu cầu đối với hoạt động xây lắp không chỉ đến từ lĩnh vực BĐS dân dụng mà còn được đóng góp ở các phân khúc khác như BĐS nghỉ dưỡng, văn phòng và trung tâm thương mại, nhà xưởng cũng như xây lắp hạ tầng. Do vậy, mặc dù phân khúc nhà ở được dự báo sẽ chững lại trong vài năm tới thì nhu cầu đối với hoạt động xây dựng vẫn lớn. Chúng tôi kỳ vọng các nhà thầu xây dựng đi đầu trong việc đa dạng hóa danh mục công việc xây dựng sẽ gặt hái thành công. Trong nhóm các doanh nghiệp xây dựng đang niêm yết thì chúng tôi nhận thấy CTD đang có xu hướng “cơ cấu” khối lượng công việc theo hướng này. Mặc dù BĐS dân dụng vẫn chiếm khoảng 70% trong tổng cơ cấu doanh thu của CTD, mức độ đóng góp của phân khúc văn phòng và trung tâm thương mại đang có sự cải thiện dần. Cuối quý 2/2017, giá trị hợp đồng gởi đầu của CTD đạt khoảng 26.181 tỷ đồng (+18% YoY) và chúng tôi kỳ vọng giá trị này sẽ tiếp tục tăng lên trong thời gian tới, song hành với xu hướng FDI chảy vào Việt Nam và sự mở rộng của các doanh nghiệp sản xuất trong nước.

Hình 19: Tăng trưởng giá trị xây lắp



Nguồn: MOC

Hoạt động xây dựng tăng tốc trong nửa cuối năm 2017 sẽ kéo theo cầu đối với vật liệu xây dựng, đặc biệt là gạch. Khẩu vị tiêu dùng đang có sự thay đổi. Theo đó, các sản phẩm gạch ceramic có chất lượng thấp và kích thước nhỏ đang dần được thay thế bởi gạch granite. Với tỷ lệ thâm nhập còn khá thấp, chỉ khoảng 13%, có thể thấy tiềm năng tăng trưởng ở phân khúc này còn rất lớn. Trên sàn niêm yết, VIT và CVT là hai doanh nghiệp có thị phần gạch lớn, lần lượt khoảng 11% và 5%. Cả hai doanh nghiệp này cũng đang trong quá trình mở rộng đầu tư nhằm nâng công suất đổi sản xuất gạch granite. VIT là cổ phiếu được chúng tôi ưa thích từ khá lâu. Trong khi đó, CVT cũng là một câu chuyện tăng trưởng trong ngành gạch khi mà doanh nghiệp đang đầu tư thêm một dây chuyền sản xuất và có thể giúp công suất nhà máy tăng khoảng 25% khi đi vào hoạt động.

Tám tháng đầu năm 2017, tăng trưởng SXCN đạt 10,8%, cao hơn so với mức tăng 10,4% của cùng kỳ. Một số ngành ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng như là thép, nhựa, giấy, dệt may, và phân bón. Mặc dù ghi nhận tăng trưởng trong sản xuất, chúng tôi nhận thấy một số ngành có rất ít khả năng kiểm soát giá cả đầu ra, đặc biệt trong mảng nhựa, dệt may, hay phân bón. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp ngành thép có phần thuận lợi hơn nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại, cũng như xu hướng tăng giá thép thế giới diễn ra từ giữa quý 2/2017 đến nay. Nhờ đó, biên lợi nhuận các doanh nghiệp thép như HPG, HSG và NKG có thể cải thiện trong nửa cuối năm 2017. Trong dài hạn, chúng tôi ưa thích HPG hơn cả do doanh nghiệp có chuỗi sản xuất khép kín và tiềm năng tăng trưởng cao sau khi khu liên hợp gang thép Dung Quất đi vào hoạt động.

Đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng, câu chuyện không chỉ là hạn mức tăng trưởng tín dụng được nới lên trên 20% mà còn bởi kỳ vọng về khả năng hoàn nhập dự phòng, hoặc ít nhất chi phí trích lập DPRR tín dụng cho TPĐB của VAMC sẽ giảm đáng kể trong các năm tới nhờ Nghị quyết 42. Theo đó, với các quy định về thí điểm xử lý nợ xấu, các tổ chức tín dụng và VAMC được trao nhiều quyền lực hơn trong việc thu hồi và xử lý tài sản đảm bảo. Có thể sẽ cần nhiều thời gian để đo lường hiệu quả của Nghị quyết, nhưng các kỳ vọng đã và đang phản ánh vào giá cổ phiếu các ngân hàng. Trong đó, chúng tôi nhận thấy định giá cổ phiếu ACB không còn hấp dẫn, nếu đặt trong tương quan so sánh với MBB hay CTG.

