

TRIỂN VỌNG TTCK 2018

CÚ NHẢY LỊCH SỬ

Bạch An Viễn Tel. 0968 509 681

vien.ba@kisvn.vn

Hoàng Huy Tel. 0973 335 457

huy.hoang@kisvn.vn

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Contents

- I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 2017
- II. ĐỘNG LỰC HỖ TRỢ
- III. TRIỂN VỌNG VN-INDEX 2018 & RỦI RO CHÍNH
- IV. TRIỂN VỌNG NGÀNH & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ 2018

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 2017

I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 2017

II. ĐỘNG LỰC HỖ TRỢ

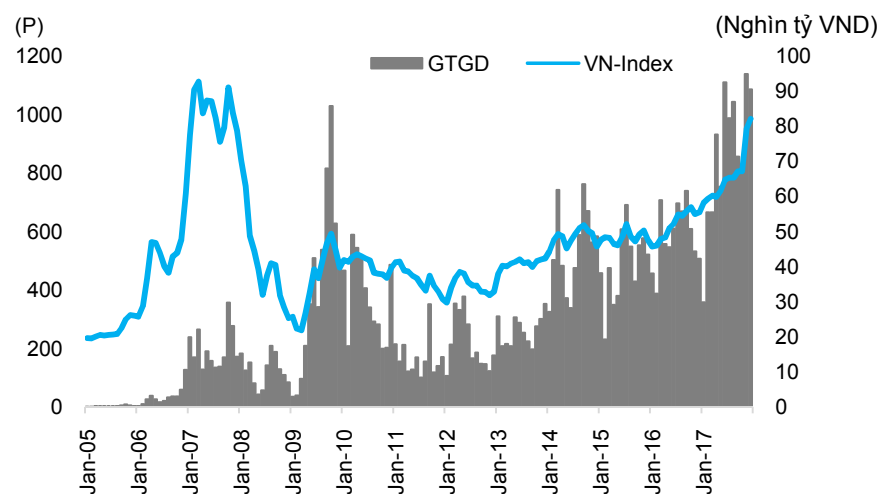
III. TRIỂN VỌNG VN-INDEX 2018 & RỦI RO CHÍNH

IV. TRIỂN VỌNG NGÀNH & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ 2018

I – 1 VN-INDEX 2017 – TIẾN ĐẾN ĐỈNH 10 NĂM

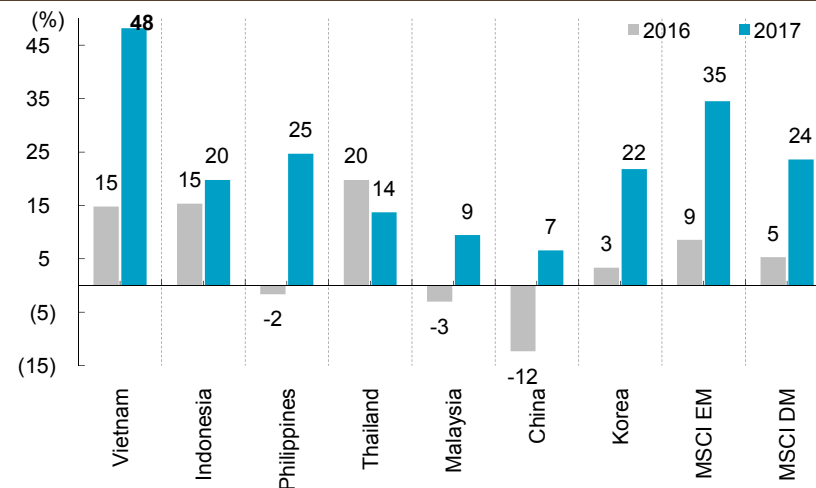
- **VN-Index liên tục chinh phục đỉnh cao mới trong năm 2017**
 - Tăng trưởng VNI: 2012: 17.7% → '13: 22.0% → '14: 8.1% → '15: 6.1% → '16: 14.8 % → '17 : 48.0%
 - Tăng trưởng HNX: 2012: -2.8% → '13: 18.8% → '14: 22.3% → '15: -3.6% → '16: 0.2% → '17: 44.8%
 - Hỗ trợ: Niềm tin NĐT cải thiện với dòng vốn tham gia tăng (GTGD ~4.100 tỷ/phần, +73% y/y); NĐTNN mua ròng kỉ lục (1,1 tỷ USD); Tăng trưởng GDP và lợi nhuận DN mở rộng; DN lớn niêm yết; Sự ra đời TTCK phái sinh; Thoái vốn nhà nước, Sự kiện APEC củng cố niềm tin DN...
 - Tiêu cực: Bất ổn địa chính trị thế giới; Xử lý các cựu lãnh đạo DNNN khiến thị trường rung lắc nhưng xu thế tăng vẫn nổi bật
- **Kể từ đầu 2018, VN-Index duy trì xung lực mạnh mẽ để dễ dàng vượt qua mốc tâm lý 1,000p**
 - Hiệu ứng tâm lý kì vọng đầu năm về Kinh tế, LN doanh nghiệp → Thu hút dòng tiền mới, thanh khoản đạt kỉ lục ~10.000 tỷ đồng/phần; Khôi ngoại duy trì đà mua ròng mạnh mẽ

Hình 1. Diễn biến VN-Index và GTDD



Nguồn: Bloomberg

Hình 2. VNI và Các thị trường khu vực

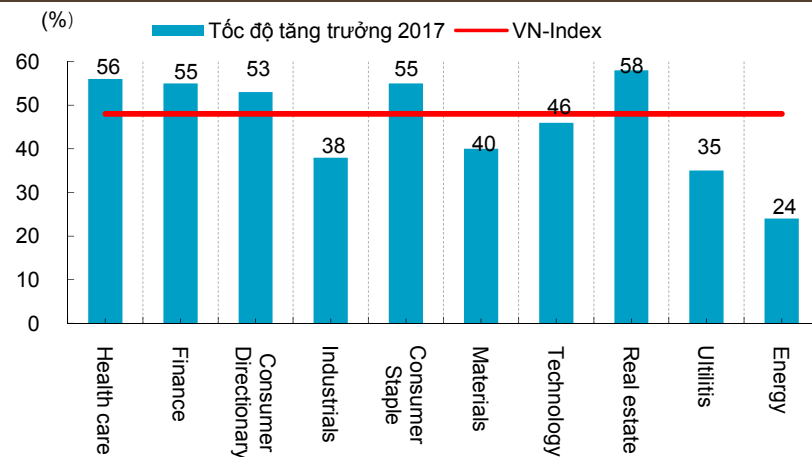


Nguồn: Bloomberg

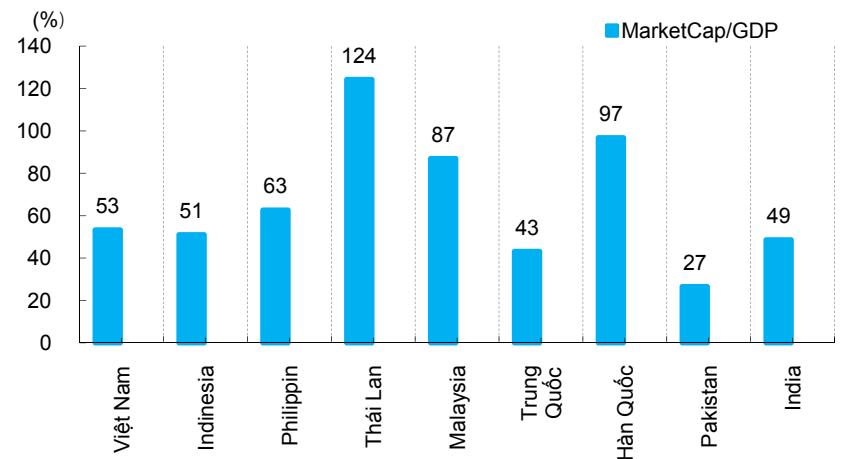
I – 2 CÁC NHÓM NGÀNH BỨC PHÁ MẠNH

- **Tất cả các nhóm ngành đều ghi nhận mức tăng trưởng trong năm 2017**
 - Tiêu dùng (+55%): Câu chuyện thoái vốn Nhà nước - VNM (+71%) và SAB (+27%)
 - TC-NH (+55%): Hưởng lợi từ nợ xấu giảm, nới lỏng tiền tệ và bùng nổ của TTCK - VCB (+57%) và SSI (+53%)
 - BĐS (+58%), NVL (+40%) và Bán Lẻ (+53%): Tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng - VIC (+84%), HPG (+74%), MWG (+69%)
 - Dịch vụ y tế (+56%): Câu chuyện nới room và chất lượng cuộc sống cải thiện – DHG (+85%)
 - Năng lượng 2H17 bật tăng 44%: Giá dầu phục hồi mạnh và kì vọng thoái vốn - PVD (+69%), PVS (+45%), GAS (+72%)
- **Vốn hóa TTCK tăng đột biến năm 2017 nhờ làn sóng niềm yết mới và sự tăng trưởng của các cổ phiếu vốn hóa lớn**
 - Vốn hóa TTCK Việt Nam liên tục tăng trưởng qua các năm, đạt ~125 tỷ USD năm 2017, +74% y/y
 - Tỷ trọng vốn hóa/GDP của Việt Nam năm 2017 là 53% từ 36% năm 2016, thấp hơn so với Thái Lan, Malaysia, Hàn Quốc và Philippines

Hình 3. Tốc độ tăng trưởng nhóm ngành vs VNI



Hình 4. Tỷ trọng vốn hóa thị trường/GDP





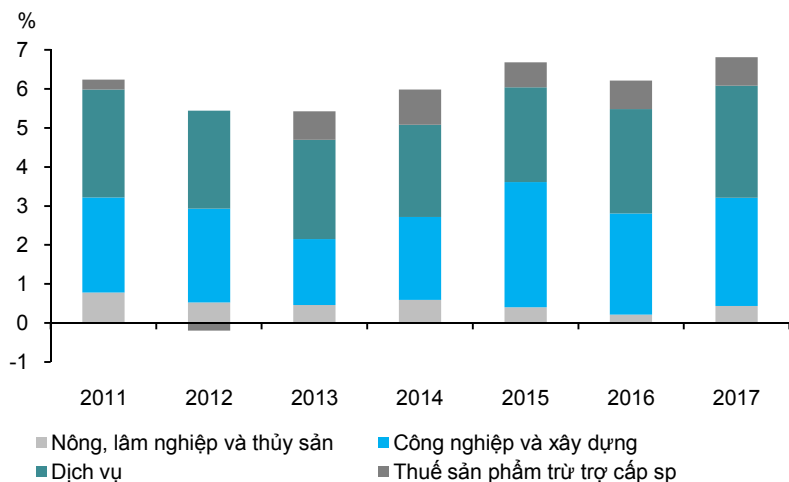
ĐỘNG LỰC HỖ TRỢ

- I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 2017**
- II. ĐỘNG LỰC HỖ TRỢ CHÍNH**
- III. TRIỂN VỌNG VN-INDEX 2018 & RỦI RO CHÍNH**
- IV. TRIỂN VỌNG NGÀNH & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ 2018**

II – 1.1 TĂNG TRƯỞNG GDP TỐT NHẤT 10 NĂM

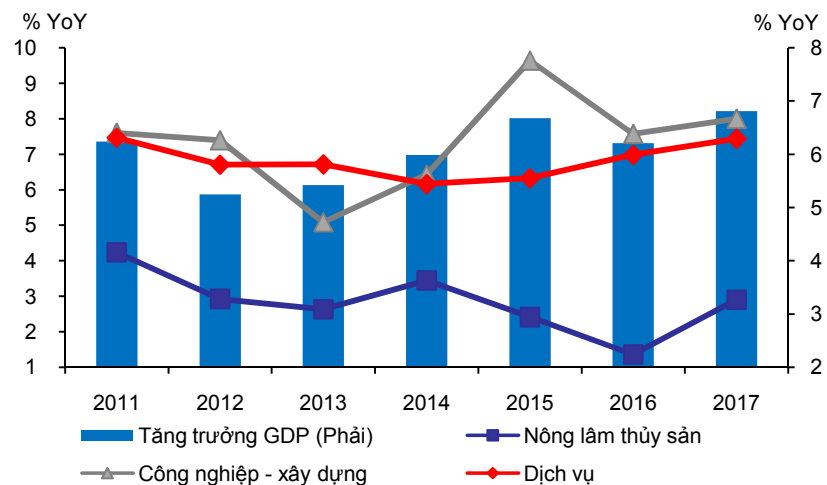
- **Tăng trưởng KT Việt Nam năm 2017 đạt 6.81%, cao nhất 10 năm kể từ năm 2007 và vượt chỉ tiêu 6.7%**
 - Tăng tốc mạnh mẽ trong 2H với ~7.46% Q3 và 7.65% Q4 vs. 5.15% Q1 và 6.28% Q2
 - CN chế biến chế tạo (+14.5% y/y) và xuất khẩu (+21.1% y/y) đột phá nhờ động lực từ khối FDI (Samsung, Formosa...)
 - Tiêu dùng nội địa tăng trưởng vững chắc và được tiếp sức bởi sự bùng nổ của du lịch với khách nước ngoài đạt mốc kỉ lục ~12.9 triệu người (+29.1% y/y)
 - Nền kinh tế xuất siêu trở lại ~2.7 tỷ USD và khối FDI và tư nhân mở rộng đầu tư
- **Tăng trưởng mở rộng cho thấy nền kinh tế đang được hỗ trợ bởi các động lực tăng trưởng mới là du lịch trong khi vai trò của lĩnh vực dầu khí đang suy yếu**
 - Khai khoáng (-7.1% y/y) duy trì đà giảm mạnh do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ giá dầu thấp và sản lượng khai thác giảm
 - Cơ cấu kinh tế đang chuyển dịch theo hướng giảm dần tỷ trọng khai khoáng thô và nông nghiệp trong khi tỷ trọng đóng góp của Dịch vụ - tiêu dùng và sản xuất đang gia tăng

Hình 5. Mức đóng góp vào tăng trưởng GDP chung



Nguồn: GSO, KISV

Hình 6. Các nhóm ngành mở rộng đà tăng trưởng

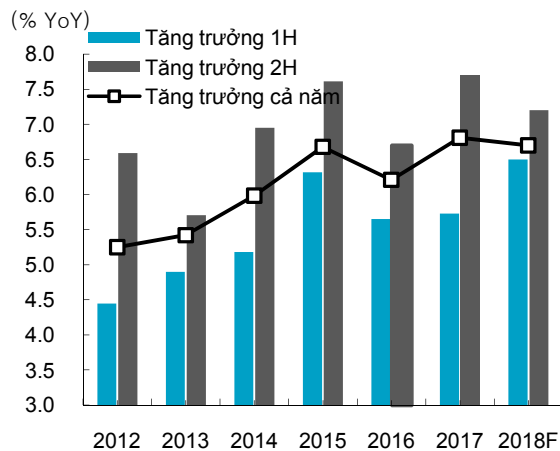


Nguồn: GSO, KISV

II – 1.2 TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ 2018 GIỮ VỮNG XUNG LỰC

- **Tăng trưởng KT giữ vững đà tăng tối ưu ~6.7% với nền tảng vững chắc được thiết lập năm 2017 sẽ tiếp diễn**
 - Tăng trưởng 1H2018 sẽ giữ ở mức cao do cơ sở thấp trong 1H2017 và sẽ đi vào ổn định hơn trong 2H
 - Sản xuất và dịch vụ giữ đà tăng trưởng lạc quan nhờ động lực từ hoạt động xuất khẩu điện tử của khối FDI và du lịch được kì vọng nối tiếp mức tăng trưởng 2 chữ số
 - FDI giữ xung lực chính cho bức tranh tăng trưởng chung trong khi đầu tư tư nhân tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ lực cầu vững chắc và chính sách nới lỏng tiền tệ, bù đắp đầu tư công hạn chế do áp lực nợ công
 - Hỗ trợ khác: Giá dầu phục hồi làm thu hẹp đà suy thoái của Khai khoáng, Nông nghiệp có thể tăng trưởng vừa phải nhờ giá hàng hóa và lực cầu bên ngoài cải thiện; cải cách khu vực DNNN giúp cải thiện sức khỏe và năng suất nền KT
- **Tăng trưởng khó đạt mức lý tưởng 7% dựa trên cơ sở cao hơn đạt được 2017**
 - Chính phủ nhiều khả năng sẽ giữ chính sách nới lỏng có kiểm soát để không đánh đổi những rủi ro dài hạn cho nền kinh tế như lạm phát, nợ xấu và nợ công vượt giới hạn.
- **Thách thức bên ngoài:** Chính sách bảo hộ thương mại gia tăng tại các thị trường xuất khẩu lớn (Mỹ, EU...), Fed gia tăng cường độ siết chặt cs tiền tệ tác động ngược lên dòng chảy vốn đầu tư quốc tế...

Hình 7. Tăng trưởng GDP chu kỳ nửa năm



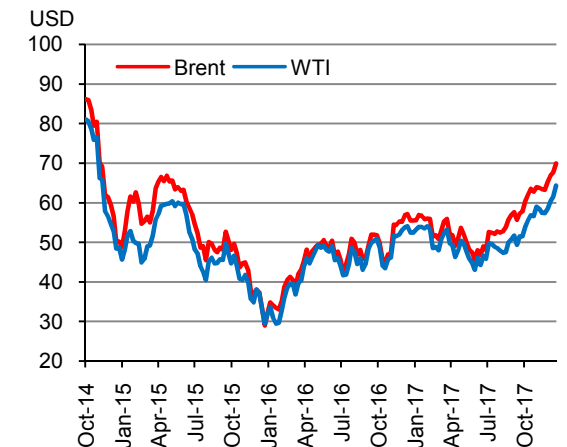
Nguồn: GSO, KISV

Bảng 1. Dự báo GDP 2018 của các tổ chức

#	Tổ chức	Tăng trưởng GDP	Ngày dự báo
1	WB	6.5%	Dec-17
2	IMF	6.3%	Oct-17
3	ADB	6.5%	Sep-17
4	HSBC	6.4%	Dec-17
5	Bloomberg	6.6%	Dec-17
6	Chính phủ	6.7%	Dec-17
Trung bình		6.5%	

Nguồn: KISV tổng hợp

Hình 8. Giá dầu phục hồi

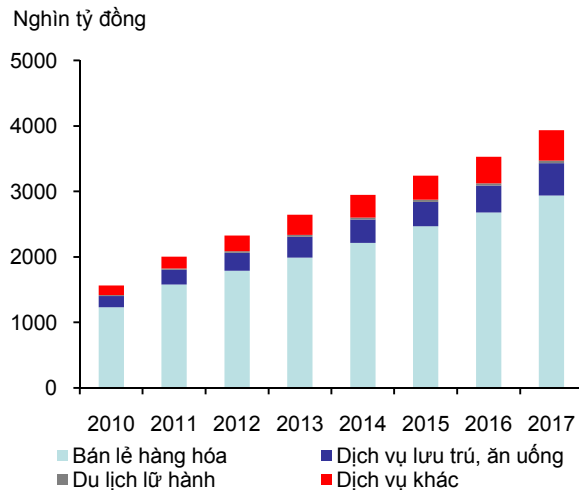


Nguồn: Bloomberg, KISV

II – 1.2.1 DU LỊCH - ĐỘNG LỰC MỚI CHO TĂNG TRƯỞNG

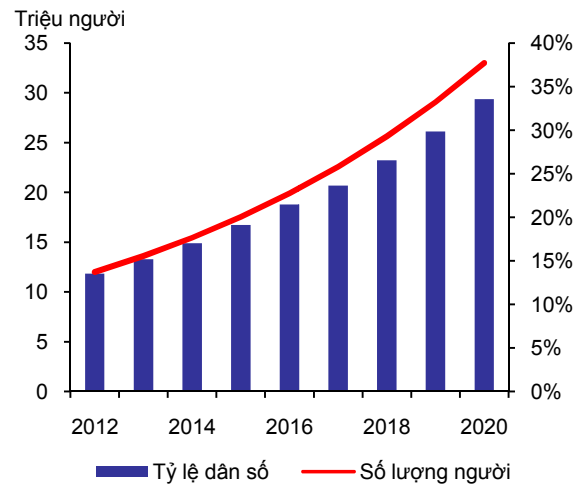
- **Nhu cầu nội địa tăng vững chắc nhờ thu nhập khả dụng tăng và hoạt động tiêu dùng hưởng lợi từ lãi suất thấp**
 - Theo BCG, tầng lớp trung lưu và giàu có (MAC) (thu nhập từ 190\$/tháng) tăng trưởng ấn tượng với CAGR ~13%/năm, từ 12 triệu người năm 2012 → 33 triệu người 2020, ~1/3 dân số. Thu nhập BQ/người/năm ước ~3,300 USD vào năm 2020
 - Niềm tin tiêu dùng CCI Q3/2017 đạt 116p, cao nhất 5 năm, trong bối cảnh tăng trưởng KT khởi sắc và thu nhập tăng → 44% người Việt sẵn sàng chi cho du lịch, giáo dục, thời trang và sản phẩm công nghệ cao sau khi chi trả cho các nhu cầu cơ bản.
- **Khách du lịch quốc tế sẽ giữ mức tăng trưởng 2 chữ số, có thể đạt mốc ~15 triệu khách trong năm nay**
 - Chính sách cởi mở hơn về Visa như miễn Visa cho các nước Tây Âu; khách Trung Quốc qua cửa khẩu Quảng Ninh sẽ được ở lại 3 ngày mà không cần visa; Chương trình cấp visa online...
 - Sự lên ngôi của hàng không giá rẻ. GĐ 2014-2017, số lượng ghế bay của các hãng giá rẻ đạt CAGR ~18% đối với chuyến bay ngắn và ~20% đối với chuyến bay dài
 - Nhu cầu du lịch đang tăng trưởng tốt ở các thị trường trọng điểm như TQ, Hàn Quốc và Nhật Bản...

Hình 9. Dịch vụ tăng trưởng vững chắc



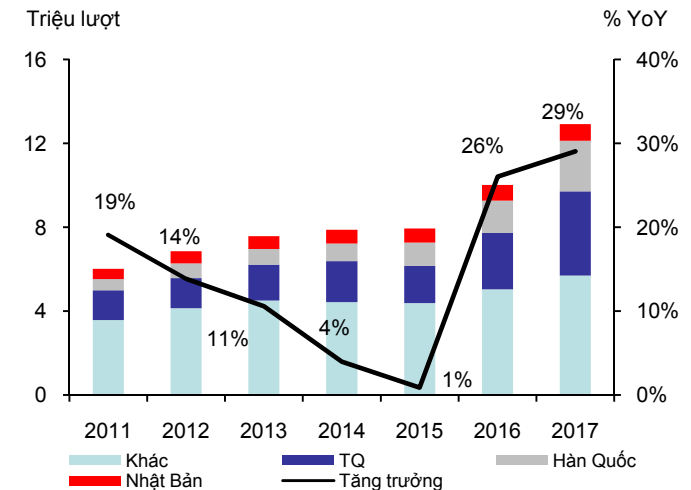
Nguồn: Bloomberg, KISV

Hình 10. Sự nổi lên của tầng lớp MAC



Nguồn: BCG, WB, Worldometers

Hình 11. Khách quốc tế đến Việt Nam đạt kỉ lục

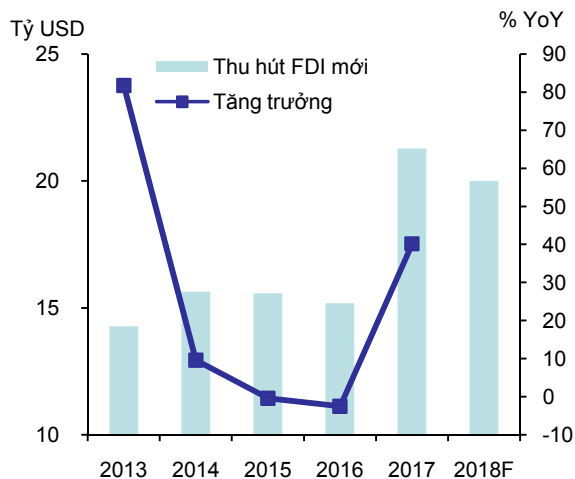


Nguồn: Bloomberg, KISV

II – 1.2.2 FDI CƯỜNG CỐ VAI TRÒ TRỤ CỘT CHO TĂNG TRƯỞNG

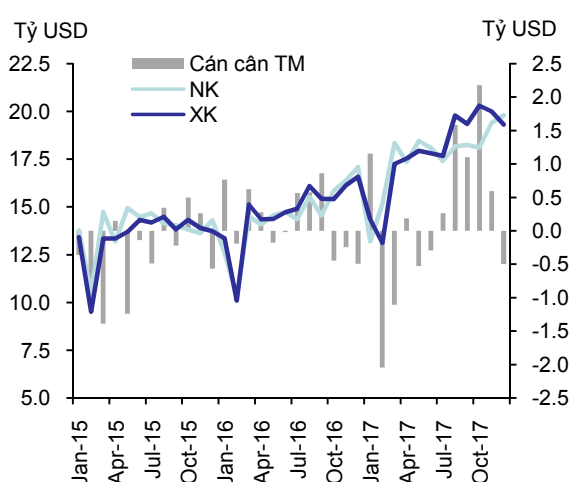
- **Sự chuyển dịch dòng vốn FDI sang các lĩnh vực sản xuất công nghệ cao**
 - Thu hút và giải ngân FDI 2017 đạt kỉ lục, tương ứng 29.7 tỷ USD (+44.2% y/y) và 17.5 tỷ USD (+10.8% y/y). Dòng vốn đang chuyển dịch sang các lĩnh vực SX công nghệ cao thay vì các lĩnh vực có giá trị gia tăng thấp như may mặc, xi măng...
 - Thúc đẩy hoạt động sản xuất và XK (+21% y/y) bùng nổ khi VN ngày càng nâng cao vị thế trong chuỗi giá trị gia tăng toàn cầu
 - Các DN nước ngoài cũng đẩy mạnh sự hiện diện tại Việt Nam thông qua các hoạt động M&A, điển hình là Thaibev mua lại Sabeco. Tổng giá trị mua cổ phần của NĐTNN đạt mức kỉ lục 6,2 tỷ USD năm 2017, +45.1% y/y
- **Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến của dòng vốn FDI trong dài hạn**
 - Việt Nam đang trở thành trung tâm sản xuất điện tử-điện thoại trong khu vực với sự hiện diện ngày càng nhiều tập đoàn công nghệ hàng đầu như Samsung, LG, Intel... trong khi làn sóng đầu tư HQ và Nhật Bản đang duy trì đà tăng vững chắc
 - Hệ thống hạ tầng ngày càng hoàn thiện trong khi Chính phủ nỗ lực cải thiện môi trường kinh doanh, nới lỏng chính sách đầu tư và nâng cao vai trò khối tư nhân và FDI
 - Sự hình thành các Đặc khu Kinh tế trong tương lai sẽ thu hút hơn nữa dòng vốn FDI vào các lĩnh vực công nghệ cao và dịch vụ

Hình 12. Thu hút FDI mới đạt mức kỉ lục



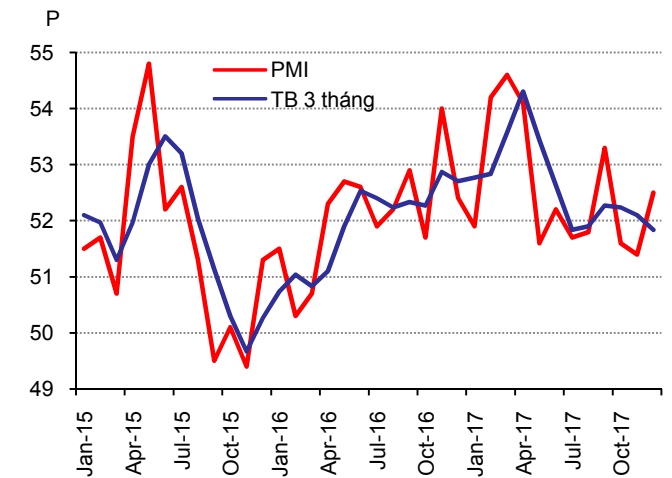
Nguồn: GSO, KISV

Hình 13. XNK bùng nổ trong năm 2017



Nguồn: GSO, Tổng cục Hải Quan

Hình 14. Sản xuất duy trì đà mở rộng

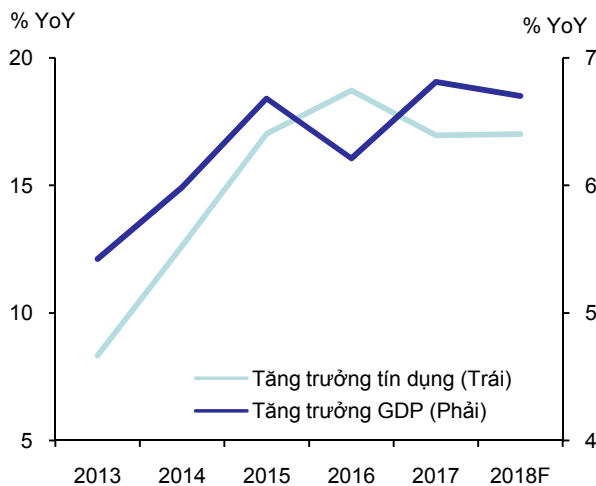


Nguồn: Nikkei, KISV

II – 1.2.3 ĐIỂM NHẤN HỖ TRỢ TỪ ĐIỀU HÀNH KINH TẾ

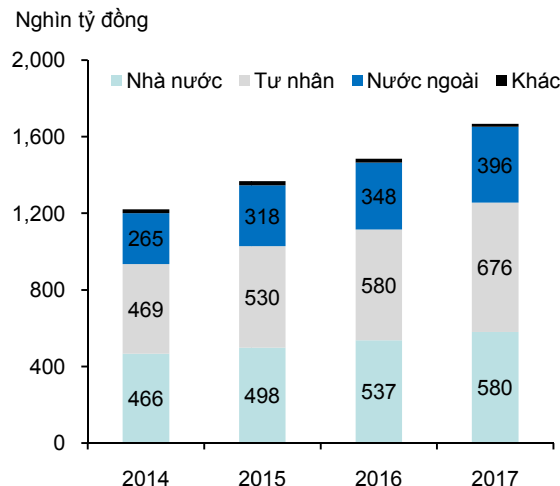
- **Sức bật của nền kinh tế được hỗ trợ bởi chính sách nới lỏng tiền tệ**
 - Tăng trưởng tín dụng năm 2017 ~17%, tập trung vào ngành CN và dịch vụ với tỷ trọng 78,4%. Xu hướng mở rộng tiền tệ sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2018
 - Tín dụng tiêu dùng bùng nổ hỗ trợ sức mua của nền kinh tế. Trong năm 2017, tín dụng tiêu dùng tăng 65%, chiếm 18% tổng tín dụng. Trong năm 2018, các tổ chức tín dụng đang nhắm tới tín dụng tiêu dùng như mảng hoạt động chiến lược và tiềm năng.
- **Chuyển dịch cơ cấu đầu tư xây dựng cơ bản giúp giảm áp lực ngân sách nhà nước**
 - Trong năm 2017, tổng vốn đầu tư cơ bản của tư nhân và nước ngoài đạt 1.073 nghìn tỷ, chiếm 64,3% tổng nguồn vốn đầu tư cơ bản, gia tăng so với 62,5% năm 2016. Chính phủ tích cực giảm vai trò đầu tư của Nhà nước và kêu gọi vốn đầu tư tư nhân thông qua cơ chế PPP
- **Dự trữ ngoại hối của Việt Nam đạt mức kỷ lục 54.5 tỷ USD, +51% y/y, gia tăng khả năng điều tiết tỷ giá**
 - Đồng USD yếu (USD Index -11% năm 2017) và dòng tiền FDI & FII cao kỉ lục
 - Tận dụng điều kiện USD yếu để tiếp tục gia tăng mức dự trữ trong năm 2018

