



2018

VIẾT TIẾP GIẤC MƠ

Tháng 01/2018

Nguồn ảnh: Osaba/Freepik

VNDIRECT
WISDOM TO SUCCESS

IN ALLIANCE WITH
 **CIMB**

MỤC LỤC

Nội dung chính.....	3
Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng.....	5
<i>Hoạt động xuất khẩu của khối FDI dẫn dắt đà tăng trưởng</i>	<i>5</i>
<i>Lạm phát thấp mặc dù chính sách tiền tệ nới lỏng và giá hàng hóa tăng trở lại.....</i>	<i>6</i>
<i>Nền kinh tế đang đi lên nhưng công cuộc tái cấu trúc hệ thống ngân hàng và DNNN vẫn chưa đạt tiến độ</i>	<i>6</i>
Triển vọng 2018: Tăng trưởng ổn định.....	7
<i>Kỳ vọng chính sách tiền tệ toàn cầu thắt chặt từ từ trong năm 2018</i>	<i>7</i>
<i>Kinh tế Việt Nam duy trì đà tăng trưởng trong năm 2018.....</i>	<i>7</i>
Triển vọng Trung hạn: 3 chủ đề chính.....	11
<i>Chủ đề 1: Quá trình công nghiệp hóa được dẫn dắt bởi vốn FDI vào lĩnh vực chế tạo điện tử và lọc dầu.....</i>	<i>11</i>
<i>Chủ đề 2: Tiêu dùng được hỗ trợ nhờ tầng lớp trung lưu mới nổi của Việt Nam và lượng khách du lịch tăng lên.....</i>	<i>12</i>
<i>Chủ đề 3: Năm 2018 sẽ đánh dấu một mốc quan trọng đối với hội nhập thương mại của Việt Nam.....</i>	<i>14</i>
Mặc dù tăng trưởng có triển vọng tích cực, nhưng rủi ro vĩ mô CŨNG ĐANG LỚN DẦN.....	17
<i>Tăng trưởng tín dụng vượt xa tăng trưởng GDP.....</i>	<i>17</i>
<i>Rủi ro từ môi trường bên ngoài ngày càng trở nên quan trọng do sự phụ thuộc của nền kinh tế vào khối FDI và tăng cường hội nhập thương mại</i>	<i>19</i>
Nhìn lại TTCK 2017: Một năm thăng hoa vượt qua mọi kỳ vọng.....	23
<i>Đà tăng trưởng mạnh mẽ của nhóm CP Vốn hóa lớn giúp VNINDEX tiệm cận mức đỉnh lịch sử.....</i>	<i>23</i>
<i>Bước nhảy vọt về thanh khoản thị trường – vượt 5.000 tỷ đồng/phiên.....</i>	<i>25</i>
<i>Khối ngoại mua ròng kỷ lục – Đóng vai trò quan trọng trong diễn biến tích cực của thị trường.</i>	<i>26</i>
<i>Thị trường bước sang một giai đoạn mới về quy mô vốn hóa.....</i>	<i>27</i>
<i>Mức tăng của chỉ số vượt trội so với tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp.....</i>	<i>28</i>
Triển vọng thị trường 2018: Hướng sự chú ý đến nhóm Mid-cap	30
<i>Các sản phẩm phái sinh sẽ tiếp tục hỗ trợ cho thị trường cơ sở</i>	<i>30</i>
<i>Cổ phần hóa và thoái vốn DNNN sẽ tiếp tục là chất xúc tác quan trọng cho đà tăng trưởng của TTCK Việt Nam trong thời gian tới.</i>	<i>31</i>
<i>2018 tiếp tục hứa hẹn một năm thăng lợi, nhưng mức tăng trưởng thăng hoa như năm 2017 có thể khó lặp lại.....</i>	<i>33</i>
Triển vọng nâng hạng thị trường mới nổi MSCI.....	35
Ngân hàng: Triển vọng tốt nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ, các lĩnh vực tăng trưởng mới và khung pháp lý rõ ràng hơn.....	37
<i>NGÂN HÀNG TMCP QUẢN ĐỘI (MBB).....</i>	<i>49</i>
<i>NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (VPB)</i>	<i>51</i>
<i>NGÂN HÀNG TMCP BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT (LPB).....</i>	<i>53</i>
Bất động sản: Chu kỳ tăng trưởng vẫn còn tiếp diễn trong vài năm tới.....	55
<i>CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (NLG)</i>	<i>68</i>
Tiêu dùng: Nhu cầu gia tăng nhưng yêu cầu chọn lọc hơn	70
<i>CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ).....</i>	<i>80</i>
Hàng không: Câu chuyện tăng trưởng còn dài tuy nhiên cạnh tranh đang tăng dần.....	82
<i>CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC).....</i>	<i>87</i>
Cảng và Vận tải Đường thủy: Hưởng lợi từ FDI	90
<i>CTCP CONTAINER VIỆT NAM (VSC).....</i>	<i>94</i>
Vận tải Hàng rời: Kích bản hồi phục đang dần xuất hiện	98
Vật liệu xây dựng: Chúng tôi thích ngành thép nhưng vẫn bi quan về ngành xi măng.....	101
<i>CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG).....</i>	<i>105</i>
Điện: Tăng trưởng nhờ công nghiệp hóa.....	106
<i>CTCP XÂY LẬP ĐIỆN 1 (PC1).....</i>	<i>112</i>
Nông nghiệp: Trên đà hồi phục và tái cấu trúc.....	116
<i>TẬP ĐOÀN LỘC TRỜI (LTG).....</i>	<i>123</i>

NỘI DUNG CHÍNH

Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng nhanh nhờ động lực từ dòng vốn FDI tích cực, kim ngạch thương mại phục hồi và niềm tin tiêu dùng tăng cao. Tăng trưởng GDP năm 2017 đạt mốc 6,8% nhờ vào sản xuất công nghiệp tăng 14,4%; tổng mức bán lẻ hàng hóa tiêu dùng tăng 8,4% và xuất khẩu tăng 21,1%. Lạm phát vẫn ở mức thấp dù cho tín dụng tăng trưởng 19% trong năm qua trong bối cảnh đồng Việt Nam là một trong những đồng tiền ổn định nhất trong khu vực nhờ thặng dư thương mại đạt 2,7 tỷ USD và tài khoản vãng lai ước đạt 1 tỷ USD.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP năm 2018 sẽ ở mức xấp xỉ 7% do được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng và chi tiêu công phục hồi. Chúng tôi ước tính dòng vốn FDI đăng ký tăng 44,4% trong năm nay có thể tiếp tục thúc đẩy xuất khẩu trong 2-3 năm tới, trong bối cảnh nhu cầu thế giới vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng. Chúng tôi kỳ vọng vào mức tăng GDP ở mức 6,6-6,8% cho năm 2018 dựa trên dự báo tăng trưởng sản lượng công nghiệp đạt 12%, tiêu dùng tăng 8,2% và sự phục hồi của chi tiêu công. Trong năm 2018, dự án Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn được đưa vào hoạt động, đáp ứng 40% nhu cầu lọc dầu trong nước, giúp gia tăng tổng sản lượng công nghiệp và cải thiện cán cân thương mại. Dự báo trên của chúng tôi được đưa ra dựa trên giả định quy mô nới lỏng định lượng của các nền kinh tế lớn sẽ có “sự đảo chiều nhẹ” và FED bước đầu thắt chặt chính sách tiền tệ.

Tín dụng tăng trưởng nhanh và sự gia tăng các điểm nghẽn về cơ sở hạ tầng có thể tác động đến lạm phát từ cuối năm 2018 và năm 2019. Với tín dụng tăng trưởng nhanh ở mức 3 lần so với GDP, rủi ro lạm phát sẽ gia tăng khiến NHNN có thể sẽ thay đổi định hướng và thắt chặt tiền tệ trở lại (có thể từ năm 2019). Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy rằng với nhu cầu cơ sở hạ tầng chưa được đáp ứng, vấn đề tắc nghẽn giao thông đô thị và tình trạng quá tải tại một số sân bay lớn có thể làm tăng chi phí cung ứng và vận chuyển của nền kinh tế, qua đó khiến lạm phát tăng trở lại. Chúng tôi đánh giá vấn đề này chưa thật sự là một rủi ro hiện hữu cho năm 2018, nhưng vẫn đáng lưu tâm cho triển vọng nền kinh tế trong trung hạn.

Sự bùng nổ của tín dụng tiêu dùng giúp các khoản vay dễ tiếp cận hơn với đại đa số người dân, nhưng cũng đi kèm rủi ro làm gia tăng nhanh mức nợ hộ gia đình. Hiện nay, tài chính tiêu dùng đang là xu hướng ưa thích của hệ thống ngân hàng. Trong khi chúng tôi đồng tình với việc tái phân bổ lại quy mô tín dụng, giảm bớt dư nợ cho vay đến từ các Doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) và các chủ đầu tư bất động sản và hướng đến nhiều hơn đến cho vay tiêu dùng cá nhân và người mua nhà, con số tăng trưởng 59,0% dư nợ cho vay tiêu dùng trong năm 2017 khiến chúng tôi thật sự lưu tâm. Mặc dù quy mô nợ của nền kinh tế vẫn ở mức trung bình theo tiêu chuẩn thế giới, ước tính khoảng 191,2% GDP, nhưng việc thiếu tài sản thế chấp, dữ liệu lịch sử tín dụng hạn chế và chuyên môn về lĩnh vực bảo lãnh phát hành vẫn khiến quy mô tín dụng hiện tại chịu nhiều rủi ro. Tăng quy mô tín dụng cũng làm cho nền kinh tế nhạy cảm hơn với các đợt điều chỉnh lãi suất trong tương lai.

Sự thăng hoa của chỉ số VNINDEX đã che mờ đi phần lớn các góc cạnh của thị trường trong năm qua. Mặc dù VNINDEX ghi nhận mức tăng 48% trong năm 2017, nhưng câu chuyện thị trường nên được kể với nhiều sắc thái hơn. Các cổ phiếu vốn hóa lớn gần như đóng góp toàn bộ mức tăng của chỉ số, với mức P/E của nhóm VN30 đã tăng đến hơn 41%, trong khi đó P/E của nhóm CP vốn hóa vừa và nhỏ gần như đi ngang. Mặc dù vẫn còn một số cổ phiếu với vốn hóa lớn và thanh khoản thấp làm tác động “không hợp lý” lên điểm số của thị trường, không thể phủ nhận thực tế mức tăng năm 2017 của thị trường có được sự đồng thuận của phần lớn các cổ phiếu trụ. Các cổ phiếu mới niêm yết góp phần đem lại những lựa chọn “tươi mới” cũng như gia tăng 31% tổng mức vốn hóa toàn thị trường.

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan đi kèm với 1 chút thận trọng, thị trường 2018 sẽ tiếp tục tăng điểm nhờ mức tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhưng sẽ vấp phải trở ngại đến từ định giá của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn đã ở mức cao. Trong bối cảnh nền kinh tế tiếp tục thuận lợi và mức dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường ở mức 17-20%, chúng tôi cho rằng VNINDEX có thể dễ dàng chinh phục mốc 1.000 điểm và hướng đến mức đỉnh lịch sử. Nhưng triển vọng thị trường có thể sẽ gặp ghềnh hơn với việc định giá của các cổ phiếu vốn hóa lớn đã không còn rẻ và các đợt IPO trong năm 2018 sẽ cần một lượng vốn lớn để có thể hấp thụ hết. Do vậy, 2018 có thể tiếp tục là một năm tăng trưởng tích cực nhưng dường như sẽ khó để có thể vượt qua mức tăng năm 2017.

Có khả năng xảy ra sự đảo chiều trong dòng vốn của NĐTNN và sự gia tăng các rủi ro “Black Swan” liên quan đến bất ổn chính trị hay khủng hoảng nợ Trung Quốc có thể tác động mạnh đến thị trường. Dòng vốn của Nhà đầu tư nước ngoài là một động lực quan trọng của thị trường trong năm 2017. Các rủi ro toàn cầu đang dần hình thành như rủi ro “hạ cánh cứng” của nền kinh tế Trung Quốc, bất ổn bán đảo Triều Tiên và Trung Đông có thể gây nên làn sóng rút vốn khỏi các thị trường mới nổi và cận biên. Ngay cả khi không xảy ra các biến động mạnh như trên, lộ trình tăng lãi suất và cân bằng tài khoản của FED có thể rút khoảng 30-40 tỷ US\$ từ các thị trường mới nổi trong giai đoạn 2017-2019.

Triển vọng được MSCI chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi có thể sẽ còn mất vài năm nữa, nhưng việc có thể được đưa vào danh sách rút gọn sẽ tạo nên sự thay đổi lớn trong bức tranh TTCK Việt Nam. Việt Nam vẫn còn một số trở ngại để nâng hạng lên thị trường mới nổi như hạn chế sở hữu nước ngoài, khả năng tiếp cận thông tin bằng tiếng Anh; nhưng mức tăng trưởng quy mô nhanh chóng của TTCK Việt Nam và thanh khoản bình quân đã đủ điều kiện vào danh sách rút gọn của MSCI. Với tiền lệ từ một số nước, thị trường chứng khoán Việt Nam có thể kỳ vọng mức tăng 30-40% nếu được MSCI công bố lọt vào danh sách rút gọn.

Chúng tôi ưu tiên cách tiếp cận “bottoms-up” cho việc lựa chọn đầu tư năm 2018, với trọng tâm vào nhóm mid-cap khi đang được giao dịch với mức P/E bằng một nửa so với nhóm CP vốn hóa lớn. Đà tăng mạnh của nhóm các ông lớn trong năm 2017 đã khiến khoảng cách với nhóm mid-cap trở nên rất xa, khi P/E bình quân của nhóm mid-cap chỉ ở mức 11,6x so với con số 22,0x của nhóm vốn hóa lớn. Dòng vốn đã có sự dịch chuyển từ nhóm CP vốn hóa vừa và nhỏ sang các doanh nghiệp lớn để nắm bắt cơn sóng “niềm yết và thoái vốn” trong năm qua. Dòng tiền có thể sẽ “tìm đường” quay lại nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa trong năm 2018, nhưng lựa chọn cổ phiếu kỹ càng vẫn sẽ là ưu tiên hàng đầu. Các CP vốn hóa lớn vẫn là đích đến không thể thiếu để tham gia câu chuyện “vượt đỉnh” của thị trường, nhưng chúng tôi vẫn ưu tiên cho việc “đãi cát tìm vàng” trong nhóm cổ phiếu mid-cap.

Làn sóng IPO và niềm yết mới sẽ tiếp tục thu hút sự chú ý của thị trường, nhưng chúng tôi cho rằng sẽ khó lặp lại được sự hấp dẫn như 1-2 năm vừa qua. Làn sóng IPO năm 2018 sẽ bắt đầu với một số DNNN đáng chú ý như PVOil, PVPower, BSR, GENCO 3 cũng như kế hoạch niêm yết của một số ngân hàng tư nhân (tiêu biểu có Techcombank, OCB, TPBank...)... nhưng sẽ khó so sánh được với chất lượng của những VJC, ACV, VRE, SAB, VPB... những cổ phiếu đã làm thay đổi cục diện thị trường trong suốt 18 tháng qua.

Chúng tôi tiếp tục đánh giá tích cực với triển vọng các cổ phiếu trong nhóm Ngân hàng, Tiêu dùng, Vật liệu xây dựng, Điện và Nông nghiệp trong năm 2018. Chính sách tiền tệ tiếp tục được nới lỏng và xu hướng tập trung vào mảng cho vay tiêu dùng và doanh nghiệp nhỏ đem lại lợi suất cao hơn sẽ giúp cải thiện KQKD của các NH. Đặc biệt, chúng tôi ưa thích VPB, LPB và MBB, các ngân hàng đang có động thái mạnh mẽ hướng đến các phân khúc nói trên. Tốc độ tăng trưởng nhanh của các dự án cơ sở hạ tầng và xây dựng công nghiệp cùng với triển vọng thị trường BĐS tiếp tục khả quan sẽ là cơ hội rất lớn cho các doanh nghiệp Vật liệu xây dựng, đặc biệt là ông lớn ngành thép HPG. Điện tiếp tục là một lĩnh vực quan trọng trong tiến trình công nghiệp hóa cũng như tăng trưởng kinh tế nhưng chúng tôi ưu tiên mảng xây lắp điện hơn là các doanh nghiệp phát điện, do ít rủi ro liên quan đến giá cả hàng hóa và thời tiết cũng như danh mục khổng lồ các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng điện; PC1 đã chứng kiến sự tăng giá mạnh trong thời gian gần đây nhưng vẫn là một sự lựa chọn hấp dẫn cho dài hạn. Ngành nông nghiệp đem đến câu chuyện thú vị nhờ chu kỳ phục hồi và định giá rẻ; chúng tôi ưa thích LTG với vị thế một doanh nghiệp lớn trong ngành. Cổ phiếu nhóm ngành tiêu dùng hầu hết đều không còn quá rẻ với triển vọng tăng giá không còn quá lớn, nhưng nhà bán lẻ trang sức PNJ vẫn tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho dài hạn.

Chúng tôi cũng yêu thích nhóm ngành Ô tô cũng như Vận tải biển dựa trên xu hướng thị trường và đưa các cổ phiếu thuộc nhóm này vào watchlist trong năm 2018. Các cổ phiếu nhóm ngành Ô tô có thể được hưởng lợi nhờ việc cắt giảm thuế nhập khẩu sẽ làm bùng nổ nhu cầu đối với dòng xe du lịch. Nhóm ngành vận tải biển bắt đầu cho thấy triển vọng sáng hơn nhờ sự phục hồi chung của ngành vận tải biển toàn cầu, tăng trưởng mạnh mẽ của hoạt động giao thương và việc gia tăng các nhà máy nhiệt điện than được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu vận tải container và hàng rời.

Anirban Lahiri – Head of Research

NỀN KINH TẾ VIỆT NAM TIẾP TỤC ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

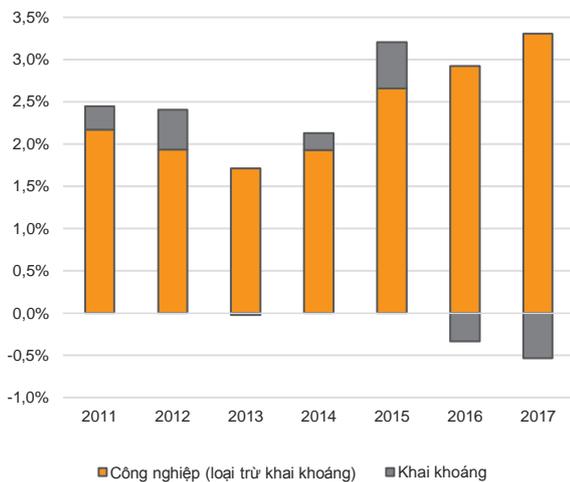
Hoạt động xuất khẩu của khối FDI dẫn dắt đà tăng trưởng

Nền kinh tế Việt Nam đã có bứt phá mạnh trong năm 2017, cao hơn kỳ vọng đầu năm cả về tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát với mức tăng trưởng GDP đạt 6,81% và lạm phát chỉ khoảng 3,53%. Mặc dù hoạt động sản xuất và tiêu thụ nội địa vững vàng đã thúc đẩy tăng trưởng nhưng cần lưu ý rằng nền kinh tế đang phụ thuộc ngày càng nhiều vào tăng trưởng khu vực FDI trong bối cảnh sản lượng dầu thô khai thác sụt giảm. Tăng trưởng GDP tích cực chủ yếu đến từ lĩnh vực sản xuất với mức tăng 14,4% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, phần lớn tăng trưởng của lĩnh vực này nhờ hoạt động xuất khẩu của khu vực FDI, cụ thể là từ Samsung và khu phức hợp Formosa. Trong đó, sản phẩm ti vi và thép ghi nhận mức tăng cao nhất, đồng thời, sự phục hồi của sản xuất điện thoại di động cũng góp phần vào tăng trưởng của ngành sản xuất sau sự cố Galaxy Note 7 năm trước đó.

Nhìn lại hai năm trước, Việt Nam đã phải khai thác thêm dầu thô để đạt tốc độ tăng trưởng GDP là 6,7% song tình hình năm 2017 có vẻ đã khác. Sản lượng dầu thô của Việt Nam đã giảm liên tục trong hai năm qua do các mỏ dầu của quốc gia dần bước vào giai đoạn bão hòa về sản lượng cùng với sự thiếu vắng đầu tư cho các mỏ mới bởi giá dầu thấp trong những năm gần đây. Điều này dẫn đến tăng trưởng âm 7,1% của ngành khai khoáng trong năm 2017.

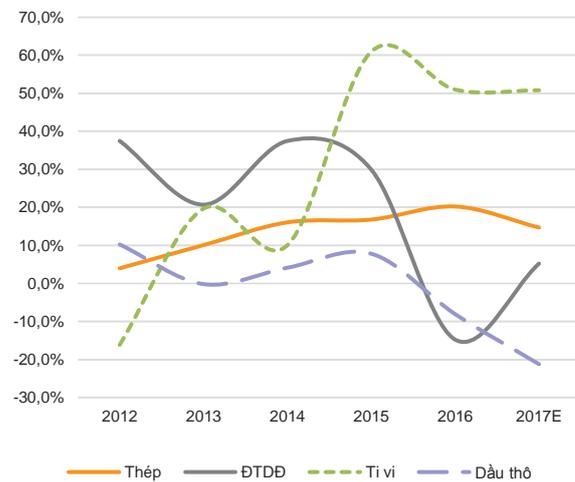
Bên cạnh lĩnh vực sản xuất, ngành dịch vụ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam với mức tăng 7,4% trong năm 2017.

Hình 1: Đóng góp của ngành công nghiệp và khai khoáng trong tăng trưởng GDP theo giá năm 2010 (%)



Nguồn: GSO, VNDIRECT

Hình 2: Tăng trưởng một số mặt hàng sản xuất công nghiệp

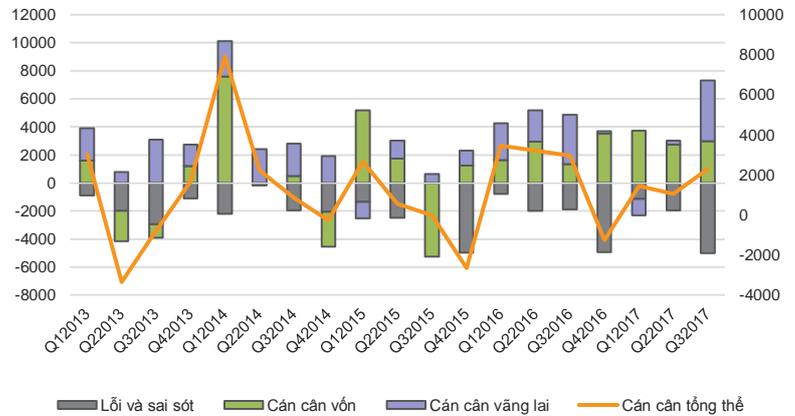


Nguồn: GSO, VNDIRECT

Thương mại của Việt Nam trong năm 2017 hưởng lợi từ sự hồi phục nhu cầu thế giới gắn với độ mở ngày càng cao của nền kinh tế trong hội nhập quốc tế. Tăng trưởng xuất khẩu đạt mức 21,1% trong năm 2017, trong khi nhập khẩu tăng 20,8% so với cùng kỳ năm trước. Việt Nam duy trì thặng dư thương mại khoảng 2,7 tỷ USD trong năm 2017, tăng so với mức 2,1 tỷ USD trong năm 2016. Nền kinh tế tiếp tục thu hút dòng vốn FDI mạnh với 35,9 tỷ USD vốn đăng ký đồng thời đạt mức cao kỷ lục trong giải ngân FDI (17,5 tỷ USD). Thặng dư thương mại và dòng vốn FDI mạnh mẽ đã hỗ trợ cán cân thanh toán và dự trữ

ngoại hối đạt mức cao kỷ lục 51,1 tỷ USD (tăng 12,0 tỷ USD so với cuối năm 2016).

Hình 3: Cán cân thanh toán Việt Nam (triệu USD)

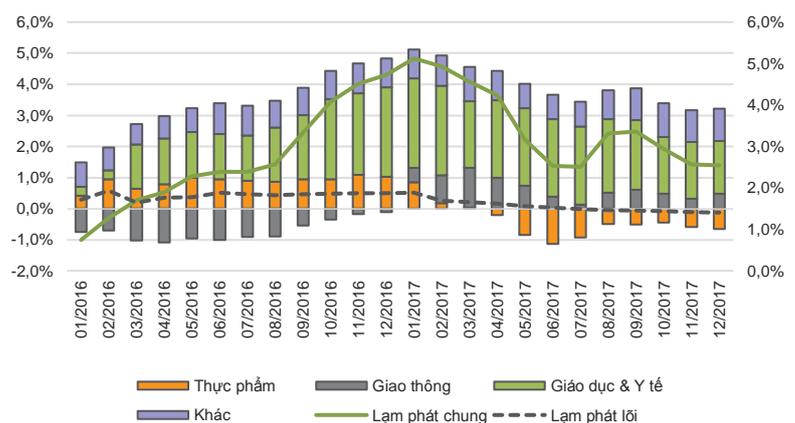


Nguồn: SBV, VNDIRECT

Lạm phát thấp mặc dù chính sách tiền tệ nới lỏng và giá hàng hóa tăng trở lại

Năm 2017, CPI bình quân đạt 3,5% và lạm phát lõi là 1,4%, trong đó, điều chỉnh giá hàng hóa dịch vụ công đóng góp ½ vào mức tăng của lạm phát chung. Lạm phát kỳ vọng duy trì ở mức thấp xuyên suốt năm tạo điều kiện cho Ngân hàng Nhà nước (NHNN) tiếp tục thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, chấm dứt mối quan ngại về khả năng thắt chặt tiền tệ trong nửa đầu 2017. Theo đó, NHNN điều chỉnh giảm lãi suất điều hành thêm 0,25%/năm vào tháng 07/2017 và Chính phủ nâng mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 16-18% lên 21-22% vào tháng 08/2017. Theo ước tính của NHNN, tăng trưởng tín dụng năm 2017 ước đạt 19,3%, cao hơn so với mức 18,2% của năm trước.

Hình 4: Lạm phát theo từng nhóm hàng hóa và dịch vụ



Nguồn: GSO, VNDIRECT

Nền kinh tế đang đi lên nhưng công cuộc tái cấu trúc hệ thống ngân hàng và DNNN vẫn chưa đạt tiến độ

Bức tranh kinh tế vĩ mô tổng thể năm 2017 có vẻ hoàn hảo nhưng việc xử lý nợ xấu trong hệ thống ngân hàng hay tái cấu trúc DNNN vẫn chưa đạt mục tiêu. Xử lý triệt để vấn đề nợ xấu và cải cách hệ thống ngân hàng vẫn cần thêm thời gian để hoàn tất, trong khi đó, việc ngày

càng phụ thuộc nguồn vốn cho vay từ hệ thống ngân hàng để kích thích tăng trưởng có thể dẫn đến sự suy giảm chất lượng tài sản trong hệ thống ngân hàng khi tăng trưởng kinh tế chậm lại. Dự địa nợ lỏng tài khóa hạn hẹp và quá trình cải cách DNNN chậm đã dẫn đến sự suy giảm đầu tư công trong năm 2017, gia tăng gánh nặng cho chính sách tiền tệ trong việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

TRIỂN VỌNG 2018: TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

Kỳ vọng chính sách tiền tệ toàn cầu thắt chặt từ từ trong năm 2018

Trong năm 2017, hoạt động kinh tế toàn cầu đã đi lên và một số thị trường chứng khoán đã tăng trưởng đạt mức cao kỷ lục. Dù vậy, các nhà đầu tư quốc tế cũng đã bắt đầu đưa ra quan ngại về một cuộc suy thoái sẽ diễn ra trong 1-2 năm tới. Mặc dù có cùng lo ngại nhưng chúng tôi kỳ vọng suy thoái kinh tế chưa xảy ra trong năm 2018. Nền kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục được hỗ trợ nhờ tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ cùng với sự phục hồi tốt hơn của khu vực EU, trong khi đó, kinh tế Trung Quốc có thể sẽ tăng trưởng chậm lại nhưng trong tầm kiểm soát của Chính phủ nước này. Lãi suất điều hành tại các nền kinh tế phát triển dự kiến sẽ tăng trong năm 2018 nhưng do lạm phát vẫn đang ở mặt bằng thấp và chưa đạt được mục tiêu đề ra nên tốc độ thắt chặt tiền tệ có thể diễn ra chậm rãi. Bên cạnh đó, với việc Fed chỉ mới bắt đầu thu hẹp bảng cân đối tài sản và dự định của ECB về cắt giảm chương trình nới lỏng định lượng, chúng tôi đánh giá quy mô bảng cân đối tài sản của các NHTW lớn này sẽ chưa có thay đổi đáng kể. Hiện tại, chúng tôi kỳ vọng năm 2018 sẽ là bước dịch chuyển từ từ của quá trình thắt chặt tiền tệ trên toàn cầu và câu hỏi lớn nhất đối với các nhà đầu tư chính là hướng phân bổ tài sản nhằm đối diện với diễn biến trên để thích ứng với chu kỳ lãi suất tăng trở lại.

Kinh tế Việt Nam duy trì đà tăng trưởng trong năm 2018

Tăng trưởng GDP dự kiến ổn định ở mức 6,6% đến 6,8% trong năm 2018

Tương tự như những năm trước, triển vọng tăng trưởng tích cực của Việt Nam trong năm 2018 sẽ được hỗ trợ nhờ tăng trưởng mạnh mẽ trong lĩnh vực sản xuất và niềm tin của người tiêu dùng ở mức cao. Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP sẽ ở mức 6,6% đến 6,8% dựa trên cơ sở ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng trưởng 12,0% và tăng trưởng lĩnh vực tiêu dùng ở mức 8,2%. Lĩnh vực khai khoáng có thể sẽ tiếp tục tăng trưởng âm do Chính phủ đặt kế hoạch giảm khoảng 2 triệu tấn dầu thô khai thác so với năm 2017. Chúng tôi tin rằng các nhà hoạch định chính sách sẽ đặt mục tiêu tăng trưởng ổn định lên hàng đầu trong năm 2018 và tập trung vào một số ưu tiên về mặt chính sách đối với: (1) đẩy nhanh cải cách doanh nghiệp nhà nước, đặc biệt là các đợt IPO và thoái vốn; (2) hỗ trợ khu vực tư nhân để tạo động lực tiếp nối cho tăng trưởng kinh tế; và (3) đảo chiều xu hướng đi xuống trong đầu tư công trong những năm vừa qua.

Lạm phát sẽ tăng lên nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

Lạm phát của Việt Nam tăng trung bình 3,5% trong năm 2017, trong khi lạm phát cơ bản (loại trừ thực phẩm và năng lượng) ở mức tương đối thấp. Chúng tôi cho rằng việc giá thực phẩm tăng trong năm 2018 sẽ là một trong những mối quan tâm chính, trong khi sự phục hồi của giá dầu sẽ ít có tác động đến lạm phát. Theo báo cáo mới nhất của IEA, việc cắt giảm sản lượng của OPEC đã giúp ổn định thị trường dầu và giá dầu dự kiến sẽ ổn định trong năm tới khi nhu cầu tăng gần

với tăng trưởng nguồn cung ngoài OPEC. Kịch bản giá dầu duy trì quanh mức 55-65 USD/thùng sẽ không gây nguy cơ lớn cho lạm phát của Việt Nam. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy Chính phủ cũng có ý chí kiềm chế lạm phát thông qua tốc độ điều chỉnh mức tăng giá hàng hóa và dịch vụ công cộng như điện, dịch vụ y tế và giáo dục. Tuy nhiên, lạm phát vẫn có thể phải đối mặt với áp lực gia tăng từ giá thực phẩm, đặc biệt là giá rau và thịt lợn. Những lý do chính cho luận điểm này bao gồm: (1) các cơn bão nhiệt đới vào Việt Nam vào cuối năm 2017 có thể dẫn đến nguồn cung hạn hẹp và gây ra lạm phát vào đầu năm 2018; (2) Trung Quốc tái tập trung cắt giảm sản lượng dư thừa cùng các biện pháp kiểm soát ô nhiễm có thể dẫn đến thắt chặt nguồn cung một số mặt hàng cụ thể như thép và than, gây ra lạm phát giá nguyên liệu đầu vào cho sản xuất trong năm 2018. Chúng tôi dự báo lạm phát cơ bản sẽ ở mức 2,1% và lạm phát toàn phần sẽ là 4,6% trong năm 2018, với giả định rằng chỉ số giá thực phẩm sẽ tăng 5,0% trong năm tới.

Thặng dư thương mại được duy trì nhờ tăng trưởng xuất khẩu của khối FDI

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm tới do tác động của dòng FDI đổ vào cao kỷ lục trong năm 2017 và hoạt động thương mại toàn cầu được cải thiện. Theo Ngân hàng Thế giới, Việt Nam đã nâng mức xếp hạng môi trường kinh doanh lên 68/190 quốc gia được xếp hạng trong năm 2017, tăng từ mức 82 (năm 2016) và 91 (năm 2015). Năm 2017, xuất khẩu các sản phẩm điện tử đóng góp hơn 1/2 vào tăng trưởng xuất khẩu của cả nước. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu các sản phẩm điện tử sẽ tiếp tục tăng trưởng hai con số trong năm 2018, nhưng có thể không cao bằng mức tăng 21,5% trong năm 2017. Nhập khẩu các sản phẩm xăng dầu có thể giảm do năng lực lọc dầu của quốc gia mở rộng nhờ Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động. Tuy nhiên, nhập khẩu dầu thô có thể tăng do sự suy giảm của nguồn cung dầu thô trong nước và sự chậm trễ trong việc đưa các mỏ mới vào khai thác. Nhập khẩu dầu thô và xăng dầu chỉ chiếm khoảng 3,5% tổng lượng nhập khẩu, do đó việc công suất lọc dầu gia tăng sẽ có tác động không đáng kể đến cán cân thương mại của Việt Nam. Nhờ vào hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ được dẫn dắt bởi khối FDI và nguồn vốn FDI tiếp tục đổ vào các ngành công nghiệp mới nổi như thiết bị điện tử, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ duy trì thặng dư thương mại 2-3 tỷ USD trong năm tới. Chúng tôi dự báo cán cân thanh toán tổng thể có thể thặng dư khoảng 1,5 tỷ USD do cán cân thương mại đã được cải thiện và đầu tư ròng từ nước ngoài tiếp tục tăng. Thặng dư tài khoản vãng lai, mặc dù nhỏ, sẽ giúp giảm bớt sức ép đối với đồng tiền trong nước, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất của Fed tiếp tục tăng.

Chính sách nới lỏng tiền tệ sẽ tiếp tục cùng với cải thiện trong chính sách tài khóa

Trong năm 2017, NHNN đã duy trì một chính sách tiền tệ nới lỏng vừa phải với tăng trưởng M2 và tín dụng ước đạt lần lượt 16,5% và 19,3%. Mặc dù tốc độ tăng trưởng M2 chậm hơn năm trước, tỷ lệ M2/GDP hiện đạt mức kỷ lục 163,0%, trong khi đó dư nợ cho vay cũng đang tăng cao với tỷ lệ tín dụng/GDP ước đạt 131,2% và nằm trong top các nước khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Chúng tôi nhận định thanh khoản trong hệ thống ngân hàng năm 2017 có vẻ dồi dào hơn năm trước do điều kiện vĩ mô ổn định, lạm phát giảm đã hỗ trợ nhiều cho việc cho vay của các ngân hàng và thanh khoản của thị trường tài chính (trái phiếu và chứng khoán). Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng nhà điều hành cũng tích cực duy trì trạng thái thanh khoản tích cực trong hệ thống ngân hàng nhằm mục đích hỗ trợ cho quá trình xử lý nợ xấu (thông qua gia tăng cơ sở dư nợ) và đảm bảo nhu cầu vốn cho

kế hoạch IPO và thoái vốn nhà nước. Trong kịch bản lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát, tăng trưởng kinh tế ổn định và tái cấu trúc nền kinh tế tiếp diễn, chúng tôi kỳ vọng định hướng chính sách tiền tệ và lãi suất điều hành không đổi trong năm 2018.

Chính phủ đã bắt đầu thực hiện các kế hoạch củng cố tài khóa từ năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các nhà hoạch định chính sách sẽ rất khó khăn trong việc thực hiện cam kết củng cố tài khóa, bao gồm giảm thâm hụt ngân sách xuống còn 3% GDP vào năm 2020. Theo như kế hoạch ngân sách cho năm 2018, thâm hụt ngân sách ước đạt 204.000 tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ năm trước), tương đương với 3,7% GDP. Thuế thu từ khu vực tư nhân cộng với doanh thu từ IPO/thoái vốn của Nhà nước là những đóng góp chính cho tăng trưởng thu ngân sách. Tăng chi thường xuyên bị giới hạn ở mức 5% mặc dù mức lương cơ bản sẽ tăng 6,9% vào tháng 06/2018. Trong khi đó, đầu tư công kỳ vọng sẽ cải thiện sau giai đoạn giải ngân chậm trong năm 2017. Theo kế hoạch hiện tại, nợ công/GDP sẽ tăng lên 63,9% vào năm 2018 từ mức 62,6% trong năm 2017.

Tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục ổn định trong năm 2018

Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục duy trì chính sách điều tiết cung-cầu ngoại tệ hiện tại và bắt đầu chuẩn bị cho một chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn trong năm 2018. Đồng Việt Nam là một trong những đồng tiền ổn định nhất ở Châu Á trong năm 2017 và chúng tôi kỳ vọng sự ổn định này tiếp diễn nhờ sự tích cực của dòng vốn đầu tư nước ngoài, thặng dư thương mại và dự trữ ngoại hối ở mức cao kỷ lục. Việc Fed giảm quy mô bảng cân đối tài sản và nâng lãi suất dường như không có tác động rõ rệt đến dòng vốn vào thị trường Việt Nam do FDI chiếm tới 89,5% tổng dòng vốn vào so với chỉ 10,5% cho FII (vốn đầu tư gián tiếp). Thêm vào đó, tương lai kích thích tăng trưởng kinh tế Mỹ thông qua chương trình cải cách thuế của Mỹ và sự tăng giá trở lại của đồng USD trong năm 2018 vẫn còn đang là điều gây tranh cãi với luận điểm đối lập của tổng thống Trump về một đồng USD yếu nhằm đạt được lời hứa giảm bớt thâm hụt thương mại của Mỹ. Chúng tôi cho rằng đồng USD sẽ tiếp tục suy yếu, thay vào đó là sự tăng giá của đồng EUR vào năm 2018. Cơ chế tỷ giá hiện hành chịu ảnh hưởng nhiều của biến động của hai đồng tiền lớn là USD và CNY có thể đưa ra hàm ý về sự ổn định của cặp tỷ giá USD/VND với kỳ vọng tiền đồng chỉ mất giá tối đa khoảng 2% trong năm 2018.

Sự tăng tốc trong quá trình tái cơ cấu nền kinh tế

Việt Nam đặt mục tiêu cổ phần hóa thêm 137 doanh nghiệp nhà nước trong giai đoạn 2017-2020, và việc thoái vốn từ các DNNN này sẽ đem lại khoảng 11 tỷ USD (5% GDP) phục vụ cho nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng. Trong năm 2017, chính phủ chỉ thực hiện khoảng 47%/37% mục tiêu IPO/thoái vốn đã dự kiến vào đầu năm, điều này nghĩa là có khả năng nhiều thương vụ thoái vốn sẽ được chuyển sang năm 2018. Ngoài ra còn có 64/181 doanh nghiệp nằm trong kế hoạch IPO/thoái vốn năm 2018. Thách thức chính đối với cải cách DNNN là nhiều công ty có quy mô lớn với cơ cấu sở hữu và quản lý phức tạp. Ngoài ra, một số công ty cũng có nghĩa vụ tài chính và nợ không minh bạch, do đó sẽ khó khăn cho việc định giá và mất nhiều thời gian để xử lý. Chúng tôi cho rằng nguồn thu từ việc cổ phần hóa các DNNN sẽ là một nguồn thu tốt trong ngắn hạn cho ngân sách nhà nước, do đó, tiến độ cải cách DNNN kỳ vọng tăng tốc trong năm tới khi áp lực đẩy mạnh đầu tư công lên Chính Chủ ngày càng lớn. Nghị định 126 (có hiệu lực kể từ 01/08/2018) đã đưa ra các cơ chế hỗ trợ nhằm thúc đẩy quá trình đầu tư và giải quyết các vấn đề trong việc chuyển giao quyền sở hữu cũng như thiếu sự rõ ràng trong định giá. Theo quan điểm của chúng tôi, cải cách DNNN sẽ là một trong những khía cạnh hấp dẫn nhất của nền kinh tế Việt Nam trong năm 2018 và sẽ mang lại lợi ích

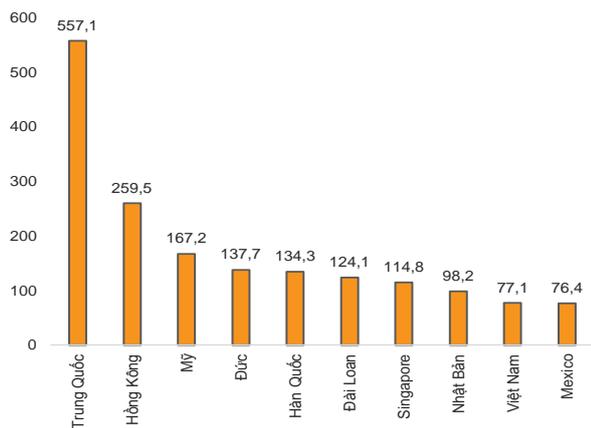
cho nền kinh tế bằng việc không chỉ thu hút được sự chú ý của quốc tế mà còn đem lại nguồn vốn nước ngoài, tăng tính minh bạch và nâng cao hiệu quả của DNNN trong tương lai.

TRIỂN VỌNG TRUNG HẠN: 3 CHỦ ĐỀ CHÍNH

Chủ đề 1: Quá trình công nghiệp hóa được dẫn dắt bởi vốn FDI vào lĩnh vực chế tạo điện tử và lọc dầu

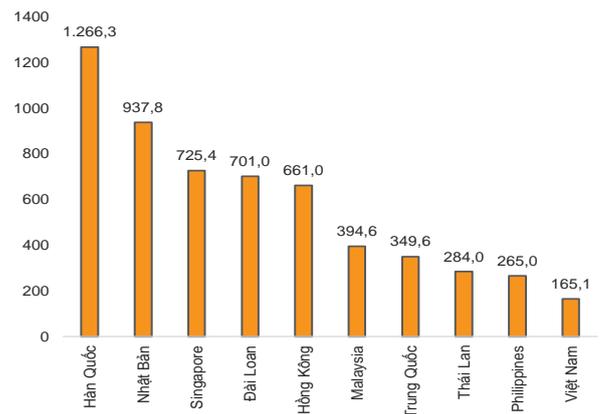
Năm 2017 là năm thứ 5 liên tiếp của chu kỳ tăng trưởng lĩnh vực sản xuất của Việt Nam, được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI liên tục đổ vào trong nhiều năm và sự mở rộng nhanh chóng của nền tảng xuất khẩu. Chúng tôi tin rằng sự kết nối mạnh mẽ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của khu vực sản xuất theo định hướng xuất khẩu sẽ tiếp diễn trong các năm tới, khi Việt Nam đang ngày càng có vị thế cao hơn trong chuỗi sản xuất và cung ứng các đơn hàng thiết bị điện tử. Ngoài ra, Việt Nam đang ở vị thế hấp dẫn đối với thu hút nhà sản xuất lớn trên toàn cầu do mặt bằng lương có tính cạnh tranh hơn quốc gia khác ở châu Á như Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc và Nhật Bản. Trong 10 nhà xuất khẩu hàng điện tử lớn nhất châu Á, Việt Nam là quốc gia có mức lương tối thiểu thấp nhất. Ngoài ra, so với các thị trường cận biên ở châu Á như Campuchia và Băng-la-đét với mức lương tương đương lại có giá trị xuất khẩu hàng điện tử thấp hơn nhiều (<1 tỷ USD/năm theo số liệu từ NHTG) do các nước này chủ yếu tập trung vào các mặt hàng xuất khẩu có giá trị thấp như dệt may, giày dép.

Hình 5: Lương tối thiểu (USD/ tháng)



Nguồn: VNDIRECT

Hình 6: Tổng sản lượng xuất khẩu hàng điện tử (tỷ USD)

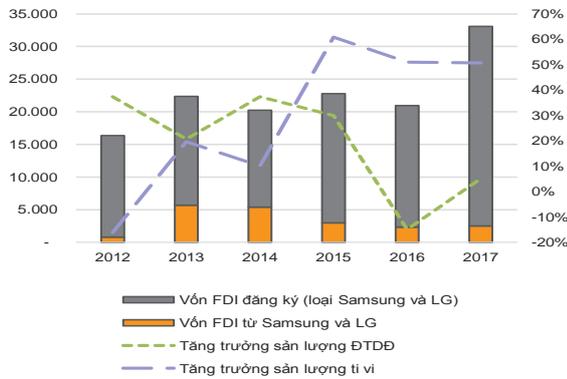


Nguồn: VNDIRECT

Trong năm 2018, LG Display sẽ bắt đầu sản xuất màn hình OLED với công suất hàng năm ở mức 84 triệu màn hình OLED cho điện thoại di động và 1,1-1,2 triệu cho ti vi. Trong khi đó, Samsung tiếp tục mở rộng hoạt động sản xuất tại Việt Nam để bảo vệ thị phần OLED.

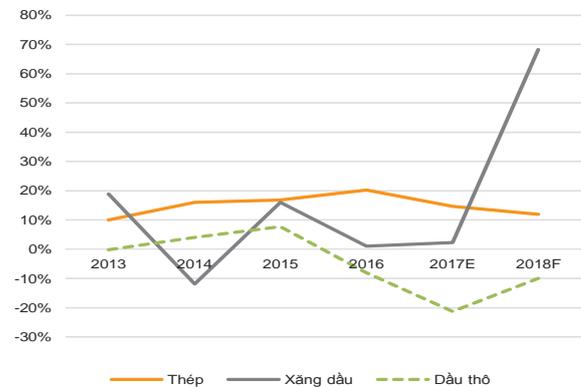
Có thể nói, kinh tế Việt Nam được hưởng lợi chính từ sản xuất thiết bị điện tử, tuy nhiên ngành thép cũng sẽ song hành là động lực phát triển khác trong hai năm kế tiếp. Cụ thể, khu phức hợp Formosa sẽ tăng gấp đôi công suất sản xuất thép vào tháng 03/2018, và giai đoạn đầu của dự án Thép Hòa Phát - Dung Quất dự kiến sẽ hoàn thành vào tháng 06/2018. Chúng tôi tin rằng cả ngành sản xuất thép và điện tử sẽ là động lực chính cho sản xuất công nghiệp, và gián tiếp kích thích tiêu dùng thông qua việc tạo ra việc làm mới ở quy mô lớn.

Hình 7: Dòng vốn FDI (triệu USD) và tăng trưởng của các mặt hàng điện tử chính



Nguồn: GSO, VNDIRECT

Hình 8: Tăng trưởng sản lượng thép, xăng dầu và dầu thô



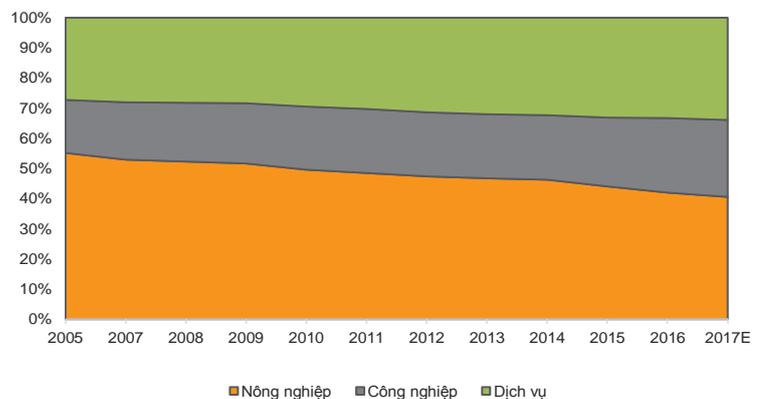
Nguồn: GSO, VNDIRECT

Ngoài ra, cần nhắc thêm việc khu phức hợp lọc hóa dầu Nghi Sơn đã đi vào hoạt động cuối năm 2017, chúng tôi cho rằng động lực phát triển sản xuất sẽ mạnh hơn trong năm 2018. Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ đáp ứng 40% nhu cầu trong nước của Việt Nam đối với các sản phẩm xăng dầu và sản lượng xăng dầu ước đạt 11,8 triệu tấn (+68,2% YoY) trong năm 2018. Việc mở rộng công suất lọc dầu có thể giúp Việt Nam ít phụ thuộc vào nhập khẩu các sản phẩm dầu mỏ hơn, bởi 70% nhu cầu trong nước sẽ được đáp ứng từ hai nhà máy Nghi Sơn và Dung Quất.

Chủ đề 2: Tiêu dùng được hỗ trợ nhờ tầng lớp trung lưu mới nổi của Việt Nam và lượng khách du lịch tăng lên

Theo Viện Brookings, Việt Nam có tầng lớp trung lưu phát triển nhanh nhất ở Đông Nam Á với tổng dân số thuộc tầng lớp này dự kiến sẽ tăng 18% mỗi năm trong giai đoạn 2016 - 2020. Chi tiêu tiêu dùng đang tăng nhanh nhờ môi trường lãi suất, lạm phát thấp và thu nhập tăng nhanh gắn với nhiều việc làm mới được tạo ra từ khu vực sản xuất (chi phối bởi FDI và các công ty tư nhân). Ngành sản xuất đang tăng dần tỷ trọng trong tổng số việc làm đóng góp cho toàn bộ nền kinh tế và điều này giúp tăng thu nhập khi người lao động chuyển từ nông trại năng suất thấp và các dịch vụ không chính thức sang sản xuất theo định hướng xuất khẩu có giá trị cao hơn.

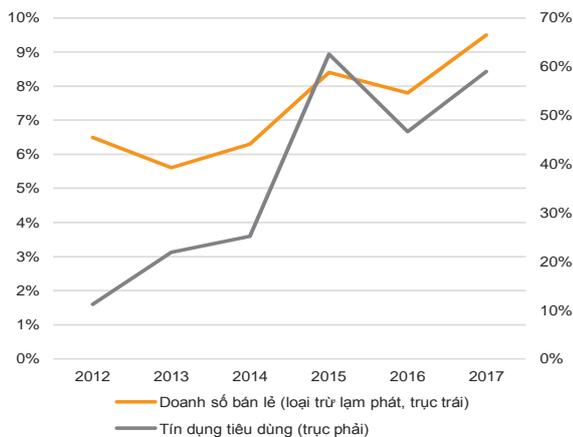
Hình 9: Tỷ trọng lao động theo các ngành kinh tế chính (% , 2005-2017E)



Nguồn: GSO, VNDIRECT

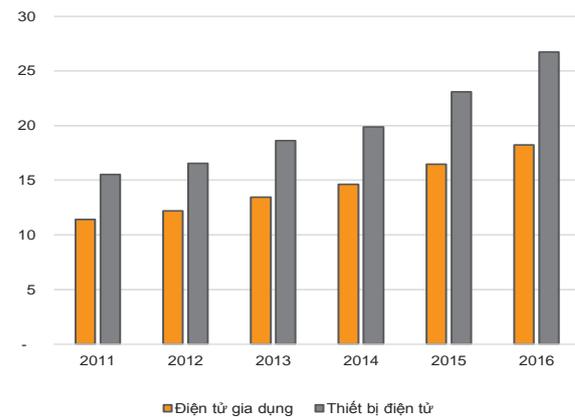
Năm 2017, chi tiêu tiêu dùng cuối cùng của hộ gia đình ở Việt Nam chiếm khoảng 67% GDP của cả nước và tăng 7,5% so với cùng kỳ năm trước, trong khi doanh thu bán lẻ (sau khi loại trừ yếu tố giá) tăng khoảng 9,5%. Theo Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, tín dụng tiêu dùng đã tăng hơn 59% vào năm 2017, chiếm 13% tổng dư nợ. Các khoản vay cải thiện nhà và nhà ở chiếm 52,9% tổng dư nợ cho vay tiêu dùng, trong khi cho vay mua sắm đồ dùng gia đình và ô tô chiếm lần lượt là 15,3% và 8,3%. Trong trung hạn, chúng tôi tin rằng sự lạc quan của tiêu dùng cá nhân sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi lạm phát vừa phải, thu nhập tăng cũng như xu hướng tiếp cận với tín dụng tiêu dùng dễ dàng hơn trước, đặc biệt ở các huyện, xã nơi mức độ tiếp cận với ngân hàng vẫn còn thấp.

Hình 10: Tăng trưởng doanh số bán lẻ và vay tiêu dùng (%)



Nguồn: GSO, SBV, VNDIRECT

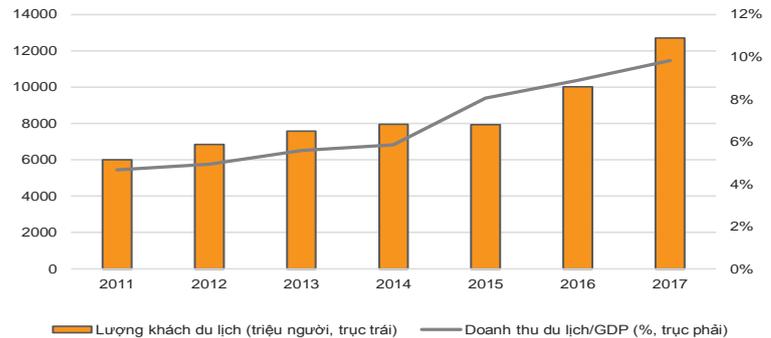
Hình 11: Doanh số hàng điện tử và điện gia dụng (triệu đv)



Nguồn: Euromonitor, VNDIRECT

Du lịch đang trở thành động lực tăng trưởng quan trọng cho nền kinh tế. Ngành du lịch đã tạo ra một bước tiến đáng kể trong năm 2017 với lượng khách du lịch quốc tế tăng 29,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Tăng trưởng khách du lịch của Việt Nam phần lớn do khách du lịch Trung Quốc, cũng như sự cải thiện đến từ lượng khách du lịch từ Hàn Quốc, các nước ASEAN và Nga. Trong năm 2017, lượng du khách đến từ các nước châu Á tăng 34,4%, trong đó, lượng khách du lịch Trung Quốc tăng 48,6%, khách du lịch Hàn Quốc tăng 56,4%, khách du lịch Đài Loan tăng 21,5%. Hơn nữa, gia tăng thu nhập ở Việt Nam cũng đang thúc đẩy sự gia tăng nhanh chóng của ngành du lịch trong nước khi chi tiêu dùng bắt đầu chuyển sang mua sắm vượt qua nhu cầu cơ bản. Với triển vọng kinh tế toàn cầu thuận lợi, cùng với các chính sách bước đầu của chính phủ để phát triển du lịch, chúng tôi tin rằng ngành du lịch có thể là một trụ cột hỗ trợ cho tiêu dùng trong nước trong năm 2018. Chính phủ hiện đang có kế hoạch mở ba đặc khu kinh tế (SEZs) trước năm 2020 (Vân Đồn, Bắc Vân Phong và Phú Quốc), yếu tố này kỳ vọng sẽ là chất xúc tác cho sự phát triển của ngành. Cụ thể, khu kinh tế Phú Quốc là trọng tâm trong quy hoạch tổng thể phát triển du lịch của Chính phủ đến năm 2020 và đang thu hút dòng vốn đầu tư mạnh mẽ. Vân Đồn được thành lập với mục tiêu trở thành trung tâm du lịch sinh thái biển, trung tâm hàng không và thương mại quốc tế để thúc đẩy phát triển kinh tế địa phương cho tỉnh Quảng Ninh. Trong khi đó, khu kinh tế Bắc Vân Phong đã được Chính phủ lựa chọn để phát triển thành trung tâm đô thị, công nghiệp, dịch vụ và du lịch cho vùng Duyên hải Nam Trung Bộ.

Hình 12: Lượng khách du lịch quốc tế (nghìn người) và doanh thu từ du lịch/GDP (%)



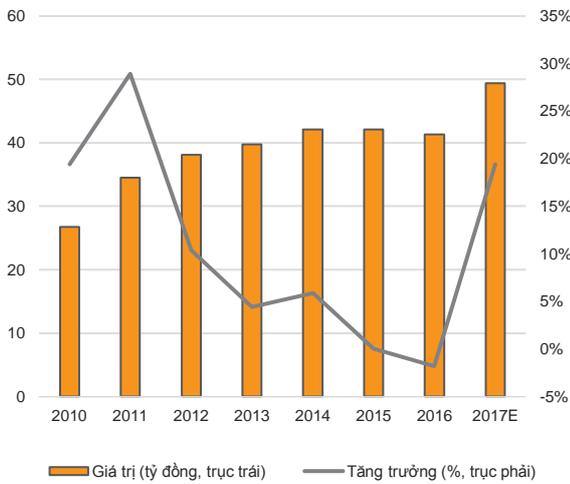
Nguồn: GSO, Tổng cục du lịch, VNDIRECT

Chủ đề 3: Năm 2018 sẽ đánh dấu một mốc quan trọng đối với hội nhập thương mại của Việt Nam

Trong những năm gần đây, hoạt động thương mại và đầu tư của Việt Nam đã được hưởng lợi đáng kể từ 11 Hiệp định Thương mại Tự do song phương và đa phương (FTAs) đã ký kết. Một trong những ký kết nổi bật nhất là Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) và Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN (ATIGA) dự kiến sẽ xóa bỏ gần như toàn bộ thuế quan đối với thương mại giữa các nước thành viên ASEAN vào năm 2018. Sau gần 7 năm được thực thi, ATIGA đã có tác động đáng kể đối với nền kinh tế. Tổng giá trị thương mại giữa Việt Nam và phần còn lại của ASEAN tăng gấp 1,8 lần so với năm 2010 (~49 tỷ USD vào năm 2017), tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam đến các nước ASEAN khác cao hơn tăng trưởng nhập khẩu trong giai đoạn trên (11,1% so với 7,7%). Khu vực ASEAN cũng góp phần vào việc thu hút nguồn vốn FDI vào Việt Nam, đặc biệt là trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp. Đến cuối năm 2017, tổng số vốn FDI đăng ký đạt 69,6 tỷ USD với 3.898 dự án đầu tư, trong đó khoảng 60,7% vốn đến từ Singapore. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư Thái Lan đang chiếm ưu thế trong hoạt động M&A tại Việt Nam, chủ yếu là trong lĩnh vực bán lẻ và hàng tiêu dùng với một số thương vụ đầu tư lớn như Metro (TTC Holdings, 710 triệu USD), Big C (Central Group, 1,1 tỷ USD), Nguyễn Kim (Central Group, 200 triệu USD), Vinamilk (F&N, 2,3 tỷ USD) và Sabeco (Thai Beverage, 4,8 tỷ USD).

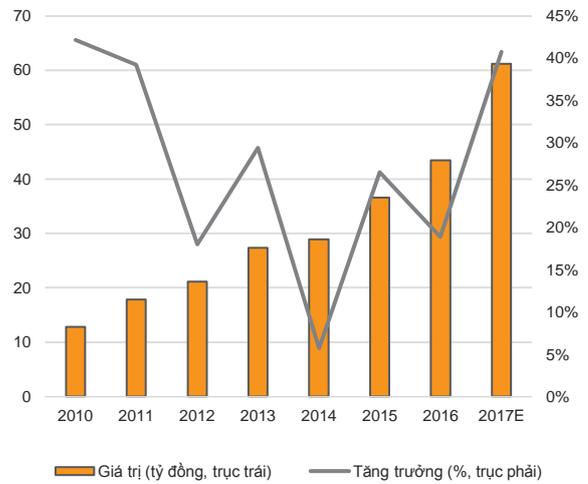
Một điểm nhấn khác trong thương mại Việt Nam là Hiệp định thương mại tự do giữa Việt Nam và Hàn Quốc (VKFTA) có hiệu lực từ tháng 12/2015, đã mang đến thay đổi về quan hệ kinh tế giữa hai nước trong đầu tư và thương mại. Thương mại song phương tăng 1,7 lần từ 36,5 tỷ USD năm 2015 lên 60,5 tỷ USD, trong năm 2017, Hàn Quốc đã vượt qua Mỹ lần đầu tiên trở thành đối tác thương mại lớn thứ hai của Việt Nam sau Trung Quốc. Ngoài ra, Việt Nam đang bắt đầu nhập khẩu nhiều sản phẩm từ Hàn Quốc, thâm hụt thương mại lớn nhất của Việt Nam hiện nay là với Hàn Quốc, sau mới đến Trung Quốc. Điều này phản ánh những khoản đầu tư lớn ở Việt Nam do các tập đoàn khổng lồ của Hàn Quốc tạo ra đã thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu máy móc và linh kiện đầu vào từ Hàn Quốc. Tính đến cuối năm 2017, các nhà đầu tư Hàn Quốc đứng đầu danh sách đầu tư vào Việt Nam với hơn 57,7 tỷ USD vốn đăng ký, tăng 27,4% so với cuối năm 2015. Bên cạnh đó, số khách du lịch Hàn Quốc đến Việt Nam đã tăng lên gần 2,4 triệu vào năm 2017, gấp đôi năm 2015.

Hình 13: Giá trị và tăng trưởng thương mại Việt – ASEAN (2010-2017E)



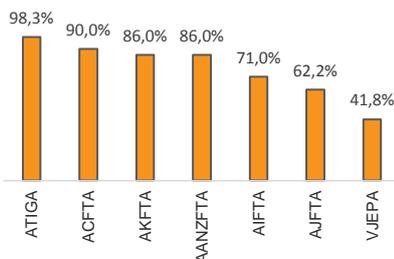
Nguồn: TCHQ, VNDIRECT

Hình 14: Giá trị và tăng trưởng thương mại Việt – Hàn (2010-2017E)



Nguồn: TCHQ, VNDIRECT

Hình 15: Tỷ lệ các dòng thuế nhập khẩu sẽ được loại bỏ trong năm 2018 do FTAs



Nguồn: BCT, VNDIRECT

2018 sẽ đánh dấu một mốc quan trọng trong hội nhập thương mại của Việt Nam do thuế nhập khẩu đối với nhiều loại sản phẩm sẽ giảm xuống 0% theo cam kết của các FTAs (Hình 15). Chúng tôi cho rằng ngành công nghiệp ô tô là đáng chú ý nhất do sẽ có rất nhiều thay đổi trong thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc và thuế nhập khẩu linh kiện và phụ tùng. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng năm 2018 cũng sẽ đánh dấu bước khởi đầu của một kỷ nguyên mới trong các hiệp định thương mại của Việt Nam mặc dù Mỹ đã rút khỏi TPP. Vào tháng 11/2017, TPP được đổi tên gọi thành hiệp định đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) bởi 11 thành viên còn lại. Hiệp định thương mại này có thể sẽ được phê chuẩn vào tháng 02/2018 và có hiệu lực từ năm 2019, trong khi đó, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - EU có thể được phê duyệt trong năm nay. Ngoài ra, Việt Nam cũng đang đàm phán 4 FTA khác, bao gồm hiệp định thương mại quan trọng nhất trong khu vực ASEAN - RCEP. Chúng tôi cho rằng RCEP cũng có thể tạo ra nhiều cơ hội cho thương mại Việt Nam, tuy nhiên hiệp định này sẽ phải đối mặt với những thách thức trong quá trình đàm phán vì mối quan hệ căng thẳng giữa Trung Quốc và các nước thành viên khác chủ yếu do tranh chấp lãnh thổ.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng tăng trưởng thương mại của Việt Nam sẽ được duy trì trong trung hạn. Điều này sẽ được thúc đẩy bởi tăng trưởng nhu cầu ở hầu hết các nước đối tác thương mại lớn và vị thế ngày càng lớn của Việt Nam khi được lựa chọn như một điểm đến cho các nhà máy sau khi rút ra khỏi Trung Quốc. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng sự suy thoái kinh tế toàn cầu, chủ nghĩa bảo hộ lớn hơn ở phương Tây hay sự kiện "Thiên nga đen" như sự bùng nổ chiến tranh trên bán đảo Triều Tiên có thể làm trật bánh câu chuyện tăng trưởng này.