Bảng 6: PB trước và sau khi điều chỉnh giá trị TPĐB của một số ngân hàng niêm yết

	ACB	BID	CTG	MBB	VCB
Thị giá @05/09 (đồng)	29.000	20.950	18.900	23.350	38.150
GTSS @30/06/2017 (tỷ đồng)	14.884	48.140	60.320	27.309	52.110
GT TPĐB chưa trích lập DPRR @30/06/2017 (tỷ đồng)	883	13.789	4.056	1.044	0
GTSS (trừ TPĐB) (tỷ đồng)	14.002	34.351	56.264	26.265	52.110
GTSS/cp (đồng)	15.097	14.081	16.200	15.945	14.484
GTSS (trừ TPĐB)/cp (VND)	14.202	10.048	15.111	15.335	14.484
PBR (x)	1,9	1,5	1,2	1,5	2,6
PBR (trừ TPĐB) (x)	2,0	2,1	1,3	1,5	2,6

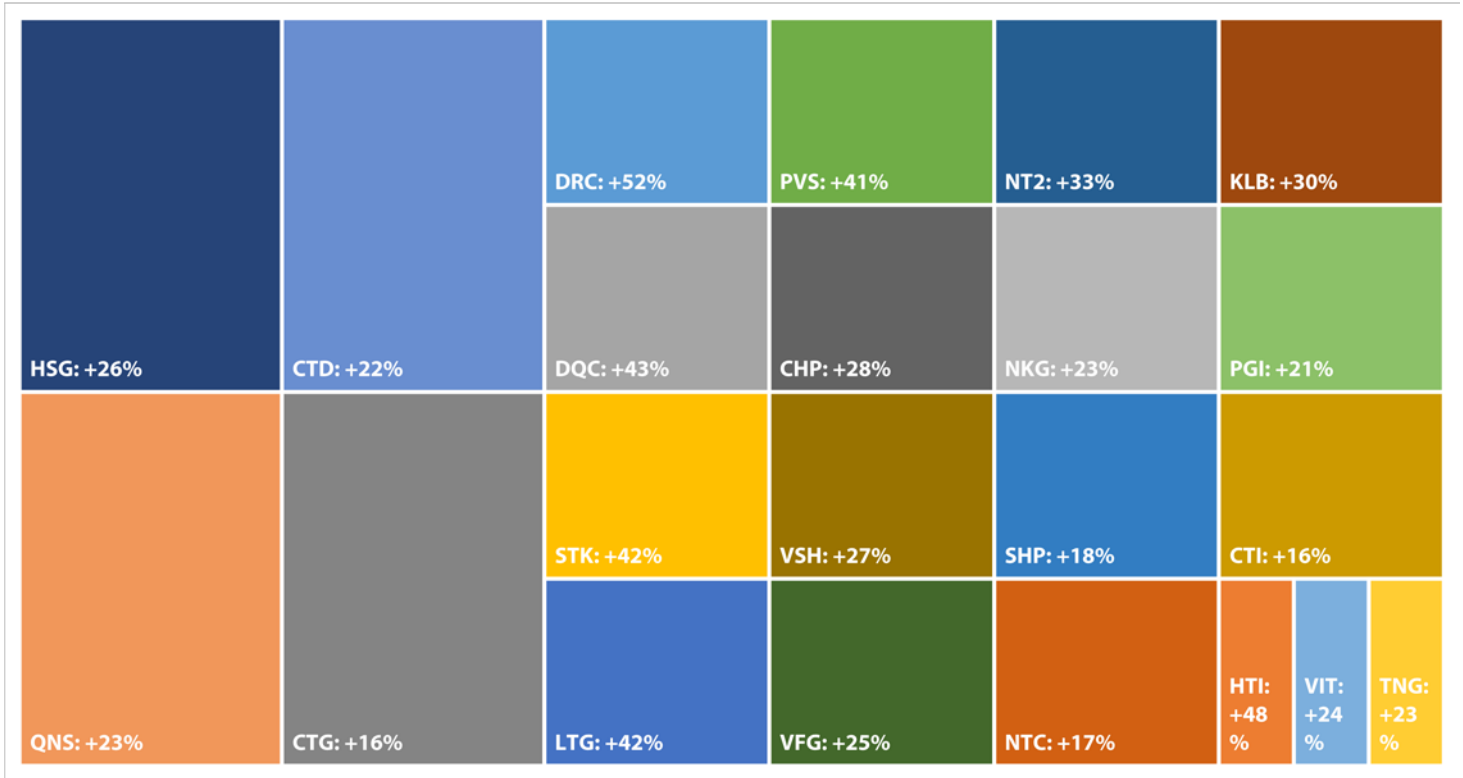


Trong tháng Tám, chúng tôi đã công bố báo cáo phân tích các cổ phiếu QNS, PTB, và NLG. Nhà đầu tư quan tâm có thể tìm đọc đầy đủ các báo cáo trên website của chúng tôi tại thư mục [Báo cáo công ty](#).

