

Tháng Chín, chỉ số VNIndex đã chinh phục thành công ngưỡng 800 điểm đồng thời đánh dấu tháng bán ròng đầu tiên trong năm 2017 của NĐT nước ngoài. Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn với các câu chuyện đơn lẻ của mình, chẳng hạn như VNM, SAB và HNB liên quan đến phương án thoái vốn Nhà nước, GAS với câu chuyện giá dầu, nhóm cổ phiếu ngân hàng với các kỳ vọng về chuyển biến lợi nhuận cũng như khả năng bán vốn cho NĐT chiến lược nước ngoài... là những nhân tố chính chi phối diễn biến chỉ số. Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy sự tác động của các câu chuyện trên chỉ mang tính ngắn hạn song lại khiến VNIndex bị bóp méo và bức tranh thực của thị trường trở nên không rõ ràng. Do thiếu sự đồng thuận chung của thị trường, mức độ hào hứng của NĐT cũng giảm nhiệt trước áp lực bán ròng từ NĐT nước ngoài, chỉ số chỉ biến động trong kênh giá hẹp trong hai tuần cuối tháng.

Đánh giá diễn biến của chỉ số chung trong tháng Mười, chúng tôi cho rằng các yếu tố trên sẽ tiếp tục chi phối VNIndex. Thiếu sự đồng thuận của toàn thị trường chỉ số khó có khả năng đi xa hơn mốc 810 điểm trong ngắn hạn. Trong khi đó, xét về yếu tố cơ bản, hầu như không có kỳ vọng mới hứa hẹn sẽ mang lại sự hưng phấn nhiều hơn cho NĐT. Yếu tố nâng đỡ thị trường trong giai đoạn hiện tại vẫn là sự ổn định vĩ mô và tăng trưởng GDP đang đi theo đúng kỳ vọng của nhà điều hành.

Mối quan ngại trong ngắn hạn của chúng tôi là sự tham gia kém nhiệt tình của NĐT nước ngoài. Thực tế tín hiệu đã phát ra từ tháng Tám với mức độ tham gia thị trường của khối này giảm hẳn so với mức trung bình thông thường. Sang tháng Chín, NĐT nước ngoài thực sự đã bán ròng. Sự tham gia của NĐT nước ngoài vốn dĩ vẫn được xem là trợ lực rất lớn đối "tâm lý" NĐT trong nước. Do vậy, động thái giao dịch của NĐT nước ngoài vẫn cần được quan sát chặt chẽ trong tháng Mười, để xác nhận chắc chắn về sự "e ngại" của khối ngoại trước mức định giá tương đối cao hiện tại của VNIndex.

Điểm lạc quan là thanh khoản duy trì ở mức trên 3.000 tỷ đồng. Ngoài ra, mặc dù một số cổ phiếu đầu cơ tăng nóng trong tháng Chín nhưng càng về cuối tháng thì dòng tiền đã nhanh chóng rút khỏi nhóm này. Có thể nhận thấy tâm lý thận trọng, mang tính "bảo toàn thành quả" của nhà đầu tư khi hạn chế đua nóng theo nhóm đầu cơ đồng thời không vội vã mua đẩy giá cổ phiếu vốn hóa lớn khi thị trường tiệm cận vùng 800 điểm. Khi quý 3 kết thúc, giới đầu tư đã bắt đầu truyền tai ước tính về KQKD quý 3 của các doanh nghiệp niêm yết. Tuy vậy, bức tranh ước đoán về lợi nhuận chưa đủ làm luận cứ thuyết phục cho việc tích lũy cổ phiếu. Biểu đồ "nhiệt" diễn tả tính chu kỳ của VNIndex của Bloomberg cho thấy xác suất chỉ số tăng điểm thấp hơn xác suất giảm điểm trong tháng Mười, và xác suất rất cao là chỉ số sẽ giảm điểm trong tháng Mười Một. Điều này cho thấy tác động của mùa công bố KQKD quý 3 thường khá mờ nhạt.

Sự tăng giảm luân phiên của các cổ phiếu vốn hóa lớn tạo nên sự cân bằng cho VNIndex, giúp mức PE thị trường không vượt quá xa ngưỡng ~16.x lần thiết lập trong năm nay. Trong tháng Mười, chúng tôi dự báo VNIndex sẽ biến động trong khoảng 787 – 810 điểm. Trong bối cảnh (1) VNIndex đang ở ngưỡng cao nhất kể từ năm 2008 và (2) NĐT nước ngoài không còn giai đoạn tích cực như trong nửa đầu năm thì chúng tôi cho rằng việc giải ngân trong tháng Mười cần thận trọng. Những phiên hưng phấn quá mức của thị trường là cơ hội để NĐT cơ cấu danh mục đầu tư theo hướng giảm tỷ trọng cổ phiếu đầu cơ hoặc đã tăng quá mạnh kể từ đầu năm, đồng thời sàng lọc và tích lũy dần cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt cho mục tiêu đầu tư trung – dài hạn.



### Ban Chiến lược

Đoàn Thị Thanh Trúc - Giám đốc

[truc.dtt@vdsc.com.vn](mailto:truc.dtt@vdsc.com.vn)

Trần Thị Hà My

[my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)

Nguyễn Thị Phương Lam

[lam.ntp@vdsc.com.vn](mailto:lam.ntp@vdsc.com.vn)

Bùi Vĩnh Thiện

[thien.bv@vdsc.com.vn](mailto:thien.bv@vdsc.com.vn)

Nguyễn Đức Hiếu

[hieu.nd@vdsc.com.vn](mailto:hieu.nd@vdsc.com.vn)

Võ Văn Quang

[quang.vv@vdsc.com.vn](mailto:quang.vv@vdsc.com.vn)

Trần Thị Ngọc Hà

[ha.ttn@vdsc.com.vn](mailto:ha.ttn@vdsc.com.vn)

<b>KINH TẾ THẾ GIỚI</b>	<b>3</b>
Mỹ: Fed duy trì sự thận trọng trong tháng 9 .....	3
EU: Chờ quyết định đối với chính sách nới lỏng tiền tệ trong tháng 10 .....	4
Trung Quốc: Đại hội Đảng lần thứ 19 sẽ tập trung vào chính sách vĩ mô và tái cấu trúc nền kinh tế .....	4
<b>THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI</b>	<b>5</b>
<b>Bức tranh hài hòa của nền kinh tế trong Q3/2017</b>	<b>6</b>
<b>TRIỂN VỌNG KINH TẾ VĨ MÔ</b>	<b>9</b>
<b>THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 9: TIẾP TỤC NHỮNG CÂU CHUYỆN IPO VÀ THOÁI VỐN</b>	<b>13</b>
<b>TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG MƯỜI</b>	<b>17</b>
<b>CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG MƯỜI</b>	<b>19</b>

Sau đà tăng mạnh trong nửa đầu năm, các cổ phiếu ngành dược đã trải qua quãng thời gian điều chỉnh tương đối dài. Điều này mở ra cơ hội cho NĐT ở một số cổ phiếu như IMP hay Pymepharco (PME – HSX) - một tân binh mới của ngành dự kiến sẽ được niêm yết vào cuối tháng Mười. Chúng tôi đánh giá hai cổ phiếu này đều hứa hẹn có mức tăng trưởng đột phá kể từ năm 2018 nhờ vào một loạt các chính sách sắp được ban hành để hỗ trợ các doanh nghiệp nội trong việc đầu tư vào kênh bệnh viện, với mục tiêu giảm chi phí thuốc, thu hẹp chênh lệch giá thuốc giữa các tuyến bệnh viện để nâng cao hiệu suất trong ngành y tế. Sở hữu hệ thống nhà máy hiện đại theo tiêu chuẩn EU-GMP mà không nhiều doanh nghiệp trong nước có được, IMP và PME hứa hẹn sẽ là những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất trong xu hướng thay thế thuốc nhập ngoại này.

Tăng trưởng tín dụng bất phá giúp thu nhập lãi của các ngân hàng tăng trưởng mạnh mẽ. Mặc dù vậy, xu hướng lợi nhuận có thể sẽ có sự phân hóa giữa nhóm ngân hàng quốc doanh và ngoài quốc doanh. Trong đó, do yếu điểm về an toàn vốn và thanh khoản, các ngân hàng quốc doanh có thể sẽ phải tiếp tục ưu tiên trích lập DPRR đồng thời cơ cấu danh mục cho vay nhằm cải thiện các tiêu chí trên. Ngược lại, các NHTMCP với lợi thế về tỷ lệ an toàn vốn và thanh khoản cao nên tăng trưởng tín dụng cao hứa hẹn sẽ mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận tương xứng. Trong đó, một số ngân hàng như ACB và MBB đã gần như hoàn thành nghĩa vụ trích lập dự phòng trái phiếu đặc biệt hứa hẹn sẽ có lợi nhuận tăng trưởng khả quan không chỉ trong năm 2017 và cả trong năm 2018. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi ưa thích MBB hơn so với ACB bởi tiềm năng tăng giá cổ phiếu còn khá cao. Mặc dù là NHTMCP, MBB có nhiều lợi thế về huy động vốn, tỷ lệ tiền gửi thanh toán cao (tỷ lệ CASA đạt 37-38%) giúp chi phí huy động vốn của ngân hàng thấp hơn so với các NHTMCP cùng nhóm. Cộng với danh mục cho vay được kiểm soát chặt chẽ, tỷ lệ an toàn vốn và thanh khoản luôn tốt hơn so với quy định của NHNN, dư địa cho tăng trưởng tín dụng của MBB vẫn tương đối dồi dào, trong khi áp lực tăng vốn gần như không có. Sử dụng mức PB là 1,7x, mức giá hợp lý của MBB được xác định ở mức 26.800 đồng/cp, điều chỉnh tăng từ mức giá khuyến nghị 21.000 đồng/cp trong báo cáo chiến lược tháng 6/2017. Với mức cổ tức tiền mặt tối thiểu 500 đồng/cp, tổng mức sinh lời kỳ vọng đối với cổ phiếu MBB là 19%.