Hình 16: Lịch trình giảm thuế nhập khẩu với một số mặt hàng: thuế suất trung bình quá khứ và tương lai (%)

	WTO MFN2006	WTO MFN2014	AFTA 2007	AFTA 2018	ACFTA 2007	ACFTA 2020	AKFTA 2007	AKFTA 2021
Nông nghiệp	23,5	21,0	4,4	0,8	17,3	1,2	23,1	3,3
Thủy sản	29,3	18,0	4,7	0,0	9,9	0,0	29,3	0,0
Xăng dầu	3,6	3,6	5,6	5,6	15,2	11,7	8,4	1,4
Giấy, gỗ	15,6	10,5	2,1	0,0	12,9	0,3	15,7	1,1
Dệt may	37,3	13,7	4,3	0,0	27,3	0,6	33,4	0,3
Da giày & Cao su	18,6	14,6	5,2	3,1	12,5	1,0	17,6	3,6
Kim loại	8,1	8,1	1,5	0,0	7,9	0,9	8,3	1,2
Hóa chất	7,1	6,9	1,8	0,3	5,8	0,0	7,1	0,8
Ô tô	35,3	35,3	29,2	3,8	41,9	19,6	43,0	36,1
Máy móc	7,1	7,1	1,2	0,0	6,6	1,4	7,4	2,0
Thiết bị điện tử	12,4	9,5	2,5	0,0	11,1	0,8	13,2	2,3
Khoáng sản	14,4	14,1	1,7	0,0	13,1	4,7	14,1	2,1
Khác	14,0	10,2	2,0	0,3	11,1	0,0	13,8	0,4
Trung bình	17,4	13,4	4,5	0,6	14,4	2,3	17,0	4,1

Nguồn: MUTRAP, VNDIRECT

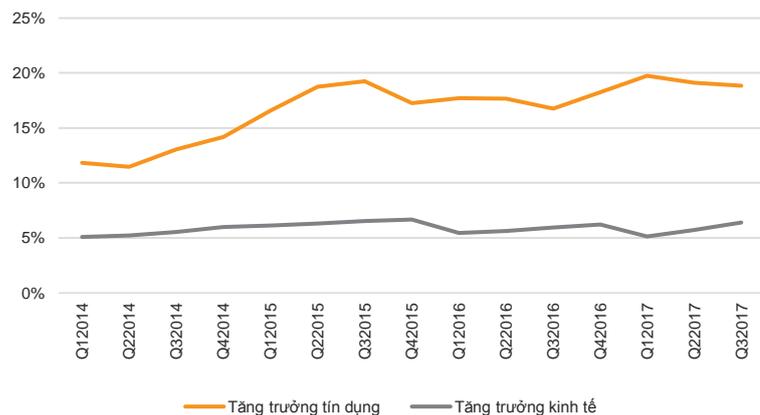
MẶC DÙ TĂNG TRƯỞNG CÓ TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC, NHƯNG RỦI RO VĨ MÔ CŨNG ĐANG LỚN DẦN

Tăng trưởng tín dụng vượt xa tăng trưởng GDP

Năm 2017, nhà điều hành đã duy trì chính sách tiền tệ mở rộng nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, tuy nhiên, sự mở rộng này dẫn đến việc gia tăng đòn bẩy và nợ Chính phủ. Theo Bộ Tài chính, nợ công của Việt Nam đã tăng lên 3.130 nghìn tỷ đồng, tương đương với 138 tỷ USD vào cuối năm 2017 (62,6% GDP). Tỷ lệ này giảm 1% so với năm 2016, tuy nhiên, giá trị tuyệt đối của nợ công không giảm mà đã tăng 9,3% so với năm trước.

Ngoài ra, trên thực tế, tín dụng đã tăng liên tục kể từ nửa sau của năm 2014 do chính sách tiền tệ nới lỏng, việc gia hạn quy định về tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn cùng với việc Chính phủ khuyến khích các ngân hàng cho vay. Chúng tôi ước tính tỷ lệ tín dụng cho nền kinh tế/GDP đạt 131,2% trong năm 2017 với giả định tăng trưởng tín dụng cả năm ở mức 19,3%.

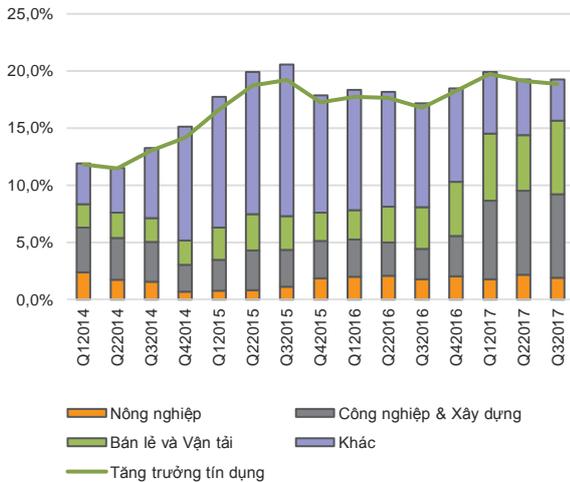
Hình 17: Tăng trưởng tín dụng và kinh tế (%YoY)



Nguồn: SBV, GSO, VNDIRECT

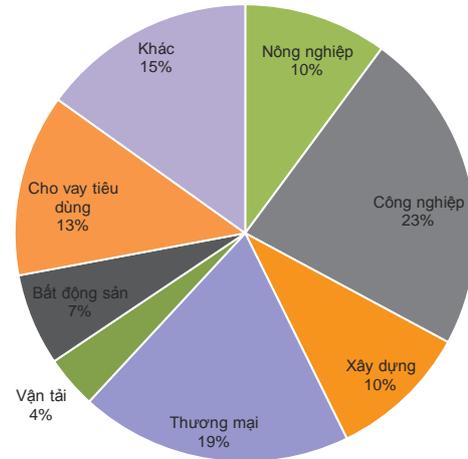
Trong năm 2017, có sự thay đổi đáng kể trong cấu trúc tín dụng của Việt Nam với tỷ trọng lớn hơn vốn cho vay vào các ngành thương mại, vận tải, sản xuất và xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc tăng đầu tư cho xây dựng cơ sở hạ tầng để thu hút dòng vốn FDI và cho vay thế chấp nhà dựa trên sự phục hồi ổn định của thị trường bất động sản là hai động lực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tín dụng vào lĩnh vực xây dựng trong 9 tháng đầu năm 2017 tăng 26,4% so với cùng kỳ năm trước, nâng tỷ trọng trong tổng dư nợ từ 9,2% năm 2016 lên 9,8% vào năm 2017. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng dư nợ cho vay tiêu dùng đã gia tăng nhanh chóng, từ khoảng 9,8% tổng dư nợ trong năm 2016, đến mức ước tính khoảng 12,9% trong năm 2017.

Hình 18: Đóng góp cho tăng trưởng tín dụng theo ngành (%)



Nguồn: SBV, VNDIRECT

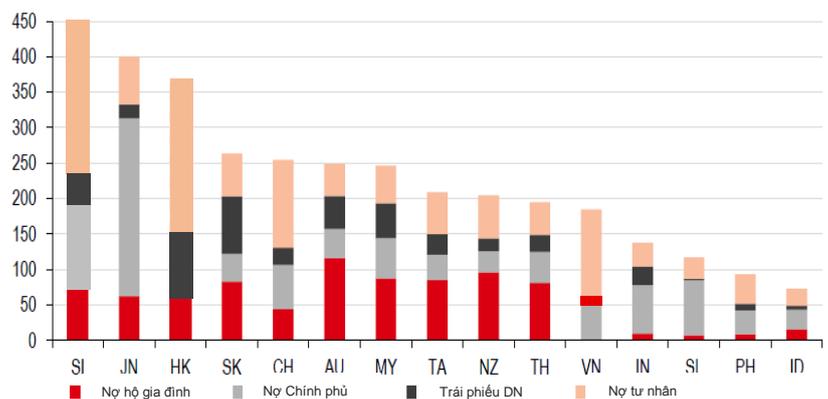
Hình 19: Giá trị dư nợ theo ngành (2017E) (%)



Nguồn: SBV, VNDIRECT

Tỷ lệ nợ/GDP của Việt Nam dự kiến sẽ vào khoảng 193,8% vào cuối năm 2017, thuộc top các nước có tỷ lệ nợ lớn nhất ở châu Á. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ này có thể sẽ cao hơn vào năm 2018 do chính phủ nâng mục tiêu thâm hụt ngân sách lên 3,7%GDP và tiếp tục duy trì gói lỏng tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng. Mặc dù gánh nặng nợ của Việt Nam ở tầm trung so với mức trung bình của khu vực nhưng chúng tôi cho rằng tốc độ tăng của quy mô nợ quan trọng hơn quy mô của các khoản nợ. Có thể nói, tốc độ gia tăng đòn bẩy ở Việt Nam đang nằm trong top cao nhất trong khu vực. Nếu nợ tiếp tục hình thành theo tốc độ này thì sẽ dẫn đến rủi ro về hiệu quả phân bổ dòng vốn và kéo theo sự gia tăng của nợ xấu.

Hình 20: Tổng nợ/GDP (2016) (%)



Nguồn: HSBC, VNDIRECT

Việt Nam: Dư nợ cho các hộ gia đình được giả định là cho vay tiêu dùng, Nợ tư nhân đã bao gồm trái phiếu doanh nghiệp

Một khía cạnh đáng chú ý khác trong việc liên tục gia tăng đòn bẩy của Việt Nam là đang được dẫn dắt bởi cho vay tiêu dùng hơn là cho vay các DNNN như trong giai đoạn trước. Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng đã tăng đáng kể trong ba năm qua và chúng tôi ước tính dư nợ cho vay tiêu dùng sẽ tăng khoảng 59% trong năm 2017. Trong đó, hơn 50% tín dụng tiêu dùng phục vụ cho mục đích mua sắm và sửa chữa nhà cửa. Hiện tại, các nhà hoạch định chính sách ở Việt Nam đang phải đối mặt với tình thế tiến thoái lưỡng nan giữa việc phải giảm chi phí vay để hỗ trợ khu vực tư nhân nhưng đồng thời phải kiểm soát rủi

ro nợ xấu khi dòng vốn đi vào các lĩnh vực nhạy cảm. Chúng tôi tin rằng nguy cơ trung hạn của việc giảm chất lượng tín dụng từ việc tăng trưởng cao của hoạt động cho vay có thể dẫn đến chính sách tiền tệ thận trọng hơn trong 2-3 năm tới.

Rủi ro từ môi trường bên ngoài ngày càng trở nên quan trọng do sự phụ thuộc của nền kinh tế vào khối FDI và tăng cường hội nhập thương mại

Chúng tôi nhận định những rủi ro chính đối với nền kinh tế Việt Nam vào năm 2018 có thể xuất hiện từ môi trường bên ngoài gồm có:

Sự suy giảm tăng trưởng toàn cầu, đến từ tăng trưởng chậm hơn ở các nước phát triển hoặc sự suy thoái nhanh hơn dự kiến ở Trung Quốc.

Hình 21: Chu kỳ suy thoái/mở rộng của Mỹ (1948-nay)

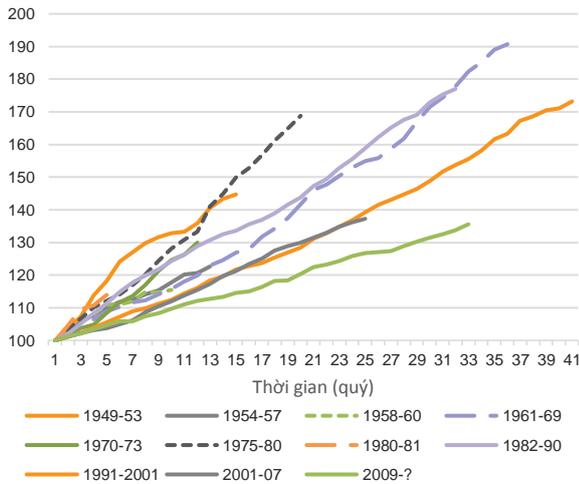
Giai đoạn suy thoái	Thời gian (tháng)	Giai đoạn mở rộng	Thời gian (tháng)
1948-49	11	1949-53	45
1953-54	10	1954-57	39
1957-58	8	1958-60	24
1960-61	10	1961-69	106
1970	11	1970-73	36
1973-75	16	1975-80	58
1980	6	1980-81	12
1981-82	16	1982-90	92
1990-91	8	1991-2001	120
2001	8	2001-07	73
2008-09	18	2009-?	102
Bình quân		Bình quân	
1854-1919	22	1854-1919	27
1919-45	18	1919-45	35
1945-2009	11	1945-2009	58

Nguồn: MARKET WATCH, VNDIRECT

Tăng trưởng kinh tế toàn cầu nhìn chung tích cực nhưng chúng tôi cho rằng đã đến lúc cần thận trọng với các đặc điểm của chu kỳ kinh tế hiện tại do (1) mối liên kết yếu giữa tăng trưởng và lạm phát, (2) các ngân hàng trung ương lớn đang bước vào chu kỳ bình thường hóa chính sách nới lỏng tiền tệ, và (3) nợ toàn cầu đã đạt mức cao nhất mọi thời đại. Chu kỳ mở rộng kinh tế hiện tại đã kéo dài gần 102 tháng, đây là đợt tăng trưởng liên tục dài thứ ba trong lịch sử Hoa Kỳ trong suốt 11 chu kỳ kinh tế bắt đầu từ năm 1949. Tuy nhiên, đây cũng là chu kỳ chậm nhất xét về tốc độ tăng trưởng và đáng ngạc nhiên là không xảy ra lạm phát trong bối cảnh nới lỏng chính sách tiền tệ. Việc nới lỏng tiền tệ quá mức có thể được coi là nguyên nhân của chu kỳ kinh tế thế giới hiện tại, do đó, nguy cơ rủi ro về suy thoái toàn cầu đã gia tăng kể từ khi Fed đi đầu trong chính sách thắt chặt tiền tệ với ba đợt tăng lãi suất dự kiến trong năm 2018. Theo IMF, tỷ lệ nợ vay đã tăng lên từ năm 2006 đến nay tại nhiều nền kinh tế G20 trong bối cảnh các điều kiện tiền tệ nới lỏng ở mức kỷ lục, làm cho nền kinh tế toàn cầu nhạy cảm hơn với sự thay đổi của chu kỳ lãi suất.

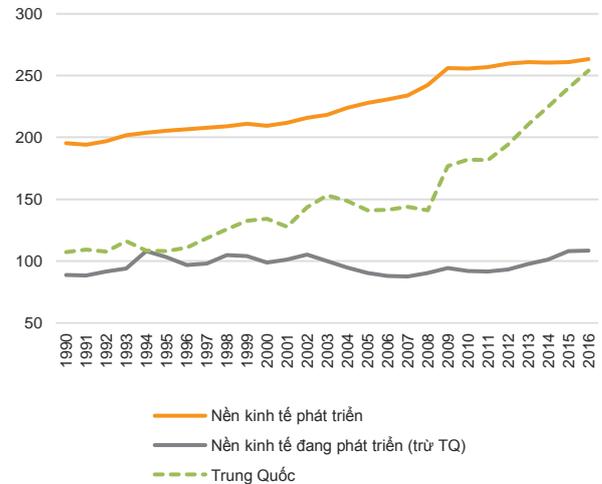
Sự gia tăng hội nhập của Việt Nam vào thương mại toàn cầu và thu hút dòng vốn đầu tư từ quốc tế đồng nghĩa với việc tiếp cận với nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu đã tăng đáng kể so với thời kỳ trước đây.

Hình 22: GDP danh nghĩa lũy kế hậu khủng hoảng



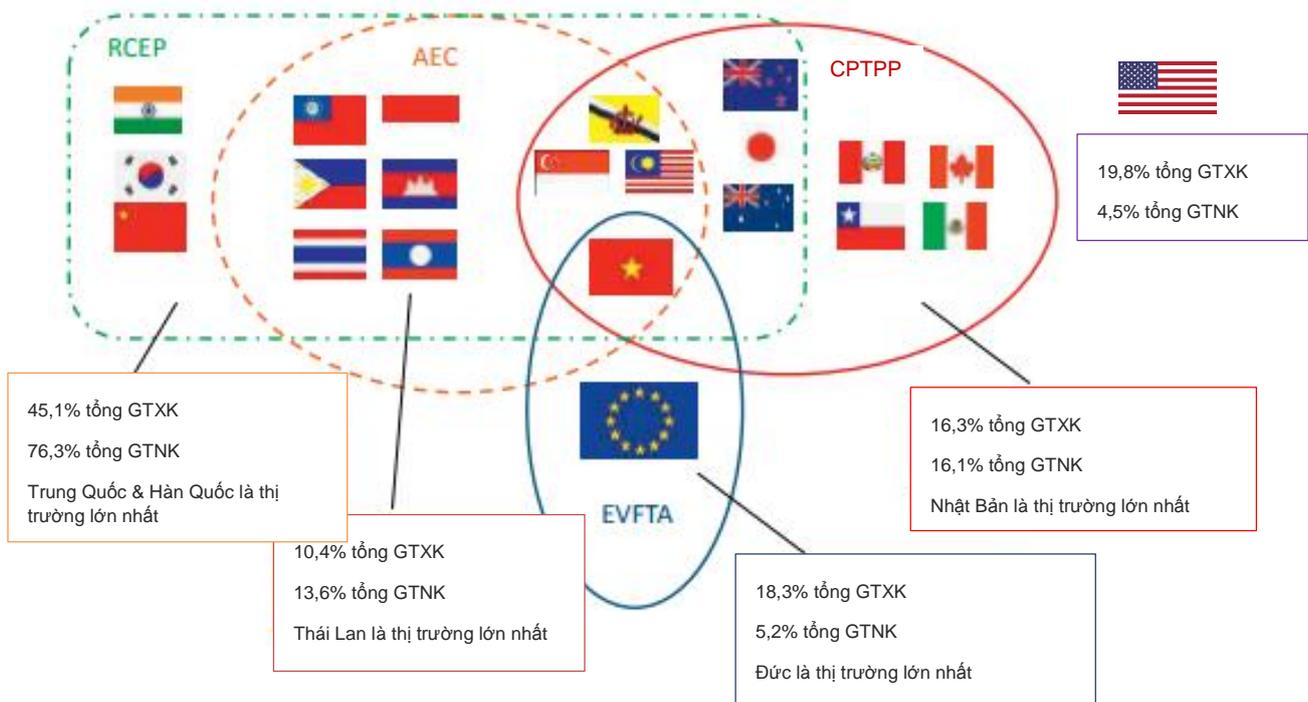
Nguồn: FRED, VNDIRECT

Hình 23: Tổng Nợ/ GDP của các quốc gia theo khu vực (%)



Nguồn: IMF, VNDIRECT

Hình 24: Mối liên kết trong thương mại toàn cầu của Việt Nam

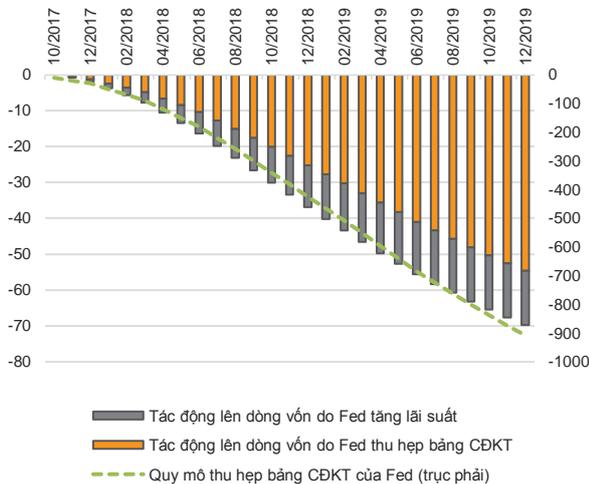


Nguồn: TCHQ, VNDIRECT

Việt Nam cũng có nhiều khả năng bị tác động tiêu cực bởi sự biến động của dòng vốn toàn cầu, khi các ngân hàng trung ương ở các thị trường đang phát triển bắt tay vào việc bình ổn hoá chính sách tiền tệ thông qua tăng lãi suất và thu hẹp bảng cân đối kế toán (chủ yếu là Fed). Kịch bản cơ sở cho năm 2018 là chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục từng bước thắt chặt, trong khi chính sách tài khóa sẽ mở rộng hơn để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tùy thuộc vào mức độ mở rộng của chính sách tài khóa, việc nâng lãi suất điều hành sớm hơn dự kiến sẽ tạo ra sự biến động lớn hơn trong dòng vốn đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán của Việt Nam và ảnh hưởng tiêu cực đến tiến độ IPO/ thoái vốn của các DNNN. Theo ước tính của IMF, sẽ có sự suy giảm đáng kể trong dòng vốn vào danh mục đầu tư tại các thị trường mới nổi do sự chính sách thắt chặt tiền tệ của Mỹ từ nửa sau năm 2018.

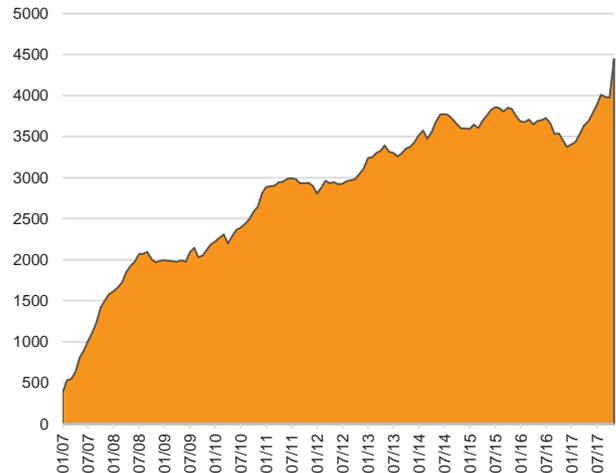
Do là một thị trường cận biên, Việt Nam sẽ không thoát khỏi xu hướng dòng vốn rút khỏi tài sản rủi ro. Tính đến cuối tháng 11/2017, dòng tiền ròng tích lũy từ các nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài đã cao gấp 1,5 lần mức tích lũy của giai đoạn 2007-2011.

Hình 25: Dòng tiền lũy kế hàng tháng rút khỏi danh mục thị trường mới nổi do chính sách của Fed: 2017-19 (tỷ USD)



Nguồn: IMF, VNDIRECT

Hình 26: Dòng tiền lũy kế đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam (2007-17) (triệu USD)



Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT

Rủi ro từ các sự kiện "Thiên nga đen" như xung đột Bắc Triều Tiên. Với chiến lược chính sách quốc tế cực kỳ khó lường của Bắc Triều Tiên, dù xác suất xảy ra được coi là thấp, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư cần sẵn sàng với nguy cơ xảy ra chiến tranh. Một cuộc xung đột vũ trang giữa Hoa Kỳ và Bắc Triều Tiên sẽ làm tê liệt triển vọng kinh tế toàn cầu và mang lại hậu quả nghiêm trọng đối với kinh tế Hàn Quốc và Việt Nam.

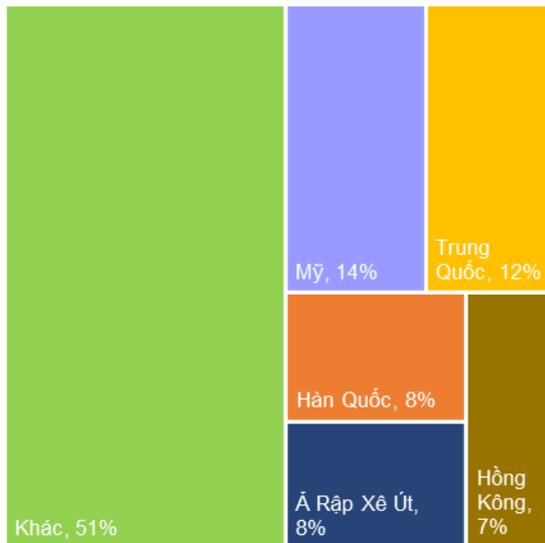
Chúng tôi tin rằng tác động của rủi ro này sẽ là nghiêm trọng do:

- Các công ty có vốn đầu tư của Hàn Quốc thường có định hướng xuất khẩu và đóng góp đáng kể vào xuất khẩu của Việt Nam (chiếm hơn 30% tổng giá trị xuất khẩu). Các công ty này cũng tạo ra nhu cầu lao động lớn trong nước (chiếm 1,3% tổng lao động) và tạo ra tăng trưởng thu nhập tương đối cao cho người lao động Việt Nam bởi các công ty FDI thường phải trả mức lương tốt hơn các công ty trong nước trên cơ sở năng suất lao động cao hơn.
- Hàn Quốc cũng là thị trường xuất khẩu quan trọng của Việt Nam. Chúng tôi ước tính rằng tổng xuất khẩu của Việt Nam vào Hàn Quốc là khoảng 14,6 tỷ đô la Mỹ trong năm 2017, chiếm khoảng 6,5% GDP của Việt Nam và 7,1% tổng xuất khẩu của Việt Nam.
- Các mối quan hệ thương mại song phương giữa hai nước đã và đang phát triển liên tục, đặc biệt là từ năm 2013 đến năm 2017, với Hàn Quốc vẫn là nguồn nhập khẩu lớn thứ hai và là thị trường xuất khẩu lớn thứ tư của Việt Nam. Do đó, việc ngừng nhập khẩu từ Hàn Quốc do ảnh hưởng của chiến tranh có thể phá vỡ toàn bộ chuỗi cung ứng và đe dọa xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là các mặt hàng có giá trị gia tăng cao như điện tử tiêu dùng.
- Trong một báo cáo gần đây, Moody's ước tính một sự sụt giảm 10% trong GDP của Hàn Quốc sẽ khiến tăng trưởng

GDP của Việt Nam giảm đi 0,7-1% nếu có xung đột trên bán đảo Triều Tiên.

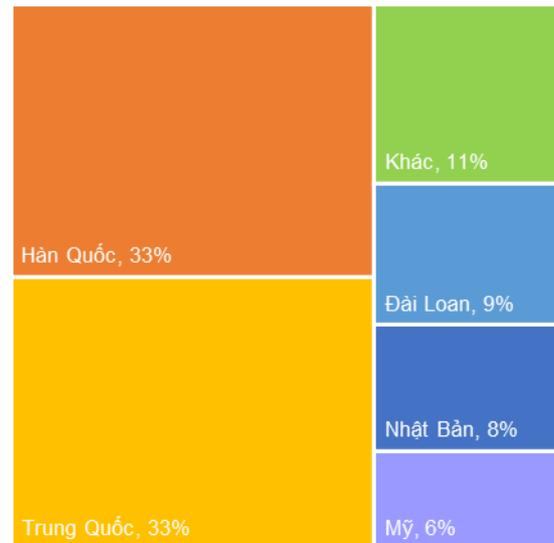
- Chúng tôi cũng cho rằng việc “đầu tư theo cảm tính” của các nhà đầu tư trên toàn thế giới nếu bị khơi mào bởi bất kỳ một cuộc chiến tranh nào sẽ dẫn tới sự dịch chuyển đầu tư ra khỏi các tài sản rủi ro ở các thị trường cận biên và việc này sẽ ảnh hưởng sâu sắc đến thị trường tiền tệ và chứng khoán Việt Nam.

Hình 27: Tỷ trọng hàng điện tử xuất khẩu của Việt Nam theo quốc gia (%)



Nguồn: TCHQ, VNDIRECT

Hình 28: Tỷ trọng linh kiện điện tử nhập khẩu của Việt Nam theo quốc gia (%)



Nguồn: TCHQ, VNDIRECT

NHÌN LẠI TTCK 2017: MỘT NĂM THĂNG HOA VƯỢT QUA MỌI KỶ VỌNG

Đà tăng trưởng mạnh mẽ của nhóm CP Vốn hóa lớn giúp VNINDEX tiệm cận mức đỉnh lịch sử

2017 chứng kiến VNINDEX tăng mạnh nhất trong vòng 10 năm

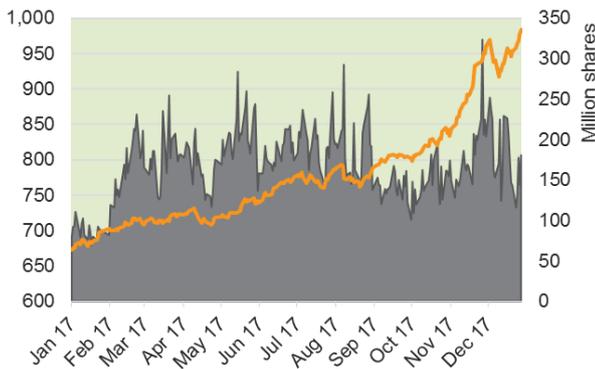
VNINDEX tăng giá trong suốt năm 2017 mà không có đợt điều chỉnh giảm đáng kể nào, lần lượt phá vỡ rất nhiều ngưỡng kháng cự và kết thúc năm 2017 ở mức 984,24 điểm (48%), mức giá cao nhất kể từ giai đoạn thị trường biến động năm 2009.

Hình 29: VNINDEX giai đoạn 2000-2017: Tiến gần đến mức đỉnh lịch sử



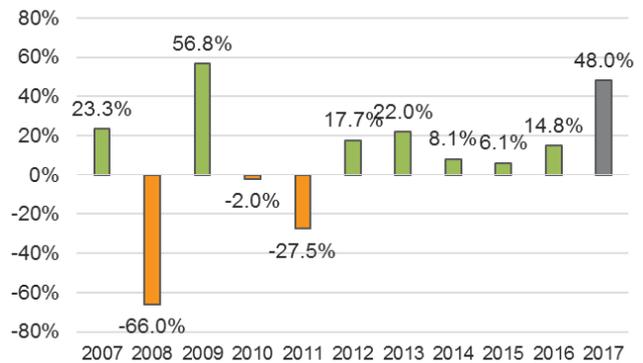
Nguồn: VNDIRECT

Hình 30: Diễn biến giá 2017 của VNINDEX



Nguồn: VNDIRECT

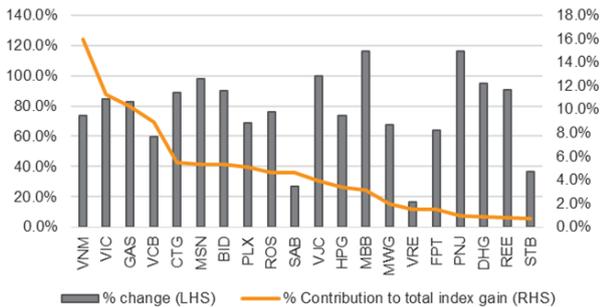
Hình 31: Mức tăng trưởng theo năm của VNINDEX



Nguồn: VNDIRECT

Mức tăng trưởng mạnh được đóng góp rất nhiều từ các cổ phiếu vốn hóa lớn. Trong mức tăng trưởng chung của thị trường, 10 doanh nghiệp có mức tăng vốn hóa lớn nhất đóng góp đến 77% tổng mức tăng của chỉ số (245/319 điểm tăng thêm của VNINDEX) trong đó dẫn đầu là VNM (đóng góp 50,9 điểm; 15,9%), VIC (36,1 điểm; 11,3%), GAS (32,7 điểm; 10,2%).

Hình 32: Những mã đóng góp nhiều nhất vào mức tăng của VNINDEX



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT

Hình 33: Diễn biến của thị trường theo nhóm chỉ số.



Nguồn: VNDIRECT

Hình 34: Diễn biến tăng trưởng giá của một số nhóm ngành

Ngành	Tăng trưởng giá 2017
Vận tải	90.2%
Bán lẻ	77.5%
Ngân hàng	73.2%
Dịch vụ tài chính	70.8%
Y-Dược	55.7%
Bất động sản	55.6%
Dầu khí	48.6%
Dịch vụ tiện ích	48.2%
Công nghệ	44.5%
Tài nguyên cơ bản	42.8%
Sản xuất thực phẩm	42.1%
Xây dựng	35.4%
Vật liệu XD	25.2%
Đồ uống	22.0%
Bảo hiểm	15.2%
Hóa chất	11.3%
...	
VNINDEX	48.0%

Nguồn: VNDIRECT

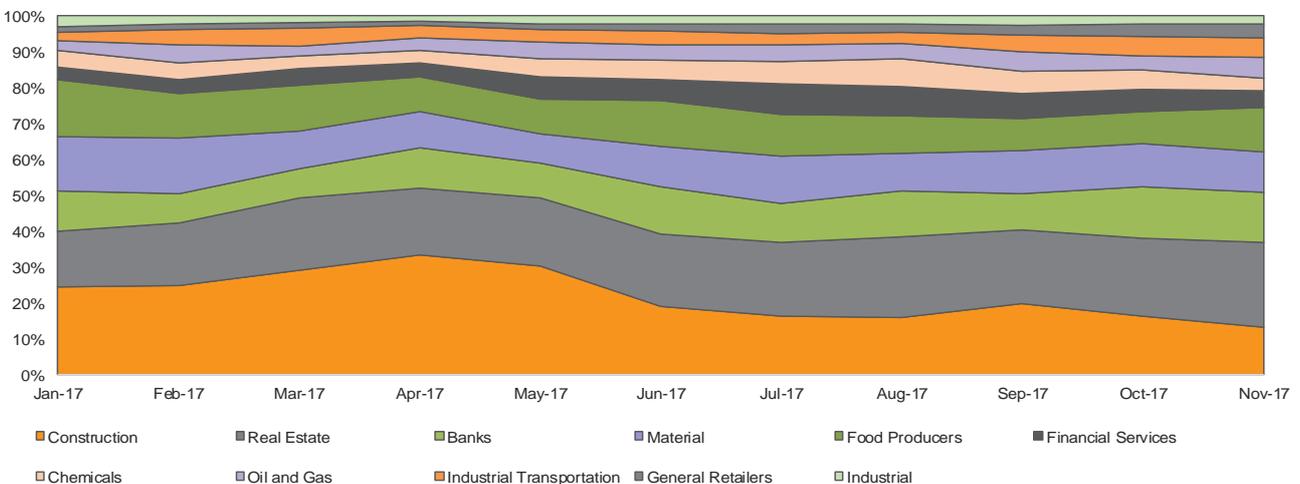
Mức tăng điểm của VNINDEX lan tỏa trên nhiều ngành - Vận tải, Bán lẻ và Ngân hàng thể hiện sự vượt trội. Các cổ phiếu bán lẻ tiếp tục một năm thăng hoa nhờ tăng trưởng doanh thu và tiếp tục mở rộng hệ thống. Đà tăng mạnh mẽ của VJC, ACV và VJC vào cuối năm giúp cho nhóm ngành vận tải giữ vị trí quán quân. Các cổ phiếu ngân hàng là động lực rất lớn cho thị trường nhờ những chuyển biến chính sách tích cực, cơ chế xử lý nợ xấu và việc Moody nâng hạng triển vọng của ngành Ngân hàng Việt Nam lên “TÍCH CỰC” trong năm 2017. Với điểm số và thanh khoản thị trường đều tăng mạnh, không khó hiểu khi đa phần các cổ phiếu ngành chứng khoán đều có diễn biến tích cực trong năm qua.

Các cổ phiếu dẫn đầu mức tăng của ngành:

- **Vận tải:** ACV (127,1%), VJC (97,47%)
- **Bán lẻ :** MWG (69,3%), PNJ (111,1%)
- **Ngân hàng:** ACB (109,7%), SHB (102,2%), MBB (98,6%), ACB (109,7%), BID (85,3%).
- **Chứng khoán:** SHS (395%), HCM (128,3%), VND (101,5%), SSI (52,9%)

Xét về thanh khoản, dòng tiền thị trường tập trung chủ yếu vào nhóm Xây dựng, Bất động sản, Ngân hàng, VLXD và Sản xuất thực phẩm.

Hình 35: Giá trị giao dịch theo nhóm ngành



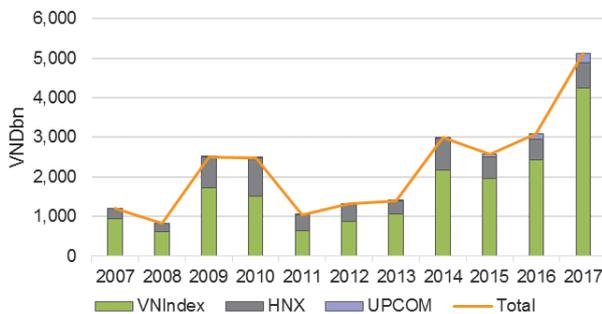
Nguồn: VNDIRECT

Bước nhảy vọt về thanh khoản thị trường – vượt 5.000 tỷ đồng/phiên

Thanh khoản thị trường tăng hơn 60% so với cùng kỳ trong bối cảnh dòng tiền tập trung chủ yếu vào nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn.

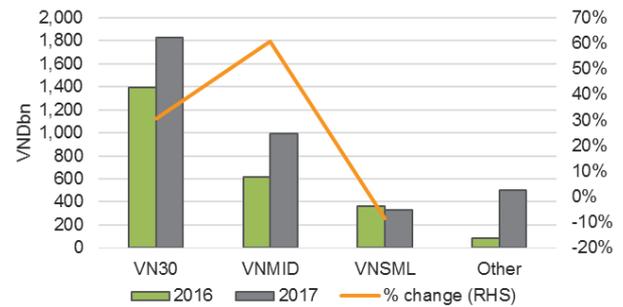
Tổng thanh khoản thị trường tăng hơn 66%, cán mốc 5.130 tỷ đồng/phiên trong năm 2017. Trên HOSE, thanh khoản chủ yếu đóng góp nhờ nhóm Midcap và VN30 khi thanh khoản của 2 nhóm này tăng lần lượt 60% và 30% so với năm 2016, trong khi thanh khoản của nhóm Smallcap giảm 8,3%. Các cổ phiếu mới niêm yết cũng đóng góp 10,2% tổng thanh khoản thị trường, trong đó chủ yếu đến từ các cái tên đáng chú ý như PLX, VJC, VRE, VPB... Việc dòng tiền có xu hướng sự tập trung vào nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn nhờ sự tham gia của các quỹ nước ngoài cũng như sự chú ý của thị trường đối với các đợt thoái vốn Nhà nước diễn ra vào cuối năm 2017.

Hình 36: Thanh khoản bình quân ngày toàn TT (2007-2017)



Nguồn: VNDIRECT

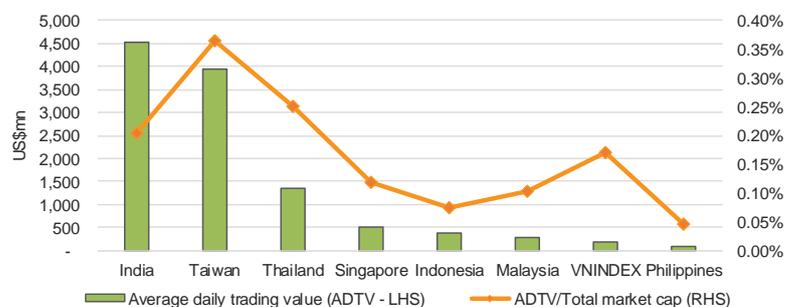
Hình 37: Thanh khoản bình quân ngày theo nhóm chỉ số VNINDEX



Nguồn: VNDIRECT

Thanh khoản bình quân thị trường gần đây đã vượt Philippines, nhưng khoảng cách đến thị trường mới nổi vẫn còn tương đối xa. Thanh khoản bình quân ngày của Việt Nam đã vượt qua 350 triệu US\$/ngày vào tháng 11, 12 nhờ vào những phiên giao dịch đột biến của VRE, VNM... qua đó vượt qua mức thanh khoản của người hàng xóm Philippines nhưng vẫn còn khoảng cách khá xa với các thị trường mới nổi như Indonesia (395 triệu US\$/ngày), Malaysia (523 triệu US\$/ngày). Một điểm khác biệt của thị trường là diễn biến mua ròng của khối ngoại trong suốt cả năm 2017, khác biệt với Thái lan, Indonesia, Philippines và Đài Loan.

Hình 38: Thanh khoản bình quân ngày của TTCK Việt Nam so với khu vực

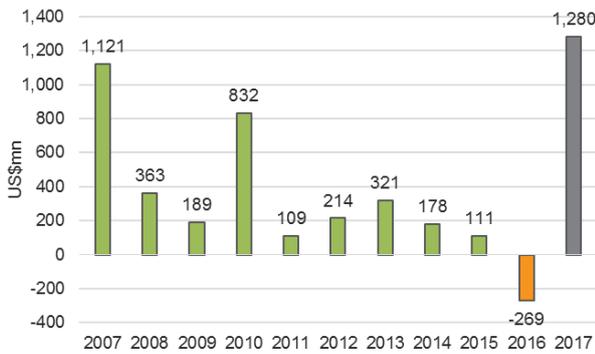


Nguồn: VNDIRECT

Khối ngoại mua ròng kỷ lục – Đóng vai trò quan trọng trong diễn biến tích cực của thị trường.

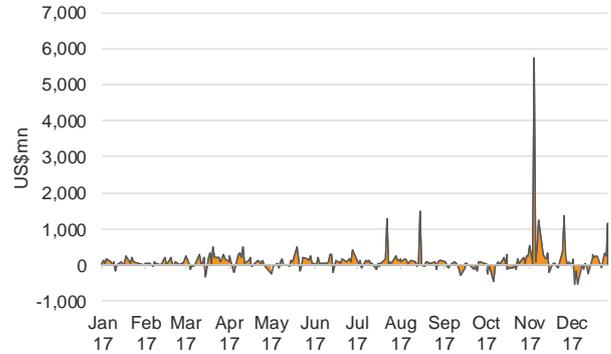
Nhà đầu tư nước ngoài mua ròng hơn 1,2 tỷ US\$ trong năm 2017, vượt qua mốc kỷ lục 1,12 tỷ US\$ năm 2007. Khối ngoại đóng góp đến 15,4% thanh khoản toàn thị trường, cao nhất trong vòng 10 năm.

Hình 39: Diễn biến Giao dịch ròng của khối ngoại 2007-2017



Nguồn: VNDIRECT

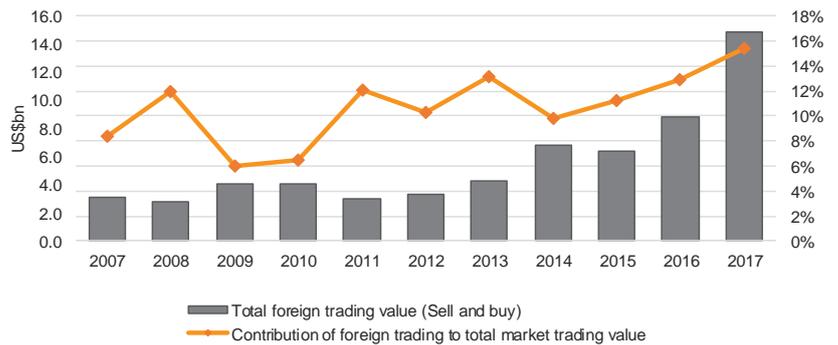
Hình 40: Diễn biến GD của khối ngoại theo tháng năm 2017



Nguồn: VNDIRECT

NĐTNN dành sự chú ý rất lớn đối với các cổ phiếu mới niêm yết. Bên cạnh những cái tên quen thuộc như VNM (mua ròng 7.760 tỷ đồng), HPG (mua ròng 2.832 tỷ đồng)... khối ngoại cũng mua vào nhiều cổ phiếu mới niêm yết như VRE (mua ròng 5.630 tỷ đồng), PLX (mua ròng 1.702 tỷ đồng), VCI (mua ròng 1.650 tỷ đồng), VPB (mua ròng 1.457 tỷ đồng), VJC (mua ròng 930 tỷ đồng)...

Hình 41: Giá trị giao dịch của NĐTNN so với toàn thị trường.



Nguồn: VNDIRECT

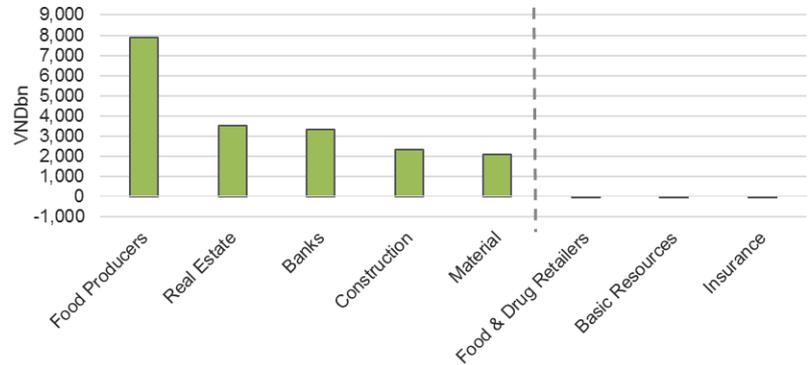
Hình 42: Top mua bán ròng của khối ngoại trong năm 2017 (Tỷ đồng).

	Top mua ròng			Top net sold					
	Giá trị mua ròng	Giá trị mua	Giá trị bán	Giá trị bán ròng	Giá trị mua	Giá trị bán			
1	VNM	7.760	52.462	44.702	1	NVL	-1.604	2.091	3.694
2	VRE	5.630	18.891	13.261	2	MSN	-1.167	8.186	9.353
3	HPG	2.832	8.817	5.985	3	VIC	-971	3.822	4.793
4	PLX	1.702	2.625	924	4	PVS	-713	664	1.377
5	VCI	1.650	2.052	402	5	NTP	-687	1.035	1.722
6	VPB	1.457	1.621	165	6	PVD	-583	713	1.296
7	PGD	1.244	1.273	29	7	BMP	-435	853	1.288
8	CTD	1.082	1.991	909	8	HSG	-357	2.075	2.432
9	VJC	930	2.940	2.010	9	HT1	-313	429	742
10	ROS	813	2.397	1.583	10	HBC	-308	816	1.124
11	BID	800	1.471	671	11	KBC	-255	1.329	1.583
12	DIG	717	1.212	495	12	SSI	-245	2.793	3.038
13	GAS	682	2.177	1.495	13	FIT	-243	23	265
14	MWG	624	1.557	933	14	SKG	-238	318	556
15	VHC	549	1.020	471	15	QCG	-227	54	281
16	SCS	547	555	8	16	KDC	-188	803	991
17	HCM	541	923	382	17	DRC	-186	519	704
18	PC1	505	571	66	18	VSC	-184	193	377
19	LPB	433	462	29	19	ITA	-177	102	279
20	QNS	404	541	137	20	SCR	-163	98	261

Nguồn: VNDIRECT

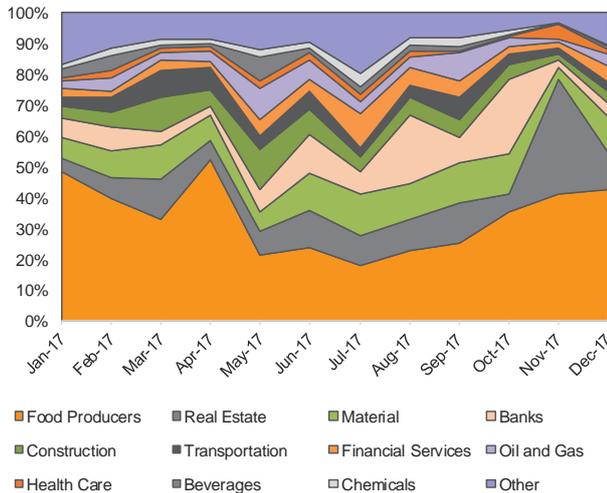
Khối ngoại tiếp tục cho thấy sự quan tâm đối với các nhóm ngành quen thuộc như Sản xuất thực phẩm (VNM, MSN), BĐS (VIC, VRE, NVL), Vật liệu xây dựng (HPG, HSG) và Ngân hàng (VCB, ACB, VPB, BID)...

Hình 43: Top nhóm ngành khối ngoại mua ròng/bán ròng mạnh nhất

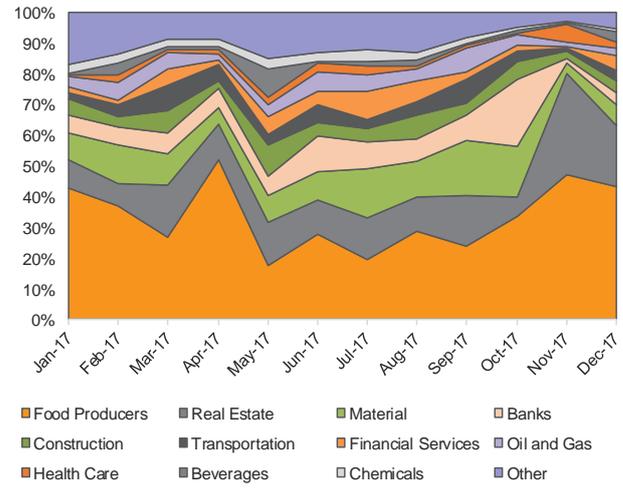


Nguồn: VNDIRECT

Hình 44: Giá trị Mua của NĐTNN theo nhóm ngành



Hình 45: Giá trị Bán của NĐTNN theo nhóm ngành



Nguồn: VNDIRECT

Nguồn: VNDIRECT

Thị trường bước sang một giai đoạn mới về quy mô vốn hóa

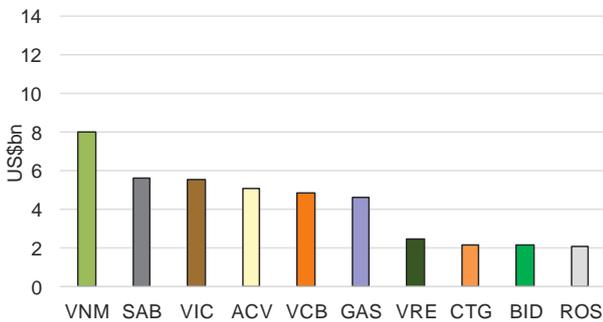
Vốn hóa của TTCK Việt Nam tăng mạnh, đạt mức 75,7% GDP. Tổng vốn hóa của thị trường tăng 81% năm 2017, cán mốc 155 tỷ US\$ trong đó các cổ phiếu hiện hữu đóng góp 50% mức tăng và các cổ phiếu mới niêm yết trong năm 2017 đóng góp 31% còn lại.

Hình 46: Quy mô vốn hóa của TTCK Việt Nam



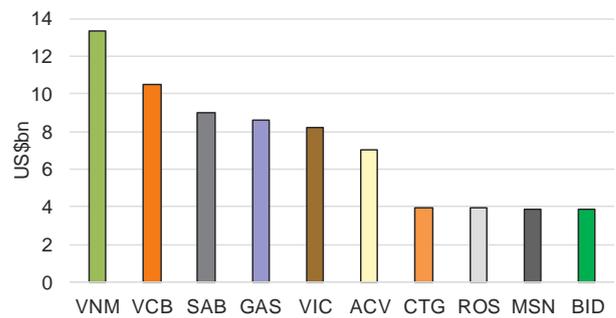
Nguồn: VNDIRECT

Hình 47: Top 10 vốn hóa 2016 (31/12)



Nguồn: VNDIRECT

Hình 48: Top 10 vốn hóa 2017 (31/12)



Nguồn: VNDIRECT

Hình 49: Số lượng thành viên của câu lạc bộ “Tỷ đô”



Nguồn: VNDIRECT

Mức tăng của chỉ số vượt trội so với tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp.

Nhà đầu tư đang phải trả mức P/E cao hơn cho tăng trưởng lợi nhuận của thị trường. Chỉ số VNINDEX đã tăng 48% trong năm 2017 trong khi tăng trưởng 9 tháng của các doanh nghiệp niêm yết chỉ tăng 18,7% so với cùng kỳ. Do vậy, P/E của VNINDEX đã tăng hơn 15% trong năm lên mức 19,4x.

Nếu xét tương quan giữa P/E và tăng trưởng lợi nhuận, chỉ số PEG (Price/Earning to growth) cũng đã tăng lên 1,04x (+16,3%) so với thời điểm cuối năm 2016. Sức khỏe nền kinh tế được cải thiện, môi trường quốc tế ổn định, rủi ro thị trường được giảm thiểu... có thể là một trong số những nguyên nhân giải thích cho sự tăng lên của chỉ số định giá thị trường, nhưng không phải là tất cả.

Cổ phiếu vốn hóa lớn là nguyên nhân chính khiến P/E thị trường tăng mạnh. P/E bình quân của nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ hầu như đi ngang trong suốt 2 năm qua, trong khi P/E của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tăng hơn 40% trong cùng thời kỳ lên mức 22,3x, mức khá cao cho một thị trường cận biên và mức cao nhất kể từ năm 2009.

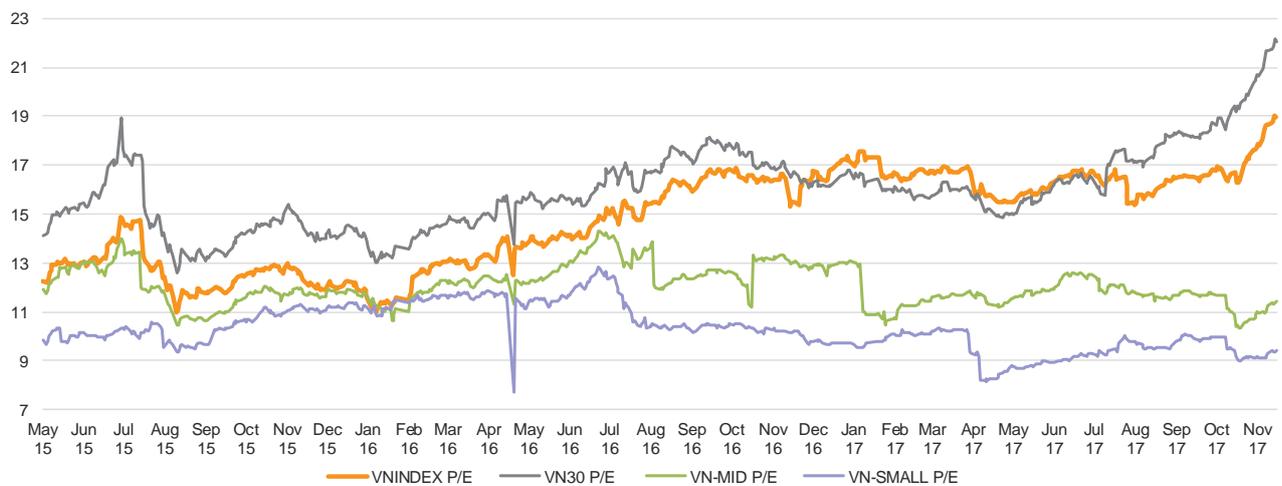
Hình 50: Chỉ số định giá thị trường

	P/E as of Dec-17	P/E as of Dec-16	Marketcap US\$bn	Earning growth TTM
VNINDEX	19.4x	16.8x	115.3	18.7%
VN30	22.9x	16.2x	80.9	15.2%
VN-Midcaps	11.6x	12.9x	10.6	14.8%
VN-Smallcaps	9.8x	8.2x	3.5	7.9%
Top 30 Marketcap (*)	22.5x		91.0	20.5%

Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT calculation

(*) Top 30 vốn hóa trên HOSE bao gồm các cổ phiếu không nằm trong nhóm VN30 như PNJ, VPB...

Hình 51: P/E lịch sử của VNINDEX, VN30, VN-MID and VN-SMALL



Nguồn: FiinPro, VNDIRECT

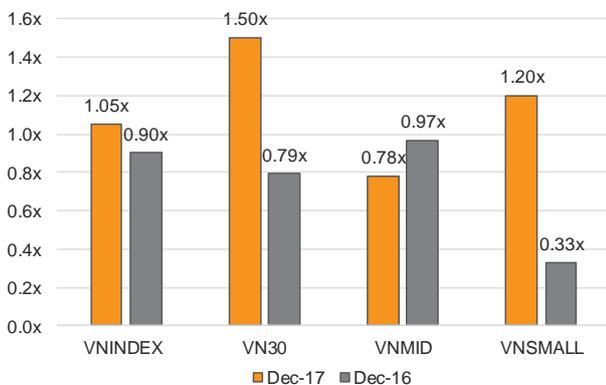
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2018: HƯỚNG SỰ CHÚ Ý ĐẾN NHÓM MID-CAP

Các cổ phiếu vốn hóa lớn xứng đáng được trả mức định giá cao hơn, nhưng mức chênh lệch hiện đang là quá lớn. Chỉ số PEG của nhóm các cổ phiếu vốn hóa lớn hiện đang cao hơn 88% so với nhóm Mid-cap. Sự mất cân bằng như trên về lý thuyết sẽ xuất hiện khả năng điều chỉnh về định giá, nhưng với tiến trình IPO, thoái vốn Nhà nước cũng như kỳ vọng nâng hạng thị trường sẽ tiếp tục thu hút dòng tiền vào nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn, qua đó làm giảm bớt rủi ro về một “cú đảo chiều” của nhóm này. Thị trường tiếp tục kỳ vọng có thêm nhiều cổ phiếu lớn tham gia thị trường sau các đợt IPO của PVPower, Becamex, PVOil, BSR, Genco 3, các cổ phiếu ngân hàng tiếp tục làn sóng niêm yết (Techcombank, TPBank...) hay FPT Retail, FPT Trading... Do vậy, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng Định giá của nhóm Mid-cap sẽ tăng và rút ngắn khoảng cách thay vì một đợt sụt giảm trong mức P/E của nhóm vốn hóa lớn.

Chúng tôi thấy triển vọng tăng giá đến từ nhóm Mid-cap nhưng vẫn cần sự chọn lọc kỹ càng

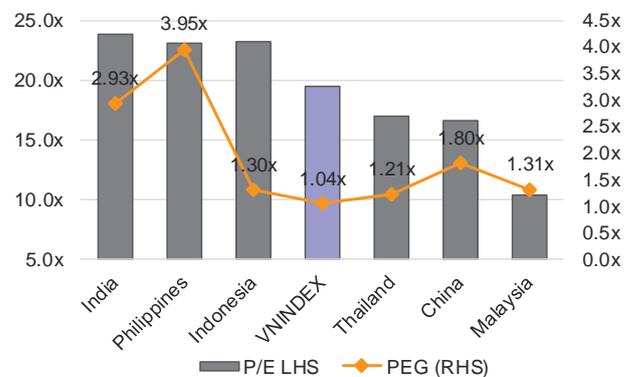
Với thực tế rằng P/E của nhóm Mid-cap hiện tại chỉ bằng 1 nửa so với nhóm vốn hóa lớn, chúng tôi cho rằng việc tập trung vào nhóm cổ phiếu này sẽ đem đến mức sinh lời lớn hơn cho nhà đầu tư. Tuy nhiên chúng tôi cũng không kỳ vọng một sóng tăng giá chung trong suốt các cổ phiếu mid-cap, do vậy lựa chọn cổ phiếu với tăng trưởng lớn hoặc có câu chuyện riêng là một lựa chọn phù hợp.

Hình 52: PEG của VNINDEX và các chỉ số thành phần



Nguồn: VNDIRECT, FiinPro

Hình 53: P/E và PEG của Việt Nam và khu vực

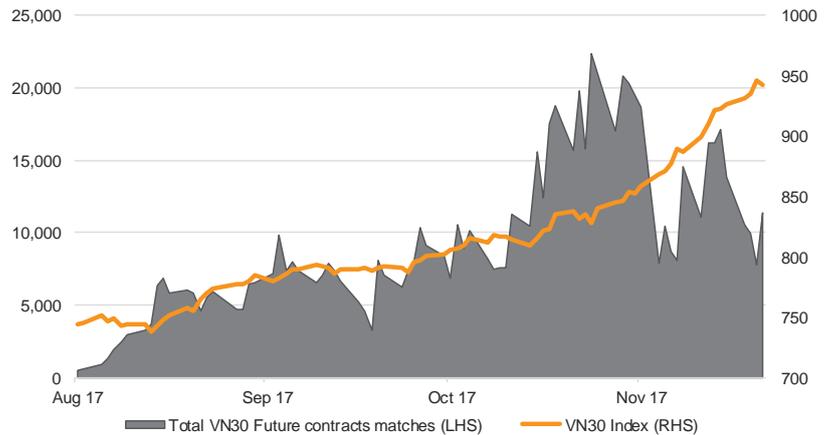


Nguồn: VNDIRECT, Bloomberg, FiinPro

Các sản phẩm phái sinh sẽ tiếp tục hỗ trợ cho thị trường cơ sở

Thị trường phái sinh của Việt Nam chính thức đi vào hoạt động với sản phẩm đầu tiên là Hợp đồng Tương lai chỉ số VN30 và những kết quả đầu tiên khá hứa hẹn. Bắt đầu từ 8/8/2017, thị trường phái sinh có khởi đầu tương đối khiêm tốn với chỉ 485 hợp đồng khớp lệnh, nhưng nhanh chóng trở nên sôi động hơn với thanh khoản kỷ lục là 20.400 hợp đồng khớp/phiên trong tháng 11 (cao hơn 46 lần so với thời điểm khởi đầu). Chúng tôi kỳ vọng rằng quy mô của sản phẩm hợp đồng tương lai sẽ tăng gấp 3 trong năm 2018.

Hình 54: Diễn biến giao dịch sản phẩm hợp đồng tương lai VN30



Nguồn: VNDIRECT

Chứng quyền có bảo đảm (Covered warrants) dự kiến được triển khai vào Tháng 3/2018 hứa hẹn sẽ thu hút sự tham gia của NĐTNN. Chứng quyền có bảo đảm sẽ được phát hành với danh sách khoảng 21 cổ phiếu nằm trong rổ VN30 và HNX30, bao gồm cả những cổ phiếu đã hết room ngoại.

Cổ phần hóa và thoái vốn DNNN sẽ tiếp tục là chất xúc tác quan trọng cho đà tăng trưởng của TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

Hoạt động IPO và thoái vốn DNNN diễn ra rất sôi động trong Quý 4 năm 2017 với hàng loạt thương vụ đáng chú ý như VNM và SAB.

Về hoạt động thoái vốn của SCIC

SCIC đã bán thành công 3,33% cổ phần sở hữu tại VNM với giá đầu bình quân là 186.000 đồng/cổ phiếu (cao hơn 23% so với giá tham chiếu ban đầu) và thu về khoảng 9.000 tỷ đồng (398 triệu USD). Ngoài ra, SCIC chỉ bán được 5,4 triệu cổ phiếu trong tổng số 96,2 triệu cổ phiếu VCG được bán đầu giá với giá khởi điểm là 25,600 đồng/cổ phiếu và thu về tổng cộng 139 tỷ đồng (6 triệu đô la Mỹ).

SCIC cũng đã lùi thời hạn bán đầu giá 4 doanh nghiệp khác là BMP, DMC, FPR và NTP sang đầu năm 2018.

Các thương vụ thoái vốn DNNN tiêu biểu khác

Thương vụ thoái vốn DNNN tiêu biểu nhất trong năm 2017 thuộc về SAB. Theo đó, Bộ Công thương đã thoái vốn thành công 53,6% cổ phần tại hãng bia lớn nhất Việt Nam là Sabeco và thu về hơn 4,8 tỷ USD trong những tuần cuối của năm 2017 và là nhân tố quyết định giúp Chính phủ hoàn thành chỉ tiêu thu 2,6 tỷ USD về ngân sách từ cổ phần hóa và thoái vốn DNNN trong năm 2017.

Tuy nhiên, tiến trình cổ phần hóa và thoái vốn DNNN vẫn chưa hoàn thành mục tiêu về lượng

Tính đến ngày 22 tháng 12 năm 2017, chúng tôi ước tính tổng số tiền thu được từ cổ phần hóa và thoái vốn trong các DNNN đạt xấp xỉ 5,4 tỷ đô la Mỹ so với mục tiêu 2,6 tỷ đô la Mỹ của chính phủ (hoàn thành 207%). Tuy nhiên, xét về số lượng thương vụ, nhà nước mới chỉ thoái vốn thành công tại 10 doanh nghiệp trên tổng số 135 doanh nghiệp, đạt 7% kế hoạch.

Bên cạnh đó, trong 11 tháng đầu năm 2017, các cơ quan có thẩm quyền mới cổ phần hóa được 21 doanh nghiệp trên tổng số mục tiêu cổ phần hóa là 44 doanh nghiệp, hoàn thành gần 50% kế hoạch năm

(không bao gồm các doanh nghiệp nhà nước do Bộ Quốc phòng quản lý) trong năm 2017.

Đối với các doanh nghiệp còn lại, các cơ quan chức năng đã phê duyệt xác định giá trị vốn nhà nước tại 7 doanh nghiệp thực hiện cổ phần hóa. Ngoài ra, Chính phủ cũng đã phê duyệt kế hoạch chuyển 4 công ty sang cổ phần hóa trong đầu năm 2018, bao gồm Tổng công ty Phát triển Nhà ở và Đô thị (UDIC), Tổng công ty xi măng Việt Nam (VICEM), Tổng công ty Khánh Việt và Tổng công ty Truyền hình Cáp Việt Nam (VTV cab).

Hình 55: Lộ trình thoái vốn của SCIC và Bộ Công thương

Company	Sector	Share offered (mn)	% stake offered	Time of auction	Starting price (VND)	Average winning price (VND)	% sold	The actual amount collected from the divestment (US\$m)
Completed								
VCG	Real Estate	96.2	21.8%	Dec-17	25,600	25,600	5.6%	6.0
VNM	Food & Beverage	48.3	3.3%	Nov-17	150,000	186,000	100%	396.0
SAB	Food & Beverage	343.7	53.6%	Dec-17	320,000	320,000	100%	4,845.8
Upcoming								
BMP	Plastics	24.1	29.5%	1Q/2018				
DMC	Pharmaceutical	12.1	34.7%	1Q/2018				
NTP	Plastics	33.1	37.1%	1Q/2018			Not yet announced	
FPT	Technology	31.6	6.0%	1Q/2018				

Nguồn: VNDIRECT

Hình 56: Các thương vụ IPO hoàn thành trong Quý 4/2017

Company	Sector	Stake offered in IPO	Free float after IPO	Starting price (VND)	Average winning price (VND)	Time of listing	Exchange	Market Cap (USDmn)
IDICO	Industrial	18.4%	18.4%	18,000	23,940	05-Dec	Upcom	316.4
THALEXIM	Petroleum	5.0%	5.0%	10,600	14,823	na	na	na
BECAMEX	Real Estate	23.6%	1.4%	31,000	31,008	na	na	na

Nguồn: VNDIRECT

2018 sẽ là năm cao điểm của hoạt động cổ phần hóa và thoái vốn DNNN

Theo Nghị định 991/TTg-ĐMDN của Thủ tướng Chính phủ, 64 doanh nghiệp nhà nước sẽ được cổ phần hóa trong năm 2018. Trong số này có những doanh nghiệp quy mô và tên tuổi rất lớn như Công ty TNHH Một Thành viên Dịch vụ Điện thoại di động (MobiFone), Genco 1, Genco 2, Tổng công ty Đầu tư phát triển hạ tầng đô thị (UDIC) và Tổng công ty Đầu tư và Phát triển nhà Hà Nội (HANDICO).