Mã	Giá mục tiêu (đồng)	Quan điểm
QNS	87.400	<p>Đường Quảng Ngãi (QNS) là doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trong ngành sữa đậu nành tại Việt Nam với thị phần hơn 85%. Với xu hướng tiêu dùng thích sự tiện lợi và ưu tiên các sản phẩm tốt cho sức khỏe, tiềm năng tăng trưởng sữa đậu nành có thương hiệu vẫn khá tích cực. Chúng tôi dự phóng mảng sữa đậu nành vẫn tăng trưởng 10% trong các năm tới.</p> <p>Về mảng đường, QNS sở hữu nhà máy An Khê có công suất lớn nhất Việt Nam (~18.000 tấn mía/ngày) tuy nhiên nguyên liệu mía hiện không đủ để nhà máy đạt công suất tối đa trên. Bên cạnh đó, ngành đường Việt Nam sẽ gặp nhiều thách thức từ năm 2018 khi Chính Phủ bỏ hạn ngạch thuế quan theo hiệp định ATIGA.</p> <p>QNS đã có nhiều năm liên tục tăng trưởng nhờ giữ vị thế dẫn đầu “tuyệt đối” ngành hàng sữa đậu nành tại Việt Nam. Nhưng từ 2016, chúng tôi nhận thấy cạnh tranh trên thị trường đã tăng lên đáng kể khiến tốc độ tăng trưởng sản lượng của công ty giảm nhẹ, giá bán cũng chịu áp lực giảm. Đây chính là lý do dẫn đến biến động bất lợi của giá cổ phiếu sau khi niêm yết. Theo những quan sát và tìm hiểu của chúng tôi, QNS vẫn còn nhiều “room” để cải thiện kết quả kinh doanh dù đòi hỏi thêm nhiều nỗ lực điều hành. Chúng tôi dự báo LNST của QNS sẽ giảm nhẹ trong năm 2017 và tăng trưởng trở lại trong năm 2018.</p> <p>EPS dự phóng năm 2017 và 2018 lần lượt là 6.460 đồng và 7.641 đồng.</p>
PTB	138.700	<p>Với KQKD 6 tháng đầu năm cùng những dự báo về ba mảng kinh doanh chính của PTB, chúng tôi có sự điều chỉnh nhẹ so với báo cáo cập nhật gần nhất. Trong đó, doanh thu và LNST năm 2017 sẽ lần lượt đạt 4.174 tỷ đồng (+14% YoY) và 359 tỷ đồng (+35% YoY). Năm 2018, chúng tôi ước tính doanh thu của PTB sẽ tăng trưởng 15% lên 4.875 tỷ đồng và LNST đạt 427 tỷ đồng, tương ứng EPS đạt 11.860 đồng/ cp. Tốc độ tăng trưởng ổn định và cổ tức hàng năm sẽ là điều thu hút nhà đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng trong tương lai của PTB vẫn chưa tương xứng với quy mô đầu tư.</p> <p>EPS dự phóng năm 2017 và 2018 lần lượt là 11.716 đồng và 11.860 đồng.</p>
NLG	30.000	<p>CTCP đầu tư Nam Long (NLG – HSX) là doanh nghiệp tiên phong hướng tới phân khúc nhà ở bình dân, tập trung phát triển mạnh dòng sản phẩm dành cho người có thu nhập trung bình và đã rất thành công với thương hiệu Ehome. Sau khi thiết lập vị thế vững chắc ở phân khúc bình dân và nhà ở vừa túi tiền, từ năm 2015, chiến lược của NLG dịch chuyển sang nhóm căn hộ trung cấp và các dòng sản phẩm nhà phố và biệt thự cỡ nhỏ dành cho tầng lớp trung lưu đang gia tăng nhanh chóng ở các thành thị. Đây là bước đi đúng đắn của NLG nhằm cải thiện biên lợi nhuận trong bối cảnh quỹ đất ở các khu vực này đang dần hạn chế. Bên cạnh đó, các dự án theo định hướng này được NLG phát triển dưới hình thức liên doanh, không chỉ giúp NLG giảm gánh nặng về nguồn vốn đầu tư mà doanh nghiệp còn tận dụng được kinh nghiệm quản lý và phát triển dự án của các đối tác, tạo nên thành công cho sản phẩm.</p> <p>EPS dự phóng năm 2017 và 2018 lần lượt là 3.507 đồng và 3.472 đồng.</p>



Hình 20: Cổ phiếu ưa thích của Rong Việt Research



Nguồn: RongViet Research; Giá tại ngày 05/09/2017

Tổng lợi nhuận kỳ vọng = kỳ vọng % tăng giá + kỳ vọng tỷ suất cổ tức trong 12 tháng tới

DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

Mã	Sàn	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @03/08 (đồng)	% tăng giá	Khuyến nghị	2016		2017F		2018F		PE Trailing (x)	PE 2017F (x)	PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGDBQ 3 tháng (ngàn CP)	GTGDBQ 3 tháng (tr. đ)	VHTT (tỷ đồng)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
						+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)									
DRC	HSX	33.100	23.800	51,7	Mua	1,3	-4,8	7,8	-15,0	1,9	20,8	9,4	9,2	1,9	12,6	-33,9	461.873	13.948,5	2.825,4	19,7
VIT	HNX	25.308	22.500	23,6	Mua	41,6	53,5	17,8	18,2	33,4	25,7	5,5	6,8	1,4	11,1	9,9	38.445	1.143,8	438,5	45,5
NT2	HSX	31.900	25.800	33,3	Mua	18,6	-4,9	-10,3	-31,3	4,5	41,7	8,7	10,5	1,5	9,7	-19,1	418.007	11.826,1	7.422,3	28,8
DQC	HSX	49.400	36.700	42,8	Mua	-4,4	-1,7	-1,3	-43,7	16,6	16,7	7,7	12,2	1,1	8,2	-50,8	84.537	3.707,3	1.170,6	27,8
PVS	HNX	21.900	16.400	40,9	Mua	-20,0	-31,5	-0,8	-17,6	17,1	39,6	8,5	8,6	0,7	7,3	-19,7	1.819.342	30.349,9	7.321,1	27,7
HTI	HSX	26.200	18.500	48,1	Mua	33,1	8,7	-16,5	20,8	90,8	-5,8	6,0	7,0	1,1	6,5	7,7	38.913	775,2	461,3	34,1
CHP	HSX	31.900	26.300	27,8	Mua	-10,9	-21,5	28,6	54,2	-14,2	-19,0	7,3	8,7	2,0	6,5	0,0	96.372	2.565,0	3.311,6	45,9
VSH	HSX	22.100	18.200	26,9	Mua	-4,1	2,6	24,0	12,7	-2,1	-4,6	12,2	13,0	1,3	5,5	16,2	218.496	4.089,9	3.751,1	33,6
VFG	HSX	69.800	57.400	25,1	Mua	13,4	5,2	9,9	16,2	6,1	7,6	10,6	8,9	1,7	3,5	-16,3	14.742	842,2	1.363,4	28,0
QNS	UPCOM	87.400	73.000	23,2	Mua	-10,4	14,6	20,7	-4,0	10,0	18,3	12,7	11,3	4,3	3,4	0,0	130.794	9.865,2	17.742,0	41,6
HSG	HSX	36.300	29.650	25,8	Mua	16,5	145,3	29,9	18,5	21,4	7,3	6,5	6,3	2,1	3,4	17,7	3.430.663	103.647,1	10.370,6	20,3
LTG	UPCOM	67.000	48.300	41,8	Mua	-0,9	9,2	10,4	38,6	13,1	10,6	8,4	7,9	1,6	3,1	0,0	187.314	11.839,1	3.240,0	5,5
NKG	HSX	39.800	33.200	22,9	Mua	55,4	310,7	62,0	29,0	14,6	10,4	5,5	4,4	1,7	3,0	18,3	452.990	14.875,2	3.317,8	19,2
STK	HSX	23.700	17.000	42,4	Mua	31,2	-59,9	38,6	272,4	7,8	33,3	24,1	8,5	1,2	2,9	-3,3	5.153	81,3	1.018,3	37,5
BMP	HSX	113.800	73.400	57,8	Mua	18,5	20,9	11,2	7,9	13,1	10,0	11,9	9,9	2,6	2,7	-17,7	243.216	21.958,4	6.004,6	2,6
CTD	HSX	251.200	209.000	21,6	Mua	52,0	113,5	30,4	25,8	24,7	24,0	9,8	10,2	2,5	1,4	12,3	93.235	19.525,5	15.985,2	13,7
KLB	UPCOM	12.000	9.200	30,4	Mua	9,0	26,8	24,8	67,7	22,0	30,5	13,3	13,4	0,8	0,0	0,0	87.102	894,1	2.723,2	11,0
TNG	HNX	14.100	11.500	22,6	Mua	-1,9	13,9	17,0	16,5	10,5	11,1	5,6	5,8	0,7	0,0	-7,4	198.892	2.570,5	472,5	27,4
PGI	HSX	24.900	20.550	21,2	Mua	0,0	5,2	10,3	55,5	13,2	-13,5	12,3	9,2	1,6	0,0	0,7	31.263	650,5	1.821,9	28,1
PPC	HSX	19.400	20.100	6,5	TrungLập	-22,0	-2,2	13,9	61,6	1,7	-7,9	4,3	8,5	1,2	10,0	50,7	304.540	6.355,5	6.390,7	32,8
BFC	HSX	41.000	40.100	11,0	TrungLập	-1,6	21,0	14,1	16,9	8,9	7,9	7,3	7,7	2,3	8,7	34,1	176.364	7.273,4	2.290,9	28,2
DPM	HSX	23.900	23.350	10,9	TrungLập	-18,8	-23,3	4,1	-12,7	14,2	-9,7	11,5	10,8	1,1	8,6	-9,4	1.012.569	23.529,8	9.131,6	27,9
CTI	HSX	31.500	29.250	15,6	TrungLập	23,8	58,4	258,8	399,3	-31,3	-14,0	10,3	8,8	1,6	7,9	15,7	462.527	13.892,8	1.841,5	17,0
PVT	HSX	16.000	15.000	13,3	TrungLập	17,8	12,2	-3,5	-1,8	6,9	16,9	11,1	11,0	1,2	6,7	12,8	466.088	6.642,8	4.218,8	19,0
SHP	HSX	25.400	22.800	18,0	TrungLập	-13,7	-40,4	23,8	94,6	-3,8	-7,3	12,5	11,2	2,0	6,6	26,2	94.882	2.092,5	2.135,2	45,0
VGC	HNX	14.600	18.300	-15,0	TrungLập	4,1	56,4	8,8	23,6	13,6	9,1	9,1	9,8	1,3	5,2	0,0	209.944	4.003,9	7.809,0	14,2
PGS	HNX	20.900	20.700	5,8	TrungLập	-16,5	206,7	36,4	-63,7	6,8	6,5	10,0	8,4	1,1	4,8	41,4	90.318	1.671,9	1.034,3	34,4
REE	HSX	35.500	35.250	5,2	TrungLập	38,4	28,2	23,1	10,1	0,0	11,4	7,1	9,3	1,5	4,5	88,4	1.344.125	48.386,1	10.922,1	0,0
VCB	HSX	41.900	38.150	14,0	TrungLập	17,3	28,6	8,0	18,2	19,8	31,6	18,0	21,2	2,6	4,2	4,0	1.299.872	49.622,6	137.164,4	9,1
PAC	HSX	40.600	48.400	-12,0	TrungLập	8,2	107,5	16,0	-27,0	11,4	20,4	15,2	18,0	3,3	4,1	57,5	128.122	6.573,3	2.247,7	17,3