Cổ phiếu ngành thép, đặc biệt là HPG, đã tăng giá mạnh trong tháng Mười với kỳ vọng giá thép tăng mạnh cũng như nhu cầu cao khi hoạt động xây dựng bắt đầu đẩy mạnh trong những tháng cuối năm. Với tiến triển đang khá tốt của dự án gang thép Dung Quất, dây chuyền cán thép 600.000 tấn/năm tại Dung Quất sẽ xuất xưởng những sản phẩm đầu tiên trong vòng chưa đầy 12 tháng nữa, được hỗ trợ bởi ưu đãi thuế 0%, kỳ vọng mang lại tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ, thì NĐT vẫn có thể tiếp tục nắm giữ cổ phiếu HPG. Trong khi đó, các doanh nghiệp tôn mạ được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhờ giá nguyên liệu thép cán nóng (HRC) tăng 14% trong quý 3/2017. Trên sàn niêm yết, HSG và NKG là hai doanh nghiệp tôn mạ mà chúng tôi kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng chung này. Trong đó, quý 3 vừa qua, sản lượng tiêu thụ thép của NKG đã tăng trưởng 50% YoY và với kỳ vọng biên lợi nhuận cải thiện, RongViet Research kỳ vọng LNST quý 3/2017 của NKG có thể tăng trưởng khoảng 36% YoY và lũy kế 9T2017 tăng trưởng 20% YoY. Ngoài ra, việc mở rộng đầu tư của NKG được kỳ vọng sẽ tiến triển thuận lợi sau khi doanh nghiệp có thêm 600-800 tỷ đồng tiền mặt được bổ sung thông qua phát hành riêng lẻ.

Sức nóng IPO các Tập đoàn, TCT Nhà nước sẽ lan tỏa trong quý cuối năm 2017. Theo Thông tư 180 của Bộ Tài chính thì trong thời hạn ba mươi (30) ngày, kể từ ngày Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có công văn xác nhận hoàn tất việc đăng ký công ty đại chúng theo quy định tại Điều 34 Nghị định số 58/2012/NĐ-CP, công ty đại chúng có trách nhiệm hoàn tất việc đăng ký chứng khoán tại Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam và đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch Upcom. Quy định này kỳ vọng sẽ giúp tăng thanh khoản cho việc đầu tư vào các cổ phiếu thuộc nhóm IPO. Vì vậy chúng tôi cho rằng NĐT có thể dành một phần danh mục đầu tư của mình cho nhóm cổ phiếu này.

## **DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM** **22**

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



## KINH TẾ THẾ GIỚI

- Mỹ: Fed duy trì sự thận trọng trong tháng 9
- EU: Chờ quyết định đối với chính sách nới lỏng tiền tệ trong tháng 10
- Trung Quốc: Đại hội Đảng lần thứ 19 sẽ tập trung vào chính sách vĩ mô và tái cấu trúc nền kinh tế

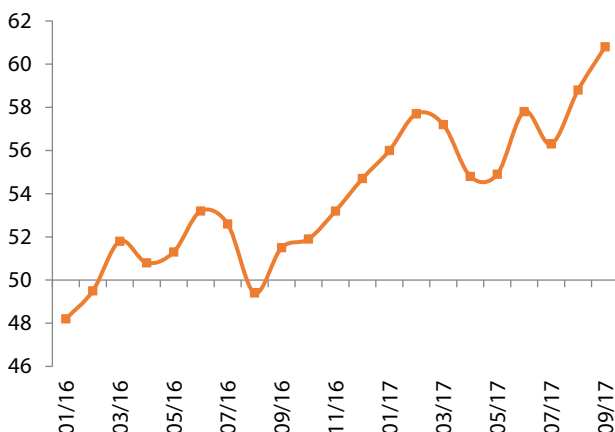
Nền kinh tế thế giới đã chứng kiến sự hồi phục trong tăng trưởng trong cả năm 2017. Cụ thể, các nước phát triển được hưởng lợi nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ kéo dài và thị trường lao động cải thiện. Trong khi đó, các nền kinh tế đang phát triển tăng trưởng được nhờ thương mại phục hồi mạnh và sự bền bỉ trong hoạt động kinh tế của Trung Quốc. Nhìn vào giai đoạn cuối năm, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư sẽ đặt mối quan tâm đối với các chính sách của NHTW tại các nền kinh tế lớn để có thể hình dung được rõ hơn bức tranh về những thay đổi chính sách tiền tệ sẽ thay đổi tăng trưởng kinh tế và dòng vốn ra sao.

### Mỹ: Fed duy trì sự thận trọng trong tháng 9

Tại cuộc họp FOMC tháng 9, Fed đã duy trì mục tiêu về lãi suất điều hành ở mức 1–1.25% như kỳ vọng của thị trường trước đó. FOMC cũng đã tiến hành bước đầu tiên trong việc cắt giảm quy mô bảng cân đối kế toán vào tháng 10. Cụ thể, Fed sẽ dần cắt giảm danh mục đầu tư 10 tỷ USD mỗi tháng đối với trái phiếu Chính phủ và chứng khoán thế chấp. Cứ mỗi 3 tháng, con số này sẽ tăng lên gấp đôi cho đến khi đạt mức 50 tỷ USD. So với quy mô khổng lồ của bảng cân đối tài sản của Fed (~4,5 nghìn tỷ USD), tốc độ thu hẹp bảng cân đối tài sản được đánh giá là chậm, điều này cũng thể hiện sự thận trọng của các thành viên FOMC trong việc thắt chặt tiền tệ.

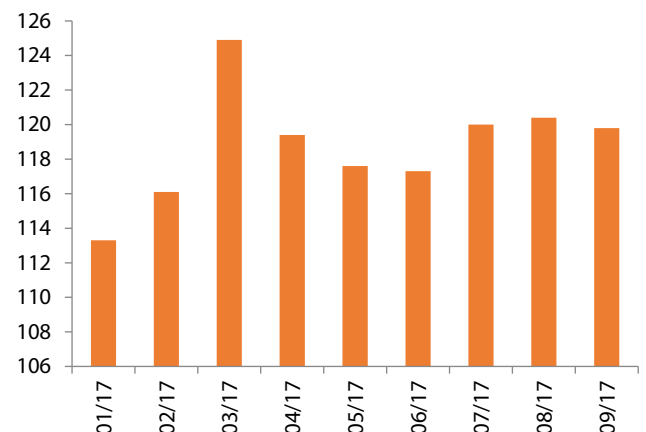
Liên quan đến môi trường kinh tế, hai cơn bão trong tháng 9 đã tác động tiêu cực đến tiêu dùng song hoạt động sản xuất vẫn duy trì tích cực trong Q3. Chỉ số niềm tin tiêu dùng của Conference Board giảm từ mức đã điều chỉnh lại 120,4 điểm trong tháng 8 còn 119,8 điểm trong tháng 9 do tác động của cơn bão Harvey và Irma tại hai bang Texas và Florida. Trong khi đó, chỉ số hoạt động sản xuất PMI của Viện quản lý nguồn cung Mỹ tiếp tục tăng lên mức cao nhất trong vòng 13 năm, đạt 60,8 trong tháng 9. Điều này cho thấy sự bền bỉ trong tăng trưởng của lĩnh vực sản xuất tại nước này. Vào cuối tháng 9, Tổng thống Trump đã đề xuất kế hoạch tái cấu trúc hệ thống thuế. Dựa trên những đánh giá ban đầu của các nhà phân tích, việc chính sách thuế của Trump được thông qua là rất khó do ảnh hưởng của việc giảm thuế lên thâm hụt ngân sách.

Hình 1: Chỉ số PMI của Mỹ



Nguồn: Bloomberg

Hình 2: Chỉ số niềm tin tiêu dùng của Mỹ



Nguồn: Bloomberg

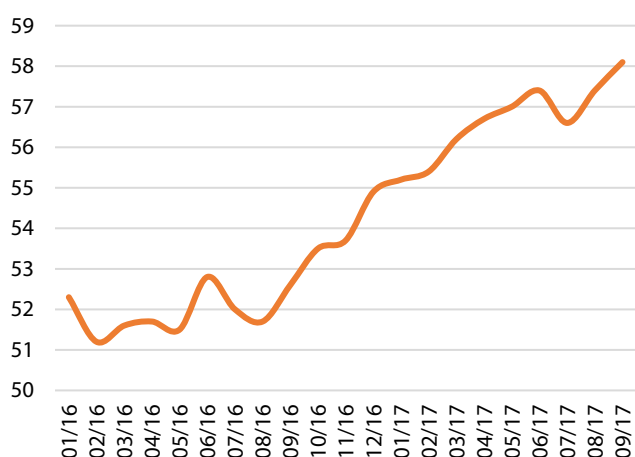


## EU: Chờ quyết định đối với chính sách nới lỏng tiền tệ trong tháng 10

Tương tự như Fed, NHTW Châu Âu đã quyết định giữ nguyên lãi suất điều hành trong cuộc họp đầu tháng 9 và không đưa ra bất kỳ sự thay đổi nào đối với chương trình mua tài sản. Thêm vào đó, ECB cũng sẽ tiếp tục thực hiện việc mua tài sản mỗi tháng với quy mô khoảng 60 tỷ EUR cho đến cuối năm. Tuy nhiên, thị trường đang kỳ vọng ngân hàng này sẽ công bố việc thu hẹp chính sách tiền tệ trong cuộc họp tháng 10 sắp tới.