Bên cạnh đó, các doanh nghiệp đã lên kế hoạch nhưng chưa được cổ phần hóa trong năm 2017 sẽ được chuyển sang năm 2018 để tiếp tục cổ phần hóa với số lượng hơn 20 doanh nghiệp.

Theo Nghị định 1232/QĐ-TTg Thủ tướng Chính phủ, năm 2018, nhà nước sẽ thực hiện thoái vốn tại 181 doanh nghiệp và con số này không bao gồm khoản đầu tư của SCIC (năm 2017 SCIC lập kế hoạch thoái vốn tại 135 doanh nghiệp và con số của năm 2018 khả năng cao sẽ không thấp hơn).

Tổng hợp lại, có thể thấy rằng số lượng và quy mô cổ phần hóa và thoái vốn DNNN trong năm 2018 là rất lớn và có thể coi năm 2018 là năm cao điểm của cổ phần hóa và thoái vốn DNNN.

Hình 57: Một số thương vụ IPO đáng chú ý trong năm 2018

SOE	Financial data 2016										
	Stake offer (%)	Revenue (VNDbn)	Revenue growth (%)	NPAT (VNDbn)	NPAT growth (%)	Total assets (VNDbn)	Stockholders' equity (VNDbn)	ROA (%)	ROE (%)	Expected IPO timing	
BSR	>4	73,686	-22.7	4,436	-27.2	62,690	32,573	7.3	13.9	Jan-18	
PVOIL	20.0	50,910	-23.2	674	Na	20,445	9,912	2.8	6.4	Jan-18	
GENCO 3	na	35,942	27.6	281	38.1	85,590	8,673	0.3	2.8	Na	
PVPOWER	20.0	28,212	21.4	1,517	-40.7	69,732	26,797	1.5	4.1	Jan-18	
VICEM	Na	26,529	8.4	2,932	24.8	44,630	19,468	6	13	Na	
VINAFOOD2	23.0	22,751	-13.6	-9	na	11,013	4,124	Na	Na	Na	
VNRG	11.8	15,694	3.9	2,808	45.1	70,137	45,569	3.6	5.5	Na	
HUD	23.7	6,553	11.4	459	105	15,003	4,062	2.6	9.6	Na	

Nguồn: VNDIRECT

Hình 58: Chính phủ lên kế hoạch thoái vốn khỏi 406 DNNN cho giai đoạn 2017-2020, 316 trong số đó dự kiến được thực hiện trong năm 2017-2018

SOE	Sector	Financial data of 2016								
		Revenue (VNDbn)	Revenue growth (%)	NPAT (VNDbn)	NPAT growth (%)	Total assets (VNDbn)	Stockholders' equity (VNDbn)	ROA (%)	ROE (%)	
ACV	Aviation	14,650	11.2	5290	201.8	46,942	24,333	10.1	22.4	
BHN	F&B	9,996	3.7	796	-16.3	9,781	6,538	5.6	16	
BMI	Insurance	3,375	7.5	182	41.1	5,126	2,171	3.6	8.2	
BMP	Materials	3,678	18.5	627	20.9	2,891	2,297	23.5	29.1	
CC1	Construction	6,584	17.7	211	-29.1	9,399	1,769	0.8	4	
DIG	Real Estate	1,152	75.9	66	375.3	5,876	2,798	1.5	3.2	
DVN	Pharmaceutical	6,036	-17.1	662	89.1	6,898	3,671	9.4	17.9	
FICO*	Materials	5,458	-6.2	97	-7.4	5,109	1,661	1.4	4.4	
FPT	IT	39,531	4.1	2575	5.7	29,833	11,448	7.3	17.7	
HAN	Construction	3,884	1	109	-3.7	8,984	1,635	1.2	5.8	
HND	Utilities	9,157	0.5	287	-26.6	17,103	4,709	1.6	6	
HVN	Aviation	70,089	6.3	2105	161.2	96,480	15,296	2.2	14.5	
KTL	Steel	927	-3.8	59	-1	1,199	332	4.7	18.8	
MIE	Industrial Machinery	2,143	-5.6	0	-99.4	2,143	1,246	0	0	
MTH	Water Treatment Services	208	-7.2	15	-0.9	126	106	12	17.7	

Nguồn: VNDIRECT

(*) Data 2015

2018 tiếp tục hứa hẹn một năm thắng lợi, nhưng mức tăng trưởng thấp hơn như năm 2017 có thể khó lặp lại.

Chúng tôi tiếp tục lạc quan về triển vọng thị trường nhưng cũng thận trọng trước những rủi ro tiềm ẩn:

- **Nền kinh tế tiếp tục chu kỳ tăng trưởng tích cực.** Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP tối thiểu 6,6% cho năm 2018, với động lực đến từ tăng trưởng các ngành sản xuất, chính sách tiền tệ nới lỏng và chi tiêu công.
- **Định giá thị trường không còn quá rẻ.** Chỉ số P/E của VNINDEX là 19,4x tại thời điểm cuối năm 2017 và 22,9x với VN30, so sánh với trung bình 19,6x của các thị trường chứng khoán trong khu vực.
- Khả năng xuất hiện đợt điều chỉnh đối với một số nhóm cổ phiếu tuy nhiên thị trường sẽ tiếp tục xu hướng tăng cho cả năm 2018, được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng EPS bình quân 17-20% cho các cổ phiếu trong coverage của mình.
- Chính phủ sẽ tiếp tục đẩy mạnh tiến trình IPO và thoái vốn Nhà nước. Các đợt IPO lớn như PVPower, BSR, PVOil, hay các đợt thoái vốn lớn tại BHN, BMP, BMI, FPT, VCG... sẽ tiếp tục nhận được sự chú ý của thị trường.

- Sự tham gia của các “gương mặt” mới bên cạnh việc đem đến thực đơn đầu tư đa dạng hơn, thay đổi bản đồ vốn hóa thị trường qua đó phân bổ lại dòng tiền vào các cổ phiếu hiện hữu. Do vậy chúng tôi có lo ngại về khả năng thị trường có thể hấp thụ hết các cổ phiếu mới niêm yết, đặc biệt là dòng tiền tham gia các đợt IPO lớn trong năm. Do vậy bên cạnh dòng tiền trong nước, khối ngoại sẽ tiếp tục đóng một vai trò quan trọng cho triển vọng thị trường trong năm tới.
- Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị dành sự chú ý đến nhóm Mid-cap với định giá hấp dẫn hơn nhiều so với nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Tuy nhiên nếu xét trên bình diện thị trường sẽ tiếp tục thiết lập những mức đỉnh mới, nhà đầu tư cũng không nên đứng ngoài cuộc chơi của các cổ phiếu vốn hóa lớn.
- Thị trường năm 2018 sẽ tiếp tục khả quan và hướng đến việc vượt qua mức đỉnh lịch sử (1.137 điểm năm 2007), tuy nhiên điều này cũng sẽ phần nào phụ thuộc vào những doanh nghiệp sẽ niêm yết mới, qua đó tiếp sức cho những cái tên hiện hữu.
- Triển vọng được đưa vào danh sách rút gọn “Xem xét nâng hạng” thị trường mới nổi của MSCI có thể thay đổi hoàn toàn cuộc chơi. Thị trường có thể bước sang một giai đoạn hoàn toàn mới.

TRIỂN VỌNG NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI MSCI

Việt Nam – Thị trường mới nổi vào năm 2020? Một trong những câu chuyện lớn nhất trên TTCK Việt Nam hiện tại là kỳ vọng được MSCI nâng hạng thị trường, với kỳ vọng có thể được đưa vào “Short-list” sớm nhất vào tháng 6/2018, qua đó có thể chính thức nâng hạng vào năm 2020. Trong lịch sử, các thị trường chứng khoán như UAE, Qatar và Pakistan đều đã tăng mạnh ngay trước khi chính thức được nâng hạng, do vậy chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng 30-40% của TTCK Việt Nam trong 2019-2020 nếu MSCI chấp thuận nâng hạng thị trường Việt Nam.

MSCI cho rằng Việt Nam đang đi đúng hướng trên một số phương diện, tuy nhiên vẫn còn nhiều vấn đề cần phải cải thiện. Thanh khoản thị trường không còn là vấn đề khi gần đây đã tiệm cận ngưỡng “mới nổi”.

- **Loại bỏ tỷ lệ giới hạn sở hữu nước ngoài sẽ giúp đẩy nhanh quá trình nâng hạng, nhưng không phải là yếu tố bắt buộc.** Việt Nam đã loại bỏ trần tỷ lệ sở hữu của NĐTNN lên 100% tuy nhiên vẫn duy trì mức hạn chế tại một số ngành nghề kinh doanh có điều kiện. Việc tiếp tục nới room tại một số ngành nghề và các DN là một yếu tố sẽ gia tăng sức hấp dẫn của TTCK Việt Nam với NĐTNN nhưng đó không phải là điều kiện tiên quyết.

Ở một số thị trường khác, việc nâng hạng có thể vẫn được xem xét dù vấn đề sở hữu nước ngoài đang trong quá trình tháo gỡ. Philippines vẫn đang tiếp tục loại bỏ các hạn chế sở hữu nước ngoài trong các lĩnh vực như xây dựng. Saudi Arabia cũng đang được xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi vào năm 2018 dù vẫn còn hạn chế tỷ lệ sở hữu của nước ngoài ở mức 49% tại một số lĩnh vực và đang từng bước “mở cửa”. Ví dụ, hạn mức sở hữu nước ngoài cho các hãng hàng không ở Nhật, Mỹ, và châu Âu là 25%, 33% và 49% tương ứng.

Theo quan điểm của chúng tôi, việc nâng trần sở hữu nước ngoài tại một số nhóm ngành đáng chú ý như Ngân hàng, Bán lẻ và Dược phẩm sẽ là một yếu tố cần làm và sẽ giúp cải thiện bức tranh thị trường, ghi nhiều điểm hơn cho việc nâng hạng cũng như thu hút thêm dòng tiền mới vào thị trường.

- **Giới hạn ngôn ngữ vẫn là trở ngại đáng kể.** Việc cung cấp thông tin, website các doanh nghiệp cũng như tài liệu công bố bằng tiếng Anh cho NĐTNN hiện vẫn còn tương đối hạn chế và sẽ là rào cản cho việc nâng hạng thị trường.
- **Thanh khoản thị trường và quy mô đã tiệm cận ngưỡng Thị trường mới nổi.** Với thanh khoản năm 2017 vượt qua ngưỡng 200 triệu US\$/phiên, vượt qua Pakistan (150 triệu US\$/phiên). Ngoài ra với mức tăng mạnh của đa số các Bluechip trong năm 2017 và VNM nới room, số doanh nghiệp đạt quy mô vốn hóa lưu hành đã vượt qua tiêu chuẩn của MSCI (3 doanh nghiệp trên 1,2 tỷ US\$ vốn hóa lưu hành).
- **Không được xem xét nâng hạng trong kỳ review tới có khiến triển vọng TTCK xấu đi?**

Việc được nâng hạng thị trường cũng có mặt trái khi một thị trường chuyển từ vị thế chiếm tỷ trọng cao tại nhóm thị trường cận biên, trở thành một thị trường chiếm tỷ trọng nhỏ trong

nhóm thị trường mới nổi của MSCI (như trường hợp của Pakistan).

Hiện Argentina và Arab Saudi là 2 thị trường đang trong giai đoạn “Xét duyệt” và nếu Argentina được chính thức nâng hạng, Việt Nam có thể vẫn sẽ được hưởng lợi dù cho không được vào Danh sách rút gọn. Argentina chiếm đến 20% vốn hóa của nhóm thị trường cận biên, do vậy nếu thị trường này được chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi, TTCK Việt Nam có thể sẽ đón nhận phần dòng vốn phân bổ lại từ các quỹ đổ vào thị trường cận biên (Việt Nam sẽ là thị trường cận biên lớn thứ 2 nếu Argentina nâng hạng, chỉ sau Kuwait).

NGÂN HÀNG: TRIỂN VỌNG TỐT NHỜ CHÍNH SÁCH NƠI LÒNG TIỀN TỆ, CÁC LĨNH VỰC TĂNG TRƯỞNG MỚI VÀ KHUNG PHÁP LÝ RÕ RÀNG HƠN

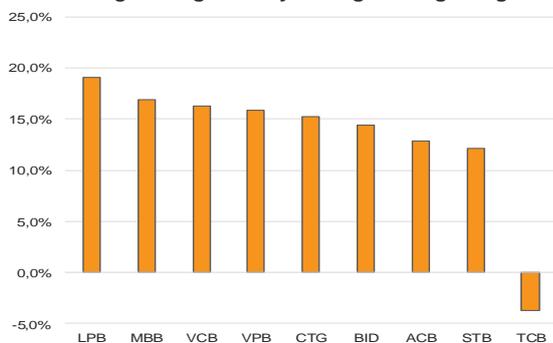
Ngành ngân hàng Việt Nam tiếp tục phục hồi nhờ chính sách nơi lòng tiền tệ

Ngành ngân hàng đã bắt đầu năm 2017 với những diễn biến tích cực khi Moody's nâng triển vọng tín nhiệm của Việt Nam từ "ổn định" lên "tích cực" trong tháng 4/2017. Moody's sau đó đã cập nhật xếp hạng tín nhiệm của 8 ngân hàng Việt Nam trong tháng 5, và nâng triển vọng của một số ngân hàng lên "tích cực".

Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 12,16% trong 9 tháng đầu năm 2017, và là mức tăng trưởng cao nhất trong vòng sáu năm trở lại đây. Với nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, Thủ tướng Chính phủ đã yêu cầu Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) tăng mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 18% lên 20%. Do đó, một số ngân hàng đã nộp đơn xin NHNN nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng do những ngân hàng này đã gần chạm mức tăng trưởng tín dụng được giao cho cả năm.

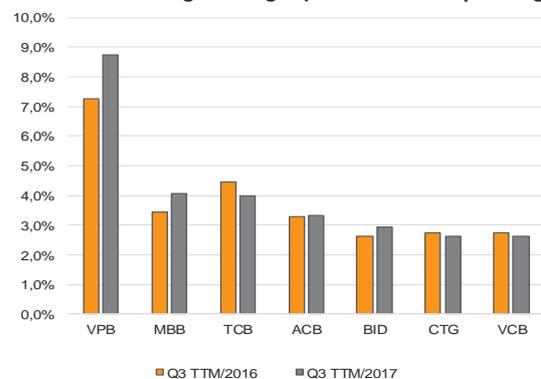
Chúng tôi ước tính các ngân hàng top 10 đã đạt mức tăng trưởng tổng lợi nhuận trước thuế 32,1% so với cùng kỳ trong 9T2017. Đặc biệt, tỷ lệ lãi cận biên (NIM) ở các ngân hàng top đầu đang trong xu hướng tăng do thay đổi cơ cấu tài sản hướng tới các phân khúc cho vay lợi suất cao hơn.

Hình 59: Tăng trưởng cho vay các ngân hàng trong 9T2017



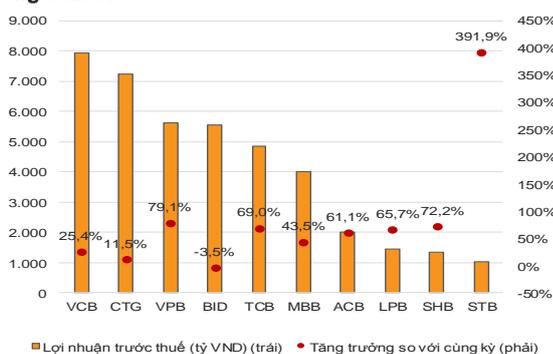
Nguồn: VNDIRECT

Hình 60: NIM của ngân hàng top đầu đã cải thiện trong 9T2017



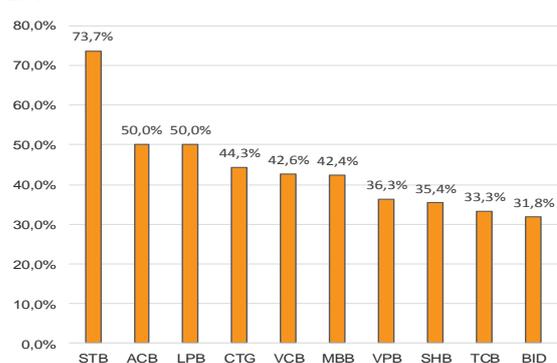
Nguồn: VNDIRECT

Hình 61: Lợi nhuận trước thuế và tăng trưởng so với cùng kỳ trong 9T2017



Nguồn: VNDIRECT

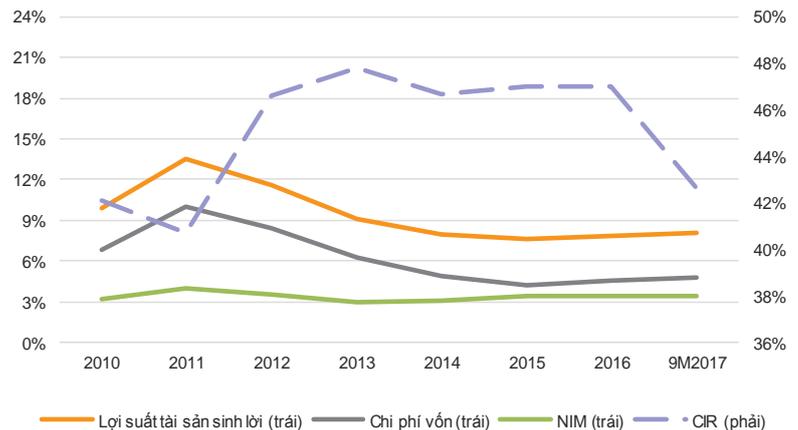
Hình 62: Tỷ lệ chi phí/thu nhập của các ngân hàng tại tháng 9/2017



Nguồn: VNDIRECT

Tỷ lệ NIM tăng và tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) cải thiện đã giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh. Chiến lược tập trung đẩy mạnh cho vay bán lẻ đã cải thiện lợi suất tài sản sinh lời và do đó cải thiện NIM từ năm 2015. CIR tăng mạnh trong giai đoạn 2012-2013 do lợi nhuận từ hoạt động giảm và các ngân hàng đầu tư nhiều hơn cho công nghệ. CIR đã bắt đầu giảm nhẹ trong năm 2014 và chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ tiếp tục đà giảm nhờ việc quản lý chi phí tốt hơn và doanh thu tăng trưởng mạnh đến từ thu nhập lãi và thu nhập phí.

Hình 63: NIM và CIR của hệ thống



Nguồn: VNDIRECT

Tín dụng đã tăng tốc trở lại, chất lượng tín dụng tốt hơn chu kỳ trước

Tín dụng của Việt Nam đã tăng trở lại từ năm 2013 do sự kết hợp của các yếu tố (1) tăng trưởng kinh tế tốt hơn nhờ nguồn vốn FDI dồi dào, (2) các biện pháp chống đô la hóa hiệu quả, và (3) lạm phát thấp. Tất cả các yếu tố này đã giúp niềm tin của các đối tượng kinh doanh và tiêu dùng đạt đến tầm cao mới.

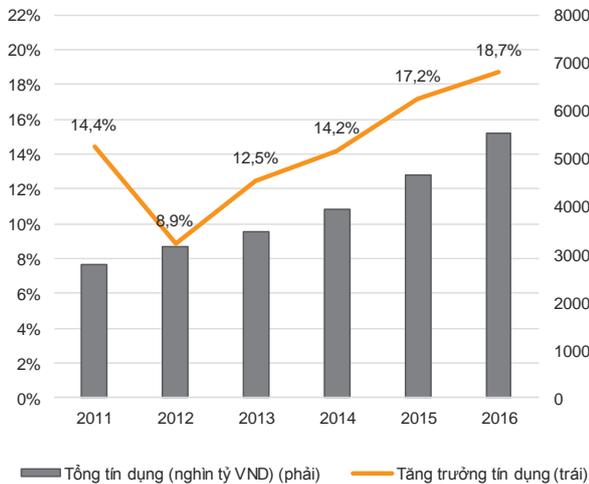
Chúng tôi tin rằng Việt Nam có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng 16%-18% trong giai đoạn 2018-2019 nhờ những yếu tố sau:

- Tăng trưởng tín dụng hiện nay được dẫn dắt bởi các công ty tư nhân và khách hàng cá nhân, và cả hai phân khúc khách hàng này còn nhiều dư địa để tăng trưởng. Niềm tin của khách hàng cá nhân và các công ty nhỏ đang ở mức cao cùng với mức độ thâm nhập của tín dụng ở phân khúc này vẫn còn thấp theo tiêu chuẩn quốc tế.
- Tăng trưởng kinh tế vĩ mô, chính sách của chính phủ và chiến lược của các ngân hàng nhằm hỗ trợ tín dụng cho các công ty vừa và nhỏ (SME). Ví dụ như lãi suất ưu đãi cho các lĩnh vực ưu tiên như nông nghiệp, công nghệ cao, sản xuất hàng xuất khẩu.
- Thời hạn áp dụng Basel 2 trì hoãn tới 2020 cho phép các ngân hàng có nhiều thời gian để chuẩn bị hơn, do đó không ảnh hưởng tới tăng trưởng tín dụng.

Chúng tôi quan sát thấy nguồn vốn tín dụng đã được phân bổ nhiều hơn tới lĩnh vực tư nhân, đặc biệt là SME theo đúng định hướng của Chính phủ là giảm mức độ tập trung vào doanh nghiệp quốc doanh (SOE) trong nền kinh tế. Để làm được điều này, Chính phủ đã ra chủ trương tạo nên nguồn vốn chung cũng như đưa ra các chính sách để giúp các doanh nghiệp tư nhân và SME tiếp cận tín dụng. Tại các ngân hàng, tăng dư nợ tín dụng đối với khách hàng cá nhân và doanh

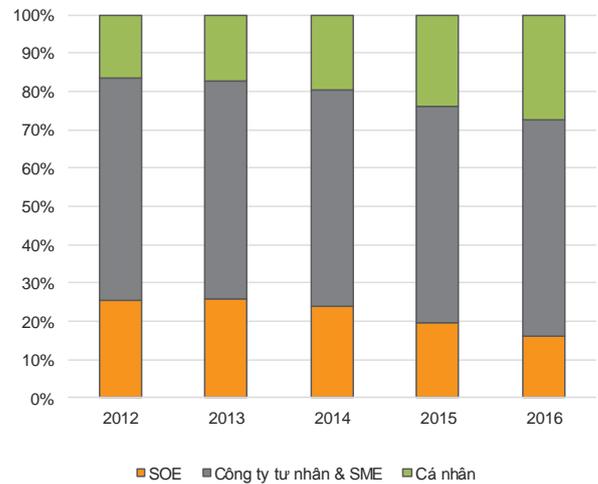
ng nghiệp tư nhân sẽ làm giảm rủi ro gắn liền với cho vay SOE và tạo ra nhiều dự địa cho tăng trưởng tín dụng do cho vay cá nhân có hệ số rủi ro thấp hơn cho vay SOE, nhờ đó giảm quy mô tài sản có rủi ro và tăng tỷ lệ an toàn vốn (CAR).

Hình 64: Tín dụng tăng tốc trở lại từ năm 2013...



Nguồn: VNDIRECT, SBV

Hình 65: ...với tỷ trọng cho vay SOE đang trên đà giảm



Nguồn: VNDIRECT, Công ty

Tín dụng bất động sản giảm tốc năm 2017

Theo một báo cáo mới đây của Ủy Ban Giám sát Tài chính Quốc gia (UBGSTCQG), tỷ trọng tín dụng cho lĩnh vực bất động sản và xây dựng giảm từ 17,1% cuối năm 2016 xuống 15,5% trong tháng 9/2017. Trong khi đó, tăng trưởng tín dụng bất động sản giảm tốc từ mức 15% năm 2015 xuống 11% năm 2016 và chỉ tăng 4% trong 7 tháng đầu năm 2017. (Nguồn: NHNN)

Chúng tôi tin rằng sự giảm tốc của tín dụng bất động sản là do các yếu tố: (1) Thông tư 06 (sửa đổi thông tư 36), tăng hệ số rủi ro của các khoản vay bất động sản kinh doanh (chủ yếu là cho vay các chủ đầu tư bất động sản) lên 200% từ mức 150%, có hiệu lực từ tháng 1/2017; (2) khẩu vị của các ngân hàng thay đổi hướng tới cho vay người mua nhà, do đó giảm cho vay đến các chủ đầu tư (tỷ trọng cho vay bất động sản và xây dựng không bao gồm các khoản vay của người mua nhà). Việc thay đổi phân khúc khách hàng mục tiêu của các ngân hàng dẫn dắt bởi lợi suất cho vay người mua nhà cao hơn so với cho vay tới chủ đầu tư. Bên cạnh đó, lợi suất thấp của trái phiếu chính phủ đã khiến các ngân hàng cơ cấu lại tài sản sang các khoản cho vay bán lẻ và cho vay mua nhà với lợi suất cao hơn.

Thông tư 06 cũng quy định lộ trình giảm tỷ lệ tối đa vốn ngắn hạn sử dụng để cho vay trung/dài hạn từ 60% xuống 50% trong tháng 1/2017 và giảm tiếp xuống 40% năm 2018. Việc này cũng làm giảm khả năng cho vay của ngân hàng đến các chủ đầu tư bất động sản.

Thị trường tài chính tiêu dùng là động lực tăng trưởng mới của Việt Nam

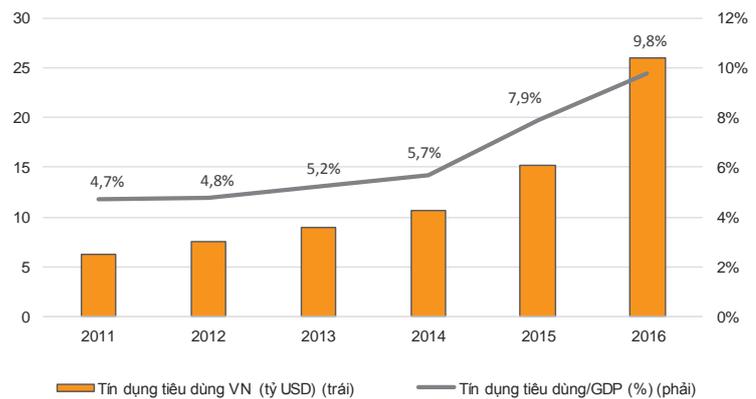
Tốc độ tăng trưởng cao được kỳ vọng sẽ duy trì tới năm 2020

Dư nợ của lĩnh vực tài chính tiêu dùng Việt Nam đã đạt được mức tăng trưởng kép 37,8% trong năm năm qua. Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi nhân khẩu học thuận lợi, tỷ lệ đô thị hóa gia tăng, thu nhập cải thiện và mức độ sở hữu nhà, xe và đồ gia dụng cao hơn. Nhu

cầu vay mượn cao hơn và thu nhập bình quân đầu người tăng sẽ giúp duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ tới năm 2020.

Theo Stoxplus, dư nợ tín dụng tiêu dùng toàn hệ thống đạt khoảng 26,6 tỷ đô trong năm 2016, tương đương mức tăng trưởng 29%. Tuy nhiên, tín dụng tiêu dùng chỉ bằng 9,8% của mức GDP 2016, thấp hơn gần 320 điểm cơ sở so với mức trung bình của các nước trong khu vực (Malaysia ~14%, Thái Lan ~13,2%). Tỷ trọng của tín dụng tiêu dùng đã gia tăng nhanh chóng từ 5% của tổng tín dụng trong năm 2012 lên 11% năm 2016, và trở thành động lực tăng trưởng mới của tăng trưởng tín dụng chung.

Hình 66: Giá trị tín dụng tiêu dùng tại Việt Nam (tỷ USD) và mức độ thâm nhập



Nguồn: Stoxplus

Theo Economist Intelligence Unit (EIU), tín dụng tiêu dùng được dự báo sẽ duy trì mức độ tăng trưởng kép trung bình 27% tới năm 2020 do thu nhập tăng và sự bứt phá của thương mại điện tử. Mặc dù đa số các giao dịch thương mại điện tử hiện nay được chi trả bằng tiền mặt khi giao hàng nhưng hình thức thanh toán này khá tốn kém, do đó các nhà cung cấp đang đẩy mạnh các phương pháp thanh toán không dùng tiền mặt thông qua thẻ tín dụng và ví điện tử. Điều này sẽ làm tăng mức độ sử dụng thẻ tín dụng, trong bối cảnh mức độ thâm nhập của thẻ tín dụng ở Việt Nam vẫn còn thấp so với tiêu chuẩn khu vực.

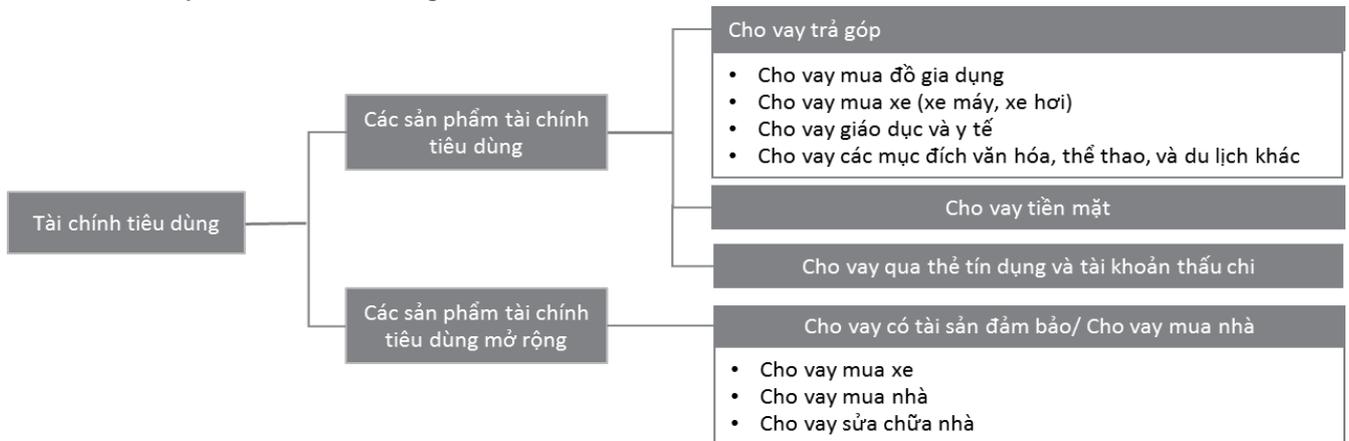
Khung pháp lý rõ ràng tạo điều kiện cho tín dụng tiêu dùng tăng trưởng mạnh mẽ

Ngân hàng thương mại và các công ty tài chính là hai đối tượng chính cung cấp tín dụng tiêu dùng ở Việt Nam. Trong những năm gần đây, một vài ngân hàng thương mại đã thành lập bộ phận chuyên cho vay tiêu dùng mặc dù NHNN bắt đầu áp dụng các yêu cầu chặt chẽ hơn cho mảng tín dụng tiêu dùng từ giữa 2014. Quy định hiện tại cho phép ngân hàng thương mại cho vay tiêu dùng tới các khách hàng tiêu chuẩn (có tài sản thế chấp). Để có thể cho vay tới các khách hàng không có thể chấp, ngân hàng cần thành lập công ty tài chính tiêu dùng riêng biệt.

Trong năm 2016, NHNN ban hành hai thông tư quan trọng (thông tư 39/2016/TT-NHNN và thông tư 43/2016/TT-NHNN) quy định hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng, trong đó bao gồm công ty tài chính tiêu dùng. Những quy định này không chỉ thúc đẩy hoạt động tài chính tiêu dùng mà còn bảo vệ người đi vay bằng cách yêu cầu các công ty công bố lãi suất cho vay một cách minh bạch và giới hạn hạn mức cho vay với mỗi khách hàng. Một số điểm chính trong các thông tư được tóm tắt dưới đây:

- **Hạn mức cho vay:** tổng dư nợ cho vay với một khách hàng của một công ty tài chính ở bất kỳ thời điểm nào không được vượt quá 100 triệu đồng (4.400 đô la Mỹ). Tuy nhiên hạn mức này không áp dụng với khoản cho vay mua xe mà xe được dùng làm tài sản đảm bảo.
- **Lãi suất:** phải được tính trên dư nợ thực tế và không có trần lãi suất. Lãi suất quá hạn là 150% của lãi suất áp dụng cho khoản vay quá hạn đó.
- **Các quy định khác:** công ty tài chính tiêu dùng cần công bố các điều kiện tiêu chuẩn cho các hợp đồng cho vay tiêu dùng. Hợp đồng và các điều kiện tiêu chuẩn cần được công bố ở tất cả mạng lưới bán hàng của công ty tài chính tiêu dùng.
- **Không có giới hạn về sở hữu nước ngoài đối với công ty tài chính tiêu dùng.**

Hình 67: Các sản phẩm tài chính tiêu dùng

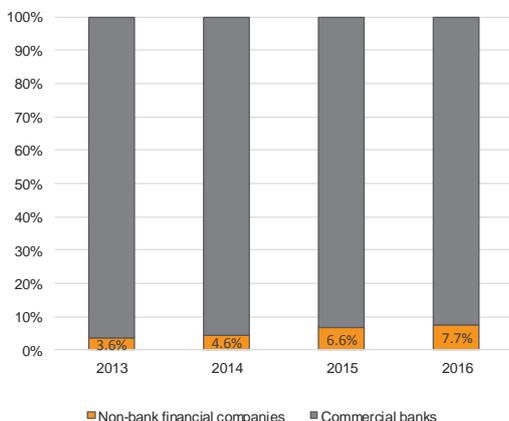


Nguồn: Stoxplus

Thị trường tài chính tiêu dùng ngày càng cạnh tranh; một loạt thương vụ M&A và hợp tác liên kết đã diễn ra

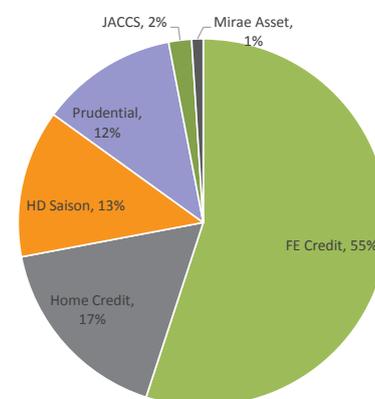
FE Credit hiện là công ty dẫn đầu thị trường tài chính tiêu dùng với thị phần 55% trong khi các công ty HDSaison, Home Credit và tài chính Prudential chia sẻ 45% thị phần còn lại. Bốn công ty đầu ngành chiếm 97% thị phần của cho vay tiêu dùng. Mặc dù đây là ngành có lợi nhuận cao, thị trường ngày càng cạnh tranh hơn với nhiều đối tượng mới gia nhập và cạnh tranh để trở thành công ty top đầu.

Hình 68: Thị phần cho vay tiêu dùng của NHTM và công ty tài chính năm 2016



Nguồn: VNDIRECT

Hình 69: Thị phần các công ty tài chính tiêu dùng năm 2016



Nguồn: VNDIRECT

Cuối năm 2016, MBB liên kết với Ngân hàng Shinsei Nhật Bản để giới thiệu công ty tài chính tiêu dùng mới, MCredit, với kỳ vọng sử dụng nguồn dữ liệu khách hàng lớn và mạng lưới bán hàng rộng để bán chéo sản phẩm tín dụng tiêu dùng và bancassurance. Từ đầu năm 2017, MCredit bắt đầu gia nhập thị trường phía Bắc với hơn 100 điểm bán hàng (POS) để cung cấp các sản phẩm cho vay tiền mặt, cho vay mua xe máy và cho vay mua đồ điện tử.

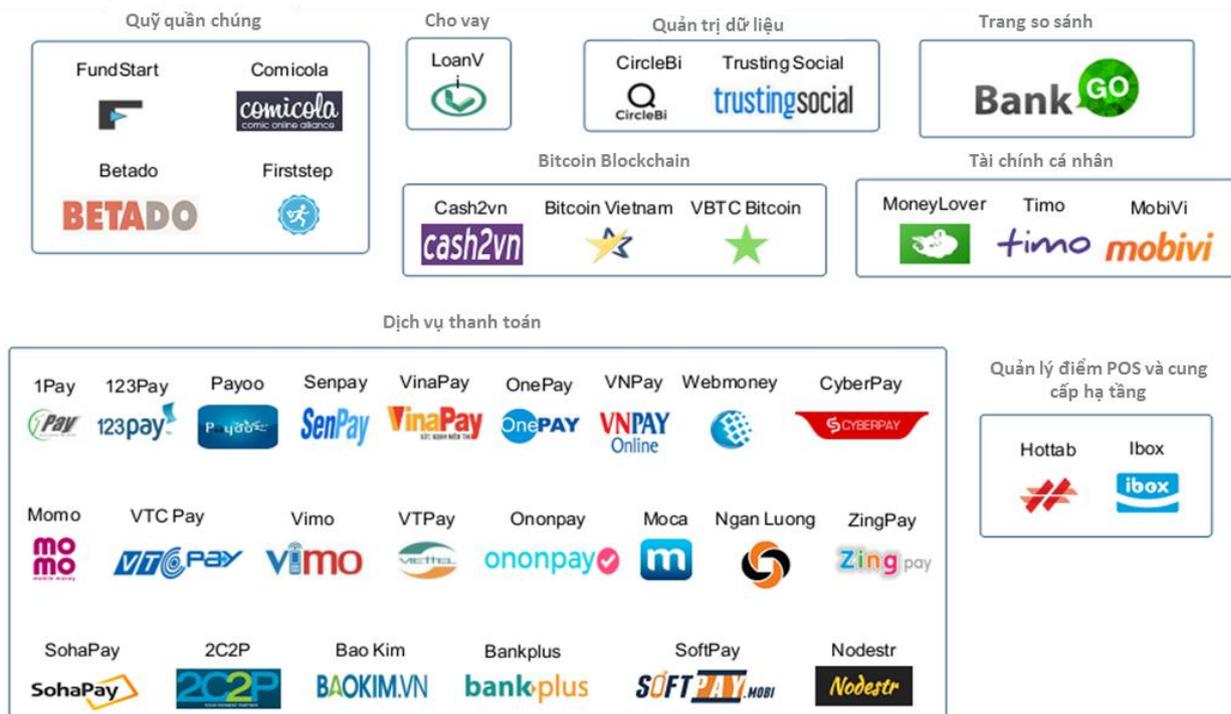
Năm 2015, HDBank bán 49% cổ phần của công ty tài chính tiêu dùng HDFinance cho Credit Saison của Nhật. Công ty này đã được đổi tên thành HDSaison và trở thành công ty lớn thứ ba trong mảng cho vay tiêu dùng với 13% thị phần trong năm 2016. Tháng 1/2017, HDSaison đã tăng vốn điều lệ từ 550 tỷ lên 800 tỷ đồng.

Techcombank cũng mua lại một công ty tài chính vào năm 2015 và đổi tên thành TechcomFinance, nhưng vẫn chưa có hoạt động nào cho tới nay. Ngày 26/09/2017, Techcombank thông báo sẽ bán toàn bộ TechcomFinance với tổng trị giá 1.734 tỷ đồng cho Lotte Card, một công ty con của Tập đoàn Lotte.

Các công ty Fintech là đối thủ mới với các ngân hàng truyền thống ?

Năm 2017, ngành ngân hàng Việt Nam chứng kiến sự phát triển của các công ty Fintech với các dịch vụ ngân hàng số, dịch vụ thanh toán, cho vay ngang hàng và cho vay ngày. Các công ty này thâm nhập thị trường qua các kênh điện tử để nhắm vào đối tượng khách hàng chưa sử dụng dịch vụ ngân hàng và tăng hiệu quả bằng việc áp dụng công nghệ trong hoạt động cho vay. Hầu hết các công ty Fintech ở Việt Nam đang tập trung cung cấp dịch vụ thanh toán trên di động và chỉ có vài công ty cung cấp dịch vụ cho vay, tuy nhiên sự bùng nổ của cho vay tiêu dùng thu hút nhiều công ty Fintech hơn. Sử dụng mô hình chấm điểm tín dụng dựa trên cơ sở dữ liệu lớn, quy trình phê duyệt tự động nhanh chóng và mạng lưới rộng lớn nhờ các kênh điện tử, các công ty Fintech sẽ trở thành mối đe dọa mới đối với các công ty tài chính và các ngân hàng thương mại.

Hình 70: Hệ sinh thái các công ty Fintech ở Việt Nam



Nguồn: Fintech VN 06/2017

Tuy nhiên, một số ngân hàng đã đầu tư vào công nghệ mới nhanh hơn các ngân hàng khác để nắm bắt cơ hội phát triển Fintech nhằm cải thiện trải nghiệm của khách hàng. Tháng 8/2015, VPBank, liên kết với Global Online Financial Solution, cho ra mắt TIMO – ngân hàng số toàn diện đầu tiên ở Việt Nam, với các sản phẩm ấn tượng như: quản lý tài khoản linh hoạt, nạp tiền điện thoại, chuyển tiền và thanh toán hóa đơn, quản lý tiền, huy động tiền gửi và cho vay. Một ngân hàng khác, TPBank, cũng đặt mục tiêu trở thành ngân hàng số hàng đầu của Việt Nam. Ngân hàng đã ra mắt “LiveBank” – một phòng giao dịch tự động mở cửa 24/7 và cung cấp đầy đủ các dịch vụ ngân hàng cơ bản sử dụng giao dịch viên qua video và do đó không cần có nhân viên tại phòng giao dịch. Đầu năm nay, Vietinbank ra mắt hệ thống thanh toán khi mua hàng bằng mã QR sử dụng ứng dụng Vietinbank iPay trên điện thoại di động.

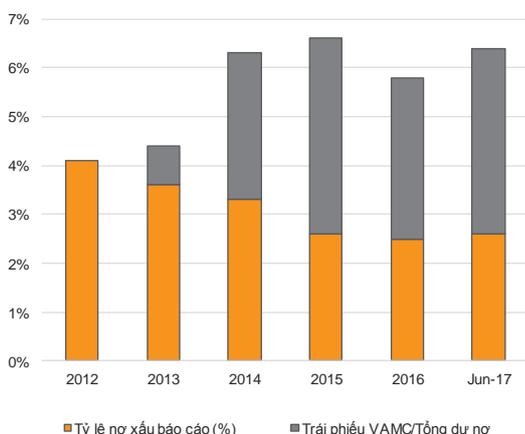
Chính sách mới để đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu và cải thiện tỷ lệ thu hồi nợ xấu

Với tăng trưởng tín dụng cao, tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống tăng lên 2,9% trong tháng 6/2017 từ mức 2,6% cuối năm 2016. Hiện nay, việc xử lý nợ xấu vẫn phụ thuộc vào khách hàng trả nợ và trích lập dự phòng, do đó ảnh hưởng tới lợi nhuận.

Trong bảy tháng đầu năm 2017, khoảng 45 nghìn tỷ nợ xấu của toàn hệ thống đã được xử lý. Trong đó, 31,7% được bán cho VAMC, 26,3% được các ngân hàng xóa nợ và 33,6% do khách hàng trả nợ. Trong khi đó, bán tài sản đảm bảo vẫn là thách thức với nợ thu hồi từ bán tài sản đảm bảo chỉ chiếm 1,7% tổng nợ đã xử lý. Cho đến nay, hệ thống đã xử lý khoảng 15% số nợ xấu mà VAMC đã mua từ năm 2014. VAMC xử lý nợ xấu bằng cách bán tài sản đảm bảo hoặc bán nợ cho các tổ chức mua nợ khác.

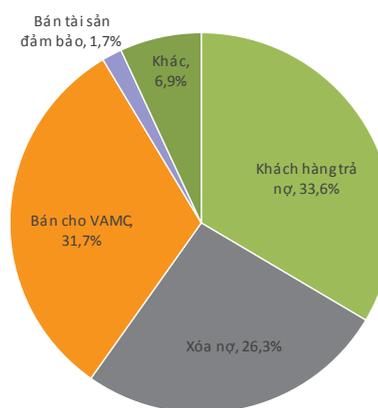
Trong quá khứ, việc bán tài sản đảm bảo của ngân hàng và xử lý nợ của VAMC bị hạn chế do người cho vay không có đủ thẩm quyền để thu giữ tài sản đảm bảo và bán nợ xấu với giá thị trường. Nghị quyết mới ban hành tháng 8/2017 có thể giải quyết được vấn đề tồn đọng này.

Hình 71: Tỷ lệ nợ xấu báo cáo và trái phiếu VAMC của hệ thống



Nguồn: VNDIRECT, Công ty

Hình 72: Nợ xấu đã xử lý theo các phương pháp



Nguồn: VNDIRECT, Công ty

Tháng 8/2017, Chính phủ thông qua Nghị quyết 42/2017/QH14 thí điểm xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng với các quy định về quy trình thu hồi nợ và thu giữ tài sản đảm bảo. Sáu ngân hàng thương mại cổ phần bao gồm VCB, CTG, BIDV, Agribank, STB và ACB đã được chọn để áp dụng Nghị quyết này. Khung pháp lý mới cho các ngân hàng nhiều quyền hạn hơn trong việc thu giữ tài sản đảm bảo và

đây là bước rất quan trọng trong quá trình xử lý nợ xấu. Khung pháp lý mới cũng thúc đẩy mua bán nợ xấu bằng việc đưa ra các quy định nhằm tạo thanh khoản và hướng dẫn định giá tài sản theo cơ chế thị trường. Nghị quyết cũng tạo hành lang pháp lý cho thị trường mua bán nợ thứ cấp, và đây là điều mà nhà đầu tư nước ngoài cũng như nhà đầu tư trong nước đã mong chờ lâu nay.

VAMC đã tích cực tăng cường thu hồi nợ, với trường hợp thu giữ tài sản đầu tiên sau khi Nghị quyết 42 có hiệu lực được một tháng. Vào tháng 9/2017, VAMC thu giữ tòa nhà Sai Gon One, tài sản được thế chấp cho 7 nghìn tỷ nợ xấu mà ngân hàng Maritime và ngân hàng Đông Á đã bán cho VAMC trong tháng 4/2015.

Chúng tôi tin tưởng nghị quyết mới sẽ tháo gỡ những vướng mắc pháp lý hiện tại và sẽ đẩy nhanh tiến trình xử lý nợ xấu.

Ngoài ra, một số ngân hàng như VCB, MBB, CTG và VIB đã bắt đầu mua lại nợ xấu bán cho VAMC để tự xử lý, cho thấy khả năng tài chính đã cải thiện và niềm tin của các ngân hàng rằng chính sách mới sẽ giúp thu hồi nợ dễ dàng hơn.

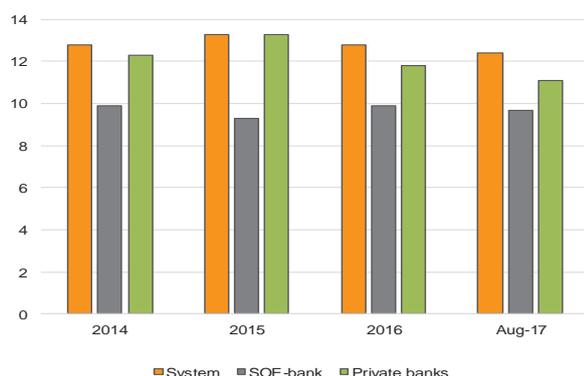
Tăng vốn vẫn là nhu cầu cấp thiết

Mặc dù Basel II sẽ được áp dụng vào năm 2020, tiếp tục tăng trưởng tín dụng mạnh sẽ làm giảm vốn và làm giảm khả năng tăng vốn từ nguồn nội bộ của các ngân hàng. Theo phương pháp phân tích từ dưới lên của chúng tôi, các ngân hàng Việt Nam cần huy động khoảng 7,9 tỷ đô la Mỹ tổng vốn (bao gồm vốn cấp 1 và vốn cấp 2), trong đó 5,5 tỷ đô la Mỹ từ vốn cổ phần đáp ứng các tiêu chuẩn Basel II. Các ngân hàng cũng phải duy trì mức CAR ~ 12% để hỗ trợ cho việc tăng trưởng tín dụng cao năm 2017-2018.

Theo Basel II, nguồn vốn của ngân hàng bao gồm vốn cấp I và vốn cấp II (nợ thứ cấp dài hạn). Basel II giới hạn vốn cấp II của ngân hàng ở mức 50% vốn cấp I, nhưng trong trường hợp của Việt Nam, chúng tôi đã giả định rằng con số này sẽ được hạn chế ở mức khoảng 30%, do các ngân hàng nhỏ sẽ khó khăn hơn trong việc thuyết phục các nhà đầu tư mua nợ dài hạn của họ. Giả thiết này là cơ sở cho ước tính của chúng tôi rằng các ngân hàng trong nước sẽ cần huy động tổng cộng 7,9 tỷ đô la Mỹ, trong đó 5,5 tỷ đô la Mỹ sẽ là dưới hình thức vốn cổ phần.

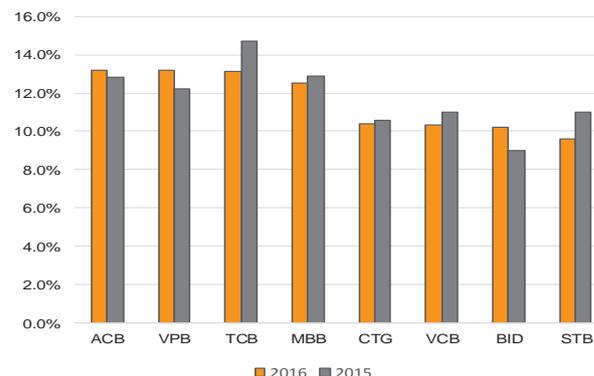
Tuy nhiên, giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOLs) cao hơn sẽ giảm thiểu rủi ro thiếu vốn và khẩu vị nhà đầu tư nước ngoài mạnh mẽ đối với các ngân hàng Việt Nam là những dấu hiệu tích cực cho việc tăng vốn. Mặc dù quá trình nâng FOLs có thể chậm, chúng tôi tin rằng chủ đề này sẽ trở thành mối quan tâm chính vì Chính phủ tiếp tục sử dụng tăng trưởng tín dụng như một phương tiện để đạt được các mục tiêu kinh tế.

Hình 73: Tỷ lệ CAR của toàn hệ thống (*)



Nguồn: VNDIRECT

Hình 74: Tỷ lệ CAR của một số ngân hàng lớn



Nguồn: VNDIRECT

(*) Tỷ lệ CAR toàn hệ thống bao gồm CAR của ngân hàng quốc doanh, ngân hàng tư nhân, ngân hàng nước ngoài và các công ty tài chính. Trong đó, tỷ lệ CAR của ngân hàng nước ngoài và công ty tài chính cao hơn nhiều so với ngân hàng quốc doanh và tư nhân.

LỰA CHỌN CỔ PHIẾU: VPB, MBB, LPB

Hình 75: So sánh các chỉ số (giá ngày 22/12/2017)

Ngân hàng	Mã CK	Vốn hóa (tỷ VND)	ROA FY16	ROE FY16	P/B FY17	P/E FY17	P/B FY18	P/E FY18
Vietcombank	VCB	182.767	0,9%	14,7%	3,5	25,3	3,2	20,3
Vietinbank	CTG	83.032	0,8%	11,8%	1,3	11,9	1,2	11,4
BIDV	BID	81.536	0,7%	14,4%	1,7	16,6	1,5	14,3
VPBank	VPB	60.495	1,9%	25,8%	2,2	8,8	1,7	8,7
NH Quân đội	MBB	45.842	1,2%	11,6%	1,6	13,5	1,4	10,5
NH Á Châu	ACB	34.112	0,6%	9,9%	2,2	19,4	1,9	12,5
NH VIB	VIB	12.415	0,6%	6,5%	1,8	20,9	1,6	18,3
NH Bưu điện Liên Việt	LPB	9.402	0,9%	13,3%	1,0	6,6	0,8	6,0
Trung bình		63.700	0,9%	13,5%	1,9	15,4	1,7	12,7
Trung vị		53.168	0,8%	12,6%	1,7	15,0	1,6	12,0

Nguồn: VNDIRECT, Bloomberg

Chúng tôi nhìn chung đánh giá tích cực về ngành ngân hàng, nhưng mỗi ngân hàng đều có những thách thức và cơ hội riêng. Chúng tôi thích các ngân hàng có các đặc điểm chính sau: (1) khả năng tiếp cận tốt và khả năng nắm bắt tốt các cơ hội phát sinh từ ngân hàng bán lẻ, ngân hàng số, tài chính tiêu dùng và fintech; (2) có bộ đệm vốn tốt và/hoặc nhiều cơ hội để tăng vốn trong tương lai; và (3) định giá hấp dẫn so với trung bình ngành. Ba ngân hàng chúng tôi cho rằng đáp ứng được tất cả các tiêu chí trên là VPB, MBB và LPB.

VPB: Đặt cược vào đúng thời điểm bùng nổ của tín dụng tiêu dùng ở Việt Nam, VPB đã đạt mức tăng trưởng vượt bậc (lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 51% và tổng tài sản tăng trưởng kép 22% trong giai đoạn 2012-2016) và lợi nhuận trên vốn ấn tượng trong những năm gần đây (ROA 1,9% và ROE 24,8% năm 2016). Tỷ lệ ROA, ROE hiện cao nhất so với các ngân hàng trong nước và cũng là mức cao so với khu vực. Mô hình kinh doanh hiệu quả cùng với sự tập trung tích cực vào thay đổi công nghệ cho phép VPB nắm bắt được các cơ hội trong các lĩnh vực tăng trưởng cao của ngành ngân hàng, bao gồm ngân hàng số, cho vay SME và Fintech. Bên cạnh đó, VPB có nguồn vốn lớn với CAR hiện tại là 16,7% và CAR theo Basel II là 13,5%, cho phép ngân hàng duy trì tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong tương lai. VPB đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2018 là 1,7 lần và P/E dự phóng năm 2018 là 8,7 lần, cao hơn 3,2% so với mức P/B trung bình ngành nhưng

thấp hơn 32,0% so với mức P/E trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng VPB nên được định giá trên thu nhập hơn là định giá trên giá trị sổ sách do VPB có tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu cao nhất ngành.

MBB: Chúng tôi cho rằng hiện nay MBB được trang bị tốt hơn để nắm bắt tăng trưởng hơn bao giờ hết vì những lý do sau: (1) CAR 11,4% cao hơn trung bình và LDR thấp 69,3% (tính đến Q3/2017) có thể đảm bảo tăng trưởng tín dụng ~ 18% trong hai năm tới; (2) gần trích lập đầy đủ cho trái phiếu VAMC sẽ giúp giảm chi phí dự phòng trong những năm tới (3) việc đẩy mạnh vào ngân hàng bán lẻ, dưới sự điều hành năng động của CEO mới (dự định sáp nhập PG Bank để mở rộng mạng lưới bán lẻ, bán sản phẩm bancassurance) sẽ cho phép ngân hàng cải thiện NIM. Chúng tôi cũng cho rằng MCredit, công ty tài chính tiêu dùng mới của MBB khá tiềm năng. Ở mức giá hiện tại, MBB đang giao dịch ở mức P/B 1,6 lần, thấp hơn mức trung bình ngành là 1,9 lần.

LPB: Đây là ngân hàng mới niêm yết có nền tảng cơ bản tốt nhưng đang được giao dịch định giá hấp dẫn hơn các ngân hàng khác. So với các ngân hàng khác, LPB có ROE cao, nguồn vốn dồi dào và chất lượng tài sản tốt thể hiện qua tỷ lệ nợ xấu thấp và mức dự phòng cao. Ngoài ra, LPB có một số lợi thế cạnh tranh khác biệt so với các ngân hàng bán lẻ khác, ví dụ như mạng lưới rộng lớn và chi phí vốn thấp, điều này sẽ là lợi thế lớn trong việc mở rộng cho vay bán lẻ. LPB hiện đang giao dịch ở mức P/B 1 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 1,9 lần.

Nhà đầu tư cần chú ý các cổ phiếu sắp niêm yết

Chúng tôi tin rằng các nhà đầu tư tìm kiếm lợi nhuận cao trong ngành ngân hàng nên theo dõi các ngân hàng sắp niêm yết trong năm 2018, vì có một số ngân hàng nhiều tiềm năng đã có kế hoạch niêm yết.

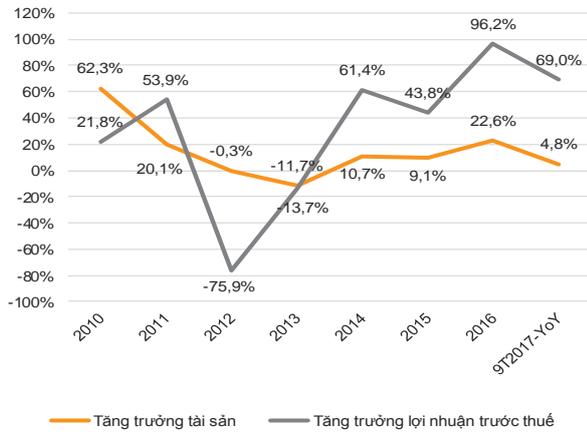
Techcombank (TCB) – ngân hàng cho vay bán lẻ tăng trưởng nhanh với công nghệ tốt và thu nhập đa dạng

Thành lập năm 1993, TCB hiện đứng thứ 8 về tổng tài sản và đứng thứ 7 về vốn chủ sở hữu. TCB được biết đến là một ngân hàng có công nghệ hiện đại và là nhà tiên phong trong việc cung cấp tiết kiệm trực tuyến, thanh toán hóa đơn trực tuyến và tài trợ chuỗi cung ứng. Hệ thống ngân hàng lõi hiện đại cho phép ngân hàng phát triển các sản phẩm mới với mức độ tùy biến cao để đáp ứng nhu cầu đặc biệt của các nhóm khách hàng khác nhau. Do đó, TCB có tỷ trọng thu nhập ngoài lãi lớn nhất trong số các ngân hàng niêm yết: thu nhập ngoài lãi chiếm 38,8% tổng thu nhập hoạt động tại TCB, so với mức trung bình chỉ 18% của các ngân hàng cùng ngành.

TCB có khẩu vị cho vay bất động sản khá lớn, do đó ngân hàng đã có thể đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng tín dụng khi thị trường bất động sản hồi phục trong những năm gần đây. Nợ xấu thu hồi của TCB đã tăng 9,5 lần vào năm 2015 và 1,7 lần vào năm 2016. TCB hiện đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh do ngân hàng đã trích lập đầy đủ dự phòng cho trái phiếu VAMC và thu nhập ngoài lãi tăng mạnh nhờ thu nhập từ bancassurance và đầu tư chứng khoán.

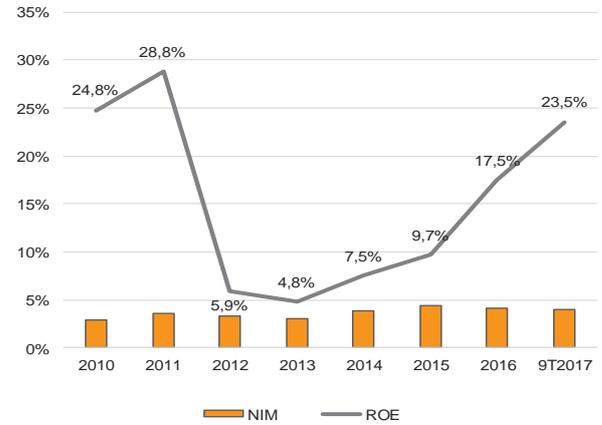
TCB cũng là một trong những ngân hàng có lợi nhuận cao nhất so với các ngân hàng niêm yết. TCB đứng thứ ba sau VPB và MBB về NIM, và đứng thứ hai sau VPB về ROE. TCB có lãi suất cho vay cao, nhưng chi phí vốn thấp hơn mức trung bình nhờ tỷ lệ CASA cao là 25,7%. Tuy nhiên, NIM đã giảm nhẹ trong những năm gần đây do chi phí vốn tăng vì TCB tăng lãi suất huy động ngắn hạn do sự cạnh tranh cao hơn trong huy động vốn. TCB hiện đang giao dịch ở sàn OTC với mức giá 59.000 đồng/cổ phiếu, tương đương P/B 2,2 lần.

Hình 76: Tăng trưởng lợi nhuận của TCB đã hồi phục mạnh mẽ



Nguồn: VNDIRECT

Hình 77: ROE của TCB đã cải thiện nhưng NIM giảm nhẹ



Nguồn: VNDIRECT

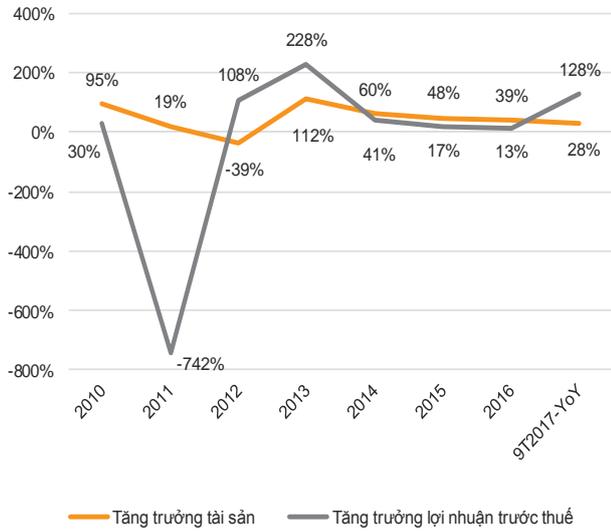
TPBank (TPB) – tập trung phát triển công nghệ với chiến lược ưu tiên số hóa ngân hàng

Thành lập năm 2008, TPB hiện đang đứng thứ 16 về tổng tài sản và đứng thứ 21 về vốn chủ sở hữu. Các cổ đông chính của TPB trước khi cơ cấu lại là FPT, MobiFone, Tổng công ty Tái bảo hiểm Quốc gia Việt Nam (Vinare) và SBI VEN Holdings. TPB từng nằm trong danh sách các ngân hàng cần phải cơ cấu lại của NHNN. Năm 2012, một nhóm nhà đầu tư mới, bao gồm Tập đoàn vàng bạc đá quý DOJI (DOJI) và một số nhà đầu tư khác, tiếp quản và bắt đầu tái cơ cấu ngân hàng.

Chiến lược tái cơ cấu đã mang đến một số thành công khi TPB đã có lãi trở lại vào năm 2012 và duy trì được mức tăng trưởng kép 22,8% của lợi nhuận trước thuế giai đoạn 2013-2016. Hiểu rõ yếu tố bất lợi của mạng lưới nhỏ với chỉ 66 chi nhánh và phòng giao dịch, ngân hàng quyết định tập trung mạnh vào các hoạt động truyền thông quảng cáo thông qua truyền hình, quảng cáo trực tuyến và một số kênh khác. Ngoài ra, TPB được biết tới với sự tích cực đổi mới công nghệ, như việc giới thiệu TPBank LiveBank, một phòng giao dịch tự động mở cửa 24/7 và cung cấp tất cả các dịch vụ ngân hàng cơ bản thông qua giao dịch viên qua video và các thiết bị điện tử thông minh.

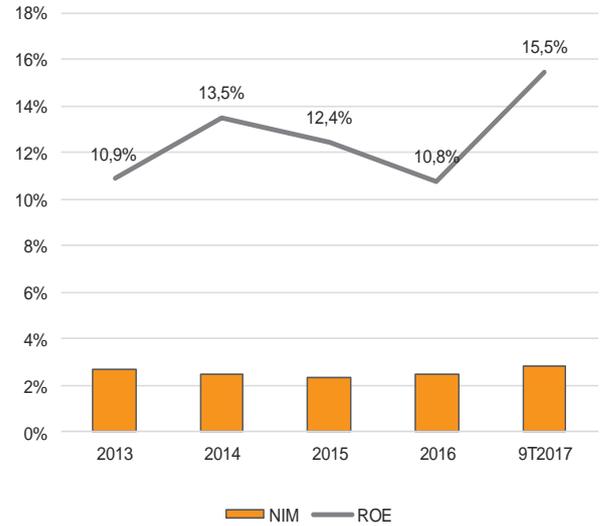
TPB hiện đang giao dịch trên thị trường OTC với mức giá 25.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng mức P/B 2 lần.