Hình 15. Tăng trưởng tín dụng vs. GDP



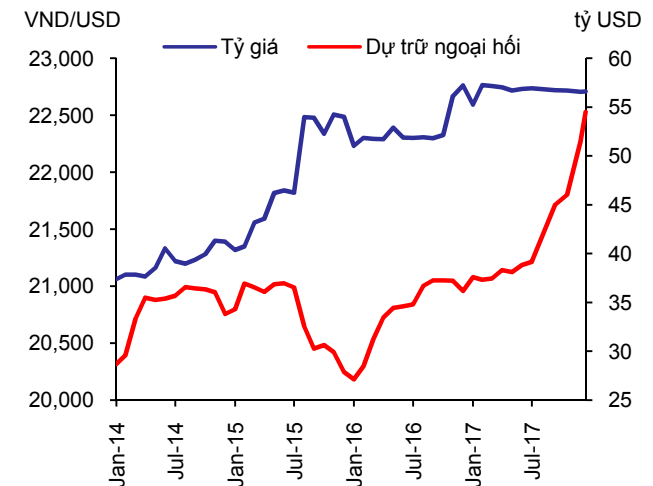
Nguồn: SBV, GSO

Hình 16. Cơ cấu đầu tư xây dựng cơ bản



Nguồn: GSO

Hình 17. Dự trữ ngoại hối Việt Nam



Nguồn: IMF, KISV

PHỤ LỤC: CHÍNH SÁCH HỖ TRỢ NỀN KINH TẾ

#	Chính sách	Nội dung chính
KT thực	Hỗ trợ doanh nghiệp	- Chủ trương giảm lãi suất cho vay thấp với các lĩnh vực ưu tiên - Khuyến khích Start-up, nâng cao vai trò của khối Tư nhân và FDI
	Tạo động lực tăng trưởng mới	- Nói lỏng điều kiện kinh doanh, giảm Thủ tục hành chính - Tăng tốc hoàn thiện thủ tục pháp lý cho 3 Đặc khu KT Vân Đồn (Quảng Ninh), Bắc Vân Phong (Khánh Hòa) và Phú Quốc để trình Quốc hội phê duyệt - Thúc đẩy ngành du lịch phát triển: Mở rộng danh mục quốc gia miễn Visa, cải thiện dịch vụ E-visa, mở thêm các đường bay thẳng đến các quốc gia trọng điểm như Mỹ
	Cải cách khu vực DNNN	- Gia tăng tốc độ thoái vốn và IPO; xử lý lãnh đạo các Tập đoàn vi phạm
Thị trường Tài chính	Nói lỏng tiền tệ	- Đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 17%, nỗ lực duy trì chính sách lãi suất thấp - Khuyến khích tín dụng tập trung vào SXKD, kiểm soát tín dụng ở các ngành tiềm ẩn rủi ro
	Chính sách ổn định tỷ giá	- NHNN tích cực nâng cao dự trữ ngoại hối, điều tiết cung-cầu
	Tái cấu trúc ngân hàng	- Ban hành các văn bản hướng dẫn thi hành Nghị quyết xử lý nợ xấu, Áp dụng Basel II, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật các TCTD năm 2010
		- Tiếp tục xử lý các vụ vi phạm pháp luật nhằm minh bạch hóa ngành NH - Đẩy mạnh CPH, thoái vốn và niêm yết các DNNN
	Thị trường vốn	- Triển khai sản phẩm Chứng quyền, Giao dịch T0 - Triển khai lộ trình phát triển thị trường trái phiếu GD 2017-2020, triển khai nhiều sản phẩm mới liên quan đến TPCP

Nguồn: KISV

PHỤ LỤC: DỰ BÁO CÁC CHỈ TIÊU KINH TẾ

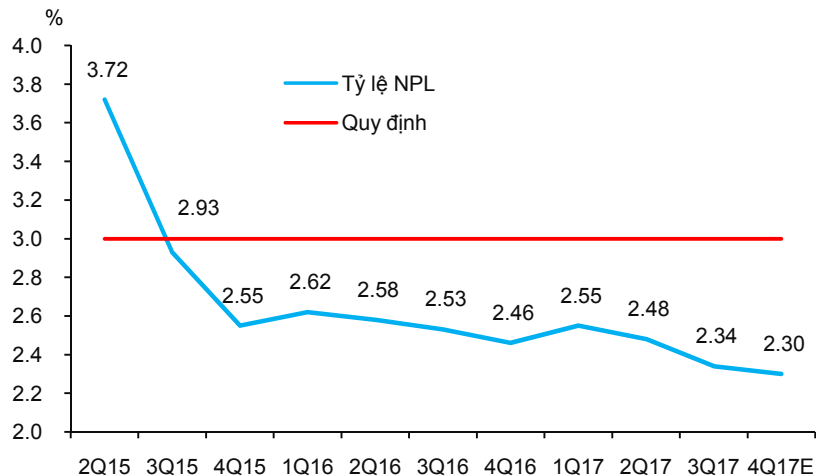
CHỈ TIÊU KINH TẾ	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
Tăng trưởng GDP (% YoY)	5.25%	5.42%	5.98%	6.68%	6.21%	6.81%	6.70%
Tăng trưởng XNK (% YoY)	12.1%	15.7%	12.9%	9.9%	7.3%	21.0%	13.0%
Tỷ lệ xuất siêu/nhập khẩu (%)	0.7%	0.0%	1.6%	-2.1%	1.0%	1.4%	0.5%
Vốn FDI giải ngân (Tỷ USD)	10.46	11.50	12.35	14.50	15.80	17.50	15.00
Tăng trưởng bán lẻ, loại yếu tố giá (% YoY)	6.7%	6.7%	6.2%	8.5%	8.3%	9.5%	10.0%
Lạm phát bình quân (%)	9.2%	6.6%	4.1%	0.6%	2.7%	3.5%	4.0%
Tăng trưởng tín dụng (% YTD)	8.9%	12.5%	14.2%	17.3%	18.7%	18.2%	17.0%
VND/USD	20,840	21,095	21,388	22,485	22,761	22,698	22,925

Nguồn: GSO, SBV, KISV

II – 2.1 NỖ LỰC LÀNH MẠNH HÓA NH CHO KẾT QUẢ KHẢ QUAN

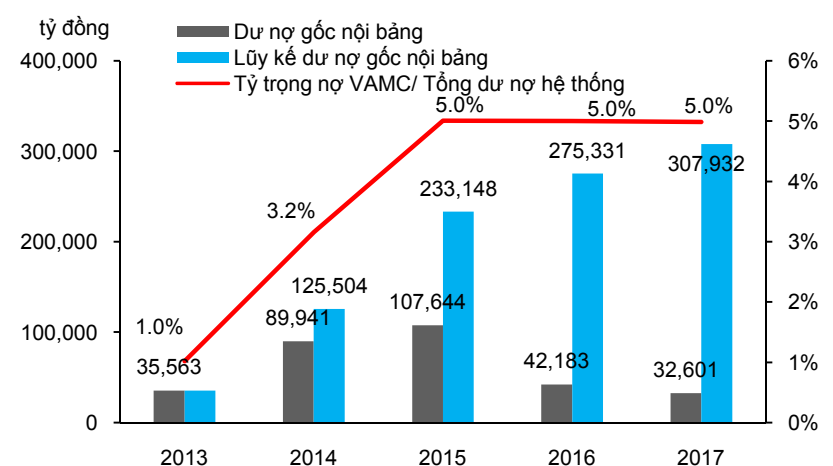
- **Tỷ lệ nợ xấu cải thiện nhờ hoạt động xử lý nợ mạnh mẽ tại các NH**
 - Tỷ lệ nợ xấu nội bảng ước 2,3%, -0,16 điểm % y/y; tỷ lệ nợ xấu và nợ tiềm ẩn giảm về 7,91% từ 10,08% cuối 2016
 - Năm 2017, các TCTD hạn chế bán nợ cho VAMC trong khi đẩy mạnh các hình thức tự xử lý nợ như bán nợ, phát mại tài sản, tăng dự phòng rủi ro và các hình thức khác → Dự nợ gốc bán cho VAMC đạt ~32.600 tỷ đồng, -22,7% y/y.
 - Số dự phòng rủi ro ước ~112.000 tỷ đồng, +24,7% y/y; trong đó dự phòng rủi ro cụ thể và dự phòng chung ước +26,3% và +22,1% y/y. Tuy nhiên, tỷ lệ dự phòng RR tín dụng/Nợ xấu báo cáo vẫn ở mức thấp ~65,8%
- **Quá trình xử lý nợ xấu được đẩy mạnh nhưng vẫn chưa triệt để**
 - ~70.000 tỷ đồng nợ xấu được các TCTD xử lý năm 2017, +40% y/y. Trong đó, thu nợ từ khách hàng chiếm 54%, sử dụng dự phòng rủi ro chiếm 42,3% và phát mại tài sản là 2,3% trong khi VAMC thu hồi được 30.700 tỷ đồng nợ xấu, +9,6% y/y
 - Kết quả xử lý nợ xấu của hệ thống NH chưa được như kỳ vọng do hoạt động bán nợ xấu theo giá thị trường còn rất hạn chế; quá trình tái cơ cấu các NH yếu kém còn chậm

Hình 18. Tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống duy trì xu thế giảm



Nguồn: NFSC

Hình 19. Nợ xấu tại VAMC

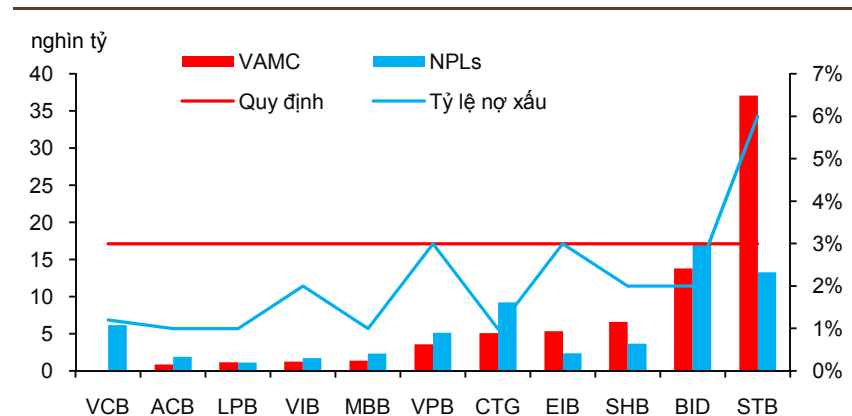


Nguồn: NFSC

II – 2.1 NỖ LỰC LÀNH MẠNH HÓA CHO KẾT QUẢ KHẢ QUAN (t.t)

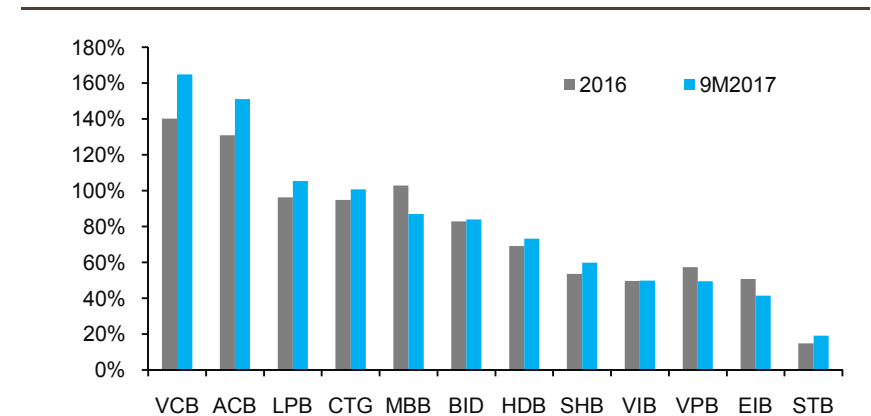
- **Xử lý nợ xấu có sự phân hóa lớn giữa các ngân hàng**
 - VCB là NH duy nhất xử lý xong nợ VAMC. Dự kiến ACB và HDB sẽ xử lý dứt điểm năm 2018. Nhiều ngân hàng khác vẫn đang đối mặt với lượng nợ xấu lớn như BID, STB, SHB và EIB mặc dù hoạt động xử lý nợ đã được đẩy mạnh hơn
 - 9M2017, nợ xấu nhiều NH tăng do tín dụng mở rộng. 2 NH vượt mức quy định 3% là VPB (3,1%) và STB (6,4%)
- **Dự phòng tăng mạnh ở các ngân hàng có kết quả kinh doanh vượt trội**
 - Tỷ lệ LLRR tại nhiều ngân hàng tăng mạnh nhờ KQKD cải thiện mạnh mẽ như VCB (164,8%), ACB (151%)
 - Ngược lại, nhiều ngân hàng LLRR giảm so với 2016 như MBB, VPB, EIB...
 - Sự phân hóa này cho thấy quá trình lành mạnh hóa ngành NH sẽ còn diễn ra trong trung hạn

Hình 20. Nợ xấu tại các NH



Nguồn: KISV

Hình 21. Tỷ lệ LLRR giữa các ngân hàng năm 2016, 2017



Nguồn: KISV

II – 2.2 TÍN DỤNG CẢI THIẾN MẠNH NHỜ THANH KHOẢN DỒI DÀO

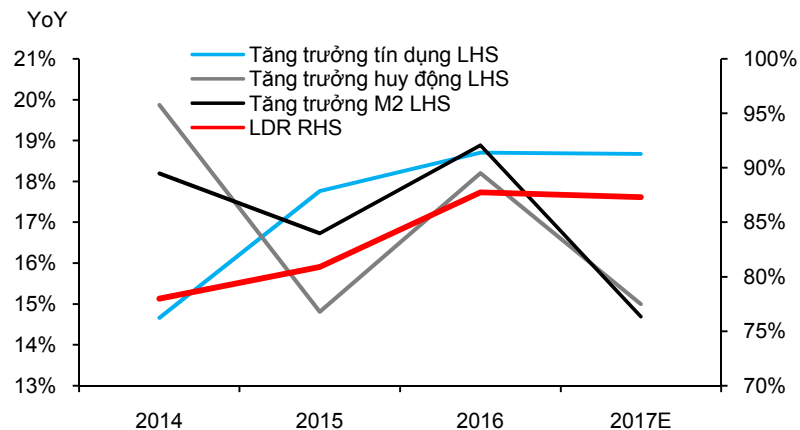
- **Các biện pháp nới lỏng tiền tệ tiếp tục được duy trì nhưng có kiểm soát**

- Cung tiền M2 tiếp tục được đẩy mạnh thông qua các hoạt động điều tiết trên thị trường tiền tệ như các kênh mua bán ngoại tệ, tín phiếu, trái phiếu. M2 năm 2017 dự kiến đạt hơn 8.137 nghìn tỷ đồng, tăng 14,2% y/y, thấp hơn tăng trưởng tín dụng
- TT liên ngân hàng căng thẳng trong 1H với ls qua đêm (O/N) đạt đỉnh 5%/năm do tín dụng tăng tốt nhưng hạ nhiệt từ giữa T6 với O/N ổn định ~0,5-1%/năm nhờ tăng trưởng tín dụng hạ nhiệt và NHNN gia tăng cung tiền
- Lãi suất cho vay - huy động ổn định và có xu hướng giảm nhẹ (0,5-1%/năm) trong 2H, chủ yếu là ở các lĩnh vực ưu tiên
- Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ với mức tăng ước tính ~18% cùng với tăng trưởng huy động ước đạt 14,5%. Thanh khoản toàn hệ thống cải thiện với LDR đạt khoảng 87,3%

- **Cơ cấu tín dụng có sự chuyển dịch về kỳ hạn và ngành theo thông tư 06**

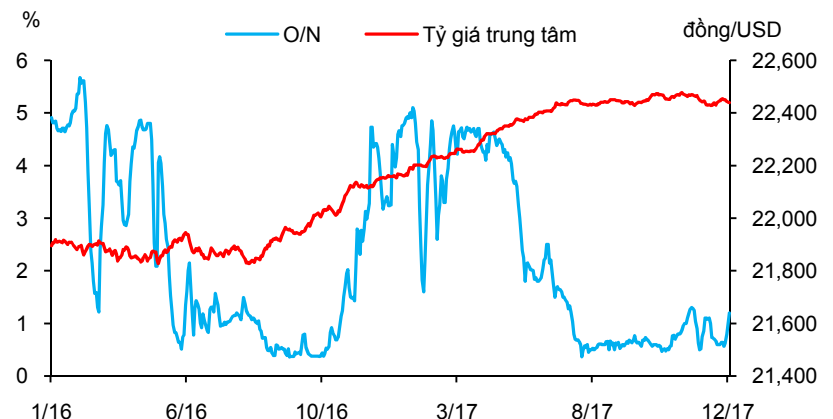
- Tỷ trọng tín dụng trung dài hạn giảm còn 53,7% từ mức 55,1% năm 2016
- Tín dụng theo ngành chuyển biến tích cực, trong đó, tín dụng vào BĐS –XD chiếm 15,8% (giảm bớt 1,3% so với y/y và nông nghiệp chiếm 18,7% (tăng thêm 10,6% y/y)

Hình 22. TT tín dụng, huy động, cung tiền và LDR



Nguồn: GSO, SBV

Hình 23. Lãi suất qua đêm và tỷ giá VND/USD



Nguồn: SBV, Bloomberg

II – 2.3 TÍN DỤNG TIÊU DÙNG – ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG MỚI

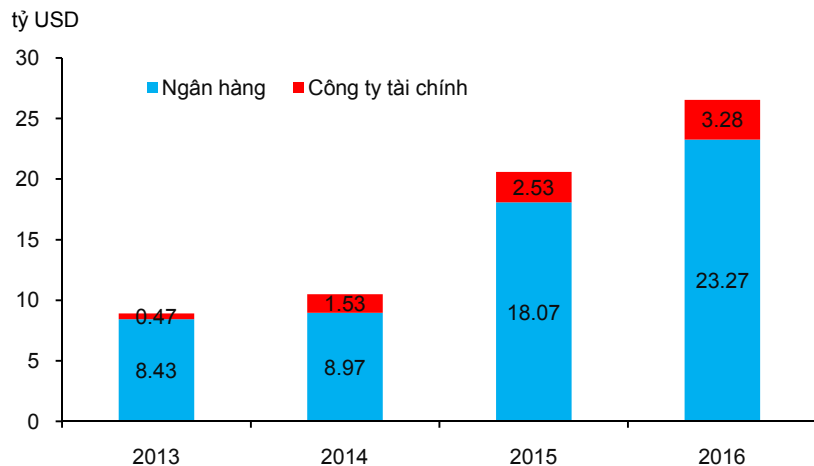
- **Tín dụng tiêu dùng ghi nhận bước tăng trưởng ngoạn mục**

- Tín dụng tiêu dùng có xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh thu nhập bình quân đầu người cải thiện nhanh theo đà tăng trưởng của nền kinh tế. Tính đến T6/2017, quy mô ước đạt 32,8 tỷ USD, tăng 349% so với 2012 và chiếm 15,3% GDP
- Tỷ trọng TDTD/ Tổng tín dụng tăng từ 12,3% năm 2016 lên 18% năm 2017 → Còn gia tăng nhờ tiêu dùng nội địa tăng
- Nguồn tín dụng từ Cty TC tăng vọt GD 2013-2016 với CAGR 91%, ứng với dư nợ năm 2016 là ~3.3 tỷ USD trong bối cảnh các NH đẩy mạnh thành lập các Cty TC trực thuộc như FE Credit (VPBank), HDSaison (HDBank)...

- **Cơ cấu TDTD tập trung vào mua nhà ở và hàng điện tử**

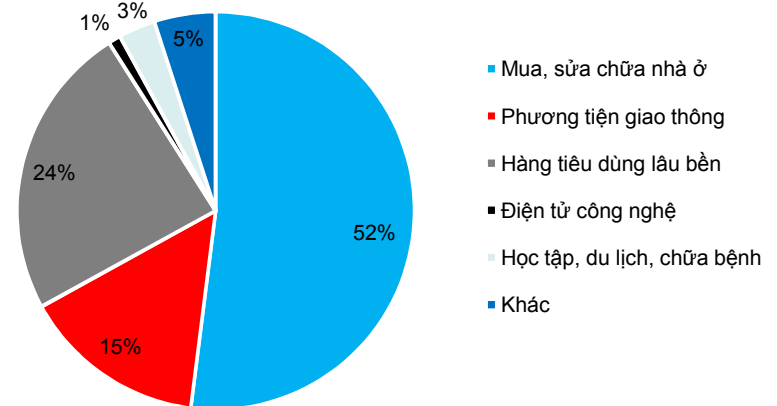
- TDTD tập trung ở phân khúc mua, sửa chữa nhà - 52%, hàng tiêu dùng lâu bền, công nghệ - 24%, phương tiện giao thông - 15%.
- Trên thực tế vẫn có số lượng lớn tín dụng tiêu dùng sai mục đích, đổ vào TTCK. Trong đó, cơ cấu cho vay tiền mặt tại một số công ty tài chính khá cao → Nợ xấu tiềm ẩn cao

Hình 24. Nguồn cung tín dụng tiêu dùng đang gia tăng mạnh



Nguồn: NFSC

Hình 25. Cơ cấu tín dụng tiêu dùng

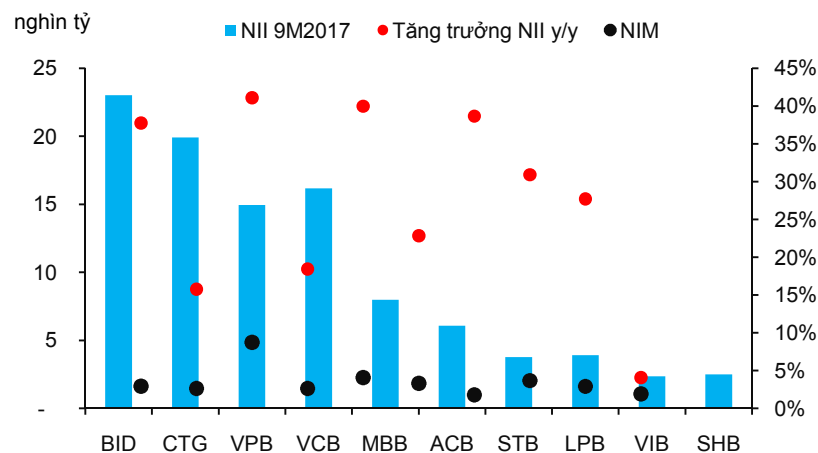


Nguồn: Bloomberg

II – 2.4 LỢI NHUẬN 2017 TĂNG TRƯỞNG VƯỢT TRỘI

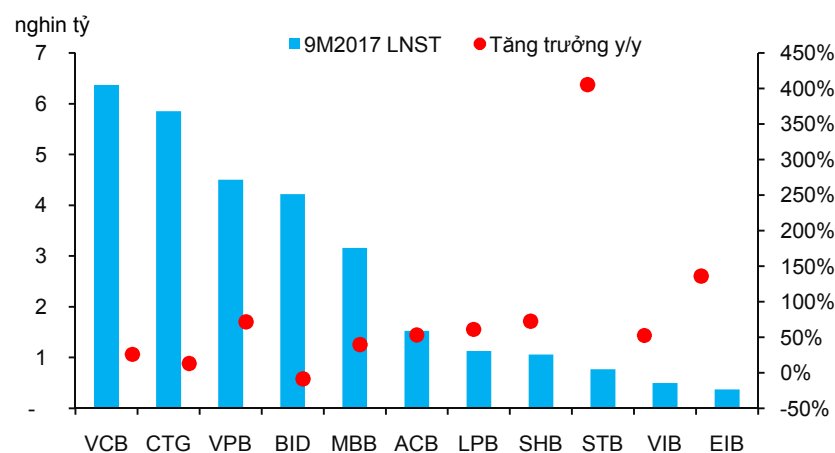
- **Thu nhập lãi thuần toàn ngành ngân hàng tăng 26,4% y/y sau 9M2017**
 - Thanh khoản dồi dào tạo điều kiện cho các ngân hàng đẩy mạnh tín dụng (VPB, HDB, ACB, MBB...)
 - Hiệu quả cải thiện với NIM ghi nhận ở mức cao như VPB (8,8%), MBB (4,1%), ACB (3,3%), LPB (3,7%) nhờ mở rộng phân khúc bán lẻ và cho vay tiêu dùng với lãi suất cao hơn
 - Có sự phân hóa khi NIM có xu hướng giảm như VCB, CTG giảm từ 2,7% xuống 2,6%, EIB (3% → 2,2%)
- **LNST toàn ngành tăng mạnh 30,4% y/y**
 - CPHĐ được kiểm soát tốt ở nhiều ngân hàng (ACB, HDB, VPB...): CIR bình quân giảm về 43,6% từ 44,5% năm 2016
 - Nợ xấu tại nhiều ngân hàng chuyển biến tích cực nhờ đẩy mạnh tái cơ cấu, xử lý nợ. Điển hình là VCB đã hoàn tất mua lại nợ xấu tại VAMC vào 2016 và tỷ lệ nợ xấu 9M2017 giảm về 1,15% từ 1,51% năm 2016.
 - Một số NH ghi nhận LN đột biến từ thoái vốn, hoàn nhập dự phòng. VCB lãi hơn 218 tỷ đồng nhờ thoái vốn tại SGB, CFC và OCB; ACB hoàn nhập dự phòng 206 tỷ đồng trái phiếu của Vinalines và thu hồi 128 tỷ đồng nợ xấu → VCB, CTG, VPB, HDB được kỳ vọng cán đích LN năm 2017 ấn tượng

Hình 26. Thu nhập lãi thuần và NIM 9M2017



Nguồn: KISV

Hình 27. LNST 9M2017

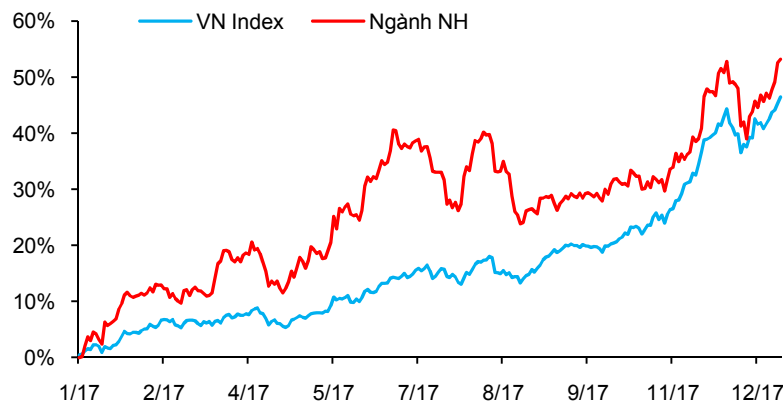


Nguồn: KISV

II – 2.5 YẾU TỐ TÍCH CỰC KHÁC HỖ TRỢ GIÁ CỔ PHIẾU NH 2017

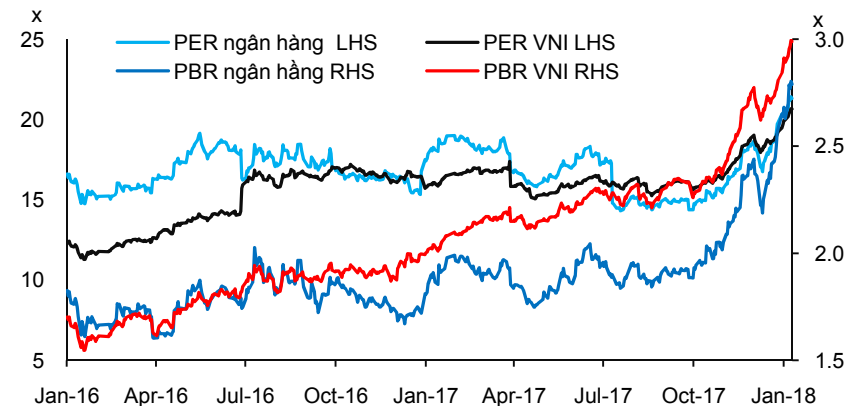
- **Hoạt động tái cơ cấu mạnh mẽ tạo hiệu ứng tích cực cho nhóm NH**
 - Nhiều cựu lãnh đạo ngân hàng bị xét xử trong năm 2017 đã thể hiện quyết tâm lãnh mạnh hóa hệ thống ngân hàng của Chính phủ → Các cơ chế kiểm tra, giám sát nghiêm ngặt hơn
- Nhiều tân binh niềm yết mới và IPO như LPB, KLB, VIB giúp đa dạng nguồn cung cổ phiếu NH
- **Giảm sở hữu chéo, thoái vốn ngoài ngành**
 - Một loạt ngân hàng đã thực hiện thoái vốn thành công tại các tổ chức tài chính khác nhằm giảm sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng theo quy định của Thông tư 36 → Tăng tính minh bạch cho hệ thống NH
 - Các ngân hàng cũng dồn dập thoái vốn tại các công ty con, công ty liên kết hoạt động ngoài ngành không hiệu quả để tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi → Các NH có thêm nguồn vốn trung, dài hạn phục vụ cho vay.
- **Đòng tiền chảy mạnh vào nhóm cổ phiếu ngân hàng nhờ quá trình tái cơ cấu và bức tranh lợi nhuận tích cực. Ngành ngân hàng (+53%) trở thành động lực chính dẫn dắt xu thế tăng TTCK suốt năm 2017**