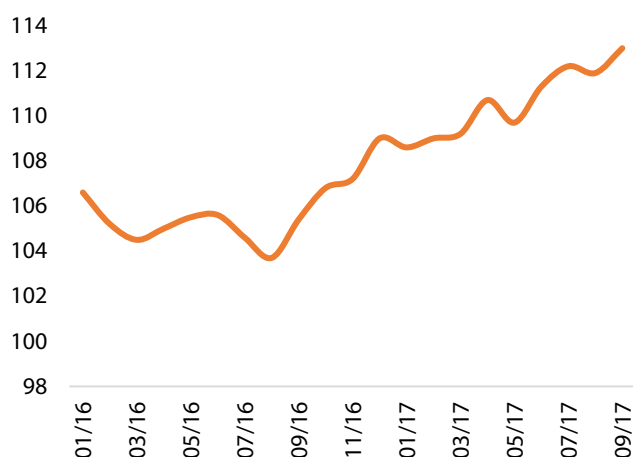
Chúng tôi cho rằng bức tranh tích cực của nền kinh tế khu vực này đang mở ra cơ hội cho ECB để thực hiện việc thắt chặt chính sách tiền tệ. Trong tháng 8, lạm phát tăng lên mức 1,5%, từ mức 1,3% trong tháng trước. Đồng thời, lạm phát bình quân cũng tăng lên mức 1,3%, và là mức cao nhất trong vòng nhiều năm. Tuy nhiên, lạm phát lõi vẫn duy trì ổn định ở mức 1,3%. Chỉ báo về sức khỏe của nền kinh tế cho thấy sự lành mạnh ở cả khu vực sản xuất và dịch vụ. Cụ thể, chỉ số sản xuất PMI của khu vực EU tăng lên mức cao nhất trong vòng 6,5 năm trong tháng 9, đạt mức 58,1 và cao hơn mức 57,4 của tháng trước. Chỉ số PMI tổng hợp ghi nhận mức tăng từ 55,7 trong tháng 8 lên 56,7 trong tháng 9, cho thấy sự cải thiện trong điều kiện kinh doanh của cả hai lĩnh vực sản xuất và dịch vụ. Ngoài ra, chỉ số đo lường môi trường kinh doanh ghi nhận mức cao nhất kể từ tháng 7/2017, tăng từ mức 111,9 lên 113 trong tháng 9.

**Hình 3: Chỉ số PMI của khu vực EU**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 4: Chỉ số môi trường kinh doanh khu vực EU**

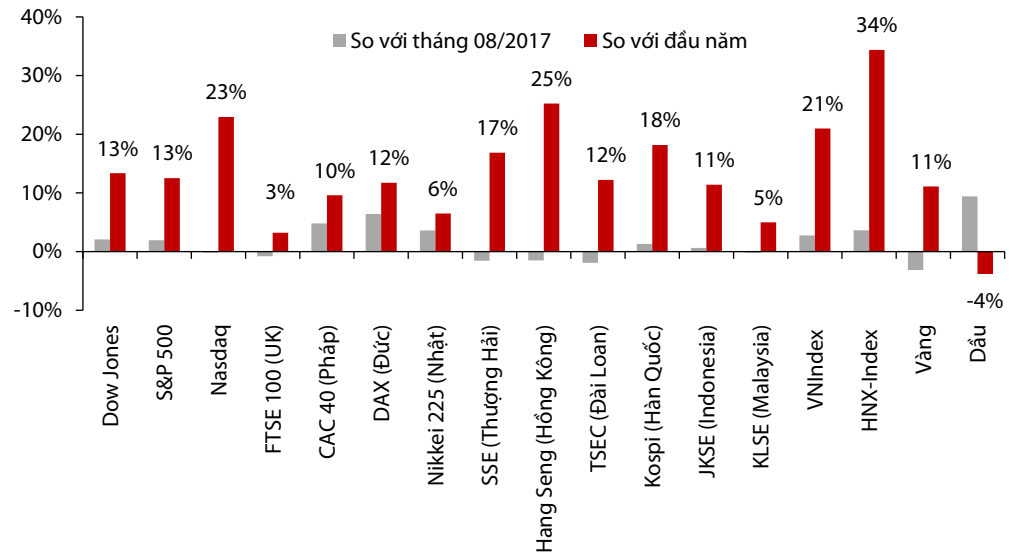


Nguồn: Bloomberg

## Trung Quốc: Đại hội Đảng lần thứ 19 sẽ tập trung vào chính sách vĩ mô và tái cấu trúc nền kinh tế

Đại hội Đảng lần thứ 19 của Trung Quốc sẽ bắt đầu vào ngày 18/10 và kéo dài trong vòng 1 tuần với kỳ vọng sẽ đưa ra lộ trình chính sách trong 5 năm tới. Theo đánh giá của HSBC, ưu tiên hàng đầu của Chính phủ Trung Quốc là duy trì tăng trưởng kinh tế trên mức 6,5% để đạt được mục tiêu gấp đôi quy mô GDP và thu nhập vào năm 2020 so với mức đạt được trong năm 2010. Bên cạnh đó, các thảo luận quan trọng khác bao gồm thực hiện tái cấu trúc nền kinh tế để cải thiện năng suất của khu vực tư nhân và tăng trưởng kinh tế tiềm năng; giảm thiểu rủi ro hệ thống bằng cách giảm nợ khu vực doanh nghiệp nhà nước và hướng nền kinh tế tăng trưởng xanh hơn và bền vững hơn.

**Hình 5: Diễn biến một số thị trường chứng khoán thế giới trong tháng 09/2017**



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Hầu như các chỉ số chứng khoán trên thế giới đều đóng cửa tháng ở mức cao hơn trong điều kiện vĩ mô khá thuận lợi.

Các chỉ số Dow Jones, S&P 500 và Nasdaq tăng nhẹ hay chỉ đang ngang trong tháng Chín. Thông tin từ cuộc họp của FED có tác động không nhiều lên tâm lý nhà đầu tư. FED đã quyết định giữ nguyên lãi suất ở mức 1-1,25%. 12 trong số 16 thành viên FOMC dự báo sẽ có thêm 1 đợt nâng lãi suất, cụ thể vào tháng 12/2017. Hầu như các thành viên tham gia thị trường đều đã dự báo được điều này. Ngoài ra, FED cũng tuyên bố thông qua kế hoạch cắt giảm số dư trên bảng cân đối kế toán bắt đầu từ tháng 10/2017.

Tháng Chín tại thị trường châu Âu không có nhiều sự kiện đáng. Sự kiện nổi bật nhất là việc bà Angela Merkel tái đắc cử. Sự kiện này có thể là một yếu tố hỗ trợ cho các thị trường ở khu vực này, ít nhất làm giảm bớt phần nào nỗi lo về xu hướng tách khỏi EU. Ngoài sự kiện chính trị này, việc Thống đốc ECB ông Mario Draghi phát tín hiệu cho thị trường biết về kỳ vọng giảm gói QE trong tháng 10 cũng được thị trường quan tâm. Trước đó ECB cũng cập nhật dự báo GDP của EU trong năm 2017 tăng trưởng 2,2% (so với trước đó chỉ 1,9%). Những tín hiệu này cho thấy nền kinh tế khu vực EU sau sự kiện Brexit vẫn khá ổn định. Trừ FTSE 100 của Anh giảm nhẹ trong tháng, chủ yếu liên quan đến bất ổn về chính trị và kinh tế trong quá trình đàm phán Brexit, thì các chỉ số còn lại như CAC 40 hay DAX đều đạt được mức lợi suất dương trong tháng Chín.

Khu vực châu Á vẫn nổi bật vấn đề an ninh bán đảo Triều Tiên. Triều Tiên tiếp tục phóng thử tên lửa làm dấy lên lo ngại về an ninh khu vực. Mặc dù vậy, các thị trường không có nhiều phản ứng tiêu cực với vấn đề này. Các thị trường tại châu Á hầu như tăng điểm trong tháng Chín. Các chỉ số chứng khoán Trung Quốc như SSE, Hang Seng, TSEC lại giảm điểm do S&P hạ đánh giá tín dụng Trung Quốc. Trước đó vào tháng Năm, Moody cũng đã hạ xếp hạng tín dụng của quốc gia này. Như vậy, mặc dù nền kinh tế Trung Quốc vẫn tăng trưởng nhưng nỗi lo về bong bóng bất động sản, "shadow banking" vẫn đang là những cảnh báo đối với nhà đầu tư.

Về giá dầu, mặc dù tăng trong tháng qua nhờ những thông tin về việc nhiều nước tuân thủ cắt giảm sản lượng nhưng tính từ đầu năm, mức sụt giảm vẫn 3%.

## Bức tranh hài hòa của nền kinh tế trong Q3/2017

### Tăng trưởng GDP bùng nổ trong quý 3

Theo GSO nền kinh tế tăng trưởng nhanh hơn 6,28% so với dự đoán trước đó trong quý 2. Trong khi đó, tăng trưởng GDP tiếp tục tăng mạnh trong quý 3, ghi nhận tốc độ nhanh nhất trong hơn 6 năm, tăng 7,46% so với quý 2. Trong 3 quý đầu năm 2017, GDP tăng 6,41% cao hơn so với kỳ vọng của chúng tôi cho cả năm.