Hình 78: TPB đã có lãi trở lại sau khi có nhà đầu tư mới tham gia vào năm 2012



Nguồn: VNDIRECT

Hình 79: NIM và ROE tăng nhanh trong thời gian vừa qua do tăng mức độ sử dụng vốn và lợi suất tài sản cải thiện



Nguồn: VNDIRECT

NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (MBB)

Giá thị trường
VND25.250

Giá mục tiêu
VND27.700

Tỷ suất cổ tức
2,38%

Khuyến nghị
NĂM GIỮ

Ngành
Tài chính

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Trần Khánh Hiền

hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Lê Minh Thùy

thuy.leminh@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	25.850
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.011
KLGDQB 3 tháng (cp)	4,7tr
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	109.279tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	45.842
SL CP đang lưu hành (tr)	1.816
Free float (%)	20
P/E trượt 12 tháng	14,4x
P/B	1,6x

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Viettel	14,75%
SCIC	9,83%
TCT Trực thăng Vietnam	7,84%
TCT Tân Cảng Sài Gòn	7,52%
Vietcombank	6,97%
Khác	53,09%

Nguồn: VNDIRECT

Tăng trưởng cao khi chu kỳ dự phòng hiện tại gần kết thúc

Đẩy mạnh cho vay bán lẻ đem lại thành quả khi NIM cải thiện đáng kể. Với tỷ lệ CASA (tiền gửi không kỳ hạn) ở mức 36,9%, MBB vẫn có lợi thế chi phí vốn thấp trong khi cho vay khách hàng cá nhân tăng trưởng 27,5% trong 9T/2017 giúp cải thiện NIM từ 3,6% lên 4,2%. Cho vay cá nhân chiếm tỷ trọng 32,6% tổng dư nợ, thấp hơn mức 50% của ACB, một ngân hàng bán lẻ khác. Chúng tôi tin rằng vẫn còn dư địa để mở rộng cho vay bán lẻ và do đó NIM sẽ tiếp tục tăng

Tăng trưởng lợi nhuận cao dự báo trong năm 2018 và 2019 do MBB sắp kết thúc chu kỳ dự phòng hiện tại. Lợi nhuận trước thuế tăng 43,5% trong 9T2017 cho phép MBB đẩy mạnh trích lập dự phòng cho nợ xấu. MBB đã tích cực trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC trong 9T2017 để mua lại toàn bộ nợ bán cho VAMC trong năm 2018 như kế hoạch đã đề ra trong đại hội cổ đông năm 2017. Chúng tôi dự báo tới cuối năm 2017 khoảng 77% của trái phiếu VAMC sẽ được dự phòng, do đó chi phí dự phòng trái phiếu VAMC sẽ giảm năm 2018. Mặc dù chúng tôi dự báo dự phòng cho nợ trên bảng cân đối kế toán sẽ tăng, việc giảm chi phí dự phòng cho VAMC năm 2018 và không trích lập dự phòng VAMC trong 2019 sẽ giúp lợi nhuận tăng mạnh.

Nguồn vốn đầy đủ và tỷ lệ cho vay/huy động lành mạnh bảo đảm tăng trưởng tín dụng cao trong những năm tới. Với mức CAR 11,4% và LDR 69,3% trong Q3/2017 theo ước tính của chúng tôi, MBB có thể duy trì mức tăng trưởng tín dụng 18% trong hai năm tới.

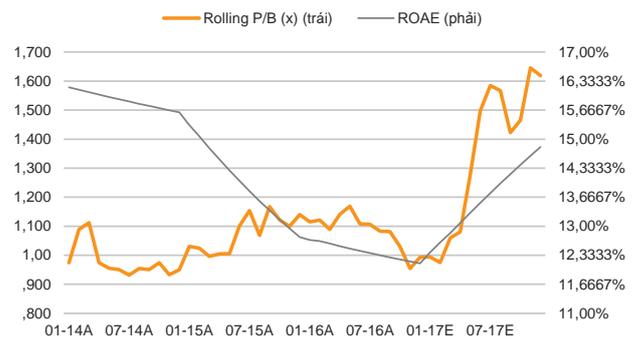
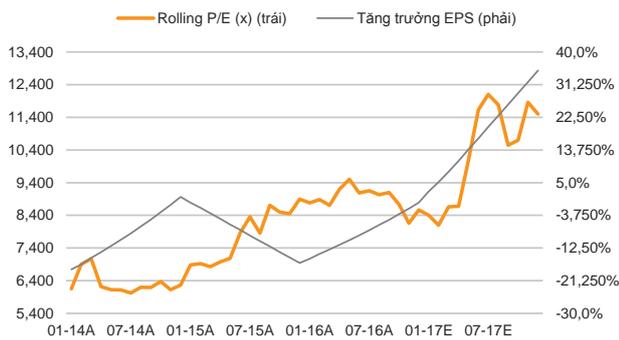
Mảng tài chính tiêu dùng còn nhỏ nhưng nhiều tiềm năng. Mcredit – công ty con về tài chính tiêu dùng của MBB – mới bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2017 nhưng đã mang lại lợi nhuận và dư nợ đạt 1.000 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng lĩnh vực này có nhiều tiềm năng do có lợi suất cao và thị trường tài chính tiêu dùng vẫn còn nhiều dư địa để phát triển.

Ở mức giá hiện tại, MBB đang giao dịch với P/B 1,6 lần, thấp hơn mức 1,9 lần trung bình ngành. Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế tăng 39,3% và 28,8% trong năm 2017 và 2018. P/B dự phóng năm 2017 và 2018 lần lượt là 1,6 lần và 1,4 lần.

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	7.319	7.979	10.753	12.440
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,7%	3,5%	4,2%	4,3%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	8.772	9.855	13.478	15.516
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.102)	(2.030)	(2.868)	(2.450)
LN ròng (tỷ)	2.496	2.912	3.990	5.140
Tăng trưởng LN ròng	0,8%	16,7%	37,0%	28,8%
EPS điều chỉnh	1.395	1.390	1.877	2.406
BVPS	12.808	14.097	15.690	17.921
ROAE	12,7%	12,1%	14,8%	16,8%

Nguồn: VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Thu nhập lãi thuần	7.979	10.753	12.440
Thu nhập lãi suất ròng	1.876	2.724	3.076
Tổng lợi nhuận hoạt động	9.855	13.478	15.516
Tổng chi phí hoạt động	(4.175)	(5.526)	(6.517)
LN trước dự phòng	5.681	7.952	8.999
Tổng trích lập dự phòng	(2.030)	(2.868)	(2.450)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	3.651	5.084	6.549
Thuế	(767)	(1.068)	(1.376)
Lợi nhuận sau thuế	2.884	4.016	5.173
Lợi ích cổ đông thiểu số	28	(26)	(33)
LN ròng	2.912	3.990	5.140

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tổng cho vay khách hàng	150.738	180.885	213.445
Cho vay các ngân hàng khác			
Tổng cho vay	150.738	180.885	213.445
Chứng khoán - Tổng cộng	55.833	56.112	56.673
Các tài sản sinh lãi khác	37.009	37.194	37.566
Tổng các tài sản sinh lãi	243.579	274.191	307.683
Tổng dự phòng	(3.671)	(4.004)	(4.540)
Tổng cho vay khách hàng	148.687	178.511	210.550
Tổng tài sản sinh lãi ròng	239.908	270.187	303.144
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	1.520	1.611	1.740
Tổng đầu tư	991	1.051	1.135
Các tài sản khác	13.839	14.669	15.843
Tổng tài sản không sinh lãi	16.351	17.332	18.718
Tổng tài sản	256.259	287.519	321.862
Nợ khách hàng	194.812	220.138	248.756
Dư nợ tín dụng	2.367	4.367	6.367
Tài sản nợ chịu lãi	197.179	224.505	255.123
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	197.179	224.505	255.123
Các khoản nợ lãi suất khác	24.971	24.976	24.982
Tổng các khoản nợ lãi suất	222.151	249.481	280.104
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	7.520	8.242	7.911
Tổng nợ không lãi suất	7.520	8.242	7.911
Tổng nợ	229.670	257.723	288.015
Vốn điều lệ và	17.127	18.155	18.155
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	4.699	6.805	10.855
Các quỹ thuộc VCSH	3.525	3.525	3.525
Vốn chủ sở hữu	25.352	28.485	32.536
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.236	1.311	1.311
Tổng vốn chủ sở hữu	26.588	29.796	33.846
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	256.259	287.519	321.862

	12-16A	12-17E	12-18E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	7,3%	13,0%	13,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	24,2%	20,0%	18,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	9,0%	34,8%	15,7%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	6,7%	40,0%	13,2%
Tăng trưởng LN ròng	16,7%	37,0%	28,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	16,2%	12,6%	12,2%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	1.635	2.208	2.831
BVPS (VND)	14.097	15.690	17.921
Cổ tức / cp (VND)	600	600	600
Tăng trưởng EPS	(0,4%)	35,1%	28,2%

Các chỉ số chính

	12-16A	12-17E	12-18E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,5%	4,2%	4,3%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(42,4%)	(41,0%)	(42,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,3%	1,2%	1,1%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,3%	1,2%	1,1%
LN/ TB cho vay	1,5%	1,7%	1,2%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	12,5%	11,9%	11,2%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	76,4%	80,6%	83,7%
Biên lợi và độ đàn trải			
Thu nhập/ TS sinh lãi	6,9%	7,5%	7,7%
Chi phí cho các quỹ	3,6%	3,6%	3,7%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,3%	4,0%	4,1%
ROAE	12,1%	14,8%	16,8%

Nguồn: VNDIRECT

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (VPB)

Giá thị trường VND40.400	Giá mục tiêu VND53.400	Tỷ suất cổ tức 0,0%	Khuyến nghị MUA	Ngành Tài chính
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	---------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



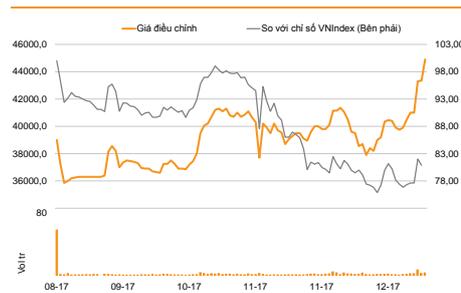
Trần Khánh Hiền

hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Lê Minh Thùy

thuy.leminh@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	41.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35.850
KLGDDBQ 3 tháng (cp)	1.3tr
GTGDDBQ 3 tháng (tr VND)	52.166
Thị giá vốn (tỷ VND)	60.495
SL CP đang lưu hành (tr)	1.497
Free float (%)	74
P/E trượt 12 tháng	9,6x
P/B	2,3x

Cơ cấu sở hữu

Ông Ngô Chí Dũng	4,5%
Ông Bùi Hải Quân	2,3%
Ông Lô Bằng Giang	0,1%
Khác	93,1%

Nguồn: VNDIRECT

Tiên phong trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng đang phát triển

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA. Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu cho cổ phiếu VPB với khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 53.400 đồng/cp, tương đương với P/B dự phóng 2018 2,3 lần và P/E dự phóng 11,2 lần. Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên các yếu tố: 1) Mô hình kinh doanh hiệu quả tập trung vào mảng cho vay cá nhân và SME với lợi suất cao; 2) Khả năng nắm bắt các cơ hội lớn trong các lĩnh vực đang phát triển mạnh của nền kinh tế với mức độ sinh lời cao như tài chính tiêu dùng, ngân hàng điện tử, dịch vụ ngân hàng cho SME và Fintech; và 3) định giá P/E hấp dẫn. Theo chúng tôi sử dụng hệ số P/E đối với VPB hợp lý hơn P/B vì VPB có ROE vượt trội so với ngành

Ngân hàng bán lẻ hàng đầu với tốc độ tăng trưởng và tỷ suất sinh lời vượt trội. Lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 51% và tài sản ròng tăng trưởng kép 22% trong giai đoạn 2012-2016. VPB hiện đang nằm trong top 5 ngân hàng thương mại ở Việt Nam về lợi nhuận với ROA và ROE cao nhất ngành ở mức 1,9% và 24%.

Gã khổng lồ trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng. Đặt cược vào đúng giai đoạn bùng nổ nhu cầu vay tiêu dùng trong nước, FE Credit – công ty con 100% vốn của VPB đã trở thành doanh nghiệp đầu ngành với thị phần 48,4% (năm 2016) và tăng trưởng lợi nhuận trước thuế 53%.

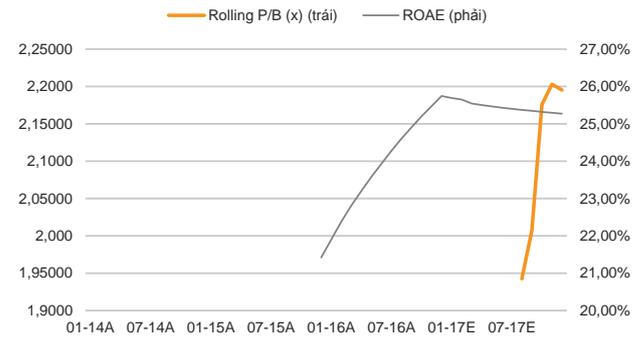
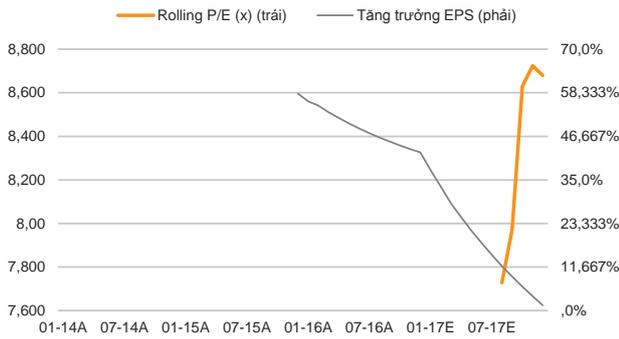
Sẵn sàng đón làn sóng tăng trưởng cho vay tiêu dùng trong khi vẫn kiểm soát được rủi ro. VPB có những ưu thế sau so với các ngân hàng khác: 1) Có nguồn vốn đầy đủ với tỷ lệ an toàn vốn CAR (không theo chuẩn Basel II) là 16,7% và CAR theo Basel II là 13,5% cho phép ngân hàng duy trì tăng trưởng tín dụng cao; 2) Có chính sách mạnh tay xóa nợ xấu để chuẩn bị sẵn dư địa cho tăng nợ xấu trong tương lai (nếu có) từ hoạt động cho vay tiêu dùng rủi ro cao; 3) có các giải pháp quản trị rủi ro hiệu quả nhờ đổi mới công nghệ, giúp nhận diện rủi ro và cải thiện khả năng thu hồi nợ xấu.

Tỷ suất sinh lời vượt trội xứng đáng với mức định giá P/B cao hơn trung bình ngành. VPB đang giao dịch với P/B dự phóng 2018 1,7 lần, cao hơn trung bình ngành 3,2% và P/E dự phóng 2018 chỉ ở mức 8,7 lần, thấp hơn trung bình ngành 32%. Sự khác biệt này là do VPB có ROE vượt trội so với các ngân hàng cùng ngành.

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	10.353	15.168	20.589	25.782
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	6,2%	7,6%	8,8%	9,4%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	12.066	16.864	22.870	28.596
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(3.278)	(5.313)	(6.833)	(8.276)
LN ròng (tỷ)	2.249	3.789	5.731	7.325
Tăng trưởng LN ròng	91,1%	68,5%	51,3%	27,8%
EPS điều chỉnh	3.072	4.485	4.606	4.664
BVPS	16.619	18.710	18.676	23.339
ROAE	21,4%	25,7%	25,3%	22,6%

Nguồn: VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Thu nhập lãi thuần	15.168	20.589	25.782
Thu nhập lãi suất ròng	1.696	2.282	2.814
Tổng lợi nhuận hoạt động	16.864	22.870	28.596
Tổng chi phí hoạt động	(6.621)	(8.691)	(10.981)
LN trước dự phòng	10.242	14.180	17.615
Tổng trích lập dự phòng	(5.313)	(6.833)	(8.276)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	4.929	7.347	9.339
Thuế	(1.140)	(1.616)	(2.014)
Lợi nhuận sau thuế	3.789	5.731	7.325
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	3.789	5.731	7.325

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tổng cho vay khách hàng	144.673	174.484	209.769
Cho vay các ngân hàng khác	12.372	12.619	12.871
Tổng cho vay	157.045	187.103	222.640
Chứng khoán - Tổng cộng	59.037	64.941	71.435
Các tài sản sinh lãi khác			
Tổng các tài sản sinh lãi	216.082	252.043	294.075
Tổng dự phòng	(2.835)	(3.460)	(4.277)
Tổng cho vay khách hàng	142.583	171.887	206.441
Tổng tài sản sinh lãi ròng	213.247	248.584	289.798
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	1.727	1.911	2.114
Tổng đầu tư	250	277	306
Các tài sản khác	13.547	14.988	16.582
Tổng tài sản không sinh lãi	15.524	17.176	19.003
Tổng tài sản	228.771	265.759	308.801
Nợ khách hàng	123.788	130.377	137.140
Dư nợ tín dụng	48.651	69.553	97.374
Tài sản nợ chịu lãi	172.438	199.930	234.514
Tiền gửi	1.104	1.126	1.148
Tổng tiền gửi	173.542	201.056	235.662
Các khoản nợ lãi suất khác	30.417	31.114	31.830
Tổng các khoản nợ lãi suất	203.959	232.170	267.492
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	7.635	4.258	4.653
Tổng nợ không lãi suất	7.635	4.258	4.653
Tổng nợ	211.593	236.427	272.145
Vốn điều lệ và	9.181	15.706	15.706
Thặng dư vốn cổ phần	1.289	6.065	6.065
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	3.757	4.611	11.935
Các quỹ thuộc VCSH	2.950	2.950	2.950
Vốn chủ sở hữu	17.178	29.332	36.657
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	17.178	29.332	36.657
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	228.771	265.759	308.801

	12-16A	12-17E	12-18E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	(5,0%)	5,3%	5,2%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	23,9%	20,6%	20,2%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	46,5%	35,7%	25,2%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	60,7%	38,4%	24,2%
Tăng trưởng LN ròng	68,5%	51,3%	27,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	17,4%	16,6%	16,6%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.658	4.723	4.757
BVPS (VND)	18.710	18.676	23.339
Cổ tức / cp (VND)	160	93	93
Tăng trưởng EPS	46,0%	2,7%	1,3%

Các chỉ số chính

	12-16A	12-17E	12-18E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	7,6%	8,8%	9,4%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(39,3%)	(38,0%)	(38,4%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	2,9%	2,9%	2,9%
LN/ TB cho vay	4,1%	4,3%	4,3%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,2%	16,6%	16,5%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	83,9%	87,3%	89,4%
Biên lợi và độ đàn trả			
Thu nhập/ TS sinh lãi	12,8%	14,1%	15,0%
Chi phí cho các quỹ	5,5%	5,7%	6,1%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	7,2%	8,3%	9,0%
ROAE	25,7%	25,3%	22,6%

Nguồn: VNDIRECT

NGÂN HÀNG TMCP BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT (LPB)

Giá thị trường VND13.100	Giá mục tiêu VND17.700	Tỷ suất cổ tức 9,16%	Khuyến nghị MUA	Ngành Tài chính
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	---------------------------	---------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Trần Khánh Hiền

hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Lê Minh Thùy

thuy.leminh@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	13.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.381
KLGDDBQ 3 tháng (cp)	2.2tr
GTGDDBQ 3 tháng (tr VND)	28.448
Thị giá vốn (tỷ VND)	9.402
SL CP đang lưu hành (tr)	718
Free float (%)	68%
P/E trượt 12 tháng	6,7x
P/B	1,0x

Cơ cấu sở hữu

Bưu điện Việt Nam	12,54%
Nguyễn Đức Hường (Chủ tịch)	4,95%
CTY TNHH H.T.H	4,95%
Nguyễn Đình Thắng	4,31%
CTY TNHH Khải Hưng	2,46%
Khác	70,79%

Nguồn: VNDIRECT

Yếu tố cơ bản tốt, định giá hấp dẫn

Tăng trưởng lợi nhuận 61% trong 9T2017 dẫn dắt bởi tăng trưởng tín dụng cao, NIM tăng do lợi suất tài sản cải thiện và kiểm soát chi phí tốt. Tăng trưởng cho vay 19,1% và NIM tăng đã dẫn đến 43,1% tăng trưởng của thu nhập lãi thuần. CIR giảm xuống 49,1%, cải thiện so với mức 52,5% của năm 2016 và chi phí dự phòng tăng 24,7% thấp hơn mức tăng trưởng 53,2% của lợi nhuận trước trích lập dự phòng, do đó lợi nhuận tăng mạnh.

NIM đang trong xu hướng tăng nhờ tăng trưởng tín dụng bán lẻ cao. NIM tăng từ 3,65% trong Q3/2016 lên 3,83% trong Q3/2017, do đẩy mạnh cho vay bán lẻ, đặc biệt là các sản phẩm ngách như cho vay hưu trí, cho vay cán bộ công nhân viên, cho vay cán bộ quân đội. Với mạng lưới các phòng giao dịch bưu điện rộng lớn, LPB đang mở rộng phạm vi đến các vùng nông thôn và khai thác nhóm khách hàng chưa sử dụng sản phẩm ngân hàng ở các khu vực này để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Chất lượng tài sản tốt thể hiện qua tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ bao nợ xấu cao. Tính đến Q3/2017, LPB đứng thứ 4 về mức nợ xấu thấp nhất (1,19%) và đứng thứ 3 về mức bao nợ xấu cao nhất (105,3%) trong số các ngân hàng niêm yết ở Việt Nam. LPB luôn giữ tỷ lệ nợ xấu dưới 3%, thậm chí trong suốt giai đoạn khủng hoảng ngân hàng vừa qua, mặc dù tỷ lệ nợ xóa hàng năm thấp, chỉ 0,1% số dư nợ trung bình.

Các đợt tăng vốn năm 2017 sẽ làm tăng mức độ an toàn vốn. LPB đã được chấp thuận tăng vốn lên 16,1% năm 2017, trong đó 6% đã được sử dụng để trả cổ tức cổ phiếu năm 2016, 5,1% quyền mua và 5% sẽ là ESOP. Tính đến Q3/2017, LPB cho biết tỷ lệ CAR trên mức 11% và chúng tôi ước tính CAR có thể tăng lên 12% trong năm 2017 sau các đợt tăng vốn này.

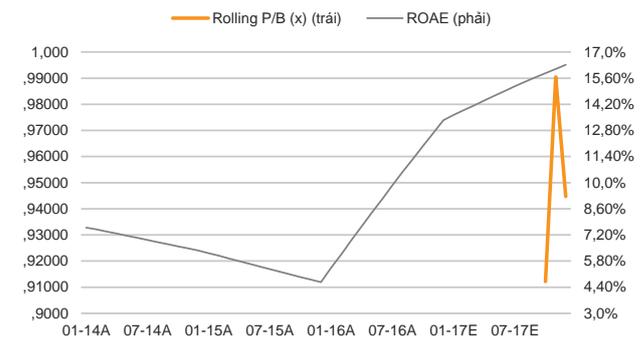
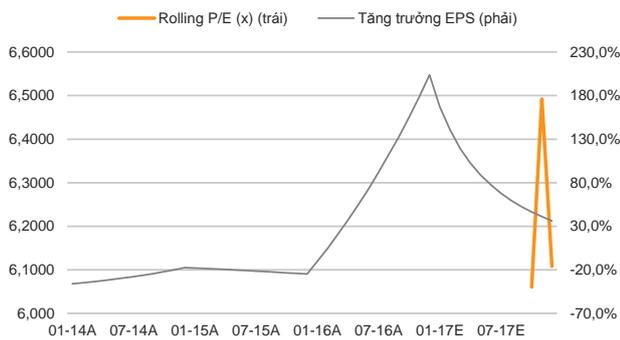
Tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) thấp cho phép tăng trưởng tín dụng cao trong thời gian qua nhưng dự địa cho vay đang thu hẹp. Với LDR 45,5% năm 2014, LPB đã tích cực đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong vài năm qua, khiến LDR tăng lên mức hiện tại là 71,4%. Do LDR tiến gần mức trần 80%, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng sẽ chậm lại nhưng LPB có thể duy trì tăng trưởng cho vay 18% vào năm 2018, tương đương với mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống.

LPB giao dịch ở mức chiết khấu so với các ngân hàng khác mặc dù các yếu tố cơ bản tốt. Ở mức giá hiện tại, LPB đang giao dịch ở mức P/B 1,0 lần, thấp hơn nhiều so với P/B trung bình ngành là 1,9 lần. Với ROE cao, nguồn vốn đầy đủ và chất lượng tài sản tốt, chúng tôi kỳ vọng LPB sẽ được giao dịch phù hợp với ngành. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và tăng giá mục tiêu lên 17.700 đồng, tương ứng tiềm năng tăng giá 35,1%.

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	2.894	4.024	5.318	6.055
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,1%	3,5%	3,8%	3,9%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	2.488	3.872	5.263	6.019
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(502)	(492)	(632)	(651)
LN ròng (tỷ)	350	1.063	1.515	1.743
Tăng trưởng LN ròng	(25,0%)	203,8%	42,6%	15,0%
EPS điều chỉnh	451	1.467	1.997	2.197
BVPS	11.100	12.168	13.655	15.478
ROAE	4,7%	13,3%	16,3%	16,0%

Nguồn: VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Thu nhập lãi thuần	4.024	5.318	6.055
Thu nhập lãi suất ròng	(152)	(55)	(36)
Tổng lợi nhuận hoạt động	3.872	5.263	6.019
Tổng chi phí hoạt động	(2.031)	(2.737)	(3.190)
LN trước dự phòng	1.840	2.526	2.829
Tổng trích lập dự phòng	(492)	(632)	(651)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	1.348	1.894	2.178
Thuế	(285)	(379)	(436)
Lợi nhuận sau thuế	1.063	1.515	1.743
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.063	1.515	1.743

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tổng cho vay khách hàng	79.676	101.985	120.343
Cho vay các ngân hàng khác			
Tổng cho vay	79.676	101.985	120.343
Chứng khoán - Tổng cộng	34.050	34.118	35.141
Các tài sản sinh lãi khác	21.516	10.134	10.438
Tổng các tài sản sinh lãi	135.242	146.238	165.923
Tổng dự phòng	(1.774)	(2.148)	(2.451)
Tổng cho vay khách hàng	78.706	100.642	118.721
Tổng tài sản sinh lãi ròng	133.468	144.089	163.472
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	640	643	675
Tổng đầu tư	325	326	343
Các tài sản khác	7.433	7.470	7.843
Tổng tài sản không sinh lãi	8.397	8.439	8.861
Tổng tài sản	141.865	152.528	172.333
Nợ khách hàng	110.985	125.413	144.225
Dư nợ tín dụng	4.100	6.191	7.191
Tài sản nợ chịu lãi	115.085	131.604	151.416
Tiền gửi	311	2.175	1.740
Tổng tiền gửi	115.396	133.779	153.156
Các khoản nợ lãi suất khác	15.905	6.309	5.296
Tổng các khoản nợ lãi suất	131.300	140.088	158.452
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	2.233	2.199	2.272
Tổng nợ không lãi suất	2.233	2.199	2.272
Tổng nợ	133.533	142.287	160.724
Vốn điều lệ và	6.460	7.500	7.500
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	941	1.810	3.178
Các quỹ thuộc VCSH	931	931	931
Vốn chủ sở hữu	8.332	10.241	11.609
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	8.332	10.241	11.609
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	141.865	152.528	172.333

	12-16A	12-17E	12-18E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	43,0%	13,0%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	41,9%	28,0%	18,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	39,0%	32,2%	13,9%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	99,1%	37,3%	12,0%
Tăng trưởng LN ròng	203,8%	42,6%	15,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	40,5%	8,0%	13,5%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	1.552	2.112	2.324
BVPS (VND)	12.168	13.655	15.478
Cổ tức / cp (VND)	450	400	500
Tăng trưởng EPS	203,8%	36,1%	10,0%

Các chỉ số chính

	12-16A	12-17E	12-18E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,5%	3,8%	3,9%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(52,5%)	(52,0%)	(53,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,1%	1,1%	1,1%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,1%	1,2%	1,2%
LN/ TB cho vay	0,7%	0,7%	0,6%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,2%	12,0%	12,2%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	69,2%	77,5%	79,5%
Biên lợi và độ đàn trải			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,7%	8,3%	8,5%
Chi phí cho các quỹ	4,3%	4,6%	4,8%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,2%	3,6%	3,7%
ROAE	13,3%	16,3%	16,0%

Nguồn: VNDIRECT

BẤT ĐỘNG SẢN: CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG VẪN CÒN TIẾP DIỄN TRONG VÀI NĂM TỚI

Theo quan sát của chúng tôi, tốc độ tăng trưởng của giao dịch và giá bất động sản gần đây có phần chững lại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng tích cực ít nhất trong hai năm nữa do nhu cầu thực lớn từ phân khúc nhà ở cấp thấp và trung bình cùng với nhu cầu sở hữu nhà đất, khi mà nguồn cung hiện tại chưa đáp ứng được.

Sự dịch chuyển dân số và ảnh hưởng của bong bóng nhà đất giai đoạn 2008-2009 đã và đang hỗ trợ cho một sự phục hồi bền vững.

Sau năm 2014, chúng tôi nhận thấy người mua bất động sản ngày càng có khả năng tài chính để sở hữu nhà ở, phản ánh qua lượng giao dịch gia tăng. Điều này được thể hiện qua những nguyên nhân chính sau:

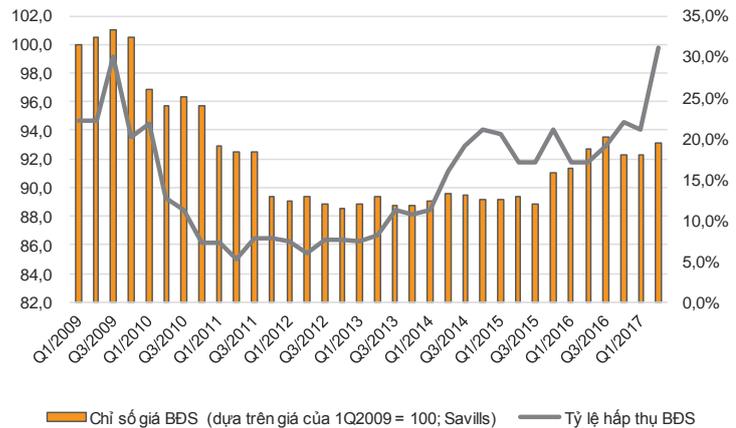
- Giá bất động sản đã giảm 40-50% so với mức đỉnh được thiết lập trong giai đoạn 2008-2009.
- Các nhà phát triển bất động sản đã rút kinh nghiệm từ bong bóng bất động sản lần trước và tập trung phát triển các sản phẩm phù hợp hơn với nhu cầu của người tiêu dùng cuối cùng.
- Mặc dù giá đất ở các khu vực đô thị tăng nhanh, cơ sở hạ tầng cải thiện cho phép các công ty bất động sản phân khúc tầm trung và nhà ở xã hội phát triển dự án nhà ở các khu vực có giá đất thấp hơn và xa khu vực trung tâm, sự mở rộng này giúp duy trì và cải thiện khả năng sở hữu nhà ở đối với người tiêu dùng.
- Thu nhập của người dân đang tăng nhanh hơn tốc độ tăng của giá bất động sản.
- Xu hướng dịch chuyển của các cặp vợ chồng trẻ ra khỏi gia đình nhiều thế hệ, sự phát triển của phân khúc nhà ở cho các gia đình trẻ được thể hiện qua sự suy giảm trong quy mô các hộ gia đình trong thời gian gần đây.
- Cho vay mua nhà ở ngày càng phổ biến, với mức lãi suất khá ưu đãi nhờ môi trường lãi suất thấp. Lãi suất cho vay mua nhà hiện chỉ khoảng 8-11%.

Sự sụp đổ của bong bóng bất động sản giai đoạn trước dẫn đến sự điều chỉnh lớn về giá, từ đó tạo ra dư địa cho sự phục hồi

Ngành bất động sản của Việt Nam đã trải qua ba đợt điều chỉnh lớn. Năm 2008, bong bóng thị trường bất động sản lần thứ ba tập trung ở phân khúc nhà ở dân cư, khi nhu cầu vào thời điểm này chủ yếu do hiện tượng đầu cơ thay vì đáp ứng nhu cầu của người mua cuối cùng. Hầu hết các giao dịch diễn ra trên thị trường thứ cấp và có hiện tượng chênh lệch lớn giữa giá bán khởi điểm và giá trên thị trường thứ cấp, cho thấy xu hướng đầu cơ đẩy giá khi người mua liên tục trao tay các tài sản bất động sản. Tỷ suất sinh lời hấp dẫn đã thu hút các nhà phát triển bất động sản vào một cuộc chạy đua với những dự án lớn, thường chịu gánh nặng tài trợ từ ngân hàng. Nhiều dự án lớn nhưng không hữu ích cho người mua cuối cùng và đa phần phục vụ mục đích đầu cơ tài sản.

Thị trường phân mảnh với rào cản gia nhập cực kỳ thấp, tạo ra rất nhiều nhà công ty bất động sản nhỏ lẻ với quy mô vốn thấp hơn 20 tỷ đồng tham gia.

Hình 80: Chỉ số giá và tỷ lệ hấp thụ bất động sản khu vực TP.HCM của Savills



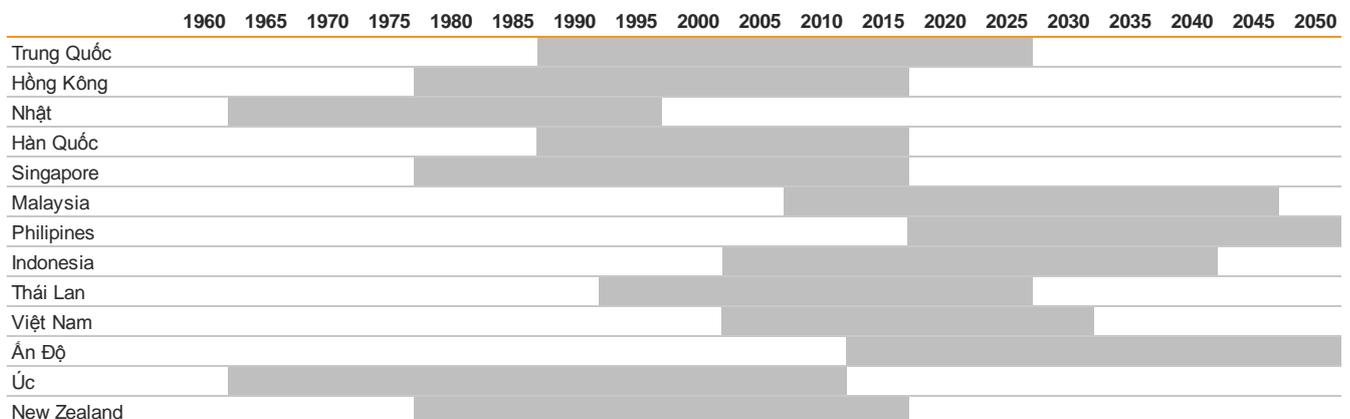
Nguồn: VNDIRECT, Savills

Lạm phát cao cùng với sự can thiệp không thật sự hợp lý của Ngân hàng nhà nước đã gây ra áp lực tăng lãi suất trong giai đoạn 2008-2011, kéo theo sự sụp đổ bong bóng bất động sản. Kết quả là giá nhà điều chỉnh mạnh sau đó, đặc biệt là ở phân khúc cao và trung bình, dẫn đến sự đình trệ trong nguồn cung nhà ở và thanh khoản. Đồng thời cũng tạo ra một lượng lớn tồn kho bất động sản nhà ở phân khúc cao cấp chưa hoàn thiện. Giá bất động sản trung bình đã giảm 40-50% trong năm 2013 so với mức đỉnh của bong bóng bất động sản giai đoạn 2008-2009.

Trong giai đoạn 2010-2013, tỷ lệ nợ xấu lĩnh vực bất động sản đạt đỉnh. Nhiều nhà phát triển bất động sản phải đối diện với khó khăn tài chính nhưng đồng thời cũng có ảnh hưởng tích cực khi loại bỏ nhiều công ty bất động sản thiếu năng lực và quản lý kém ra khỏi thị trường. Theo đó, nhiều công ty bất động sản tốt và công ty mới gia nhập bắt đầu tận dụng quỹ đất và những dự án dang dở từ các công ty gặp khó khăn hoặc các ngân hàng đã thu hồi tài sản thế chấp từ các công ty phá sản. Việc giá điều chỉnh mạnh và sự chọn lọc của thị trường đã hình thành nên nền tảng vững chắc hơn cho một chu kỳ phục hồi những năm tiếp theo.

Sự dịch chuyển dân số hỗ trợ sự phát triển của thị trường bất động sản

Hình 81: Dân số vàng khu vực Châu Á Thái bình dương giai đoạn 1960-2050



Nguồn: Savills

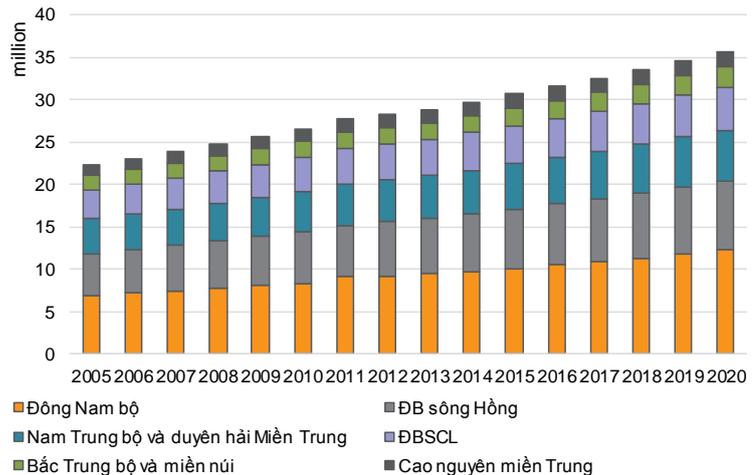
Cơ cấu dân số hiện nay tạo ra nhiều cơ hội cho sự phát triển của lĩnh vực bất động sản. Thời kỳ dân số vàng của Việt Nam bắt đầu vào năm 2005, khoảng 50% dân số dưới 31 tuổi và 70% dân số trong

độ tuổi lao động. Sự sụt giảm nhanh chóng của tỷ lệ sinh trong vài thập niên trở lại đây đã giúp giảm tỷ lệ phụ thuộc trong xã hội (số người phụ thuộc trên mỗi thành viên trong độ tuổi lao động), tạo ra lợi ích điển hình của xu hướng dân số cho lĩnh vực bất động sản Việt Nam như đã từng diễn ra ở nhiều nền kinh tế đang phát triển khác tại khu vực châu Á.

Tốc độ tăng trưởng dân số và hộ gia đình đã đóng góp quan trọng vào sự gia tăng nhu cầu nhà ở và hỗ trợ thị trường bất động sản. Theo Ngân hàng Thế Giới (NHTG), tổng số hộ gia đình ở thành thị được dự báo sẽ tăng từ 8,3 triệu trong năm 2015 lên 10,1 triệu trong năm 2020. Xu hướng này sẽ tạo ra nhu cầu trung bình khoảng 374.000 nhà ở mỗi năm cho đến năm 2020, tương ứng với tốc độ tăng trưởng 3,03% dân số khu vực thành thị mỗi năm.

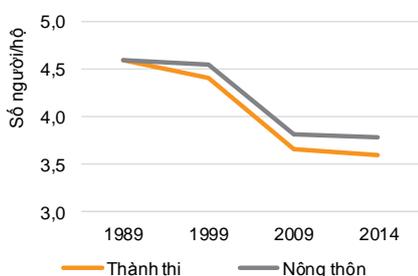
Tốc độ Đô thị hóa nhanh ở Việt Nam. Dân số khu vực thành thị của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng bình quân khoảng 3,5%/năm kể từ năm 2000, là một trong những mức tăng cao nhất trong khu vực. 1/3 dân số hiện đang sống ở khu vực thành thị và NHTG dự báo khoảng 3 triệu người sẽ dịch chuyển đến thành thị trong vòng ba năm tới. Tỷ lệ dân số thành thị dự kiến sẽ chiếm khoảng 50% tổng dân số vào năm 2040 khi Việt Nam tiếp tục duy trì được tốc độ tăng trưởng kinh tế và công nghiệp hóa, điều này sẽ thu hút dân cư tại các vùng nông thôn vào khu vực sản xuất và dịch vụ ở thành thị.

Hình 82: Dân số thành thị theo khu vực (triệu người)



Nguồn: Work Bank

Hình 83: Quy mô trung bình của hộ gia đình (1989-2014)



Nguồn: Savills

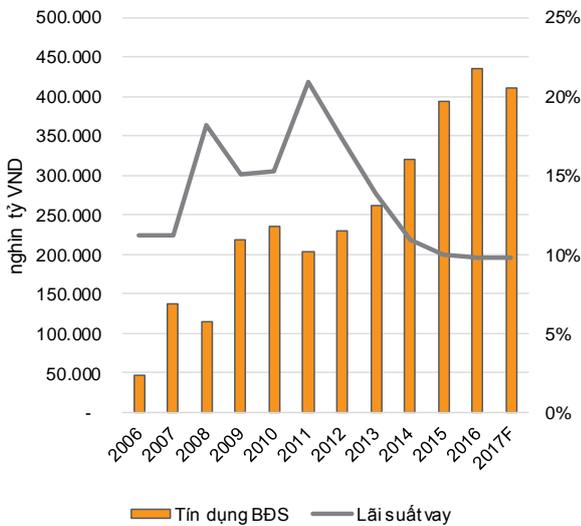
Quy mô hộ gia đình tại Việt Nam đang ngày càng giảm xuống.

Trong vòng 20 năm qua đã có một sự thay đổi đáng kể trong quy mô trung bình của các hộ gia đình tại Việt Nam, giảm từ mức 4,7 người/hộ vào năm 1995 còn 3,6 người/hộ vào năm 2014. Những người trẻ ngày càng mong muốn sống tách biệt với bố mẹ ở các thành phố lớn, tạo ra sự sụt giảm liên tục về quy mô hộ gia đình và thay đổi cấu trúc gia đình nhiều thế hệ. Sự dịch chuyển này tạo ra một lực cầu tích cực đối với nhà ở xã hội trong một thập kỷ tới. Ngoài ra, 40% dân số Việt Nam nằm trong độ tuổi 20-40 thường có xu hướng sở hữu nhà cũng là yếu tố hỗ trợ cho nhu cầu. Số lượng hộ gia đình có 3 thế hệ sẽ giảm do thế hệ trẻ bắt đầu thích ứng dần với lối sống độc lập. Điều này sẽ tạo ra ảnh hưởng tích cực đối với sự phát triển thị trường căn hộ chung cư trong tương lai.

Mở rộng quy mô tín dụng cho lĩnh vực bất động sản thúc đẩy sự phục hồi

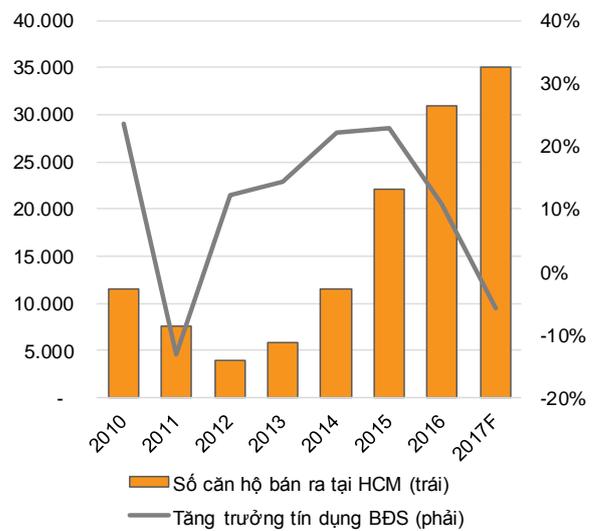
Cho vay mua nhà giúp cải thiện khả năng sở hữu nhà ở và hỗ trợ cho thị trường bất động sản sau giai đoạn bong bóng vỡ. Trong giai đoạn 2007-2011, chỉ có khoảng 15% người mua nhà được tài trợ bởi ngân hàng. Hầu hết các hình thức thanh toán là tiền mặt hoặc vay mượn từ gia đình và bạn bè. Trong khi đó, ngân hàng cho vay các đối tượng chính là công ty bất động sản và người đầu cơ. Bắt đầu cuối năm 2010, Chính phủ thắt chặt chính sách tiền tệ để giảm thiểu rủi ro lạm phát, đẩy lãi suất lên mức cao chưa từng thấy. Do đó, tín dụng cho các nhà phát triển bất động sản và người mua giảm mạnh trong hai năm 2011-2012.

Hình 84: Tín dụng cho vay bất động sản và lãi suất vay bình quân



Nguồn: SBV, VNDIRECT

Hình 85: Tăng trưởng tín dụng lĩnh vực bất động sản thúc đẩy sự hồi phục của lượng giao dịch



Nguồn: Savills, GSO, VNDIRECT

Từ năm 2013, lãi suất cho vay mua nhà giảm dần cùng với chính sách nới lỏng tiền tệ trở lại, giúp cải thiện khả năng mua nhà mới cho phần đông người có nhu cầu. Người mua được hưởng lãi suất từ 8-11%/năm, trong khi các công ty bất động sản phải trả lãi suất khoảng 11%/năm, thấp hơn đáng kể so với mức 25% trong giai đoạn 2010-2013. Giai đoạn 2014-2017, hơn 50% người mua đi vay để tài trợ cho việc mua nhà. Việc gia tăng tín dụng cho lĩnh vực bất động sản cũng được hỗ trợ bởi tỷ suất sinh lợi cao hơn và rủi ro thấp hơn dành cho người mua so với chủ đầu tư. Tài trợ cho vay mua nhà hiện có lãi suất khoảng 10%/năm với tỷ lệ tài trợ từ 70-80% tổng giá trị căn hộ và thời gian cho vay từ 15-20 năm. Đối với các tài sản có giá trị cao như bất động sản ở các nước đang phát triển, việc cho vay là vô cùng cần thiết để cải thiện khả năng hấp thu và chúng tôi nhìn nhận đây là một bước tiến khả quan.

Chương trình hỗ trợ cho vay mua nhà ở xã hội đã giúp giải quyết vấn đề đối với phân khúc thấp của thị trường. Giai đoạn 2013-2016, gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng được giải ngân với sự tham gia của 19 ngân hàng và 50.000 cá nhân được vay. Gói kích thích này đã cải thiện khả năng mua nhà của hộ gia đình có thu nhập trung bình thông qua cung cấp mức lãi suất cho vay ưu đãi chỉ từ 4-5%/năm, thấp hơn mức lãi suất hiện hành. Gần đây, Ngân hàng Chính sách Xã hội đã tung ra gói cho vay trị giá 15.000 tỷ đồng với lãi suất 4,8%/năm, hướng đến người mua nhà có thu nhập thấp.

Cơ sở hạ tầng cải thiện hỗ trợ cho thị trường bất động sản

Việt Nam chi tiêu trung bình khoảng 5,7% GDP hàng năm đối với phát triển cơ sở hạ tầng trong những năm gần đây, tỷ lệ cao nhất trong khu vực Đông Nam Á. Việc gia tăng chi tiêu đối với cơ sở hạ tầng đã thay đổi đáng kể bộ mặt của đất nước, đặc biệt là ở hai đô thị lớn là Hà Nội và TP.HCM và thúc đẩy sự gia tăng nhu cầu bất động sản ở nhiều phân khúc khác nhau.

Hai tuyến tàu điện ngầm tại TP.HCM và Hà Nội sẽ có tác động tích cực đối với thị trường bất động sản Việt Nam. Tuyến tàu điện ngầm sẽ tạo ra các kết nối đi lại mới, giúp mở rộng phạm vi thành phố và tạo ra cơ hội phát triển bất động sản hỗn hợp tại khu vực lân cận thông qua xu hướng dịch chuyển từ phương tiện cá nhân sang công cộng, từ đó tạo ra khu vực thu hút dân cư sinh sống. Nhu cầu đối với các dự án chung cư gần dự án cơ sở hạ tầng đang gia tăng nhanh hơn phân khúc còn lại của thị trường trong những năm gần đây và bất động sản với vị trí gần với các ga tàu điện ngầm đang được giao dịch với mức chênh lệch giá đáng kể so với bất động sản cùng phân khúc nhưng không có vị trí tương tự.

Hình 86: Nâng cấp đường vành đai tạo ra kết nối tốt hơn giữa các quận tại Hà Nội



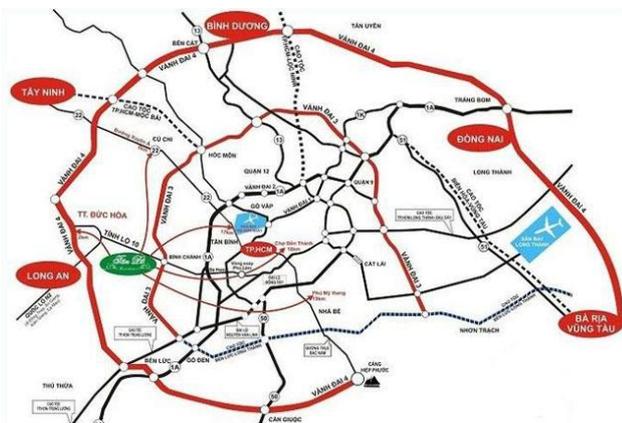
Nguồn: CBRE

Hình 87: Tuyến tàu điện ngầm Hà Nội thu hút nhiều dự án chung cư



Nguồn: CBRE

Hình 88: Kế hoạch phát triển đường vành đai TP.HCM (đường màu đỏ, đang trong quá trình xây dựng)



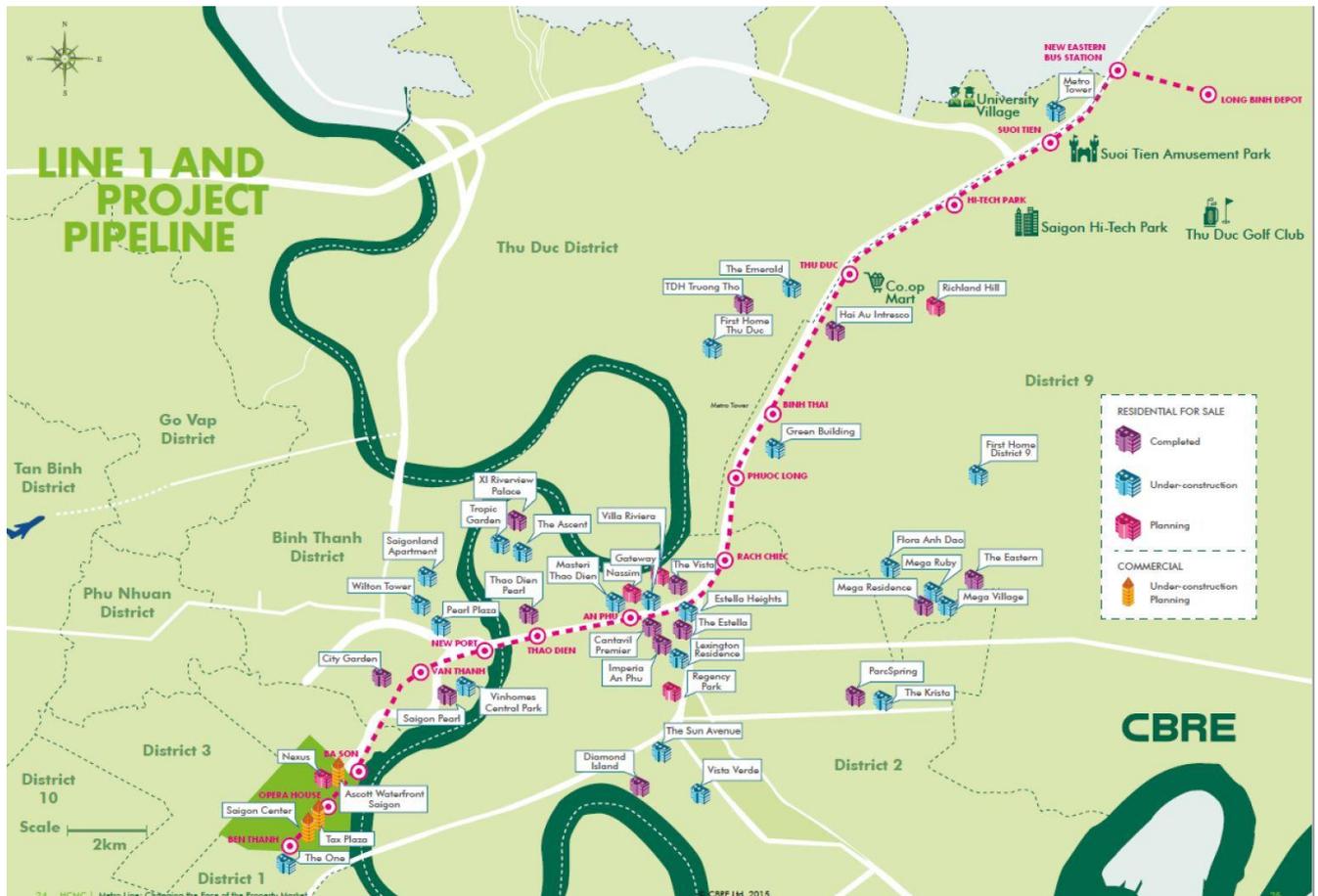
Nguồn: www.vneconomictimes.com

Hình 89: Kế hoạch phát triển tuyến tàu điện ngầm tại TP.HCM (Tuyến số 1 đang trong quá trình xây dựng)



Nguồn: CBRE

Hình 90: Những dự án gần tuyến tàu điện ngầm số 1 (Tp.HCM)



Nguồn: CBRE

Rủi ro bong bóng bất động sản được giảm thiểu nhờ điều hành tốt hơn trước

Thị trường bất động sản tại Việt Nam đã tăng trưởng một cách không có kiểm soát trong thời kỳ bong bóng trước đây do thiếu quy định và tầm nhìn thích hợp từ nhà điều hành. Thiếu các giải pháp kiểm soát quy mô các dự án được tài trợ bởi ngân hàng và tỷ lệ bán trước cho người mua. Tuy nhiên, cơ quan điều hành đã thực hiện nhiều biện pháp để kiểm soát và hỗ trợ thị trường sau giai đoạn này.

Người mua nhà được bảo vệ nhiều hơn. Tháng 07/2015, Luật Nhà ở mới nâng quy định vốn tối thiểu cho dự án bất động sản lên mức tối thiểu là 20 tỷ đồng, gắn liền với kế hoạch gia tăng rào cản gia nhập ngành và loại bỏ các nhà phát triển bất động sản yếu kém. Luật Nhà ở cũng đưa ra quy định liên quan đến lịch trình thanh toán để bảo vệ người mua nhà, theo đó, nhà phát triển bất động sản không được phép nhận bất kỳ khoản thanh toán nào từ người mua cho đến khi họ hoàn thành phần móng. Ngoài ra, tỷ lệ thanh toán đợt đầu được giới hạn ở mức tối đa 30% tổng giá trị mua.

Luật Nhà ở và Thuế mới đảm bảo rằng Chính phủ không loại bỏ những người có thu nhập thấp ra khỏi thị trường và họ được hỗ trợ để tham gia vào phân khúc nhà ở xã hội. Thuế GTGT được áp dụng cho nhà ở xã hội ở mức 5%, so với mức trung bình là 10%, và thuế TNDN được giảm 50% xuống 10% để khuyến khích các nhà phát triển bất động sản tham gia nhiều hơn vào phân khúc chưa được khai phá của thị trường. Bên cạnh đó, 20% tổng diện tích xây dựng của mỗi dự án

phải được sử dụng cho mục đích phát triển nhà ở xã hội (quy định chặt chẽ với diện tích xây dựng >10ha).

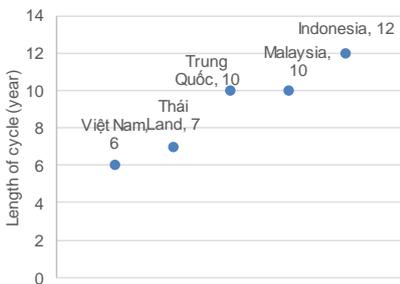
Sửa đổi Luật Nhà ở giúp người nước ngoài tiếp cận dễ dàng hơn với bất động sản Việt Nam. Từ giữa năm 2009 đến tháng 07/2015, chỉ có 126 sổ hồng được cấp cho người nước ngoài. Tuy nhiên, số lượng này đã tăng lên 1.000 vào tháng 07/2017 và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong tương lai. Điều này diễn ra nhờ sửa đổi Luật Nhà ở năm 2014 (có hiệu lực vào tháng 07/2015) cho phép người nước ngoài mua tối đa 30% số lượng căn hộ đối với một dự án và tối đa 10% lượng nhà phố/biệt thự của một dự án. Có thể thấy, nhiều vấn đề thủ tục đã cản trở việc sở hữu nhà của người nước ngoài tại Việt Nam. Tuy nhiên, xu hướng chung trong định hướng nói lỏng tỷ lệ sở hữu nước ngoài sẽ giúp cải thiện niềm tin của các nhà đầu tư và nhà phát triển bất động sản và chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp gia tăng dòng vốn đầu tư nước ngoài trực tiếp vào thị trường bất động sản, đặc biệt là phân khúc chung cư. Đã có nhiều bằng chứng thực tiễn cho thấy người nước ngoài đang tích cực trong việc sở hữu các bất động sản gần biển ở các thành phố du lịch như Đà Nẵng.

Thị trường vẫn chưa có dấu hiệu bong bóng: Kỳ vọng một sự điều chỉnh từ từ

Mặc dù thực tế cho thấy thị trường bất động sản Việt Nam có những đặc trưng riêng là chu kỳ của ngành thường ngắn hơn so với các quốc gia khác. Một chu kỳ bất động sản điển hình ở Anh là 10 năm, 7 năm tại Thái Lan, 10 năm ở Trung Quốc và Malaysia và 12 năm đối với Indonesia. Chu kỳ của thị trường bất động sản Việt Nam theo quan sát của chúng tôi chỉ kéo dài khoảng 5-7 năm. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do thị trường kém phát triển hơn so với các quốc gia khác. Tuy nhiên, chu kỳ hiện tại của thị trường bất động sản Việt Nam có thể kéo dài hơn ba chu kỳ trước do 5 lý do sau: 1) quy mô thị trường đã lớn hơn với chiều sâu tốt hơn thể hiện qua lượng giao dịch; 2) xu hướng dân số Việt Nam đang hỗ trợ tích cực đối với nhu cầu mua nhà của người tiêu dùng cuối cùng; 3) người mua có nhiều kinh nghiệm hơn và nhận thức được sản phẩm họ đang mua; 4) nhà phát triển bất động sản tái định vị sản phẩm của họ để phục vụ nhu cầu thực của người mua; 5) Chính phủ đã cải thiện trong điều hành cũng như tầm nhìn. Thị trường nhà ở dân cư sẽ tiếp tục khả quan trong ít nhất 2 năm tới, nhưng tăng trưởng với tốc độ chậm hơn. Chúng tôi đã thực hiện tính toán dưới đây để so sánh với chu kỳ bong bóng gần nhất và chỉ ra những diễn biến nổi bật so với chu kỳ trước.

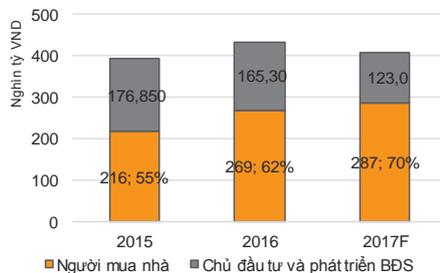
- **Mức độ đầu cơ thấp hơn.** Trước giai đoạn bong bóng 2008-2009, thị trường ghi nhận ít giao dịch hơn, và phần lớn những giao dịch diễn ra trên thị trường thứ cấp. Ngoài ra còn có chênh lệch lớn giữa giá bán trên thị trường sơ cấp và thứ cấp, do thiếu nguồn cung và tình trạng đầu cơ nghiêm trọng. Vào thời điểm đó, rất dễ để thấy giá nhà có thể tăng 50-70% chỉ trong vòng 1 quý. Chênh lệch hiện tại giữa giá trên thị trường sơ cấp và thứ cấp thấp hơn trước. Đối với một vài dự án tầm trung, chúng tôi quan sát thấy giá tăng chỉ khoảng 10-15% trong vòng 12 tháng sau ngày mở bán và chỉ tăng nhẹ sau đó do nguồn cung dồi dào. Giá tăng nhưng không phi lý.
- **Tín dụng lĩnh vực bất động sản phân bổ tốt hơn và lãi suất ưu đãi hơn.** Chu kỳ đi xuống của lĩnh vực bất động sản giai đoạn 2009-2012 đã bộc lộ điểm yếu của hình thức cho vay vào thời điểm trước. Tiêu chuẩn của ngân hàng cho vay khác nhau và cách quản trị rủi ro yếu kém. Không giống như năm 2008, các ngân hàng hiện tại tập trung cho vay vào người mua hơn nhà phát triển bất động sản bởi hai nguyên nhân: 1) lãi

Hình 91: Độ dài chu kỳ của lĩnh vực bất động sản theo quốc gia (năm)



Nguồn: VNDIRECT

Hình 92: Phân bổ tín dụng bất động sản đã dịch chuyển từ nhà phát triển sang người mua



Nguồn: VNDIRECT

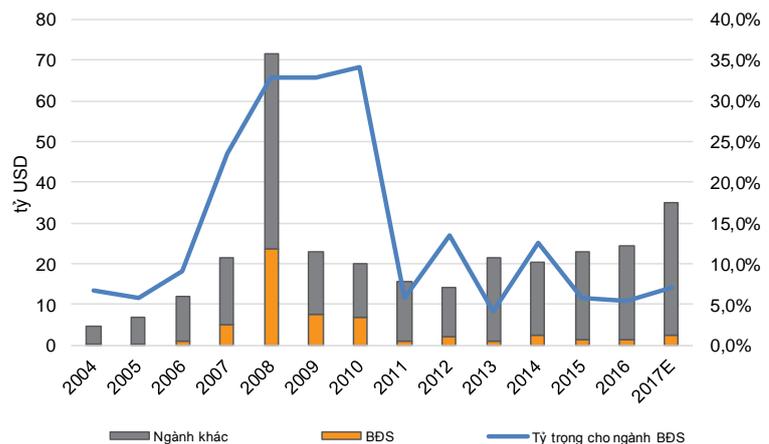
suất cho vay người mua cuối cùng cao hơn cho nhà phát triển bất động sản; 2) dư nợ cho vay được mở rộng lên nhiều đối tượng cá nhân thay vì chỉ tập trung vào một vài nhà phát triển bất động sản; sự đa dạng hóa này giúp giảm rủi ro cho vay. Tín dụng cho người mua BĐS chiếm khoảng 70% tổng giá trị cho vay bất động sản năm 2017 so với 62% trong năm 2016 và 55% trong năm 2015.

- **Nhà phát triển bất động sản tập trung vào người mua cuối cùng.** Trước khi thị trường bất động sản phục hồi, các nhà phát triển bất động sản tập trung và phân khúc trung và cao cấp với quy mô theo đơn vị lớn nhằm hướng đến các nhà đầu cơ và kết quả là giá bán trên mỗi đơn vị cao. Tuy nhiên, họ đã thay đổi chiến lược trong những năm gần đây, tập trung vào người mua thực cuối cùng và giảm quy mô mỗi đơn vị nhằm thúc đẩy khả năng mua nhà; thường là phân khúc có 1-2 phòng ngủ. Theo Bộ Xây dựng, quy mô trung bình của căn hộ 1 phòng ngủ giảm từ 50m² xuống 48m², trong khi căn hộ 2 phòng ngủ giảm từ 91m² xuống 75m². Số lượng căn hộ 1-2 phòng ngủ tăng từ 66% tổng nguồn cung (trước năm 2012) lên 72% (sau năm 2012).

Dòng vốn FDI và kiều hối vào lĩnh vực bất động sản chứng lại tương đối so với giai đoạn trước là một chỉ báo cho thấy thị trường chưa quá nóng

Lĩnh vực bất động sản Việt Nam đã thu hút một lượng lớn FDI kể từ sau chương trình cải cách kinh tế “Đổi Mới”. Giai đoạn 1988-2016 ghi nhận khoảng 2.115 dự án FDI với tổng vốn đăng ký là 290,7 tỷ USD, trong đó có 562 dự án bất động sản với tổng vốn đăng ký là 56 tỷ USD. Theo Cục đầu tư nước ngoài, vốn đăng ký vào lĩnh vực bất động sản đạt 2,5 tỷ USD (+237%YoY) trong 11 tháng đầu năm 2017, tương đương với 6,5% tổng vốn đăng ký và thấp hơn tỷ lệ đóng góp trong quá khứ.

Hình 93: Vốn FDI đăng ký vào lĩnh vực bất động sản so với tổng vốn đăng ký 2004-2017

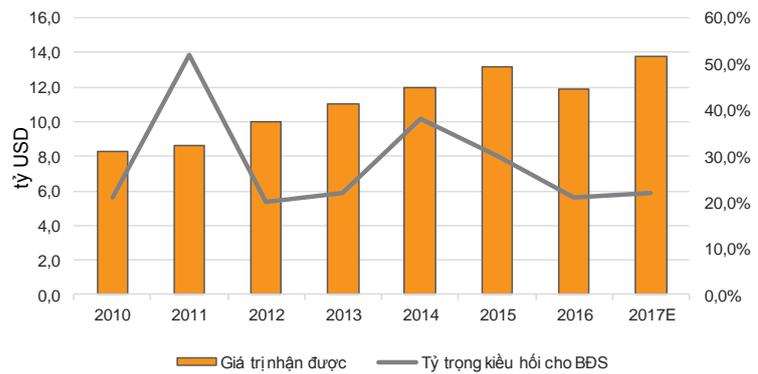


Nguồn: GSO, World Bank, VNDIRECT

Chúng tôi cho rằng vốn đầu tư nước ngoài vào lĩnh vực bất động sản là chỉ báo cho sự phát triển của thị trường. Một lượng lớn vốn FDI vào lĩnh vực bất động sản đã dẫn đến bong bóng bất động sản trước đây. Hiện tại, vốn FDI vào lĩnh vực bất động sản vẫn chiếm tỷ lệ khá thấp trong tổng vốn FDI là một phép thử đối với niềm tin rằng thị trường bất động sản sẽ chưa thể lặp lại bong bóng đã xảy ra vào giai đoạn 2008-2009.