Hình 28. Tương quan giá cổ phiếu ngành NH và VN Index



Nguồn: Finnpro, KISV

Hình 29. PER, PBR giữa ngân hàng và VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KISV

II – 2.6 DỰ ÁN BASEL II VẪN CÒN NHIỀU THÁCH THỨC

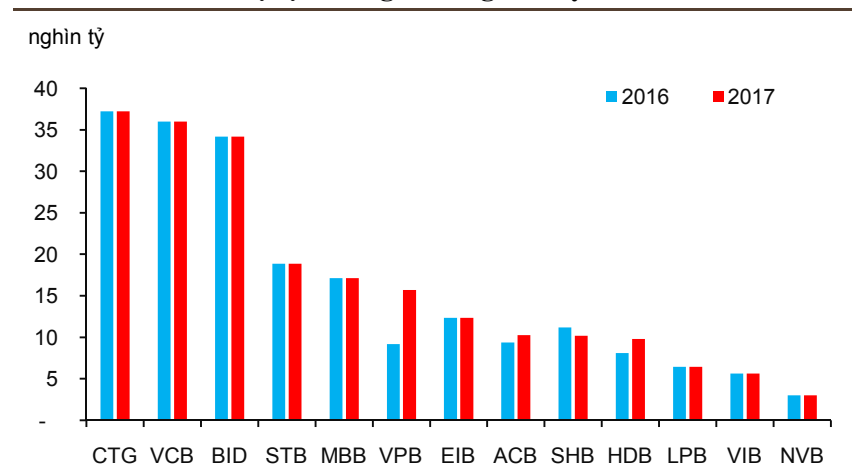
- **Thách thức lớn đối với việc triển khai dự án Basel II**

- Xu hướng phát hành tăng vốn điều lệ nhằm cải thiện hệ số CAR tại các ngân hàng đã diễn ra khá sôi động trong năm 2017. Dù vậy, chỉ vài ngân hàng thực hiện tăng vốn thành công như VPB (+71,1% y/y), ACB (+9,6% y/y), HDB (+21,1%)
- Vài NH không tăng được vốn do chưa tìm được đối tác và room ngoại chạm ngưỡng quy định
- Khối NHQD gặp khó khăn nhất trong việc cải thiện CAR do không thể tăng VDL bởi room vốn cấp 2 đã đầy (CTG & BID)
- Dù vậy, CAR tại các NH đã và đang tiệm cận ngưỡng quy định 9% (Basel I). Nhóm NHQD chưa đáp ứng tiêu chuẩn 9%

- **Trong nhóm 10 ngân hàng thí điểm Basel II, chưa có ngân hàng nào hoàn thành kế hoạch triển khai**

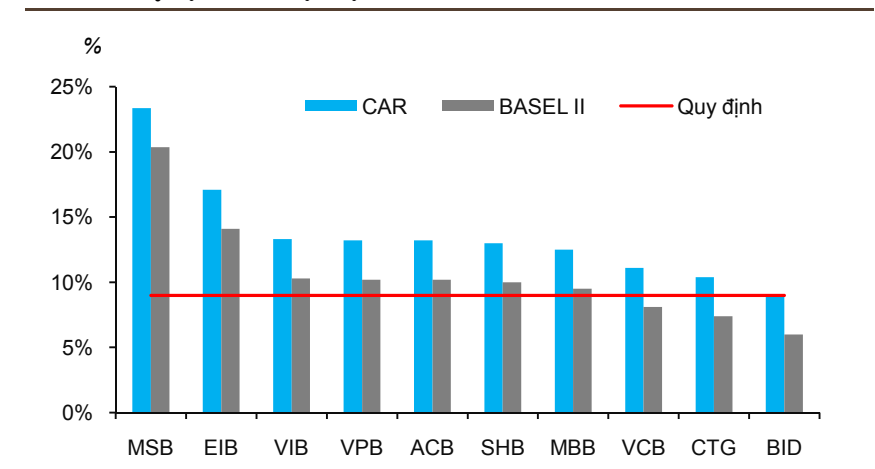
- OCB - NH ngoài thí điểm vừa công bố đã hoàn thành việc trải khai đề án Basel II
- Tốc độ triển khai Basel II sẽ được đẩy mạnh cho đến năm 2019 → Quá trình tăng vốn sẽ đẩy mạnh kể từ 2018 trong bối cảnh TTCK tăng trưởng mạnh mẽ → Gia tăng mức độ pha loãng tại các NHQD, dẫn đầu VCB, BID và CTG

Hình 30. Vốn điều lệ tại các ngân hàng niêm yết



Nguồn: KISV

Hình 31. Tỷ lệ CAR hiện tại và ước tính theo BASEL II



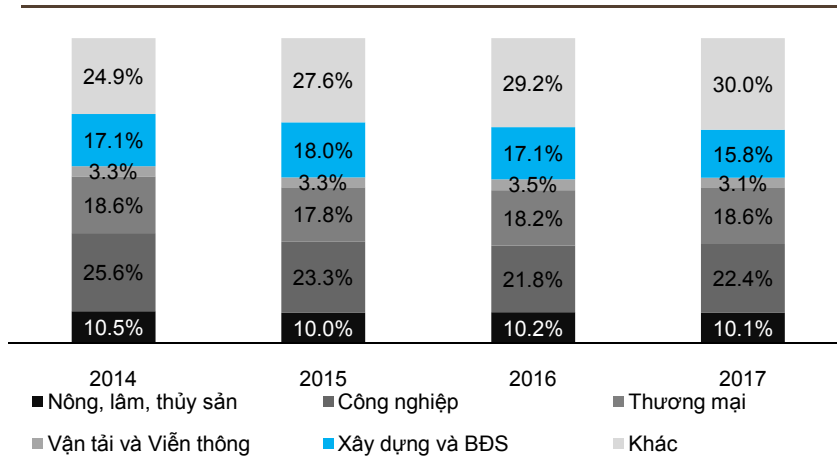
Nguồn: KISV

II – 2.7 TIẾP TỤC ĐẨY MẠNH TÁI CƠ CẤU TOÀN HỆ THỐNG

• Quyết liệt triển khai đề án tái cơ cấu hệ thống TCTD hướng tới triển khai Basel 2

- Basel II chính thức được áp dụng từ 1/1/2020: Các NH đang đẩy mạnh nâng cấp hệ thống quản trị và giám sát rủi ro
- Hoạt động tăng vốn ráo riết (Phát hành cho cổ đông chiến lược, phát hành ra công chúng, chia cổ tức bằng cổ phiếu, sáp nhập...) nhằm đáp ứng giới hạn an toàn vốn 8% của Basel II và nhu cầu tăng trưởng tín dụng. Các NH đã hết room ngoại (CTG, EIB) hoặc hết room tăng vốn cấp 2 (BID) sẽ chịu áp lực tăng vốn lớn nhất.
- Tiếp tục giảm SH chéo, thoái vốn ngoài ngành và xét xử các đại án ngân hàng → củng cố niềm tin và lành mạnh hóa hệ thống
- NĐTNN tham gia tái cơ cấu các NH yếu kém. NHNN sẽ xem xét nới room ngoại ở các NH trong diện kiểm soát đặc biệt, các NH 0 đồng → Khuyến khích các nguồn lực dồi dào về tài chính và kinh nghiệm quản lý nước ngoài
- Luật TCTD sửa đổi có hiệu lực từ 15/1/2018 đưa ra một trình tự NHNN xử lý các NH yếu kém từ can thiệp sớm, kiểm soát đặc biệt, tái cơ cấu đến cho phá sản → Đẩy nhanh tiến trình tái cơ cấu, hỗ trợ các NH yếu kém phục hồi
- Thông tư 41 có hiệu lực từ 1/1/2018: điều chỉnh hệ số an toàn vốn tối thiểu CAR từ 9% xuống 8% và cách tính CAR → Định hướng hoạt động tín dụng của các NH vào các phân khúc ít rủi ro

Hình 32. Cơ cấu tín dụng theo ngành



Hình 33. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các NH niêm yết

#	Mã	Tên ngân hàng	SHNN
1	ACB	NHTM CP Á Châu	30.0%
2	CTG	NHTM CP Công Thương Việt Nam	30.0%
3	EIB	NHTM CP Xuất Khẩu Việt Nam	30.0%
4	VPB	NHTM CP Việt Nam Thịnh Vượng	22.4%
5	HDB	NHTM CP Phát triển TP.HCM	21.9%
6	VIB	NHTM CP Quốc tế Việt Nam	21.0%
7	VCB	NHTM CP Ngoại thương Việt Nam	20.8%
8	MBB	NHTM CP Quân đội	20.0%
9	KLB	NHTM CP Kiên Long	19.0%
10	STB	NHTM CP Sài Gòn Thương Tín	9.6%
11	SHB	NHTM CP Sài Gòn – Hà Nội	7.2%
12	LPB	NHTM CP Bưu điện Liên Việt	5.0%
13	BID	NHTM CP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	2.5%

Nguồn: SBV

Nguồn: KISV

II – 2.7 TIẾP ĐẨY MẠNH TÁI CƠ CẤU TOÀN HỆ THỐNG (t.t)

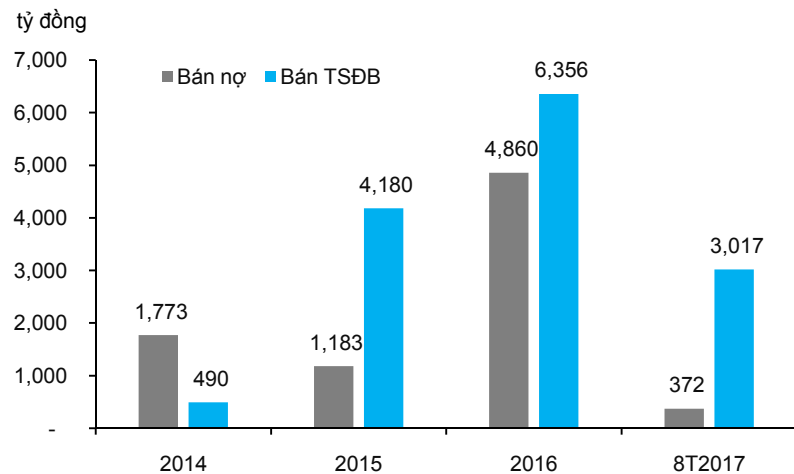
- **Tính khả thi của Nghị quyết 42 cần sự phối hợp của nhiều bên**

- Hướng dẫn chi tiết cho Nghị quyết 42 dự kiến sẽ được ban hành trong năm 2018: Quyền thu giữ tài sản của NH, cơ chế hợp tác giữa NH và các cơ quan chức năng (NHNN, Tòa án, Bộ Công an, Viện Kiểm sát...) → Nợ xấu và TSDB được xử lý nhanh giúp các NH thu hồi vốn, giảm lãi suất cho vay và cải thiện lợi nhuận

- **VAMC đẩy mạnh xử lý nợ xấu**

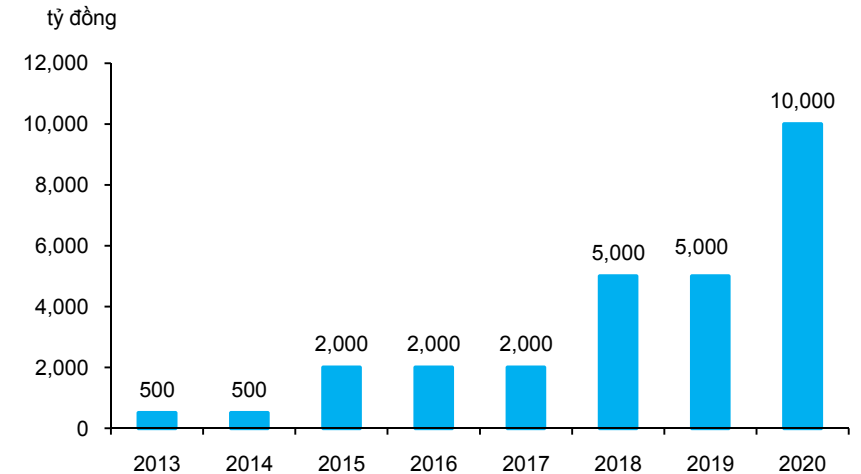
- VAMC phối hợp với 6 NH (ACB, STB, CTG, BID, VCB và Agribank) để cùng xử lý nợ xấu đã mua, bên cạnh mua nợ từ các NH như trước đây
- Cho phép chứng khoán hóa nợ và hình thành thị trường mua bán nợ - TSDB: Mua bán theo giá trị thị trường nợ xấu ngoại bảng và nội bảng với mọi tổ chức và cá nhân, cho phép người nước ngoài sở hữu BĐS Việt Nam → Nợ xấu tại VAMC sẽ được xử lý nhanh và thực chất hơn
- Vốn điều lệ VAMC tăng lên 5.000 tỷ đồng trong năm 2018 và 10.000 tỷ đồng trong năm 2020 → Nâng cao năng lực mua nợ và khả năng trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu của VAMC

Hình 34. Kết quả Xử lý nợ xấu tại VAMC còn khiêm tốn



Nguồn: VAMC

Hình 35. Vốn điều lệ VAMC dự kiến tăng mạnh



Nguồn: VAMC

II – 2.8 TÍN DỤNG TIÊU DÙNG TIẾP TỤC NÓNG

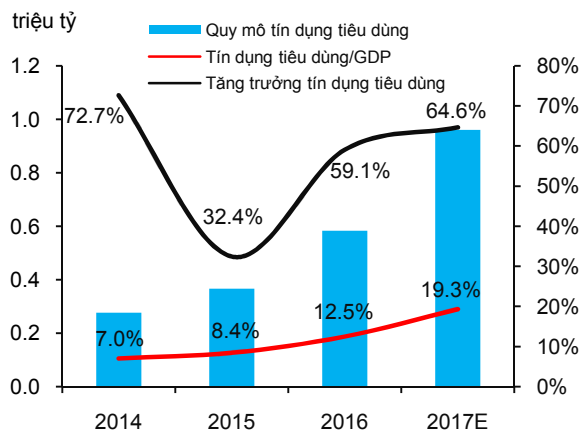
• Tiềm năng tăng trưởng to lớn

- Nhu cầu tiêu dùng ngày càng tăng nhờ thu nhập bình quân đầu người tăng lên theo đà tăng trưởng kinh tế, dân số trẻ và niềm tin tiêu dùng tăng mạnh (CCI đạt 116p quý III/2017, cao nhất trong 5 năm qua)
- Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay lớn → Biên lợi nhuận hấp dẫn
- Quy mô tín dụng tiêu dùng/Tổng dư nợ ~12,3% năm 2016, thấp hơn so với nhiều nước (Mỹ, Anh, Malaysia...) → Nhiều dư địa cho tín dụng tiêu dùng duy trì xu thế tăng mạnh

• Cạnh tranh được dự báo sẽ khốc liệt hơn trong thời gian tới

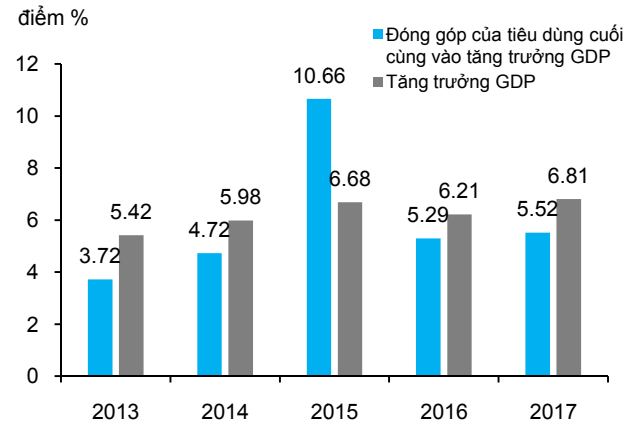
- Nhiều Tổ chức tài chính lớn NN đẩy mạnh thâm nhập VN thông qua M&A hoặc liên doanh (Shinhanbank tiếp nhận mảng bán lẻ của ANZ Vietnam và Prudential Finance, LotteCard mua lại TechcomFinance, ...)
- Sự xâm nhập của các hình thức cho vay mới (như cho vay ngang hàng P2P) cho phép người có tiền nhàn rỗi và người vay kết nối trực tiếp → Gia tăng áp lực cạnh tranh lên hoạt động tín dụng của NH và công ty tài chính
- Cạnh tranh về thị phần tín dụng tiêu dùng giữa nhóm NH quốc doanh và nhóm NHTMCP - Cty tài chính - NH nước ngoài (Thị phần 2017 lần lượt là 45,7% và 54,3%) và giữa NH và công ty tài chính (92,4% và 7,6%)

Hình 36. Tín dụng tiêu dùng so với GDP



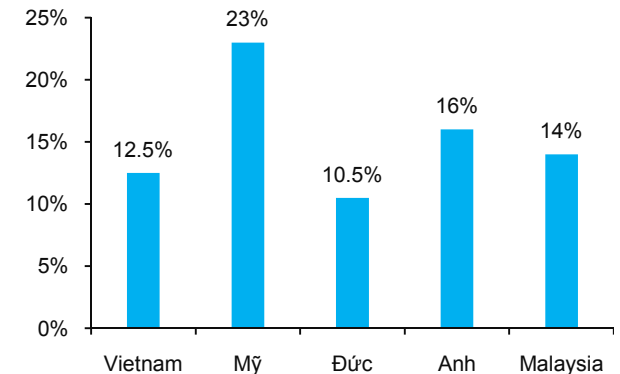
Nguồn: NFSC

Hình 37. Đóng góp tiêu dùng vào TT GDP



Nguồn: GSO

Hình 38. TD tiêu dùng/GDP các nước 2016



Nguồn: NFSC

II – 2.9 TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG CAO TIỀM ẨN NHIỀU RỦI RO

• Chính sách điều hành và điều kiện kinh tế vĩ mô hỗ trợ tín dụng

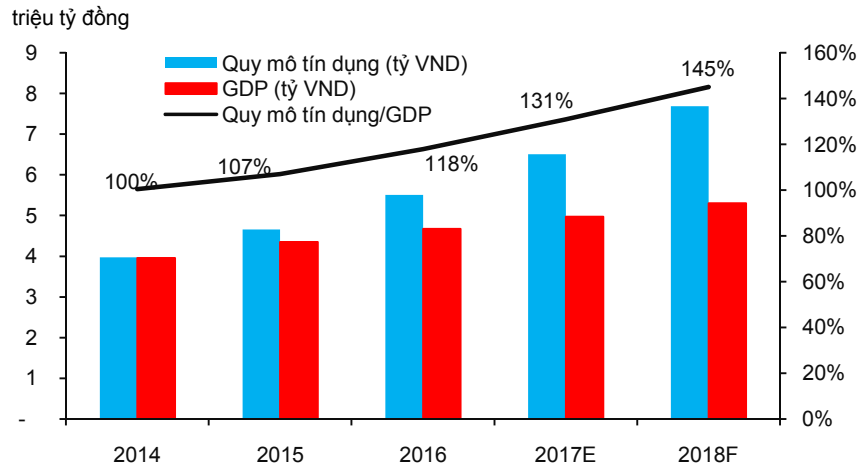
- Lạm phát, thị trường ngoại hối và dòng vốn nước ngoài dự kiến diễn biến tích cực → Lãi suất điều hành có thể giảm nhẹ
- Lãi suất huy động và cho vay dự báo ổn định hoặc giảm nhẹ trong 1H nhưng có thể nhích tăng trong 2H do áp lực từ tăng trưởng tín dụng cao và chính sách tiền tệ thắt chặt của FED
- Tín dụng tiếp tục được nắn dòng vào sản xuất kinh doanh và các lĩnh vực ít rủi ro: giảm lãi suất cho vay đối với 5 lĩnh vực ưu tiên, doanh nghiệp nhỏ và vừa, kiểm soát cho vay các lĩnh vực liên quan đến xây dựng và BĐS
- Tỷ lệ giới hạn vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn nâng từ 40% lên 45% áp dụng cho 2018 → NH linh hoạt hơn trong cho vay

• Nhiều rào cản đối với giảm lãi suất

- LS huy động khó giảm khi NH phải cạnh tranh với các kênh đầu tư khác (chứng khoán, BĐS...) để duy trì thanh khoản cũng
- Xử lý nợ xấu còn chậm → Cung vốn khó tăng mạnh để giảm lãi suất
- NIM hiện tại tương đối thấp so với nhiều nước trong khu vực

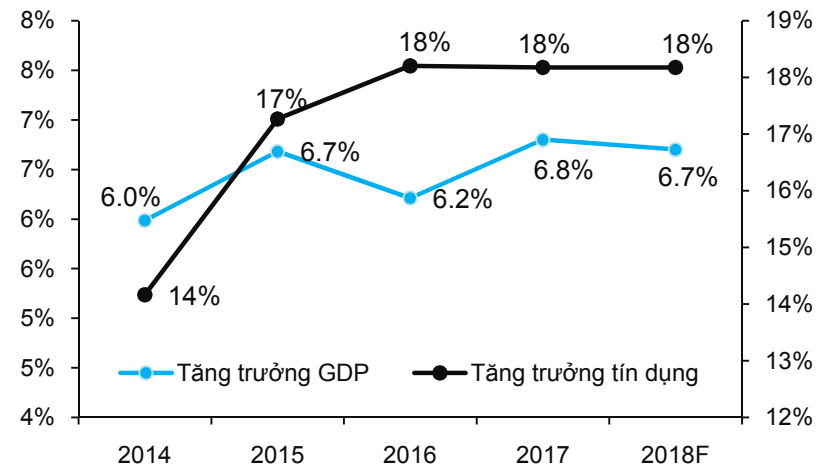
• Từ 2015, Tín dụng/GDP đang nói rộng lên 131% vào cuối 2017 → Tỷ lệ này tiếp tục tăng, cho thấy khả năng hấp thụ vốn hạn chế của khu vực SXKD → Rủi ro bong bóng tài sản có thể trở lại trong trung dài hạn

Hình 39. Quy mô tín dụng qua các năm



Nguồn: NFSC

Hình 40. Tăng trưởng tín dụng ước tính



Nguồn: NFSC, KISV

II – 2.10 CỔ PHIẾU NGÂN HÀNG GIỮ VAI TRÒ DẪN ĐẦU VNI 2018

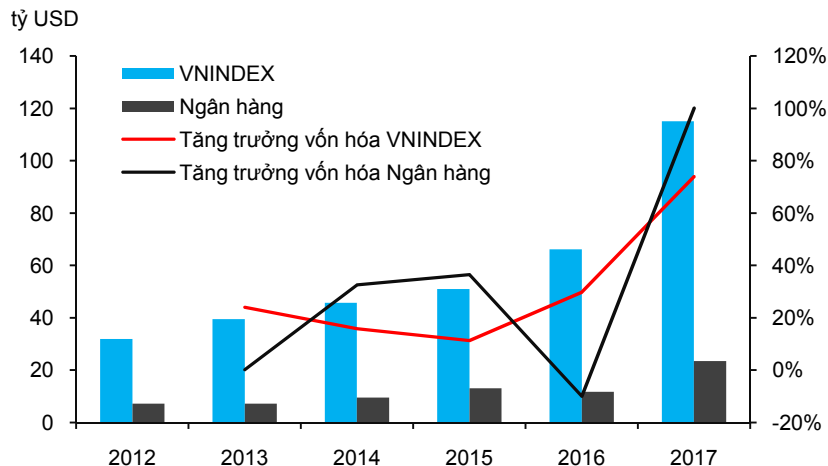
• Bức tranh kết quả kinh doanh tiếp tục tươi sáng

- Huy động tăng trưởng ổn định ~16%. Tín dụng duy trì đà tăng trưởng cao ~18% nhờ chính sách nới lỏng TT và ưu tiên cho tăng trưởng kinh tế
- LNTT kỳ vọng tăng trưởng ~19% y/y nhờ cầu tín dụng tăng mạnh, thanh khoản cải thiện, xử lý nợ xấu đạt kết quả tích cực → Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục giảm ...
- Thu từ xử lý nợ xấu, hoàn nhập dự phòng cho nợ xấu đã xóa trước đây và thoái vốn là các nhân tố chính giúp LN tăng đột biến như VCB, ACB và CTG

• Cổ phiếu ngân hàng tiếp tục dẫn đầu đà tăng của TTCK 2018

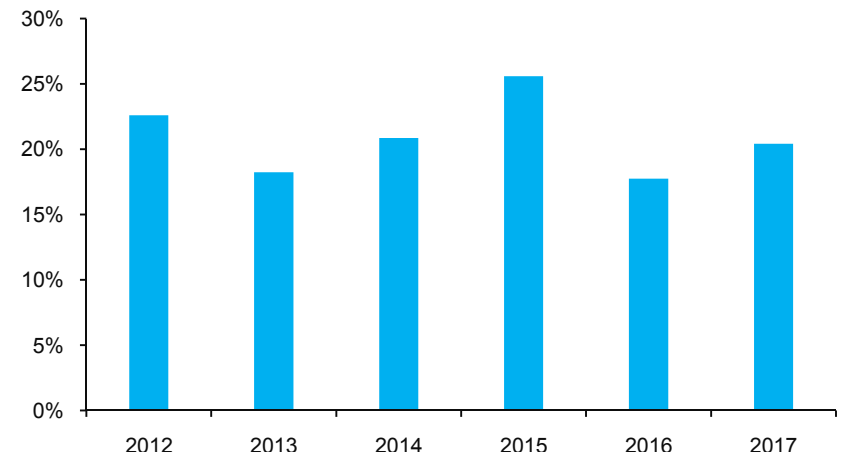
- Xu hướng niềm yết mới dự kiến duy trì sôi động với hiệu ứng HDB, kế tiếp là những ngân hàng như TCB, TPB, OCB → Tiếp tục tạo cú hích lớn cho triển vọng chung ngành ngân hàng
- Vốn hóa nhóm NH tăng mạnh lên ~23,5 tỷ USD (+100% y/y) năm 2017 → Tỷ trọng vốn hóa NH cải thiện từ 17,7% lên 20,4%
- Tổng vốn hóa VNI hiện đạt ~124 tỷ USD, +8,3% ytd, ứng +9,52 tỷ USD; trong đó có ~2,0 tỷ USD đến từ việc HDB, chiếm ~21% vốn hóa tăng thêm → Dự kiến nhóm ngân hàng sẽ tiếp tục dẫn đầu thị trường chứng khoán năm 2018
- Định giá còn hợp lý dù giá tăng mạnh trong năm 2017 với 12MF P/E và P/B đạt lần lượt 17,9x và 2,3x

Hình 41. Vốn hóa ngành ngân hàng và VNINDEX



Nguồn: Bloomberg

Hình 42. Tỷ trọng vốn hóa nhóm ngân hàng qua các năm



Nguồn: Bloomberg

PHỤ LỤC: NGHỊ QUYẾT 42 XỬ LÝ NỢ XẤU

Tiêu chí	Cơ chế cũ	Nghị quyết 42/2017/QH14
Phạm vi áp dụng	N/A	Các khoản nợ xấu được xác định trước ngày 15/8/2017
Các khoản nợ xấu được mua bán bởi VAMC	Nợ nội bảng	Nợ nội bảng & Nợ ngoại bảng đã được xử lý bằng dự phòng
Chủ thể được mua nợ của VAMC	Pháp nhân có chức năng mua bán nợ	Tổ chức, cá nhân bao gồm cả pháp nhân không có chức năng kinh doanh mua, bán nợ
Xác định giá mua bán nợ và TSDB	Theo giá trị sổ sách	Theo giá thị trường (có thể thấp hơn giá trị sổ sách)
Điều kiện thu giữ tài sản đảm bảo	Phải có sự chấp thuận của chủ tài sản hoặc người được ủy quyền	Đáp ứng các điều kiện theo Nghị quyết và các điều khoản theo hợp đồng TD
Thứ tự ưu tiên thanh toán khi xử lý TSDB	TCTD phải trả thay nghĩa vụ thuế trước khi nhận TSDB cần trừ nợ	TCTD được ưu tiên thanh toán cho nghĩa vụ nợ được đảm bảo trước khi thực hiện nghĩa vụ thuế và nghĩa vụ khác không có đ ảm bảo
Phân bổ lãi dự thu của các khoản nợ xấu	Hạch toán chi phí ngay	Tối đa 10 năm (chỉ áp dụng đối với các khoản lãi dự thu ghi đến hết ngày 31/12/2016)
Phân bổ chênh lệch giữa giá trị sổ sách và giá bán nợ xấu	N/A	Tối đa 5 năm

PHỤ LỤC: THÔNG TƯ 19 SỬA ĐỔI BỔ SUNG THÔNG TƯ 36

Tiêu chí	Thông tư 36/2014/TT-NHNN	Thông tư 19/2017/TT-NHNN
Giá trị thực của vốn điều lệ, vốn được cấp	Vốn điều lệ thực góp, vốn được cấp, cộng (trừ) lợi nhuận lũy kế chưa phân phối (lỗ lũy kế chưa xử lý), các quỹ trích từ lợi nhuận sau thuế (không bao gồm quỹ khen thưởng, phúc lợi, quỹ thưởng ban điều hành)	Vốn điều lệ, vốn được cấp và thặng dư vốn cổ phần, cộng (trừ) lợi nhuận lũy kế chưa phân phối (lỗ lũy kế chưa xử lý) được phản ánh trên sổ sách kế toán
Tỷ lệ tối đa mua, đầu tư TPCP, TP được Chính phủ bảo lãnh	N/A	Tính trên Tổng nợ phải trả BQ của tháng liền kề trước đó: - NH, chi nhánh NHNNg: 30%; - TCTD phi ngân hàng: 10%.
Tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung, dài hạn	NHTM: 60%; Chi nhánh NHNNg: 60%; TCTD phi ngân hàng: 200%; NH hợp tác xã: 60%	- Từ ngày 01 tháng 01 năm 2018 đến hết ngày 31 tháng 12 năm 2018: NH, chi nhánh NHNNg: 45%; TCTD phi ngân hàng: 90%. - Từ ngày 01 tháng 01 năm 2019: NH, chi nhánh NHNNg: 40%; TCTD phi ngân hàng: 90%