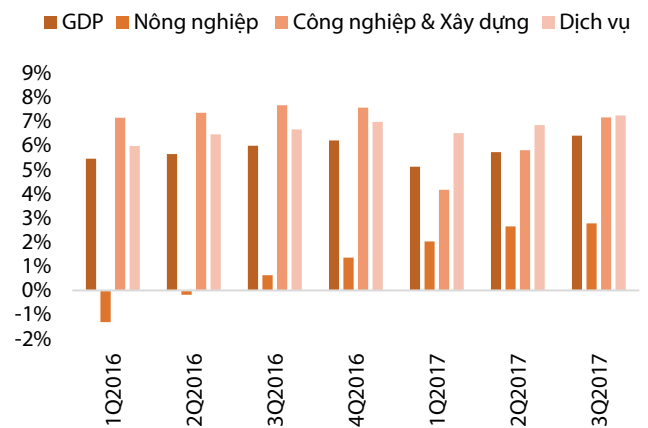
**Đánh giá:** Không bao gồm yếu tố tăng trưởng âm trong GDP (khai thác mỏ), tăng trưởng kinh tế trong ba quý đầu năm 2017 là khoảng 7,5%. Đây là kết quả ấn tượng so với tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Phân tích dữ liệu cho thấy ngành sản xuất đóng góp hơn một phần ba tăng trưởng tổng thể, nhưng cần lưu ý rằng nhờ vào khu vực FDI mọi thứ đã xảy ra tốt hơn mong đợi. Dựa trên kết quả quý 3 2017, chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% trong năm 2017.

### Lạm phát phục hồi

CPI bình quân 9 tháng năm 2017 tăng 3,79% so với cùng kỳ năm trước. Lạm phát cơ bản đã phục hồi trong quý 3/2017 do sự điều chỉnh tăng giá của hàng hóa và dịch vụ công. Ngoài ra, sự gia tăng rõ rệt trong chỉ số giá vận tải, vật liệu xây dựng và nhà ở được ghi nhận trong giai đoạn này. Dù vậy, ngay cả khi lạm phát chung tăng trở lại, lạm phát cơ bản vẫn duy trì ổn định ở mức 1,45% thấp hơn đầu năm.

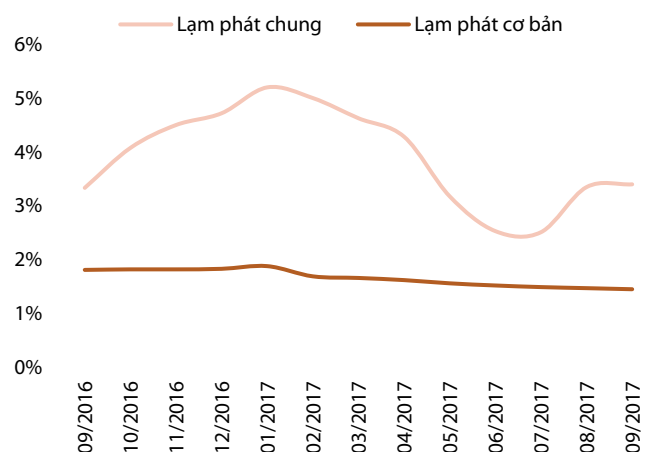
**Đánh giá:** Hiện tại, chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát tăng về cuối năm là ít. Mặc dù dịch vụ chăm sóc sức khỏe sẽ được tăng gấp đôi tại 33 tỉnh của Việt Nam trong thời gian còn lại của năm, chúng tôi cho rằng điều này không ảnh hưởng đáng kể đến lạm phát tổng thể. Có thể nói rằng Việt Nam đang có một năm tích cực khi mà nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh trong khi lạm phát được kiểm soát.

Hình 6: Tăng trưởng kinh tế theo quý



Nguồn: GSO

Hình 7: Lạm phát chung và lạm phát cơ bản



Nguồn: GSO





## FDI giải ngân được cải thiện trong tháng 9

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong 9 tháng đầu năm 2017 Việt Nam đã thu hút 25,4 tỷ USD, tăng 34,4% so với cùng kỳ năm trước. Hầu hết các dự án được cấp phép trong 9 tháng bao gồm các dự án cơ sở hạ tầng (nhà máy nhiệt điện và đường dẫn khí đốt tự nhiên) trong khi Samsung Display tiếp tục đầu tư 2,5 tỷ USD vào Việt Nam để tăng công suất. Đáng chú ý, tốc độ giải ngân đã được cải thiện đáng kể trong tháng 9. Tính đến ngày 20 tháng 9, vốn FDI đã được giải ngân 12,5 tỷ USD, tăng 13,4% so với cùng kỳ năm ngoái.

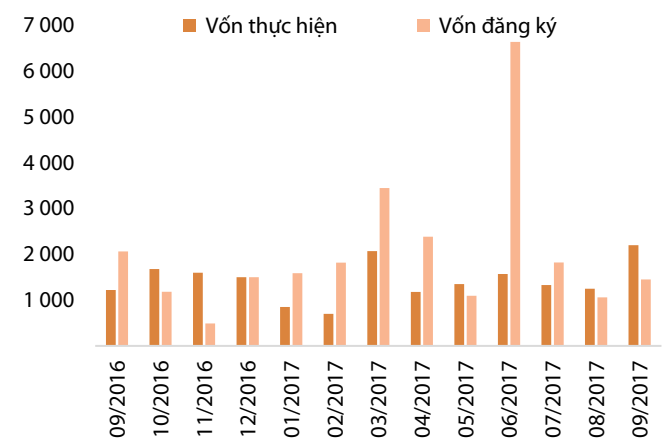
**Đánh giá:** Có thể thấy, môi trường đầu tư ở Việt Nam đang ngày càng trở nên hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư trực tiếp. Trong Báo cáo Cạnh tranh Toàn cầu 2017-2018 của Diễn đàn Kinh tế Thế giới (WEF), Việt Nam tăng năm bậc từ vị trí 60 năm 2016 lên vị trí 55 trong số 137 quốc gia được xếp hạng năm 2017. Trong đó, năng lực cạnh tranh của Việt Nam được cải thiện chủ yếu nhờ yếu tố quy mô thị trường mở rộng. Ngay cả khi Hoa Kỳ rút khỏi TPP, xuất khẩu của Việt Nam vẫn mạnh mẽ nhờ đầu tư FDI mạnh.

## Lực cầu tiêu dùng khả quan

Trong quý 3 2017, doanh số bán lẻ tiếp tục đạt 11,8% so với cùng kỳ năm trước, nhờ vào nhu cầu du lịch cao hơn và chi tiêu địa phương. Cụ thể, doanh thu từ dịch vụ du lịch ghi nhận 21,5% so với cùng kỳ năm trước trong khi doanh thu hàng hóa bán lẻ đạt 11,1%. Nhờ lạm phát thấp, tăng trưởng doanh thu bán lẻ (điều chỉnh theo lạm phát) là 9,2% so với cùng kỳ năm trước trong 9 tháng năm 2017, mức cao nhất kể từ tháng 3 2015.

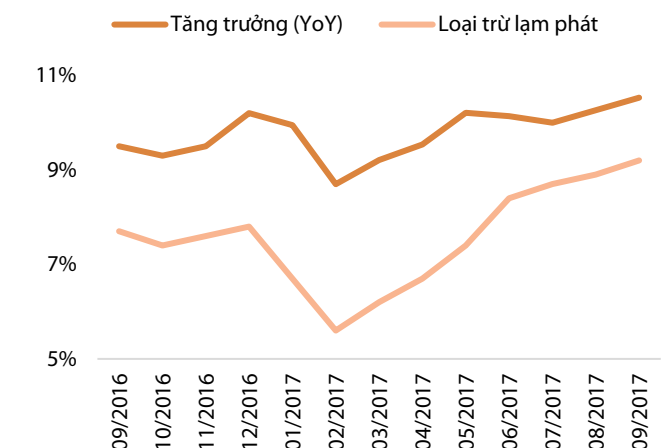
**Đánh giá:** Môi trường kinh tế tích cực đang đẩy mạnh sự tự tin của người tiêu dùng. Theo báo cáo mới nhất của Nielsen, người tiêu dùng Việt Nam nằm trong top 5 nước có người tiêu dùng lạc quan nhất thế giới trong quý 2 2017 với chỉ số niềm tin tiêu dùng là 117, tăng 5 bậc so với cuối năm ngoái. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong quý cuối cùng của năm, điều này sẽ đem lại lợi ích tiêu dùng tổng thể trong tương lai gần.

Hình 8: Dòng vốn đầu tư nước ngoài



Nguồn: GSO

Hình 9: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ



Nguồn: GSO



### Tăng trưởng tín dụng ổn định trong quý 3 2017

Theo GSO, tăng trưởng tín dụng đạt 11,02% từ đầu năm đến nay tính đến ngày 20 tháng 9 2017. Sự tương trường này đã ổn định so với số liệu vào cuối tháng 8 (11,5% tính từ đầu năm đến nay). Do khoảng cách về thời gian trong thống kê số liệu, chúng tôi không cho rằng tăng trưởng tín dụng đã bị chậm lại, nhưng về cơ bản chúng tôi cho rằng trong quý 3 2017 không có nhiều động lực tăng trưởng tín dụng. Điều này cũng phù hợp với chi phí vay qua đêm thấp giữa các ngân hàng thương mại. Trong suốt quý 3 2017, lãi suất bình quân liên ngân hàng qua đêm khoảng 0,78%/năm, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 3,4% trong quý 2.