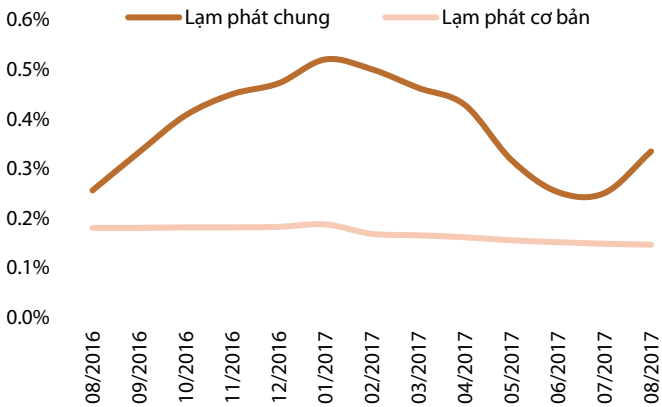
Mã	Sàn	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @03/08 (đồng)	% tăng giá	Khuyến nghị	2016		2017F		2018F		PE Trailing (x)	PE 2017F (x)	PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGDBQ 3 tháng (ngàn CP)	GTGDBQ 3 tháng (tr. đ)	VHTT (tỷ đồng)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
						+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)									
NTC	UPCOM	73.800	65.100	17,2	TrungLập	17,8	121,4	21,6	-17,7	14,0	12,0	6,1	11,0	3,2	3,8	0,0	52.740	3.018,1	1.046,9	48,9
CTG	HSX	21.200	18.900	15,9	TrungLập	16,3	20,0	8,3	17,4	9,2	17,3	9,6	11,1	1,2	3,7	15,2	2.080.205	40.658,2	70.326,0	0,1
PHR	HSX	41.000	41.400	2,7	TrungLập	-4,0	3,9	21,3	158,9	29,7	15,9	9,2	7,1	1,5	3,6	144,2	515.465	18.897,2	3.247,3	40,5
MBB	HSX	21.000	23.350	-7,5	TrungLập	12,4	16,7	16,5	16,7	7,4	18,4	12,1	12,9	1,5	2,6	73,9	3.221.821	71.268,0	39.966,1	0,0
ACV	UPCOM	67.000	59.800	14,5	TrungLập	11,2	-70,1	19,2	-18,1	32,4	76,0	26,6	25,7	4,9	2,5	0,0	182.530	9.404,5	128.449,1	45,5
SVC	HSX	54.500	49.000	13,7	TrungLập	38,0	18,4	8,2	20,4	-5,0	4,5	10,4	4,7	1,4	2,4	9,4	53.694	2.827,7	1.223,0	8,6
FPT	HSX	53.200	48.500	11,8	TrungLập	4,1	3,1	21,7	21,0	13,2	46,7	12,5	8,5	2,6	2,1	30,6	1.183.118	56.691,7	25.730,7	0,0
VNM	HSX	149.800	152.600	0,1	TrungLập	16,8	20,3	19,9	12,0	13,4	10,9	21,6	23,5	9,0	2,0	1,8	726.823	110.789,1	221.326,0	44,7
NLG	HSX	30.000	27.350	11,5	TrungLập	101,3	67,4	37,6	64,7	-13,2	-1,0	8,1	7,8	1,4	1,8	39,4	912.696	26.917,7	4.297,3	5,5
TCM	HSX	24.095	28.750	-14,5	TrungLập	10,0	-25,6	6,2	55,6	1,9	7,4	8,1	9,4	1,5	1,7	48,8	721.522	21.579,0	1.481,2	0,0
PNJ	HSX	114.000	107.600	6,9	TrungLập	11,1	496,3	33,1	63,3	21,8	28,6	18,4	15,8	6,1	0,9	57,7	381.448	38.145,4	11.624,0	0,0
PTB	HSX	128.800	128.900	0,7	TrungLập	20,2	52,8	14,0	35,4	16,8	-4,0	11,2	11,0	4,0	0,8	34,5	92.356	11.409,0	3.338,9	34,3
MIG	UPCOM	15.600	13.600	14,7	TrungLập	23,1	83,5	0,0	19,6	#N/A	#N/A	15,4	12,9	1,3	0,0	0,0	48.102	640,9	1.080,8	48,9
HPG	HSX	40.000	35.400	13,0	TrungLập	21,2	89,4	20,8	9,3	26,6	9,4	6,5	7,2	2,0	0,0	35,0	4.517.181	146.028,5	53.664,3	9,6
PC1	HSX	37.000	34.950	5,9	TrungLập	-3,0	24,1	13,6	5,8	46,1	76,2	15,1	11,8	1,7	0,0	0,0	95.629	3.312,0	3.417,3	17,9
VNR	HNX	27.300	26.900	1,5	TrungLập	-2,8	-1,2	18,2	9,6	4,3	6,8	13,8	13,4	1,3	0,0	32,1	3.960	95,5	3.523,6	19,2
VJC	HSX	121.000	130.600	-7,4	TrungLập	38,6	113,3	41,5	42,5	22,0	25,2	15,7	13,5	8,3	0,0	0,0	371.493	46.708,1	42.076,1	5,8
ACB	HNX	24.500	29.000	-15,5	TrungLập	21,6	28,9	12,8	24,1	27,8	45,8	17,4	19,4	2,0	0,0	79,2	1.874.529	49.374,0	28.572,3	0,0
DHG	HSX	83.500	108.200	-20,1	Bán	4,9	20,6	12,4	10,0	9,7	9,2	18,5	13,8	5,0	2,8	67,2	254.766	30.335,9	14.137,4	0,0
IMP	HSX	50.000	68.400	-24,3	Bán	4,8	8,9	24,6	33,5	18,4	17,8	20,6	22,2	2,2	2,6	24,0	27.410	1.788,4	2.937,1	0,0
SAB	HSX	158.400	255.000	-36,5	Bán	12,6	31,3	11,2	4,2	12,9	4,2	35,6	37,3	11,8	1,4	0,0	57.951	13.259,5	163.419,0	39,1
MWG	HSX	67.250	108.000	-37,7	Bán	76,7	47,2	63,2	41,4	35,9	16,5	18,1	8,9	7,1	0,0	50,2	382.738	39.390,1	33.202,1	0,0
NNC	HSX	67.570	55.200	31,5	Đangxemxét	14,9	49,8	23,5	25,7	8,1	3,4	6,5	7,1	2,0	9,1	-13,2	24.342	1.700,2	1.209,2	27,6
VSC	HSX	73.700	54.600	37,7	Đangxemxét	16,6	-10,0	18,2	18,7	6,0	9,6	10,6	8,9	1,8	2,7	-23,6	119.961	7.190,2	2.485,8	0,0
DNP	HNX	20.400	25.900	-21,2	Đangxemxét	60,9	91,6	34,7	50,6	17,6	10,8	9,5	6,0	1,6	0,0	46,8	69.079	1.867,6	1.281,4	42,5