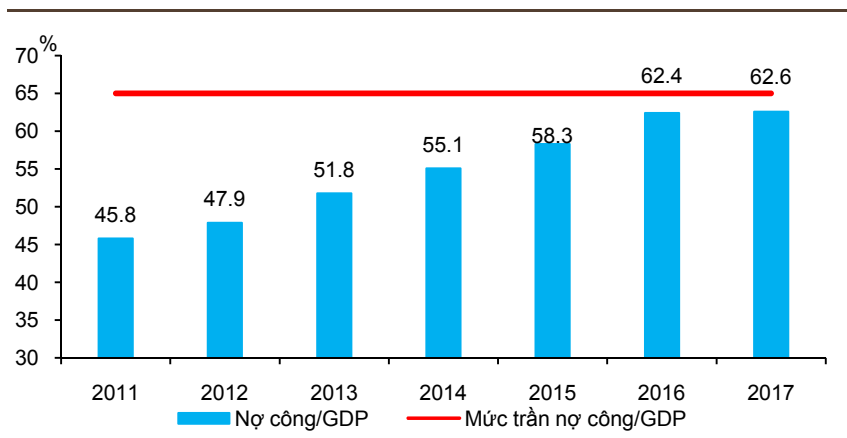
PHỤ LỤC: LUẬT SỬA ĐỔI BỔ SUNG LUẬT TCTD 2010

Tiêu chí	Luật số 47/2010/QH12	Luật số 17/2017/QH14
Trường hợp không được đảm nhiệm chức vụ		Những người phải chịu trách nhiệm theo kết luận của thanh tra khiến TCTD, chi nhánh NHNNg bị xử phạt hành chính ở khung phạt tiền cao nhất thì không được đảm nhiệm các chức vụ trong TCTD
Trường hợp không cùng đảm nhiệm chức vụ	Tổng giám đốc (Giám đốc), Phó Tổng giám đốc (Phó giám đốc) và các chức danh tương đương không được đồng thời là: - Thành viên HĐQT, thành viên HĐQT, thành viên Ban kiểm soát của tổ chức tín dụng khác, trừ trường hợp tổ chức đó là công ty con của tổ chức tín dụng; - Tổng giám đốc (Giám đốc), Phó Tổng giám đốc (Phó giám đốc) của doanh nghiệp khác	Chủ tịch HĐQT, Chủ tịch HĐQT, Tổng giám đốc (Giám đốc) của TCTD không được đồng thời là Chủ tịch HĐQT, thành viên HĐQT, Chủ tịch HĐQT, thành viên HĐQT, Chủ tịch công ty, Tổng giám đốc (Giám đốc), Phó Tổng giám đốc (Phó giám đốc) hoặc các chức danh tương đương của doanh nghiệp khác
Quy định về sở hữu chéo	Cổ đông và người có liên quan của cổ đông đó không được sở hữu vượt quá 20% vốn điều lệ của một tổ chức tín dụng	Cổ đông lớn của một TCTD và người có liên quan của cổ đông đó không được sở hữu cổ phần từ 5% trở lên vốn điều lệ của một TCTD khác
Cơ cấu lại các TCTD được kiểm soát đặc biệt	N/A	5 phương án tái cơ cấu, bao gồm: phục hồi; sáp nhập, hợp nhất, chuyển nhượng toàn bộ cổ phần, phần vốn góp; giải thể; chuyển giao bắt buộc; phá sản

II – 3.1 THOÁI VỐN NN TẠO ĐỘNG LỰC MỚI CHO VNI

- Năm 2017, VNM, SAB, DIG và VCG đi tiên phong trong lộ trình thoái vốn của Nhà nước.
- Hiệu ứng thoái vốn tạo ra động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho VNI khi NĐTNN đưa ra mức giá mua hấp dẫn
- Câu chuyện thoái vốn được kì vọng tiếp tục sôi động khi Chính phủ quyết tâm tái cơ cấu và áp lực nợ công chạm trần
 - Vinachem sẽ là trọng tâm thoái vốn của Nhà nước trong thời gian tới sau năm 2017 khá im ắng.
 - Các doanh nghiệp trong nhóm thoái vốn của PVN cũng nhận được sự quan tâm đặc biệt của giới đầu tư như PV Oil, PV Power
 - Sau thành công ở VNM, SCIC sẽ tiếp tục thoái ở các doanh nghiệp còn lại theo lộ trình
 - Các bộ ngành khác như Y tế, Giao thông, Xây dựng, Công thương cũng đẩy mạnh lộ trình thoái vốn các doanh nghiệp chủ chốt.
- **Vinachem là nhóm được đánh giá cao trong lộ trình thoái vốn của Nhà nước năm 2018.** Theo đề án tái cơ cấu 2017- 2020, sau cổ phần hóa, Vinachem sẽ giảm sở hữu xuống 51-65% tại các DN niêm yết. Để dọn đường cho quá trình cổ phần hóa và IPO Vinachem năm 2019, Nhà nước sẽ xử lý triệt để vấn đề thoái vốn của tập đoàn này ngay trong năm 2018.

Hình 43. Nợ công/GDP qua các năm



Nguồn: TradingEconomics, KISV Research tổng hợp

Hình 44. Các doanh nghiệp đã thoái vốn năm 2017

#	Mã CK	% +/- giá cp 2017	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Ngành	Tỷ lệ nắm giữ trước thoái vốn	Tỷ lệ nắm giữ sau thoái vốn
1	VNM	71%	304,700	Tiêu dùng	45.0%	36.0%
2	SAB	27%	177,300	Tiêu dùng	89.6%	36.0%
3	DIG	178%	3,900	Xây dựng	49.6%	0%
4	VCG	121%	13,300	Xây dựng	63.4%	57.8%

Nguồn: KISV Research tổng hợp

PHỤ LỤC: THỐNG KÊ CÁC DOANH NGHIỆP TRONG DIỆN THOẢI VỐN

Tổ chức thoái vốn	Mã CK	Tỷ lệ nắm giữ hiện tại	Tỷ lệ nắm giữ dự kiến sau thoái vốn
SCIC	VNM	39.33%	36%
	FPT	5.96%	0%
	VCG	21.79%	0%
	BMP	29.51%	0%
	NTP	37.1%	0%
	DMC	34.51%	0%
PVN	GAS	96.72%	65%
	PVI	36.85%	0%
	DCM	75.56%	51%
	DPM	61.3%	51%
	PVT	51%	36%
	PV OIL	100%	35.1%
	PV POWER	100%	51%
	BSR	100%	43%
Bộ Công thương	VEAM	36%	0%
	SAB	89.59%	36%
	PLX	78.6%	53.7%
	Vinatex	53.5%	0%
	VN Steel	53.5%	0%
Vinachem	PAC	51.43%	<50%
	LAS	69.82%	50-65%
	CSV	65%	0%
	DGC	19.91%	0%
	CSM	36.43%	Không thoái hết
	DRC	50.51%	Không thoái hết
	XPH	79.92%	0%
	LIX	51%	Không thoái hết
	NET	51%	Không thoái hết
	SFG	65%	Không thoái hết
	BFC	65%	Không thoái hết
Bộ GTVT	ACV	95.4%	65%
	HVN	86.2%	51%
Bộ Xây dựng	VGC	53.97%	36%
Bộ Y tế	DVN	65%	0%

Nguồn: KISV Research tổng hợp

II – 3.2 NHIỀU DN LỚN SẼ ĐẨY MẠNH QUÁ TRÌNH NIÊM YẾT

- Năm 2017 ghi nhận nhiều DN nhà nước và tư nhân lớn niêm yết theo lộ trình của Chính phủ trong khi nhu cầu vốn của khối tư nhân gia tăng nhằm mở rộng hoạt động kinh doanh.
 - Sau niêm yết, các DN này thu hút được dòng tiền khá mạnh → Giá cổ phiếu tăng ấn tượng - PLX, DVN với câu chuyện thoái vốn và VJC, VCI với câu chuyện tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng
 - HDB viết tiếp câu chuyện niêm yết mới khi giá cp tăng vọt kể từ khi niêm yết đầu năm 2018
- Kỳ vọng làn sóng niêm yết mới sẽ tiếp tục thu hút được sự quan tâm của dòng tiền và thị trường sẽ chờ đón những sự bứt phá của nhóm cổ phiếu này nhờ câu chuyện thoái vốn nhà nước, vị trí dẫn đầu ngành và nền tảng cơ bản tốt
 - Lọc hóa dầu Bình Sơn - BSR, PV POWER, PV Oil, Cao su Việt Nam, Techcombank...

Hình 45. Các doanh nghiệp Niêm yết mới năm 2017

#	Mã CK	% +/- giá 2017	Vốn hóa (USD Mil)	Ngành
1	VRE	8.7%	4,375	Bất động sản
2	HVN	13%	2,778	Hàng không
3	VJC	82%	3,100	Hàng không
4	PLX	121%	4,563	Tiện ích
5	VCI	61%	431	Chứng khoán
6	VIB	28%	635	Ngân hàng
7	VPB	5%	3,258	Ngân hàng
8	DVN	43%	281	Dược

Nguồn: KISV Research tổng hợp

Hình 46. Các doanh nghiệp lớn dự kiến Niêm yết năm 2018

#	Công ty	Vốn Điều Lệ (USD Mil)	Ngành
1	Lọc Hóa dầu Bình Sơn	1,543	Dầu khí
2	Tập đoàn cao su Việt Nam VRG	1,162	Cao su
3	Genco 3	1,093	Điện lực
4	PV Power	969	Điện lực
5	Mobifone	659	Viễn thông
6	Genco 1	652	Điện lực
7	VICEM	532	Xi măng
8	Genco 2	496	Điện lực

Nguồn: KISV Research tổng hợp

PHỤ LỤC: CÁC DOANH NGHIỆP DỰ KIẾN NIÊM YẾT 2018

Doanh nghiệp	Vốn điều lệ (Mil USD)	Ngành	Thời điểm niêm yết
Lọc Hóa dầu Bình Sơn	1,543	Dầu khí	2018
Tập đoàn cao su Việt Nam VRG	1,162	Cao su	2018
Genco 3	1,093	Điện lực	2018
PV Power	969	Điện lực	2018
Mobifone	659	Viễn thông	2018
Genco 1	652	Điện lực	2018
VICEM	532	Xi măng	2018
Genco 2	496	Điện lực	2018
PV OIL	478	Tiện ích	2018
Techcombank	425	Ngân hàng	2018
Satra	325	Đa ngành	2018
Vinataba	314	Thuốc lá	2018
Saigon tourist	214	Du lịch	2018
Ha Noi tourist	127	Du lịch	2018
Vinafood II	125	Thực phẩm	2018
Khatoco	96	Dệt may	2018
VTC	87	Truyền hình	2018
SAMCO	71	Đa ngành	2018
Vinapaco	53	Sản xuất giấy	2018

Nguồn: KISV Research tổng hợp

II – 3.3 KINH NGHIỆM TỪ TTCK TRUNG QUỐC, BA LAN SAU TÁI CƠ CẤU

	TRUNG QUỐC (2000-2008)	BA LAN (1990-2008)	VIỆT NAM (2012-2020)
Kinh tế	<ul style="list-style-type: none"> - Trung quốc gia nhập WTO năm 1999. Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình 10%/năm. - Ký kết nhiều hiệp định thương mại quan trọng. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình 4.6%/năm. Gia nhập liên minh châu Âu (EU) vào năm 2004. - FDI liên tục tăng trưởng kể từ sau năm 1996. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình 6%/năm. Gia nhập WTO vào năm 2007. - Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu tăng gấp 4 lần, vượt mốc 350 tỷ USD. - Việt Nam tham gia hàng chục hiệp định thương mại tự do song phương và đa phương.
	<ul style="list-style-type: none"> - Chủ trương đa dạng hóa sở hữu, tiến hành xây dựng chế độ doanh nghiệp hiện đại với trọng tâm: (1) cải tiến công tác doanh nghiệp; (2) cải tạo kỹ thuật; (3) cải thiện hiệu quả kinh doanh; (4) tăng cường quản lý doanh nghiệp. - Thực hiện cải cách cơ cấu kinh tế, trong đó tập trung vào điều chỉnh bố cục và cơ cấu kinh tế quốc hữu, thể chế quản lý vốn quốc hữu. - Thực hiện bảo hộ thuế quan đối với các ngành dễ bị tổn thương. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ba Lan theo đuổi chính sách tự do hóa nền kinh tế kể từ năm 1990. Đẩy mạnh tư nhân hóa công ty nhà nước vừa và nhỏ. - Thực hiện tái cơ cấu và tư nhân hóa các lĩnh vực "nhạy cảm" như than, thép, vận tải đường sắt và năng lượng. 	<ul style="list-style-type: none"> - Nhà nước đẩy mạnh thực hiện 3 mục tiêu trọng tâm của việc tái cơ cấu: (1) tái cơ cấu doanh nghiệp Nhà nước, tái cơ cấu ngành ngân hàng; (3) Cơ cấu lại nợ công. - Thực hiện một số chính sách bảo hộ đối với một số ngành công nghiệp quan trọng.
	<ul style="list-style-type: none"> - Nhiều công cụ tiền tệ đã được áp dụng như thực hiện chính sách đồng nhân dân tệ yếu tác động tích cực đến xuất khẩu, tăng cường dự trữ ngoại hối và đẩy mạnh thu hút vốn đầu tư nước ngoài. 	<ul style="list-style-type: none"> - Lạm phát được giữ vững ở mức dưới 5% trong suốt giai đoạn từ năm 2000-2010. - Ngân hàng quốc gia Ba Lan thả nổi tỷ giá cho thị trường điều tiết. 	<ul style="list-style-type: none"> - Chính sách tiền tệ: mặt bằng lãi suất được giữ ổn định, tín dụng tăng trưởng hợp lý, tỷ giá diễn biến tương đối ổn định, lạm phát được kiểm soát ở mức dưới 5% kể từ năm 2013.
Thị trường chứng khoán	<ul style="list-style-type: none"> - Hoạt động vào năm 1992. - Chỉ số Shanghai có mức vốn hóa là 285.9 tỷ USD vào năm 2000. Tỷ trọng vốn hóa/GDP là 12.5%. Trong đó, mức P/E là 19 lần và ROE 9.1% - Mức vốn hóa/GDP cao nhất được ghi nhận vào năm 2007 là 103% 	<ul style="list-style-type: none"> - Hoạt động vào năm 1991. - Chỉ số Warsaw có mức vốn hóa là 84.5 tỷ USD (2004). Chiếm 33.1% so với GDP. P/E 12.4 lần và ROE là 16.4%. - Mức vốn hóa/GDP cao nhất năm 2008 là 66.9% 	<ul style="list-style-type: none"> - Hoạt động vào năm 2000. - Tính đến hết năm 2017, mức vốn hóa của VN-Index là 115 tỷ USD. Chiếm 52.3% GDP. - Mức P/E là 19.2 lần và ROE toàn thị trường là 14.8%.

Nguồn: KISV Research tổng hợp

II – 3.3 KINH NGHIỆM TỪ TTCK TRUNG QUỐC, BA LAN (t.t)

- **Bối cảnh của Việt Nam có những nét tương đồng với Trung Quốc và Ba Lan**

- Trước khi bùng nổ thì kinh tế của Trung Quốc và Ba Lan thực hiện tái cơ cấu trên diện rộng như tư nhân hóa doanh nghiệp, tạo điều kiện thu hút vốn đầu tư nước ngoài, gia nhập các hiệp định thương mại quốc tế...
- Ở giai đoạn trước khi bùng nổ thì vốn hóa/GDP của Shanghai Index và WIG Index lần lượt là 12.5% và 31.1%, hiện tại tỷ lệ này của Shanghai Index là 43% và WIG Index là 78.6%

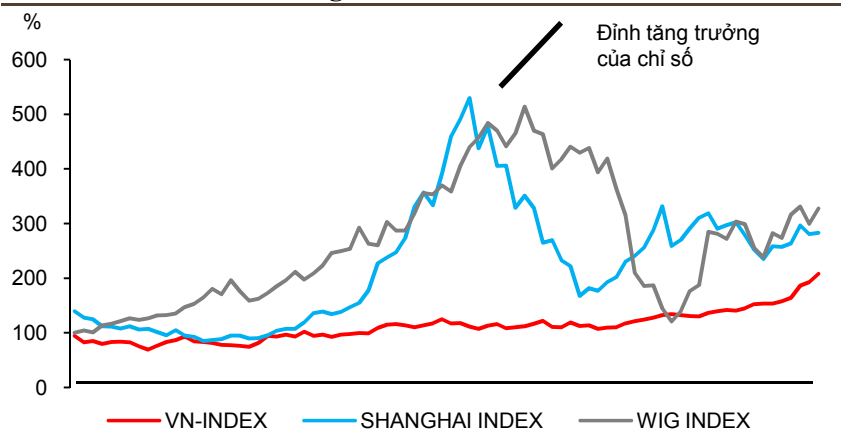
- **Mức tăng của VN-Index chưa đáng kể so với mức tăng của Shanghai Index và WIG Index trong quá khứ**

- Xét từ giai đoạn các nước thực hiện tái cơ cấu thành công cho đến lúc bùng nổ của Shanghai Index 530% và WIG Index 513% thì mức tăng của VN-Index kể từ năm 2012 là 208%.
- Ở góc nhìn dài hạn thì VN-Index đang ở giai đoạn đầu của đợt tăng trưởng, khá giống với những diễn biến của 2 chỉ số nói trên

- **PER của VN-Index chưa phải là cao nếu so với 2 thị trường Trung Quốc và Ba Lan**

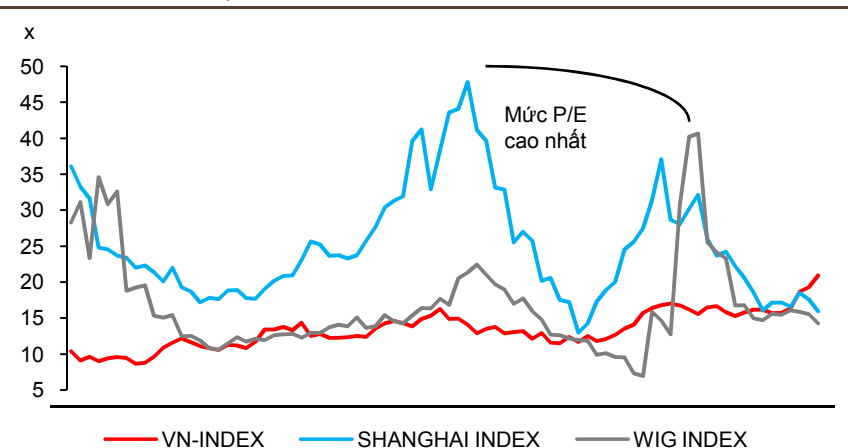
- Mức P/E cao lịch sử của thị trường Trung Quốc là 47.8x, còn mức P/E của thị trường Ba Lan là 40.6x. Nếu so với mức P/E của VN-Index hiện tại là 19.2 lần thì dư địa tăng cho VN-Index vẫn còn rất lớn.

Hình 47. So sánh mức tăng của chỉ số



Nguồn: Bloomberg

Hình 48. So sánh tỷ số P/E



Nguồn: Bloomberg

II – 3.4 KÌ VỌNG NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG

- Việt Nam cơ bản đã đạt các tiêu chí định lượng trong quy trình xét duyệt nâng hạng thị trường
- Các tiêu chí định tính còn thiếu có thể được thỏa mãn trong giai đoạn 2018-2019
 - Số lượng cổ phiếu lớn gia tăng
 - Nói room khối ngoại tiếp tục diễn biến tích cực
 - Các công cụ tài chính mới được đưa vào: phái sinh, warrant, T0
 - Việt Nam có khả năng được nâng hạng tín nhiệm
- Việt Nam được kì vọng sẽ vào danh mục cân nhắc được nâng hạng trong kì review năm 2019 của MSCI. Trong kịch bản khả quan, VN sẽ được nâng hạng lên Emerging năm 2020 → TTCK sẽ được hưởng lợi từ nay cho đến khi được nâng hạng

Bảng 2. Các tiêu chí định lượng thị trường Emerging

Tiêu chí	MSCI	Việt Nam
Vốn hóa	Tối thiểu 3 công ty trên 1,5 tỷ USD	Hơn 15 công ty vốn hóa trên 1,5 tỷ USD
Vốn hóa tự do	Tối thiểu 3 công ty trên 763 triệu USD	Hơn 5 công ty có vốn hóa tự do trên 763 triệu USD
Vòng quay thanh Khoản	Tối thiểu 3 công ty đạt 15% ATVR	Hơn 3 công ty đạt trên 15% ATVR
Vốn hóa /GDP	N/A	Trên 40%

Nguồn: Bloomberg, MSCI, SPDJ, FTSE

Bảng 3. Tiêu chí định tính mà Việt Nam còn thiếu

Tiêu chí	MSCI
Chu kỳ thanh toán	Cần cải thiện
Sở hữu nước ngoài	Bị giới hạn ở một số ngành và các doanh nghiệp lớn
Quyền lợi bình đẳng với NĐTNN	Bị giới hạn bởi FOL và lượng thông tin tiếng Anh hạn chế
Thị trường ngoại hối/Sự dễ dàng về luồng vốn ra-vào	Khó luân chuyển vốn và bị kiểm soát chặt trong vấn đề luân chuyển vốn
Khả năng gia nhập thị trường của NĐT nước ngoài	Đăng ký giao dịch online được, tuy nhiên thiếu tài liệu hướng dẫn bằng tiếng Anh
Thông tin thị trường	Chưa cân bằng giữa thông tin tiếng Việt / tiếng Anh

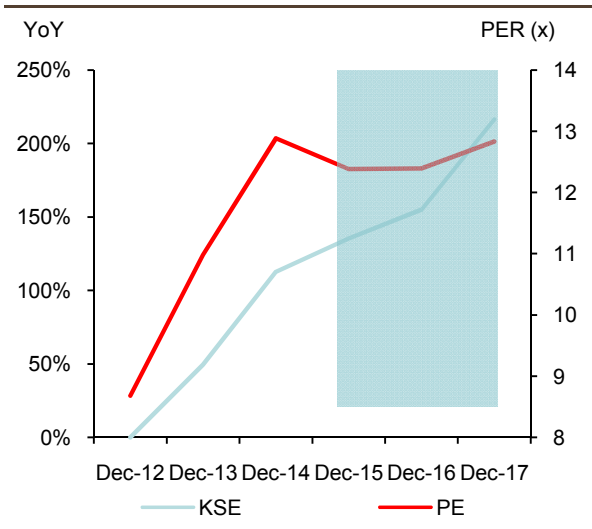
Nguồn: Bloomberg, MSCI, SPDJ, FTSE

II – 3.5 THỰC TẾ TỪ CÁC THỊ TRƯỜNG ĐÃ ĐƯỢC NÂNG HẠNG

- Một số TTCK đã bật tăng mạnh cho đến khi được nâng hạng

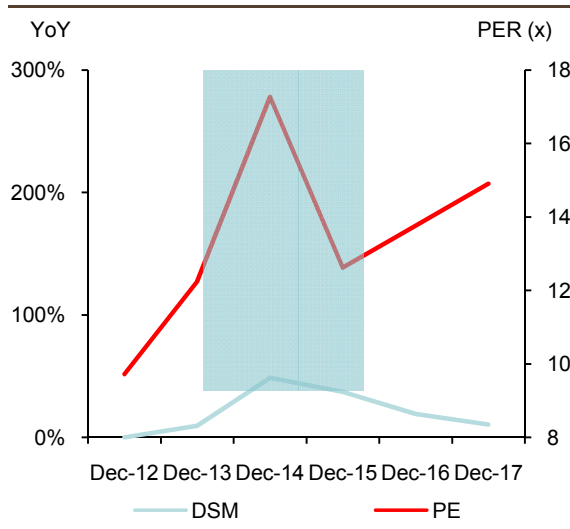
- Chỉ số KSE của Pakistan tăng 40% vào năm 2017, chỉ số DSM của Qatar tăng mạnh 411% vào năm 2014, ADSMI của UAE tăng 92% trong 2014. Đây là những năm MSCI ra thông báo chính thức đưa những thị trường này vào danh mục Emerging market.
- Thanh khoản của DSM và ADSMI vào năm được nâng hạng cũng tăng trưởng tương ứng 341% và 95%.
- Định giá thị trường tăng lên: PER cuối năm 2014 của DSM tăng từ 12,2x lên 17,3x; PER của ADSMI tăng từ 10,3x lên 14,2x.

Hình 49. Pakistan vào Emerging năm 2017



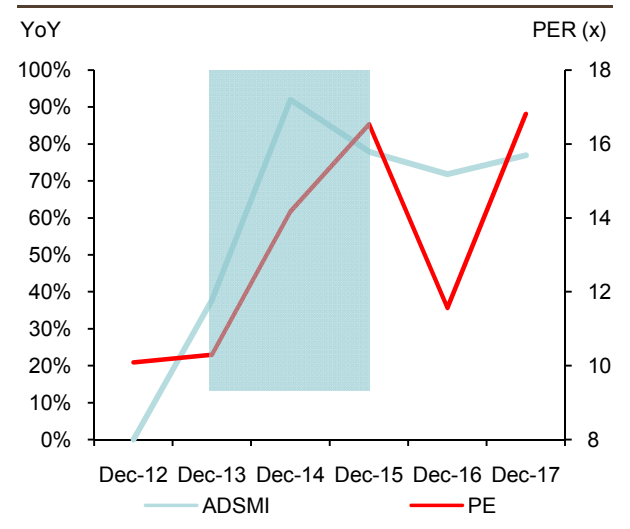
Nguồn: Bloomberg, KISV

Hình 50. Qatar vào Emerging năm 2014



Nguồn: Bloomberg, KISV

Hình 51. UAE vào Emerging năm 2014

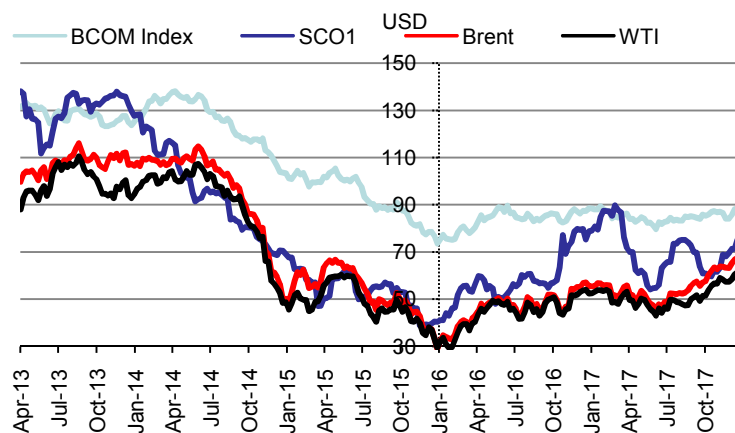


Nguồn: Bloomberg, KISV

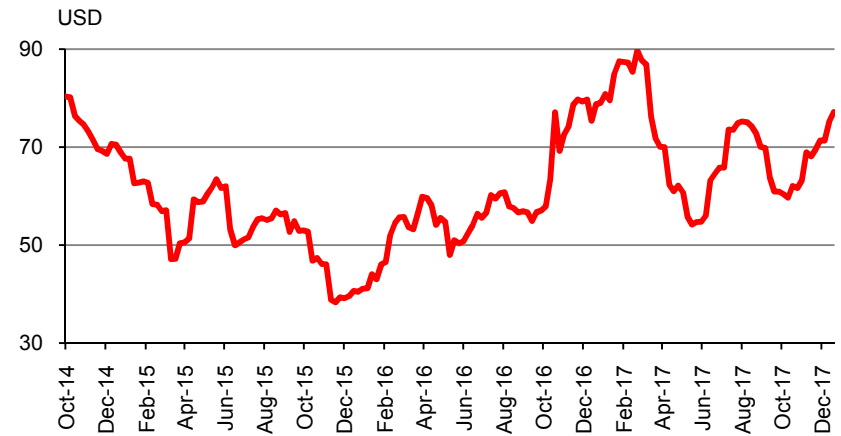
II – 3.6 YẾU TỐ BÊN NGOÀI - GIÁ CẢ HÀNG HÓA THẾ GIỚI PHỤC HỒI

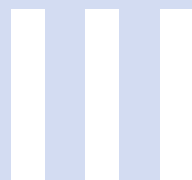
- Chỉ số hàng hóa tổng hợp BCOM Index hồi phục từ đáy năm 2016 cho thấy đà phục hồi chung của hàng hóa thế giới
- Giá dầu thô tăng mạnh 141% đối với Brent và 119% đối với WTI từ mức đáy đầu năm 2016, hỗ trợ DN năng lượng
 - Nỗ lực cắt giảm sản lượng dầu thô của OPEC và ngoài OPEC là yếu tố chính hỗ trợ giá dầu
 - Nền kinh tế thế giới phục hồi, làm tăng nhu cầu sử dụng dầu thô. IMF nâng triển vọng tăng trưởng KT toàn cầu ~3,9% trong năm 2018 và 2019, tăng 0,2% so với dự báo tháng 10/2017
 - Mức tăng có thể bị hạn chế do sản lượng dầu đá phiến của Mỹ có thể tăng mạnh.
- Giá quặng sắt cũng tăng 80% so với mức đáy T12/2016
 - Trung Quốc theo đuổi chính sách môi trường, cắt giảm sản lượng sắt
- Nhóm cổ phiếu năng lượng bật tăng mạnh kể từ 2H2017 và được kì vọng sẽ là nhân tố hỗ trợ quan trọng góp phần vào xu thế tăng chung của VNI