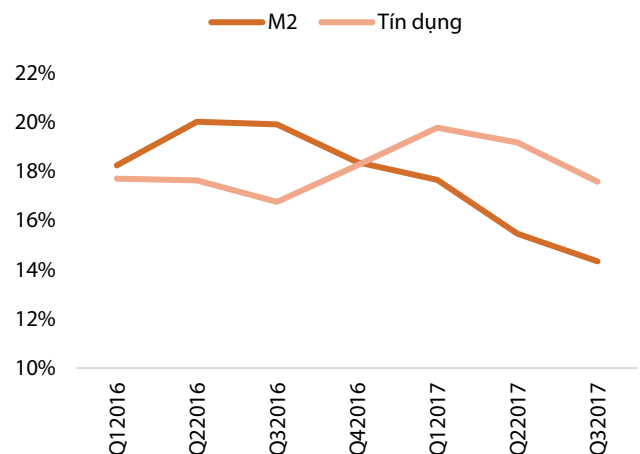
**Đánh giá:** Vào giữa quý 3, Thủ tướng Chính phủ đã kêu gọi tăng trưởng tín dụng 21% trong năm 2017. Theo ước tính của chúng tôi, để đạt được mục tiêu này, hệ thống ngân hàng cần bơm gần 500.000 tỷ đồng vào nền kinh tế. Chúng tôi cho rằng khá khó để đạt được mức tăng trưởng như thế trong Q4. Tuy nhiên, kịch bản cơ sở cho tăng trưởng tín dụng trong năm 2017 có thể là 19-20%, tốc độ như vậy kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong trung hạn.

### Phát hành trái phiếu giảm trong quý 3 2017

Trong quý 3 2017, Kho bạc Nhà nước đã huy động được 22.435 tỷ đồng trong tổng số 38.000 tỷ đồng được đề nghị. Tỷ lệ trúng thầu đã giảm xuống 54% từ 85% trong quý hai. Mặc dù đợt phát hành trái phiếu Chính phủ giảm mạnh trong quý 3, tính đến hết tháng 9, Kho bạc Nhà nước đã hoàn thành 81% kế hoạch năm.

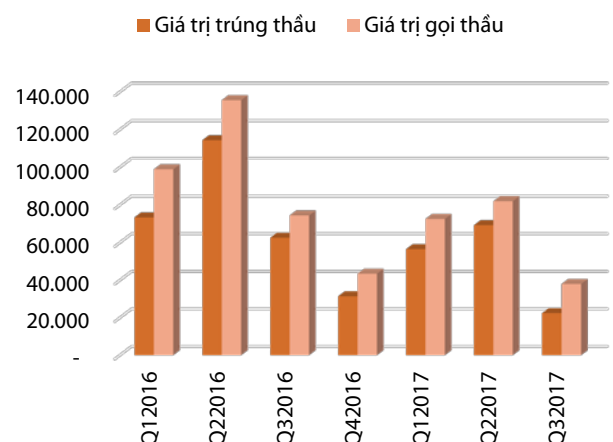
**Đánh giá:** Trong 9 tháng đầu năm 2017, Chính phủ đã thành công trong việc kéo dài thời gian đáo hạn trung bình của danh mục nợ Chính phủ. Bình quân trái phiếu được bán là 18,02 năm, mức tăng ngoạn mục từ 8,71 năm trong 2016. Ngoài ra, lãi suất trái phiếu bình quân cũng giảm nhẹ so với năm ngoái. Chúng tôi cho rằng những động thái này là tín hiệu tốt cho vấn đề nợ công cũng như sức khỏe của nền kinh tế.

Hình 10: Tăng trưởng M2 và tín dụng



Nguồn: GSO, SBV

Hình 11: Tình hình phát hành TPCP



Nguồn: HNX





## TRIỂN VỌNG KINH TẾ VĨ MÔ

- Năm 2017: Bằng chứng thuyết phục về động lực tăng trưởng đến từ khối FDI
- Chính phủ đẩy mạnh công tác Cổ phần hóa và Thoái vốn DNNN trong quý 4

Sau 9 tháng đầu năm 2017, chúng tôi nghĩ rằng hiện tại đã là thời điểm thích hợp để bàn về bức tranh kinh tế của cả năm. Trong phần nhận định này của Báo cáo, chúng tôi tập trung vào những điểm nổi bật trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ cùng với mong muốn hoàn tất kế hoạch thoái vốn của Chính phủ trong quý cuối cùng của năm. Bên cạnh đó, đại hội Đảng lần thứ 12 đã khai mạc vào ngày 04 tháng 10 vừa qua với kỳ vọng sẽ tập trung vào việc tái cấu trúc hệ thống chính trị. Vấn đề này đã được nhận diện bởi nhiều nhà đầu tư, do đó, chúng tôi kỳ vọng sẽ không có những biến động bất ngờ trong suốt kỳ họp này.

### **Năm 2017: Bằng chứng thuyết phục về động lực tăng trưởng đến từ khối FDI**

Như đã đề cập trong phần đánh giá bức tranh vĩ mô Q3, chúng tôi cho rằng cần phải nhấn mạnh lại rằng sự tăng trưởng đáng kể của GDP trong năm 2017 chủ yếu đến từ khu vực sản xuất. Trong đó, sự đầu tư mạnh mẽ của khu vực FDI đã mang lại lợi ích cho các hoạt động sản xuất vốn đã thấy tỷ trọng đóng góp trong tăng trưởng GDP đang ngày càng tăng. Năm 2016, khu vực sản xuất chiếm gần 29,5% GDP. Trong 3 quý đầu năm 2017, khu vực sản xuất đã chiếm hơn 33,6%.

Cụ thể, sự tham gia của Formosa và sự đầu tư liên tục của Samsung tại Việt Nam đã giúp tăng quy mô của ngành sản xuất. Trong năm 2017, Khu liên hợp thép Formosa dự kiến sản xuất 1,5 triệu tấn sản phẩm thép, tổng công suất trong giai đoạn đầu là 7,5 triệu tấn/năm. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thép vẫn còn khả năng tăng trưởng trong năm sau. Mặc khác, mặc dù Samsung sẽ tiếp tục tung ra các phiên bản mới của các sản phẩm chủ lực, nhưng chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng của nhóm này sẽ không cao như năm nay. Lý do là chúng tôi thấy sản phẩm di động chỉ tăng 3,2% so với cùng kỳ năm trước trong 9 tháng đầu năm; trong khi đó, đóng góp chính cho tăng trưởng sản xuất là sản xuất ti vi (+31,6%) nhờ sự đi vào hoạt động của tập đoàn Samsung CE Complex. Tuy nhiên, FDI giải ngân tích cực trong 2 năm qua giúp bức tranh hoạt động sản xuất trở nên sáng sủa hơn. Dựa trên những lý do này, chúng tôi kỳ vọng sức mạnh của ngành chế tạo sẽ tiếp tục duy trì trong năm tới.

Tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực FDI cũng là bước khởi đầu cho sự tăng trưởng sản lượng ngành xây dựng và vật liệu xây dựng trong nước. Tuy nhiên, đà tăng trưởng chậm lại trong quý 3 do mùa mưa lớn. Ngành xây dựng tăng 8,3% so với cùng kỳ năm trước trong chín tháng đầu năm 2017, giảm nhẹ so với mức tăng 8,5% trong quý 1 2017. Trong chín tháng đầu năm, sản lượng thép và xi măng tăng lần lượt 21,2% và 8,3% so với cùng kỳ năm trước. Trong quý 4, hoạt động xây dựng sẽ được củng cố, chúng tôi cho rằng sự phục hồi của ngành bất động sản và nới lỏng chính sách tiền tệ có thể hỗ trợ triển vọng của các ngành có liên quan đến xây dựng trong năm tới.

Bên cạnh khối FDI, nhiều khu vực khác cũng ghi nhận tăng trưởng sản lượng đáng kể trong 9 tháng qua là are thủy sản (+9.4% YoY), thức ăn thủy sản (+9.6%), sữa tươi (+8.3% YoY), sữa năng lượng (+9.2% YoY), sợi tự nhiên (+16.8%YoY), quần áo (+8.7%YoY), urê (+15.9%YoY) và phân NPK (+12.9%YoY). Những sự tăng trưởng này gắn liền với sự phục hồi của khu vực nông nghiệp, dệt may, xuất khẩu thủy sản và lòng tin mạnh mẽ của người tiêu dùng Việt Nam. Hiệp định thương mại Việt Nam – EU sẽ có hiệu lực vào năm 2018, điều này sẽ tạo nhiều cơ hội cho các nhà xuất khẩu nội địa Việt Nam trong khu vực dệt may và thủy sản. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng sự hỗ trợ của Chính phủ trong nông nghiệp công nghệ cao cần có thời gian để chứng minh hiệu quả. Do đó, ngành nông nghiệp có thể đóng góp không đáng kể vào tăng trưởng GDP trong năm tới.