Sự chững lại của dòng vốn FDI vào lĩnh vực bất động sản cũng được minh chứng bởi dữ liệu về kiều hối. Mặc dù Luật Nhà ở mới được thông qua năm 2015 cho phép người nước ngoài và một lượng lớn Việt kiều có thể mua trực tiếp bất động sản tại Việt Nam, tỷ lệ kiều hối vào lĩnh vực bất động sản nhìn chung vẫn thấp so với thống kê quá khứ. Dữ liệu thực có thể sẽ khác bởi nhiều người Việt Nam ở nước ngoài có thể sử dụng ủy quyền trong nước hoặc đại diện để đầu tư vào thị trường bất động sản tại đây. Tuy nhiên, xu hướng trong quá khứ cho thấy nhu cầu ở phân khúc bất động sản cao cấp chủ yếu là do dòng vốn đầu cơ có yếu tố nước ngoài.

Hình 94: Tổng lượng kiều hối trong nước và tỷ trọng chảy vào lĩnh vực bất động sản



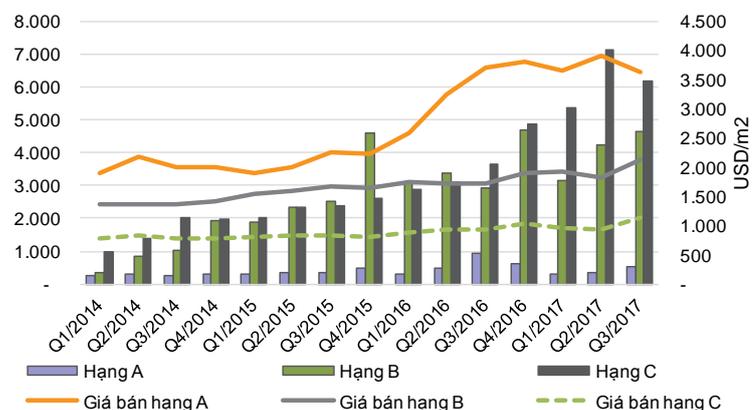
Nguồn: World Bank, IMF (2017)

Trở ngại từ chậm tăng trưởng tín dụng BĐS và sức tỷ suất cho thuê ở phân khúc cao cấp

Giá BĐS tại Việt Nam vẫn đang tăng trưởng nhưng đang giảm tốc do quy mô thị trường D&B đã đủ lớn và sản phẩm đang đáp ứng khá tốt nhu cầu thực sự của người mua.

Trong 4 năm trở lại, giá bán BĐS tại thị trường sơ cấp đã tăng 50% cho phân khúc căn hộ giá rẻ và 60% cho phân khúc căn hộ trung và cao cấp. Việc tăng giá bán ở phân khúc cao cấp đã dẫn đến việc đầu tư ồ ạt và mở rộng nguồn cung cho phân khúc này trong khoảng thời gian trên. Thị trường BĐS nhà ở được cho là sẽ chạm đỉnh trong 2018 và có thể dẫn tới động thái bán chốt lời từ các đối tượng đầu cơ BĐS hoặc tâm lý chờ đợi giá thị trường điều chỉnh từ chính người mua có nhu cầu thực sự. Thực chất, giá bán căn hộ cao cấp đã cho xu hướng giảm thay vì chỉ hạ tốc độ tăng trưởng.

Hình 95: Khối lượng giao dịch và giá bán trung bình BĐS theo phân hạng tại Tp.HCM



Nguồn: Savills

Giảm tốc tăng trưởng tín dụng BĐS trong 2017. Thông tư 06 vừa mới ban hành đã quy định rõ tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho các khoản vay trung và dài hạn là không quá 50% bắt đầu từ tháng 1 năm nay, giảm từ mức cũ 60%. Tỷ lệ này sẽ giảm xuống mức tối đa 40% cho khoảng thời gian 2018-2019. Việc này sẽ giảm khả năng giải ngân của ngân hàng cho các chủ đầu tư và phát triển các dự án BĐS. Tỷ lệ này tại các ngân hàng Việt Nam thực chất đã và đang dưới mức 40% cộng thêm việc áp dụng quy định mới sẽ kiềm hãm tốc độ giải ngân vào BĐS chậm hơn so với vài năm trở lại đây.

Theo báo cáo gần nhất từ Hội đồng Tư vấn Tài chính, Tiền tệ Quốc gia, tỷ trọng dư nợ cho vay BĐS và xây dựng tại Việt Nam giảm dần từ 17,1% cuối năm 2016 xuống còn 15,5% trong T11/2017 trong đó tín dụng BĐS chiếm 5,8%. Theo số liệu từ Ngân hàng Nhà nước, tăng trưởng tín dụng BĐS giảm từ ~15% trong 2015 xuống 11,0% trong 2016 và chỉ còn ở mức 5,0% trong 9T2017. Như vậy, việc này đang cho thấy quy định mới phần nào đã phát huy tác dụng.

Giảm tỷ suất cho thuê căn trở tăng trưởng ở phân khúc cao cấp. Phân khúc cao cấp cho thấy dấu hiệu áp lực việc giảm giá bán và khối lượng giao dịch từ đầu 2016 và được đoán trước bởi hầu hết đơn vị môi giới BĐS và các tổ chức tư vấn như CBRE, Savills, và JLL. Tại Hà Nội và TP.HCM, nhu cầu cho các sản phẩm trung đến cao cấp thường thay đổi rất lớn theo việc gia tăng hình thức mua và cho thuê lại BĐS. Tuy nhiên, giá bán giảm và nguồn cung dồi dào đã tác động mạnh lên tỷ suất cho thuê BĐS trong những năm gần đây. Mức độ cạnh tranh ngày càng tăng trong việc cho thuê căn hộ cao cấp có thể được nhìn thấy qua tỷ lệ 60-70% tồn kho các sản phẩm này đang tham gia thị trường cho thuê BĐS cao hơn hẳn mức 40% trong 2016 và 20% trong 2015. Theo CBRE, mức giá cho thuê trung bình trong T12/2017 đã thấp hơn 5-10% so với con số ghi nhận từ đầu năm. Tỷ suất cho thuê căn hộ cao cấp chạm ngưỡng 6-7% trong 2016, đi ngang trong 2017 ở mức 6%, và được dự đoán giảm trong 2018.

Xu hướng chuyển dịch và hướng tới phân khúc trung cấp

Một số như sau lý giải việc các chủ đầu tư đang tập trung vào phân khúc trung cấp:

- **Nhu cầu mạnh mẽ cho sản phẩm trung cấp từ bùng nổ tầng lớp trung lưu trẻ.** Gần 58.000 cặp đôi tại Tp.HCM và 42.000 tại Hà Nội kết hôn mỗi năm cộng thêm xu hướng tạo lập cuộc sống riêng tư tách biệt ra khỏi hệ gia đình truyền thống nhiều thế hệ.
- **Phát triển hạ tầng đang giúp đẩy mạnh phát triển các dự án trung cấp.** Hiện đang có gần 11.500 ha đất đô thị xin giấy phép xây dựng nhà ở mỗi năm trên toàn quốc làm cho nguồn cung đất sạch ngày càng khan hiếm và làm tăng giá bán BĐS. Việc phát triển hạ tầng bao gồm các tuyến Metro, nâng hạng đô thị, và tái đầu tư cho phép các chủ đầu tư BĐS hướng tới các khu vực lân cận nơi có giá đất thấp hơn và quỹ đất còn tương đối dồi dào. Điều này có thể giúp doanh nghiệp đưa ra giá bán cạnh tranh hơn mà không gây áp lực lên biên LN.
- **Sản phẩm trung cấp đang có mức sinh lời hấp dẫn hơn cả phân khúc bình dân.** Thông thường, các chủ đầu tư có thể đạt biên LNST rất tốt gần 25-30% từ các sản phẩm căn hộ trung cấp so với 12-18% đối với căn hộ bình dân vừa túi tiền. Mặc khác, biên LNST từ bán căn hộ và nhà ở xã hội được giới hạn tối đa 10% làm cho phân khúc này kém hấp dẫn đối với nhà đầu tư khi không có các chính sách trợ giá khác.

Mặc cho giá bán căn hộ thấp và trung cấp đã tăng 17,5% and 14,6% mỗi năm trong 3 năm trở lại (Savills), giá nhà ở vẫn đang ở mức hợp

lý và khá phù hợp ở mức 4,4 lần thu nhập trung bình hàng năm và thấp hơn 30% so với mức trung bình 5,7x ở một số đô thị lớn trong khu vực (Global Property Guide). Chúng tôi tin rằng mặc dù giá bán BĐS có thể đã tăng 30% trong 3 năm qua, nhưng tỷ lệ giá nhà ở trên thu nhập hộ gia đình vẫn sẽ ổn định bởi các khu đô thị lớn đang có mức tăng trưởng thu nhập bình quân 10% /năm.

Hình 96: Khả năng mua căn hộ trung cấp

USD			
Thu nhập trung bình mỗi hộ (USD/năm)	24.000		
<i>Lương tháng (x2 người)</i>	2000		
<i>Số tháng lương/năm</i>	12		
Giá bán trung bình USD/m ²	1.500		
Diện tích căn hộ (m ²)	70		
Giá bán căn hộ (USD/căn)	105.000		
Giá căn hộ/thu nhập năm	4,38		
Tỷ lệ vay	70%		
Số tháng vay	120,0		
Lãi suất	8%	10%	12%
Thanh toán vay hàng tháng (USD)	892	971	1.055
- Trả lãi vay	490	613	735
- Trả gốc	402	359	320
Tỷ lệ thanh toán trên lương tháng	45%	49%	53%

Nguồn: VNDIRECT

Chú thích: GSO ước tính thu nhập trung bình của trên 20% hộ dân tại Hà Nội và Tp.HCM vượt 2.000 USD/tháng

Hình 97: Khả năng mua căn hộ bình dân

USD			
Thu nhập trung bình mỗi hộ (USD/năm)	17.280		
<i>Lương tháng (x2 người)</i>	1.440		
<i>Số tháng lương/năm</i>	12		
Giá bán trung bình USD/m ²	1.000		
Diện tích căn hộ (m ²)	55		
Giá bán căn hộ (USD/căn)	55.000		
Giá căn hộ/thu nhập năm	3,18		
Tỷ lệ vay	70%		
Số tháng vay	120,0		
Lãi suất	8%	10%	12%
Thanh toán vay hàng tháng (USD)	467	509	552
- Trả lãi vay	257	321	385
- Trả gốc	210	188	167
Tỷ lệ thanh toán trên lương tháng	32%	35%	38%

Nguồn: VNDIRECT

Chú Thích: Dự trên mức thấp của thu nhập tháng tầng lớp trung theo phân loại của Boston Consulting Group (720 USD/month)

Làn sóng mới trong phát triển các khu đô thị khép kín

Nhìn từ các quốc gia khác trong khu vực Châu Á, các chủ đầu tư lớn đang dần chuyển hướng và ưu tiên phát triển các dự án đô thị khép kín mang tính cộng đồng và đầy đủ tất cả tiện và đa dạng về chủng loại sản phẩm cho khách hàng. Tiêu biểu như dự án Vạn Phúc city (HCM) đang được phát triển bởi Tập đoàn Vạn Phúc với tổng mức đầu tư lên đến 2 tỷ USD trên diện tích 198 ha. Dự án sẽ bao gồm công viên, bệnh viện, trường học, khu thương mại và bến du thuyền. Một dự án khác là Lanmark được phát triển bởi Vingroup (VIC). VIC đang nắm lượng quỹ đất lớn ở các vùng ven trong bán kính 10 Km từ trung tâm các thành phố lớn. Giá trị đất tại các khu vực này đang rất hấp dẫn và các khu đất này sẽ mang tính cộng đồng và biệt lập hoàn toàn giúp xoá đi sự phụ thuộc vào khu vực nội đô có khoảng cách di chuyển xa và bất tiện. Vincity sẽ được khởi công tại khu vực HCM, Hà Nội, Thanh Hoá hoặc Hà Tĩnh với tổng diện tích sàn được chúng tôi nhận định lên đến 1 triệu m² gồm 10.000 sản phẩm được chào bán.

Tăng khối lượng giao dịch BĐS gắn liền với đất

Việc ưa chuộng BĐS gắn với đất (đất nền, nhà liền kề, nhà phố thương mại, và biệt thự...) đã tồn tại trong tâm thức nhiều thế hệ người Việt tương tự như một số nước Châu Á khác như Trung Quốc. Các loại tài sản này được xem là công cụ lưu giữ giá trị qua thời gian mà thường thấy nhất qua các hoạt động buôn bán đất nền chưa xây dựng. Nhiều nhà phát triển BĐS đang gấp rút tiến hành các dự án gắn liền với đất tại vị trí trọng điểm của các thành phố lớn. Tại Tp.HCM, nguồn cung nhà biệt thự/nhà phố thương mại sẽ tiếp tục được bổ sung thêm 12.600 căn trong 2 năm tới, chiếm gần ¼ tổng khối lượng giao dịch

9T2017 (theo báo cáo thị trường Q3/2017 của Savills) nhưng có thể chưa là đủ so với nhu cầu ước tính.

Hoạt động phát triển dự án tiếp tục lan rộng ra khu vực ngoại ô

Khu vực thành thị sẽ được mở rộng đánh kể. Dân số tại khu vực thành thị có mức tăng trưởng kép 3,5%/năm từ 2000, mức cao nhất trong khu vực, và đang chiếm một phần ba tổng dân số Việt Nam. Theo Ngân hàng Thế giới, khoảng 3 triệu người Việt sẽ chuyển vào sống tại khu vực thành thị trong 3 năm tới. Chúng tin tưởng việc phát triển các khu vực ngoại ô là cấp thiết dựa trên các nguyên nhân sau:

- Tái định cư khu vực nội đô để mở rộng khu vực kinh tế, thương mại
- Khan hiếm quỹ đất ở các quận trung tâm kinh tế và tài chính do nhu cầu lớn cho sản phẩm BĐS thương mại.
- Gia tăng tình trạng tắc nghẽn giao thông trong nội thành đang là nguyên nhân cho các chính sách tiết giảm dân cư. Hai thành phố lớn nhất nước đang siết chặt việc cấp phép dự án mới trong nội thành và ưu tiên phát triển khu vực ngoại ô.
- Nâng cấp hạ tầng khu ngoại ô giúp kết nối tốt hơn với khu vực trung tâm
- Phát triển đầy đủ các dịch vụ tiện ích giảm thiểu nhu cầu di chuyển vào trung tâm cho các nhu cầu sinh hoạt cơ bản.

Rủi ro tăng lãi suất vay mua nhà chưa đáng lo trong ngắn hạn

Mặt bằng giá BĐS hiện tại đã tăng 80% so với 2008, nhưng chúng tôi cho rằng việc tăng mạnh giá bán chủ yếu bắt nguồn từ sự cải thiện mạnh mẽ của hệ thống hạ tầng và yếu tố lạm phát trong chi phí xây dựng BĐS. Chúng tôi tin rằng giá BĐS khó có thể giảm 40-50% như lần điều chỉnh mạnh gần nhất. Việc tăng lãi suất cũng như chu kỳ tín dụng trở nên đáng ngại hơn trong xu thế lạm phát tiếp tục đi lên trong tương lai.

Theo chúng tôi ước tính, lãi suất phải tăng ít nhất 15% mới thực sự ảnh hưởng đáng kể đến tâm lý mua nhà của khách hàng. Tuy nhiên, hiệu ứng tâm lý trên cũng có thể được kích hoạt sớm hơn ngay cả trước khi lãi suất chưa chạm ngưỡng nhưng có tốc độ tăng mạnh và làm giảm tốc thị trường sớm hơn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng lãi suất khó có thể tăng đột ngột với biên độ mạnh trong 2 năm tới nên rủi ro trên chỉ nên cân nhắc cho trung và dài hạn.

Triển vọng thị trường BĐS 2018: Ổn định

Chúng tôi cho rằng khối lượng giao dịch BĐS sẽ tiếp tục giữ ở mức cao trong 2018-2019 nhờ vào lực cầu tốt và sự dịch chuyển nguồn cung sang phân khúc căn hộ trung cấp và bình dân. Xét riêng về nguồn cung, việc nới lỏng chính sách sở hữu BĐS đối với người nước ngoài đang cải thiện môi trường và tâm lý đầu tư nhằm thu hút nguồn lực FDI tham gia mạnh vào thị trường nhà ở nhất là các dự án căn hộ chung cư. Về nhu cầu, tăng trưởng kinh tế khả quan giúp cải thiện thu nhập cũng như hỗ trợ khả năng mua nhà và tỷ lệ thấp thụ của thị trường.

Ngày càng nhiều chủ đầu tư hướng tới mô hình căn hộ trung cấp từ nhu cầu thực của người mua nhà. Người mua, do vậy, cũng đặt nặng hơn yêu cầu về chất lượng thi công, tiện ích, cơ sở vật chất, và tính mỹ quan của căn hộ khi lựa chọn sản phẩm. Các chủ đầu tư và phát triển dự án vì thế sẽ phải chạy đua để bắt kịp đòi hỏi từ khách hàng và tạo ảnh hưởng tích cực lên chất lượng sản phẩm chung của toàn thị trường.

LỰA CHỌN CỔ PHIẾU: NLG VÀ VIC

Chúng tôi ưu thích các chủ đầu tư và phát triển dự án BĐS có danh mục dự án chú trọng vào phân khúc trung cấp đến bình dân và phân khúc BĐS gắn liền với đất như VIC và NLG

VIC đang có lịch sử phát triển dự án tốt và sở hữu quỹ đất khổng lồ cho các dự án tương lai. Tập đoàn cũng đang có xu hướng chuyển dần từ cung cấp các sản phẩm cao cấp sang phân khúc trung cấp. Kinh nghiệm dày dặn trong xây dựng và phát triển các dự án khu phức hợp biệt lập khiến VIC khác biệt và khó để các đối thủ khác theo kịp. Tuy nhiên, VIC có quy mô hoạt động đa ngành nghề khiến việc dự phóng triển vọng của chúng tôi cho các mảng khác ngoài BĐS là không khả thi.

NLG đang là một trong những chủ đầu tư thành công nhất các công ty BĐS niêm yết thiên về phát triển các dự án nhà ở vừa túi tiền. Công ty đang nâng dần sản phẩm của mình lên phân khúc trung cấp có khả năng sinh lời cao hơn và nhu cầu rộng lớn sẽ giúp cải thiện rất nhiều biên LN trong thời gian tới. Tuy nhiên, NLG có thể gặp trở ngại trong xây dựng thương hiệu phân khúc trung cấp khi đã quá quen thuộc với khách hàng ở phân khúc bình dân mặc dù đang cố gắng khai thác và quảng bá sự khác biệt trong sản phẩm của mình qua sự hỗ trợ từ đối tác thương hiệu Nhật. Chúng tôi đưa ra quan điểm đầu tư dài hạn đối với NLG do thị giá đã gần mức hợp lý. Trong ngắn hạn, NLG đang có quỹ đất khá hạn chế nhưng sẽ được bổ sung thêm 33 ha đất tại HCM trong 2018 cho phép công ty xây dựng kế hoạch phát triển dự án trong 3-4 năm sau đó.

CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (NLG)

Giá thị trường VND31.000	Giá mục tiêu VND35.900	Tỷ suất cổ tức 1,70%	Khuyến nghị NĂM GIỮ	Ngành BẤT ĐỘNG SẢN
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	-------------------------------	------------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

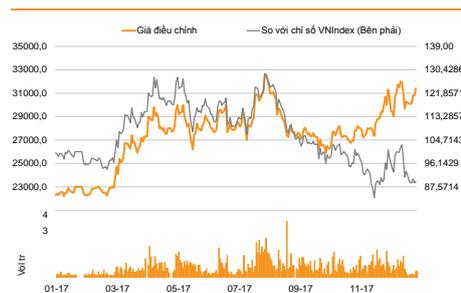


Nguyễn Ngọc Quyết

quyet.nguyennngoc@vndirect.com.vn

Chúng tôi vẫn lạc quan đối với NLG với kế hoạch bán giao tích cực giúp đảm bảo tăng trưởng. Do vậy, chúng tôi đánh giá NLG ở mức RNAV là 31.850 VND/cp từ tiến độ bán hàng và dòng tiền thu được từ các dự án khá tương đồng với dự phóng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị Năm giữ do thị giá đã gần giá trị hợp lý. Dự phóng của chúng tôi cũng chưa ghi nhận giá trị từ các dự án tiềm năng khác (Areco - 1 ha, Cần Thơ city – 43 ha, khu đất 33 ha phía Đông Tp.HCM, và Water Point) khi các dự án này có thể tạo điểm nhấn đầu tư tốt trong dài hạn.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

- Chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu 38,6% và LNST cổ đông công ty mẹ là 58,2% cho năm 2017 chủ yếu từ khoản thu bán đất.
- Dự án Hoàng Nam dự tính sẽ mang lại 500 tỷVND doanh thu và 150 tỷVND LNST cho NLG sau khi đánh giá lại và chuyển nhượng trong 2018.

Việc mở rộng quỹ đất là tiêu điểm đầu tư trong 2018. NLG đưa ra kế hoạch mua thêm hai lô đất với tổng diện tích 33 ha tọa lạc tại phía Đông Tp.HCM. Để thực hiện việc mua đất, NLG đang lấy ý kiến từ cổ đông để phát hành thêm 31,4 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 5:1 trong thời gian từ Q4/2017 đến Q1/2018.

Lợi nhuận 2018 vẫn tăng trưởng trên cơ sở đánh giá thận trọng trong chuyển nhượng dự án Hoàng Nam. Chúng tôi ước tính khối lượng hợp đồng bán ra sẽ đạt 2.936 đơn vị trong 2018 (-25% YoY) với tổng giá trị là 5.132 tỷVND (+29,8% YoY). Tổng doanh thu, do vậy, ước đạt 4.444 tỷVND (+26.5% YoY) và LNST cổ đông công ty mẹ ước đạt 570 tỷVND (+4,5% YoY) tương đương EPS là 3.369 VND.

Áp dụng IFRS cho kế hoạch niêm yết tại nước ngoài. Ban lãnh đạo đã chia sẻ kế hoạch niêm yết công ty trên sàn chứng khoán Singapore là lý do công ty thực hiện và phát hành BCTC theo cả hai chuẩn mực IFRS và VAS từ 2018. Như vậy, giá trị hàng tồn kho sẽ được phản ánh đúng theo thị giá theo yêu cầu của IFRS và nhà đầu tư sẽ có thêm cơ sở để đánh giá giá trị tiềm thực của công ty một cách đáng tin cậy hơn.

Dù thị giá cổ phiếu đã gần mức hợp lý, chúng tôi vẫn lạc quan vào triển vọng dài hạn từ hoạt động bán hàng tích cực và việc mở rộng quỹ đất thêm 30 ha trong 2018 cho phép công ty lên kế hoạch cho các dự án mới trong tương lai.

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	32.600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19.400
KLGDBQ 3 tháng (cp)	846.759
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	23.708
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.874
SL CP đang lưu hành (tr)	157
Free float (%)	36
P/E 12T	9,0
P/B	1,3

Cơ cấu sở hữu

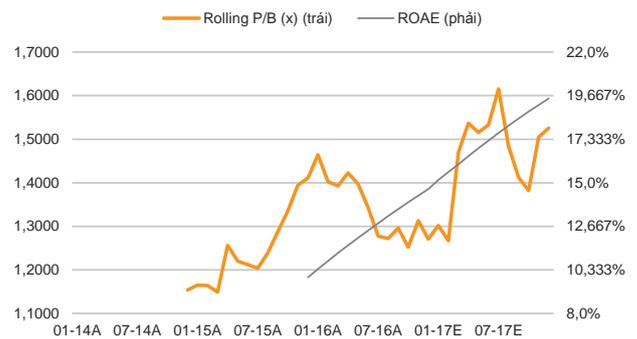
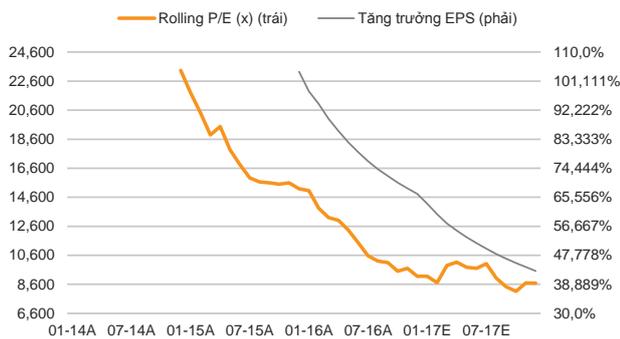
Cổ đông sáng lập	36,8%
Tan Hiep Investment Ltd. Co.	9,3%
PYN Elite Fund	6,8%
GOLDMAN SACHS	6,1%
Keppel Land	5,0%
Khác	35,0%

Nguồn: VNDIRECT

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.259	2.534	3.512	4.444
Tăng trưởng DT thuần	45,2%	101,3%	38,6%	26,5%
Biên lợi nhuận gộp	33,2%	32,5%	37,7%	31,8%
Biên EBITDA	22,2%	18,8%	26,7%	20,8%
LN ròng (tỷ)	206	345	545	570
Tăng trưởng LN ròng	115,6%	67,3%	58,2%	4,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	101,0%	63,2%	(13,3%)	46,1%
EPS cơ bản	1.455	2.425	3.468	3.623
EPS điều chỉnh	1.362	2.265	3.225	3.369
BVPS	15.667	17.477	19.728	22.851
ROAE	9,9%	14,7%	19,5%	17,0%

Nguồn: VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần	2.534	3.512	4.444
Giá vốn hàng bán	(1.711)	(2.187)	(3.030)
Chi phí quản lý DN	(154)	(180)	(184)
Chi phí bán hàng	(189)	(248)	(373)
LN hoạt động thuần	480	897	858
EBITDA thuần	494	903	864
Chi phí khấu hao	(14)	(6)	(7)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	480	897	858
Thu nhập lãi	26	83	96
Chi phí tài chính	(29)	(24)	(18)
Thu nhập ròng khác	7	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	484	956	935
Thuế	(97)	(191)	(171)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(42)	(220)	(195)
LN ròng	345	545	570
Thu nhập trên vốn	345	545	570
Cổ tức phổ thông	(97)	(78)	(79)
LN giữ lại	248	467	491

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tiền và tương đương tiền	932	701	654
Đầu tư ngắn hạn	39	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.220	1.543	1.725
Hàng tồn kho	3.698	3.845	3.948
Các tài sản ngắn hạn khác	64	88	109
Tổng tài sản ngắn hạn	5.953	6.177	6.436
Tài sản cố định	55	67	71
Tổng đầu tư	31	615	965
Tài sản dài hạn khác	170	31	51
Tổng tài sản	6.209	6.889	7.523
Vay & nợ ngắn hạn	354	292	222
Phải trả người bán	199	66	108
Nợ ngắn hạn khác	1.626	1.755	1.905
Tổng nợ ngắn hạn	2.179	2.113	2.234
Vay & nợ dài hạn	813	671	510
Các khoản phải trả khác	69	120	107
Vốn điều lệ và	1.421	1.572	1.572
LN giữ lại	578	1.045	1.536
Vốn chủ sở hữu	2.484	3.102	3.593
Lợi ích cổ đông thiểu số	664	883	1.078
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.209	6.889	7.523

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-16A	12-17E	12-18E
LN trước thuế	484	956	935
Khấu hao	14	6	7
Thuế đã nộp	(81)	(191)	(171)
Các khoản điều chỉnh khác	(22)	15	0
Thay đổi VLD	(689)	(498)	(115)
LC tiền thuần HĐKD	(294)	288	656
Đầu tư TSCĐ	(8)	(9)	(7)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	36	1	1
Các khoản khác	(73)	(521)	(331)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(45)	(529)	(337)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	345	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	41	0	0
Tiền vay ròng nhận được	526	(203)	(231)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(97)	(78)	(79)
LC tiền thuần HĐTC	815	(281)	(309)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	423	932	701
LC tiền thuần trong năm	475	(522)	9
Tiền & tương đương tiền cuối kì	899	410	710

Các chỉ số cơ bản

	12-16A	12-17E	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	13,6%	15,5%	12,8%
Vòng quay TS	0,45	0,54	0,62
ROAA	6,1%	8,3%	7,9%
Đòn bẩy tài chính	2,39	2,34	2,15
ROAE	14,7%	19,5%	17,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	176	160	142
Số ngày nắm giữ HTK	791	642	476
Số ngày phải trả tiền bán	42,7	11,1	13,0
Vòng quay TSCĐ	48,0	57,6	64,5
ROIC	8,0%	11,0%	10,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,73	2,92	2,88
Khả năng thanh toán nhanh	1,03	1,10	1,11
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,45	0,33	0,29
Vòng quay tiền	925	791	604
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	101,3%	38,6%	26,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	231,7%	87,0%	(4,4%)
Tăng trưởng LN ròng	67,3%	58,2%	4,5%
Tăng trưởng EPS	66,6%	43,0%	4,5%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	2.425	3.468	3.623
BVPS (VND)	17.477	19.728	22.851

Nguồn: VNDIRECT

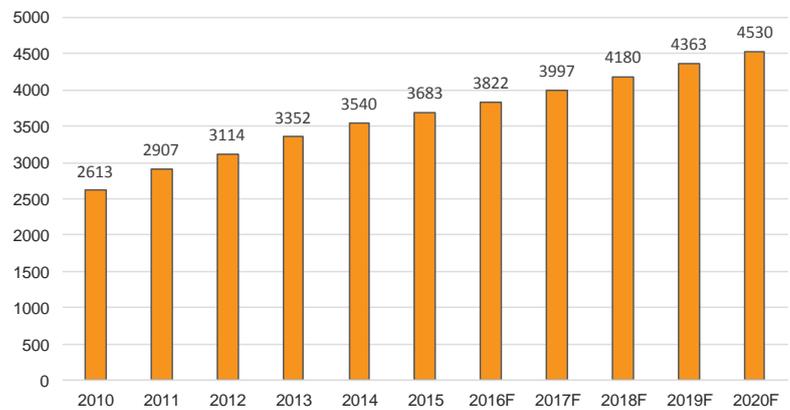
TIÊU DÙNG: NHU CẦU GIA TĂNG NHƯNG YÊU CẦU CHỌN LỌC HƠN

Nhu cầu tiêu thụ bùng nổ do sự nổi lên của tầng lớp trung lưu và tăng trưởng thu nhập ròng

Thu nhập ròng hộ gia đình tăng trưởng ổn định là động lực chính thúc đẩy tiêu dùng

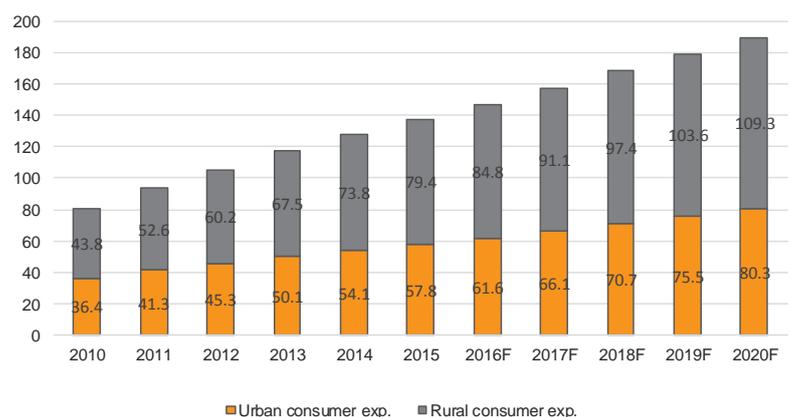
Tiêu dùng Việt Nam bùng nổ trong thời gian gần đây chủ yếu do thu nhập hộ gia đình tăng trưởng trong bối cảnh nền kinh tế vận động ổn định. Trong giai đoạn 2010-2016, thu nhập trung bình của mỗi hộ gia đình tăng 7,9%, từ 2.613 USD lên mức 3.822 USD / hộ, trực tiếp kích thích chi tiêu cho hàng hoá và dịch vụ. Theo Báo cáo của Euromonitor, tổng giá trị chi tiêu của người tiêu dùng Việt Nam tăng trưởng trung bình 12,8% mỗi năm trong giai đoạn 2010-2016, từ gần 80 tỷ USD trong năm 2010 lên 146 tỷ USD vào năm 2016.

Hình 98: Thu nhập bình quân của một hộ gia đình (USD)



Nguồn: Euromonitor

Hình 99: Chi tiêu người tiêu dùng Việt Nam (Tỷ USD)



Nguồn: Euromonitor

Cũng theo ước tính của Euromonitor, mức thu nhập ròng của mỗi hộ gia đình Việt Nam sẽ đạt 4.530 USD vào năm 2020, theo đó tầng lớp trung lưu sẽ mở rộng từ 12 triệu người năm 2014 lên 33 triệu người. Theo Boston Consulting Group (BCG), Việt Nam có sự gia tăng tầng lớp trung lưu nhanh nhất trong số các nền kinh tế của ASEAN và quy mô tầng lớp trung lưu của Việt Nam sẽ tương đương khoảng 2/3 so

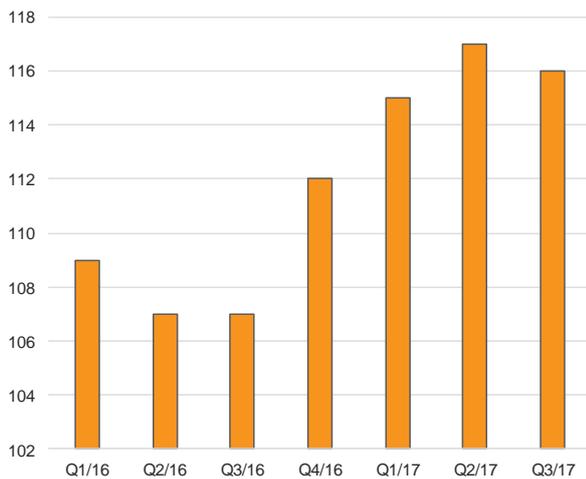
với Thái Lan vào năm 2020. Tầng lớp trung lưu mở rộng cùng với tăng thu nhập ròng mỗi hộ gia đình là cơ sở để tiêu dùng tăng trưởng 6,7% mỗi năm trong giai đoạn 2016-2020.

Người tiêu dùng lạc quan, tiết kiệm ít được ưu tiên hơn.

Chỉ tiêu cho tiêu dùng tăng mạnh còn nhờ sự đóng góp tích cực của yếu tố niềm tin người tiêu dùng. Triển vọng kinh tế ổn định cùng với tỷ lệ thất nghiệp giảm đã làm cho người tiêu dùng lạc quan về thu nhập trong tương lai. Tỷ lệ thất nghiệp trung bình trong độ tuổi lao động chỉ khoảng 2,3% vào năm 2016, trong đó 3,2% ở thành thị và 1,9% ở nông thôn.

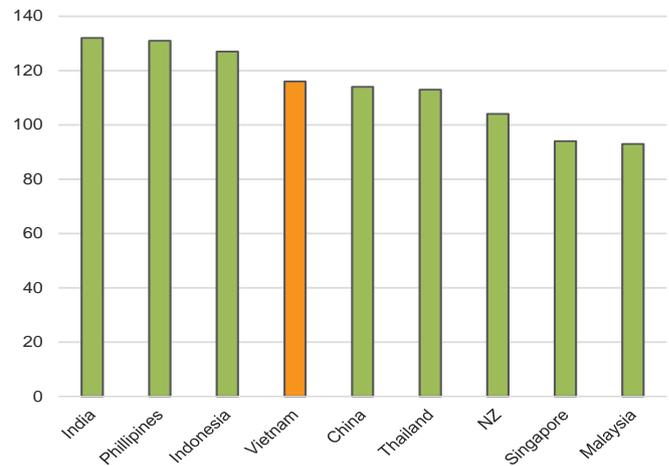
Chỉ số niềm tin người tiêu dùng tiếp tục được cải thiện trong năm 2017, giúp Việt Nam trở thành một trong những quốc gia lạc quan nhất thế giới với số điểm 117 trong quý 2/2017 (tăng 5 điểm từ Q4/2016). Đây là con số cao nhất trong vòng 5 năm qua, theo Báo cáo Q2/2017 của Nielsen.

Hình 100: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam



Nguồn: Nielsen

Hình 101: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng khu vực Châu Á Thái Bình Dương



Nguồn: Nielsen Q3/2017

Báo cáo này cũng cho thấy người tiêu dùng Việt Nam không còn là những người tiết kiệm nhất thế giới nữa. Nghiên cứu chỉ ra rằng chỉ có 63% người Việt Nam ưu tiên gửi tài khoản tiết kiệm (so với 76% vào năm 2016), thấp hơn cả Thái Lan (69%), Singapore và Indonesia (66%). Người tiêu dùng Việt Nam đang bắt đầu hưởng thụ nhiều hơn khi trang trải các chi phí sinh hoạt thiết yếu. Theo khảo sát, khoảng 1/3 người tiêu dùng Việt Nam sẵn sàng chi tiêu vào các khoản không thiết yếu như các kỳ nghỉ lễ (38%), quần áo mới (36%), sản phẩm công nghệ mới (31%); sửa chữa nhà cửa (30%), và giải trí bên ngoài (29%).

Tuy nhiên nhu cầu gia tăng song cơ hội không chia đều cho tất cả

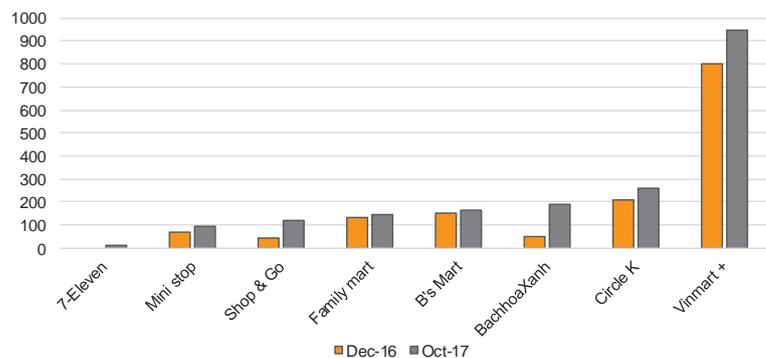
Áp lực cạnh tranh khi các đối thủ nước ngoài gia nhập thị trường và người tiêu dùng bắt đầu ưa thích các thương hiệu cao cấp.

Gần đây, thị trường tiêu dùng Việt Nam đã thu hút sự chú ý của rất nhiều thương hiệu và nhà bán lẻ hàng đầu của khu vực và nước ngoài. Với lợi thế về lực nguồn, các doanh nghiệp nước ngoài đang mạnh tay chi tiền cho các hoạt động quảng cáo nhằm chiếm lĩnh thị trường tiêu dùng nội địa bất chấp lợi nhuận có thể sẽ ở mức thấp. Sau khi Circle K và Shop & Go, 2 nhà bán lẻ tên tuổi của Châu Á, vào Việt

Nam cách đây vài năm, thương hiệu khổng lồ 7-Eleven cũng tham gia cuộc chơi với việc mở 9 cửa hàng trong năm 2017, đánh dấu bước đầu tiên trong kế hoạch mở 1000 cửa hàng trên toàn quốc. Các tên tuổi nổi tiếng khác như Aeon (Nhật Bản), Central Group (Thailand) và Lotte (Hàn Quốc) cũng tăng cường mở rộng hoạt động tại đây sau khi gia nhập thị trường vài năm trước.

Do ý thức về sức khỏe ngày càng tăng, như đã đề cập ở trên, người tiêu dùng Việt Nam ngày càng ưa thích các sản phẩm ngoại nhập, đặc biệt trong mảng thực phẩm và đồ uống. Đơn cử như, các thương hiệu nước ngoài chiếm 75% doanh thu sữa công thức, theo báo cáo của Euromonitor. Thị trường bia cũng đang nóng lên, với sự cạnh tranh giữa các tên tuổi lâu đời như Sabeco, Habeco và Heniken NV, cũng như thương hiệu ngoại mới gia nhập như Sapporo và AB InBev. Sự cạnh tranh khốc liệt đã thúc đẩy một cuộc chạy đua mạnh mẽ trong quảng cáo, khuyến khích và cải tiến sản phẩm, nhiều khả năng sẽ thu hẹp biên lợi nhuận trong vài năm tới. Những doanh nghiệp chậm đổi mới sản phẩm và chậm nắm bắt xu hướng thay đổi trong hành vi người tiêu dùng sẽ khó có thể tồn tại lâu dài.

Hình 102: Số lượng các cửa hàng tiện lợi theo hệ thống bán lẻ



Nguồn: EIU, VNDIRECT Research

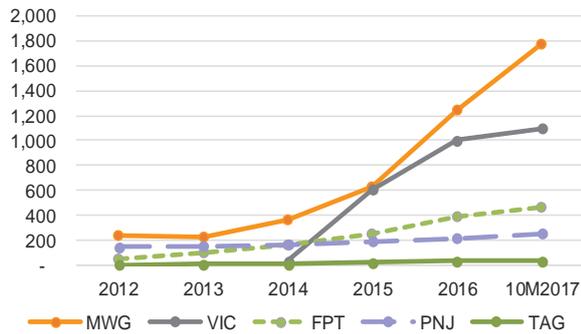
Ngành tiêu dùng năm 2017: Bức tranh lợi nhuận không đồng nhất

Theo Tổng cục Thống kê (GSO), trong 11 tháng đầu năm 2017, doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ của Việt Nam đạt xấp xỉ 3.600 tỷ đồng, (~ 105,5 tỷ USD) tăng 10,7% so với cùng kỳ năm trước. Riêng doanh thu bán lẻ đạt 2.698 tỷ đồng (~ 117,3 tỷ đô la Mỹ), chiếm 74,9% tổng doanh thu, tăng 10,8% so với cùng kỳ năm trước. Chi tiêu tiêu dùng tăng trưởng ổn định nhờ lạm phát ổn định cùng với niềm tin của người tiêu dùng ở mức cao kỷ lục.

Ngành bán lẻ: mở rộng mạng lưới là động lực thúc đẩy tăng trưởng.

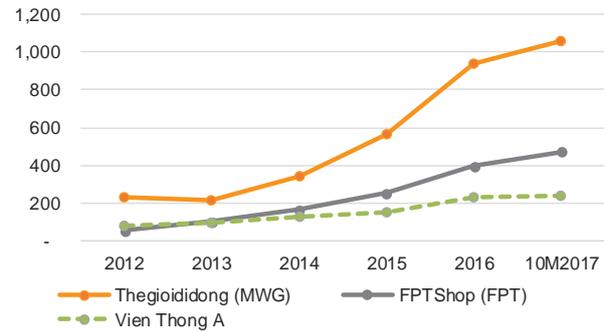
Hầu hết các công ty bán lẻ đang niêm yết đều ghi nhận kết quả khả quan trong 9 tháng đầu năm 2017, ngoại trừ Trần Anh (TAG). Doanh thu của các công ty khác như FPT Retail, MWG và PNJ tăng mạnh chủ yếu do mở rộng mạng lưới bán lẻ. Cùng với biên lợi nhuận có sự cải thiện nhẹ, lợi nhuận nhóm bán lẻ tăng trưởng ấn tượng trong năm 2017.

Hình 103: Số lượng cửa hàng bán lẻ của các công ty bán lẻ đang niêm yết



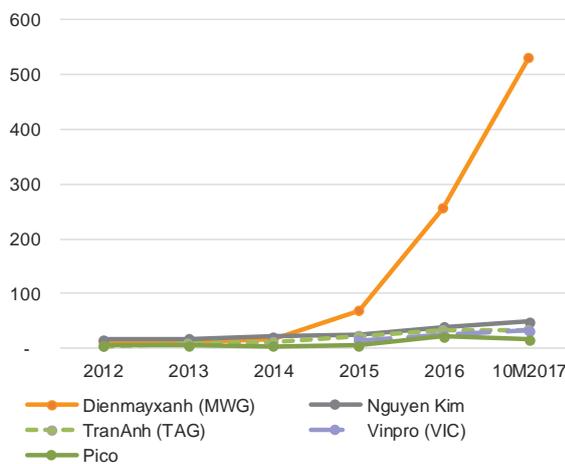
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 104: Số lượng cửa hàng điện thoại của các công ty bán lẻ đang niêm yết



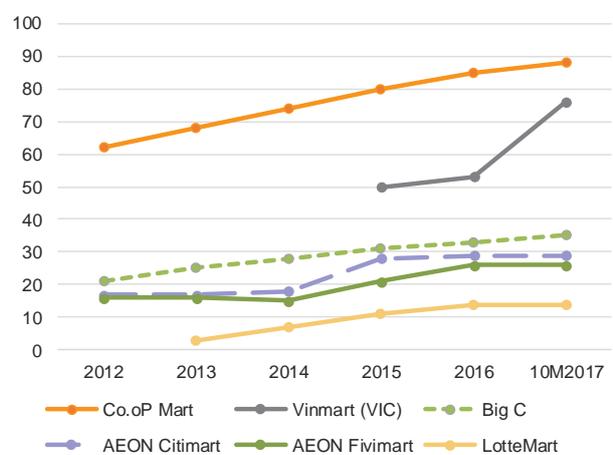
Nguồn: EIU, VNDIRECT Research

Hình 105: Số lượng cửa hàng điện máy theo thương hiệu



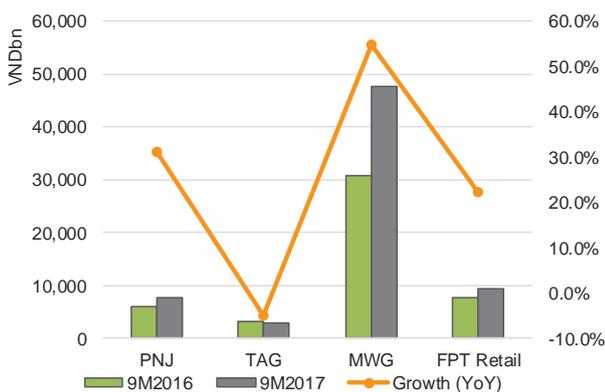
Nguồn: EIU, VNDIRECT Research

Hình 106: Số lượng siêu thị theo thương hiệu



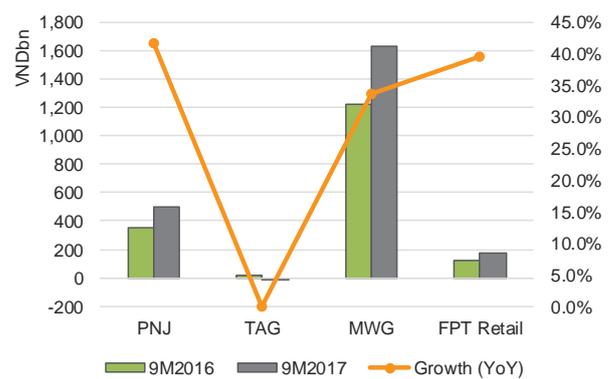
Nguồn: Euromonitor, Companies, VNDIRECT Research

Hình 107: Tăng trưởng doanh thu 9 tháng 2017



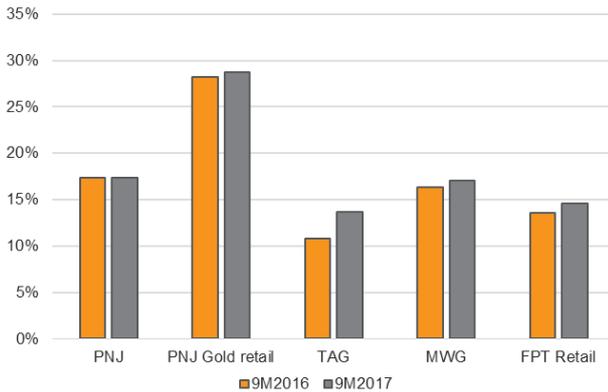
Nguồn: Công ty

Hình 108: Tăng trưởng LN thuần 9 tháng 2017



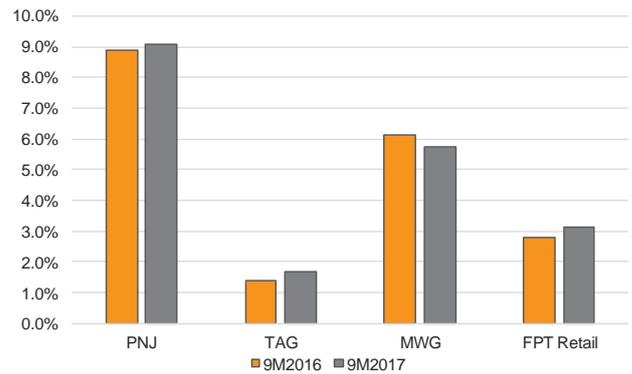
Nguồn: Công ty

Hình 109: Tỷ suất LNG 9 tháng 2017 so với 2016



Nguồn: Công ty

Hình 110: Tỷ suất EBITDA 9 tháng 2017 so với 2016

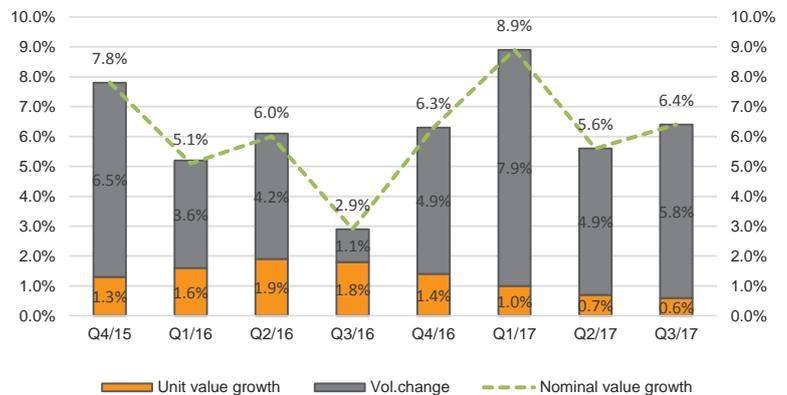


Nguồn: Công ty

Ngành thực phẩm & đồ uống: Doanh số tăng song vẫn chưa thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Theo báo cáo gần đây của Nielsen vào ngày 5 tháng 12 năm 2017, doanh thu ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) toàn quốc tăng 6,5% trong Q3/2017 so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu là do tăng trưởng 5,8% về doanh số.

Hình 111: Tăng trưởng doanh số ngành FMCG toàn quốc theo quý



Nguồn: Nielsen 2Q17

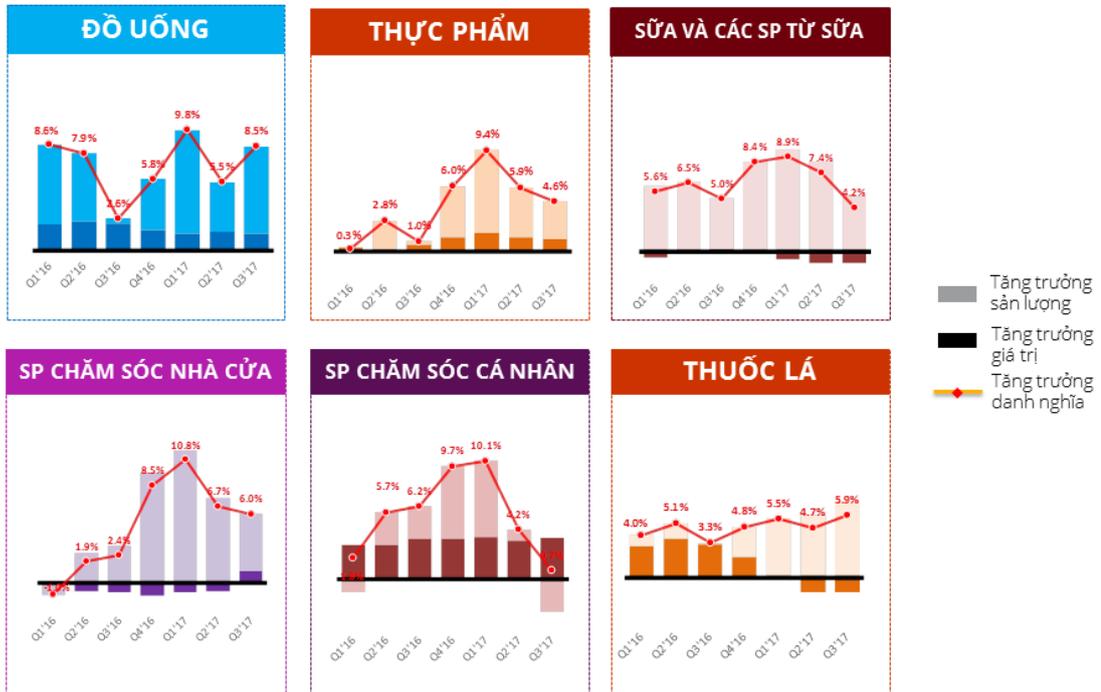
Trong số 6 mặt hàng lớn của ngành FMCG, bia rượu và thuốc lá đã có sự tăng tốc trong quý 3 năm 2017 với mức tăng lần lượt là 8,5% và 5,9% so với cùng kỳ năm trước. Các ngành khác ghi nhận sự giảm tốc kể từ đầu năm nay. Doanh số thực phẩm tăng 4.6% YoY trong Quý 3, thấp hơn mức tăng 5.9% của Quý 2; doanh thu sản phẩm từ sữa trong Quý 3 tăng 4,2% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn mức 7,4% của Q2. Doanh thu từ các sản phẩm chăm sóc gia đình và cá nhân lần lượt tăng 6,0% và 0,7% so với cùng kỳ năm trước. Đồ uống vẫn chiếm một tỷ trọng lớn 42% trong tổng doanh thu FMCG trong quý 3, trong khi đó thực phẩm, thuốc lá và các sản phẩm từ sữa lần lượt chiếm khoảng 16%, 15% và 14%.

Chúng tôi nhận thấy một số mặt hàng có mức tăng trưởng khối lượng cao như sữa và thuốc lá; giá bán đang có xu hướng giảm nhẹ. Điều này một lần nữa khẳng định việc cạnh tranh khốc liệt từ các chiến dịch quảng cáo bán hàng thúc đẩy tăng trưởng khối lượng bán ra song đang làm giá bán có xu hướng giảm.

Hình 112: Thống kê tăng trưởng của các ngành hàng lớn

n

TĂNG TRƯỞNG CỦA NGÀNH HÀNG LỚN TRONG Q3/2017



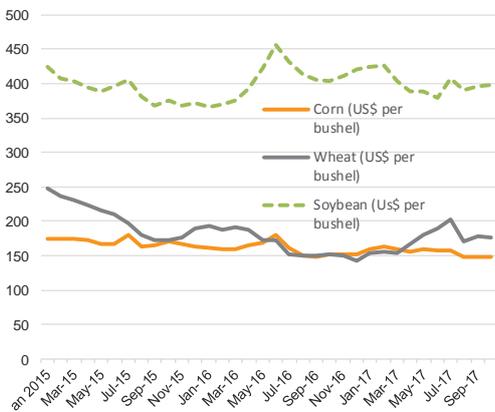
Nguồn: Báo cáo Market Pulse Q3/2017
Copyright © 2017 The Nielsen Company

Nguồn: Nielsen 2Q17

Giá cả một vài mặt hàng nông nghiệp bật tăng trong năm 2017 cũng phần nào ảnh hưởng đến lợi nhuận biên. Giá cả đầu vào một vài mặt hàng nông nghiệp như lúa mì (wheat), thịt bò (beef) và sữa bột nguyên kem (whole milk powder) tăng mạnh trong năm 2017, trong giá trung bình của đậu nành (soybean), ngô (corn) ở mức cao so với các năm trước. Để giảm thiểu tác động của việc tăng giá nguyên vật liệu đầu vào và chống lại sự cạnh tranh ngày càng tăng, các doanh nghiệp ngành FMCG phải đẩy mạnh các chương trình khuyến mại, đa dạng hóa danh mục sản phẩm hoặc thậm chí phải thực hiện các chiến lược giảm hàng tồn kho của hệ thống.

Điều này phần nào phản ánh trong tỷ suất EBITDA 9 tháng đầu năm của top 5 công ty FMCG hàng đầu đang niêm yết. Ngoại trừ VNM, các công ty khác trong top 5 có tỷ suất EBITDA giảm, dẫn đến sự sụt giảm trong tăng trưởng lợi nhuận.

Hình 113: Giá giao ngay ngô, lúa mì và đậu nành



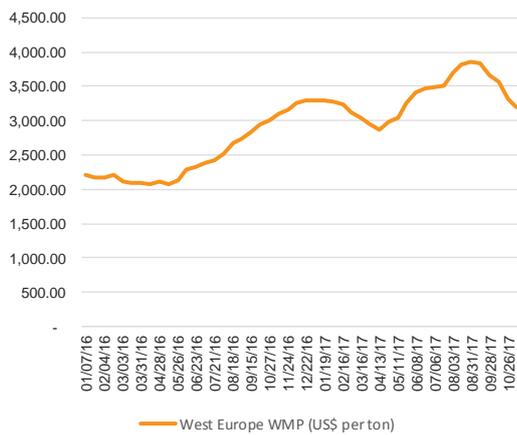
Nguồn: Index Mundi

Hình 114: Giá đường giao ngay (US\$/kg)



Nguồn: Index Mundi

Hình 115: Giá sữa bột nguyên kem (26% bơ)(US\$/tấn)



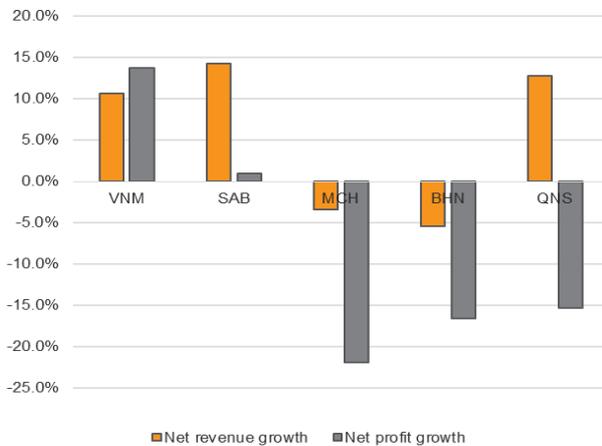
Nguồn: Bloomberg

Hình 116: Giá thịt bò (USD/ pound)



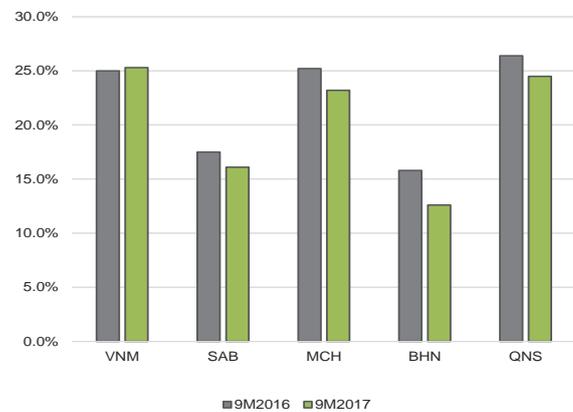
Nguồn: Index Mundi

Hình 117: Tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận 9T2017 của top năm công ty FMCG niêm yết



Nguồn: VNDIRECT

Hình 118: Tỷ suất EBITDA 9T2017 của top năm công ty FMCG niêm yết



Nguồn: VNDIRECT

Vinamilk (VNM: HOSE) công bố doanh thu thuần và lợi nhuận ròng 9 tháng 2017 lần lượt ghi nhận tăng trưởng 10.6% và 13,7% so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty vẫn được duy trì so với năm ngoái mặc dù giá bột sữa nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong năm 2017 do công ty đã tung ra nhiều sản phẩm cao cấp hơn trong giai đoạn cuối năm 2016 đầu năm 2017 (như sản phẩm sữa hữu cơ).

Trong phân khúc bia, sự cạnh tranh giữa các nhà sản xuất bia trong nước và nước ngoài đang trở nên khốc liệt khi cả **Sabeco** (SAB: HOSE) và **Habeco** (BHN: HOSE), hai trong số các nhà sản xuất bia lớn nhất trong nước, ghi nhận sự sụt giảm đáng kể biên lợi nhuận EBITDA trong 9T2017. Doanh thu thuần 9T2017 của SAB tăng 14,2% so với cùng kỳ năm trước trong khi lợi nhuận ròng chỉ tăng khiêm tốn 1,0%. Biên lợi nhuận EBITDA chịu sức ép do biên lợi nhuận gộp giảm (từ 27,6% trong 9M2016 xuống 27,0% trong 9M2017) và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 14% so với cùng kỳ năm trước. BHN cũng công bố doanh thu thuần 9T2017 giảm 5.4% và lợi nhuận ròng giảm 16,6%.

Masan Consumer (MCH: HOSE) đã thực hiện chiến lược giảm hàng tồn kho của hệ thống trong nửa đầu năm 2017, dẫn đến doanh thu các mặt ngành hàng giảm: ngành hàng gia vị (giảm 6.5% YoY); thực phẩm tiện lợi (giảm 6.0% YoY) và đồ uống (giảm 1.7% YoY). Do đó, trong 9 tháng đầu năm 2017, tổng doanh thu thuần giảm nhẹ 3,4% so với cùng kỳ năm trước. Tỷ suất lợi nhuận gộp 9T2017 vẫn ở mức 45,2% (tương đương với mức 45,3% cùng kỳ năm ngoái) trong khi chi phí bán hàng tăng mạnh đến từ giảm hàng tồn kho đã kéo lợi nhuận ròng 9T2017 giảm 23,0% so với cùng kỳ năm trước.

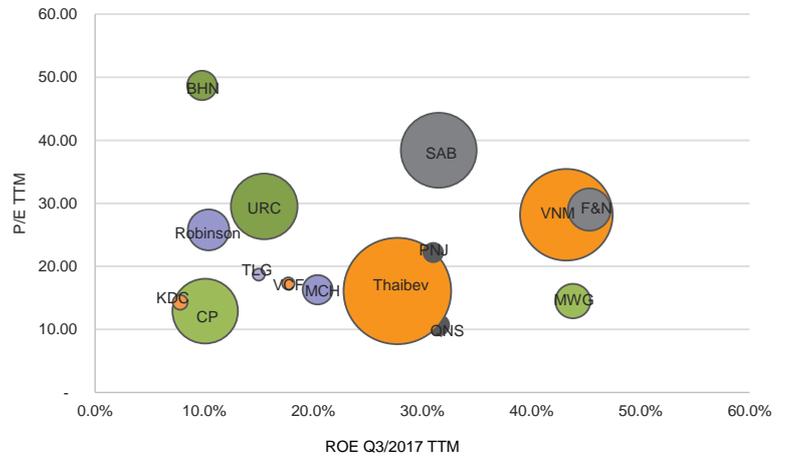
Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCOM) ghi nhận doanh thu 9 tháng đầu năm tăng 12,8%. Nguyên nhân chủ yếu là do doanh thu từ mảng đường tăng mạnh 31,9% YoY nhờ sản lượng đường năm nay cao hơn nhiều so với mức thấp của năm 2016 do hạn hán kéo dài. Trong khi đó, tăng trưởng của mảng sữa đậu nành tương đối chậm với mức 4,1% so với cùng kỳ năm ngoái do sự gia tăng cạnh tranh mạnh mẽ từ các sản phẩm sữa đậu nành nước ngoài mới vào thị trường như Vitasoy, Homesoy. Mặc dù QNS ghi nhận sự cải thiện đáng kể về doanh thu các mảng song sự sụt giảm giá đường trong 9M2017 đã tác động lên biên EBITDA và kéo lợi nhuận giảm xuống mạnh 15,3% so với cùng kỳ năm trước.

LỰA CHỌN CỔ PHIẾU: PNJ

Cần cân nhắc khi lựa chọn các cổ phiếu ngành hàng tiêu dùng

Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư cần cân nhắc khi lựa chọn các cổ phiếu trong ngành tiêu dùng trong năm 2018, vì chúng tôi cho rằng định giá chung của ngành đã tăng lên đáng kể trong thời gian qua và các tên tuổi lớn có vẻ như đã đạt được định giá phù hợp với tầm nhìn trung hạn.

Hình 119: Định giá 10 công ty tiêu dùng lớn nhất của Việt Nam so với các tên tuổi khác trong khu vực.



Ghi chú: chu vi vòng tròn thể hiện giá trị vốn hóa của doanh nghiệp tại thời điểm 22/12/2017

Nguồn: VNDIRECT

Hình 120: So sánh Top 10 công ty ngành tiêu dùng đang niêm yết

Company	Market Cap (mn US\$)	TTM NPAT growth (%)	ROA (%)	ROE (%)	D/E (x)	TTM P/E (x)	P/B (x)
F&B companies							
VNM	12,979	10.2%	33.5%	43.2%	0.0x	28.5x	12.3x
SAB	7,009	1.0%	22.5%	31.5%	0.1x	35.8x	10.8x
MCH	1,660	-21.9%	14.5%	20.4%	0.3x	16.3x	3.9x
BHN	1,290	-16.6%	6.3%	9.6%	0.2x	48.5x	5.1x
QNS	601	11.4%	19.1%	31.5%	0.4x	10.7x	3.2x
KDC	346	-40.9%	5.4%	7.8%	0.3x	14.2x	1.6x
VCF	296	-0.3%	12.8%	17.7%	0.2x	17.4x	2.9x
TLG	226	10.4%	18.2%	26.8%	0.2x	19.3x	4.8x
<i>F&B average peers</i>		-5.8%	16.5%	23.6%	0.2x	23.8x	5.6x
<i>F&B median peers</i>		-0.3%	16.5%	23.6%	0.2x	19.3x	4.8x
Retail companies							
MWG	1,855	33.0%	12.0%	43.8%	3.2x	14.5x	5.2x
PNJ	621	75.7%	16.2%	31.0%	0.3x	22.3x	5.3x
<i>Retail average peers</i>		54.4%	14.1%	37.4%	1.8x	18.4x	5.3x

Ghi chú: tại thời điểm 22/12/2017

Nguồn: VNDIRECT

Chúng tôi thích cả **PNJ** và **MWG** do thị phần thống lĩnh phân khúc sản phẩm của họ mặc dù định giá cả hai công ty so với các công ty khác trong khu vực không hề rẻ vào lúc này. Tại ngày 22 tháng 12 năm 2017, PNJ và MWG đang giao dịch ở mức TTM P/E lần lượt là 22,3 lần và 14,5 lần, tuy nhiên dự báo mức tăng trưởng lợi nhuận năm 2018 của hai công ty này ở mức 2 con số phần nào giải thích cho mức định giá cao hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng của PNJ rõ ràng hơn và có thể dễ dự báo hơn so với MWG vì MWG sẽ tương đối mất nhiều thời gian để chuỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh và việc mua lại Điện máy Trần Anh (TAG) ghi nhận được thành công.