(*) Tổng LN kỳ vọng bao gồm % tăng giá cổ phiếu và tỷ suất cổ tức



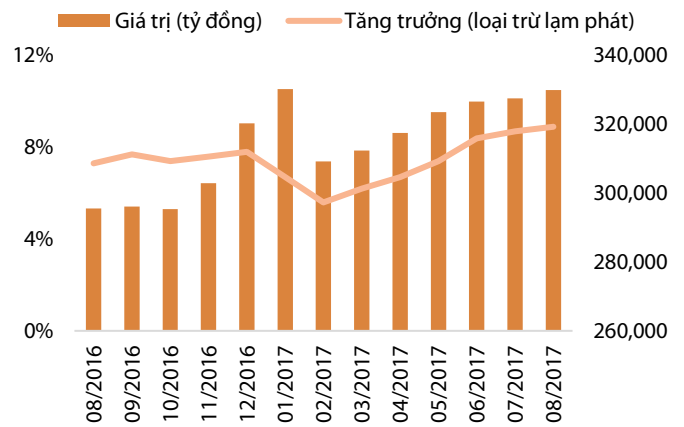
CHỈ SỐ VĨ MÔ THÁNG 8

Lạm phát có dấu hiệu tăng trở lại



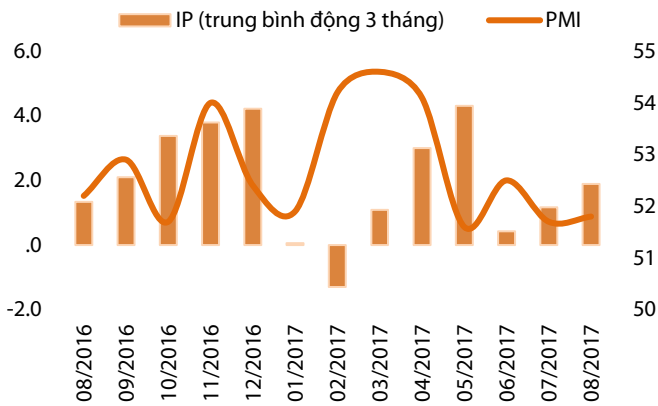
Nguồn: GSO, RongViet Research

Doanh số bán lẻ tăng tích cực trong Q3



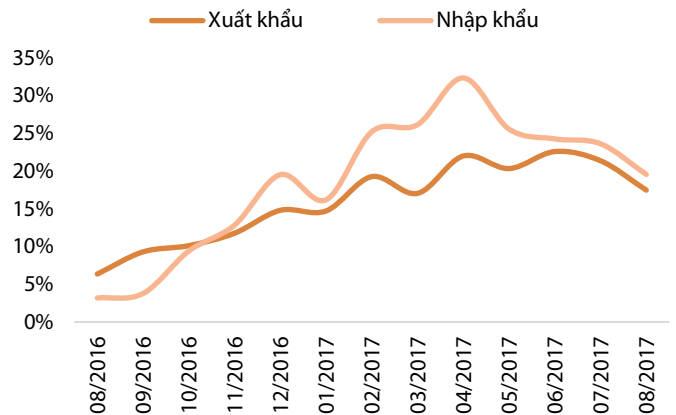
Nguồn: GSO, RongViet Research

Chỉ số PMI cải thiện nhẹ trong tháng 8



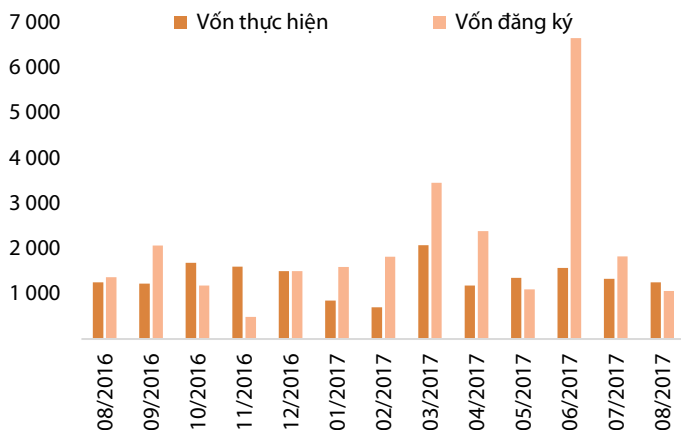