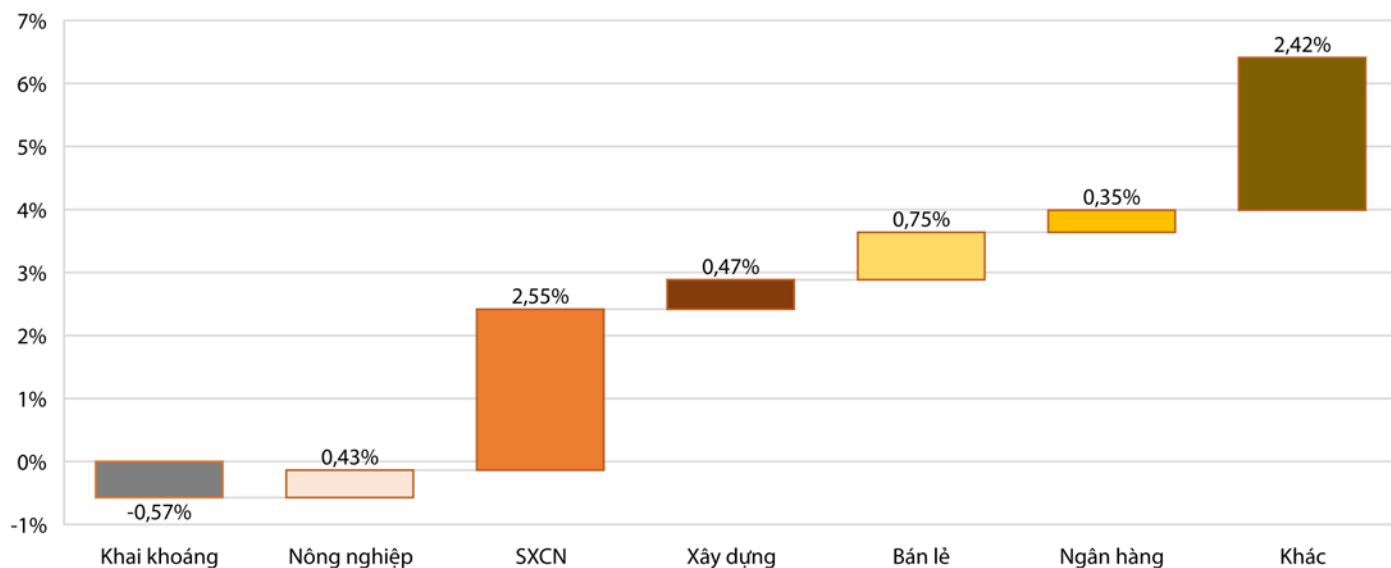
Bên cạnh đó, môi trường kinh tế tích cực là đẩy mạnh công nghiệp hàng tiêu dùng, hoạt động ngân hàng và bất động sản. Khu vực bán lẻ, nhà ở và dịch vụ ăn uống kết hợp tăng 8,4% so với cùng kỳ năm trước, đã đóng góp 17,3% vào tăng trưởng GDP. Trong 3 quý đầu năm 2017, ngành ngân hàng và bất động sản đã tăng lần lượt 7,89% và 3,99% so với cùng kỳ năm trước và cao hơn



so với cùng kỳ năm ngoái. Được hỗ trợ bởi tầng lớp dân số trung lưu, chúng tôi kỳ vọng các ngành hàng tiêu dùng, du lịch, dịch vụ ăn uống tiếp tục tăng trưởng tốt trong dài hạn. Cùng với đó, sự phục hồi của ngành ngân hàng và bất động sản sẽ được hưởng lợi từ cải cách ngân hàng và tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ.

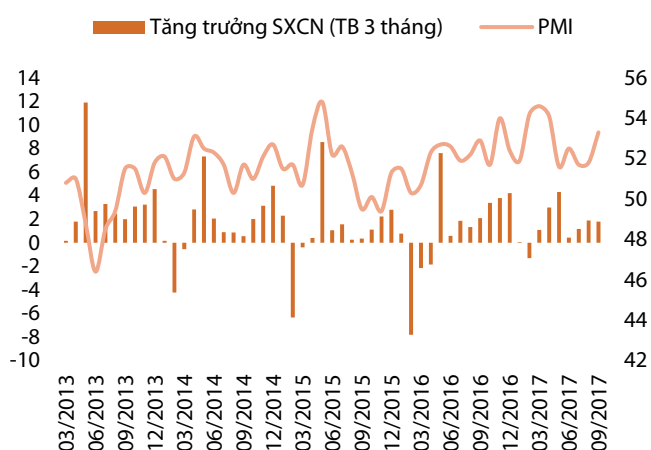
Nói chung, chúng tôi tin rằng tăng trưởng FDI sẽ là động lực quan trọng để phát triển kinh tế trong tương lai. Trong khi đó, các lĩnh vực khác trong nền kinh tế sẽ được hưởng lợi từ đầu tư nước ngoài và sự hỗ trợ của Chính phủ để nâng cấp mô hình tăng trưởng kinh tế. Nguy cơ lớn nhất đối với tăng trưởng kinh tế là mức độ quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài đối với Việt Nam suy giảm, chứ không phải là con số tăng trưởng GDP là bao nhiêu. Tuy nhiên, điều này sẽ khó diễn ra trong trung hạn.

**Hình 12: Đóng góp vào tăng trưởng kinh tế theo ngành trong 9 tháng đầu năm**



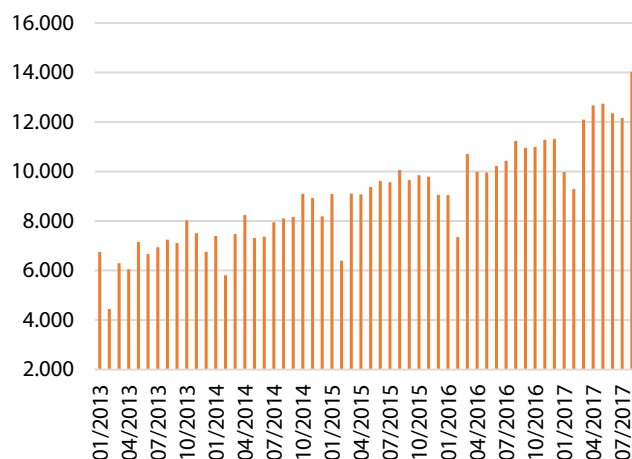
Nguồn: GSO, RongViet Research

**Hình 13: Hoạt động sản xuất công nghiệp (2013–2017)**



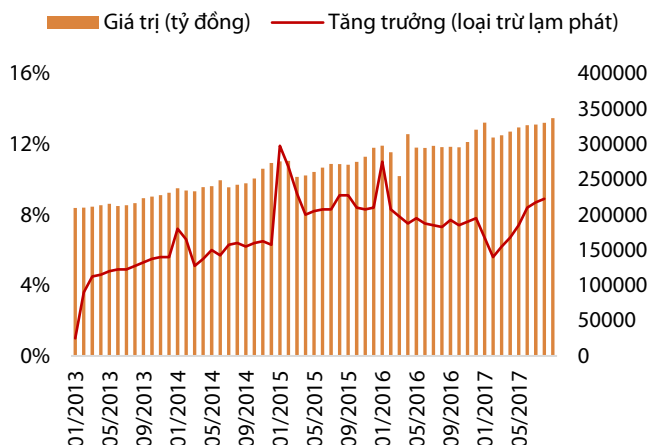
Nguồn: GSO

**Hình 14: Xuất khẩu của khối FDI (2013–2017) (triệu USD)**

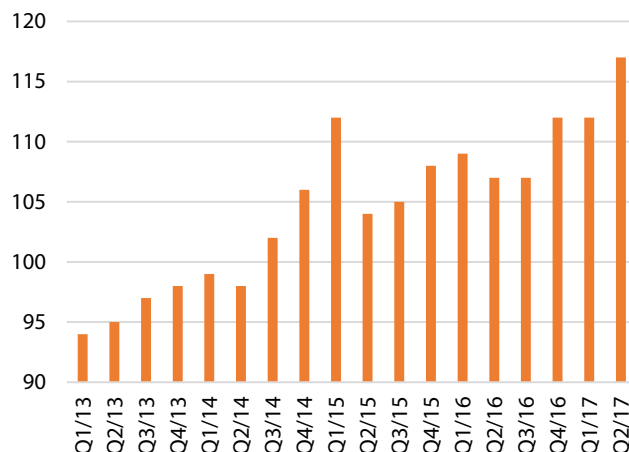


Nguồn: TCHQ



**Hình 15: Doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (2013–2017)**

Nguồn: GSO

**Hình 16: Chỉ số niềm tin tiêu dùng của Việt Nam (2013–2017)**

Nguồn: Nielsen

### Chính phủ đẩy mạnh công tác Cổ phần hóa và Thoái vốn DNNN trong quý 4

Báo cáo gần đây của Cục Tài chính Doanh nghiệp cho thấy sự cải thiện trong tiến trình cổ phần hóa cải cách DNNN. Trong 9 tháng đầu năm 2017, đã có 34 DNNN được cấp có thẩm quyền phê duyệt phương án cổ phần hóa. Tuy con số này thấp hơn năm ngoái, nhưng đây đều là những doanh nghiệp lớn với giá trị định giá thực tế là 80.636 tỷ đồng, trong đó giá trị thực phần vốn nhà nước là 20.811 tỷ đồng. Theo kế hoạch cổ phần hóa, tổng vốn điều lệ của các công ty này là 25.837 tỷ đồng, trong đó Nhà nước nắm giữ 12.646 tỷ đồng, các nhà đầu tư chiến lược giữ 7.941 tỷ đồng, 205 tỷ đồng cho người lao động, 20 tỷ đồng cho công đoàn và 5.060 tỷ đồng thuộc về cổ đông đại chúng thông qua đấu giá. 11/34 công ty trên đã hoàn thành kế hoạch IPO, trong đó những cái tên đáng chú ý nhất là:

- Tổng công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC) - Vốn điều lệ 13,17 nghìn tỷ đồng: Trong tháng 6, Chính phủ đã cho phép công ty trở thành công ty đại chúng bằng cách phát hành cổ phiếu để tăng vốn, với tỷ lệ nắm giữ của Nhà nước giữ ở mức 51%.
- Tổng công ty Sông Đà - Vốn điều lệ 4.500 tỷ đồng: Lịch trình IPO đã được điều chỉnh vào đầu tháng 10. Cụ thể, công ty sẽ bán 200 triệu cổ phiếu ra công chúng, tương đương 48,82% vốn điều lệ thay vì 30% vốn điều lệ trong kế hoạch được duyệt ban đầu.
- Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam (IDICO) - Vốn điều lệ: 3.000 tỷ đồng: Công ty chào bán 55,3 triệu cổ phiếu, tương ứng 18,44% cổ phần, với giá khởi điểm là 18.000 đồng vào đầu tháng 10. Mức giá trúng thầu trung bình là 23.940 đồng.
- Tổng Công ty Thương mại Xuất nhập khẩu Thanh Lễ (Thalexim) - Vốn điều lệ: 2.366 tỷ đồng: chính thức niêm yết vào cuối tháng 10 với giá khởi điểm là 10.600 đồng; lượng chào bán: 11,83 triệu cổ phiếu, tương đương 5% cổ phần.