Giá cổ phiếu của **VNM** bắt đầu tăng mạnh từ đầu tháng 11, giai đoạn trước khi SCIC thực hiện đấu giá thoái vốn theo kế hoạch. Hiện tại, VNM đang giao dịch ở mức P/E TTM là 28,5x, mức định giá cao nhất trong lịch sử của cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng định giá cao như hiện nay phần nào đến từ sự thành công của phiên đấu giá thoái vốn của SCIC. Chúng tôi vẫn thích VNM do vị thế dẫn đầu và sự tăng trưởng ổn định của mảng sữa Việt Nam. Chúng tôi cho rằng bất kỳ điều chỉnh giá giảm nào trong tương lai gần có thể là cơ hội tốt để nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào..

Giá cổ phiếu của **SAB** tăng gần 60% trong năm nay, trước khi Bộ Công thương chuẩn bị thoái vốn. Ngày 8 tháng 12, Công ty Thai Beverage, một tên tuổi đồ uống hàng đầu Thái Lan - chính thức trúng thầu 54% cổ phần SAB với giá 320.000 đồng (~14,1 USD) mỗi cổ phần. Giá trị giao dịch đạt xấp xỉ 4,8 tỷ USD. Tuy nhiên, sau khi đấu thầu kết thúc thành công, chúng tôi thấy nhiều nhà đầu tư đã mua vào SAB giai đoạn trước bắt đầu hiện thực hóa lợi nhuận kéo giá cổ phiếu của SAB xuống. Hiện tại, SAB đang giao dịch ở mức P/E TTM là 35,8x, cao hơn 50% so với P/E trung bình của các công ty F&B trong nước. Mặc dù thị trường bia Việt Nam vẫn đang giàu tiềm năng, nhưng chúng tôi cho rằng định giá này là tương đối cao nếu so với các công ty F&B trong nước cũng như trong khu vực

CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ)

Giá thị trường VND130.900	Giá mục tiêu VND143.700	Tỷ suất cổ tức 1,37%	Khuyến nghị NĂM GIỮ	Ngành Hàng tiêu dùng
-------------------------------------	-----------------------------------	--------------------------------	-------------------------------	--------------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Nguyễn Thanh Tuấn

tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Key statistics

Cao nhất 52 tuần (VND)	133.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	66.500
KLGDĐQ 3 tháng (cp)	502.628
GTGDĐQ 3 tháng (tr VND)	29.294
Thị giá vốn (tỷ VND)	14.150
SL CP đang lưu hành (tr)	108
Free float (%)	53
P/E TTM	21,9x
P/B	5,2x

Cơ cấu sở hữu

Cao Thi Ngoc Dung	9,22%
LGM Investment	4,53%
Route One Investment Co.	4,06%
Khác	82,19%

Nguồn: VNDIRECT

2018 tiếp tục hứa hẹn là một năm tăng trưởng tích cực đối với PNJ trong bối cảnh nền kinh tế thuận lợi và tiếp tục đẩy mạnh hệ thống bán lẻ. Giá cổ phiếu tăng mạnh tiệm cận giá nhưng chúng tôi vẫn nhìn thấy tiềm năng tăng giá với tầm nhìn dài hơi hơn.

- Doanh nghiệp bán lẻ trang sức hàng đầu với 26% thị phần trong nước (sản phẩm có thương hiệu) và hệ thống bán lẻ đang mở rộng nhanh chóng.
- Số lượng cửa hàng tăng mạnh cùng với tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu (SSSG) ở mức 2 chữ số được kỳ vọng sẽ giúp lợi nhuận 2018 tăng trưởng nhanh chóng.
- Giá cổ phiếu gần như đã tăng gấp đôi trong năm 2017, nhưng vẫn đem lại tiềm năng tăng giá cho năm 2018 với dự phóng lợi nhuận tăng trưởng 44%.

PNJ tiếp tục đẩy mạnh mở rộng hệ thống bán lẻ. PNJ đang sở hữu 261 cửa hàng bán lẻ tính đến cuối tháng 11/2017 (+19,8% kể từ đầu năm) và dự kiến đưa con số này lên mốc 300 vào Quý 2/2018. Việc phát hành riêng lẻ thành công vào tháng 7/2017, thu về gần 1.000 tỷ đồng giúp PNJ có thêm nguồn vốn để tiếp tục đẩy mạnh mở rộng hệ thống trong 1-2 năm tới.

SSSG năm 2018 có thể sẽ không duy trì được ở mức cao như 2017 (22% trong 9 tháng), nhưng mục tiêu 12% là có thể đạt được và sẽ giúp doanh thu bán lẻ tiếp tục tăng trưởng mạnh.

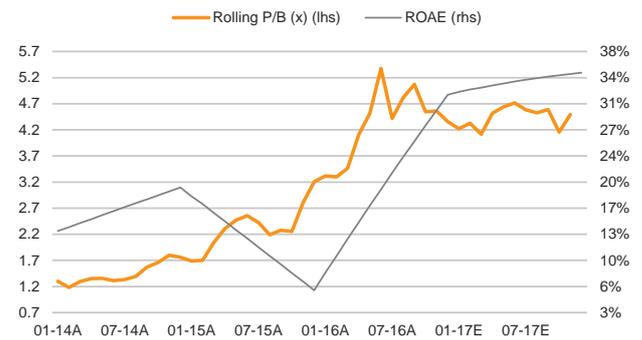
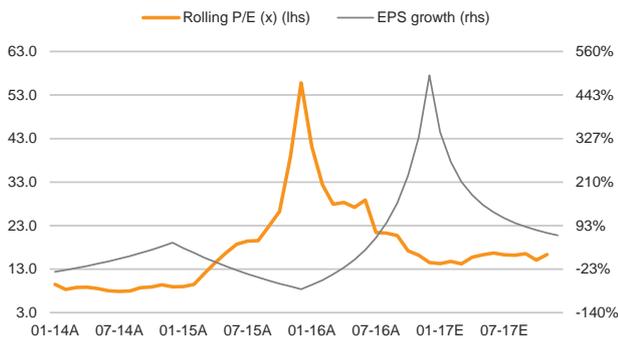
Lợi nhuận tích cực năm 2017, dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2018. Cho cả năm 2017, chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng 28,8% so với cùng kỳ (11.028 tỷ đồng) và lợi nhuận sau thuế có thể đạt mốc 791 tỷ đồng (+75,7%), cao hơn 31% so với kế hoạch của doanh nghiệp.

Chúng tôi kỳ vọng KQKD tích cực sẽ tiếp tục trong năm 2018, với doanh thu dự báo tăng 19,3% trong đó doanh thu bán lẻ dự báo tăng 35%. Qua đó giúp lợi nhuận cán mốc 1.140 tỷ, tăng 44% so với 2017.

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.706	8.565	11.028	13.155
Tăng trưởng DT thuần	(16,2%)	11,1%	28,8%	19,3%
Biên lợi nhuận gộp	15,2%	16,5%	17,6%	19,2%
Biên EBITDA	3,9%	8,2%	9,9%	11,6%
LN ròng (tỷ)	76	450	791	1.140
Tăng trưởng LN ròng	(70,5%)	496,3%	75,7%	44,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	63,3%	20,8%	53,1%	43,7%
EPS cơ bản	769	4.584	7.670	10.542
EPS điều chỉnh	568	4.383	7.212	9.913
BVPS	13.383	15.267	28.011	34.339
ROAE	5,8%	32,0%	35,0%	33,8%

Nguồn: VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần	8.565	11.028	13.155
Giá vốn hàng bán	(7.153)	(9.089)	(10.627)
Chi phí quản lý DN	(133)	(168)	(200)
Chi phí bán hàng	(554)	(713)	(848)
LN hoạt động thuần	724	1.058	1.480
EBITDA thuần	759	1.092	1.524
Chi phí khấu hao	(34)	(33)	(44)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	724	1.058	1.480
Thu nhập lãi	5	11	8
Chi phí tài chính	(182)	(82)	(66)
Thu nhập ròng khác	43	1	2
TN từ các Cty LK & LD	(1)	1	1
LN trước thuế	591	989	1.425
Thuế	(140)	(198)	(285)
Lợi ích cổ đông thiểu số			
LN ròng	450	791	1.140
Thu nhập trên vốn	450	791	1.140
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	450	791	1.140

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tiền và tương đương tiền	155	126	202
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	63	76	96
Hàng tồn kho	2.839	3.564	4.531
Các tài sản ngắn hạn khác	46	46	54
Tổng tài sản ngắn hạn	3.103	3.813	4.883
Tài sản cố định	416	499	537
Tổng đầu tư	0	39	0
Tài sản dài hạn khác	70	0	0
Tổng tài sản	3.588	4.351	5.420
Vay & nợ ngắn hạn	1.449	643	869
Phải trả người bán	326	285	337
Nợ ngắn hạn khác	247	340	374
Tổng nợ ngắn hạn	2.022	1.268	1.579
Vay & nợ dài hạn	59	54	49
Các khoản phải trả khác	7	1	79
Vốn điều lệ và	983	1.081	1.081
LN giữ lại	374	750	1.229
Vốn chủ sở hữu	1.500	3.028	3.712
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.588	4.351	5.420

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
LN trước thuế	591	989	1.425
Khấu hao	34	33	44
Thuế đã nộp	(160)	(198)	(285)
Các khoản điều chỉnh khác	145	74	43
Thay đổi VLĐ	(637)	(755)	(897)
LC tiền thuần HKKD	(27)	143	330
Đầu tư TSCĐ	(87)	(117)	(82)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	165	0	0
Các khoản khác	68	0	34
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	146	(117)	(48)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	997	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	244	(816)	216
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(246)	(237)	(421)
LC tiền thuần HĐTC	(1)	(56)	(206)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	38	155	126
LC tiền thuần trong năm	117	(29)	76
Tiền & tương đương tiền cuối kì	155	126	202

Các chỉ số cơ bản

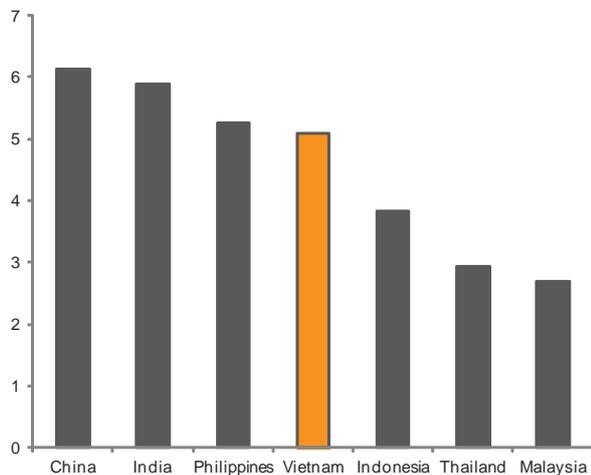
	12-16A	12-17E	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	5,3%	7,2%	8,7%
Vòng quay TS	2,61	2,78	2,69
ROAA	13,7%	19,9%	23,3%
Đòn bẩy tài chính	2,33	1,75	1,45
ROAE	32,0%	35,0%	33,8%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	0,42	0,37	0,37
Số ngày nắm giữ HTK	145	143	156
Số ngày phải trả tiền bán	16,7	11,4	11,6
Vòng quay TSCĐ	19,0	24,1	25,4
ROIC	15,0%	21,2%	24,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,53	3,01	3,09
Khả năng thanh toán nhanh	0,13	0,20	0,22
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,08	0,10	0,13
Vòng quay tiền	129	132	144
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	11,1%	28,8%	19,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	15,6%	46,1%	39,8%
Tăng trưởng LN ròng	496,3%	75,7%	44,0%
Tăng trưởng EPS	496,3%	67,3%	37,4%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.584	7.670	10.542
BVPS (VND)	15.267	28.011	34.339

HÀNG KHÔNG: CÂU CHUYỆN TĂNG TRƯỞNG CÒN DÀI TUY NHIÊN CẠNH TRANH ĐANG TĂNG DẦN

Tầng lớp trung lưu tăng nhanh, kết hợp với tỷ lệ thâm nhập vận tải hàng không thấp, sẽ là động lực của ngành.

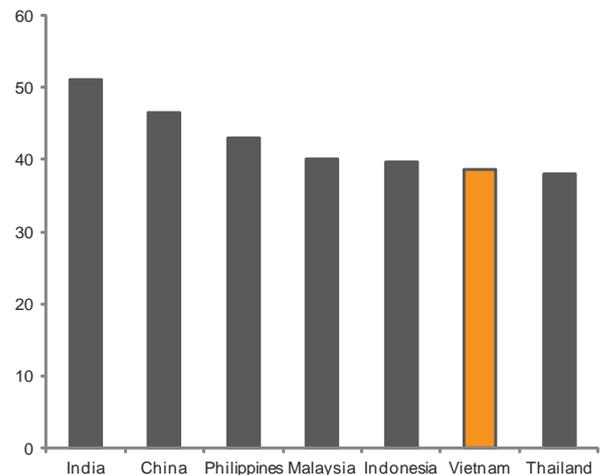
Tầng lớp trung lưu và giàu có tại Việt Nam có thể đạt 33tr người vào 2020, gấp đôi so với 2014, theo Boston Consulting Group. Thị trường này có thể lớn bằng 2/3 dân số trung lưu và giàu có của Thái Lan vào 2020. Tầng lớp này của Việt Nam sẽ tăng nhanh nhất so với các nước ASEAN do: 1) 6% tăng trưởng GDP/người hàng năm lên 3.400 vào 2020 và 2) bất bình đẳng thu nhập tăng vừa phải, thấp hơn nhiều các nước Châu Á như Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia; điều này giúp phân bổ tài sản đều hơn.

Hình 121: Tăng trưởng GDP/đầu người các nước Châu Á Thái Bình Dương (%), 2016



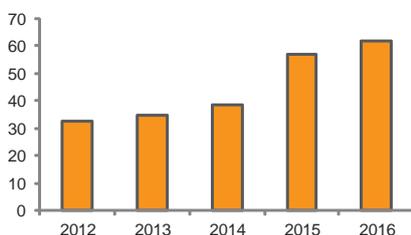
Nguồn: World Bank

Hình 122: Điểm số Gini Score, 2013-2016



Nguồn: World Bank

Hình 123: Số lượt khách du lịch nội địa của Việt Nam (triệu)



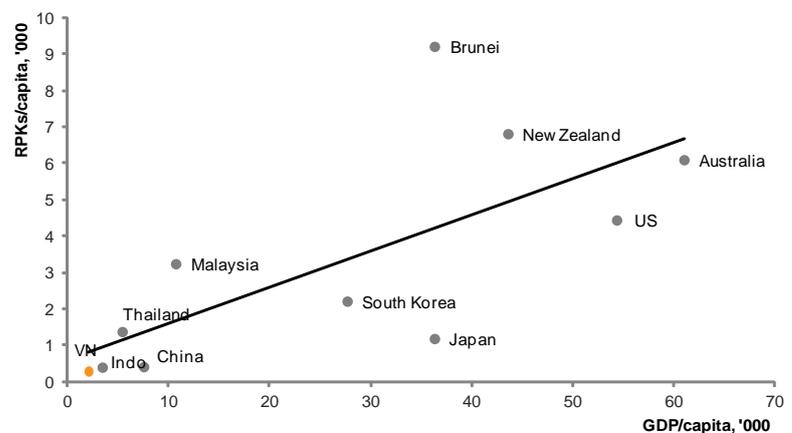
Nguồn: VNAT

Cơ cấu dân số trẻ, dân số độ tuổi lao động tăng, tăng trưởng thu nhập là những đang thúc đẩy chi tiêu cho du lịch. Người dân hiện đã chi tiêu nhiều hơn cho các dịch vụ cải thiện chất lượng sống như giáo dục, điện thoại thông minh, và du lịch. Lớp dân số sinh từ 1975 đến 1985 hiện chiếm tới 35% tổng dân số là động lực tăng trưởng chính của ngành du lịch.

Theo Tổng cục Du lịch, số lượng khách du lịch trong nước đã tăng trưởng kép ở mức 17% từ năm 2012 và đạt 62 triệu vào năm 2016. Nhờ vậy, lượt hành khách nội địa đã tăng tương ứng trung bình 24%/năm và đạt 57 triệu vào năm 2016. Ngoài các trung tâm du lịch trong nước, các điểm đến ở nước ngoài tại Châu Á Thái Bình Dương đang ngày càng trở nên nổi tiếng với khách du lịch Việt Nam. Gần đây, Vietjet Air (HSX: VJC), hãng hàng không giá rẻ (LCC) lớn nhất tại Việt Nam đã khai trương một số tuyến bay mới đến Hàn Quốc, Trung Quốc và Myanmar. Điều này phản ánh sự tăng trưởng của du lịch từ các nước này đến Việt Nam cũng như từ Việt Nam. Theo nghiên cứu của Mastercard, lượng khách du lịch ra nước ngoài của Việt Nam có thể tăng 9,5% mỗi năm cho đến năm 2021, đây là mức tăng trưởng cao thứ 2 trong số các nước Châu Á.

Ngành hàng không còn nhiều dư địa tăng trưởng do Việt Nam có mức độ thâm nhập vận tải hàng không thấp nhất trong số các nước Châu Á Thái Bình Dương, xét về doanh thu km (RPKs) trên đầu người. RPKs là đại diện cho tổng số hành khách trả tiền và tổng số khoảng cách di chuyển. Sự gia tăng GDP/đầu người đồng nghĩa với tăng trưởng RPK vì hành khách có xu hướng đi du lịch thường xuyên hơn và đi du lịch xa hơn, dù với mục đích cá nhân hoặc công việc. Mức độ thâm nhập vận tải hàng không ở Việt Nam còn thấp so với Thái Lan và Malaysia, do GDP bình quân đầu người của đất nước chỉ bằng một phần ba Thái Lan và một phần năm Malaysia. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam là 6,2% (2016) cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP của Thái Lan là 3,2% (2016) và tốc độ tăng trưởng GDP của Malaysia 4,5% (2016).

Hình 124: Mức độ thâm nhập của vận tải hàng không, 2016

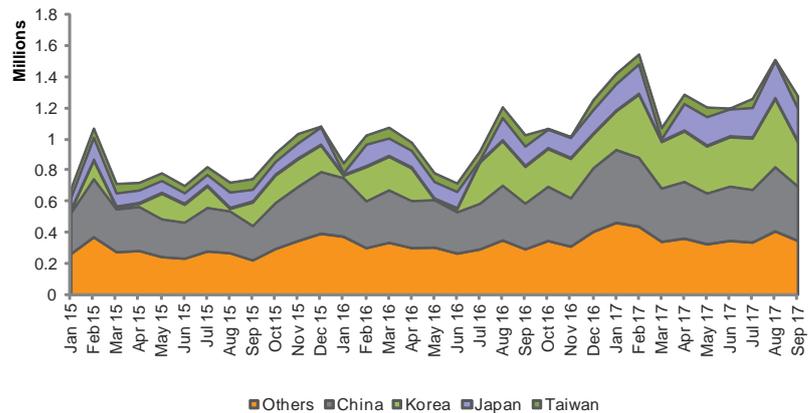


Nguồn: VJC

Đối với các nước Đông Bắc Á, Việt Nam đang nổi lên như là một điểm đến du lịch. Đây là một động động cơ tăng trưởng quan trọng vận tải hàng không. Trong năm 2016, tổng số khách du lịch nước ngoài đến bằng đường hàng không vào Việt Nam tăng 23,1% đạt 8,5 triệu. Trong 9 tháng đầu năm 2017, tăng trưởng đã tăng đáng kể lên 41,5% so với cùng kỳ năm ngoái, đưa tổng số khách du lịch nước ngoài bằng đường hàng không lên 8,7 triệu người. Một xu hướng mới nổi lên bao gồm sự gia tăng của khách du lịch Hàn Quốc và sự nổi lên của một tầng lớp du khách Trung Quốc mới đến từ các thành phố hạng 2 và hạng 3 ở Trung Quốc, đi du lịch theo các nhóm lớn đến Việt Nam. Vào cuối tháng 9 năm 2017, khách du lịch Hàn Quốc chiếm 1/5 trong tổng số khách du lịch nước ngoài trong năm nay, gấp đôi so với năm 2015. Khách du lịch Nhật Bản cũng có nhiều mối quan tâm đến Việt Nam. Khách du lịch Trung Quốc vẫn là quốc gia nguồn lớn nhất cho khách du lịch nước ngoài đến Việt Nam, chiếm hơn một phần ba tổng số khách du lịch nước ngoài.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ khách du lịch Hàn Quốc và Nhật Bản sẽ tăng lên trong tương lai khi mối quan hệ ngoại giao và quan hệ đầu tư của Việt Nam với Hàn Quốc và Nhật Bản tiếp tục được cải thiện. Hiện tại, Hàn Quốc và Nhật Bản là các nhà đầu tư FDI lớn nhất của Việt Nam, theo sau là Singapore và Đài Loan. Cả hai nước đang dự định nói lên các yêu cầu thị thực thấp hơn sẽ khuyến khích thêm số lượng khách du lịch Việt Nam tăng lên đáng kể trong những năm gần đây.

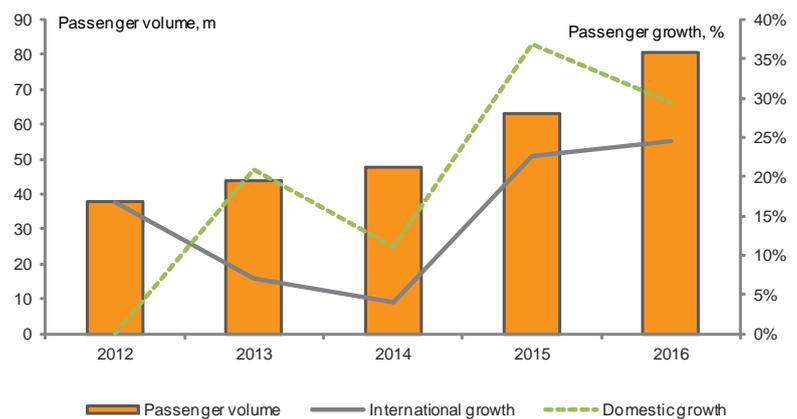
Hình 125: Lượt khách quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: Vietnam National Administration of Tourism

Việt Nam có tốc độ tăng trưởng lượng hành khách không nhanh nhất Đông Nam Á và chúng tôi hy vọng Việt Nam sẽ giữ vị trí dẫn đầu này trong nhiều năm tới. Trong 5 năm qua, lượng hành khách hàng không tăng trưởng kép ở mức 17% và đạt 79 triệu vào năm 2016. Xếp hạng thứ 2 về tăng trưởng thuộc về Philippines, với tốc độ tăng trưởng khoảng 14,3%. Khối lượng hành khách trong nước tăng trung bình 19%, nhanh hơn lượng hành khách quốc tế (13%). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng tốc độ tăng trưởng của lượng hành khách quốc tế đã tăng lên đáng kể trong 2 năm qua, và đã bắt kịp tốc độ tăng trưởng hành khách trong nước. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lượng hành khách quốc tế sẽ vượt xa tốc độ tăng trưởng hành khách trong nước trong vài năm tới. Trong 9 tháng đầu năm 2017, vận tải hành khách quốc tế qua Sân bay Tân Sơn Nhất tăng nhanh hơn vận tải hành khách trong nước bằng 4-5 điểm phần trăm, tăng hơn 20% so với cùng kỳ năm trước.

Hình 126: Tăng trưởng lưu lượng hành khách đi máy bay



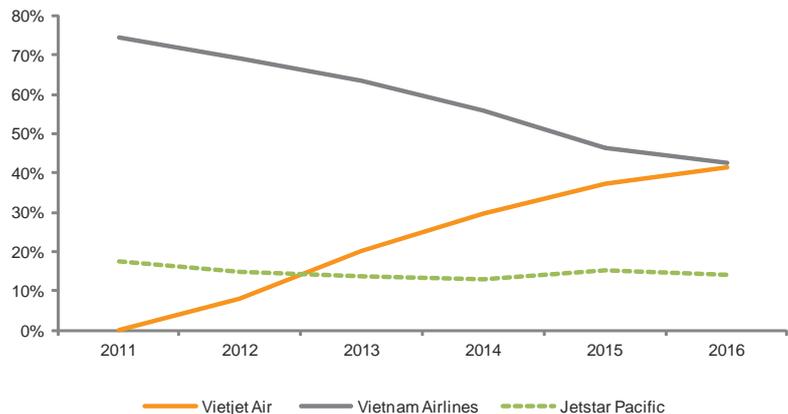
Nguồn: VNDIRECT

Phân khúc Hàng không giá rẻ (LCC) vẫn là động lực tăng trưởng của ngành hàng không do kích thích nhu cầu từ những hành khách bay lần đầu.

Việc mở rộng đội bay tại phân khúc LCC, đáng chú ý nhất là VJC, tiếp tục thu hút những hành khách bay lần đầu và hiện đang thu hút khách hàng của các hãng hàng không truyền thống (FSA). Phân khúc LCC của Việt Nam bao gồm hai công ty: Vietjet Air (VJC) và Jetstar Pacific (JPA). JPA, công ty con của Việt Nam Airlines (UPCOM: HVN), là công ty đi đầu trong lĩnh vực LCC. Mặc dù VJC được thành lập muộn hơn so với JPA, VJC đã nhanh chóng trở thành một người dẫn đầu bằng việc thành công đưa ra các chiến dịch bán hàng và tiếp thị thành công, giảm giá vé và nhanh chóng mở rộng đội bay qua các thương vụ bán và cho thuê lại (SLB). Đến cuối năm 2016, VJC chiếm 42% thị trường trong nước, tương đương với HVN.

Theo VJC, 1/3 hành khách của công ty là khách hàng bay lần đầu. Chúng tôi cho rằng VJC đã bắt đầu thu hút các khách hàng lâu năm của các FSA như HVN, báo hiệu bởi doanh thu phụ trợ tăng trên mỗi hành khách: Doanh thu phụ trợ của VJC trên mỗi hành khách trong chín tháng đầu năm nay tăng 30% so với cuối năm 2016. Sự gia tăng mạnh mẽ này có thể báo hiệu hiệu sự chuyển đổi trong nhận thức của người tiêu dùng. Khách hàng hiện đã xem VJC là một hãng hàng không giá phải chăng, không còn là một lựa chọn cho những hành khách không có khả năng mua vé hàng không truyền thống. Điều này có nghĩa là cơ cấu hành khách của VJC có thể bao gồm một lượng hành khách hạng trung ngày càng tăng, những người sẵn sàng trả thêm các dịch vụ như lựa chọn chỗ ngồi, kiểm tra hành lý hoặc các bữa ăn trong chuyến bay. Do một sự chuyển đổi tương tự đã xảy ra cho AirAsia khi công ty cạnh tranh trực tiếp với các FSA và hãng hàng không quốc gia Malaysia Airlines Malaysia, chúng tôi tin rằng VJC có thể lặp lại một câu chuyện tương tự.

Thị phần vận tải nội địa



Nguồn: VJC

Chúng tôi dự báo nhu cầu của hành khách sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh do giá vé vẫn hợp lý và giá dầu ổn định. Các hãng hàng không Việt Nam đang đua nhau phát triển đội tàu để bắt kịp tăng trưởng của ngành. VJC đã nhận 17 máy bay mới trong năm nay và sẽ nhận 13 máy bay vào năm 2018; HVN đã ký hợp đồng mua 8 chiếc B787 và 1 chiếc đã được giao vào tháng 5 năm 2017; JPA cũng lên kế hoạch mua thêm 30 chiếc A320 mới vào năm 2020. Việc tăng cung sẽ chắc chắn sẽ dẫn đến giá vé cạnh tranh hơn. Chúng tôi tin rằng không có người chiến thắng tuyệt đối trong cuộc đua này, và thành công sẽ được dựa trên hình ảnh của công ty trong tâm trí người tiêu dùng. Hơn nữa, giá dầu ổn định sẽ cho phép giá vé duy trì ở mức hợp

lý, hỗ trợ sự tăng trưởng của thị trường. Mặc dù giá dầu tăng chậm nhưng chúng tôi cho rằng có một số yếu tố cản trở sự phục hồi của giá dầu, do đó có thể không có nhiều kịch bản phục hồi: 1) lượng cung dư thừa sẽ vẫn còn bất chấp các nỗ lực cắt giảm sản lượng của OPEC do việc giảm sản lượng sẽ khó thực hiện ở dầu hiện tại và các nhà sản xuất dầu đá phiến mới tham gia lại thương nguồn; 2) nguồn cung khí tự nhiên ngày càng tăng; 3) việc mở rộng nhanh chóng năng lượng tái tạo đặc biệt là năng lượng mặt trời và năng lượng gió dẫn đến việc các nguồn năng lượng này trở nên rẻ hơn.

Cạnh tranh gia tăng. Trong khi thị trường hàng không Việt Nam hiện đang chịu sự chi phối của VJC và HVN, hãng hàng không khu vực Air Asia gần đây đã tuyên bố gia nhập thị trường hàng không Việt Nam qua một liên doanh với Hải Âu Aviation và Gumin Ltd. LCC này sẽ cung cấp 30% vốn cổ phần của liên doanh thông qua công ty con AirAsia Investment. Theo báo chí, liên doanh này dự kiến sẽ khởi động vào năm 2018. Tuy nhiên, AirAsia Investment chưa nhận được giấy phép đầu tư từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Do đó, việc đi vào vận hành có thể bị trì hoãn một chút. Chúng tôi tin rằng sự gia nhập của Air Asia sẽ thúc đẩy cạnh tranh gay gắt và đẩy giá vé thấp hơn, qua đó thúc đẩy tăng trưởng của thị trường.

LỰA CHỌN CỔ PHIẾU: VJC

Chúng tôi thích VJC vì công ty có một câu chuyện phát triển tuyệt vời và đó là một LCC hàng đầu tại Việt Nam.

Mặc dù công ty có đã tăng trưởng doanh thu đáng kinh ngạc trong vài năm gần đây, nhưng câu chuyện tăng trưởng của VJC vẫn có thể tiếp tục trong vài năm tới. Công ty đã nhận được 17 chiếc máy bay mới trong năm 2017. Trong năm 2018 và 2019, VJC sẽ nhận được 13 chiếc và 11 chiếc máy bay mới tương ứng. Từ năm 2019, VJC sẽ bắt đầu sử dụng loại 737 Max 200 mới, tiêu thụ nhiên liệu ít hơn 16% so với mẫu A321 hiện tại. VJC sẽ dần dần tăng tỷ lệ 737 Max 200 trong đội tàu. Điều này sẽ giúp công ty tiếp tục cắt giảm chi phí hoạt động. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng VJC đã bắt đầu thu hút khách hàng của các FSA, thể hiện qua việc doanh thu phụ trợ / hành khách đã tăng trong 12 tháng qua. Tăng doanh thu phụ trợ / hành khách có thể là dấu hiệu cho sự chuyển đổi trong nhận thức của thị trường và cơ sở khách hàng của VJC: VJC không còn được coi là lựa chọn thứ hai cho khách hàng.

CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC)

Giá thị trường VND139.200	Giá mục tiêu VND147.000	Tỷ suất cổ tức 0.16%	Khuyến nghị NĂM GIỮ	Ngành HÀNG KHÔNG
-------------------------------------	-----------------------------------	--------------------------------	-------------------------------	----------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Nguyễn Hồng Quang, CFA

quang.nguyenhong@vndirect.com.vn

Trong quý 3/2017, DT vận tải của VJC tăng chậm hơn dự kiến vì giảm số lượng máy bay hoạt động trong quý. Tuy nhiên, công ty sẽ sớm khôi phục đà tăng trưởng khi 12 chiếc máy bay mới đã được giao trong Q4. Chúng tôi tăng giá mục tiêu trong năm 2018 lên 149.000 đồng, do VJC đã tăng DT phụ trợ trên mỗi hành khách lên 331.420 đồng từ 388.231 đồng trong quý 3.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	129.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	75.335
KLGDBQ 3 tháng (cp)	1.017.233
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	119.914
Thị giá vốn (tỷ VND)	58.449
SL CP đang lưu hành (tr)	453
Free float (%)	53,3
P/E TTM	19,1x
P/B	7,6x

Cơ cấu sở hữu

Sunny Investment Corp	28,6%
Nguyen Thi Phuong Thao	8,8%
GIC	5,1%
Khác	57,5%

Nguồn: VNDIRECT

DT vận tải và DT phụ trợ của VJC đạt 6,185 tỷ đồng, tăng 34,4% so với cùng kỳ năm trước. Các động cơ tăng trưởng chính là: 1) +25% YoY về tăng trưởng vận chuyển hành khách đến 4,4 triệu; 2) DT phụ trợ/khách tăng 31% so với cùng kỳ năm trước, đạt 331.000 đồng (14,6 USD). Lợi nhuận ròng cốt lõi của công ty trừ lợi nhuận máy bay đạt 966 tỷ đồng (tăng 105% so với cùng kỳ năm trước). Tổng DT của công ty giảm -10.3% so với cùng kỳ năm trước do VJC không ghi nhận DT bán máy bay trong quý 3 năm nay, so với việc bán 3 chiếc A321s trong quý 3 năm 2016.

Việc ứng phó với sự chậm trễ trong việc nhận máy bay đã chứng tỏ được khả năng vận hành của ban lãnh đạo. Quy mô của đội bay đã giảm 5 chiếc A320 trong quý 3, so với quý trước. Airbus không thể giao hàng kịp thời do gặp sự gián đoạn trong chuỗi cung ứng bắt nguồn từ nhà cung cấp động cơ. VJC vẫn có thể đáp ứng được mục tiêu của năm 2017 là 17 máy bay mới, nhưng việc tiếp nhận sẽ diễn ra về cuối năm, dẫn đến giảm lượng máy bay hiệu dụng trong năm. Do sự chậm giao hàng, VJC đã phải đẩy đội tàu của mình đến mức giới hạn, dẫn đến tăng hiệu quả hoạt động. Hệ lấp đầy Q3 đạt 89,7%, mức cao nhất trong lịch sử của công ty. Số giờ vận hành/máy bay đạt 14,04 giờ mỗi ngày trong khi duy trì hiệu suất đúng giờ là 85%.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của công ty năm 2018 sẽ đạt 6.574 tỷ đồng (+ 92,4%) chủ yếu do 1) DT phụ trợ/khách phụ trợ tăng, 2) tăng quy mô đội bay, và 3) tăng lượng khách du lịch Trung Quốc vào Việt Nam. VJC có kế hoạch mở thêm 5 tuyến quốc tế mới đến các thành phố như Binhai và Nanjin. Doanh thu bán hàng máy bay có thể giảm 24% so với cùng kỳ năm trước do số lượng máy bay phân phối thấp hơn, nhưng lợi nhuận trên mỗi máy bay sẽ đạt khoảng 7.2 triệu USD; báo cáo NPAT vẫn sẽ tăng 45,3%.

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	19.845	27.532	42.654	48.337
Tăng trưởng DT thuần	127,9%	38,7%	54,9%	13,3%
Biên lợi nhuận gộp	10,6%	12,7%	17,8%	22,3%
Biên EBITDA	6,5%	9,4%	16,8%	21,2%
LN ròng (tỷ)	1.170	2.292	5.501	7.995
Tăng trưởng LN ròng	215,8%	95,8%	140,0%	45,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi	104,0%	56,3%	221,0%	92,4%
EPS cơ bản	10.135	19.614	14.894	17.713
EPS điều chỉnh	10.135	19.614	14.894	17.713
BVPS	14.810	15.085	21.550	38.599
ROAE	75,2%	68,7%	77,2%	58,9%

Nguồn: VNDIRECT

VJC phải đối mặt với sự chậm trễ của việc phân phối cho một số A321, nhưng vấn đề đã được giải quyết

Trong Q3 và Q4 năm 2017, Airbus đã hoãn một số đơn giao hàng với mẫu A320neo. Sự chậm trễ này chủ yếu do Pratt & Whitney không đáp ứng đúng thời gian giao động cơ Pratt & Whitney PW1000G mới. Mặc dù những chậm trễ này đặc biệt liên quan đến A320neo, nhưng VJC đã xác nhận rằng những đợt hàng này có tác động tiêu cực đến lịch trình giao hàng với mẫu A321 của VJC. Một cách giải thích khác là Airbus đã khởi sự điều tra nội bộ sau những cáo buộc hối lộ gần đây và điều này có thể ảnh hưởng đến hoạt động của công ty. Tuy nhiên, các đơn hàng của VJC được khởi động lại và công ty đã nhận được 16 trong số 17 máy bay do sẽ được giao vào năm 2017. Đội bay vào năm 2017 sẽ bao gồm 25 chiếc A320 và 28 chiếc A321.

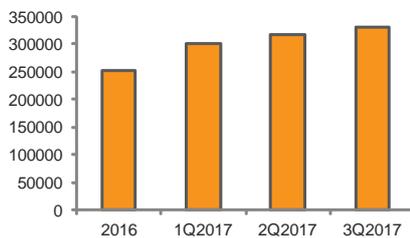
Hình 127: VJC, số đơn đặt hàng máy bay, tính đến 31/10/2017

Model	Current fleet	On order	Future Deliveries			
			4Q2017	2018	2019	Beyond 2019
A320	25	0				0
A321	17	32	8	13	11	0
A320neo		42				42
A321neo		31				31
737 Max		100			4	96
Total	42	205	8	13	15	169

Nguồn: VJC, Airbus, Boeing

Năm 2018 lợi nhuận chính sẽ tăng vọt do tăng DT phụ trợ/khách

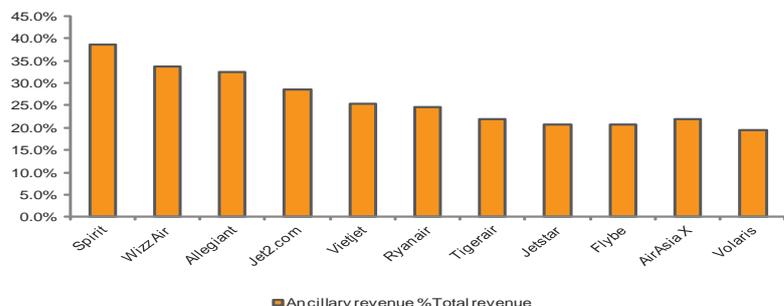
Hình 128: Doanh thu phụ trợ/hành khách (VND)



Nguồn: VJC

DT phụ trợ/khách của công ty trong quý 3/2017 đạt 331.420 đồng, tăng từ 251.225 đồng năm 2016. Ngay cả khi DT phụ trợ/khách hàng của giữ nguyên từ quý 3 thì thu nhập ròng của năm 2018 vẫn có thể đạt 6,285 tỷ đô la, cao hơn 4,5% so với dự báo trước đó của chúng tôi trong quý 2 năm 2017. Tuy nhiên, DT phụ trợ/hành khách vẫn có thể tiếp tục tăng khi những cải thiện gần đây cho thấy sự chuyển tiếp trong nhận thức của khách hàng: VJC là một hãng hàng không giá hợp lý, không còn là lựa chọn thứ cấp cho hành khách không đủ tiền mua vé máy bay truyền thống. Điều này có nghĩa là tập hành khách của VJC có thể sẽ gia tăng lượng hành khách hạng trung, những người sẵn sàng trả thêm các dịch vụ như lựa chọn chỗ ngồi, hành lý gửi hành lý hoặc các bữa ăn trong chuyến bay. DT phụ trợ/khách cũng có thể tiếp tục tăng nhờ việc cải thiện việc bán hàng và đào tạo phi hành đoàn. Như được biểu đồ dưới đây, DT phụ thuộc của VJC trong tổng DT (không tính bán máy bay) không còn thấp so với tiêu chuẩn LCC toàn cầu và khu vực, và do đó, chúng tôi giả định thận trọng rằng năm 2018 DT phụ trợ/năm sẽ vẫn ở mức gần như trong quý 3 năm 2017.

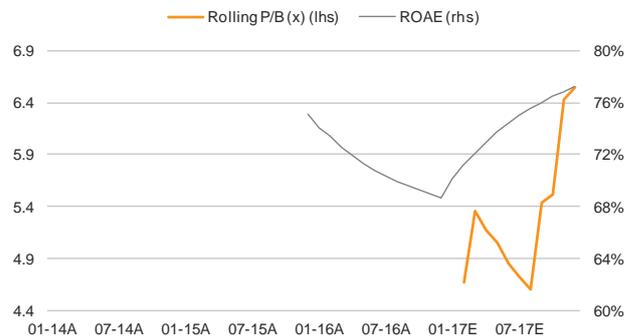
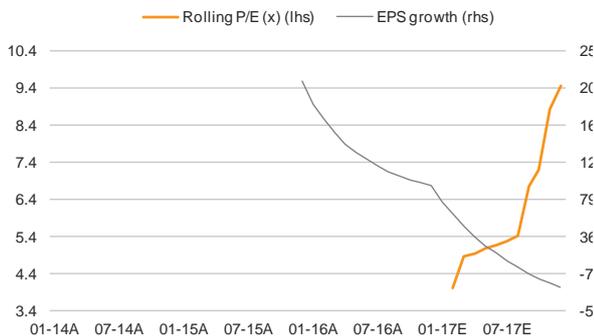
Hình 129: Doanh thu phụ trợ/Tổng doanh thu của các hãng hàng không, 2016*



Nguồn: VJC

*Note: Số liệu của VJC dựa trên 3Q2017.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần	27.532	42.654	48.3
Giá vốn hàng bán	(24.033)	(35.043)	(37.5)
Chi phí quản lý DN	(185)	(210)	(2)
Chi phí bán hàng	(492)	(566)	(7)
LN hoạt động thuần	2.822	6.834	9.6
EBITDA thuần	2.822	6.834	9.6
Chi phí khấu hao	0	0	
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.822	6.834	9.6
Thu nhập lãi	175	323	5
Chi phí tài chính	(624)	(262)	(2)
Thu nhập ròng khác	32	0	
TN từ các Cty LK & LD	(9)	(9)	
LN trước thuế	2.395	6.885	10.0
Thuế	(105)	(1.384)	(2.0)
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	0	
LN ròng	2.292	5.501	7.9
Thu nhập trên vốn	2.292	5.501	7.9
Cổ tức phổ thông	0	(300)	(3)
LN giữ lại	2.292	5.201	7.6

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tiền và tương đương tiền	2.740	7.376	10.8
Đầu tư ngắn hạn	0	0	
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.638	8.694	10.0
Hàng tồn kho	127	175	2
Các tài sản ngắn hạn khác	141	209	3
Tổng tài sản ngắn hạn	10.645	16.455	21.4
Tài sản cố định	1.221	2.205	3.4
Tổng đầu tư	68	68	
Tài sản dài hạn khác	7.982	11.877	17.0
Tổng tài sản	19.916	30.605	41.9
Vay & nợ ngắn hạn	6.036	5.333	4.2
Phải trả người bán	407	561	7
Nợ ngắn hạn khác	4.608	6.809	9.6
Tổng nợ ngắn hạn	11.051	12.703	14.7
Vay & nợ dài hạn	761	2.850	2.2
Các khoản phải trả khác	3.579	5.326	7.6
Vốn điều lệ và	3.000	3.000	3.0
LN giữ lại	1.525	6.727	14.4
Vốn chủ sở hữu	4.525	9.727	17.4
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(1)	
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	19.916	30.605	41.9

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
LN trước thuế	2.395	6.885	10.005
Khấu hao	41	119	222
Thuế đã nộp	(40)	(1.384)	(2.010)
Các khoản điều chỉnh khác	(2.701)	(313)	(571)
Thay đổi VLĐ	964	1.182	1.549
LC tiền thuần HĐKD	659	6.489	9.194
Đầu tư TSCĐ	(2.194)	(1.102)	(1.485)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	2.685	313	571
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(2.370)	(3.895)	(5.136)
LC tiền từ HĐĐT	(1.879)	(4.684)	(6.050)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	72	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3.266	1.385	(1.685)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(300)	1.747	2.303
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(300)	(300)
LC tiền thuần HĐTC	3.037	2.832	318
Tiền & tương đương tiền đầu kì	924	2.740	7.376
LC tiền thuần trong năm	1.816	4.637	3.462
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.740	7.376	10.838

Các chỉ số cơ bản

	12-16A	12-17E	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	8,3%	12,9%	16,5%
Vòng quay TS	1,72	1,69	1,33
ROAA	14,3%	21,8%	22,0%
Đòn bẩy tài chính	4,79	3,54	2,67
ROAE	68,7%	77,2%	58,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	23,5	22,5	28,4
Số ngày nắm giữ HTK	1,94	1,82	2,27
Số ngày phải trả tiền bán	6,20	5,84	7,30
Vòng quay TSCĐ	39,7	24,9	17,0
ROIC	20,2%	30,7%	33,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,96	1,30	1,46
Khả năng thanh toán nhanh	0,95	1,28	1,44
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,25	0,58	0,74
Vòng quay tiền	19,2	18,5	23,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	38,7%	54,9%	13,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	77,6%	142,2%	41,8%
Tăng trưởng LN ròng	95,8%	140,0%	45,3%
Tăng trưởng EPS	93,5%	(24,1%)	18,9%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	19.614	14.894	17.713
BVPS (VND)	15.085	21.550	38.599

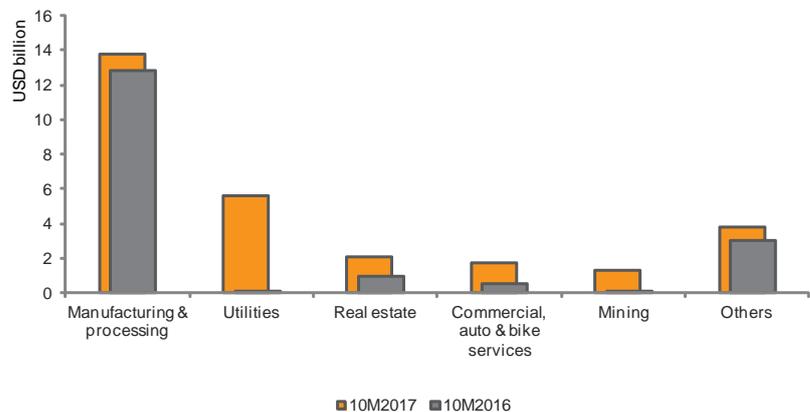
CẢNG VÀ VẬN TẢI ĐƯỜNG THỦY: HƯỞNG LỢI TỪ FDI

Các nhà khai thác cảng Việt Nam, đặc biệt là Hải Phòng, tiếp tục hưởng lợi nhờ dòng vốn FDI mạnh.

Trong 10 tháng đầu năm 2017, tổng vốn FDI đăng ký tăng 60,3% so với cùng kỳ năm trước và đạt 28,2 tỷ USD. Ngành công nghiệp chế biến và sản xuất vẫn là ngành hàng đầu trong việc thu hút FDI, đạt 13,8 tỷ USD, tăng 7% so với cùng kỳ năm trước. ĐTNN đã đăng ký vào các dự án mở rộng chiếm 47,9% trong tổng số FDI đăng ký. Tỷ lệ các dự án mở rộng trong tổng FDI đã tăng 13,2 điểm phần trăm so với 10M2016. Điều này cho thấy các dự án FDI đang có hiệu quả tích cực và các nhà đầu tư muốn mở rộng các nhà máy của họ thông qua các khoản đầu tư tiếp theo. Một số dự án FDI lớn mở rộng gần đây bao gồm Samsung Display ở Bắc Ninh (+2,5 tỷ USD) và Polytex Far Eastern ở Bình Dương (+486 triệu USD). Ngành chế tạo và chế biến là động lực tăng trưởng chính cho việc vận chuyển hàng hóa qua cảng, vì hầu hết các cơ sở FDI ở Việt Nam tham gia vào các hoạt động lắp ráp theo định hướng xuất khẩu cho thấy họ nhập khẩu nhiều thành phần và xuất khẩu hầu như tất cả các thành phẩm.

Một lĩnh vực thu hút được nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài trong năm nay bao gồm ngành công ích với FDI đăng ký 10M2017 tăng với tốc độ đáng kinh ngạc là 4.135% so với cùng kỳ năm trước do một số dự án lớn bao gồm Nhà máy điện Nghi Sơn 2 (1.200 MW) và Nam Định 1 nhà máy điện (công suất 1.109 MW). Tuy nhiên, các dự án năng lượng mới sẽ có ít tác động đến lượng container thông qua vì họ sẽ nhập khẩu hàng loạt các mặt hàng như than đá và khí đốt tự nhiên.

Hình 130: Giá trị dự án FDI đăng ký mới và mở rộng



Nguồn: VNDIRECT

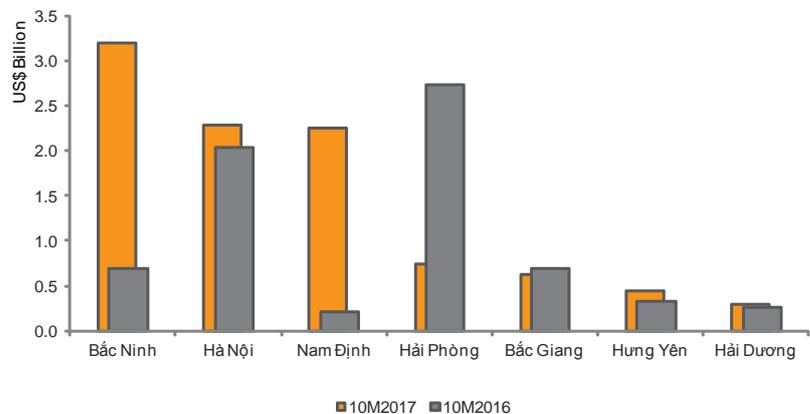
Các nhà vận hành cảng ở Hải Phòng sẽ được hưởng lợi từ những "ảnh hưởng cụm" đang lớn dần trong tam giác kinh tế phía Bắc.

Trong 10M2017, Bắc Ninh là điểm đến FDI hàng đầu trong số các tỉnh phía Bắc, thu hút 3,2 tỷ USD vốn đăng ký FDI (+ 359,3% YoY) do sự mở rộng của Samsung Display với 2,5 tỷ USD. Hải Phòng đã tụt hạng trong bảng xếp hạng này, và chỉ nhận được 744 triệu USD vốn FDI đăng ký, do đã tăng mạnh từ mức đầu tư 2,2 tỷ USD của LG vào cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản đầu tư lớn của LG năm ngoái, FDI năm nay vẫn tăng 24% so với cùng kỳ năm trước. Thông thường, các dự án FDI mới bắt đầu sản xuất sau khoảng một năm, sau khi xây dựng và thiết lập chuỗi cung ứng. Thời gian đưa vào vận

hành này ngắn hơn cho các dự án FDI mở rộng, và sự ra đời của sản xuất có thể ngắn hơn do các dự án này không phải trải qua chạy thử và chỉ cần gắn vào các hoạt động hiện tại. Chúng tôi dự báo rằng các dự án mở rộng mới được công bố vào năm 2017 sẽ tạo ra thêm lượng container thông qua cảng vào cuối năm 2018. Chúng tôi dự báo rằng sản lượng container sẽ tăng bình quân 15%/năm trong vài năm tới.

Các dự án FDI ở Hải Phòng, được đầu tư từ 1 đến 2 năm trước, đã bắt đầu tiến hành hoạt động xuất nhập khẩu thông qua các cảng tại đây. Trong 10M2017, chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI) tăng 20% so với cùng kỳ năm trước, dẫn đầu là sản lượng máy giặt tăng (+158% YoY), màn hình (+93%), phân bón (+89%), cao su (+79% YoY). Sản lượng sản xuất tăng đã đẩy lưu lượng hàng hóa vận chuyển lên 74,6 triệu tấn, bao gồm hàng khô và container, tăng 15,3% so với cùng kỳ. Tổng mức tăng trưởng xuất khẩu đạt 22,7% và tăng trưởng nhập khẩu 24,6% trong cùng kỳ.

Hình 131: Giá trị FDI đăng ký tại một số tỉnh miền Bắc



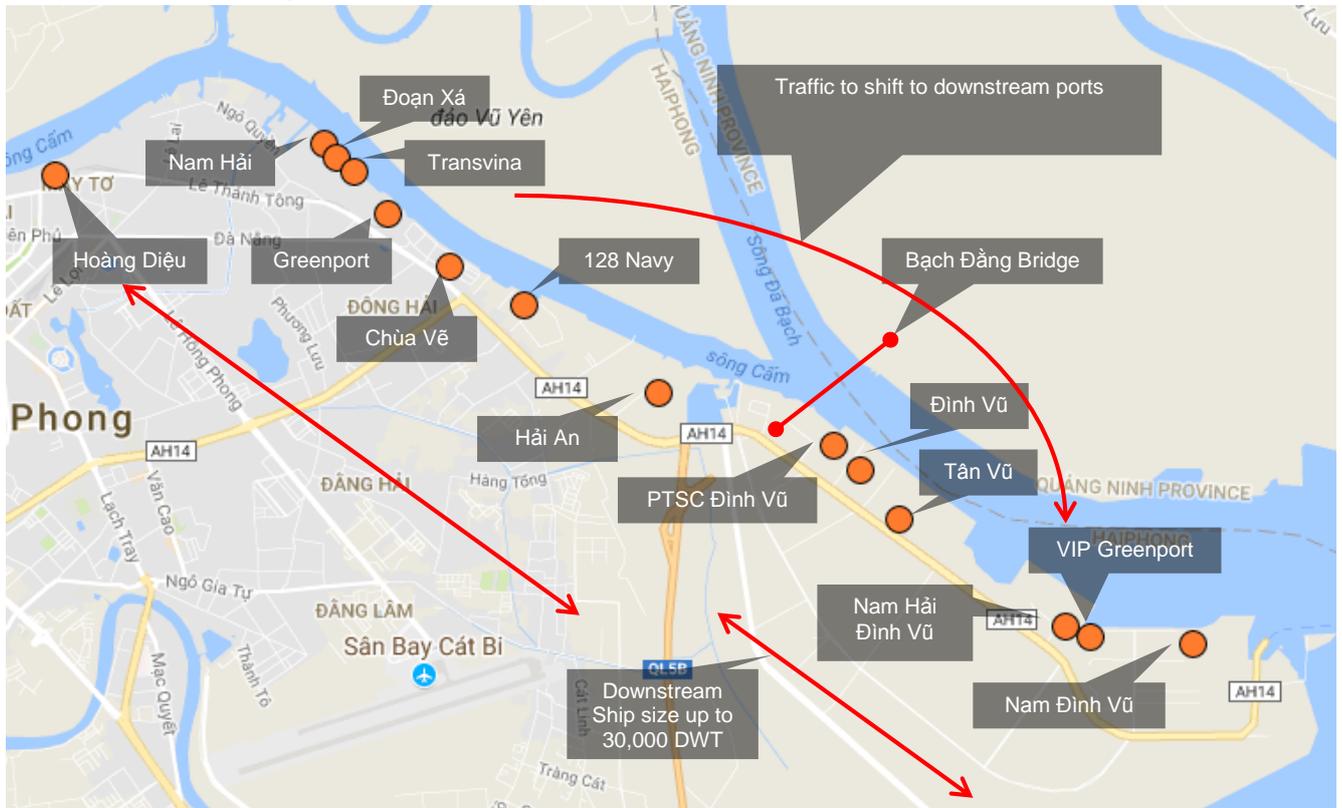
Nguồn: FIA

Các cảng ở hạ lưu trên sông Cẩm tăng trưởng mạnh hơn các cảng thượng nguồn

Tăng trưởng sản lượng container sẽ mạnh hơn đối với các cảng hạ lưu. Các cảng thượng nguồn sẽ sụt giảm về tập khách hàng, vì các tàu ưu tiên cập bến các cảng hạ lưu. Các tàu duy nhất sẽ tiếp tục cập cảng thượng lưu có kích thước nhỏ hơn (10.000 DWT), và chạy trong nước. Quá trình chuyển đổi này chủ yếu xảy ra do sự hoàn thành Cầu Bạch Đằng, có thể sẽ được hoàn thành vào đầu năm 2018. Điều này sẽ rút ngắn tuyến Hà Nội - Quảng Ninh và cũng sẽ áp đặt một giới hạn chiều cao cho các tàu chạy trên sông Cẩm. Theo cho một số nhà khai thác cảng, tàu 20.000 DWT sẽ không thể cập cảng ở các cảng thượng lưu, do đó các cảng hạ lưu sẽ là lựa chọn duy nhất của họ. Cầu Bạch Đằng đã vẽ nên một đường ranh phân định xác định chất lượng dịch vụ của các nhà khai thác cảng. Cảng hạ lưu, có vị trí thuận lợi, sẽ là có thể nhận được tất cả các khách hàng lớn sử dụng tàu 20.000 DWT, và sẽ nhận được mức phí. Cảng đầu nguồn sẽ chỉ có tùy chọn để phục vụ khách hàng nhỏ và tàu nhỏ 10.000 DWT. Một số cảng như Greenport (VSC), Nam Hải (GMD) và Hải An (HAH) phải cơ cấu lại hoạt động để duy trì doanh thu. Greenport sẽ chuyển đổi bãi container thành trung tâm phân phối (DC) và doanh thu từ việc này sẽ bù đắp cho sự suy giảm doanh thu bốc xếp container. Nam Hải và Hải An phải xây dựng các đội tàu vận tải riêng cho cảng. Hai cảng này sẽ cố gắng cung cấp các gói dịch vụ logistics với tổng chi phí thấp hơn mua những dịch vụ này một cách riêng lẻ. Hiện tại, GMD có bốn tàu container, trong đó có một tàu đã được mua lại gần đây. HAH đã tăng quy mô đội tàu từ ba lên bốn. Các cảng không thể điều chỉnh chiến

lược kinh doanh để đáp ứng các thay đổi này sẽ có sự sụt giảm doanh thu lớn.

Hình 132: Ports in Hải Phòng



Nguồn: VNDIRECT

Chúng tôi tin rằng sự dịch chuyển luồng hàng sẽ không phải là cái kết cho các cảng thượng lưu vì vẫn còn nhu cầu từ các nhà xuất khẩu nhỏ nội địa. Một lý do nữa là công suất hạ lưu không đủ để xử lý tất cả lưu lượng container hiện tại của các cảng thượng lưu. Chúng tôi kỳ vọng chênh lệch về giá cước giữa khu vực hạ lưu và thượng lưu sẽ dần dần mở rộng trong vài năm tới. Hiện tại, mức chênh lệch này khoảng 8-10% nhưng chúng tôi cho rằng sẽ tăng lên 15% trong hai năm tới.

Cảng Lạch Huyện không phải là mối đe dọa lớn đối với các cảng hạ lưu, ít nhất là trong vài năm. Dự án này dự kiến sẽ được đưa vào vận hành cuối năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng dự án là một mối đe dọa nghiêm trọng đối với các cảng hiện tại trong vài năm tới. Lý do chính là Lạch Huyện sẽ gây ra chi phí vận chuyển cao hơn. Xe tải sẽ phải chịu thêm phí cầu đường chờ hàng ra Lạch Huyện qua cầu Tân Vũ - Lạch Huyện dài 5.4km, được hoàn thành gần đây. Ngoài ra, cảng này sẽ tập trung vào một phân khúc khác, phục vụ các tàu mẹ lớn hơn (50,000 DWT trở lên). Cảng Lạch Huyện có thể sẽ có tỷ lệ vận hành thấp trong vài năm đầu như điều đã xảy ra các cảng nước sâu tại khu cảng Cái Mép ở phía Nam. Lý do chính là lượng hàng hóa vẫn không đủ lớn để có thể lấp đầy các tàu lớn; các tàu sẽ phải rời cảng với lượng hàng dưới mức hòa vốn hoặc chờ đợi trong thời gian dài tại cảng để thu gom hàng hóa đầy đủ. Điều này sẽ làm tăng chi phí vận hành cho các hãng tàu.

LỰA CHỌN CỔ PHIẾU: VSC

Chúng tôi thích VSC do công ty có vị trí chiến lược nằm trong khu cảng Hải Phòng và vẫn dự công suất

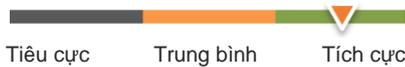
VSC là tổng hợp của một loạt các ưu điểm: 1) mô hình kinh doanh đơn giản và tập trung chủ yếu tập trung vào việc bốc xếp container và dịch

vụ lưu kho, 2) vị trí chiến lược trên sông Cấm và 3) công suất dư thừa không như hầu hết các cảng trong khu vực đã đầy công suất: công ty đang mở rộng công suất thêm 38% lên 1,1 triệu/năm

CTCP CONTAINER VIỆT NAM (VSC)

Giá thị trường VND44,600	Giá mục tiêu VND62,300	Tỷ suất cổ tức 0.4%	Khuyến nghị MUA	Ngành LOGISTICS
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	---------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Nguyễn Hồng Quang, CFA

quang.nguyenhong@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	56.260
Thấp nhất 52 tuần (VND)	40.270
KLGDBQ 3 tháng (cp)	201.165
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	10.335
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.235
SL CP đang lưu hành (tr)	50,1
Free float (%)	56
P/E TTM	9,7x
P/B	1,6x

Cơ cấu sở hữu

Vietnam Holding Ltd	7,0%
Forum One - VCG	4,9%
Deutsche AGM	4,4%
Khác	83,7%

Nguồn: VNDIRECT

DT hợp nhất 9 tháng của công ty tăng mạnh, trong khi LN ròng vẫn không thay đổi do giá cước thấp tại cảng Greenport và chi phí nhiên liệu tăng, ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động vận tải. Mặc dù công ty không đáp ứng được dự báo của chúng tôi trong năm 2017, nhưng chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị MUA của chúng tôi. Chúng tôi tin rằng VSC sẽ có mức tăng trưởng LN cao trong năm 2018, và việc bán ra gần đây của các nhà đầu tư nước ngoài đã khiến cổ phiếu bị đánh giá thấp.

DT 9 tháng đầu năm 2010 của công ty đạt 959 tỷ (+21,9%) và LN ròng đạt 190 tỷ đồng (tăng 0.4% so với cùng kỳ năm trước). Tổng sản lượng container của công ty đạt 600.000 TEU, tương đương cả năm 2016. VIP Greenport (VGP) là động cơ chính của VSC, đạt được DT 295 tỷ (+67%) và 65 tỷ LN ròng (tăng 357%). Sản lượng của Greenport đã giảm 6% so với cùng kỳ năm ngoái.

VSC sẽ nâng công suất của VGP thêm 1/3 lên 800,000 TEU vào năm 2019 thông qua việc bổ sung một cầu bờ và trung tâm logistics vốn hoàn thành 75% vào thời điểm này. Điều này sẽ giúp duy trì tốc độ tăng trưởng cho đến năm 2019. Chúng tôi dự kiến sẽ tăng thêm khoảng 200 tỷ đồng DT xử lý container tăng mỗi năm. Việc mở rộng này đòi hỏi khoản đầu tư là 112 tỷ đồng, với giá trị 65 tỷ đồng cho cần cầu bờ và 67 tỷ đồng cho trung tâm logistics.

Chúng tôi kỳ vọng LN thuần năm 2018 của công ty sẽ tăng lên 340 tỷ (+36,1% YoY). DT có thể chỉ tăng nhẹ tương ứng với 1.480 tỷ (+12,8% YoY) do VGP có thể đạt công suất 600.000 TEU. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tỷ suất LN thuần sẽ tăng 4 điểm phần trăm lên 24,3% do VSC đang dần dần thanh toán nợ liên quan đến VGP.

Định giá của VSC là hấp dẫn do sự bán tháo của các nhà đầu tư nước ngoài trong những tuần gần đây. VSC hiện đang giao dịch với mức EV / EBITDA 12 tháng là 5.6x, thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình peer là 6.7x. Chúng tôi cho rằng việc bán tháo gần đây không phản ánh sự suy giảm về nội tại doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng mạnh mẽ của tăng trưởng trong năm tới sẽ hỗ trợ cho giá cổ phiếu và giúp VSC rút ngắn khoảng cách về định giá so với các công ty cùng ngành.

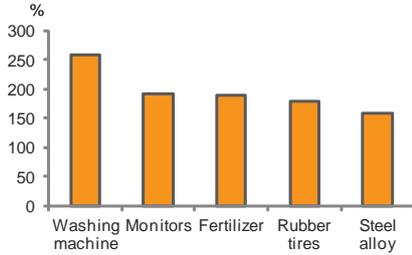
Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	928	1.082	1.312	1.480
Tăng trưởng DT thuần	4,1%	16,6%	21,2%	12,8%
Biên lợi nhuận gộp	39,9%	36,6%	31,6%	34,8%
Biên EBITDA	27,7%	17,3%	12,6%	17,8%
LN ròng (tỷ)	279	251	261	355
Tăng trưởng LN ròng	19,0%	(10,0%)	3,9%	36,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	11,5%	(5,3%)	3,9%	36,1%
EPS cơ bản	8.085	6.067	5.729	7.799
EPS điều chỉnh	8.085	6.067	5.729	7.799
BVPS	34.556	33.266	37.077	42.957
ROAE	21,1%	17,1%	16,3%	19,5%

Nguồn: VNDIRECT

Triển vọng vẫn tích cực

Chúng tôi kỳ vọng giá cước thấp sẽ kéo dài lý do các hãng tàu đang phải vật lộn để kiếm lợi nhuận và đồng thời tăng khả năng mặc cả với các nhà khai thác cảng do sự thành lập các liên minh trong ngành vận tải. Tuy nhiên, một số yếu tố sẽ bù đắp phần nào điều này.