Nguồn: GSO, RongViet Research

Tăng trưởng thương mại bắt đầu giảm



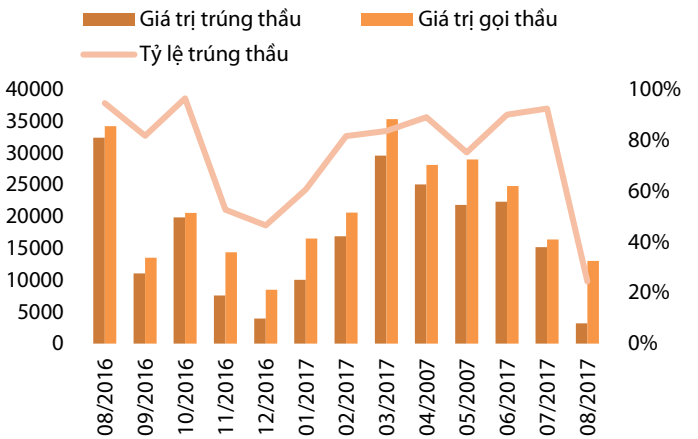
Nguồn: GSO, RongViet Research

Vốn đầu tư nước ngoài ổn định



Nguồn: FII, RongViet Research

Phát hành TPCP giảm mạnh trong tháng 8

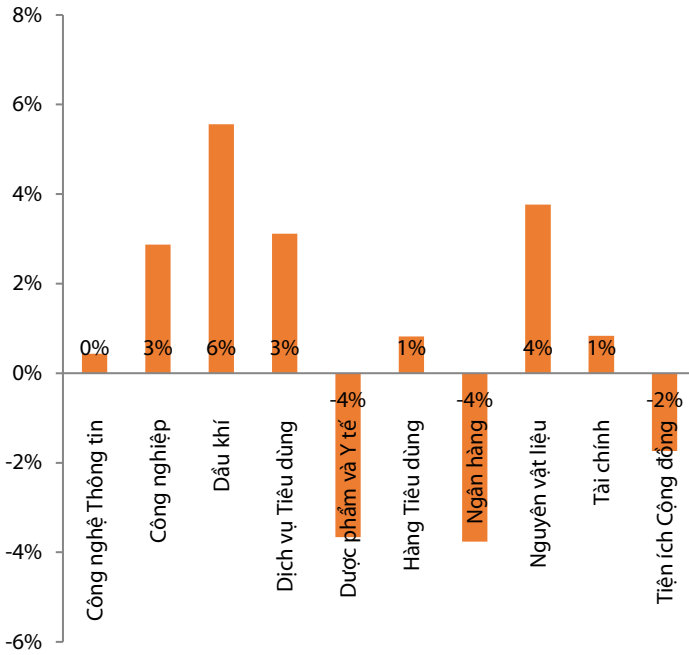


Nguồn: VBMA, RongViet Research



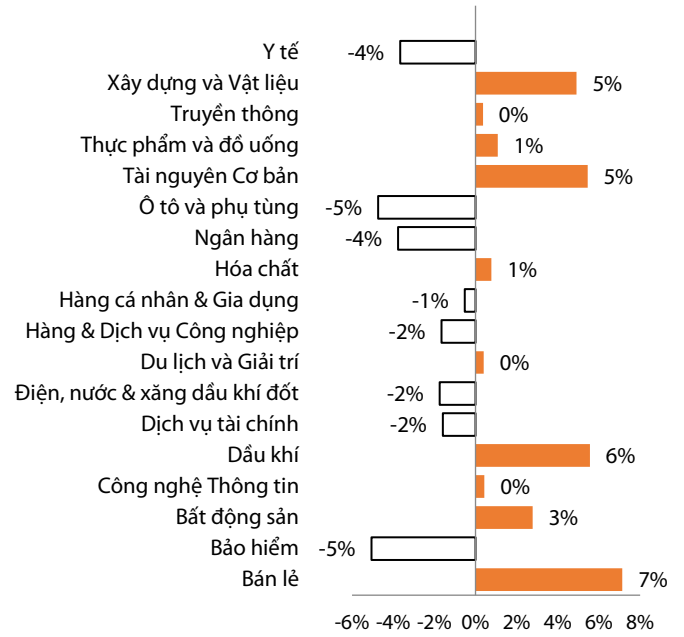
CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH

Biến động nhóm ngành cấp 1



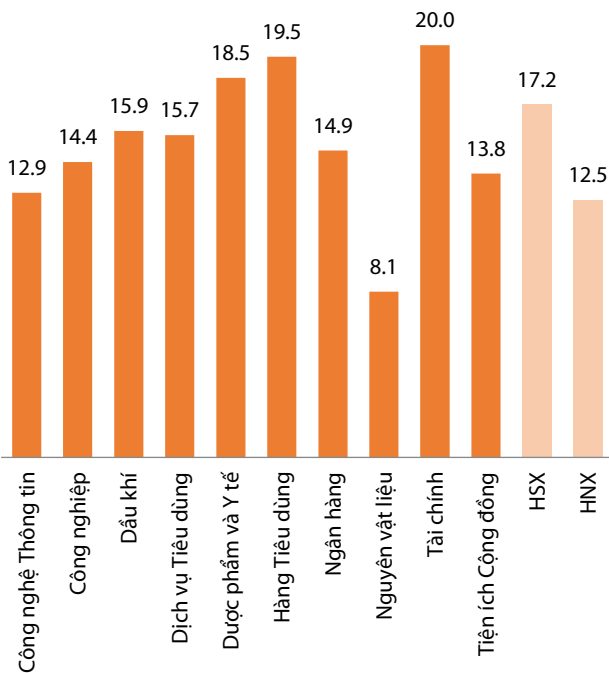
Nguồn: RongViet Research

Biến động chỉ số nhóm ngành cấp 2



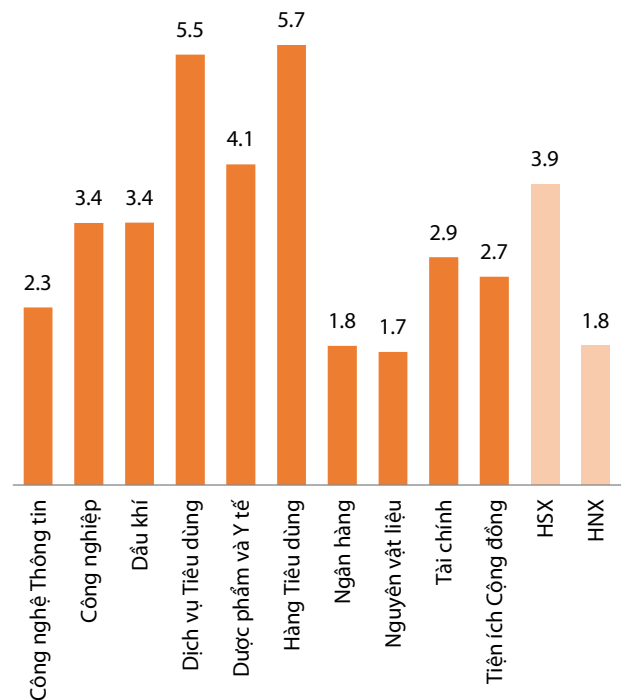
Nguồn: RongViet Research

So sánh chỉ số P/E ngành



Nguồn: Rongviet Research

So sánh chỉ số P/B ngành



Nguồn: RongViet Research



KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Đoàn Thị Thanh Trúc

Head of Research

truc.dtt@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1308)

Trần Thị Hà My

Deputy Manager

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1309)

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Thị Phương Lam

Senior Strategist

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Ngân hàng
- Tập đoàn đa ngành

Bùi Vĩnh Thiện

Senior Analyst

thien.bv@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1321)

- Thị trường
- Dịch vụ tài chính
- Hàng hóa cá nhân

Nguyễn Hải Hoàng

Senior Analyst

hoang.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1319)

- Vận tải
- Bất động sản công nghiệp

Nguyễn Đức Hiếu

Senior Analyst

hieu.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1514)

- Thị trường
- Dược phẩm
- Đồ gia dụng lâu bền

Lại Đức Dương

Senior Analyst

duong.ld@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Analyst

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Hà Trinh

Analyst

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1331)

- Thép
- Xây dựng
- Công nghệ

Võ Văn Quang

Analyst

quang.vv@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1517)

- Thị trường
- Vật liệu cơ bản
- Hàng hóa cá nhân

Phan Nguyễn Thanh Sơn

Analyst

son.pnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1519)

- Tiện ích công cộng
- Cao su tự nhiên

Lê Thị Anh Thư

Analyst

thu.lta@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Ô tô và phụ tùng

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)



CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà
Trung – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Cần Thơ

95-97-99 Võ Văn Tần – Quận
Ninh Kiều - TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 8387

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008



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. RONGVIET 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 RONGVIET 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 RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2017.