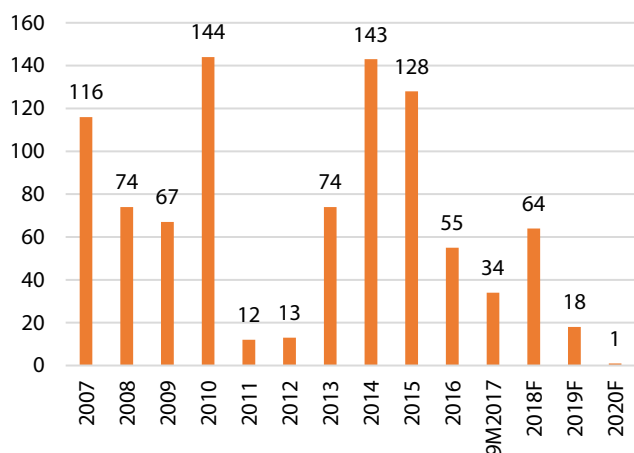
Trong tháng 8, Chính phủ đã công bố tiến trình phê duyệt kế hoạch cổ phần hóa cho năm 2017-2020 18 DNNN được phê duyệt kế hoạch cổ phần hóa vào cuối tháng 8, hoàn thành 14% mục tiêu 127 DNNN cổ phần hóa trong giai đoạn 2017-2020. Theo Bộ Tài chính, Chính phủ có thể sẽ hoàn thành 86,4% kế hoạch năm 2017, tương đương 38 DNNN. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng tiến trình cổ phần hóa của nhiều tập đoàn lớn sẽ chậm một mặt là do cấu trúc sở hữu và quản lý phức tạp, mặt khác là do một số tập đoàn còn có nghĩa vụ tài chính và nợ chưa rõ ràng cần minh bạch trước khi IPO.

Gần đây nhất, Chính phủ tuyên bố sẽ đẩy mạnh việc bán cổ phần tại Sabeco và Habeco, hai nhà sản xuất bia lớn nhất ở Việt Nam mà hiện tại nhà nước nắm giữ 89,6% và 81,8% vốn điều lệ. Tuy



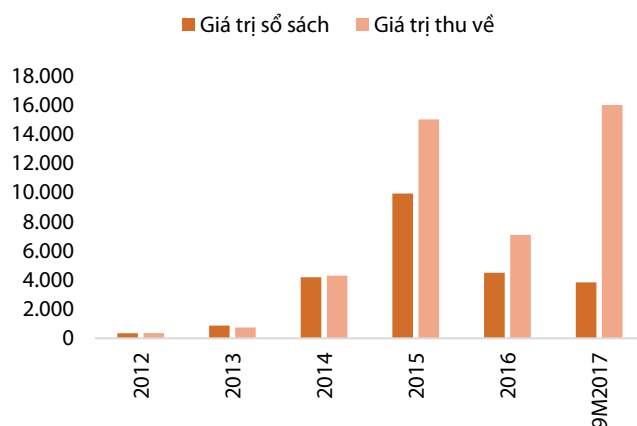
được bắt đầu vào cuối năm 2016, nhưng tiến độ thoái vốn nhà nước khỏi hai công ty này vẫn còn diễn ra chậm chạp. Theo hướng dẫn của Chính phủ, mục tiêu của việc thoái vốn nhà nước là thu về 60.000 tỷ đồng vào năm 2017. Đến cuối tháng 9, Chính phủ đã thoái được 3.366 tỷ đồng và thu được 15.998 tỷ đồng (bao gồm cả giá trị thu được năm 2016 nhưng ghi nhận vào năm 2017). Tính riêng những công ty thuộc ngành nghề nhạy cảm, Chính phủ đã thoái và thu được 105 tỷ đồng. Giá trị thoái vốn của các công ty khác là 2.210 tỷ đồng và giá trị bán ra là 3.463 tỷ đồng. SCIC đã bán cổ phần Nhà nước trị giá 1.542 tỷ đồng của 28 doanh nghiệp thu về 12.428 tỷ đồng (bán phần sở hữu tại Vinamilk với giá trị sổ sách là 783,7 tỷ đồng trong năm 2016 và thu được 11.286,4 tỷ đồng). Điều này cho thấy Vinamilk là một thương vụ lớn trong việc thoái vốn của Nhà nước trong 9 tháng đầu năm 2017, và quá trình thoái vốn nên được đẩy nhanh hơn trong quý 4 để có thể hoàn thành kế hoạch cả năm. Theo quan điểm của chúng tôi, mục tiêu chính của việc đẩy mạnh quá trình thoái vốn của nhà nước là để hoàn thành mục tiêu thu ngân sách, giúp giảm thâm hụt ngân sách trong năm nay.

**Hình 17: Số lượng DNNN cổ phần hóa (2007–2020F)**



Nguồn: BTC

**Hình 18: Giá trị thoái vốn DNNN (2012-2017) (tỷ đồng)**



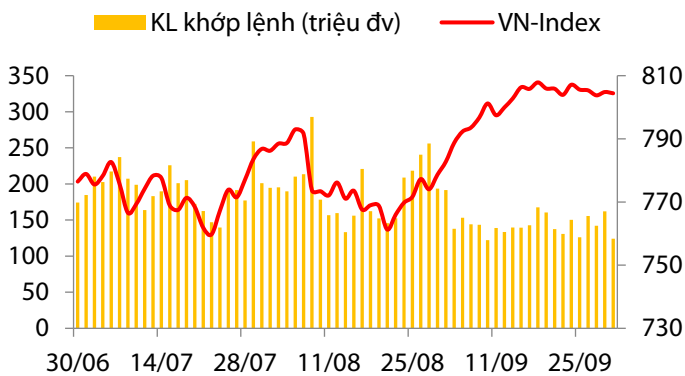
Nguồn: BTC

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 9: TIẾP TỤC NHỮNG CÂU CHUYỆN IPO VÀ THOÁI VỐN

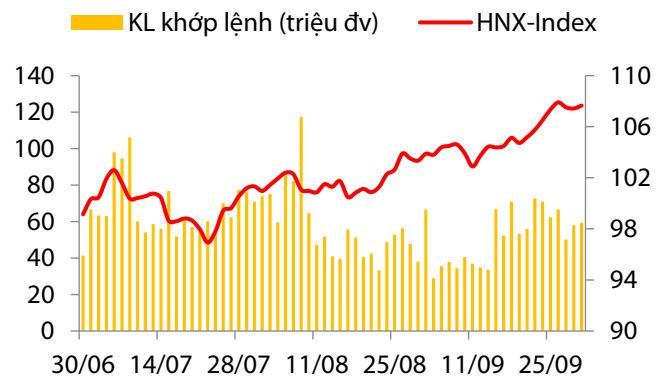
**Diễn biến VN-Index lẫn HN-Index trong tháng Chín đều bao gồm hai giai đoạn: đi ngang và tăng mạnh, nhưng thứ tự là không giống nhau.** VN-Index khởi đầu tháng bằng chuỗi tăng giá liên tiếp từ 782,8 lên ngưỡng 800 chỉ trong một tuần, sau đó gần như đi ngang trong nửa tháng còn lại và đóng cửa ở 804,4 (+2,8%). Trong khi đó, HN-Index trải qua tuần đầu tiên trong sắc đỏ nhưng lại tăng mạnh trong ba tuần kế tiếp để kết tháng với số điểm 107,7 (+3,7%)

**Hình 19: Diễn biến chỉ số VN-Index trong tháng Chín**

**Hình 20: Diễn biến chỉ số HNX-Index trong tháng Chín**



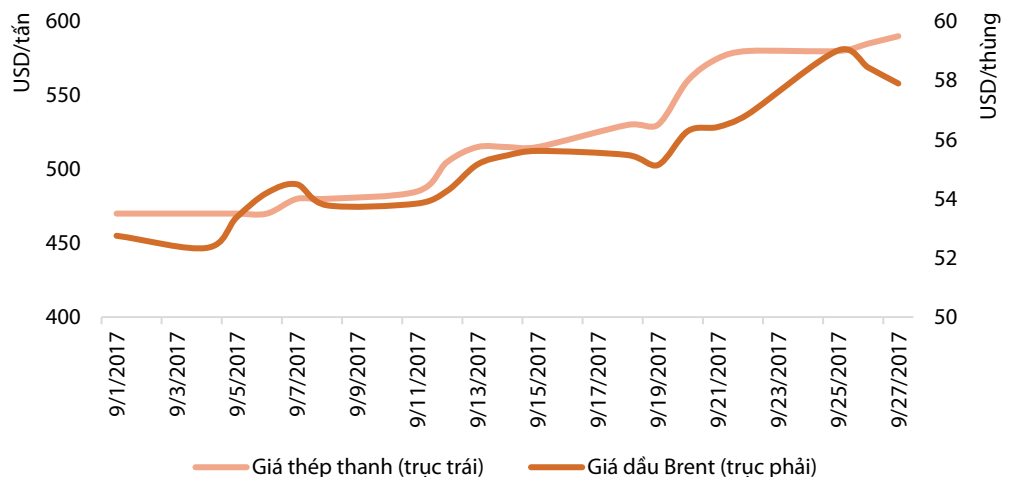
Nguồn: RongViet Research



Nguồn: RongViet Research

**Giai đoạn tăng mạnh của VN-Index không ghi nhận tin tức hỗ trợ đặc biệt nào, ngoại trừ một số ít thông tin ở ngành thép và dầu khí.** Các cổ phiếu thép được hỗ trợ bởi thông tin giá thép nội địa tăng gần 6% trong tháng Chín, lên mức 13 triệu đồng/tấn thép thanh xuất xưởng, trong bối cảnh phôi thép trong nước tiếp tục tăng do nguồn cung phôi thép trong nước bị ảnh hưởng bởi sự thiếu hụt than điện cực trong tháng 7. Trong khi đó, thị trường dầu khí đã xuất hiện tín hiệu tích cực sau thông tin OPEC và Nga công bố dự định sẽ kéo dài thời gian cắt giảm sản lượng hơn nữa, động thái được cho sẽ giúp thị trường này được đưa vào trạng thái cân bằng.