Hình 52. Giá hàng hóa phục kéo dài xu hướng phục hồi



Hình 53. Giá quặng sắt cũng bật tăng





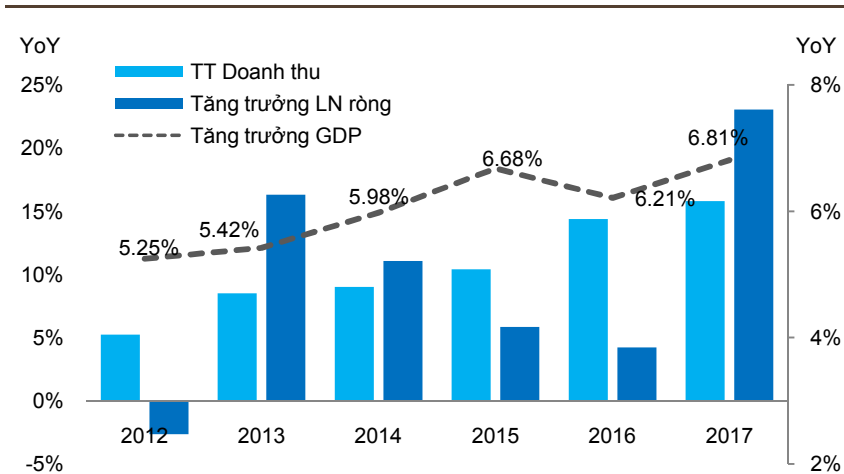
TRIỂN VỌNG VNI 2018 & RỦI RO CHÍNH

- I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 2017**
- II. ĐỘNG LỰC HỖ TRỢ CHÍNH**
- III. TRIỂN VỌNG VN-INDEX 2018 & RỦI RO CHÍNH**
- IV. TRIỂN VỌNG NGÀNH & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ 2018**

III – 1 LỢI NHUẬN DN 2018 GIỮ ĐƯỢC ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TỐT

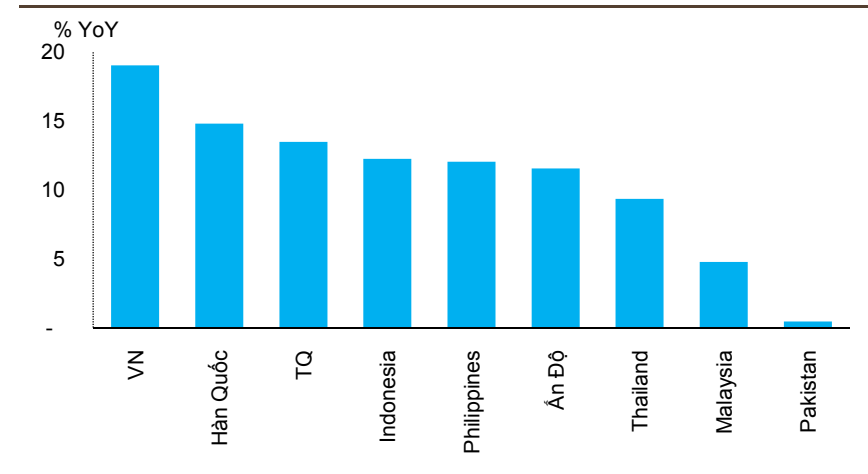
- Tăng trưởng LN doanh nghiệp bức phá 23% y/y sau giai đoạn suy yếu 2014-2016, tốt hơn kì vọng – Tăng 17% y/y**
 - Tăng trưởng DT 9T2017 (+15.8%) duy trì xu thế mở rộng ổn định nhờ XK và tiêu dùng nội địa khởi sắc.
 - Biên lãi ròng cải thiện lên 9.5% từ 9.3% năm 2016 nhờ chi phí đầu vào giữ ở mức thấp (lãi suất, nguyên vật liệu ổn định ở mức thấp) trong khi giá đầu ra nhìn chung tăng nhờ chính sách tăng giá dịch vụ công và giá hàng hóa phục hồi trong 2H.
 - Nhóm ngành tăng trưởng LN vượt trội: TC-NH (+39%), Dịch vụ tiện ích (+60%), Tiêu dùng không thiết yếu (+113%), IT (+20%). Ngược lại, Năng lượng tiếp tục giảm 48% do ảnh hưởng giá dầu thấp.
 - Top 30 DN có vốn hóa cao nhất ghi nhận tăng trưởng DT và LN ~ 24.6% y/y và 16.7% y/y, đóng góp.
- Lợi nhuận DN 2018 nhiều khả năng giữ vững đà tăng 2 chữ số nhờ nền tảng kinh doanh được củng cố cùng với giá hàng hóa cơ bản trên đà phục hồi**
 - DT và LN ròng toàn thị trường tăng lần lượt ~16% và ~19%, cao nhất khu vực. Tăng trưởng cao có thể duy trì đến năm 2019
 - Hỗ trợ chính: Nhờ nhu cầu trong nước và TG vững chắc; LS ổn định ở mức thấp và chi phí nguyên vật liệu dù hồi phục nhưng không quá mạnh; Ngành Tài chính và BĐS duy trì xung lực mạnh... giúp biên LN duy trì cao
- Rủi ro:** Pha loãng gia tăng từ nhóm Ngân hàng cho mục tiêu Basel II và BĐS cho hoạt động mở rộng kinh doanh

Hình 54. Tăng trưởng DT & LN Doanh nghiệp khởi sắc



Ghi chú: Tăng trưởng DT & LN 2017 cho giai đoạn 9M
 Nguồn: Bloomberg, KISV

Hình 55. VN dẫn đầu về tăng trưởng LN doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KISV

PHỤ LỤC: KẾT QUẢ KINH DOANH TOP 30 VỐN HÓA

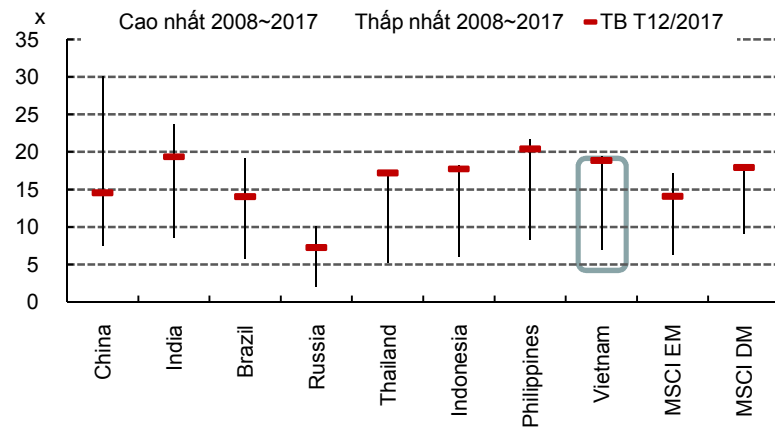
#	Mã	Tên công ty	Ngành	DTT 9TM17 (tỷ VND)	% Y/Y	LNR 9T17 (tỷ VND)	% Y/Y
1	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	Tiêu dùng thiết yếu	38,691	10.6%	8,551	13.7%
2	VIC	Tập đoàn Vingroup	Bất động sản	57,166	65.0%	2,108	22.7%
3	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	Tài chính	16,161	18.4%	6,366	25.9%
4	GAS	Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam	Dịch vụ công cộng	47,489	9.2%	5,908	49.8%
5	SAB	Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	Tiêu dùng thiết yếu	23,698	8.7%	3,540	-0.2%
6	PLX	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	Năng lượng	112,427	27.7%	2,546	-13.9%
7	CTG	Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Tài chính	19,917	15.8%	5,855	13.0%
8	VRE	CTCP Vincom Retail	Bất động sản	1,235	-10.0%	374	-31.6%
9	MSN	CTCP tập đoàn Ma San	Tiêu dùng thiết yếu	27,451	-8.9%	1,213	-34.4%
10	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	Tài chính	23,013	37.7%	4,221	-8.7%
11	ROS	CTCP Xây dựng FAROS	Công nghiệp	2,102	39.7%	208	-10.2%
12	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	Vật liệu	33,417	43.2%	5,611	20.6%
13	VJC	CTCP Hàng không Vietjet	Công nghiệp	22,610	16.2%	2,763	39.8%
14	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	Tài chính	14,944	41.1%	4,501	71.7%
15	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	Tài chính	7,974	40.0%	3,159	39.7%
16	BVH	Tập đoàn Bảo Việt	Tài chính	16,539	23.6%	1,234	17.6%
17	NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	Bất động sản	5,737	-20.1%	1,322	-15.5%
18	MWG	CTCP Đầu tư Thế giới Di động	Dịch vụ tiêu dùng	47,621	54.7%	1,634	33.7%
19	FPT	CTCP FPT	IT	30,196	11.1%	1,507	13.4%
20	BHN	CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội	Tiêu dùng thiết yếu	7,203	-5.4%	625	-14.5%
21	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	Tài chính	3,759	38.7%	771	405.2%
22	CTD	CTCP Xây dựng Coteccons	Công nghiệp	18,185	35.1%	1,191	23.8%
23	EIB	Ngân hàng TMCP Xuất Nhập khẩu Việt Nam	Tài chính	1,974	-17.2%	375	135.8%
24	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	Y tế	2,710	3.9%	497	6.1%
25	PNJ	CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	Dịch vụ tiêu dùng	7,755	31.0%	504	41.6%
26	SSI	CTCP Chứng Khoán Sài Gòn	Tài chính	1,872	9.7%	816	1.3%
27	REE	CTCP Cơ điện lạnh	Công nghiệp	3,327	41.1%	1,039	112.5%
28	SBT	CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	Tiêu dùng thiết yếu	3,964	25.1%	252	26.0%
29	GMD	CTCP GEMADEPT	Công nghiệp	2,847	5.2%	311	9.6%
30	KDC	CTCP Tập đoàn KIDO	Tiêu dùng thiết yếu	5,075	251.2%	418	-58.6%
Tổng				607,060	24.6%	69,420	16.7%

Nguồn: KISV tổng hợp

III – 2 ĐỊNH GIÁ KHÔNG CÒN RẼ NHƯNG VẪN ĐỦ HẤP DẪN

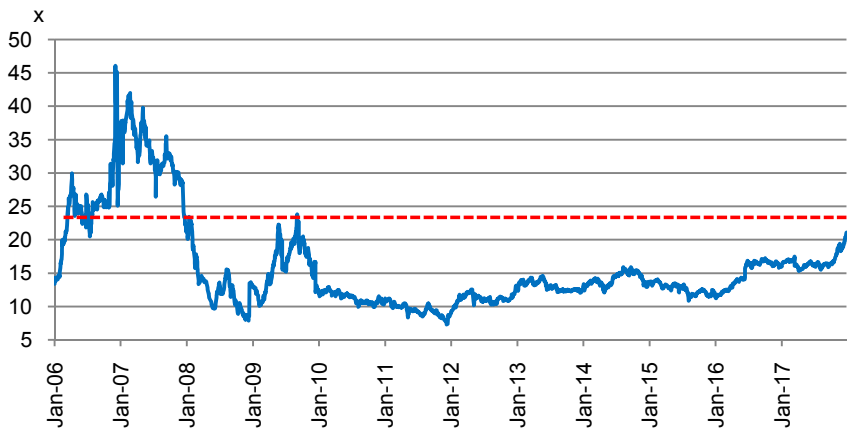
- **VNI kết thúc 2017 ở mức 12M PER 19.6x, cao nhất kể từ 2009. Định giá có lẽ không còn rẻ trên bình diện chung**
 - PER vận động trong vùng 10 năm: 7.3~24.2x và chỉ tăng 19.1% vs. +48% của VNI nhờ tăng trưởng LN Doanh nghiệp tích cực. Ngoài ra, định giá còn cách xa nhiều mức cao lịch sử ~46x thiết lập trong 2007
 - Áp lực định giá gia tăng chủ yếu ở TOP 30 vốn hóa với 12M PER trung bình ~25x (trừ ROS)
 - ~70% cổ phiếu có 12M PER <=20x và ~48% cổ phiếu có PER <=10x → Định giá phân hóa rõ nét
- **VN-Index đang giao dịch gần đỉnh cũ lịch sử 1,000p, tương ứng 12MF PER đạt 16x. Mức định giá vẫn còn đủ hấp dẫn cho xu thế tăng tiếp diễn trong trung hạn**
 - Cách xa 12MF PER cao nhất được thiết lập trong 2007: ~35x
 - So với mức định giá khi tạo lập đỉnh GD 2007-2008 của các TT khu vực như TQ, Ấn độ, Philippines, Thái Lan thì định giá VN vẫn thấp hơn trong khi triển vọng tăng trưởng EPS vượt trội
- **Vùng PER mục tiêu năm 2018 có thể vận động 19-23x (~3% đến +17% YoY)**
 - Giá cổ phiếu xác lập mặt bằng cao mới sau khi VN-Index vượt qua mốc 1.000p đầu năm
 - Thấp hơn nhiều so với đỉnh cao lịch sử ~ 12M PER 46x và 12MF PER 35x, NĐT sẵn sàng trả mức giá cao hơn cho các DN niêm yết mới và trong diện thoái vốn

Hình 56. Tương quan định giá VNI vs Khu vực



Ghi chú: 12MF PER, cập nhật đến T1/2018
 Nguồn: Bloomberg

Hình 57. Vùng 12M PER của VN-Index trong lịch sử



Nguồn: Bloomberg

PHỤ LỤC: ĐỊNH GIÁ TOP 30 VỐN HÓA

#	Mã	Tên công ty	Ngành	12M PER	12M PBR
1	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	Tiêu dùng thiết yếu	32.8	12.7
2	VIC	Tập đoàn Vingroup	Bất động sản	47.1	7.5
3	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	Tài chính	32.5	4.2
4	GAS	Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam	Dịch vụ công cộng	22.2	5.0
5	SAB	Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	Tiêu dùng thiết yếu	36.7	10.9
6	PLX	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	Năng lượng	24.4	5.4
7	CTG	Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Tài chính	12.6	1.5
8	VRE	CTCP Vincom Retail	Bất động sản	28.3	4.8
9	MSN	CTCP tập đoàn Ma San	Tiêu dùng thiết yếu	48.2	5.5
10	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	Tài chính	16.3	2.1
11	ROS	CTCP Xây dựng FAROS	Công nghiệp	178.6	15.8
12	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	Vật liệu	11.4	3.1
13	VJC	CTCP Hàng không Vietjet	Công nghiệp	29.9	17.3
14	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	Tài chính	11.0	2.4
15	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	Tài chính	13.1	1.9
16	BVH	Tập đoàn Bảo Việt	Tài chính	41.1	3.8
17	NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	Bất động sản	24.3	5.4
18	MWG	CTCP Đầu tư Thế giới Di động	Dịch vụ tiêu dùng	19.9	7.5
19	FPT	CTCP FPT	IT	14.8	3.0
20	BHN	CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội	Tiêu dùng thiết yếu	45.4	6.0
21	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	Tài chính	39.5	1.2
22	CTD	CTCP Xây dựng Coteccons	Công nghiệp	10.2	2.3
23	EIB	Ngân hàng TMCP Xuất Nhập khẩu Việt Nam	Tài chính	35.6	1.4
24	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	Y tế	21.2	4.7
25	PNJ	CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	Dịch vụ tiêu dùng	20.6	5.8
26	SSI	CTCP Chứng Khoán Sài Gòn	Tài chính	18.2	1.9
27	REE	CTCP Cơ điện lạnh	Công nghiệp	7.8	1.7
28	SBT	CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	Tiêu dùng thiết yếu	17.6	1.9
29	GMD	CTCP GEMADEPT	Công nghiệp	23.3	2.1
30	KDC	CTCP Tập đoàn KIDO	Tiêu dùng thiết yếu	16.2	1.4
Trung bình				30.0	5.0

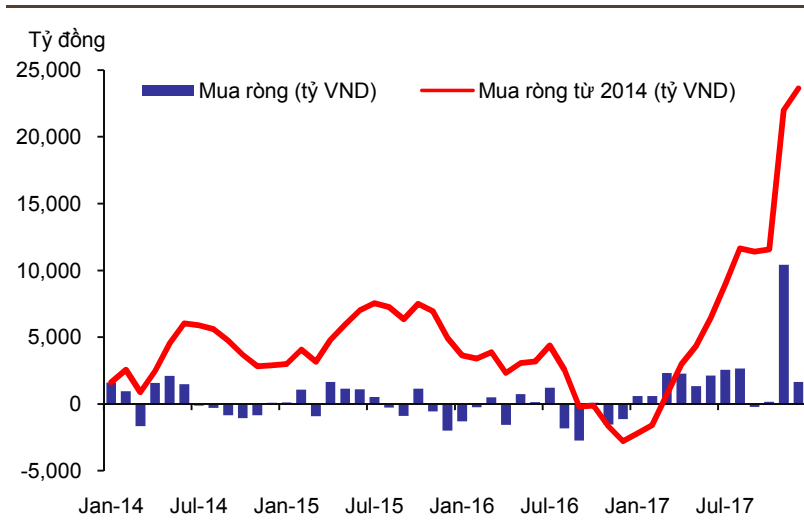
* Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 31/12/2017

Nguồn: Bloomberg, KISV

III – 3 DÒNG TIỀN ĐANG CHẢY MẠNH VÀO TTCK

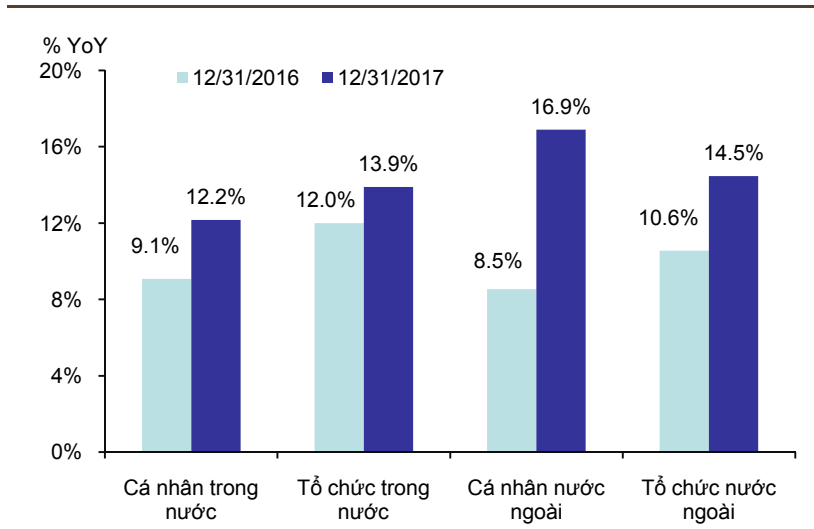
- **Dòng tiền nước ngoài đổ vào thị trường đang tăng tốc mạnh mẽ**
 - Trong 2H2017 đạt 17 nghìn tỷ đồng, cả năm 2017 đạt 27 nghìn tỷ đồng (~1.2 tỷ USD) , cao kỉ lục
 - Tỷ lệ tham gia NĐTNN đạt 16% trong năm 2016 và 2017, cao hơn so với 14% của năm 2015 và 13% của năm 2013
 - Các quỹ ETF hút ròng vốn kể từ 2014, trong 6 tháng đầu năm 2017, các quỹ ETF đầu tư vào Việt Nam huy động được xấp xỉ 117 triệu USD, tập trung chủ yếu ở quỹ E1FVN30 (72 triệu USD) và KINDEX VN30 (54 triệu USD)
- **Số lượng tài khoản gia tăng đáng kể đạt 1,9 triệu, tăng 12,2% y/y**
 - Đặc biệt tài khoản giao dịch của NĐT cá nhân nước ngoài tăng cao nhất trong năm 2017 với tỷ lệ 16,9%
- **Thanh khoản đang thị trường tăng mạnh, liên tiếp xác lập kỉ lục mới**
 - Năm 2017 thanh khoản bình quân phiên đạt 3,4 nghìn tỷ, tăng 72,9% so với năm 2016
 - T1/2018, có những phiên thanh khoản thị trường đạt ~15.000 tỷ, cao hơn rất nhiều so với bình quân 2017

Hình 58. Nước ngoài mua ròng mạnh trong năm 2017



Nguồn: HSX

Hình 59. NĐTNN và trong nước gia tăng mở tài khoản

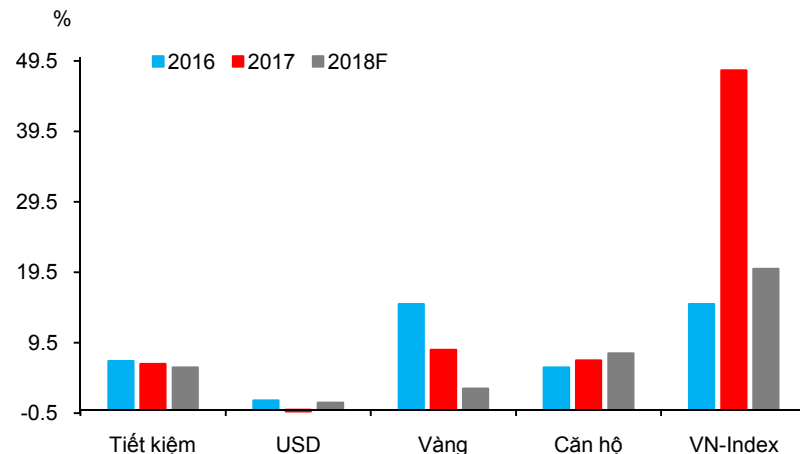


Nguồn: SSC

III – 4 CHỨNG KHOÁN VẪN LÀ KÊNH HẤP DẪN TRONG TRUNG HẠN

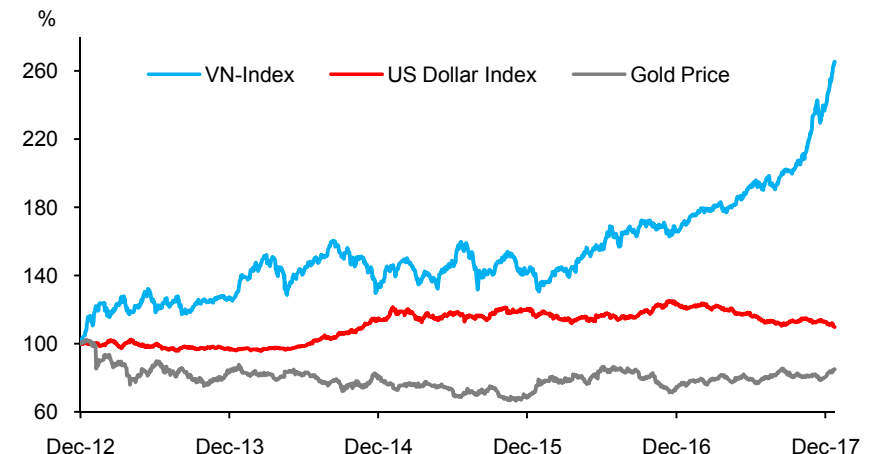
- **Chứng khoán là kênh đầu tư đem lại suất sinh lời cao nhất trong năm 2017**
 - Tỷ suất lợi nhuận của kênh chứng khoán vượt trội hoàn toàn so với các kênh đầu tư khác với mức sinh lời 48% năm 2017. Trong khi đó, các kênh đầu tư vàng, bất động sản – căn hộ và tiết kiệm chỉ khoảng 7-8%/năm.
- **Chứng khoán tiếp tục là kênh đầu tư hiệu quả nhất trong năm 2018.**
 - Các kênh đầu tư khác được dự báo sẽ không có nhiều biến động trong năm 2018 do tính chất đặc thù ổn định như lãi suất tiết kiệm, kênh chịu sự quản lý chặt chẽ của nhà nước như ngoại tệ và vàng, trong khi kênh bất động sản thì cần nguồn vốn đầu tư lớn.
 - Kênh chứng khoán được kỳ vọng sẽ tiếp tục hấp dẫn trong năm 2018 nhờ dòng tiền dồi dào, sự hỗ trợ của kinh tế vĩ mô và tăng trưởng HĐKD của các doanh nghiệp và kế hoạch tái cơ cấu của nhà nước → Quá trình chuyển dịch dòng tiền từ các kênh tiết kiệm, vàng, ngoại tệ sang CK sẽ còn diễn ra

Hình 60. Tương quan mức sinh lời các kênh đầu tư



Nguồn: Bloomberg, VCB

Hình 61. Tương quan tăng trưởng của các kênh đầu tư

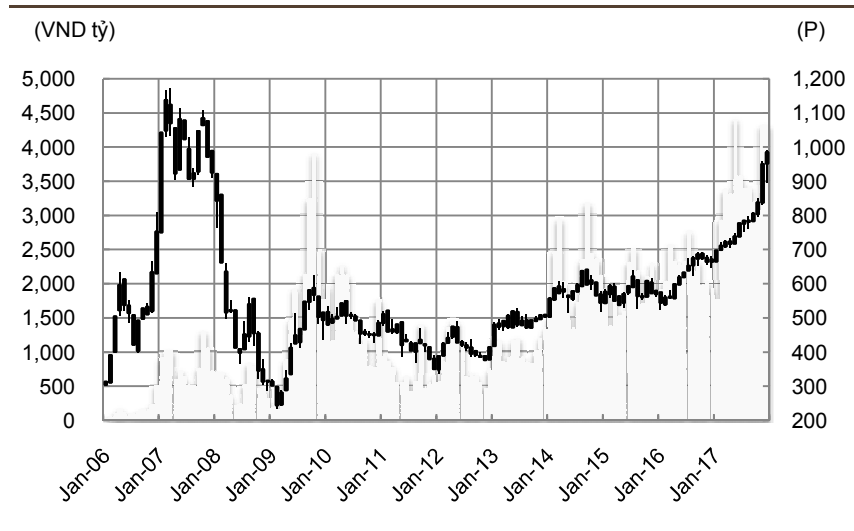


Nguồn: Bloomberg

III – 5 REVIEW NHẬN ĐỊNH THÁNG 8/2017: VNI 2H17 ĐẠT 830-835P

- **Xu thế chính vẫn là tăng**
 - Hỗ trợ chính: Tăng trưởng KT mạnh lên, nới lỏng CS tiền tệ, thanh khoản cao, Lợi nhuận DN khả quan, sự ra đời CK phái sinh (Q3/17), NĐTNN duy trì mua ròng, nỗ lực đổi mới để nâng hạng thị trường trong 1-2 năm tới, thoái vốn NN...
- **Dự báo VNI 2H2017: Vận động trong xu thế tăng từ 750 ~ 820p (-4% ~ +6%)**
 - Mức lạc quan nhất có thể đạt 830-835p
- **Chiến lược đầu tư**
 - Phân hóa gia tăng → Chú trọng vào cp có mức LN kì vọng cao hơn là mức tăng tổng thể của TT: Cổ phiếu lớn được IPO và niêm yết mới, Nhóm CK-NH được hưởng lợi từ sự bức phá của TTCK và NQ xử lý nợ xấu; CP đầu ngành tăng trưởng ổn định
- **Thực tế: VNI 2H vận động từ 760 ~ 980p với xung lực mạnh mẽ trong 3T cuối năm, tiệm cận đỉnh lịch sử 1,000p**
 - Nội tại: Tăng trưởng GDP bức phá; Thoái vốn NN tại SAB, VNM, DIG...vượt mong đợi; NĐTNN mua ròng kỉ lục ~ 770 triệu USD, gấp 1.9x so với 1H
 - Bên ngoài: Giá dầu phục hồi mạnh (WTI +27%); CK toàn cầu lập đỉnh mới nhờ tăng trưởng KT và LN khởi sắc
 - Sự phân hóa mạnh mẽ với TOP10 vốn hóa đóng góp ~75%/208điểm tăng của VNI trong khi Mid và Small caps tăng ít hơn

Diễn biến VN-Index thực tế GD 2006-2017



Nguồn: Bloomberg, KISV

Bảng 4. Tốc độ tăng giá cổ phiếu 2H của Top 10 vốn hóa

#	Mã	Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ VND)	Tỷ trọng	%+/- 2017
1	VNM	Vinamilk	302,737	11.6%	32.4%
2	VIC	Vingroup	203,895	7.8%	81.0%
3	VCB	Vietcombank	195,359	7.5%	41.0%
4	GAS	PVN Gas	186,360	7.1%	67.1%
5	SAB	Sabeco	159,871	6.1%	19.7%
6	CTG	Vietinbank	90,106	3.4%	19.5%
7	BID	BIDV	87,177	3.3%	25.0%
8	PLX	Petrolimex	86,911	3.3%	8.7%
9	ROS	FLC Faros	85,944	3.3%	105.3%
10	MSN	Masan	80,341	3.1%	82.6%

Nguồn: Bloomberg, KISV

PHỤ LỤC: TĂNG TRƯỞNG GIÁ CỔ PHIẾU TOP 30 VỐN HÓA 2017

#	Mã	Tên Doanh nghiệp	Ngành	SLCP (triệu)	%+/- Giá	Vốn hóa (tỷ VND)
1	VNM	CTCP Sữa Việt Nam	Tiêu dùng thiết yếu	1,451	71.9%	302,773
2	VIC	Tập đoàn Vingroup	Bất động sản	2,638	84.0%	203,895
3	VCB	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	Tài chính	3,598	56.5%	195,359
4	GAS	Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam	Dịch vụ công cộng	1,914	70.2%	186,419
5	SAB	Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	Tiêu dùng thiết yếu	641	27.8%	159,871
6	PLX	Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	Năng lượng	1,294	73.6%	97,041
7	CTG	Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	Tài chính	3,723	73.8%	90,106
8	VRE	CTCP Vincom Retail	Bất động sản	1,901	39.5%	89,636
9	MSN	CTCP tập đoàn Ma San	Tiêu dùng thiết yếu	1,157	86.1%	88,771
10	BID	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	Tài chính	3,419	85.3%	87,177
11	ROS	CTCP Xây dựng FAROS	Công nghiệp	473	74.3%	85,944
12	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	Vật liệu	1,517	74.0%	71,075
13	VJC	CTCP Hàng không Vietjet	Công nghiệp	451	63.1%	66,257
14	VPB	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	Tài chính	1,497	5.1%	61,394
15	MBB	Ngân hàng TMCP Quân Đội	Tài chính	1,816	98.6%	46,114
16	BVH	Tập đoàn Bảo Việt	Tài chính	680	14.1%	44,435
17	NVL	CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	Bất động sản	623	8.3%	40,546
18	MWG	CTCP Đầu tư Thế giới Di động	Dịch vụ tiêu dùng	308	69.3%	40,317
19	FPT	CTCP FPT	IT	531	55.5%	30,318
20	BHN	CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội	Tiêu dùng thiết yếu	232	0.1%	29,578
21	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	Tài chính	1,885	36.0%	24,225
22	CTD	CTCP Xây dựng Coteccons	Công nghiệp	77	27.1%	17,452
23	EIB	Ngân hàng TMCP Xuất Nhập khẩu Việt Nam	Tài chính	1,236	40.6%	15,629
24	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	Y tế	131	84.5%	15,036
25	PNJ	CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	Dịch vụ tiêu dùng	108	111.1%	14,810
26	SSI	CTCP Chứng Khoán Sài Gòn	Tài chính	490	52.9%	14,114
27	REE	CTCP Cơ điện lạnh	Công nghiệp	310	79.0%	12,867
28	SBT	CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	Tiêu dùng thiết yếu	557	-15.1%	11,586
29	GMD	CTCP GEMADEPT	Công nghiệp	288	48.7%	11,574
30	KDC	CTCP Tập đoàn KIDO	Tiêu dùng thiết yếu	257	12.6%	10,138