Hình 137: Top 5 nhóm hàng hóa tăng trưởng sản lượng nhanh nhất tại Hải Phòng



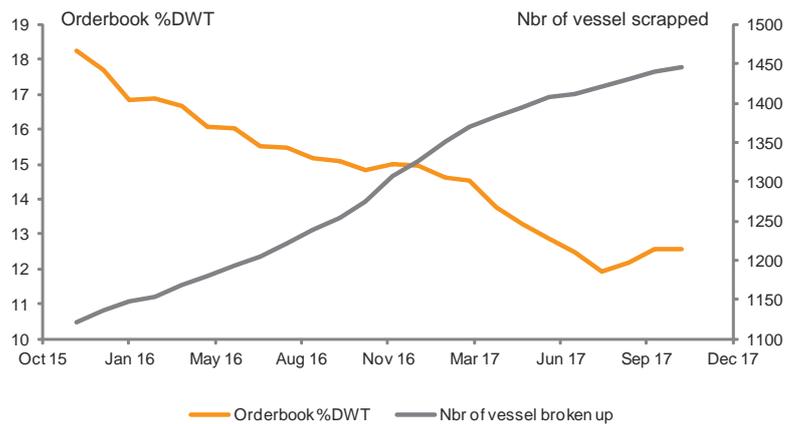
Nguồn: GSO

Sự mở rộng của VGP sẽ giúp VSC giảm tải hoạt động bốc xếp tại Greenport vốn chịu nhiều rủi ro giảm giá cước do vị trí bất lợi.

Theo VSC, tổng vốn đầu tư cho công suất bổ sung 200.000 TEU / năm là khoảng 122 tỷ. Số tiền này bao gồm một cầu cảng mới trị giá 65 tỷ và một trung tâm hậu cần trị giá 67 tỷ. Trung tâm logistics sẽ do GIC điều hành, một công ty con mà VSC sở hữu 66,3%. Trung tâm logistics đã hoàn thành 75% và sẽ hoàn thành vào cuối năm 2017. Greenport sẽ không hoàn toàn từ bỏ hoạt động xử lý container. Bãi container hiện tại sẽ được chuyển thành trung tâm phân phối mới (DC) và bến hiện tại sẽ phục vụ phà và tàu dưới 10.000 DWT, chủ yếu chạy trên các tuyến nội địa. Chúng tôi hy vọng lợi nhuận thuần từ DC mới sẽ bù đắp phần nào thu nhập giảm do hoạt động vận chuyển hàng hoá ở Greenport. Theo VSC, lợi nhuận thuần của Greenport mới được định dạng sẽ thấp hơn 8% so với lợi nhuận ròng hiện tại, đạt 106 tỷ trong 9 tháng cuối năm 2017. Hiện tại, chúng tôi không có thông tin về thời gian chính xác của quá trình chuyển đổi.

Triển vọng của ngành vận tải container cuối cùng đã được cải thiện khi các đơn đặt hàng mới tàu container đã giảm nhiều trong khi việc phá dỡ tàu tiếp tục duy trì do sự phục hồi của giá thép thế giới. Các hãng tàu đang tập trung vào việc cải thiện lợi nhuận của đội tàu bằng cách sử dụng các tàu lớn hơn và tăng tỷ lệ khai thác. Hiện tại, 65% đơn đặt hàng hiện tại tập trung vào các tàu trên 12.000 TEU. Đồng thời, các hãng tàu sẽ tiếp tục tối ưu hóa đội tàu nhỏ và giảm các đơn hàng với tàu nhỏ. Điều này sẽ làm giảm áp lực lên lợi nhuận cho các tàu dưới 2.000 TEU đang hoạt động và giảm nhẹ áp lực đối với giá cước cho loại tàu này. Theo Bloomberg Intelligence, nếu các hãng tàu duy trì kỷ luật, ngành công nghiệp có thể thấy một sự phục hồi bền vững trong vài năm tới.

Hình 133: Số đơn hàng tàu Container và số tàu bị phá dỡ



Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2018 của công ty sẽ tăng đáng kể khi VGP tiếp cận công suất tối đa 600.000 TEU

Chúng tôi hy vọng VGP sẽ đạt công suất thực tế 600,000 TEU vào năm 2018, mặc dù công suất thiết kế là 500,000 TEU/năm. Chúng tôi tin rằng VSC có thể dễ dàng hoạt động ở mức 20% trên công suất thông qua các hoạt động hiệu quả hơn và cũng đã quan sát các trường hợp tương tự cho các công ty khác; DVP có công suất thiết kế 500.000 TEU/năm nhưng đã đạt 649.224 TEU vào năm 2016. VGP có thể mở rộng công suất lên 800.000 TEU/năm bằng 1) thêm một cần cầu bờ để phục vụ cho các tàu dài hơn chiều dài bến và 2) thêm một trung tâm logistics 10 ha, giúp loại bỏ các tắc nghẽn hiện tại phát sinh từ sự không phù hợp giữa cơ sở hạ tầng tiền phương và hậu phương.

Chúng tôi dự kiến doanh thu năm 2018 của công ty sẽ đạt 1.480 tỷ đồng (+12,8% YoY) và lợi nhuận thuần đạt 340 tỷ đồng (+36,1%). Chi phí lãi vay sẽ giảm 15% so với cùng kỳ năm trước do VSC tiếp tục trả nợ 80-100 tỷ đồng/năm. Theo VSC, công ty sẽ trả hết nợ liên quan đến VGP trong 4 năm.

Định giá hấp dẫn

Cổ phiếu được định giá thấp theo cả P/E và EV/EBITDA. Chúng tôi cho rằng EV/EBITDA là phương pháp định giá phù hợp hơn cho các nhà khai thác cảng vì các công ty này đòi hỏi chi phí bảo trì rất nhỏ mặc dù họ cần đầu tư lớn vào cơ sở hạ tầng và thiết bị. Trong các loại hình kinh doanh này, thu nhập đôi khi không phản ánh được hiệu quả kinh doanh thực sự do chi phí khấu hao lớn. EBITDA là cơ sở tốt hơn cho việc định giá tương đối vì nó là đại diện cho dòng tiền hoạt động.

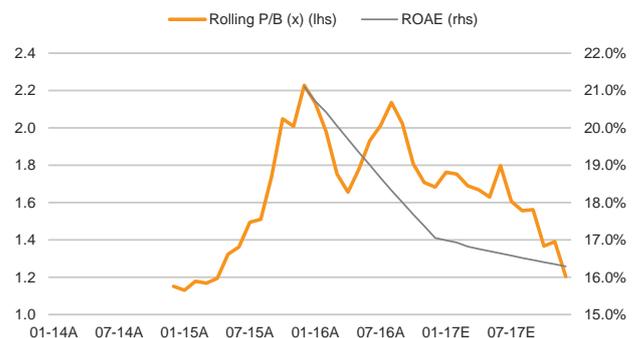
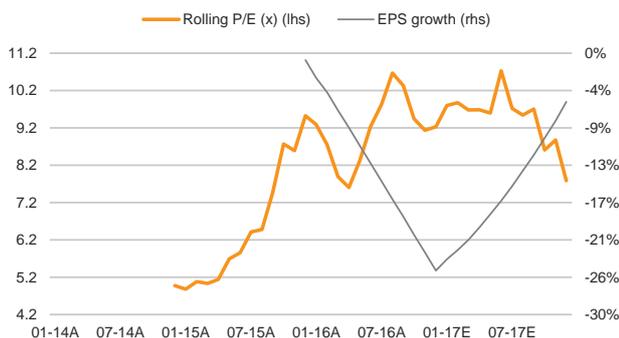
Định giá giữa các công ty cùng ngành biến động nhiều. Cảng hạ lưu có định giá cao hơn so với cảng thượng lưu do lợi thế cạnh tranh bắt nguồn từ vị trí thuận lợi. Trong số các cảng hạ lưu, các công ty có năng lực dư thừa thường có định giá cao hơn do vẫn còn khả năng tăng trưởng. VSC rõ ràng bị đánh giá thấp do công ty có cả vị trí thuận lợi lẫn năng lực dư thừa. Cổ phiếu giao dịch ở mức thấp hơn nhiều so với GMD mặc dù tạo ra gấp 3 lần ROE của GMD.

Hình 134: Định giá các DN cảng biển

Company	TTM P/E	EV/EBITDA	ROE
Mean	11.8	6.7	18.9%
VSC	9.1	5.6	17.4%
GMD	20.9	16.1	6.8%
DVP	9.5	6.7	30.0%
DNP	14.2	8.3	20.4%
DXP	12.9	3.4	8.4%
HAH	5.8	4.1	21.0%
PHP	10.2	4.4	12.1%
CLL	11.8	5.2	13.2%

Nguồn: Bloomberg

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần	1.082	1.312	1.480
Giá vốn hàng bán	(686)	(897)	(965)
Chi phí quản lý DN	(53)	(65)	(73)
Chi phí bán hàng	(11)	(13)	(15)
LN hoạt động thuần	331	337	427
EBITDA thuần	163	140	225
Chi phí khấu hao	168	196	202
LN HĐ trước thuế & lãi vay	331	337	427
Thu nhập lãi	17	18	30
Chi phí tài chính	(44)	(48)	(41)
Thu nhập ròng khác	1	0	0
TN từ các Cty LK & LD	6	7	8
LN trước thuế	311	314	423
Thuế	(49)	(41)	(53)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(11)	(11)	(15)
LN ròng	251	261	355
Thu nhập trên vốn	251	261	355
Cổ tức phổ thông	0	(91)	(91)
LN giữ lại	251	170	264

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tiền và tương đương tiền	331	650	1.119
Đầu tư ngắn hạn	32	32	32
Các khoản phải thu ngắn hạn	130	192	214
Hàng tồn kho	9	17	19
Các tài sản ngắn hạn khác	102	57	64
Tổng tài sản ngắn hạn	605	948	1.449
Tài sản cố định	1.226	1.314	1.164
Tổng đầu tư	105	105	105
Tài sản dài hạn khác	461	352	246
Tổng tài sản	2.397	2.718	2.964
Vay & nợ ngắn hạn	58	52	47
Phải trả người bán	63	168	179
Nợ ngắn hạn khác	177	288	322
Tổng nợ ngắn hạn	297	508	548
Vay & nợ dài hạn	585	511	438
Các khoản phải trả khác	(0)	2	3
Vốn điều lệ và	456	456	456
LN giữ lại	1.024	1.197	1.465
Vốn chủ sở hữu	1.515	1.689	1.957
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	7	19
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2.397	2.718	2.964

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
LN trước thuế	311	314	423
Khấu hao	168	196	202
Thuế đã nộp	(50)	(41)	(53)
Các khoản điều chỉnh khác	80	(24)	(38)
Thay đổi VLD	(191)	181	14
LC tiền thuần HĐKD	318	625	548
Đầu tư TSCĐ	(461)	(273)	(52)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(14)	25	38
Thay đổi tài sản dài hạn khác	26	109	105
LC tiền từ HĐĐT	(448)	(139)	92
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	218	(80)	(79)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	2	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(89)	(91)	(91)
LC tiền thuần HĐTC	129	(168)	(170)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	332	331	650
LC tiền thuần trong năm	(1)	318	469
Tiền & tương đương tiền cuối kì	332	650	1.119

Các chỉ số cơ bản

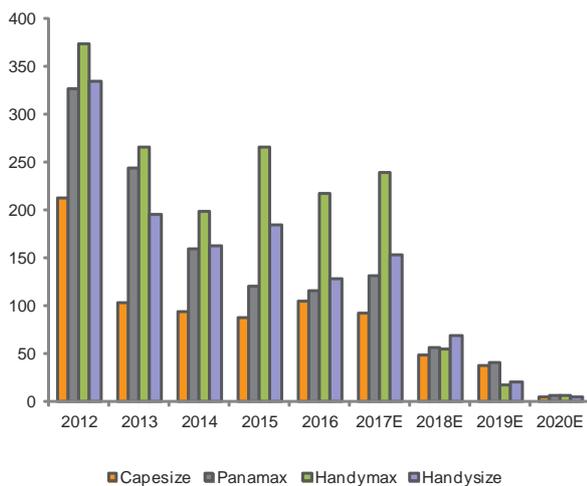
	12-16A	12-17E	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	23,2%	19,9%	24,0%
Vòng quay TS	0,47	0,51	0,52
ROAA	10,9%	10,2%	12,5%
Đòn bẩy tài chính	1,57	1,60	1,56
ROAE	17,1%	16,3%	19,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	38,2	44,4	44,4
Số ngày nắm giữ HTK	4,94	7,03	7,03
Số ngày phải trả tiền bán	33,4	68,3	67,8
Vòng quay TSCĐ	0,95	1,03	1,19
ROIC	11,6%	11,6%	14,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,04	1,87	2,64
Khả năng thanh toán nhanh	2,01	1,83	2,61
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,23	1,34	2,10
Vòng quay tiền	9,7	(16,9)	(16,4)
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	16,6%	21,2%	12,8%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	3,1%	1,6%	26,7%
Tăng trưởng LN ròng	(10,0%)	3,9%	36,1%
Tăng trưởng EPS	(25,0%)	(5,6%)	36,1%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	6.067	5.729	7.799
BVPS (VND)	33.266	37.077	42.957

VẬN TẢI HÀNG RỜI: KỊCH BẢN HỒI PHỤC ĐANG DẦN XUẤT HIỆN

Ngành công nghiệp vận tải hàng rời khô đường như đã chạm đáy cuối cùng

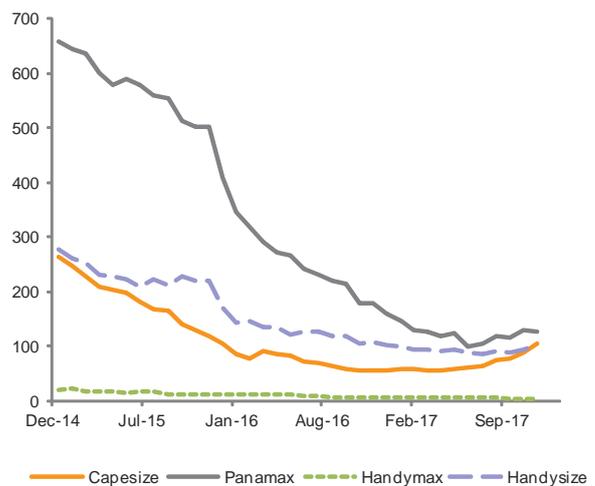
Số lượng các lô hàng mới đặt trước năm 2017 đã giảm đáng kể. Đây là kết quả của các mức giá giảm mạnh trong những năm trước, ngăn cản việc gia nhập của các doanh nghiệp mới và dẫn đến số lượng đơn đặt hàng giảm xuống. Các đơn đặt hàng cho Panamax, Handymax, và Handysize gần như thấp nhất trong gần một thập kỷ. Đơn đặt hàng tàu Capesize đã tăng lên một chút kể từ đầu năm 2017 do các yếu tố sau: 1) Sự thành lập liên minh của các hãng tàu; 2) tăng nhu cầu vận chuyển quặng sắt quặng sắt chất lượng cao từ Úc tới Trung Quốc. Nếu số đơn hàng mới vẫn ở mức thấp trong vài năm tới, ngành sẽ ổn định và cầu có thể bắt kịp cung. Theo Clarkson Research, cung vận tải hàng rời trong năm 2018 có thể tăng 1,2%, trong khi nhu cầu có thể tăng 2,7%, chủ yếu là do nhu cầu quặng sắt và than của Trung Quốc. Thường phải mất từ một đến hai năm để đóng một con tàu, tuy nhiên, rất có thể một số người mua đã trì hoãn giao hàng do giá cước thấp. Kỹ thuật này được nhiều công ty sử dụng để kiểm soát số lượng tàu hiện có do việc hủy hợp đồng rất tốn kém.

Hình 135: Số lượng tàu được bàn giao toàn cầu



Nguồn: Clarkson Research

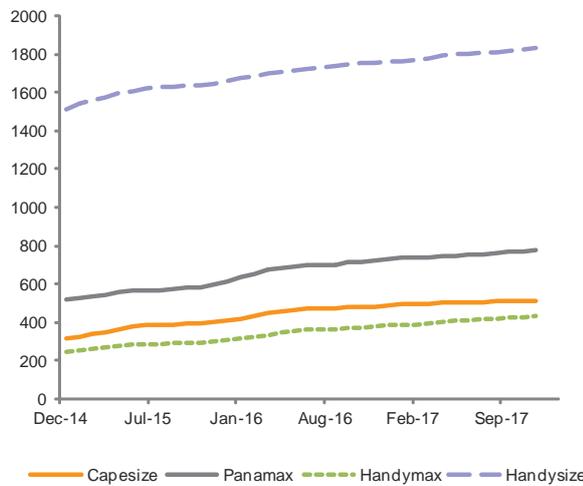
Hình 136: Số đơn hàng toàn cầu theo cỡ tàu



Nguồn: Bloomberg

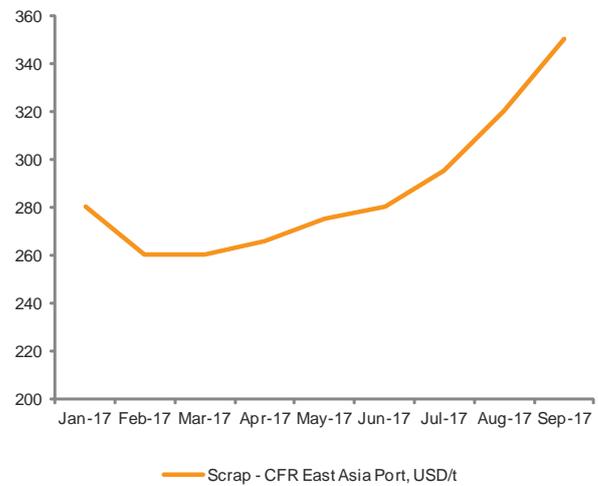
Tốc độ phá dỡ tăng, được hỗ trợ bởi giá phế liệu tăng, sẽ kiềm chế tăng cung tàu mới. Theo Allied Shipping Research, độ tuổi trung bình của các tàu phá dỡ vào cuối năm 2016 là 24,8 năm, giảm so với 27,6 năm vào cuối năm 2014, cho thấy việc phá dỡ tàu để bán phế liệu kinh tế hơn tiếp tục chạy tàu. Giá phế liệu có thể tiếp tục xu hướng đi lên khi Thổ Nhĩ Kỳ và Ấn Độ, hai nhà nhập khẩu phế liệu lớn nhất trên thế giới, đang cho thấy nhu cầu gia tăng đối với phế liệu. Điều này có thể khuyến khích các chủ tàu tiếp tục phá dỡ tàu.

Hình 137: Tổng số tàu bị phá hủy lũy kế từ năm 2005



Nguồn: Bloomberg

Hình 138: Giá phế liệu, Đông Á



Nguồn: Bloomberg

Do nhu cầu tăng cao của Trung Quốc đối với quặng sắt chất lượng cao (62% Fe), nhu cầu vận tải đường dài và tỷ lệ thuê tàu sẽ cải thiện, đặc biệt đối với các tàu Capesize. Khi Trung Quốc chiếm 76% lượng nhập khẩu quặng sắt đường biển, gia tăng khẩu vị đối với quặng sắt cao cấp sẽ có tác động rất lớn tới tuyến đường vận chuyển quặng sắt. Hiện tại, 83% lượng quặng sắt của Trung Quốc nhập khẩu từ Australia và Brazil, so với 69% vào năm 2013. Cần lưu ý rằng Úc và Brazil là hai nước xuất khẩu lớn nhất quặng 62% Fe. Điều này sẽ kéo dài khoảng cách vận chuyển, do đó nâng cao tỷ lệ sử dụng tàu bằng cách hạn chế số lượng tàu có sẵn để cho thuê. Lý do chính cho sự thúc đẩy chất lượng của Trung Quốc là sự trấn áp của chính phủ đối với ô nhiễm do các nhà sản xuất thép. Các nhà sản xuất thép muốn tiếp tục kinh doanh phải lắp đặt hệ thống kiểm soát phát thải hoặc thay đổi sang quặng sắt tốt. Nhu cầu đối với 62% quặng sắt có thể kéo dài trong một hoặc hai năm tới khi chính phủ Trung Quốc tiếp tục thể hiện ý chí mạnh mẽ trong việc kiểm soát vấn đề môi trường.

Công ước quản lý nước dằn (BWMC), áp dụng từ năm 2017, và Hiệp ước về nồng độ lưu huỳnh trong nhiên liệu, hiệu lực từ năm 2020, có thể kiềm chế việc mở rộng đội tàu. Hai hiệp định về môi trường, được thông qua bởi Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO), sẽ gây khó khăn cho các hãng tàu làm ăn thua lỗ do các chủ tàu phải chịu thêm chi phí trong việc xử lý nước dằn và lắp đặt bộ lọc khí thải hoặc thay đổi dầu có hàm lượng lưu huỳnh ít hơn. Cài đặt một hệ thống xử lý nước dằn có thể lên đến 5 triệu đô la Mỹ cho mỗi tàu và một bộ lọc phát thải có thể tốn kém vài triệu đô la Mỹ.

CỖ PHIẾU VẬN TẢI BIỂN: CHÚNG TÔI THÍCH VOS

Chúng tôi thích VOS vì: 1) Công ty có đội tàu hàng rời lớn thứ hai Việt Nam sau Vinalines, đội tàu này sẽ được hưởng lợi từ hồi phục giá cước quốc tế; 2) Công ty có dòng tiền hoạt động dương mặc dù LN sau thuế âm do chi phí khấu hao; 3) Là công ty vận tải thủy lớn nhất trên sàn niêm yết.

Hình 139: So sánh định giá của các doanh nghiệp vận tải hàng rời

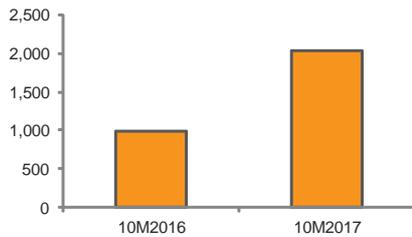
Ticker	Name	Market cap, US\$ bn	Net profit growth YoY	EPS growth YoY	ROA (%)	ROE (%)	D/E	TTM P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA
VOS	Vietnam	21.5	46.7	46.8	-8.5	-61.6	614.3	na	1.2	17.0
Malaysian Bulk Carriers Bhd	Malaysia	201.1	42.2	42.2	-29.1	-56.3	70.1	na	1.8	37.0
Shipping Corp of India Ltd	India	691.3	-77.5	-77.5	1.2	2.6	58.5	25.2	0.6	8.1
Cosco Shipping Hld	China	9,158.8			-0.7	-4.1	137.8	na	1.7	24.6
Ningbo Marine Ltd	China	835.8	-9.5	-9.6	2.2	4.9	82.9	40.7	2.0	na
Great Eastern Shipping	India	921.6	-31.2	-31.2	5.2	11.0	82.2	7.8	0.8	4.9
Bumi Armada Bhd	Malaysia	1,078.9			-5.1	-16.9	213.4	na	0.8	15.1
Diana Shipping Inc	US	422.3	68.7	74.7	-5.8	-9.7	58.6	na	0.4	48.5
Dryships Inc	US	367.0	-242.7	100.0	-22.3	-40.7	39.6	na	0.6	na
Scorpio Bulkers Inc	US	547.1	49.8	50.0	-5.3	-8.4	56.7	na	0.6	67.9
Star Bulk Carriers Corp	US	703.8	81.2	86.0	-3.2	-6.2	97.5	na	0.7	18.1
Eagle Bulk Shipping Inc	US	324.7	47.0	71.2	-20.8	-33.3	65.9	na	0.6	44.6
Average		1,272.8	-2.5	35.3	-7.7	-18.2	131.5	24.6	1.0	28.6
Median		619.2	44.4	48.4	-5.2	-9.1	76.2	25.2	0.7	21.4

Nguồn: Bloomberg

VẬT LIỆU XÂY DỰNG: CHÚNG TÔI THÍCH NGÀNH THÉP NHƯNG VẪN BI QUAN VỀ NGÀNH XI MĂNG

Tiêu thụ thép 2018 sẽ duy trì đà tăng trưởng do nhu cầu bất động sản và cơ sở hạ tầng

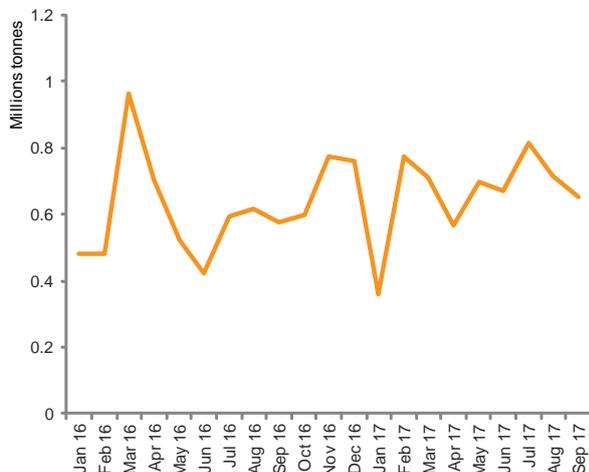
Hình 140: FDI giải ngân vào Bất động sản (triệu US\$)



Nguồn: VNDIRECT

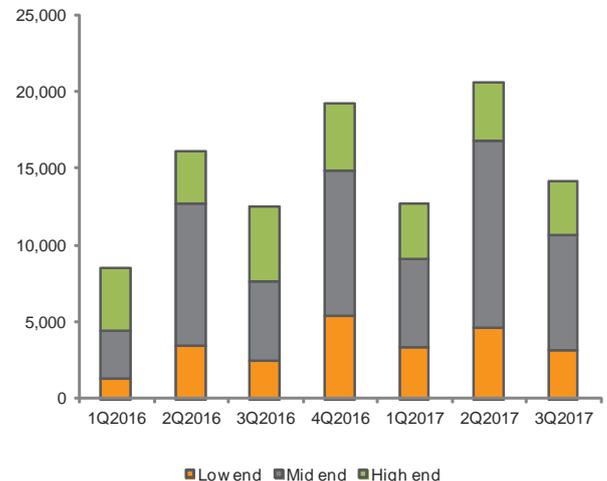
Trong 9 tháng đầu năm 2017, tiêu thụ thép xây dựng tăng 11,3% so với cùng kỳ năm ngoái lên 6 triệu tấn nhờ vào hoạt động xây dựng. Trong thời kỳ này, tiêu thụ thép tăng trưởng mạnh nhất ở mức 29,9% YoY từ tháng 5 đến tháng 9 năm 2017, ngay sau khi kỳ nghỉ Tết và trước mùa mùa bão. Tăng cường hoạt động xây dựng đã dẫn đến tăng 28% YoY số căn hộ mở mới để bán tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM) trong 9 tháng đầu năm 2017. Trong thời gian này, phân khúc căn hộ cao cấp có mức tăng trưởng nhanh nhất về cung, với tổng số căn hộ mở bán tăng 55,5% YoY đạt 10.900 căn. Điều này phản ánh xu hướng các nhà phát triển đã bắt đầu chú ý đến phân khúc nhà ở giá rẻ vốn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng so với phân khúc cao cấp vốn đã tăng mạnh mới trong những năm gần đây. Nguồn cung mới trong phân khúc hạng trung tiếp tục tăng mạnh, tăng 44,5% so với cùng kỳ năm trước đạt 25.400 căn mới mở bán. Nguồn cung cấp mới ở phân khúc cao cấp giảm 11,1% so với cùng kỳ năm ngoái xuống còn 11.000 căn. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng của phân khúc phạm vi từ thấp đến trung bình trong tổng số nguồn cung sẽ tăng trong vài năm tới do nhu cầu từ những cặp vợ chồng trẻ, tầng lớp trung lưu đang di chuyển ra ngoài.

Hình 141: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng



Nguồn: VSA

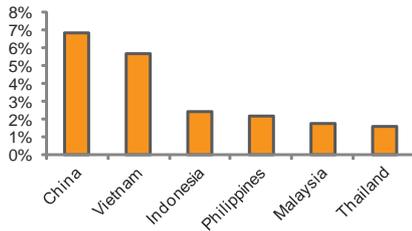
Hình 142: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội và Tp.HCM (đề bán)



Nguồn: CafeLand

Chi tiêu cơ sở hạ tầng vẫn là một trong những động lực của tiêu thụ thép nhưng sự phụ thuộc vào vốn tư nhân là một rủi ro đáng kể. Theo Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), chi tiêu cho cơ sở hạ tầng của Việt Nam là 5,9% GDP, dựa trên chi tiêu công, mức cao thứ hai trong số các nước APAC. Trong 5 năm tới, Việt Nam cần có khoảng 480 tỷ USD chi phí cơ sở hạ tầng cho 11 nhà máy điện mới và 1.380 km đường cao tốc. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI) dự kiến rằng 25% số tiền này sẽ được tài trợ bằng vốn FDI và vay ODA. Trong tương lai gần, chi phí cơ sở hạ tầng sẽ phải phụ thuộc nhiều hơn vào khu vực tư nhân vì vay ODA đang trở nên ít sẵn có và đắt hơn do Việt

Hình 143: Chi tiêu phát triển hạ tầng hàng năm (% GDP)



Nguồn: VNDIRECT

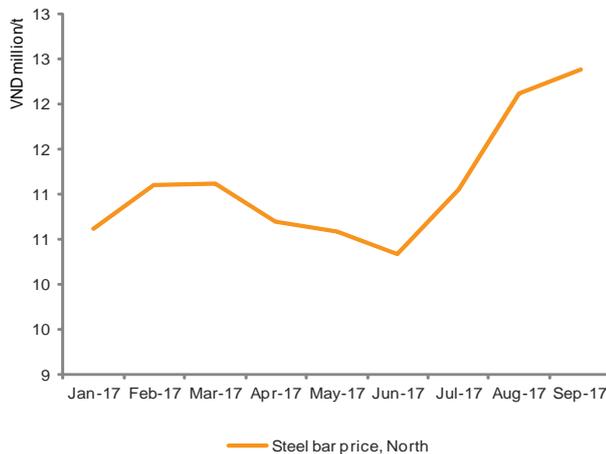
Nam dần thoát khỏi mức "thu nhập dưới trung bình". Chúng tôi tin rằng phân khúc cơ sở hạ tầng sẽ nhiều hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư tư nhân nếu chính phủ đưa ra các mô hình hợp lý và ưu đãi phù hợp. Tuy nhiên, một số phân khúc của ngành cơ sở hạ tầng là thu hút nguồn vốn tư nhân nước ngoài: 10M2017, FDI vào ngành tiện ích tăng khoảng 40x so với cùng kỳ năm trước chạm mức 5,6 tỷ USD.

Giá thép xây dựng 2018 có thể tiếp tục tăng do nhu cầu gia tăng và tăng trưởng cung vừa phải

Chúng tôi dự báo rằng giá thép sẽ tăng trong năm 2018, do nhu cầu thép xây dựng gia tăng và hạn chế tăng tổng công suất trong ngắn hạn. Tổng công suất của các nhà sản xuất thép của Việt Nam sẽ giữ ở mức 12,7 triệu tấn một năm trong hai năm tới. Đến cuối năm 2019, HPG sẽ bổ sung thêm 2 triệu tấn thép xây dựng mỗi năm khi Khu liên hợp thép Dung Quất vào cuối năm 2019. Do đó, các nhà sản xuất thép khác sẽ có hai năm để cải thiện lợi nhuận gộp và hiệu quả sử dụng vốn đang thấp do đầu tư quá mức trong quá khứ. Tính đến cuối tháng 10 năm 2017, giá thép xây dựng đã tăng 16,3% so với giá tháng giêng. Chúng tôi tin rằng giá thép xây dựng sẽ tiếp tục tăng trong năm tới. Mức giá hiện tại vẫn thấp hơn mức 2014 khoảng hơn 15 triệu đồng/tấn.

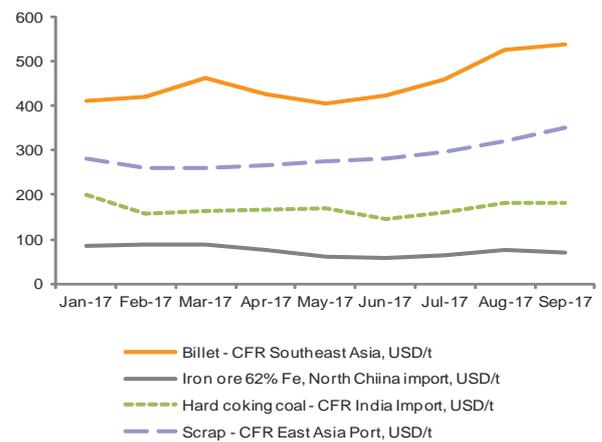
Một lý do nữa cho giá thép tăng là sự gia tăng giá phế liệu sắt, là nguyên liệu chính của các nhà sản xuất thép Việt Nam. Hơn 60% nguyên liệu đầu vào của thép tại Việt Nam chủ yếu là thép phế. Kể từ đầu năm 2017, giá phế liệu ở châu Á đã tăng 14%, chủ yếu là do 1) nhu cầu ngày càng tăng từ Thổ Nhĩ Kỳ, nước nhập khẩu phế liệu lớn nhất thế giới; 2) thiệt hại từ các cơn bão ở Mỹ dẫn đến nhu cầu lớn về phế liệu, thép thanh, thép hình. Giá phế liệu có thể tiếp tục xu hướng đi lên trong trung hạn do nhu cầu gia tăng từ Thổ Nhĩ Kỳ và Ấn Độ, điều này sẽ hỗ trợ giá phôi ở Châu Á.

Hình 144: Giá thép thanh ở miền Bắc



Nguồn: Bloomberg

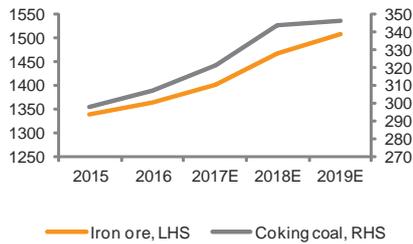
Hình 145: Diễn biến giá nguyên liệu đầu vào của Thép



Nguồn: Bloomberg

Các nhà sản xuất thép từ lò cao sẽ được lợi nhất từ giá thép tăng do giá nguyên liệu đầu vào, quặng sắt và than cốc cứng của họ có thể vẫn ổn định trong tương lai gần. Chúng tôi tin rằng giá quặng sắt và than luyện cốc có thể sẽ không tăng trong vài năm tới do: 1) nhu cầu giảm dần từ Trung Quốc do chính phủ tiếp tục đóng cửa các nhà máy thép không đạt được yêu cầu phát thải; 90% công suất thép thô của Trung Quốc dựa trên công nghệ lò cao vốn tiêu thụ nhiều quặng và than; 2) cung quặng sắt và than cốc có thể sẽ vượt quá cầu

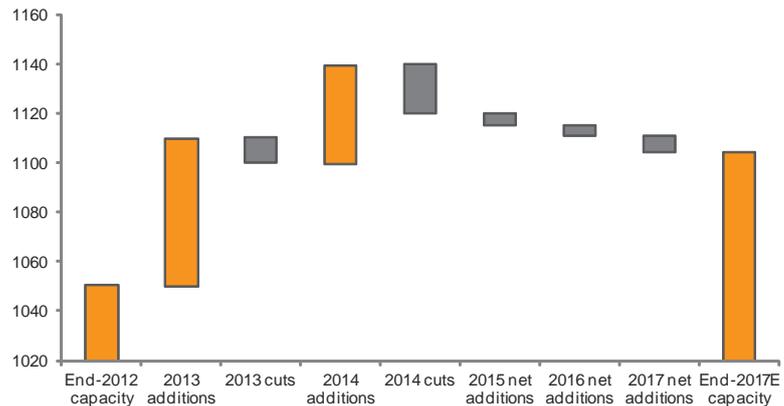
Hình 146: Nguồn cung thép toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg

khi nhiều dự án đi vào hoạt động vào năm 2018 và 2019. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất thép từ lò cao tăng. Chúng tôi tin rằng các nhà sản xuất thép từ lò điện (EAF) có thể hưởng lợi từ giá thép gia tăng, nhưng không nhiều như các nhà sản xuất thép từ lò cao vì các nhà sản xuất thép của EAF phải chịu giá phế liệu tăng cao, trong khi các nhà sản xuất thép lò cao có thể tận hưởng quặng sắt Fe 58% giá thấp. Nhà sản xuất thép lò cao của Việt Nam là HPG, và nhà sản xuất thép lò điện lớn nhất là Pomina (HOSE: POM).

Hình 147: Năng lực sản xuất thép Trung Quốc, triệu tấn



Nguồn: Bloomberg

Các nhà sản xuất thép lò cao có thể mua quặng sắt loại hàm lượng thấp (58% Fe) với giá rẻ do sự dịch chuyển của Trung Quốc sang quặng sắt chất lượng cao (62% Fe). Các quy định về giảm phát thải ở Trung Quốc, cùng với giá thép tăng, đã làm cho các nhà sản xuất thép Trung Quốc thêm muốn quặng sắt chất lượng cao từ Australia. Kết quả là nhu cầu đối với mặt hàng này đã làm giảm nhu cầu quặng sắt chất lượng thấp và than cốc. Do đó, chênh lệch giá quặng sắt chất lượng cao và thấp đã tăng 50% trong 12 tháng qua.

Hình 148: Giá Quặng sắt nhập khẩu vào Trung Quốc, US\$/tấn



Nguồn: Bloomberg

Công ty Formosa Hà Tĩnh (FHS) là mối đe dọa đối với các nhà sản xuất tôn mạ. Công ty đã sản xuất được 0,8 triệu tấn thép cuộn cán nóng (HRC) trong 9M2017. Tổng công suất giai đoạn 1 là 5,3 triệu tấn HRC và 1,2 triệu tấn thép thanh. 5,3 triệu tấn HRC có thể được bán cho các nhà sản xuất tôn như Tập đoàn Hoa Sen và Tôn Nam Kim do các nhà sản xuất thép Việt Nam không thể sản xuất được HRC tại thời điểm này. Có một nguy cơ là FHS có thể mở rộng sang sản xuất tôn mạ do việc nâng cấp từ sản xuất HRC lên sản xuất tôn mạ là tương

đơn giản về mặt công nghệ. Công suất tôn mạ tăng thêm, dù bán cho các nước ASEAN khác hoặc tiêu thụ ở Việt Nam, sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới các nhà sản xuất tôn mạ của Việt Nam như HSG vốn đang xuất khẩu trên 60% sản lượng của họ.

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tiêu cực đối với ngành xi măng

Ngành xi măng vẫn còn dư cung: Tổng công suất trong năm 2016 là 87,7 triệu tấn/năm trong khi tiêu thụ năm 2016 chỉ là 59,8 triệu tấn, tương đương tỷ lệ vận hành 68%. Tình trạng dư cung đang trầm trọng hơn ở miền Bắc và các tỉnh miền Trung, dao động quanh mức 50%. Ngược lại, các tỉnh phía Nam thiếu cung do trữ lượng đá với hạn chế. Hơn nữa, tiêu thụ xi măng trong năm nay đã chậm lại với mức tiêu thụ 10M2017 đạt 47,6 triệu tấn, chỉ tăng 3% so với cùng kỳ năm ngoái. Điều này có thể là do thời tiết ẩm ướt bất ngờ trong năm nay gây trở ngại cho hoạt động xây dựng. Mặc dù sản lượng xuất khẩu tăng 20% so với cùng kỳ năm trước nhưng chúng tôi vẫn hoài nghi về sự bền vững của tăng trưởng xuất khẩu này do có các đối thủ cạnh tranh trong khu vực như Trung Quốc và Thái Lan. Chúng tôi tin rằng ngành xi măng sẽ tiếp tục thấy tình hình ảm đạm vào năm 2018.

LỰA CHỌN CỔ PHIẾU: CHÚNG TÔI ƯA THÍCH HPG

Chúng tôi thích HPG do công ty sẽ được hưởng lợi từ tất cả các yếu tố vĩ mô tích cực

HPG sẽ được lợi từ 1) giá thép tăng, 2) giá quặng rẻ trong khi các nhà sản xuất thép khác phải chịu giá thép phế tăng. Thêm vào đó, HPG là công ty duy nhất có dự án mở rộng lớn trong 5 năm tới.

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG)

Giá thị trường VND44.250	Giá mục tiêu NA	Tỷ suất cổ tức 3,31%	Khuyến nghị NA	Ngành Vật liệu xây dựng
------------------------------------	---------------------------	--------------------------------	--------------------------	-----------------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Nguyễn Hồng Quang, CFA

quang.nguyenhong@vndirect.com.vn

HPG là công ty sản xuất thép xây dựng lớn nhất tại Việt Nam, chiếm tới 24% tổng thị trường. Năm 2017, công ty sẽ đạt 100% công suất về thép xây dựng, tương đương với khoảng 2 tr tấn thép dài. Tuy nhiên, câu chuyện tăng trưởng của công ty vẫn đang trong giai đoạn đầu, do HPG sẽ mở rộng công suất lên 4 tr tấn thép vào cuối năm 2019.

DT của công ty tăng trưởng 43% YoY trong 9 tháng đầu năm 2011, đạt 33.417 tỷ, nhờ 1) lượng thép thanh tiêu thụ tăng 31% so với cùng kỳ năm ngoái đạt 1.6 tr tấn và 2) giá bán tăng hơn 7% kể từ đầu năm Năm 2017. Thép xây dựng chiếm hơn 80% tổng DT và lợi nhuận thuần của công ty. DT còn lại là từ ống thép, kinh doanh máy móc, đồ gỗ, đồ gia dụng và bất động sản.

Dự án Dung Quất (DQP) sẽ là động lực tăng trưởng chính của HPG. Giai đoạn một (hoàn thành vào tháng 2 năm 2019), sẽ bổ sung thêm 2 tr tấn sản lượng thép thanh vằn mỗi năm. Giai đoạn 2 (vào cuối năm 2019) sẽ bổ sung thêm 2 tr tấn HRC mỗi năm. Tổng vốn đầu tư khoảng 2,5 tỷ đô la Mỹ và 50% sẽ được tài trợ bằng nợ. HPG dự kiến mỗi giai đoạn sẽ đạt công suất đầy đủ trong vòng hai năm. Năm 2018, HPG sẽ hoàn thành phần đầu tiên của nhà máy cán của DQP, sẽ bổ sung thêm 0,2 tr tấn thép do đó doanh thu của công ty năm 2018 sẽ vẫn tăng khoảng 10-15%.

HPG sẽ được hưởng mức giá vốn hàng bán thấp hơn so với các nhà sản xuất thép lò điện của Việt Nam: Quặng sắt hàm lượng thấp đang trở nên rẻ hơn khi các nhà sản xuất thép Trung Quốc chuyển sang quặng sắt cao cấp, trong khi giá phế liệu đang tăng lên. HPG đang sử dụng hỗn hợp quặng sắt loại thấp và cao cấp

Formosa Steel Corp (FHS) đã bắt đầu sản xuất nhưng không phải là mối đe dọa lớn đối với HPG. FHS sẽ là đối thủ cạnh tranh chính về HRC với công suất 6,2 tr tấn/năm. Tuy nhiên, FHS với công suất 1,3 tr tấn thép thanh vằn, có thể sẽ gặp khó khăn trong việc tham gia vào thị trường thép vì khó có thể thiết lập mạng lưới phân phối rộng khắp mà HPG đã thành lập trong vài năm qua. FHS đặt ra một mối đe dọa lớn hơn cho các nhà sản xuất tôn mạ.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	44.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24.967
KLGDBQ 3 tháng (cp)	4.458.107
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	174.034
Thị giá vốn (tỷ VND)	67.274
SL CP đang lưu hành (tr)	1.516
Free float (%)	44
P/E TTM	6,6x
P/B	1,7x

Cơ cấu sở hữu

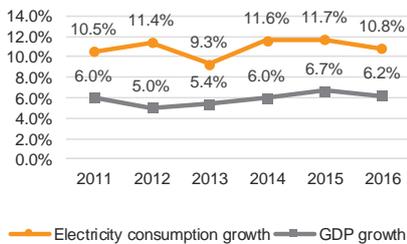
Tran Dinh Long	25,15%
Dragon Capital	7,65%
Vu Thi Hien	7,29%
Khác	59,91%

Nguồn: VNDIRECT

ĐIỆN: TĂNG TRƯỞNG NHỜ CÔNG NGHIỆP HÓA

Phát triển kinh tế và gia tăng công nghiệp hóa thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ điện

Hình 149: Tăng trưởng tiêu thụ điện và tăng trưởng GDP qua các năm

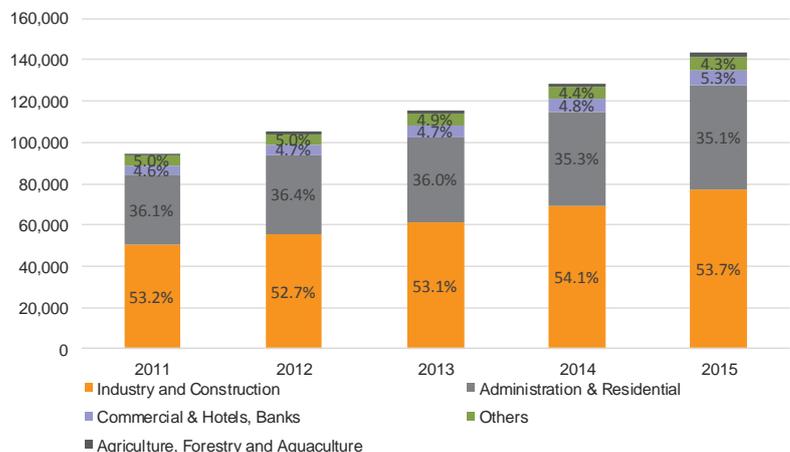


Nguồn: GSO

Tăng trưởng GDP hàng năm trung bình của Việt Nam đạt 5,9%/năm trong giai đoạn giữa 2011 và 2016 trong khi tiêu thụ điện tăng trưởng trung bình 10,9%/năm trong cùng thời kỳ. Như vậy trung bình Việt Nam đã và đang tiêu thụ hơn 1,84% lượng điện để có được 1% tăng trưởng GDP. Hệ số đàn hồi điện của Việt Nam hiện đang nằm ở mức tương đối cao so với khu vực, thậm chí là so với thế giới. Ở các nước phát triển, hệ số đàn hồi điện chỉ xấp xỉ 1,0x và ở một số nước còn thấp hơn ở mức 0,5-0,8x. Ở thời điểm hiện tại, Việt Nam đang cố gắng tăng hiệu quả sử dụng điện theo định hướng của Quy hoạch Điện VII điều chỉnh (QHĐ7): tiêu thụ điện được đề ra mức tăng trưởng 10-12%/năm dựa trên tăng trưởng GDP trung bình dự phóng là 7% mỗi năm trong cùng giai đoạn (tương đương với hệ số đàn hồi điện ở mức 1,5 đến 1,7x). Tiêu thụ điện không hiệu quả, được phản ánh từ hệ số đàn hồi điện ở mức cao, có thể do việc thiếu các hướng dẫn cụ thể về tiết kiệm điện cũng như ý thức và cách thực hành tiết kiệm.

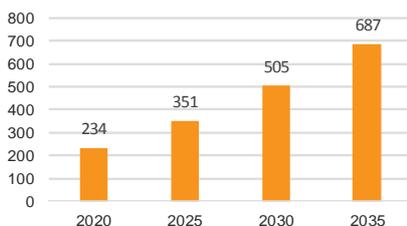
Tăng trưởng kinh tế của Việt Nam phần lớn dựa vào các ngành công nghiệp và dịch vụ, với các hoạt động công nghiệp tiêu thụ điện năng nhiều nhất. Trong giai đoạn 2011-2015, tiêu thụ điện chủ yếu đến từ Công nghiệp & Xây dựng (53,4%) và Hành chính & Hộ tiêu dùng (35,8%). Công nghiệp hiện đang và sẽ tiếp tục là ngành tiêu thụ điện chính trong vài năm tới bởi Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn đầu của công nghiệp hóa.

Hình 150: Tiêu thụ điện theo ngành (triệu kWh)



Nguồn: EVN

Hình 151: Dự phóng nhu cầu điện theo QHĐ 7 (tỷ kWh)



Nguồn: QHĐ 7 (Bộ Công Thương)

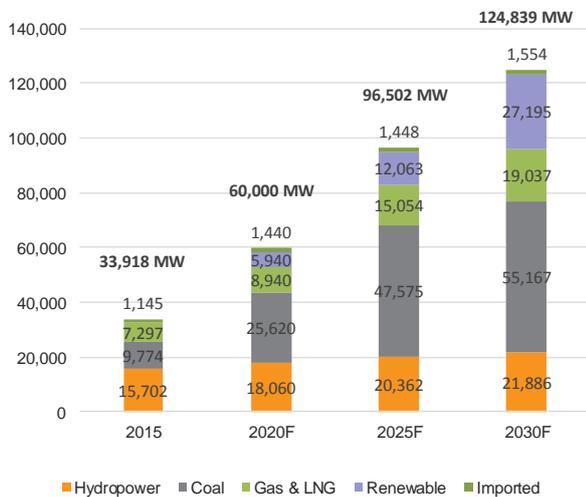
Dòng FDI lớn chảy vào công nghiệp chế biến chế tạo sẽ tiếp tục là động lực cho tăng trưởng tiêu thụ điện cao. Trong 10T2017, lĩnh vực này thu hút 48,7% tổng vốn FDI đăng ký (tăng 7% so với cùng kỳ).

Công suất phát điện sẽ tăng gấp ba trong thập kỷ tới để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng tăng

Tổng công suất phát điện hiện nay của Việt Nam đạt 41.424MW tính đến cuối năm 2016 với EVN sở hữu công suất phát điện lớn nhất trên cả nước. Với dự phóng tăng trưởng nhu cầu điện 10% mỗi năm từ nay cho đến 2030, QHĐ 7 điều chỉnh đặt ra kế hoạch tăng công suất điện lên gần 3 lần trong thập kỷ tới. Tổng sản lượng điện trong nước

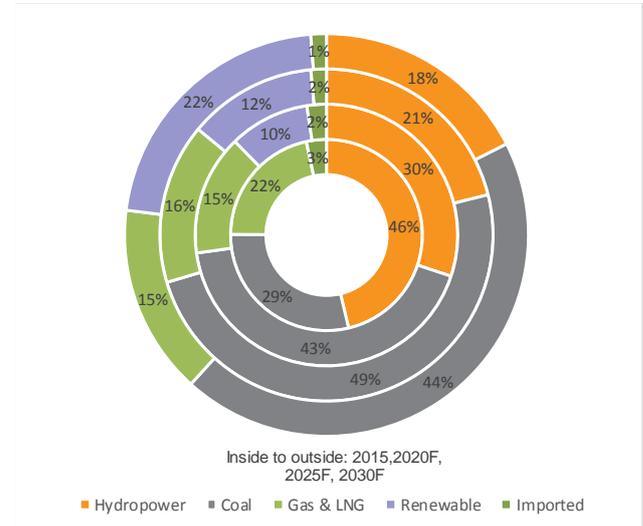
và nhập khẩu được dự phóng sẽ đạt 265-278 tỷ kWh vào 2020, 400-431 tỷ kWh vào 2025 và 572-632 tỷ kWh vào 2030, đôi ra nhiều so với nhu cầu điện trong cùng giai đoạn để đảm bảo an toàn năng lượng, theo QHĐ 7 điều chỉnh.

Hình 152: Kế hoạch phát triển các nguồn điện (MW)



Nguồn: QHĐ 7

Hình 153: % tổng công suất theo các nguồn điện

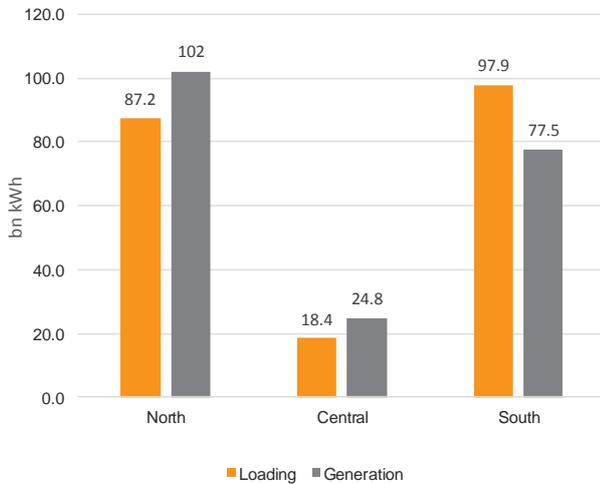


Nguồn: QHĐ 7

Phần lớn các nhà máy điện mới từ nay cho tới 2030 sẽ là nhiệt điện than và nhiệt điện khí bởi 2 lý do: (1) tiềm năng thủy điện tại Việt Nam gần như đã được khai thác hết, (2) xuất hiện nhu cầu phát triển các nguồn điện ổn định hơn để đảm bảo an toàn năng lượng khi sản lượng thủy điện biến động nhiều dựa trên yếu tố thời tiết đang ngày càng khó đoán do thay đổi khí hậu. Một số nhà máy nhiệt điện khí mới sau này sẽ chạy bằng khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) thay vì khí khô vì sản lượng khí từ các mỏ khí hiện tại đã lên tới đỉnh và các mỏ khí chưa được đưa vào khai thác. Một số các nhà máy đã có kế hoạch xây dựng và sử dụng khí LNG là Nhơn Trạch 3 (750MW), Nhơn Trạch 4 (750MW) và chuỗi dự án nhà máy nhiệt điện Sơn Mỹ 2 (3 nhà máy với công suất mỗi nhà máy là 750MW).

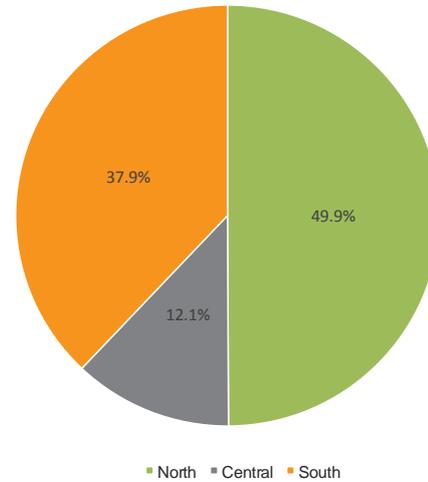
Chúng tôi cho rằng các nhà máy nhiệt điện khí mới sẽ được xây dựng tại miền Nam nhưng nâng cấp mạng lưới truyền tải điện là cần thiết để cân bằng khác biệt sử dụng điện giữa các vùng. Thêm vào đó, các nhà máy nhiệt điện khí mới sẽ lợi dụng được lợi thế gần với nguồn khí ở biển Đông. Miền Nam Việt Nam là nơi tiêu thụ điện chính chiếm 48% phụ tải cả nước nhưng chỉ chiếm 35% công suất phát trong năm 2016 theo Trung tâm điều độ hệ thống điện Quốc gia (NLDC). Trong khi đó, khu vực miền Bắc và miền Trung có dư thừa điện. Do cấu trúc tiêu thụ điện và công suất phát điện khác nhau giữa các vùng miền, nhà nước đang cố gắng cân bằng cung-cầu điện cả nước để đảm bảo bù đắp thiếu hụt điện tại miền Nam qua (1) xây dựng thêm nhà máy điện mới tại miền Nam và (2) nâng cấp đầu tư truyền tải điện Bắc-Nam để giảm thiểu hao hụt điện năng trên đường dây truyền tải từ miền Bắc và miền Trung đến miền Nam. Tổn thất điện năng trên đường truyền tải Bắc-Nam hiện vẫn còn cao do khoảng cách truyền tải điện khá xa.

Hình 154: Kế hoạch phụ tải và công suất theo các miền (tỷ kWh)



Nguồn: NLDC

Hình 155: % kế hoạch công suất phát theo miền năm 2017



Nguồn: NLDC

Kinh doanh – Xây dựng – Chuyển giao (BOT) là một loại hình hợp đồng xây dựng nhà máy điện ký giữa nhà đầu tư tư nhân và Bộ Công Thương. Sau khi việc xây dựng được hoàn thành, nhà đầu tư có thể vận hành nhà máy trong một khoảng thời gian để hoàn vốn và sẽ trả lại quyền sở hữu nhà máy cho Bộ Công Thương sau khi quãng thời gian này kết thúc.

Ngành điện đã và đang thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài

Công nghiệp hóa và nguồn vốn FDI liên tục đổ vào công nghiệp chế biến chế tạo đã hình thành tiềm năng khá lớn cho ngành điện, đặc biệt với việc chính phủ đang dần thị trường hóa khâu mua bán điện. Các nhà đầu tư nước ngoài đã nhận thấy cơ hội trong việc (1) xây dựng các nhà máy mới để đón đầu tăng trưởng tiêu thụ điện trong tương lai, và (2) đầu tư tài chính vào các nhà máy điện hiện hữu. Trên thực tế, 19,9% vốn FDI đăng ký mới trong 10 tháng đầu 2017 đã được đổ vào lĩnh vực sản xuất và phân phối điện, cao thứ nhì chỉ sau công nghiệp sản xuất. Tổng số vốn FDI lên tới 5,6 tỷ US\$, cao hơn hẳn con số 133 triệu US\$ cùng kỳ năm 2016. Hai trong số năm dự án FDI có tổng mức đầu tư lớn nhất được cấp phép trong 10 tháng 2017 là nhà máy nhiệt điện; bao gồm nhà máy BOT Nam Định 1 (1.109,4MW) với tổng vốn đầu tư 2,07 tỷ US\$ từ Taekwang Power (Hàn Quốc) và Acwa Power (Ả-rập Xê-út), nhà máy BOT Nghi Sơn 2 (1.200MW) tổng vốn đầu tư 2,79 tỷ US\$ từ Marubeni (Nhật) và KEPCO (Hàn Quốc).

Mặc dù vậy, mặt bằng pháp lý để xây dựng các nhà máy điện tại Việt nam còn khá phức tạp và rắc rối đối với các nhà đầu tư cá nhân. Một cách đầu tư đơn giản hơn, tuy gián tiếp, để hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu điện tăng mạnh là đầu tư tài chính vào các nhà máy điện hiện hữu. Xu hướng này được chúng tôi dự đoán sẽ tăng trong tương lai do Việt Nam đang trong quá trình cổ phần hóa và niêm yết các công ty sản xuất điện lớn. Một ví dụ là PVPower, doanh nghiệp (DN) sản xuất điện lớn thứ hai Việt Nam, sẽ có đợt IPO đầu giá vào ngày 31/01/2018.

Phát triển năng lượng tái tạo còn ở mức sơ khai nhưng có triển vọng dài hạn

Theo báo cáo mới nhất của Hiệp hội Năng lượng Việt Nam (VEA), Việt Nam có nhiều triển vọng để phát triển các loại năng lượng tái tạo: lên tới 40.000-50.000MW điện gió trên đất liền và tiềm năng điện mặt trời khá lớn với bức xạ mặt trời cao (lên tới 2.700 giờ nắng trung bình mỗi năm ở các tỉnh Tây Nguyên và Nam Trung Bộ). Do yếu tố môi trường, chính phủ sẽ đẩy mạnh việc phát triển năng lượng tái tạo để bổ sung cho nhiệt điện than và khí truyền thống.

Hình 156: Tóm tắt giá bán điện từ năng lượng tái tạo cho EVN

Sources	Electricity sale price
Wind power	7.8 Usc/kWh (on land)
	9.8 Usc/kWh (on the sea)
Solar power	9.4 Usc/kWh

Nguồn: Bộ Công Thương

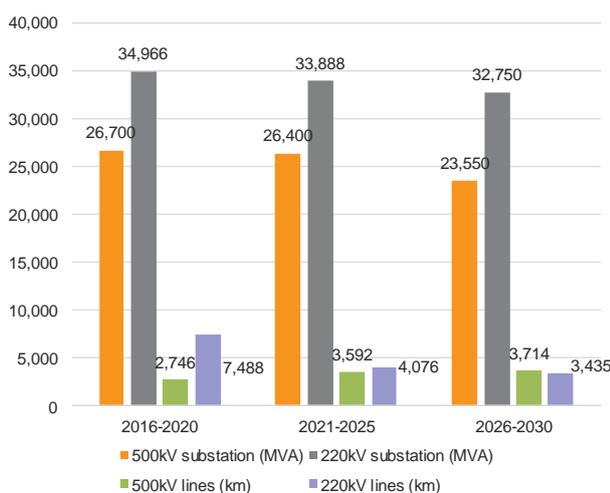
QHD 7 điều chỉnh cũng tăng dần tỷ trọng của các nguồn điện từ năng lượng tái tạo trong kế hoạch tăng tổng công suất phát điện toàn ngành tuy nhiên việc này cũng cần có thời gian. Giá bán điện cho EVN còn thấp và thiếu hướng dẫn cụ thể trong phát triển năng lượng tái tạo đang là cản trở cho các nhà đầu tư muốn đầu tư vào lĩnh vực điện này.

Việt Nam cũng đang ở giai đoạn khá mới trong việc phát triển các nguồn năng lượng tái tạo. Hiện tại trên cả nước mới có 4 nhà máy điện gió với tổng công suất 159MW, đạt 2,7% tổng công suất điện gió đề ra từ nay đến năm 2030 theo QHD 7 (6.000MW). Phần lớn đầu tư vào các dự án điện từ năng lượng tái tạo đều đến từ các DN tư nhân. Một số dự án tiêu biểu là CTCP Thủy điện Miền Trung (HOSE: CHP) với dự án điện mặt trời Cu Jút ở Đắk Nông (112MW) mục tiêu hòa lưới điện năm 2019; Tập đoàn Thành Thành Công (TTC) với hàng loạt kế hoạch các dự án điện mặt trời ở Tây Ninh (324MW), Bình Thuận (300MW), Ninh Thuận (300MW), Huế (30MW), Gia Lai (49MW); Công ty TNHH Xây dựng – Thương mại – Du lịch Công Lý với dự án điện gió đang hoạt động có công suất lớn nhất Việt Nam tính đến thời điểm hiện tại là 99,2MW. Chúng tôi cho rằng hiệu quả kinh tế của các dự án năng lượng tái tạo sẽ được cải thiện trong tương lai do cải tiến kỹ thuật sẽ làm giảm chi phí đầu tư và vận hành. Thêm vào đó, nhà nước đã bắt đầu quan tâm hơn đến lĩnh vực này và phát triển các chính sách hỗ trợ. Việc này sẽ thu hút được nhiều hơn các nhà đầu tư vào năng lượng điện tái tạo trong tương lai.

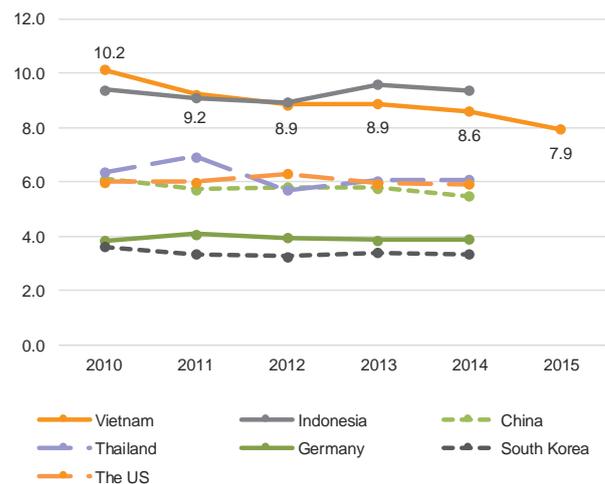
Nhu cầu nâng cấp đường dây truyền tải điện ngày càng tăng

Như đã đề cập ở phần trước, chính phủ đang cố gắng nâng cấp và mở rộng hệ thống truyền tải điện hiện tại để giảm hao tổn điện năng do truyền tải và giảm thiểu hụt điện năng ở miền Nam. Trong QHD 7, tổng mức đầu tư vào phát triển lưới điện được dự phóng sẽ chạm 214,7 nghìn tỷ đồng (9,4 tỷ US\$) trong giai đoạn 2016-2020 và 610,5 nghìn tỷ đồng (26,9 tỷ US\$) trong giai đoạn 2021-2030.

Hình 157: Mở rộng hệ thống truyền tải điện (QHD 7)



Hình 158: Tổn thất điện năng do truyền tải của các nước (% sản lượng)



Nguồn: QHD 7

Nguồn: World Bank

Tổn thất điện năng do truyền tải của Việt Nam đang cao hơn nhiều so với các nước khác trong khu vực và cả so với thế giới. Mặc dù vậy, việc liên tục đầu tư vào lưới điện đã góp phần làm giảm hao hụt điện năng tại Việt Nam trong các năm gần đây. EVN và Tổng Công ty Truyền tải Điện Quốc gia (EVN NPT) đặt mục tiêu giảm tổn thất điện

năng xuống còn 6,5% tới năm 2020. Với sản lượng điện cả nước năm 2016 đạt 183,28 tỷ kWh, mỗi 1% giảm tổn thất điện năng sẽ có ý nghĩa rất lớn tới cả cung lẫn cầu của thị trường điện.