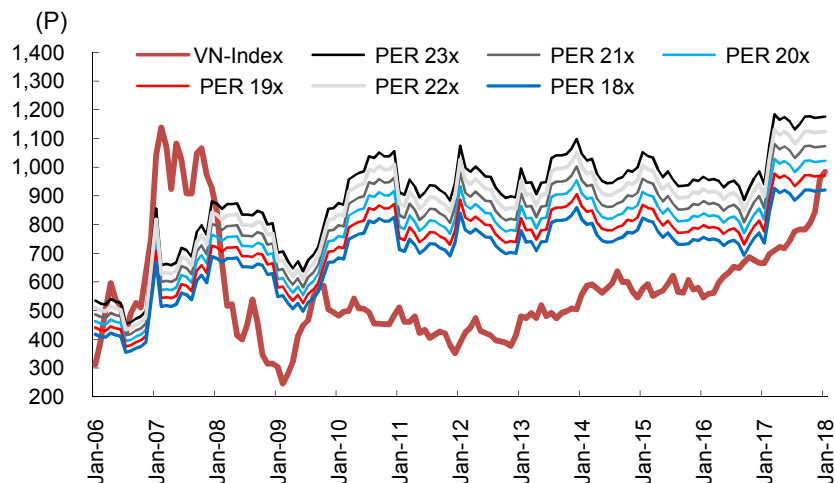
* Ghi chú: Dữ liệu tính đến ngày 31/12/2017

Nguồn: Bloomberg, KISV

III – 6 CHỜ ĐỢI CÚ BẬT NHẢY LỊCH SỬ

- **VN-Index vận động trong xu thế tăng với độ dốc cao ~1.000-1.400p nhưng vẫn không mạnh bằng GD 2006-2007. Mức độ tăng sẽ lan rộng hơn một chút thay vì phân hóa mạnh như năm ngoái**
 - Trường hợp bình thường – Target PER 20x & EPS +19% y/y: 1.200p (+23%)
 - Kích bản khả quan nhất – PER 23x & EPS +19% y/y: 1.400p (+42%)
 - Rủi ro TT: Mức độ biến động gia tăng dưới áp lực chốt lời khi VN-Index vượt qua ngưỡng lịch sử; Pha loãng cao khi hàng loạt DN đẩy mạnh phát hành cổ phiếu để tăng vốn; Kiểm soát chính sách margin do thị trường tăng nóng
- **Câu chuyện đầu tư**
 - Nhóm ngành hưởng lợi từ Chu kỳ kinh tế: BĐS-Xây dựng, Tài chính-NH, Thép hay hưởng lợi từ sự bùng nổ của tầng lớp trung lưu và cơ cấu dân số “vàng” như Bán lẻ, Hàng không, Ôtô, Dịch vụ y tế...
 - Cổ phiếu IPO, niêm yết mới và thoái vốn NN tiếp tục thu hút dòng vốn ngoại và NĐT trong nước
 - Cổ phiếu đang có xu hướng tăng mạnh cùng triển vọng KQKD lạc quan, định giá hợp lý sẽ giữ được đà tăng
- **Tuy nhiên, phần thưởng không chia đều cho tất cả; thay vào đó tình trạng phân hóa dù ít hơn sẽ tiếp diễn với sự chọn lọc của dòng tiền**

Hình 63. Vận động thực tế VNI vs. Định giá 12MF PER



Ghi chú: Xu hướng vận động VNI theo 12MF PER
 Nguồn: Bloomberg, KISV

Bảng 5. Triển vọng thị giá VNI 2018

		PER mục tiêu					
		18x	19x	20x	21x	22x	23x
Tăng trưởng EPS	15%	1,056	1,115	1,173	1,232	1,291	1,349
	16%	1,065	1,124	1,184	1,243	1,302	1,361
	17%	1,074	1,134	1,194	1,254	1,313	1,373
	18%	1,084	1,144	1,204	1,264	1,324	1,385
	19%	1,093	1,154	1,214	1,275	1,336	1,396
	20%	1,102	1,163	1,224	1,286	1,347	1,408

Nguồn: Bloomberg, KISV

III – 7 RỦI RO PHA LOÃNG TĂNG CAO

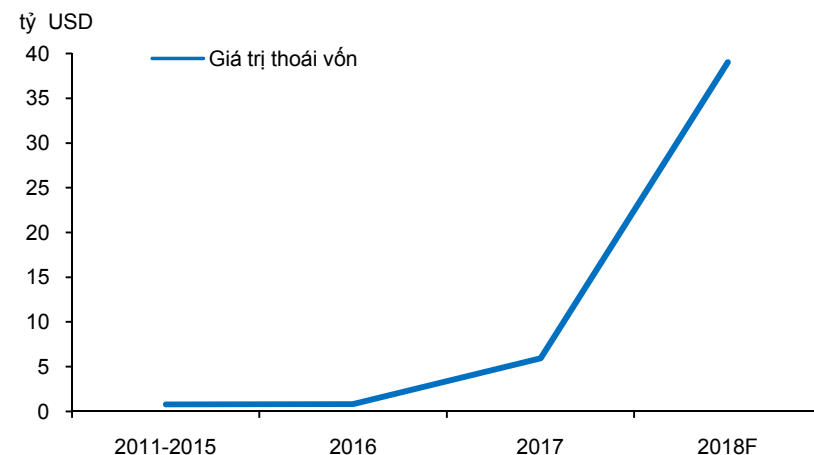
- **10 NH thí điểm Basel II chịu áp lực tăng vốn trong năm 2018**
 - Ước tính huy động ~3.5 tỷ USD chỉ thông qua tăng vốn Cấp I
 - Mức độ huy động cao hơn ~4 tỷ USD nếu tính cả huy động vốn cấp II
- **BĐS, Hàng không được dự báo sẽ đẩy mạnh tăng vốn để mở rộng hoạt động kinh doanh**
 - Tận dụng điều kiện thị trường thuận lợi để tăng vốn
 - Chính sách hạn chế cho vay đối với nhóm BĐS
- **2018-2019 - Đỉnh cao thoái vốn và IPO sẽ tạo ra nguồn cung dư thừa nhưng không phải là 1 nhân tố kéo thị trường giảm**
 - Theo kế hoạch, Chính phủ gia tăng mạnh quy mô thoái vốn NN lên ~39 tỷ USD từ ~6.0 tỷ USD năm 2017
 - Dòng tiền nước ngoài và trong nước sẽ phân bổ chủ yếu vào các DN lớn, đầu ngành, ảnh hưởng 1 phần dòng tiền chảy vào TTCK niêm yết

Bảng 6. Khả năng huy động vốn của một số NH thí điểm Basel II

#	Mã	Thị giá VND	VĐL hiện tại tỷ VND	Mức tăng VĐL 2018 tỷ VND	Mức huy động kỳ vọng tỷ VND
1	VCB	54,300	25,978	3,598	17,990
2	BID	25,500	34,187	6,837	17,094
3	VPB	41,000	15,706	1,712	6,848
4	LPB	17,000	6,460	1,615	2,746
5	TPB	27,000	5,842	876	2,366
6	TCB	75,000	11,655	4,300	32,250
Tổng				18,939	79,293

Nguồn: KISV tổng hợp

Hình 64. Nhà nước tăng cường thoái vốn 2018

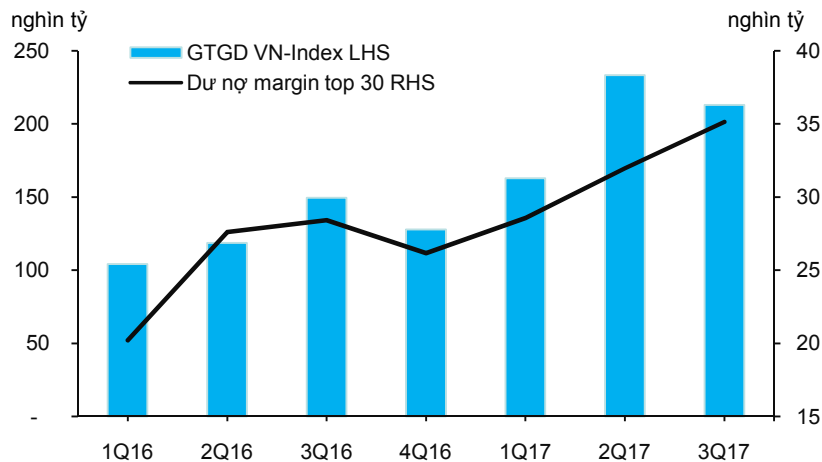


Nguồn: Chính phủ, Bộ Tài chính

III – 8 ÁP LỰC MARGIN GIA TĂNG & HOẠT ĐỘNG CHỐT LỜI

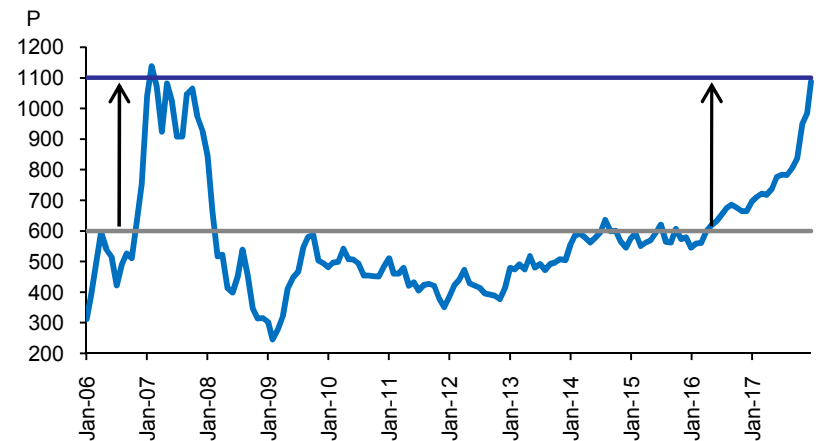
- **Nhu cầu vay kí quỹ tăng liên tục 2 năm qua trong bối cảnh VNI tăng trưởng tốt và vốn hóa gia tăng mạnh**
 - Dự nợ margin tăng mạnh, góp phần thúc đẩy thanh khoản đạt kỉ lục trên 4.100 tỷ đồng/ngày, tăng ~73% y/y
 - Các CTCK hàng đầu đẩy mạnh quá trình tăng vốn, phát hành trái phiếu để đáp ứng nhu cầu vay kí quỹ gia tăng
- **Rủi ro biến động gia tăng khi Chính sách margin đảo chiều**
 - Nỗ lực của cơ quan chức năng nhằm kiểm soát dòng tiền đầu cơ và đà tăng nóng thị trường trong tương lai → Ảnh hưởng đến dòng tiền ngắn hạn
 - Rủi ro nợ xấu của các CTCK có khả năng trở lại → Thúc đẩy các CTCK kiểm soát chặt hơn dư nợ tín dụng
 - Sự đảo chiều nhanh chóng của dòng tiền đầu cơ

Hình 65. Tình hình margin top 30 CTCK và xu thế VNI



Nguồn: KISV tổng hợp

Hình 66. VNI đang tăng vọt với độ dốc cao



Nguồn: Bloomberg

IV TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ KHUYẾN NGHỊ

- I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 2017**
- II. ĐỘNG LỰC HỖ TRỢ CHÍNH**
- III. TRIỂN VỌNG VN-INDEX 2018 & RỦI RO CHÍNH**
- IV. TRIỂN VỌNG NGÀNH & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ 2018**

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Ngành	Đánh giá	Điểm nhấn đầu tư	Khuyến nghị
NGÂN HÀNG	Tích Cực	<ul style="list-style-type: none"> - Lợi nhuận ngân hàng tăng vọt sau khi hoàn thành trích lập nợ xấu cũ. - Nhu cầu vốn cấp 1 & 2 để đáp ứng Basel II vào năm 2020. 	HDB/TCB
HÀNG KHÔNG	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Dự kiến tăng trưởng 10-15% năm 2018. - Kế hoạch thoái vốn nhà nước tại các tập đoàn lớn. 	SCS
CẢNG BIỂN	Tích Cực	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng hàng hóa tiếp tục tăng trưởng 2 chữ số. - Áp giá sản dịch vụ container tại cảng Hải Phòng. 	VSC
BDS NHÀ Ở	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> - Cơ cấu nhà ở chuyển dịch về hướng trung bình thấp. - TT06/2016 và TT19/2017 hạn chế tín dụng cho bất động sản 	n/a
BDS KCN	Tích Cực	<ul style="list-style-type: none"> - Đầu tư FDI đạt kỷ lục - Giá cho thuê đất KCN tăng mạnh 	n/a
ĐIỆN	Trung Lập	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng trưởng công suất phát điện không theo kịp nhu cầu tiêu thụ - Thủy điện tiếp tục tốt nhờ thời tiết trong khi nhiệt điện gặp khó do giá NVL tăng. 	PVPower
DẦU KHÍ	Trung Lập	<ul style="list-style-type: none"> - Nhiều dự án dầu khí (Nam Côn Sơn 2, Sao Vàng – Đại Nguyệt ...) sẽ được triển khai. - Giá dịch vụ khảo sát và khoan chưa hồi phục do dư cung 	n/a
CAO SU	Tích Cực	<ul style="list-style-type: none"> - Giá cao su ước tính tăng 20-30% năm 2018. - Giá gỗ tăng mạnh tạo nguồn lợi nhuận đột biến. 	PHR
DỪC	Trung Lập	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng trưởng chung của ngành giảm tốc. - Kênh bệnh viện dần lấn át kênh bán lẻ. 	PME

NGÂN HÀNG – TÍCH CỰC

1. Tình hình 2017

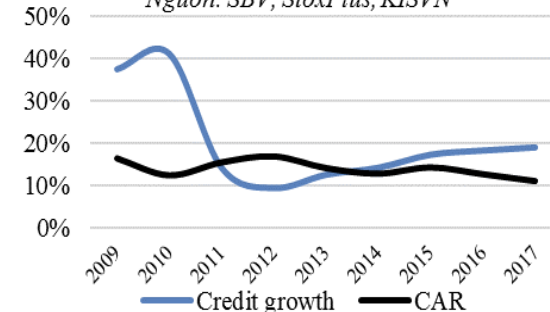
- Tín dụng ước tăng trưởng 19%, cao nhất trong 7 năm nhờ (1) kinh tế tăng trưởng 6.8 1% và (2) Nghị quyết 42/2017/QH14 nới lỏng quy định về xử lý tài sản đảm bảo và mua bán nợ.
- Lãi suất giảm 0.5%-1% so với năm 2016.
- Tín dụng tiêu dùng bùng nổ giúp 2 đợt IPO của HDBank và VPBank thành công.
- Các ngân hàng niêm yết: 9M2017, NPL (gồm nợ bán cho VAMC) ước giảm còn 4.67 % cuối 3Q, thấp hơn mức 5.25% cuối 2016. Lợi nhuận tăng 29% nhờ tín dụng tăng 1 3.7% và NIM cải thiện 15 điểm lên 3.28%.

2. Triển vọng 2018

- Chính phủ chỉ đạo các ngân hàng có điều kiện giảm lãi suất cho vay, đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 17%.
- Nhu cầu vốn cấp 1 và 2 gia tăng do lộ trình 10 ngân hàng thí điểm Basel II năm 202 trong khi hiện CAR hệ thống và NH riêng lẻ đang giảm và .
- Thực hiện Nghị quyết 42/2017/QH14 và đề án tái cơ cấu hệ thống TCTD được đẩy mạnh. Nhiều ngân hàng hoàn thành trích lập nợ xấu cũ (ACB, CTG, MBB, TCB ...)
- Năm 2018, lợi nhuận các ngân hàng niêm yết ước tăng 28%. PE 2018 Forward là 13 .7x.

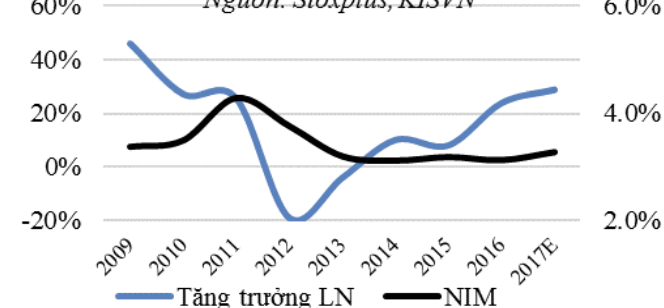
Tăng trưởng tín dụng và CAR, 2009-2017

Nguồn: SBV, StoxPlus, KISVN



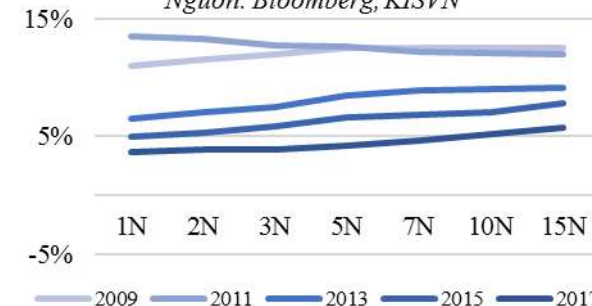
Tăng trưởng LN, 2009-2017E

Nguồn: Stoxplus, KISVN



Đường cong LS TPCP, 2009-2017

Nguồn: Bloomberg, KISVN



Techcombank (Vốn hóa: 70 nghìn tỷ đồng) – LỢI THẾ TỪ VỊ TRÍ

1. Quan điểm đầu tư:

- Top10 ngân hàng về tài sản. Cơ cấu tài sản sinh lãi đa dạng, 63% cho vay thị trường 1, 17% thị trường 2 và 10% đầu tư vào trái phiếu chính phủ.
- Hệ số CAR là 13.1% cuối 2016. Tính tới 3Q2017, TCB đã mua lại toàn bộ trái phiếu VAMC
- Cơ cấu nguồn thu đa dạng với thu từ phí dịch vụ và khác chiếm 30-40% tổng doanh thu.
- Khả năng sinh lãi cao. NIM trong top3 hệ thống, đạt 3.97% trong 9T2017. CIR thấp nhất hệ thống, chỉ 30%-40%.
- Định hướng ngân hàng điện tử, chú trọng khách hàng cá nhân để tăng NIM và giảm rủi ro.
- Năm 2018, dự kiến bán 172tr cp quỹ (khoảng 10trn tỷ đồng theo giá OTC hiện tại 60k đ/cp).
- Kế hoạch niêm yết trên HSX.
- Định giá rẻ. PE2018 forward 11.3x, PB 1.8x.

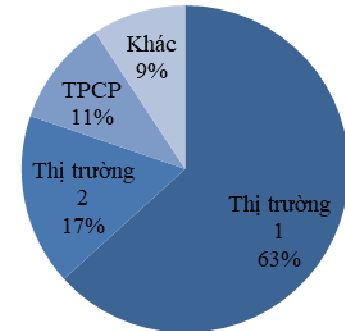
2. Rủi ro:

- Cạnh tranh ngân hàng bán lẻ tăng do nhiều ngân hàng nội địa chú trọng mở rộng.
- Dư nợ cho vay kinh doanh bất động sản cao, 16% tổng dư nợ, nên bị ảnh hưởng mạnh bởi TT06/2016 và TT19/2017. 9M2017, tín dụng giảm 5% so với đầu năm và huy động giảm 3% trong khi LDR gần trần giới hạn 80%.
- HSBC thoái vốn sau 10 năm gắn bó

3. Khuyến nghị:

- Định giá TCB ở mức 72k đồng/cp. Tổng suất sinh lời là 20% trong 1 năm tới tại mức giá hiện tại 60k đồng/cp. **TĂNG TỶ TRỌNG.**

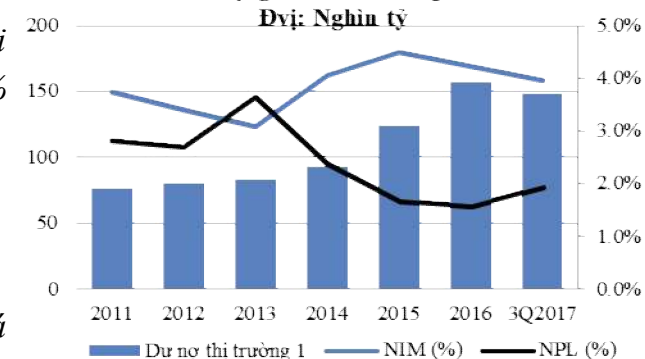
Cơ cấu tài sản TCB, 3Q2017



Cơ cấu nguồn thu TCB, 9M2017



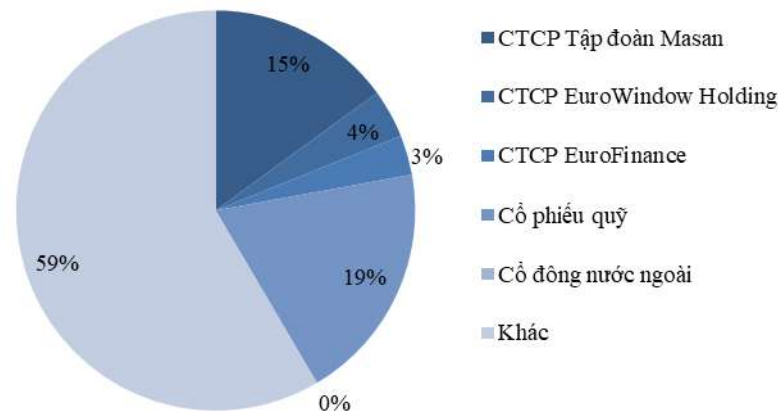
Tín dụng TCB, 2011-3Q2017



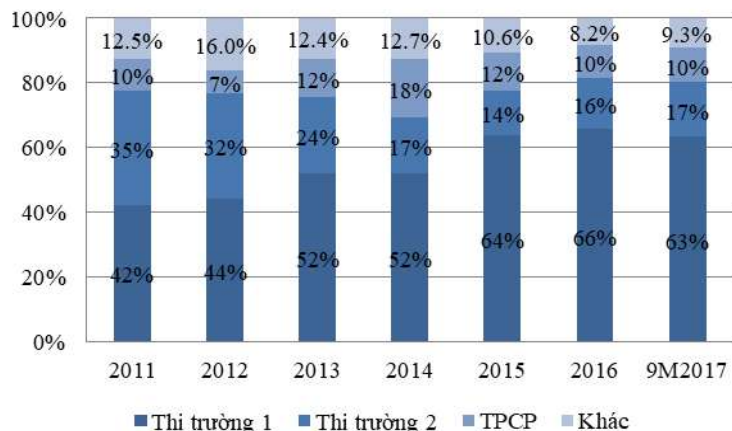
TCB – DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Techcombank (60k đ/cp, Vốn hóa: 59 nghìn tỷ)	2015	2016	2017E	2018F
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	9,344	11,919	13,339	15,994
Doanh thu lãi thuần (tỷ đồng)	7,214	8,142	8,852	10,827
NIM (%)	4.49%	4.23%	3.98%	4.29%
LNNT&DP (tỷ đồng)	5,665	7,658	9,320	11,175
LNST (tỷ đồng)	1,529	3,149	5,302	7,403
Tăng trưởng doanh thu (%)	31.5%	27.6%	11.9%	19.9%
Tăng trưởng LNST (%)	41%	106%	68%	40%
EPS điều chỉnh, pha loãng (đồng)	1,664	3,147	5,273	5,483
BVPS pha loãng (đồng)	18,537	22,062	25,999	32,563
P/E (x)	36.1	19.1	11.4	10.9
P/B (x)	3.2	2.7	2.3	1.8
ROA (%)	0.83%	1.47%	2.18%	2.72%
ROE (%)				
(loại trừ lợi ích cổ đông thiểu số)	10%	17%	23%	21%
NPL (%)	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
LDR (%)	78%	79%	76%	77%
CAR (%)	14.7%	13.1%	n.a	n.a

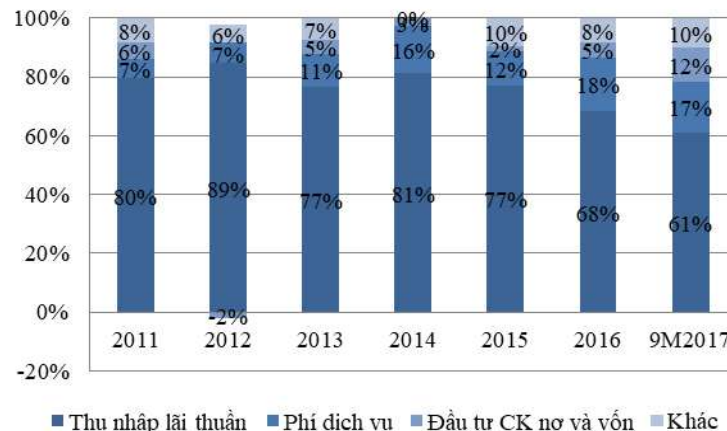
Cơ cấu cổ đông
Nguồn: Cafef, TCB



Cơ cấu tài sản TCB, 2011-3Q2017



Cơ cấu nguồn thu TCB, 2011-3Q2017



Nguồn: TCB, KISVN

Nguồn: TCB, KISVN

HÀNG KHÔNG – TÍCH CỰC

1. Tình hình 2017:

- Hàng không Việt Nam tăng trưởng 16% về lượt khách, 16% về sản lượng hàng hóa (theo ACV)
- Các hãng hàng không Việt Nam bắt đầu mở rộng sang thị trường khu vực, đặc biệt là khu vực Bắc Á.
- 9T.2017, tăng trưởng doanh thu và LNST của các công ty niêm yết lần lượt đạt 9% và 0%.

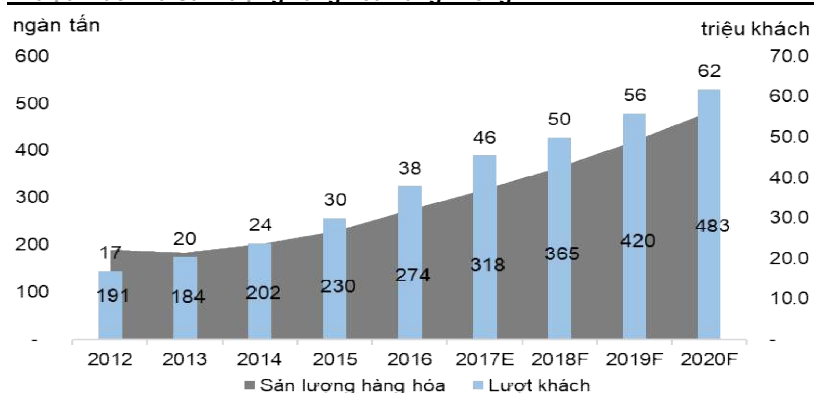
2. Kỳ vọng 2018:

- Airbus, IATA và CAPA ước tính thị trường hàng không VN tăng trưởng 10-15% về lượt khách và sản lượng hàng hóa. Trong đó, lượt khách quốc tế dự kiến tăng 20-25%.
- Bộ GTVT tăng giá dịch vụ (cất và hạ cánh) tại cảng hàng không Việt Nam 5% đến 30/6/2018, sau đó tăng thêm 10%. Dự kiến ACV tăng thu thêm 1.100 tỷ theo lộ trình này.
- Kế hoạch thoái vốn nhà nước tại HVN xuống 82% trong 1Q2018 và tại ACV xuống 75% trong 3Q2018.

3. Rủi ro

- Đà tăng giá dầu sẽ tác động mạnh đến kết quả kinh doanh của các hãng hàng không.
- Giới hạn hạ tầng sân bay hiện tại (Tân Sơn Nhất) kìm hãm khả năng tăng trưởng.

Lượt khách và Sản lượng hàng hóa hàng không



Thời gian (dự kiến)	Công ty	% CP Thoái vốn	Sở hữu Nhà nước còn lại
Quý 1.2018	HVN	4.1% (57.9 triệu cp)	82%
Quý 3.2018	ACV	20% (435.4 triệu cp)	75%
2019	HVN	31%	51%
2020	ACV	10%	65%

SCS (Vốn hóa: 5,885 tỷ đồng) – ĐỘC QUYỀN NHÓM

1. Quan điểm đầu tư:

- Vị thế độc quyền nhóm (duopoly) tại sân bay Tân Sơn Nhất. Tập trung hàng hóa quốc tế.
- Là cảng hàng hóa hàng không duy nhất còn dư địa công suất để tăng trưởng rõ ràng trong 3 năm tiếp. Ngoài ra, quỹ đất 13,000 m² chưa sử dụng tại TSN dành cho phát triển dài hạn.
- Khả năng sinh lợi cao (biên lợi nhuận ròng 60%) và năng lực tài chính mạnh (nợ ròng âm).
- Kế hoạch chuyển niêm yết lên HSX từ UpCom
- 9T.2017: Sản lượng hàng hóa của SCS đạt mức 134k tấn (+14%yoy); doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 421 tỷ (+20%yoy) và 254 tỷ (+37%yoy).

2. Rủi ro:

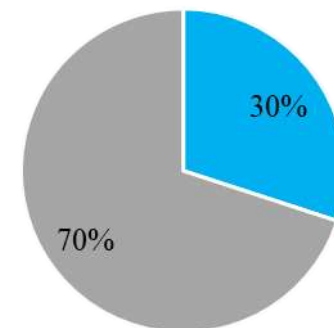
- Các dự án của SCS phụ thuộc vào quy hoạch và chính sách của Chính phủ với sân bay Tân Sơn Nhất.
- Các rủi ro khác bao gồm biến động tỷ giá và vấn đề an toàn hàng không

3. Khuyến nghị:

- Cả năm 2018, sản lượng hàng hóa tăng trưởng bình quân hàng năm dự kiến đạt 15-18%. Chúng tôi ước tính SCS đạt doanh thu 690 tỷ đồng, tăng 19%YoY, và LNST 410 tỷ đồng, tăng 27%YoY.
- Định giá SCS ở mức **158k đồng/cp**. Bao gồm 5k đồng cổ tức, tổng suất sinh lời là **29%** trong 1 năm tới.
TĂNG TỶ TRỌNG.

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	%n/n	9T.2016	9T.2017	%n/n
Sản lượng (tấn)	117,120	161,218	38%	113,300	134,484	19%
DT thuần	341	496	45%	350	421	20%
DT khai thác ga hàng hóa	303	455	50%	320	387	21%

Thị phần tại TSN
2016



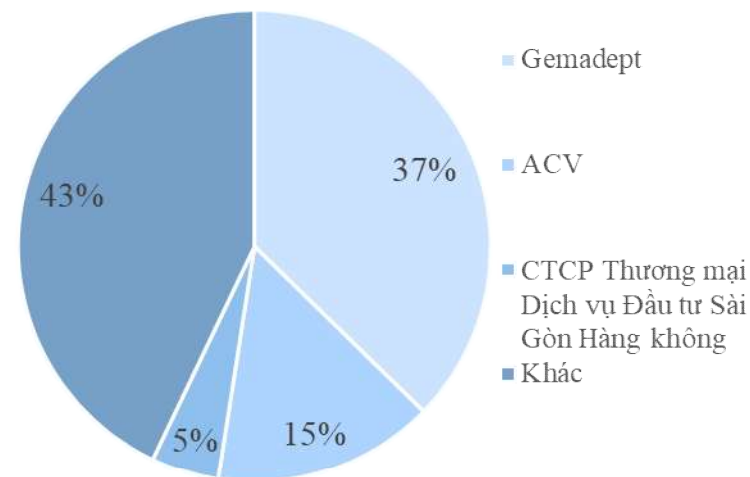
■ SCS ■ TCSC

Kho hàng SCS	Công suất (Tấn)
Giai đoạn 1 (hiện tại)	200,000
Giai đoạn 2	150,000
Tổng cộng	350,000

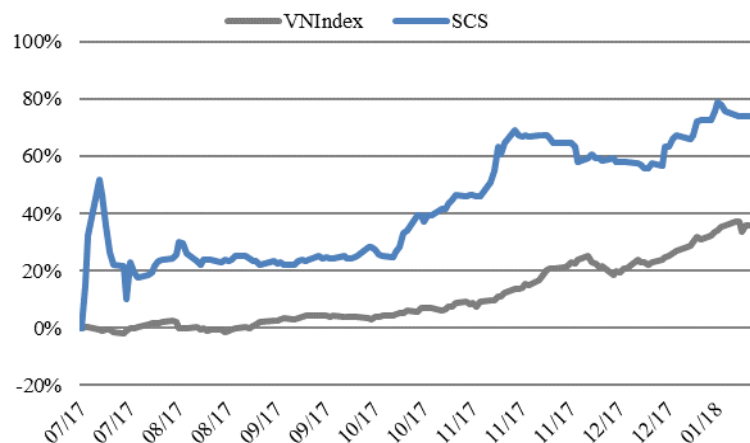
SCS – DỰ BÁO TÀI CHÍNH

SCS (119k đ/cp, Vốn hóa: 5,885 tỷ)	2015	2016	2017E	2018F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	341	496	579	690
LN hoạt động (EBIT, tỷ đồng)	187	289	370	460
LNST (tỷ đồng)	135	245	322	410
Tăng trưởng doanh thu (%)	24%	45%	17%	19%
Tăng trưởng EBIT (%)	37%	54%	28%	24%
Tăng trưởng LNST (%)	46%	81%	32%	27%
EPS điều chỉnh, pha loãng (đồng)	2,735	4,959	6,517	8,290
BVPS pha loãng (đồng)	14,929	16,655	16,483	19,193
P/E (x)	42.50	23.40	17.80	14.00
P/B (x)	7.80	7.00	6.80	5.90
ROA (%)	15%	25%	36%	40%
ROE (%)				
(loại trừ lợi ích cổ thông thiểu số)	24%	36%	41%	47%
Tài sản/VCSH (x)	1.5	1.3	1.1	1.1
Khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chi phí lãi vay ròng, x)	8.4	27.2	71.7	-142.9

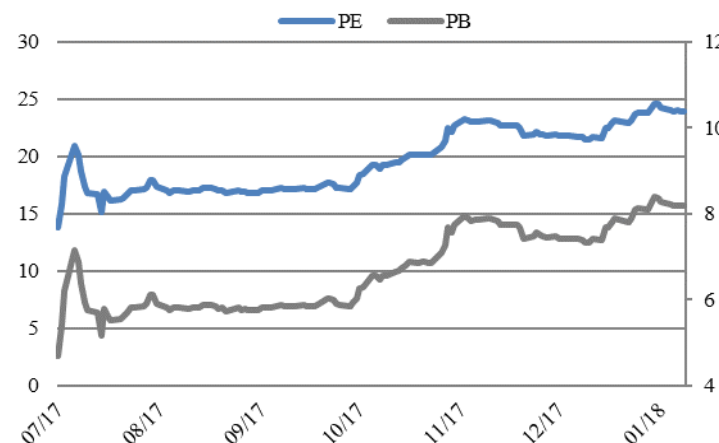
Cơ cấu cổ đông



Giá cổ phiếu SCS vs VN-Index trong 2017



Chỉ số P/E và P/B lịch sử 2017



Nguồn: StoxPlus

Nguồn: StoxPlus

CẢNG BIỂN – TÍCH CỰC

1. Tình hình 2017:

- Tăng trưởng sản lượng hàng hóa qua cảng biển năm đạt 17%yoy nhờ tăng trưởng xuất nhập khẩu, đặc biệt từ khu vực FDI.
- Miền Bắc, cạnh tranh giữa các cảng tại khu vực Hải Phòng tăng cao khiến giá phí dịch vụ giảm 7%.
- Miền Nam, trong khi cảng Cát Lái đang quá tải nhưng không thể mở rộng, cụm cảng Cái Mép – Thị Vải thừa công suất nhưng hoạt động cầm chừng. Giá dịch vụ cụm cảng phía Nam đứng yên
- 9T.2017, doanh thu và LNST của các công ty niêm yết lần lượt tăng trưởng 11% và 5%

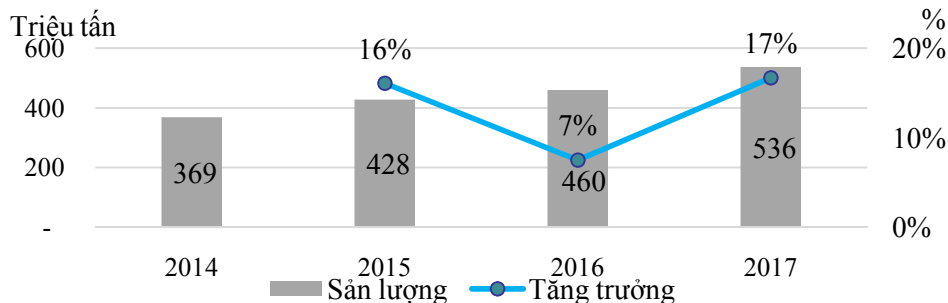
2. Kỳ vọng 2018:

- Tăng trưởng ngành dự kiến đạt 10-15% với động lực đến từ hiệp định thương mại VN-Korea, ATIGA, VN-EAEU.
- Xu hướng gia tăng cỡ tàu của hãng vận tải quốc tế tiếp tục tạo điều kiện cho các cảng nước sâu (50,000 DWT)
- Áp dụng giá sàn dịch vụ container (~ \$43/container 20') tại cụm cảng Hải Phòng, giảm áp lực cạnh tranh giá

3. Rủi ro

- Giá dầu hồi phục, gián tiếp ảnh hưởng đến ngành cảng biển.
- Tại Hải Phòng, hàng loạt cảng container mới hoạt động (Nam Đình Vũ, Lạch Huyện) gây dư cung ngắn hạn. Áp phí hạ tăng từ 2018.
- Tại Cái Mép – Thị Vải, nguồn hàng và hệ thống giao thông kết nối chưa đủ phát triển.

Sản lượng hàng hóa qua cảng biển Việt Nam (Cục hàng hải)



VSC (Vốn hóa: 2,135 tỷ đồng) – LỢI THẾ TỪ VỊ TRÍ

1. Quan điểm đầu tư:

- Ngành vận tải biển quốc tế và khu vực được kỳ vọng tiếp tục hồi phục.
- Nằm tại cụm cảng Hải Phòng, cửa ngõ chính của phía Bắc, chiếm 33% tổng sản lượng XNK.
- Tổng sản lượng qua 2 cảng VSC tăng 28% trong 2017, trong đó cảng VIP Green tăng 58% (đạt công suất ~500k TEUs/năm).
- Xây dựng bãi container và trung tâm Logistics tại KCN Đình Vũ (GIC) giúp nâng công suất VIP Green lên 800k TEUs, tạo dư địa tăng trưởng các năm tới.
- Tình hình tài chính được cải thiện rõ rệt khi hoạt động của VIP Green tăng trưởng mạnh.
- Định giá hấp dẫn. P/E 2018 forward 8.3x.

2. Rủi ro:

- Sản lượng qua cảng Green, nằm ở thượng nguồn, giảm 9% trong 2017 và dự kiến tiếp tục trong tương lai.
- UBND Hải Phòng quyết định thu phí hạ tầng đối với các cảng biển trong khu vực từ 2018
- Gia tăng cạnh tranh ở hạ nguồn sông Cấm do cảng mới Nam Đình Vũ và Lạch Huyện.

3. Khuyến nghị:

- Năm 2018, chúng tôi ước tính VSC đạt DT 1,407 tỷ đồng (+8.2%YoY) và LNST 304 tỷ đồng (+9.5%YoY).
- Định giá VSC ở mức 60k đồng/cp. Bao gồm 2k đồng cổ tức, tổng suất sinh lời là 48% trong 1 năm tới.

TĂNG TỶ TRỌNG.

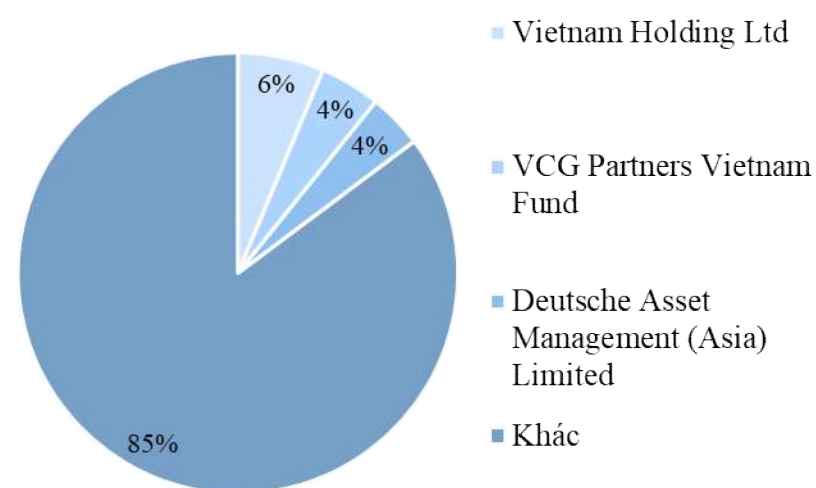
	2015	2016	2017E	2018F
Tổng công suất (k. TEU/năm)	600	600	850	1,150
Cảng Green	350	350	350	350
Cảng VIP Green	250	250	500	800
Sản lượng (k. TEU/năm)	350	610	774	839
Tăng trưởng (%)		74%	27%	8%
Cảng Green	350	310	300	270
Cảng VIP Green	0	300	477	569



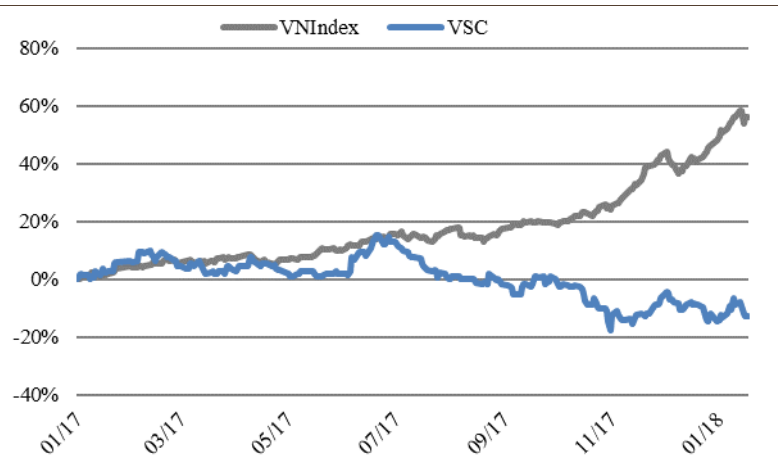
VSC – DỰ BÁO TÀI CHÍNH

VSC (42.6k d/cp, Vốn hóa: 2,135 tỷ)	2015	2016	2017E	2018F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	928	1,082	1,300	1,407
LN hoạt động (EBIT, tỷ đồng)	321	331	345	364
LNST (tỷ đồng)	277	262	277	304
Tăng trưởng doanh thu (%)	4%	17%	20%	8%
Tăng trưởng EBIT (%)	12%	-5%	6%	10%
Tăng trưởng LNST (%)	12%	-5%	6%	10%
EPS điều chỉnh, pha loãng (đồng)	5,015	4,513	4,692	5,101
BVPS pha loãng (đồng)	30,488	29,602	29,603	32,704
P/E (x)	8.49	9.44	9.08	8.35
P/B (x)	1.40	1.44	1.44	1.30
ROA (%)	12%	11%	11%	12%
ROE (%)				
(loại trừ lợi ích cổ đông thiểu số)	24%	19%	18%	18%
Tài sản/VCSH (x)	1.6	1.6	1.5	1.4
Khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chi phí lãi vay ròng, x)	-31.6	14.5	14.2	16.3

Cơ cấu cổ đông

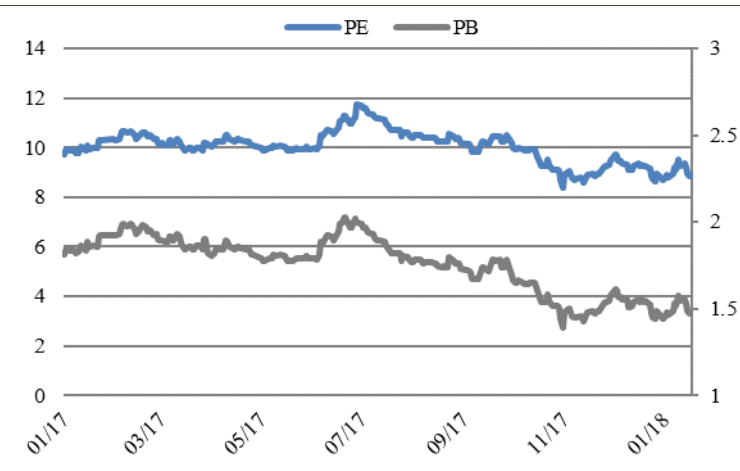


Giá cổ phiếu VSC vs VN-Index trong 2017



Nguồn: StoxPlus

Chỉ số P/E và P/B lịch sử 2015-2017



Nguồn: StoxPlus

BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở – TRUNG LẬP

1. Tình hình 2017:

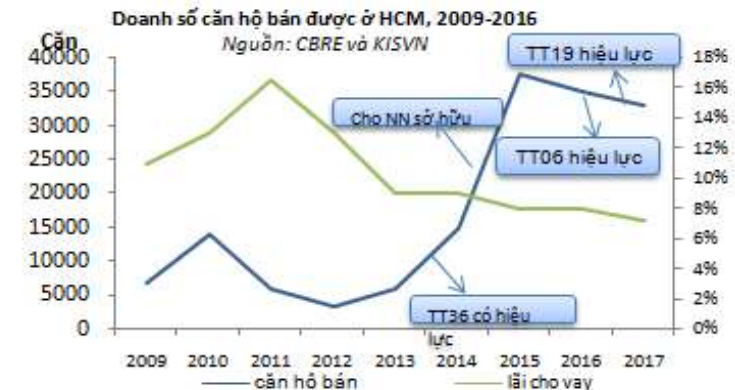
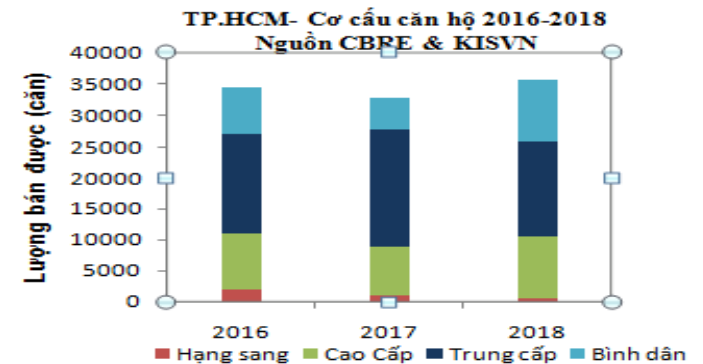
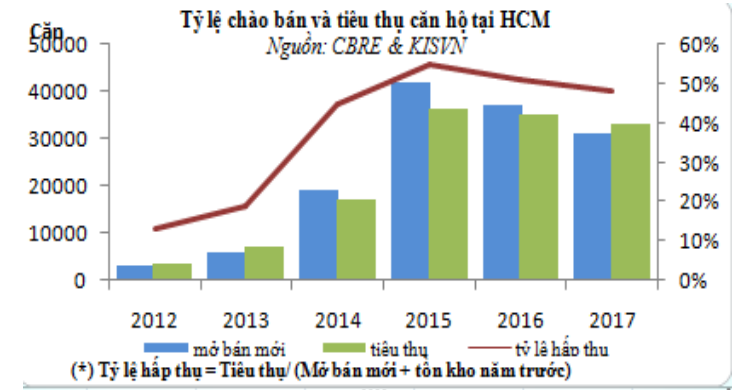
- Thị trường BĐS đón nhận 3.05 tỷ USD dòng vốn FDI, cao nhất trong 10 năm.
- Thị trường nhà ở gắn liền với đất tiếp tục tăng trưởng tốt trong khi thị trường căn hộ có dấu hiệu chững lại.
- 9M2017, DT và LN các công ty niêm yết lần lượt tăng 45% và 10% YoY.

2. Kỳ vọng 2018:

- Hệ thống hạ tầng đô thị mới, đường vành đai 3, tuyến metro số 1 ... được tập trung phát triển, thúc đẩy thị trường BĐS đặc biệt là khu Đông TPHCM.
- Dự thảo Luật Đơn vị hành chính kinh tế đặc biệt cho phép người nước sở hữu nhà lên tới 99 năm.
- CBRE ước tính phân khúc nhà trung cấp vẫn dẫn dắt thị trường trong cả năm tới.
- Doanh thu và lợi nhuận các công ty niêm yết lần lượt tăng 34% và 72% YoY.

3. Rủi ro

- 2018-202, Chính Phủ sẽ trình Quốc Hội xem xét 3 nhóm dự luật có liên quan đến BĐS như thuế bất động sản.
- Tín dụng cho BĐS tiếp tục hạn chế do (1) tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các ngân hàng giảm xuống 45% (2018), 40% (2019), (2) hệ số rủi ro cho vay bất động sản là 200% từ 2017 trở đi.
- Xu hướng Condotel bùng nổ, hút dòng tiền từ thị trường nhà ở.



BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP – TÍCH CỰC

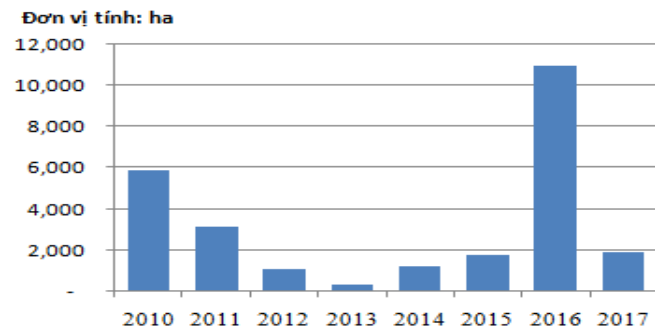
1. Tình hình 2017:

- Khu vực công nghiệp chế biến chế tạo tăng trưởng 9.4% năm 2017, góp phần lớn vào mức tăng 6.81% của GDP. Làn sóng đầu tư từ nước ngoài tăng mạnh, tổng vốn đăng ký FDI tăng 45%YoY đạt 35,9 tỷ USD.
- Việt Nam có thêm 5 KCN mới thành lập với tổng diện tích 1,882.6 ha, giúp tổng diện tích đất KCN tăng 2% đạt 96.3k ha. Tổng tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp hiện hữu đạt 51%.
- Miền Bắc sôi động với hàng loạt KCN mới được lập như các cụm KCN Gia Lâm, Thanh Trì, Thanh Oai, Chương Mỹ ... tại Hà Nội để đáp ứng nguồn cầu trong tương lai.
- Giá cho thuê KCN có xu hướng tăng.
- 9M2017, doanh thu và LNST các công ty niêm yết tăng tương ứng 3% và 7%YoY.

2. Kỳ vọng 2018:

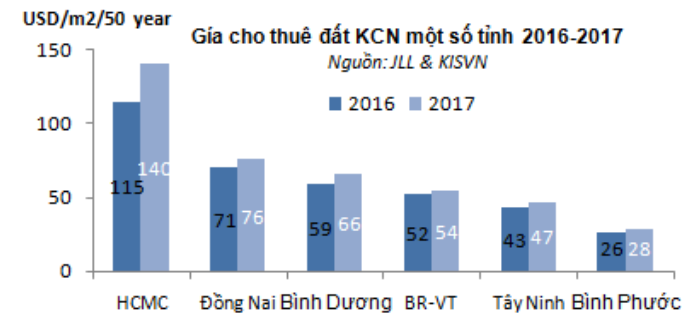
- Các hiệp định thương mại ký kết (VN-Korea, ATIGA ...), chi phí lao động cạnh tranh cùng với hệ thống hạ tầng được cải thiện (các tuyến cao tốc, metro, các cảng biển...) tiếp tục là nền móng để ngành BĐS cho thuê KCN tiếp tục phát triển và mở rộng.
- Doanh thu và lợi nhuận các công ty niêm yết lần lượt ước tăng 19% và 26% so với 2017.

Nguồn cung đất khu công nghiệp mới, 2010-2017



Nguồn: MPI, KISVN

Giá cho thuê KCN của một số tỉnh 2016-2017



Nguồn: JLL, KISVN

ĐIỆN – TRUNG LẬP

1. Tình hình 2017:

- Tiêu thụ tăng 8.9% YoY đạt 174.1 tỷ Kwh trong khi công suất chỉ tăng 5.5%, đạt 40,688 MW
- Quyết định 24/2017/QĐ-TTg cho phép EVN được tự quyết tăng hoặc giảm giá bán lẻ điện trong mức 3-5%. Giá bán lẻ điện bình quân 2017 là 1.721 đồng/KWh, tăng 6.08% sau 2 năm không đổi.
- Sản lượng điện huy động từ thủy điện tăng 24.2% YoY đạt 84.7 tỷ KWh do lượng mưa cao.
- Giá than nội địa dành cho ngành điện tăng 7%, giá khí tăng 15% so với đầu năm gây áp lực lên giá thành các nhà máy nhiệt điện
- 9T2017, doanh thu và lợi nhuận các công ty niêm yết lần lượt tăng 15% và 64% so với cùng kỳ.

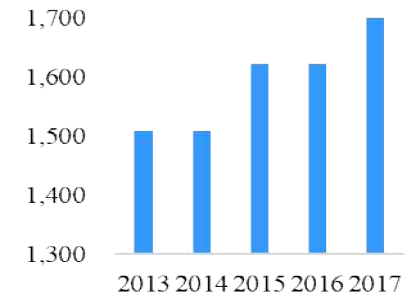
2. Kỳ vọng 2018:

- Tiêu thụ điện ước tăng trưởng mạnh 9.4% YoY. Công suất phát điện tăng 9.3% YoY
- Theo dự báo Cơ quan khí tượng Mỹ, thời tiết khả năng cao sẽ tiếp tục pha La Nina trong Q1 và pha trung tính vào Q2, thuận lợi cho các nhà máy thủy điện tích nước.
- Giá than tiếp tục giữ mức cao ở mức 100USD/tấn, giá dầu ở mức 66 USD/thùng tác động tiêu cực đến sản lượng phát điện trên thị trường điện cạnh tranh của nhóm nhiệt điện.
- Thí điểm Thị trường bán buôn điện cạnh tranh tiếp tục thử nghiệm trong 2018, tiến đến đưa vào vận hành năm 2019.

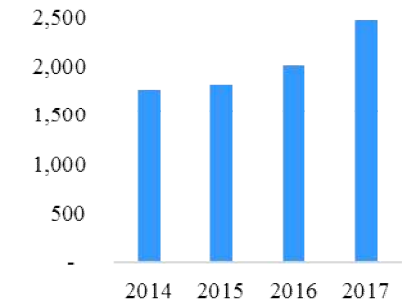
3. Rủi ro

- Rủi ro tỷ giá do phần lớn vốn vay bằng ngoại tệ
- Điều kiện thời tiết bất ổn ảnh hưởng cơ cấu huy động điện toàn hệ thống do tỷ trọng nhóm thủy điện lớn (38% tổng công suất)

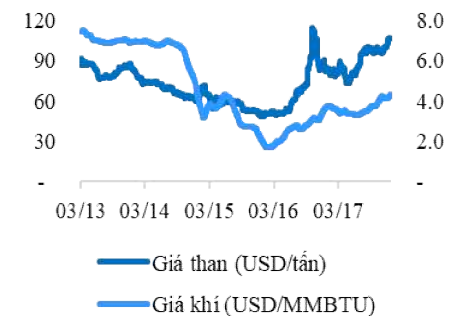
Giá bán lẻ điện



Tổng lượng mưa năm (mm)



Giá nhiên liệu



PVPower (Vốn hóa: 33,721 tỷ) – HỒI PHỤC

1. Quan điểm đầu tư:

- Thủy điện Hòa Na (Nghệ An) và Đắc Đrinh (Quảng Ngãi) có hồ chứa lớn trên 1 tuần, thuận lợi điều tiết nước. Tháng 11/2017, Hòa Na vừa ký kết hợp đồng điện PPA, giá cao hơn 25% giá tạm tính.
- Nhóm các nhà máy điện khí chiếm 64% công suất của PV Power, tập trung tại khu vực miền Nam nơi có phụ tải cao. Nhà máy Cà Mau 1&2 sẽ hết khấu hao vào 2019 (khoảng 1.100 tỷ hàng năm), giúp tăng lợi nhuận.
- Sản lượng điện ước tính sẽ tăng trưởng mạnh 27% YoY đạt 25.3 tỷ Kwh năm 2018 sau khi hoàn tất đầu tư các nhà máy nhiệt điện khí trong 2017 cùng với nhiệt điện Vũng Áng vận hành 100% công suất (so với 60% năm 2017).
- Dòng tiền tự do mạnh 5.500 tỷ/năm, giảm áp lực lãi vay và lỗ tỷ giá qua thời gian
- Định giá rẻ ở mức P/B 1.3x.

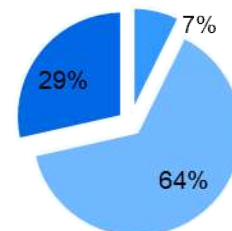
2. Rủi ro:

- Đầu tư NT3, NT4 có thể sẽ kém hiệu quả do chi phí đầu tư ban đầu cao, sử dụng nhiên liệu LNG nhập khẩu (ước tính 8 – 9 USD/MMBTU so với giá khí NT2 hiện tại là 4-5 USD/MMBTU).
- Cơ cấu nguồn vốn ngoại tệ chiếm tỷ trọng lớn, nợ ngoại tệ năm 2016 là 24,600 tỷ, chiếm 35% tổng tài sản.
- Giá dầu và khí đang tăng.