Hệ thống điện Việt Nam có tính đặc thù cao do khoảng cách truyền tải lớn giữa nguồn điện và các khu vực tiêu thụ điện. Một ví dụ điển hình là lượng điện dư thừa của miền Bắc cần được truyền tải qua gần 2.000km để đến được miền Nam. Thêm vào đó, một số đường dây đã hoạt động trên 20 năm và đã xuống cấp dẫn đến chất lượng giảm sút và vận hành kém tin cậy: trạm biến áp (TBA) 500KV Hà Tĩnh, Phú Lâm, Pleiku, Đà Nẵng, Hòa Bình và ĐZ 500KV Bắc – Nam mạch 1. Điều này cũng dẫn đến khó khăn trong việc vận hành, sửa chữa và thay thế. Do vậy, nhu cầu nâng cấp và xây dựng các đường dây truyền tải mới để phục vụ cho hệ thống truyền tải hiện nay vẫn còn nhiều. Chúng tôi cũng dự phóng chính phủ sẽ đầu tư vào công nghệ hệ thống điện thông minh trong tương lai gần để tăng hiệu quả tiêu thụ điện và cân bằng phụ tải.

Tự do hóa thị trường bán điện sẽ có lợi cho các nhà máy sản xuất điện

Hiện nay thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM) đã được vận hành thí điểm trên giấy tại thành phố Hồ Chí Minh (EVN HCMC). VWEM sẽ được Bộ Công Thương triển khai theo 2 giai đoạn: giai đoạn thí điểm từ 2016-2018 và vận hành chính thức từ năm 2019. EVN hiện đang xây dựng hệ thống hạ tầng công nghệ thông tin cần thiết cho việc vận hành và giám sát VWEM.

Hình 159: Quá trình tự do hóa thị trường bán điện



Nguồn: EVN

VWEM sẽ làm mất vị trí độc quyền mua điện của EVN khi 5 công ty điện lực (EVN NPC, EVN SPC, EVN CPC, EVN Hà Nội và EVN HCMC) ký hợp đồng mua bán điện trực tiếp với các nhà máy điện. Điểm khác của VWEM còn nằm ở việc các nhà tiêu thụ điện lớn không trực thuộc EVN, với đầu nối trực tiếp vào ĐZ 220kV, sẽ có khả năng tham gia vào thị trường điện với tư cách người mua trực tiếp do vậy cũng làm giảm vị trí độc quyền phân phối điện của EVN. Khác biệt giữa thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) và VWEM là ở chỗ EVN sẽ không còn là người mua điện trực tiếp như hiện tại khi VWEM đi vào hoạt động.

Cơ chế giá của thị trường phát điện cạnh tranh sẽ được áp dụng cho VWEM theo QĐ 8266 của Bộ Công Thương năm 2015. Trong ngày D-1, đơn vị phát điện sẽ lập bản chào giá cho 48 chu kỳ giao dịch (30 phút/chu kỳ) cho Đơn vị vận hành hệ thống điện. Đơn vị vận hành hệ thống điện sẽ thực hiện tính toán để cân bằng giữa nhu cầu điện dự phóng và bản chào giá theo mô hình thị trường chào giá theo chi phí. Trong ngày D, đơn vị phát điện sẽ được cập nhật và gửi lại bản chào giá trước giờ vận hành 6 giờ để chuẩn bị cho việc phát điện theo kế hoạch.

Thị trường bán lẻ điện cạnh tranh (VREM) sẽ là giai đoạn cuối cùng của việc thị trường hóa thị trường điện. Trong VREM, giao dịch mua bán sẽ được thực hiện trực tiếp giữa các nhà máy sản xuất điện và các hộ tiêu dùng điện mà không cân thông qua 5 công ty điện lực như

trong VWEM. Người tiêu thụ điện trực tiếp sẽ có quyền lựa chọn nhà máy sản xuất điện cung cấp cho họ dựa trên các tiêu chí riêng của mình.

Hoạt động cổ phần hóa tiếp tục sẽ mang lại nhiều cơ hội cho các nhà đầu tư

Cổ phần hóa các DN điện đang diễn ra trong các công ty trực thuộc EVN và ngoài EVN. PVPower, thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) và cũng là DN điện lớn thứ 2 cả nước sau EVN, sẽ có phiên đấu giá IPO trong ngày 31/01/2018. Đây sẽ là phiên IPO tiên phong mở đầu cho chuỗi cổ phần hóa của các DN sản xuất điện lớn trên thị trường. EVN đã đặt ra lộ trình thoái vốn tại các tổng công ty phát điện trong giai đoạn 2016-2018 bắt đầu với Tổng Công ty Phát điện 3 (GENCO 3). Trong đó, EVN vẫn sẽ nắm quyền kiểm soát ở 3 tổng công ty phát điện (>51%). Tổng Công ty Truyền tải Điện (NPT), Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NLDC) và Công ty Mua bán điện (EPTC – EVN) sẽ tiếp tục thuộc sở hữu của nhà nước. Trong giai đoạn 2019 và 2020, chính phủ sẽ xem xét thoái vốn nhà nước tại các tổng công ty phát điện (GENCO 1, GENCO 2 và GENCO 3) xuống dưới quyền kiểm soát sau khi đánh giá kết quả cổ phần hóa tại các công ty này. Kế hoạch thoái vốn tại 5 công ty điện lực (EVN NPC, EVN SPC, EVN CPC, EVN Hà Nội và EVN HCMC) sẽ diễn ra trong giai đoạn 2021-2025.

LỰA CHỌN CỔ PHIẾU: PC1

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm tích cực về ngành điện với bối cảnh kinh tế tiếp tục tăng trưởng và việc nhà nước tiếp tục thoái vốn tại các DN điện.

Như đã đề cập ở trên, nhu cầu nâng cấp và mở rộng hệ thống truyền tải điện vẫn đang còn nhiều với mục đích (1) giảm tổn thất truyền tải điện do đường dây xuống cấp tại một số vùng, và (2) giải quyết vấn đề thiếu điện tại miền Nam. Trong số các công ty hiện đang niêm yết, chúng tôi lựa chọn các DN xây lắp điện như CTCP Xây lắp Điện 1 (PC1 VN) do DN sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ việc chính phủ đầu tư vào lưới điện trong các năm tới với vai trò đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp. Thêm vào đó, khác với các DN sản xuất điện khác đang được niêm yết, PC1 không phụ thuộc vào một số yếu tố khó dự đoán như chu kỳ thời tiết, giá nhiên liệu (than và khí) và giá bán điện cho EVN.

PC1 là DN đứng đầu trong lĩnh vực xây lắp truyền tải điện, lĩnh vực vẫn còn dư địa phát triển. Chúng tôi lựa chọn PC1 mặc dù cổ phiếu hiện đang được khuyến nghị Nắm Giữ do giá thị trường đã tăng mạnh so với lần cập nhật mới nhất của chúng tôi. Mặc dù vậy, các yếu tố cơ bản của DN vẫn hứa hẹn triển vọng dài hạn tích cực.

Trong làn sóng thoái vốn hiện nay của ngành điện, chúng tôi cho rằng PVPower sẽ là lựa chọn hợp lý cho các nhà đầu tư mong muốn tìm kiếm cơ hội được hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện. PVPower hiện là DN sản xuất điện lớn thứ 2 sau EVN và cũng là DN duy nhất sở hữu danh mục các nhà máy điện sử dụng các nguồn nhiên liệu khác nhau. Hiện tại, PVPower đã có kế hoạch mở rộng công suất khá lớn trong vài năm tới. Bởi các lý do này, phiên IPO đầu giá của DN vào ngày 31/01/2018 đã thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư. Danh mục đa dạng các loại hình nhà máy điện của PVPower giúp giảm thiểu rủi ro về giá nguyên liệu đầu vào và thời tiết.

CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 (PC1)

Giá thị trường VND39.600	Giá mục tiêu VND42.100	Tỷ suất cổ tức n/a	Khuyến nghị NĂM GIỮ	Ngành Công nghiệp
------------------------------------	----------------------------------	------------------------------	-------------------------------	-----------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Nguyễn Hạnh Trang

trang.nguyenhanh@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	40.650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26.923
KLGDDBQ 3 tháng (cp)	0,19
GTGDDBQ 3 tháng (tr VND)	7.451
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.433
SL CP đang lưu hành (cp)	115.452.410
Free float (%)	55
P/E TTM	16,0x
P/B	1,8x

Cơ cấu sở hữu

Trịnh Văn Tuấn	17,7%
VEIL	9,9%
Vietnam Holding Limited	5,1%
Khác	67,30%

Nguồn: VNDIRECT

PC1 là DN đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp các đường dây truyền tải điện và trạm biến áp trên thị trường. Với nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng tăng và nhu cầu đầu tư nâng cấp cơ sở hạ tầng truyền tải và phân phối vẫn còn nhiều, PC1 còn nhiều tiềm năng phát triển. Chúng tôi đánh giá 2018 sẽ là năm tích cực đối với PC1 chủ yếu nhờ ghi nhận doanh thu (DT) khoảng 1.100 tỷ từ dự án Mỹ Đình Plaza II và việc 2 nhà máy thủy điện Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A đi vào hoạt động. Giá thị trường cổ phiếu tăng mạnh trong thời gian gần đây đã làm giảm kỳ vọng tăng giá trong ngắn hạn nhưng chúng tôi cho rằng PC1 vẫn là 1 cổ phiếu có triển vọng dài hạn tích cực.

PC1 là đơn vị đứng đầu mảng xây lắp điện: với kinh nghiệm lâu năm và kỹ thuật tiên tiến PC1 có nhiều lợi thế trong việc đấu thầu các gói thầu xây lắp với địa hình phức tạp. PC1 là DN đầu ngành trong lĩnh vực xây dựng các đường dây truyền tải điện và trạm biến áp với doanh thu (DT) tăng trưởng kép 22,4% trong mảng này giai đoạn 2011-2016. Với tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức 10-13%/năm, 214,7 nghìn tỷ cần được đầu tư vào hệ thống truyền tải điện trong năm 2016-2020. Việc này sẽ tạo nhiều cơ hội tăng trưởng cho mảng hoạt động chính của PC1.

Mảng BĐS kỳ vọng thúc đẩy DT tăng mạnh trong 2018 với dự kiến ghi nhận DT xấp xỉ 1.100 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế (LNST) 216 tỷ từ dự án Mỹ Đình Plaza II. Đây là dự án nhà ở phân khúc trung cấp thứ 4 của PC1 sau thành công của các dự án trước. Vị trí thuận lợi của dự án tại cửa ngõ phía Tây Thủ đô và trung tâm Mỹ Đình đảm bảo khả năng bán hết toàn bộ số căn hộ trong năm 2017-2018.

Phát triển mảng thủy điện sẽ đem lại dòng lợi nhuận bền vững cho DN. PC1 đã được cấp phép khai thác lên tới 162MW tổng công suất các dự án thủy điện. PC1 hiện đang có 2 nhà máy với tổng công suất 60MW và mới có thêm 2 nhà máy nữa được hòa lưới điện vào tháng 11/2017 (Bảo Lâm 3 và 3A với tổng công suất 54MW). 2 nhà máy mới này được dự phóng sẽ đóng góp thêm 59 tỷ đồng lợi nhuận trong Q4/2017 và 246 tỷ đồng mỗi năm vào các năm sau (dự phóng dựa trên giá bán điện trung bình là 1.100 đồng/kWh).

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.101	3.008	3.476	5.123
Tăng trưởng DT thuần	0,0%	(3,0%)	15,5%	47,4%
Biên lợi nhuận gộp	13,8%	17,5%	15,3%	19,1%
Biên EBITDA	11,4%	15,2%	15,0%	18,8%
LN ròng (tỷ)	245	305	301	575
Tăng trưởng LN ròng	(42,0%)	24,1%	(1,2%)	91,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(42,0%)	24,1%	(1,2%)	91,0%
EPS cơ bản	7.184	4.049	2.606	4.979
EPS điều chỉnh	6.941	3.782	2.433	4.805
BVPS	40.106	27.406	21.998	26.977
ROAE	22,0%	17,8%	13,1%	20,3%

PC1 dự tính sẽ xây dựng thêm 2 nhà máy nữa trong năm 2018 với tổng công suất 48MW và bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ Q4/2019 với mục tiêu đưa thủy điện trở thành mảng hoạt động chính thứ hai sau xây lắp điện. Thủy điện được kỳ vọng sẽ mang lại dòng tiền ổn định trong tương lai cho PC1 và góp phần tăng biên lợi nhuận gộp cho cả DN.

DT từ mảng thủy điện sẽ tăng đáng kể trong năm 2018 do việc cả 4 nhà máy thủy điện đều hoạt động trong cả năm. Chúng tôi dự phóng sản lượng điện trong năm 2017 sẽ ở mức 298 triệu kWh, với đóng góp chủ yếu từ nhà máy Trung Thu và Bảo Lâm 1 trong khi năm 2018 con số này sẽ là 469 triệu kWh. Một ưu thế của các nhà máy thủy điện nhỏ của PC1 là giá bán điện sẽ được tính theo Biểu giá chi phí tránh được quy định hằng năm bởi Bộ Công Thương. Giá bán điện trung bình tính theo biểu phí này (dao động từ 1.070-1.100đ/kWh) thường sẽ cao hơn 20% so với giá bán điện trung bình trên hợp đồng mua bán điện PPA các nhà máy thủy điện lớn ký với EVN. Hiện tại giá bán điện trung bình ước tính của các nhà máy thủy điện của PC1 là 1.100đ/kWh.

Tiến độ xây dựng dự án Mỹ Đình Plaza II đang đi theo kế hoạch: PC1 hiện đang trong khâu hoàn thiện dự án. PC1 dự tính sẽ hoàn thành dự án 3 tháng sớm hơn so với kế hoạch trong Q1/2018 mà vẫn đảm bảo chất lượng thi công. Trong tháng 10/2017 PC1 cũng đã hoàn tất đợt mở bán căn hộ thứ hai và chúng tôi đánh giá PC1 sẽ có khả năng đạt được mục tiêu bán hết 70% số căn hộ tính đến cuối năm 2017.

Mảng xây lắp điện vẫn còn dư địa tăng trưởng: do tăng trưởng nhu cầu điện (trung bình tăng 11% mỗi năm theo ước tính của EVN) và khả năng thiếu điện ở miền Nam, nhà nước đã có kế hoạch tăng đầu tư vào hạ tầng truyền tải điện trong các năm sắp tới. Cụ thể, theo QHĐ 7 điều chỉnh, tổng giá trị đầu tư vào lưới điện trong giai đoạn 2016-2020 theo kế hoạch sẽ là 214,7 nghìn tỷ (9,5 tỷ US\$) và giai đoạn 2021-2030 là 610,5 nghìn tỷ (26,9 tỷ US\$). EVN ước tính sẽ đầu tư thêm khoảng 10.234km đường dây điện mới trong giai đoạn 2016-2020. Giá trị backlog của PC1 đến thời điểm này đạt 3,6 nghìn tỷ (158,4 triệu US\$) với 80% các dự án đến từ EVN và phần lớn là các dự án xây dựng truyền tải điện.

PC1 chiếm thị phần lớn trong mảng sản xuất cột thép: PC1 hiện là công ty duy nhất có khả năng vừa thiết kế, chế tạo và lắp đặt sản phẩm cột thép liên kết thanh đến 750kV và cột điện đơn thân 110kV, 220kV-1,2,4 mạch. Hiện tại PC1 đang sở hữu 100% hai nhà máy sản xuất cột thép với tổng công suất là 50.000 tấn/năm. Thị phần của PC1 trong mảng này là 40%. Ngoài việc sản xuất cho thị trường trong nước, PC1 cũng ký các hợp đồng xuất khẩu với các DN hợp tác ở hơn 10 quốc gia bao gồm Nhật, Hàn Quốc, Pakistan, Ấn Độ, Lào và Chile. Gần đây nhất PC1 đã ký hợp đồng hợp tác với AG Ajikawa (AG) của Nhật để xuất khẩu cho các đối tác của họ. Hiện tại, PC1 đang trong quá trình làm xuất khẩu 40.000 tấn cột thép sang Indonesia trong Q1/2018 theo như giai đoạn 1 của hợp đồng đã ký với AG. Tổng giá trị các hợp đồng ký mới trong năm 2017 của mảng này lên tới 66 tỷ đồng (2,92 triệu US\$).

Kết quả kinh doanh yếu trong năm 2017 sẽ tạo cơ hội mua vào cổ phiếu. Trong 9 tháng 2017, PC1 chỉ ghi nhận 193 tỷ đồng LNST (-26,2% YoY) do chi phí tài chính tăng mạnh. Thêm vào đó, việc thiếu vắng lợi nhuận từ mảng kinh doanh bất động sản cũng sẽ làm giảm kết quả kinh doanh của năm 2017. Nếu thị trường phản ứng tiêu cực với kết quả này, giá thị trường giảm sẽ tạo cơ hội mua vào cổ phiếu PC1 để đón đầu tăng trưởng lợi nhuận của năm 2018.

Hình 160: Phương pháp định giá

Method	Segment value (bn VND)	Contribution to target price
Electrical Engineering - P/E	2,581	22,356
Industrial Production - P/E	605	5,243
Real Estate - NPV	327	2,830
Hydropower - FCFE	1,271	11,010
Others - P/BV	81	698
Target Price		42,138

Nguồn: VNDIRECT

Định giá:

PC1 có các mảng hoạt động khá độc lập nên chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DN theo tổng thành phần. Mức giá mục tiêu chúng tôi đưa ra dựa trên dự phóng kết quả kinh doanh 2018 là 42.100 đồng/cổ phiếu. Ở mức giá này, dự phóng hệ số P/E 2018 sẽ là 8,8x với EPS điều chỉnh là 4.805đ/cp.

Sau đây là các giả định hệ số và dự phóng của chúng tôi cho từng mảng hoạt động:

Hình 161: Hệ số định giá được sử dụng

Valuation method	TTM P/E	Forecast one year EPS (VND/share)	Segment Value (bn VND)
Electrical Engineering		2,486	2,581
CTD	10.3		
HBC	9.0		
VNE	7.2		
SJE	9.5		
Applied Average TTM P/E	9.0		
Industrial Production		831	605
HPG	6.4		
HSG	6.2		
Applied Average TTM P/E	6.3		

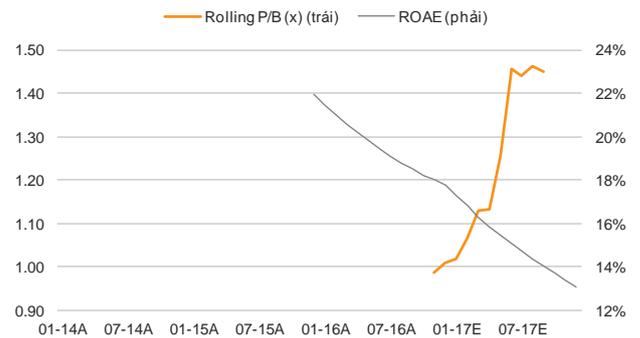
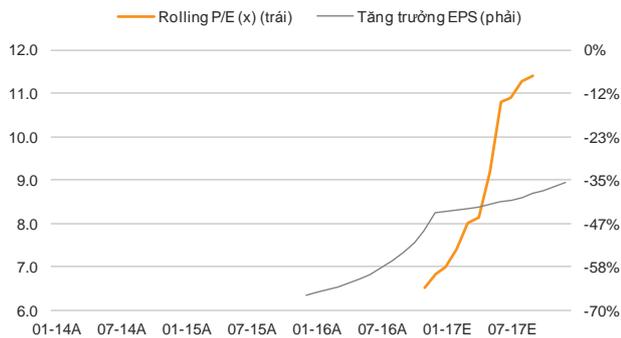
Nguồn: VNDIRECT

Hình 162: So sánh với các DN cùng ngành

Company	Country	Market Cap (mn US\$)	Dividend yield (%)	TTM P/E	1YF P/E	Net Debt/Equity (%)	ROE (%)	ROA (%)	EPS growth 2017 (%)	
Electrical Engineering										
CTD	Vietnam	683.7	n/a	10.3	n/a	2.5	-0.8	29.1	14.6	-16.5
HBC	Vietnam	357.2	n/a	9.0	n/a	3.8	1.3	53.4	7.1	21.3
VNE	Vietnam	32.5	n/a	7.2	n/a	0.7	0.1	11.2	6.4	n/a
SJE	Vietnam	13.7	7	9.5	n/a	1.0	0.8	9.6	2.2	n/a
<i>Average</i>		<i>271.8</i>		<i>9.0</i>		<i>2.0</i>	<i>0.3</i>	<i>25.8</i>	<i>7.6</i>	<i>2.4</i>
<i>Median</i>		<i>194.9</i>		<i>9.3</i>		<i>1.7</i>	<i>0.4</i>	<i>20.2</i>	<i>6.7</i>	<i>2.4</i>
Hydropower										
GHC	Vietnam	31.9	7.6	11.0	n/a	2.4	-0.1	22.2	17.7	n/a
PIC	Vietnam	20.0	2.7	17.1	n/a	1.4	0.4	8.0	5.4	n/a
DRL	Vietnam	18.4	n/a	6.7	n/a	3.1	-0.5	47.1	46.9	n/a
<i>Average</i>		<i>23.5</i>	<i>5.2</i>	<i>11.6</i>		<i>2.3</i>	<i>0.0</i>	<i>25.8</i>	<i>23.4</i>	
<i>Median</i>		<i>20.0</i>	<i>5.2</i>	<i>11.0</i>		<i>2.4</i>	<i>-0.1</i>	<i>22.2</i>	<i>17.7</i>	
Industrial Production										
HPG	Vietnam	2650.2	n/a	6.4	n/a	1.9	-0.1	34.9	20.9	-1.9
HSG	Vietnam	447.4	n/a	6.2	n/a	1.6	2.1	36.4	11.7	4.9
<i>Average</i>		<i>1548.8</i>		<i>6.3</i>		<i>1.7</i>	<i>1.0</i>	<i>35.7</i>	<i>16.3</i>	<i>1.5</i>
<i>Median</i>		<i>1548.8</i>		<i>6.3</i>		<i>1.7</i>	<i>1.0</i>	<i>35.7</i>	<i>16.3</i>	<i>1.5</i>
PC1	Vietnam	145.5	n/a	16.0	8.8	1.8	0.3	18.7	7.8	-1.2

Nguồn: VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần	3.008	3.476	5.123
Giá vốn hàng bán	(2.482)	(2.944)	(4.147)
Chi phí quản lý DN	(129)	(149)	(219)
Chi phí bán hàng	(0)	(1)	(1)
LN hoạt động thuần	397	383	756
EBITDA thuần	433	481	922
Chi phí khấu hao	(36)	(98)	(166)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	397	383	756
Thu nhập lãi	14	11	14
Chi phí tài chính	(22)	(29)	(48)
Thu nhập ròng khác	72	55	55
TN từ các Cty LK & LD	(61)	(24)	(24)
LN trước thuế	401	396	752
Thuế	(96)	(95)	(178)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	305	301	575
Thu nhập trên vốn	305	301	575
Cổ tức phổ thông	(0)	0	0
LN giữ lại	305	301	575

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tiền và tương đương tiền	419	499	141
Đầu tư ngắn hạn	20	20	20
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.046	1.094	1.560
Hàng tồn kho	532	854	1.145
Các tài sản ngắn hạn khác	29	40	150
Tổng tài sản ngắn hạn	2.046	2.507	3.015
Tài sản cố định	2.111	3.012	3.668
Tổng đầu tư	85	85	85
Tài sản dài hạn khác	288	238	308
Tổng tài sản	4.530	5.842	7.077
Vay & nợ ngắn hạn	135	149	0
Phải trả người bán	815	638	897
Nợ ngắn hạn khác	427	631	920
Tổng nợ ngắn hạn	1.377	1.417	1.816
Vay & nợ dài hạn	981	1.777	1.987
Các khoản phải trả khác	109	108	159
Vốn điều lệ và	753	1.155	1.155
LN giữ lại	940	1.016	1.590
Vốn chủ sở hữu	2.063	2.540	3.115
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	4.530	5.842	7.077

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
LN trước thuế	401	396	752
Khấu hao	36	98	166
Thuế đã nộp	(80)	(79)	(148)
Các khoản điều chỉnh khác	(405)	(42)	(45)
Thay đổi VLĐ	(14)	(351)	(226)
LC tiền thuần HĐKD	(62)	21	500
Đầu tư TSCĐ	(993)	(1.091)	(911)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(75)	42	45
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(21)	(13)	(53)
LC tiền từ HĐĐT	(1.089)	(1.062)	(919)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	414	176	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.254	945	61
Dòng tiền từ HĐTC khác	(669)		
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(0)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	999	1.121	61
Tiền & tương đương tiền đầu kì	571	419	499
LC tiền thuần trong năm	(153)	81	(358)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	419	499	141

Các chỉ số cơ bản

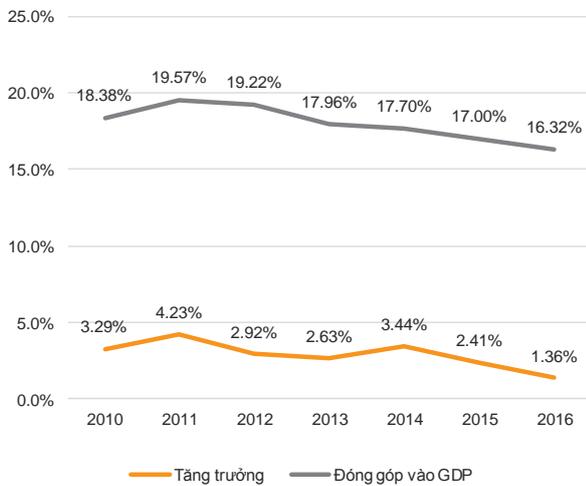
	12-16A	12-17E	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	10,1%	8,7%	11,2%
Vòng quay TS	0,77	0,67	0,79
ROAA	7,8%	5,8%	8,9%
Đòn bẩy tài chính	2,27	2,25	2,28
ROAE	17,8%	13,1%	20,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	97,2	88,7	88,7
Số ngày nắm giữ HTK	79	106	101
Số ngày phải trả tiền bán	120	79	79
Vòng quay TSCĐ	2,07	1,36	1,53
ROIC	9,6%	6,7%	11,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,49	1,77	1,66
Khả năng thanh toán nhanh	1,10	1,17	1,03
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,32	0,37	0,09
Vòng quay tiền	55	116	111
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(3,0%)	15,5%	47,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	34,1%	(3,7%)	97,6%
Tăng trưởng LN ròng	24,1%	(1,2%)	91,0%
Tăng trưởng EPS	(43,6%)	(35,6%)	91,0%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.049	2.606	4.979
BVPS (VND)	27.406	21.998	26.977

Nguồn: VNDIRECT

NÔNG NGHIỆP: TRÊN ĐÀ HỒI PHỤC VÀ TÁI CẤU TRÚC

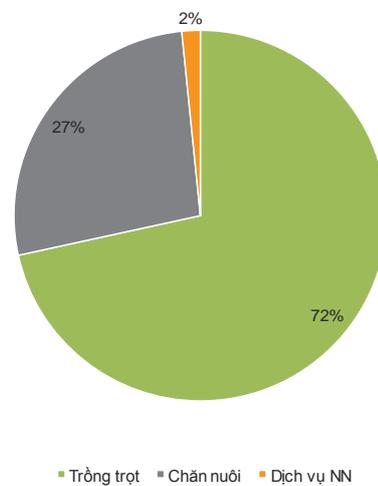
Mặc dù tỷ trọng ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản đóng góp cho GDP giảm dần trong giai đoạn vừa qua, đây vẫn là ngành đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Lĩnh vực nông lâm ngư nghiệp duy trì mức đóng góp 16-17% vào GDP, ở mức tương đối cao trong khu vực, sử dụng trên 42% lực lượng lao động trên cả nước (số liệu 2016). Từ mục tiêu ban đầu là xóa đói giảm nghèo, ổn định an ninh lương thực, Việt Nam hiện đã đáp ứng phần lớn nhu cầu trong nước và trở thành một trong các nước đứng đầu về xuất khẩu nông sản. Một số mặt hàng xuất khẩu nổi bật có thể kể đến như gạo, cà phê, hạt điều, hồ tiêu, cao su và các sản phẩm thủy sản.

Hình 163: Mức tăng trưởng và đóng góp của ngành nông lâm ngư nghiệp trong GDP



Nguồn: Tổng cục Thống kê, VNDIRECT

Hình 164: Tỷ trọng các nhóm ngành (2016)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, VNDIRECT

Trong lĩnh vực nông nghiệp, trồng trọt chiếm tỷ trọng trên 70%, còn lại là chăn nuôi và các dịch vụ nông nghiệp khác. Do hạn chế về mặt thời gian và dữ liệu, trong báo cáo này chúng tôi chỉ tập trung phân tích về lĩnh vực trồng trọt và các ngành sản xuất có liên quan. Thuật ngữ “ngành nông nghiệp” sử dụng trong báo cáo, do đó có thể hiểu theo nghĩa hẹp là để chỉ lĩnh vực trồng trọt.

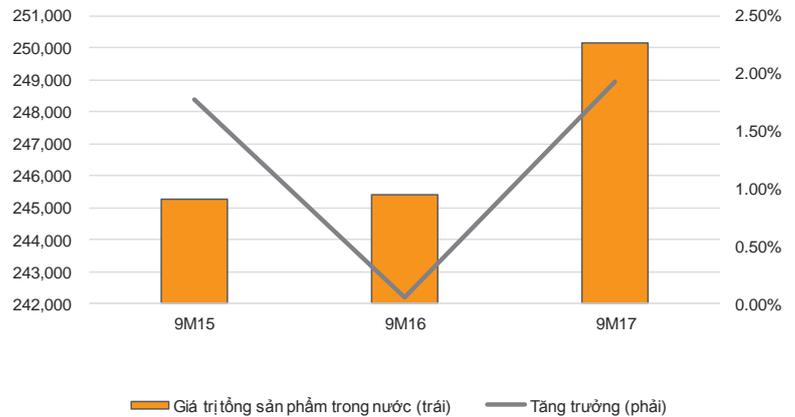
Ngành nông nghiệp đánh dấu bước phục hồi đáng kể trong năm 2017

Thời tiết thuận lợi hơn tạo điều kiện cho sản xuất hồi phục

Giai đoạn 2015-2016 ngành nông nghiệp bị ảnh hưởng nặng nề bởi hiện tượng El Nino gây nên hạn hán nghiêm trọng ở một số tỉnh phía Nam và tình trạng xâm nhập mặn phạm vi rộng ở khu vực đồng bằng sông Cửu Long – vựa lúa lớn của Việt Nam. Sản lượng một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực như gạo, cà phê, theo đó cũng giảm đáng kể, ảnh hưởng đến giá trị sản xuất và xuất khẩu nông sản.

Năm 2017, với việc El Nino kết thúc và thời tiết trở nên thuận lợi hơn, sản xuất nông nghiệp đã cho thấy những dấu hiệu hồi phục về cả năng suất và sản lượng. Số liệu từ Tổng cục Thống kê cho thấy tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm 2017 của ngành đã đạt 1,96%, cao hơn nhiều so với mức 0,05% cùng kỳ năm trước.

Hình 165: Giá trị tổng sản phẩm trong nước ngành nông nghiệp theo giá so sánh 2010 (tỷ đồng) và % tăng trưởng (%)

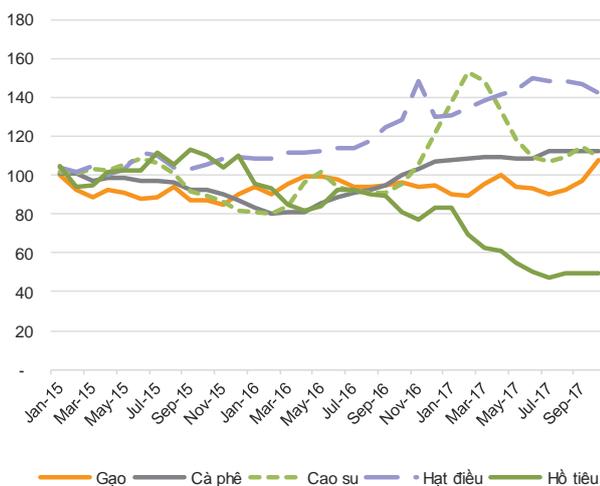


Nguồn: Tổng cục Thống kê, VNDIRECT

Giá trị xuất khẩu tăng trên cơ sở giá bán và sản lượng hồi phục

Theo số liệu từ Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn (NNPTNT), giá trị xuất khẩu nông sản trong 10 tháng đầu 2017 đạt 15,8 tỷ USD, tăng 16,5% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó cao su và rau quả ghi nhận mức tăng lớn nhất, tương ứng 42,8% và 42,7%. Tình hình xuất khẩu gạo cũng có nhiều khởi sắc, tăng trưởng 23,5% về sản lượng và 23,2% về giá trị nhờ nhu cầu nhập khẩu ở các thị trường truyền thống tăng mạnh: Trung Quốc (+33,9%), Phillipines (+31,8%), Malaysia (+76,8% YoY) đồng thời có nhu cầu đột biến từ thị trường Bangladesh do nước này bị ảnh hưởng bởi lũ lụt hồi đầu năm. Hầu hết các mặt hàng xuất khẩu khác cũng ghi nhận sự hồi phục về sản lượng và giá bán, ngoại trừ cà phê và sắn, nhờ vào tình hình thời tiết thuận lợi hơn và nhu cầu xuất khẩu tăng cao, đặc biệt là từ Trung Quốc, thị trường nhập khẩu nông sản lớn nhất từ Việt Nam.

Hình 166: Thay đổi giá xuất khẩu một số mặt hàng nông sản theo tháng (Tháng 1/2015 = 100)



Nguồn: Bộ NNPTNT, VNDIRECT

Hình 167: Tình hình xuất khẩu một số mặt hàng nông sản

	Sản lượng (nghìn tấn)			Giá trị (triệu USD)		
	10T16	10T17	%Δ	10T16	10T17	%Δ
Cà phê	1,518	1,182	-22%	2,757	2,707	-2%
Cao su	994	1,071	8%	1,260	1,799	43%
Gạo	4,127	5,097	24%	1,856	2,287	23%
Trà	103	116	13%	169	186	10%
Hạt điều	291	292	0%	2,332	2,892	24%
Hồ tiêu	159	192	21%	1,287	1,018	-21%
Rau quả	N/A	N/A	N/A	2,008	2,865	43%
Sắn	1,327	1,310	-1%	232	223	-4%

Nguồn: Bộ NNPTNT, VNDIRECT

Đáng chú ý là thị trường xuất khẩu nông sản của Việt Nam vẫn khá tập trung, thiếu đa dạng, dẫn đến phụ thuộc nhiều vào một số thị trường nhất định. Điển hình là thị trường Trung Quốc, chiếm tỷ trọng 63,1% trên tổng giá trị cao su xuất khẩu, 39,8% giá trị gạo xuất

khẩu, 75,6% giá trị rau củ xuất khẩu, và 87,7% giá trị sản xuất khẩu. Một thị trường khác nhập khẩu khối lượng lớn mặt hàng nông sản Việt Nam là Mỹ, chiếm 17,4% giá trị xuất khẩu thủy sản, 36,4% giá trị hạt điều xuất khẩu và 19,3% giá trị hồ tiêu xuất khẩu (Nguồn: Báo cáo Tổng cục Thống kê 11/2017). Sự phụ thuộc này khiến việc xuất khẩu chịu nhiều rủi ro không lường trước được do biến động sức mua từ các thị trường này, ví dụ như trong năm 2016 sản lượng gạo xuất khẩu của Việt Nam giảm 26,4% về sản lượng và 21,8% về giá trị có sự đóng góp không nhỏ từ sản lượng gạo xuất khẩu sang Trung Quốc sụt giảm 17,5% về sản lượng và 8,6% về giá trị.

Sản xuất nông nghiệp hồi phục cũng kéo theo sự hồi phục trong nhu cầu và giá bán các loại vật tư nông nghiệp

Trong giai đoạn 2015-2016, tăng trưởng sản xuất phân bón chững lại do thời tiết khó khăn ảnh hưởng đến nhu cầu sử dụng phân bón và giá bán cũng lao dốc không chỉ tại thị trường Việt Nam mà ở cả thị trường khu vực do dư cung, tồn kho dồi dào. Tuy nhiên trong 2017 khi thời tiết diễn biến thuận lợi hơn, mưa nhiều khiến nhu cầu sử dụng phân bón tăng đồng thời giá nông sản tăng cũng tạo điều kiện về tài chính để nông dân đầu tư thêm vào cây giống, vật tư. Điều này được thể hiện rõ khi sản lượng bán hàng của các doanh nghiệp sản xuất phân bón đều cho thấy sự khởi sắc trong 9 tháng đầu năm 2017.

Hình 168: Sản lượng và doanh thu một số DN sản xuất phân bón trong 9T2017

	Volumes ('000 tonnes)	YoY growth (%)	Revenue (VNDbn)	YoY growth (%)
DPM	644	0%	6,546	4%
DCM	656	19%	4,343	35%
LAS	786	6%	2,832	-1%
BFC	519	10%	4,855	6%
NFC	152	10%	450	6%
VAF	N/A	N/A	914	4%
Fertilizer import	3,526	18%	21,497	16%
Fertilizer export	730	38%	203	34%

Nguồn: Bộ NNPTNT, Báo cáo công ty, VNDIRECT

Ngành nông nghiệp vẫn tồn tại nhiều điểm yếu cần khắc phục

Quá trình tái cơ cấu ngành chưa hiệu quả

Mặc dù chính phủ đã đưa ra một loạt các biện pháp nhằm mục tiêu tái cấu trúc ngành, bao gồm phát triển sản xuất theo hướng quy mô lớn, cơ giới hóa nông nghiệp, chính sách tích tụ ruộng đất, v.v... quá trình tái cơ cấu ngành vẫn gặp nhiều khó khăn và chưa có kết quả rõ rệt. Sản xuất nông nghiệp vẫn mang tính chất phân mảnh, quy mô nhỏ: theo số liệu từ Báo cáo tổng điều tra nông thôn, nông nghiệp và thủy sản năm 2016 của Tổng cục thống kê, trong tổng số 9,29 triệu đơn vị sản xuất nông, lâm, ngư nghiệp tại thời điểm tháng 7/2016, 99,9% là các hộ sản xuất, không thay đổi đáng kể so với các cuộc điều tra tương tự thực hiện năm 2006 và 2011. Tỷ trọng hộ sử dụng đất nông nghiệp dưới 0,2ha tăng từ 34,7% năm 2011 lên 36,1% năm 2016, trong khi tỷ lệ hộ sử dụng 5ha đất trở lên chỉ chiếm 2,3% tổng số hộ năm 2016.

Hình 169: Số đơn vị sản xuất nông, lâm, ngư nghiệp phân theo loại hình tổ chức

	2006	% weight	2011	% weight	2016	% weight
Enterprise	608	0.01%	955	0.01%	1,740	0.02%
Cooperative	6,971	0.07%	6,072	0.06%	6,646	0.08%
Household	9,740,160	99.92%	9,591,696	99.93%	8,454,263	99.90%

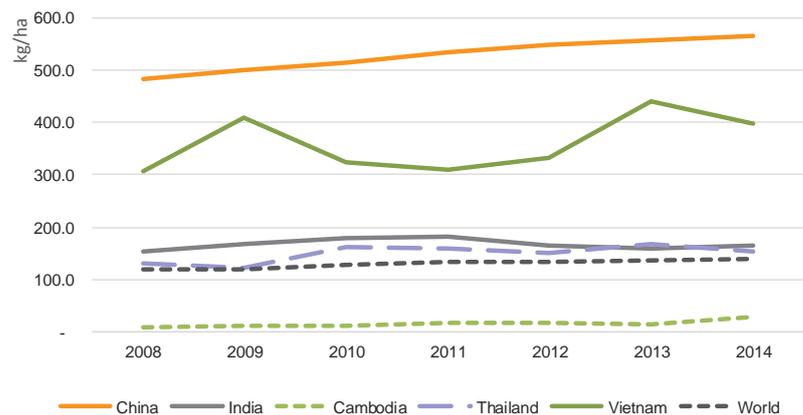
Nguồn: Tổng cục Thống kê, VNDIRECT

Quy mô sản xuất nhỏ cũng gây khó khăn thêm cho việc cơ giới hóa nông nghiệp và áp dụng các công nghệ mới, vốn cần nguồn lực lớn và khả năng tài chính tốt mà các hộ sản xuất nhỏ lẻ khó có khả năng đáp ứng được. Số liệu cũng cho thấy mức độ sử dụng máy móc ở Việt Nam thấp hơn so với các nước trong khu vực, chỉ đạt 1,6HP (mã lực)/ha canh tác trong khi con số tương ứng của Thái Lan là 4HP/ha, Trung Quốc 8HP/ha, Hàn Quốc 10HP/ha (Nguồn: Bộ NNPTNT 2015). Năm 2016, theo Tổng cục thống kê, bình quân 100 hộ sản xuất nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ sử dụng 0,3 máy gieo sạ, 0,28 máy gặt đập liên hợp và 2,68 máy chế biến lương thực.

Thâm canh nông nghiệp dẫn tới tác động xấu lên môi trường

Quá trình thâm canh gắn với việc sử dụng nhiều, nhưng đôi khi thiếu hiệu quả, các loại vật tư nông nghiệp như phân bón, thuốc trừ sâu và các nguồn lực khác nhằm tăng năng suất và sản lượng cây trồng. Điều này giúp Việt Nam duy trì được năng suất cao ở một số loại cây trồng chủ lực như lúa, cà phê so với các nước khác trong khu vực, tuy nhiên cũng dẫn đến các tác động không mong muốn lên môi trường. Những hệ quả về môi trường của việc thâm canh có thể kể đến như thoái hóa đất, ô nhiễm nước, tàn phá rừng và hệ sinh thái tự nhiên và phát thải khí nhà kính.

Hình 170: Tỷ lệ sử dụng phân bón trên 1 ha đất canh tác của Việt Nam cao hơn nhiều so với các nước trong khu vực và bình quân thế giới



Nguồn: World Bank, VNDIRECT

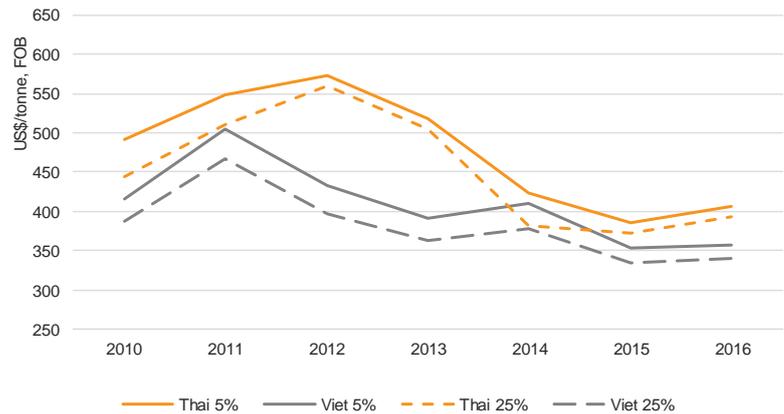
Chỉ khi các yếu tố này trở nên nghiêm trọng hơn trong những năm gần đây, chính phủ mới chuyển hướng sang quan tâm hơn đến khía cạnh phát triển bền vững của ngành nông nghiệp. Mặc dù mục tiêu đặt ra là phát triển nông nghiệp xanh, giảm phát thải khí nhà kính nhờ vào sử dụng một cách hiệu quả hơn các yếu tố đầu vào, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn điều này sẽ khó có thể ảnh hưởng đến nhu cầu đầu vào về phân bón, hóa chất do đó không tác động mạnh đến các DN sản xuất mặt hàng này. Tuy nhiên về dài hạn, xu hướng mới là chuyển đổi sang sử dụng các sản phẩm có chất lượng cao, hiệu quả, có thể mở ra thêm cơ hội mới cho các DN trong ngành.

Hàng xuất khẩu Việt Nam vẫn đang nằm ở chân của chuỗi giá trị

Mặc dù giá trị xuất khẩu cao, song nông sản xuất khẩu của Việt Nam thường được bán ở mức giá thấp hơn so với các thị trường khác. Chẳng hạn như giá gạo 25% tấm của Việt Nam thường bán rẻ hơn 9-13% so với mặt hàng tương tự từ Thái Lan, hoặc giá cà phê Robusta của Việt Nam thường thấp hơn so với chỉ số LIFFE (giá quốc tế). Nguyên nhân cho việc này là do phần lớn hàng xuất khẩu Việt Nam đều chỉ là mặt hàng thô hoặc sơ chế, không có nhiều giá trị gia tăng, chưa có thương hiệu. Bên cạnh đó, những yếu tố khác như (1) Sự

lạm dụng quá mức các loại hóa chất, như đã trình bày ở trên, (2) Thiếu quy trình quản lý chất lượng, liên quan trực tiếp đến những lo ngại về dư lượng hóa chất trong sản phẩm, đã tạo rào cản để Việt Nam xuất khẩu sang các thị trường khó tính, và (3) Các yếu kém trong hệ thống hỗ trợ, từ công đoạn vận chuyển đến chế biến sau thu hoạch, bảo quản hàng hóa, đều đóng góp không nhỏ đến việc hàng xuất khẩu Việt Nam bị định giá thấp trên thị trường quốc tế.

Hình 171: Gạo tẻ Việt Nam có giá xuất khẩu thấp hơn sản phẩm cùng loại từ Thái Lan



Nguồn: FAO, VNDIRECT

Triển vọng năm 2018: đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu, hướng đến phát triển bền vững

Còn nhiều dư địa phát triển thị trường trong nước và xuất khẩu

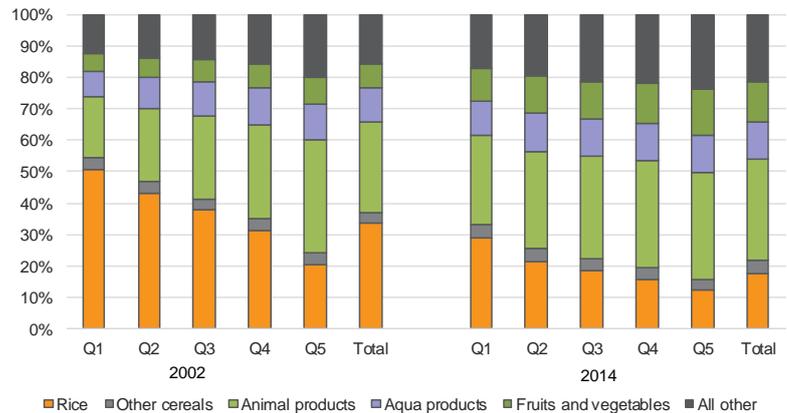
Nhu cầu tiêu thụ nông sản tại Việt Nam trong giai đoạn tới dự báo sẽ duy trì đà tăng do dân số, nền kinh tế, và mức thu nhập bình quân đầu người đều tăng. Theo BMI, dân số Việt Nam dự báo tăng trưởng với tốc độ bình quân CAGR 1%/năm trong giai đoạn 2015-2020, sẽ là nhân tố chính thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ lương thực, thực phẩm. Bên cạnh đó, thị trường xuất khẩu quan trọng của Việt Nam là Trung Quốc vẫn còn nhiều tiềm năng.

Có sự chuyển dịch cơ cấu tiêu thụ các loại lương thực thực phẩm khi thu nhập tăng và đô thị hóa tiếp diễn

Theo dự báo của Boston Consulting Group (BCG), tầng lớp dân số trung lưu (MAC)¹ ở Việt Nam sẽ tăng trưởng nhanh chóng từ 12 triệu người năm 2014 đến 33 triệu người năm 2020, chiếm gần 30% dân số năm 2020 với thu nhập bình quân đầu người tăng từ 1.400USD lên 3.400USD. Sự thay đổi này đi kèm với thay đổi trong cơ cấu tiêu thụ các loại thực phẩm: tăng tiêu thụ thực phẩm phi ngũ cốc như rau, quả, protein động vật (thịt, cá, trứng, sữa), tăng tiêu thụ sản phẩm chế biến và giảm tiêu thụ gạo, theo đó tạo động lực cho các ngành chăn nuôi, thủy sản, dịch vụ nông nghiệp phát triển.

¹ Tầng lớp trung lưu chỉ những người có thu nhập hàng tháng từ 15 triệu đồng trở lên.

Hình 172: Chi tiêu lương thực thực phẩm phân theo nhóm thu nhập (%)



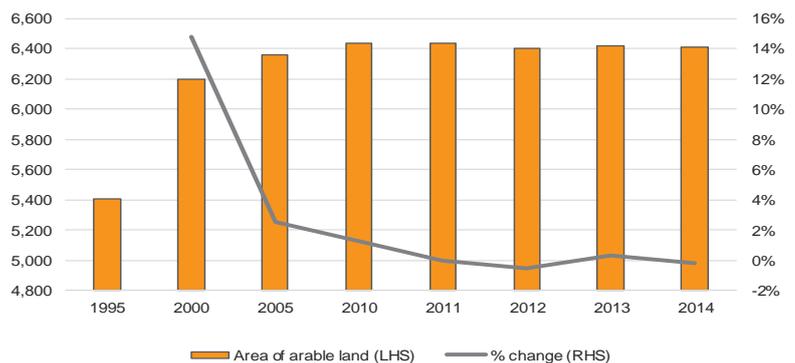
Nguồn: Tổng cục Thống kê, VNDIRECT

Tăng trưởng nông nghiệp trong tương lai được thúc đẩy bởi tăng năng suất cây trồng trên cơ sở đảm bảo chất lượng sản phẩm, đặt ra yêu cầu cao về phân bón và con giống

Số liệu từ Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hiệp Quốc (FAO) cho thấy diện tích đất canh tác Việt Nam khá ổn định từ năm 2010 trở lại đây, thậm chí còn dần giảm nhẹ do chịu tác động của công nghiệp hóa. Điều này có nghĩa Việt Nam vẫn phải phụ thuộc nhiều vào các vật tư đầu vào như hóa chất, phân bón nhằm duy trì tăng trưởng về năng suất phục vụ nhu cầu lương thực thực phẩm.

Tuy nhiên với định hướng phát triển bền vững, nhu cầu cho các loại sản phẩm hiệu quả, thân thiện với môi trường sẽ tăng lên, hướng đến đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu của các thị trường khó tính hơn. Như thế, các DN dẫn đầu trong các ngành sản xuất vật tư nông nghiệp (sản xuất giống mới, phân bón chất lượng cao) sẽ ở vị thế tốt hơn để nắm bắt xu hướng thay đổi này.

Hình 173: Diện tích đất canh tác tại Việt Nam (nghìn ha)



Nguồn: FAO, VNDIRECT

Làn sóng M&A tiếp diễn nhằm đón đầu xu hướng mới và xây dựng chuỗi giá trị

Trong vài năm trở lại đây có sự tham gia của một loạt các tập đoàn lớn vào ngành nông nghiệp thông qua các thương vụ đầu tư, mua bán, sát nhập. Có thể kể tới một số thương vụ nổi bật như:

- (1) Vingroup (VIC VN) thành lập công ty thành viên VinEco đầu tư vào nông nghiệp với vốn đầu tư lên đến 4.000 tỷ đồng và tạo lập chuỗi

giá trị từ khâu canh tác, thu hoạch đến phân phối sản phẩm thông qua chuỗi cửa hàng Vinmart.

- (2) Tập đoàn PAN (PAN VN) tham gia sâu hơn vào ngành nông nghiệp bằng cách mua lại cổ phần của một số công ty trong ngành ở các lĩnh vực giống cây trồng, thủy sản, thương mại (CTCP XNK Thủy sản Bến Tre – ABT VN, CTCP Chế biến Hàng xuất khẩu Long An – LAF VN, CTCP Giống cây trồng Trung ương – NSC VN) và sau đó mở rộng ngành nghề kinh doanh sang lĩnh vực rau quả và hoa năm 2016.

Một số thương vụ gần đây hơn có thể kể đến việc sát nhập hai DN đầu ngành mía đường tại Việt Nam là CTCP Đường Biên Hòa (BHS VN) và Mía đường Thành Thành Công (SBT VN) trong tháng 10/2017, tạo ra DN lớn nhất ngành mía đường Việt Nam, chiếm hơn 30% thị phần trong nước, hoặc là kế hoạch mua lại 65% cổ phần đường Khánh Hòa của Vinamilk (VNM VN) và kế hoạch của Masan Beverage nâng tỷ lệ sở hữu tại Vinacafe Biên Hòa (VCF VN) từ 68,5% lên 100%.

Điểm chung của các thương vụ mua bán này là việc các tập đoàn lớn thu mua các công ty nhỏ, hoạt động chưa hiệu quả, với mục tiêu tạo dựng chuỗi giá trị theo chiều dọc và tiết kiệm chi phí nhờ tăng quy mô, cải thiện hiệu quả sản xuất. Lợi thế của các tập đoàn này nằm ở thương hiệu sẵn có, nguồn lực tài chính dồi dào, đội ngũ quản lý có kinh nghiệm và có phương tiện tiếp cận với thị trường quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng đầu tư vào nông nghiệp này sẽ tiếp diễn trong giai đoạn tới, tạo điều kiện cho việc tái cấu trúc ngành nông nghiệp diễn ra nhanh hơn và cải thiện năng suất chung của ngành. Các chính sách hỗ trợ từ phía Chính phủ, như gói tín dụng 100.000 tỷ đồng cho lĩnh vực nông nghiệp công nghệ cao, sẽ là nhân tố hỗ trợ cho sự thay đổi mang tính chiến lược trong ngành.

LỰA CHỌN CỔ PHIẾU: LTG

Mặc dù việc tái cơ cấu ngành mang lại nhiều cơ hội đầu tư tiềm năng cho các DN, khó có thể hi vọng quá trình này sẽ diễn ra nhanh chóng. Chúng tôi cho rằng những DN được hưởng lợi lớn nhất từ sự thay đổi này là những công ty có nguồn tài chính dồi dào, đi tiên phong trong việc tạo chuỗi giá trị và nâng quy mô sản xuất.

Do cần vốn đầu tư ban đầu lớn và thời gian thực hiện tái cơ cấu dài, chúng tôi cho rằng các DN sẽ chưa có nhận được các lợi ích trong ngắn hạn. Thách thức đối với các công ty dẫn đầu xu hướng này không chỉ riêng của công ty, mà còn liên quan đến cả quá trình chuyển đổi của ngành nông nghiệp Việt Nam nói chung, và Việt Nam cần thời gian để xây dựng vị thế và thương hiệu trên thị trường quốc tế như một nước xuất khẩu các sản phẩm nông nghiệp chất lượng cao, đồng thời người nông dân cần thời gian để học hỏi và ứng dụng các kỹ thuật canh tác hiệu quả nhất.

Câu chuyện của ngành nông nghiệp là tăng trưởng trong trung-dài hạn, với một số cái tên nổi bật trong ngành như PAN, LTG, and GTN. Hiện tại, chúng tôi lạc quan nhất về LTG vì những lý do sau:

- LTG có vị thế dẫn đầu trong ngành thuốc bảo vệ thực vật (BVTV) – cũng chính là ngành kinh doanh chủ đạo của DN – với thị phần 21%, gấp 3 lần thị phần của DN đứng thứ 2 trong ngành.
- Hiệu quả DN cải thiện nhờ tái cơ cấu hệ thống phân phối trong lĩnh vực giống cây trồng và việc xây dựng được chuỗi giá trị về lúa gạo.
- Định giá còn rẻ, với P/E dự phóng cho 2017 và 2018 đạt tương ứng 7,8x và 6,7x.

TẬP ĐOÀN LỘC TRỜI (LTG)

Giá thị trường VND43.500	Giá mục tiêu VND66.200	Tỷ suất cổ tức 6,9%	Khuyến nghị MUA	Ngành NÔNG NGHIỆP
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	-----------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Phạm Lê Mai

mai.phamle@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	64.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	40.600
KLGDBQ 3 tháng (cp)	38.400
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	1.705
Thị giá vốn (tỷ VND)	2.922
SL CP đang lưu hành (tr)	67,2
Free float (%)	10
P/E 12 tháng	7,5x
P/B	1,4x

Cơ cấu sở hữu

Standard Chartered Private Equity	33,4%
UBND tỉnh An Giang	24,2%
Nhân viên	18,2%
Khác	24,2%

Nguồn: VNDIRECT

Tập đoàn Lộc Trời là doanh nghiệp dẫn đầu ngành thuốc bảo vệ thực vật (BVTV) và giống cây trồng tại Việt Nam, đồng thời sở hữu chuỗi giá trị trong ngành sản xuất lúa gạo. Chúng tôi tin rằng những thế mạnh của LTG về quy mô sản xuất lớn, hệ thống phân phối sâu rộng và vị thế tiên phong về xây dựng chuỗi giá trị sẽ giúp Lộc Trời hưởng lợi từ quá trình tái cơ cấu ngành nông nghiệp. Bên cạnh đó, giá cổ phiếu đi xuống kể từ lúc LTG lên sàn cũng tạo điểm mua hấp dẫn, đón đầu tăng trưởng trong trung hạn.

Giữ vị thế dẫn đầu trong phân khúc thuốc BVTV và giống cây trồng nhờ hệ thống phân phối sâu rộng và cơ sở vật chất hiện đại. Trong lĩnh vực thuốc BVTV, thị phần của LTG đạt 21%, bỏ xa DN đứng thứ 2 là VFG chỉ với 8,3% thị phần. Ở phân khúc giống cây trồng, LTG sở hữu 7 nhà máy sản xuất các giống lúa, bắp và rau màu các loại, và 3 trung tâm nghiên cứu giống cùng vùng nguyên liệu lúa rộng lớn. Hệ thống phân phối chung cho 2 mảng kinh doanh này lên đến 5.000 đại lý trên khắp cả nước.

Hiệu quả sản xuất cải thiện và chất lượng sản phẩm nâng cao nhờ việc xây dựng chuỗi giá trị tích hợp trong mảng lúa gạo. Hệ thống khép kín từ cung cấp vật tư nông nghiệp cho người nông dân (giống, phân bón), đến trợ giúp về kỹ thuật canh tác (thông qua đội ngũ “ba cùng” gồm 1.200 kỹ sư nông nghiệp), thu mua đầu ra và phân phối sản phẩm cho phép LTG tận dụng nguồn lực sẵn có ở phân khúc giống và thuốc BVTV, giảm chi phí trung gian, tăng kết nối với người nông dân và duy trì chất lượng đồng bộ cho sản phẩm. Chúng tôi kỳ vọng chuỗi giá trị này sẽ tạo nền tảng cho LTG để mở rộng thị trường trong nước cũng như xuất khẩu.

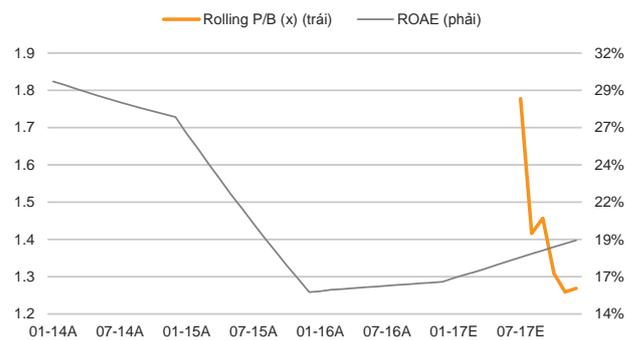
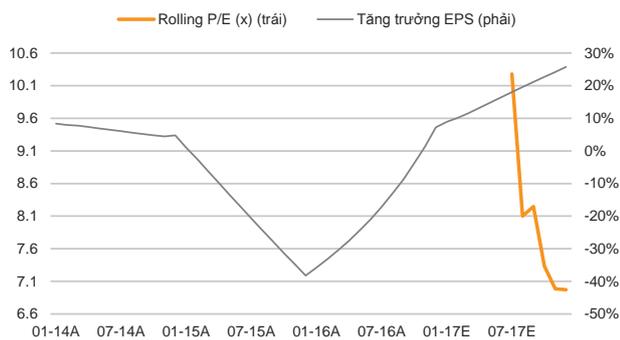
Ngành nông nghiệp còn nhiều dư địa phát triển. Dự báo doanh thu từ mảng thuốc BVTV sẽ tăng trưởng với tốc độ hàng năm CAGR 4,4% do tăng trưởng trong nhu cầu nông sản và việc áp dụng công nghệ cao vào sản xuất còn hạn chế. Trong phân khúc giống, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng được hỗ trợ bởi sự chuyển dịch xu hướng tiêu dùng từ kênh không chính thống sang chính thống, và LTG có khả năng thay thế mặt hàng giống rau màu nhập khẩu bằng sản phẩm tự sản xuất. Trong mảng lúa gạo, tăng trưởng kỳ vọng sẽ đến từ xuất khẩu mà trong đó thị trường Trung Quốc và Phillippines đóng vai trò chủ đạo.

Định giá: Chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu cho 2017 là 12x, tương đương với P/E bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành và dự phóng EPS 2017 đạt 5.523 đồng/cổ phiếu. Từ đó, giá mục tiêu cho LTG là 66.200 đồng/cp.

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	7,856	7,783	8,198	8,781
Tăng trưởng DT thuần	(11.3%)	(0.9%)	5.3%	7.1%
Biên lợi nhuận gộp	22.1%	20.8%	22.4%	23.0%
Biên EBITDA	11.0%	10.9%	12.1%	12.8%
LN ròng (tỷ)	319	347	436	517
Tăng trưởng LN ròng	(36.7%)	8.8%	25.8%	18.4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(36.7%)	8.8%	25.8%	18.4%
EPS cơ bản	4,820	5,167	6,498	7,693
EPS điều chỉnh	4,097	4,392	5,523	6,539
BVPS	31,335	32,400	35,703	40,165
ROAE	15.5%	16.2%	19.1%	20.3%

Nguồn: VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Doanh thu thuần	7,783	8,198	8,781
Giá vốn hàng bán	(6,167)	(6,363)	(6,765)
Chi phí quản lý DN	(427)	(350)	(375)
Chi phí bán hàng	(628)	(842)	(901)
LN hoạt động thuần	561	643	740
EBITDA thuần	828	961	1,097
Chi phí khấu hao	(267)	(317)	(358)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	561	643	740
Thu nhập lãi	25	18	19
Chi phí tài chính	(150)	(130)	(127)
Thu nhập ròng khác	27	29	31
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	464	560	663
Thuế	(115)	(121)	(144)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)	(2)	(2)
LN ròng	347	436	517
Thu nhập trên vốn	347	436	517
Cổ tức phổ thông	(91)	(201)	(201)
LN giữ lại	256	235	315

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
Tiền và tương đương tiền	279	652	689
Đầu tư ngắn hạn	25	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	1,733	1,654	1,751
Hàng tồn kho	2,170	2,292	2,481
Các tài sản ngắn hạn khác	63	85	90
Tổng tài sản ngắn hạn	4,270	4,683	5,011
Tài sản cố định	1,563	1,543	1,498
Tổng đầu tư	0	0	33
Tài sản dài hạn khác	326	352	377
Tổng tài sản	6,159	6,577	6,919
Vay & nợ ngắn hạn	1,905	1,697	1,430
Phải trả người bán	1,545	1,774	1,895
Nợ ngắn hạn khác	407	457	406
Tổng nợ ngắn hạn	3,857	3,928	3,732
Vay & nợ dài hạn	74	220	220
Các khoản phải trả khác	52	32	269
Vốn điều lệ và	672	672	672
LN giữ lại	335	311	346
Vốn chủ sở hữu	2,176	2,398	2,698
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6,159	6,577	6,919

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-16A	12-17E	12-18E
LN trước thuế	464	560	663
Khấu hao	122	196	221
Thuế đã nộp	(9)	(121)	(144)
Các khoản điều chỉnh khác	31	150	167
Thay đổi VLĐ	452	123	(238)
LC tiền thuần HĐKD	1,060	908	670
Đầu tư TSCĐ	(163)	(176)	(176)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	18	11	15
Các khoản khác	(12)	(33)	(77)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(0)	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(157)	(197)	(238)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(727)	(136)	(193)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(91)	(201)	(201)
LC tiền thuần HĐTC	(815)	(337)	(394)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	190	279	652
LC tiền thuần trong năm	88	373	37
Tiền & tương đương tiền cuối kì	279	652	689

Các chỉ số cơ bản

	12-16A	12-17E	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	4.5%	5.3%	5.9%
Vòng quay TS	1.24	1.29	1.30
ROAA	5.5%	6.9%	7.7%
Đòn bẩy tài chính	2.94	2.78	2.65
ROAE	16.2%	19.1%	20.3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	79.6	70.7	70.7
Số ngày nắm giữ HTK	129	131	134
Số ngày phải trả tiền bán	92	102	102
Vòng quay TSCĐ	4.99	5.28	5.78
ROIC	8.4%	10.1%	11.9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.11	1.19	1.34
Khả năng thanh toán nhanh	0.54	0.61	0.68
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.08	0.17	0.18
Vòng quay tiền	117	100	102
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(0.9%)	5.3%	7.1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(7.4%)	14.7%	15.0%
Tăng trưởng LN ròng	8.8%	25.8%	18.4%
Tăng trưởng EPS	7.2%	25.8%	18.4%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	5,167	6,498	7,693
BVPS (VND)	32,400	35,703	40,165

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NĂM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Head of Research

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VNDIRECT

Số 1: Nguyễn Thượng Hiền, Hai Bà Trưng, Hà Nội

Tel: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>