-Khuyến nghị:

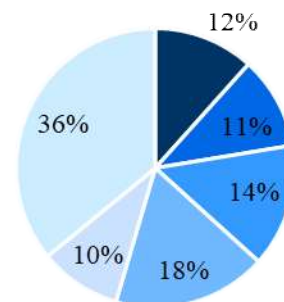
- Cả năm 2018, chúng tôi ước tính PVPower đạt doanh thu 37,624 tỷ đồng, tăng 27% YoY, và LNST 3,769 tỷ đồng, tăng 47% YoY.
- Định giá VPPower ở mức 19.7kđ/cp. So với giá IPO 14.4k đ/cp, tổng suất sinh lời là 43% trong 1 năm tới, bao gồm 600 đồng cổ tức. **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Loại hình phát điện của PVPOWER



- Thủy điện
- Nhiệt điện khí
- Nhiệt điện than

Cơ cấu thị phần phát điện VN (2017)

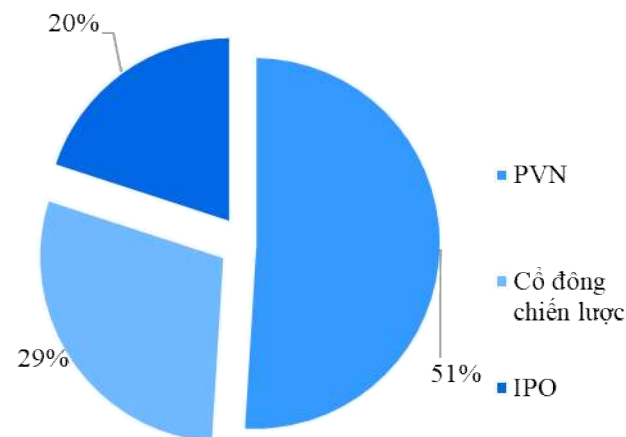


- GENCO1 ■ GENCO2
- GENCO3 ■ EVN
- PVPower ■ Khác

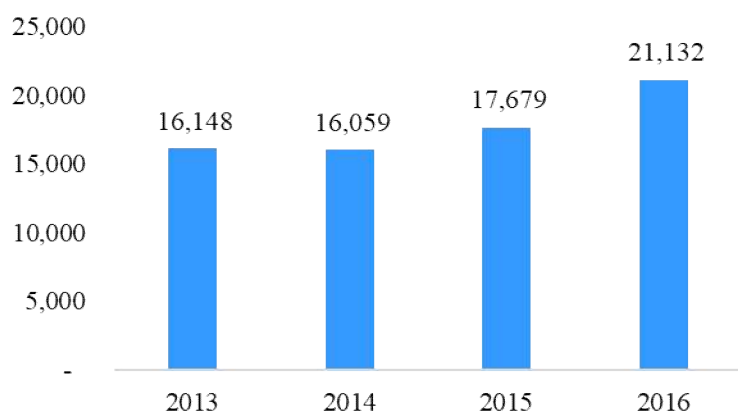
PVPower – DỰ BÁO TÀI CHÍNH

PVPower (14.4k đ/cp, Vốn hóa: 33,721 tỷ)	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	28,212	29,514	37,624	38,901
LNT hoạt động (EBIT, tỷ đồng)	3,027	3,932	5,457	6,297
LNST (tỷ đồng)	1,517	2,563	3,769	4,827
Tăng trưởng doanh thu (%)	21%	5%	27%	3%
Tăng trưởng EBIT (%)	10.7%	13.3%	14.5%	16.2%
Tăng trưởng LNST (%)	5.4%	8.7%	10.0%	12.4%
EPS điều chỉnh, pha loãng (đồng)	459	797	1,262	1,668
BVPS pha loãng (đồng)	10,272	11,069	11,831	12,999
P/E (x)	31.4	18.1	11.4	8.6
P/B (x)	1.4	1.3	1.2	1.1
ROA (%)	2%	4%	6%	8%
ROE (%)				
(loại trừ lợi ích cổ thông thiểu số)	5%	8%	12%	15%
Nợ/VCSH (x)	0.96	0.69	0.46	0.24
Khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chỉ phí lãi vay ròng, x)	3.5	2.4	1.5	0.9

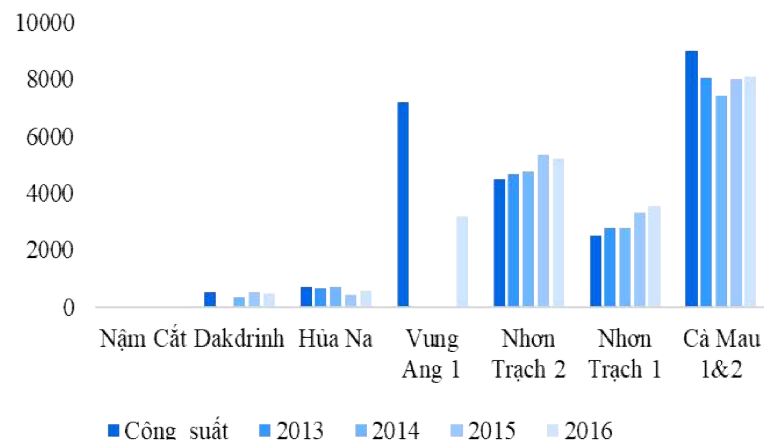
Cơ cấu cổ đông



Sản lượng điện thương phẩm của PVPower (triệu kWh)



Cơ cấu sản lượng điện của PVPower (triệu kWh)



Nguồn: KISVN Tổng hợp

Nguồn: KISVN Tổng hợp

DẦU KHÍ – TRUNG LẬP

1. Tình hình 2017:

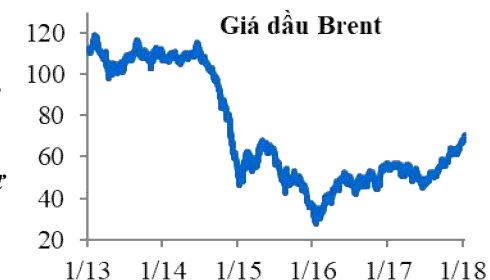
- Giá dầu Brent đạt 66.7 USD/thùng, tăng 20.5% YoY. Cán cân cung cầu thế giới cải thiện tích cực, tồn kho giảm 1.5 triệu thùng/ngày (theo EIA)
- PVN khai thác 16.49 triệu tấn dầu (-4.3% YoY), 10.93 triệu m³ khí (+3% YoY). Các dự án đầu tư ngoài khơi cầm chừng.
- ExxonMobil và PVN ký kết phát triển mỏ khí Cá Voi Xanh, trữ lượng gấp 3 lần các mỏ khí hiện tại.
- Hàng loạt doanh nghiệp lớn thoái vốn: PVPower, PVOil, Lọc hóa dầu Bình Sơn, v.v.. dự kiến đem vào nguồn vốn dồi dào 50,000 tỷ cho PVN.
- 9T2017, doanh thu và lợi nhuận các công ty niêm yết lần lượt tăng 11% và 5% so với cùng kỳ

2. Kỳ vọng 2018:

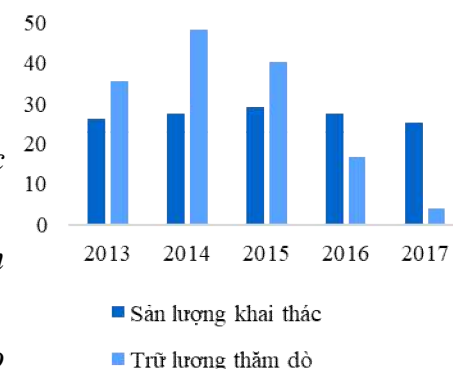
- EIA dự báo giá dầu Brent 2018 dự báo sẽ ở mức 65.84 USD/thùng, trên mức hòa vốn hầu hết các mỏ tại Việt Nam, do nhu cầu Trung Quốc tăng và cam kết siết chặt sản lượng của OPEC.
- PVN hoàn thiện tái cấu trúc bộ máy nhân sự, ổn định hoạt động, đẩy mạnh công tác tìm kiếm thăm dò trong năm 2018.
- Những dự án lớn được xúc tiến Nam Côn Sơn 2, Cá Rồng Đỏ, Sao Vàng – Đại Nguyệt, v.v.. kéo theo khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp thăm dò, thiết kế, xây lắp dầu khí.

3. Rủi ro 2018

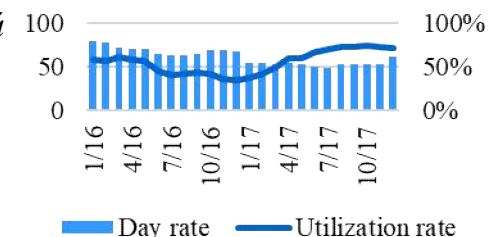
- Tranh chấp lãnh thổ tại Biển Đông khi các dự án dầu khí lớn được triển khai như Cá Rồng Đỏ, Cá Voi Xanh
- Giá các dịch vụ khoan và khảo sát thăm dò vẫn chưa hồi phục do tình trạng dư cung trong khu vực



Sản lượng khai thác và thăm dò của PVN (triệu tấn)



Giá thuê giàn khoan tự nâng tại khu vực ĐNA



CAO SU – TÍCH CỰC

1. Tình hình 2017:

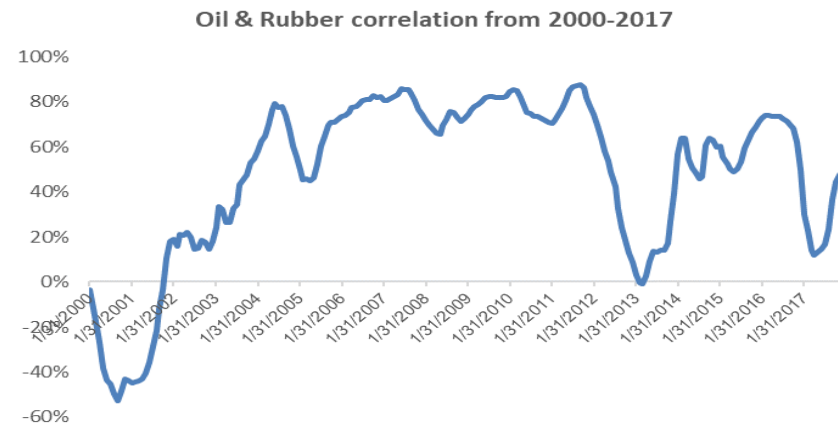
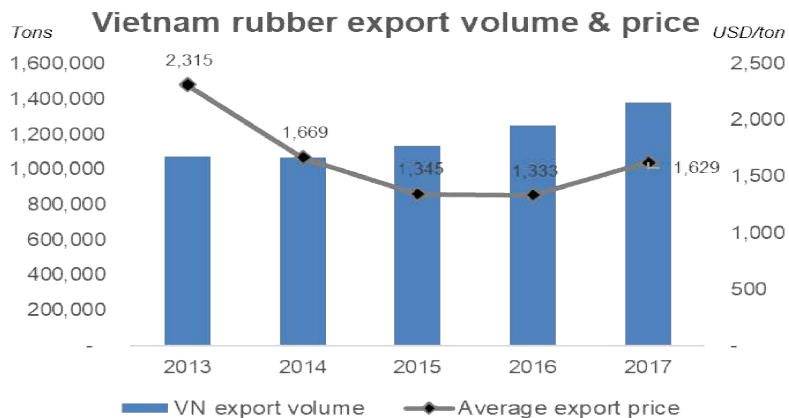
- Giá cao su thế giới sàn Tokyo Exchange tăng 21% YoY đạt mức 211.7JPY/kg - tương ứng mức 42.4 triệu VND/tấn do giá dầu tăng, nhu cầu tiêu thụ ô tô toàn cầu hồi phục và thời tiết xấu tại Đông Nam Á.
- 11T2017, xuất khẩu cao su Việt Nam đạt 1.22 triệu tấn với giá trung bình 1,655USD/tấn, lần lượt tăng 8.4% về lượng và 28.3% về giá so với cùng kỳ. Trung Quốc chiếm 64% giá trị xuất khẩu của Việt Nam.
- 9T2017, doanh thu và lợi nhuận công ty ngành cao su tăng trưởng 39.2% và 93.1% yoy – chủ yếu do giá thanh lý gỗ tăng đột biến.

2. Kỳ vọng 2018:

- Giá cao su thế giới có thể tiếp tục tăng từ 20%-30% so với trung bình 2017.
- Nhu cầu thu mua nguyên liệu gỗ cao su do chính sách đóng cửa rừng Trung Quốc sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính.
- Dự phóng 2018, doanh thu và lợi nhuận các cổ phiếu ngành cao su tăng trưởng lần lượt 15.0% và 25.0% yoy.

3. Rủi ro:

- Xuất khẩu cao su phụ thuộc đến 64% thị phần vào Trung Quốc. Hoạt động thanh lý gỗ cũng phụ thuộc vào nước này.
- Giá dầu biến động khá bất ngờ và khó dự đoán trong giai đoạn 2 năm trở lại đây.



PHR (Vốn hóa: 3,367 tỷ đồng) – THU NHẬP KHÁC ẮN TƯỞNG

1. Quan điểm đầu tư:

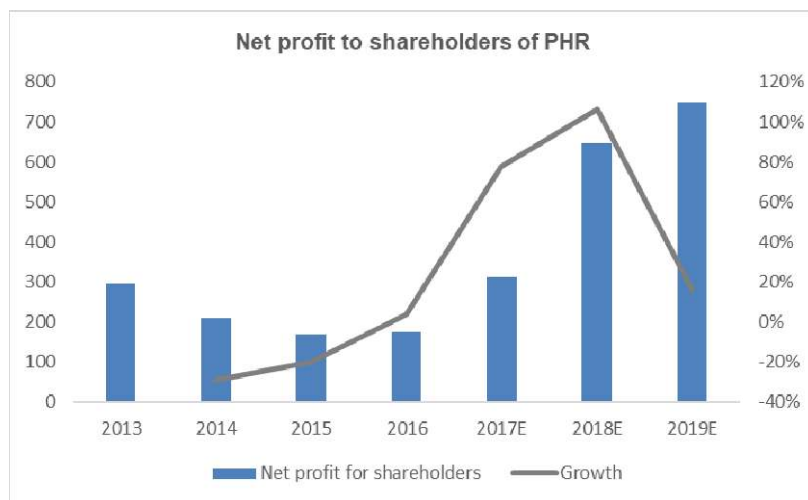
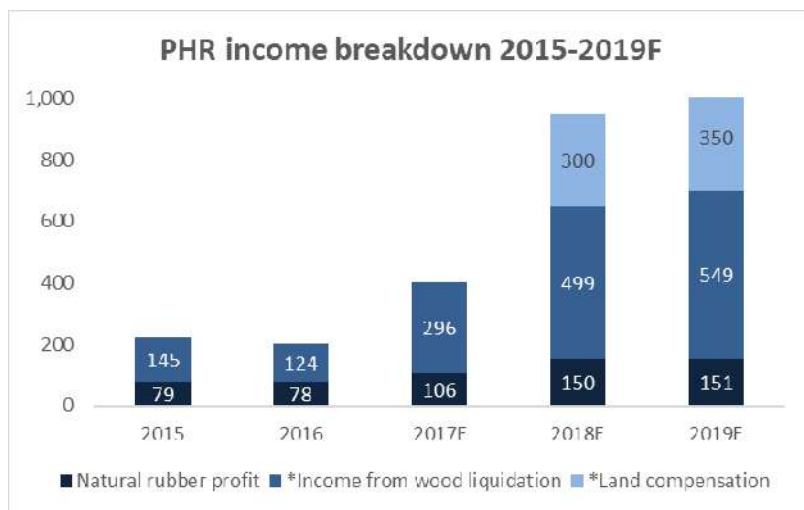
- Năm 2018, giá cao su thế giới có thể tiếp tục tăng từ 20%-30% so với trung bình 2017.
- PHR là top 3 công ty cao su mang lại lợi nhuận lớn nhất của Tập đoàn Cao Su Việt Nam.
- Dự án vườn cây Phước Hòa Kampong Thom – Campuchia - 7.6k ha dự kiến khai thác mở toàn bộ từ 2020.
- Lợi nhuận từ hoạt động thanh lý gỗ của PHR (chiếm 39% LNST của PHR 9T2017) cao trong 3 năm 2018-2020. Chính sách cấm khai thác gỗ nguyên liệu của Trung Quốc từ 2017 đẩy giá gỗ cao su ở Việt Nam tăng mạnh.
- Tiền đền bù đất khu công nghiệp dự án Nam Tân Uyên 3 (350ha) và dự án KCN VSIP III (1000ha) dự kiến sẽ đem lại khoảng 1,300 tỷ đồng tiền đền bù cho PHR trong 2018-2021 cộng với 20% lợi nhuận tương lai của VSIP III.
- Lũy kế 9T2017, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PHR tăng lần lượt 45.5% và 87.9%.

2. Rủi ro:

- Quỹ khen thưởng phúc lợi cao do đặc tính thâm dụng lao động, chiếm đến 20% LNST
- Sau 2020 sẽ không còn dòng tiền lớn từ thanh lý gỗ cao su và đền bù khu công nghiệp như trước đây.

3. Khuyến nghị:

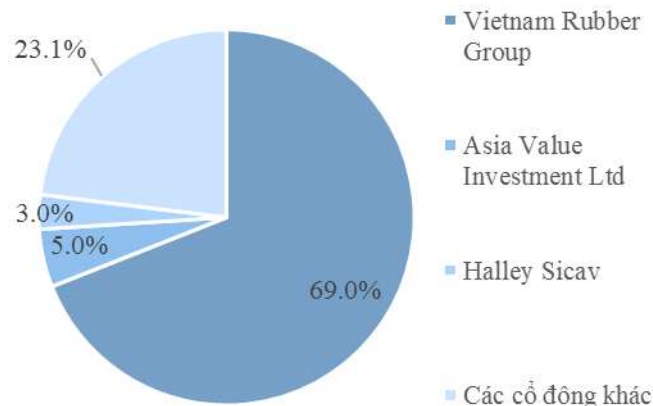
- Chúng tôi định giá PHR ở mức 64,000 đ/cp. Bao gồm 2,000 đ/cp cổ tức, tổng mức sinh lời 27% trong 1 năm. **TĂNG TỶ TRỌNG.**



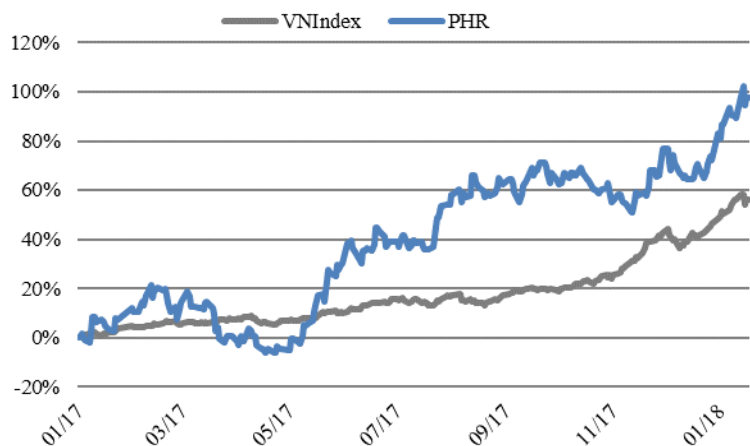
PHR – DỰ BÁO TÀI CHÍNH

PHR (52k d/cp, Vốn hóa: 3,367tỷ)	2015	2016	2017E	2018E
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1,227	1,178	1,336	1,782
LNT hoạt động (EBIT, tỷ đồng)	79	78	134	328
LNST (tỷ đồng)	215	223	406	784
Tăng trưởng doanh thu (%)	-24%	-4.0%	13.4%	33.3%
Tăng trưởng EBIT (%)	-48.8%	-0.6%	70.9%	145.5%
Tăng trưởng LNST (%)	-19.4%	3.8%	81.7%	93.2%
EPS điều chỉnh, pha loãng (đồng)	2,157	2,243	4,134	7,986
BVPS pha loãng (đồng)	26,259	27,507	29,998	36,207
P/E (x)	13.7	13.2	10.0	5.2
P/B (x)	1.4	1.3	1.4	1.1
ROA (%)	6.5%	5.8%	9.4%	15.1%
ROE (%)	10%	10%	17%	29%
(loại trừ lợi ích cổ thông thiểu số)				
Tài sản/VCSH (x)			1.7	1.76
Khả năng thanh toán lãi vay				
(EBIT/chí phí lãi vay ròng, x)	-5.8	-5.5	-8.1	-17.2

Cơ cấu cổ đông của PHR

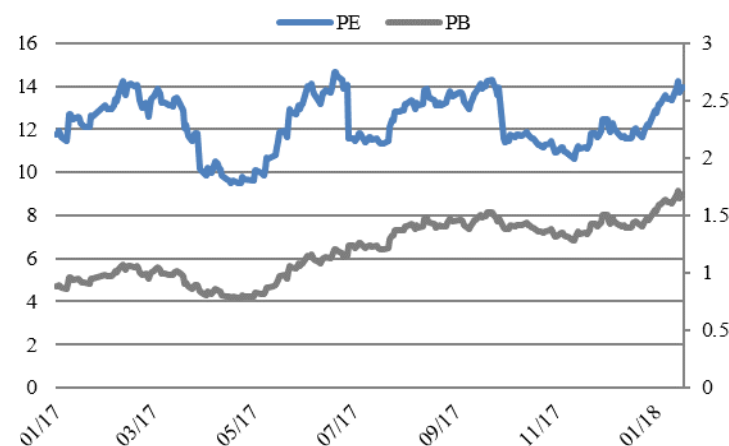


Giá cổ phiếu PHR vs VN-Index trong 2017



Nguồn: StoxPlus

Chỉ số P/E và P/B lịch sử 2015-2017



Nguồn: StoxPlus

DƯỢC PHẨM – TRUNG LẬP

1. Tình hình 2017:

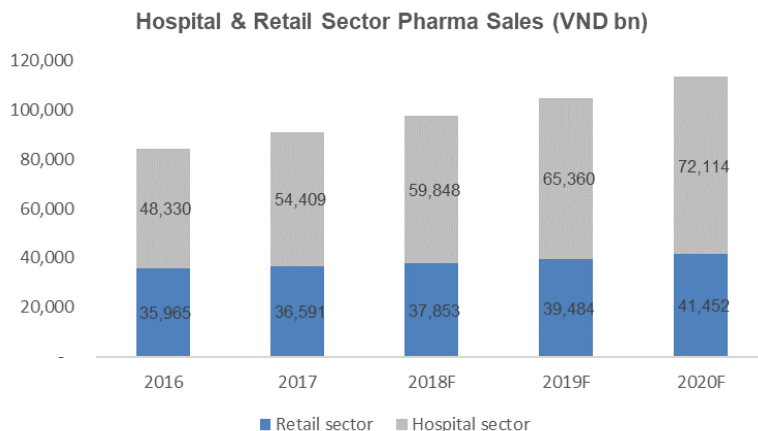
- Tổng doanh thu bán hàng dược phẩm nội địa 2017 dự kiến đạt 91,000 tỷ đồng – tăng 8.0% yoy. Trong số đó, 60% được bán qua kênh bệnh viện, 40% qua kênh bán lẻ.
- Đối với kênh bán lẻ, sản lượng bán hàng giảm nhẹ 3.0% trong khi giá bán tăng 1.7%. Đối với kênh bệnh viện, cả sản lượng và giá bán đều tăng lần lượt 8.3% và 3.9% so với cùng kỳ.
- Độ phủ của bảo hiểm y tế (SHI) tiếp tục được mở rộng - 82% dân số đã có bảo hiểm.
- Lũy kế 9T2017, doanh thu và lợi nhuận công ty ngành Dược niêm yết tăng trưởng 6.4% và 10.3% yoy.

2. Kỳ vọng 2018:

- IMS dự phóng doanh số ngành Dược phẩm Việt Nam tiếp tục tăng trưởng bền vững 8.0% yoy.
- Dự thảo sửa đổi Thông tư 11/2016/TT-BYT đấu thầu kênh bệnh viện cấp 1 & 2 có thể loại bỏ chuẩn PIC-S.
- Dự phóng 2018, doanh thu và lợi nhuận các công ty dược tăng trưởng 7.4% và 11.0% yoy.

3. Rủi ro:

- 70% dược liệu của ngành vẫn còn phụ thuộc vào nguồn tá dược chất lượng kém từ Trung Quốc, Ấn Độ.
- Cạnh tranh gay gắt đối với các hãng Dược phẩm ngoại chất lượng cao như Bayer, Novartis, Roche, GSK, Pfizer, Johnson...



PME (Vốn hóa: 5,381 tỷ đồng) – TĂNG TRƯỞNG VỮNG VÀNG

1. Quan điểm đầu tư:

- Trong số các công ty nội địa, Pymepharco đứng hàng đầu về quy mô và công nghệ.
- Tiêu chuẩn sản xuất thuốc châu Âu EU-GMP và kinh nghiệm đấu thầu lâu năm trong kênh bệnh viện giúp tận dụng tốt Luật Dược sửa đổi 105/2016/QH13.
- Dự thảo sửa đổi Thông tư 11/2016/TT-BYT loại bỏ chuẩn PIC-S trong đấu thầu cấp 1 & 2 kênh bệnh viện.
- Hiệu quả kinh doanh vượt trội qua tăng trưởng lợi nhuận 20% CAGR và ROE trên 20% trong 5 năm qua. Chiến lược tăng trưởng xuyên suốt trong cả ngắn và dài hạn, đảm bảo mục tiêu tăng trưởng 15% CAGR mỗi năm trong 5 năm tới.
- Tài chính lành mạnh: không nợ vay, lượng tiền mặt ròng 500 tỷ.
- Định giá rẻ: PE 2018 forward là 14.9x.

2. Rủi ro:

- Cạnh tranh từ các loại thuốc đấu thầu theo chuẩn EU-GMP từ Imexpharm (IMP).
- Stada VN & PME từng bị Thanh tra Chính phủ điều tra nguồn gốc nguyên vật liệu thuốc Tamiflu vào năm 2014.
- Full room 49% sẽ rất khó hấp dẫn nhà đầu tư ngoại nếu không có kế hoạch nới room.

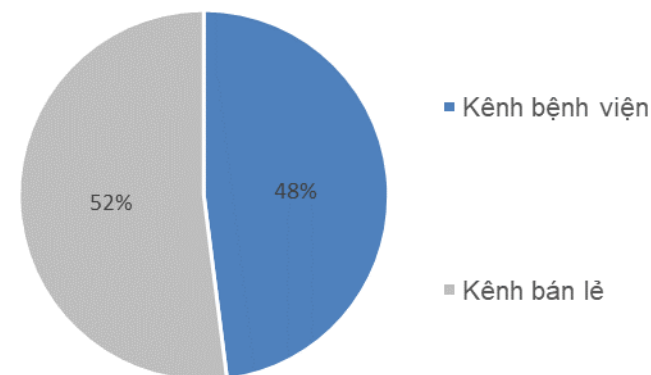
3. Khuyến nghị:

- Với EPS forward 2018 5,183VND và PEG ratio 1.6x dẫn đến P/E hợp lý 24x, chúng tôi ước tính giá trị thực của PME là VND124,400. Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG.

5 công ty Việt Nam duy nhất đạt chuẩn EU-GMP

Công ty	Cơ quan cấp	Cấp đấu thầu
Pymepharco	Đức	I & II
Stada - VN	Đức	I & II
Imexpharm	Tây Ban Nha	I & II
Medochemie	Cyprus	II
Tenamyd	Slovakia	II

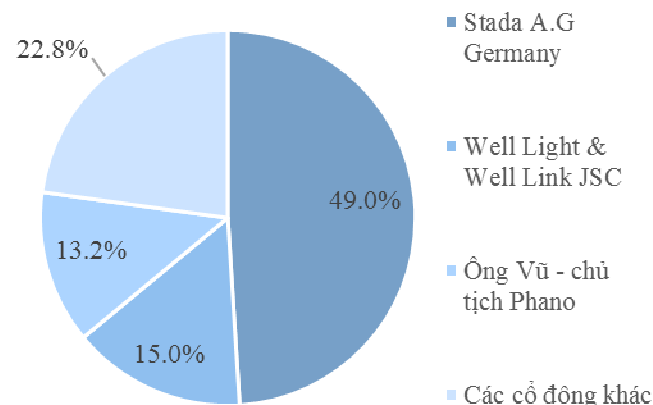
Tỷ trọng doanh số kênh bệnh viện/ bán lẻ của PME 2016



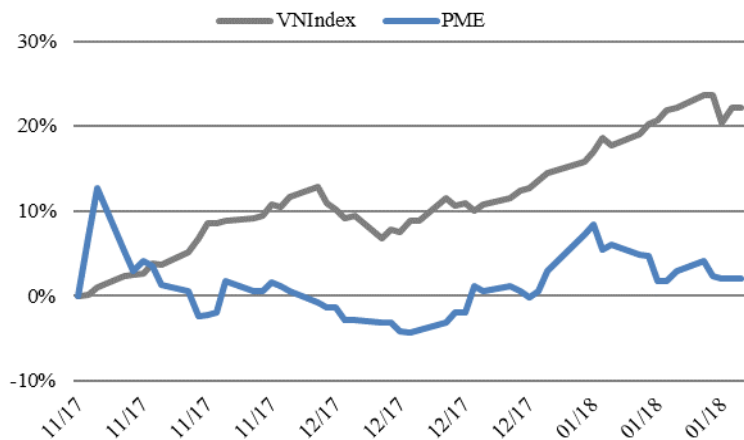
PME – DỰ BÁO TÀI CHÍNH

CTCP Pymepharco (HOSE: PME)	2015	2016	2017E	2018E
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1,508	1,616	1,858	2,137
LNT hoạt động (EBIT, tỷ đồng)	284	343	395	454
LNST (tỷ đồng)	239	293	339	383
Tăng trưởng doanh thu (%)	15.2%	7.2%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng EBIT (%)	18.8%	21.2%	21.2%	21.2%
Tăng trưởng LNST (%)	30.5%	22.4%	16.1%	12.8%
EPS điều chỉnh, pha loãng (đồng)	3,647	4,464	5,183	5,846
BVPS pha loãng (đồng)	26,431	22,804	25,987	29,833
P/E (x)	23.9	19.5	16.8	14.9
P/B (x)	3.3	3.8	3.3	2.9
ROA (%)	14.8%	16.4%	17.0%	16.5%
ROE (%)	19.8%	20.8%	21.3%	21.0%
(loại trừ lợi ích cổ thông thiểu số)				
Tài sản/VCSH (x)	1.2	1.2	1.2	1.2
Khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chi phí lãi vay ròng, x)	n/a	n/a	n/a	n/a

Cơ cấu cổ đông của Pymepharco

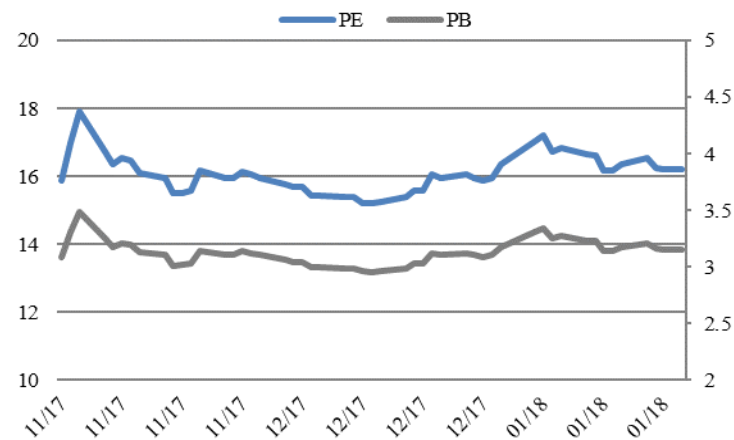


Giá cổ phiếu PME vs VN-Index trong 2017



Nguồn: StoxPlus

Chỉ số P/E và P/B lịch sử 2015-2017



Nguồn: StoxPlus