**Hình 21: Giá dầu và giá thép đều tăng trong tháng Chín**



Nguồn: Bloomberg



Đối với HNX-Index, ACB là động lực tăng trưởng chính. Kết quả kinh doanh khả quan, cộng với các tin đồn về khả năng thoái vốn của cổ đông lớn, Standard Charter, đã khiến giá cổ phiếu ACB tăng mạnh trong tháng Tám. Bước sang tháng Chín, kỳ vọng của thị trường về việc ACB sẽ duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong năm 2018 nhờ chi phí DPRR rủi ro giảm (sau khi ngân hàng hoàn tất trích lập trong năm 2017) và khả năng hoàn nhập DPRR đối với các khoản tổn động cũ, đã giúp cổ phiếu này tiếp tục tăng gần 6,6%.

### **Những câu chuyện IPO và thoái vốn**

Nhìn chung, đà tăng của VN-Index trên thực tế chỉ đến từ sự luân phiên đóng góp của một vài mã vốn hóa lớn như GAS, VCB, VNM và đặc biệt là bộ đôi SAB và BHN. Câu chuyện thoái vốn tại 2 doanh nghiệp bia đầu ngành này gần như chắc chắn sẽ diễn ra trong năm nay để hoàn thành kế hoạch ngân sách. Mức giá thoái vốn vẫn còn là một dấu hỏi, nhưng chính sự không rõ ràng này đã tạo ra cơ hội cho những NĐT tham gia cuộc chơi.

Còn nhớ chính SAB và BHN cũng là những cái tên mở đầu cho làn sóng đầu tư vào cổ phiếu sắp IPO và niêm yết khi mà 2 cổ phiếu này đã tăng phi mã ngay sau khi chào sàn. Khi đó, NĐT sở hữu cổ phiếu trước khi niêm yết gần như được bảo đảm một mức sinh lời hấp dẫn trong thời gian ngắn. Tuy vậy, trong thời gian gần đây, điều này không còn quá đúng khi lần lượt những tên tuổi lớn như VPB, LTG hay KDF không còn tạo ra một hiệu ứng tương tự. Hiện tại, nhu cầu đối với các cổ phiếu sắp niêm yết vẫn còn rất lớn, thể hiện qua lượng đăng ký mua cổ phiếu Idico gấp 5 lần lượng phát hành, hay mức tăng giá trên thị trường OTC của các ngân hàng thương mại như LienVietPostBank và Techcombank. Việc các cổ phiếu này có thể mang lại lợi nhuận cao cho NĐT sau khi lên sàn hay không sẽ được Rộng Việt Research đánh giá chi tiết hơn trong mục chiến lược đầu tư của tháng này.

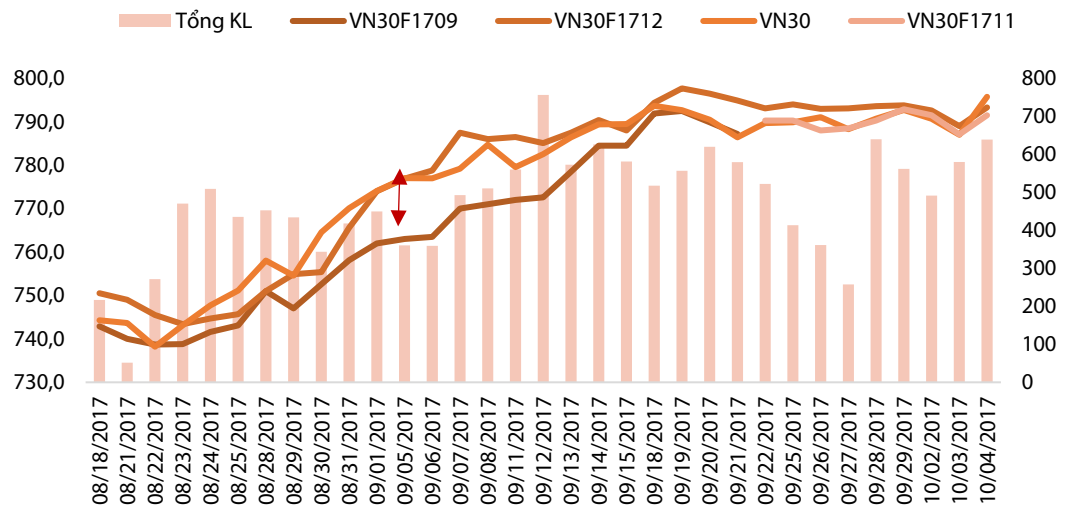
### **Diễn biến của thị trường phái sinh**

Sau gần 2 tháng hoạt động, chứng khoán phái sinh đã ghi nhận mức tăng trưởng nhất định. Số lượng tài khoản phái sinh ở thời điểm cuối tháng Chín tăng 34,5% so với cuối tháng Tám, trong khi giá trị giao dịch đạt mức trung bình hơn 600 tỷ đồng/phiên so với mức gần 150 tỷ trong tuần đầu tiên. Việc thị trường còn mới mẻ cũng đã tạo ra những misprice đáng kể mà NĐT có thể tận dụng.

Đơn cử, đầu tháng Chín, khoảng cách giữa hợp đồng VN30F1709 có một khoảng cách tương đối đáng kể với hợp đồng VN30F1712 cũng như tài sản cơ sở là chỉ số VN-30. Điều này mở ra cơ hội cho NĐT mua hợp đồng F1709, hay thực hiện “spread trade”, tức là chọn mua HĐ F1709 và bán HĐ F1712, vốn có lúc chênh nhau đến gần 15 điểm, và chờ cho thị trường điều chỉnh khoảng chênh này. Tuy nhiên, sang tới tháng Mười, có thể thấy rằng những misprice như vậy hiện không còn, khi mà các hợp đồng tương lai hiện đều đang giao dịch rất sát với chỉ số cơ sở.



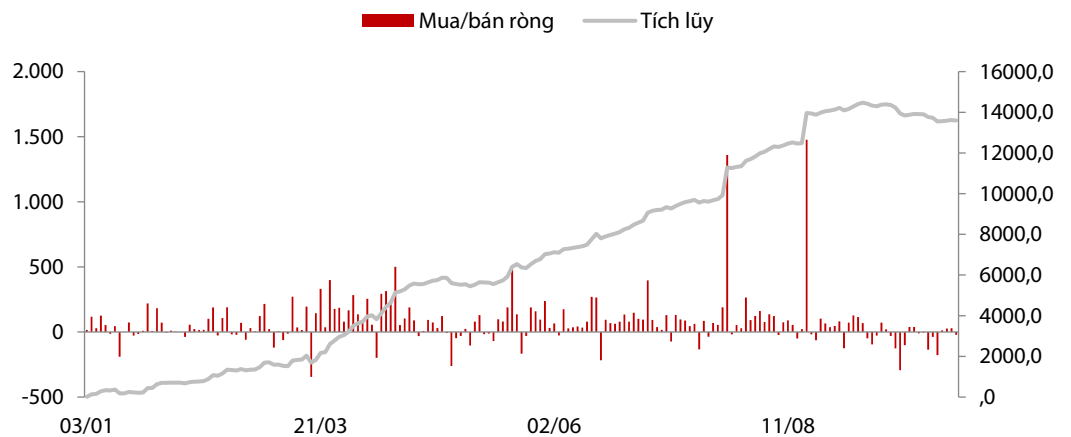
**Hình 22: Diễn biến giá của VN30 và các hợp đồng tương lai**



Nguồn: Fiin Pro, RongViet Research

### Giao dịch khối ngoại:

**Hình 23: Giá trị mua/bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài 9 tháng 2017**



Nguồn: Fiin Pro, RongViet Research

Kể từ đầu năm, đây là tháng bán ròng đầu tiên của nhà đầu tư nước ngoài. Tổng giá trị bán ròng trên 2 sàn trong tháng qua là gần 691 tỷ đồng, trong đó giá trị bán ròng trên HSX là 193,7 tỷ đồng. Nếu loại trừ hoạt động thoái vốn tại NTP thì khối ngoại vẫn bán ròng nhưng không đáng kể.

Trên HSX, xét về nhóm ngành, có 8/18 nhóm ngành bị bán ròng trong tháng Chín. Bất động sản vẫn là nhóm bị bán ròng nhiều nhất với giá trị bán ròng hơn 400 tỷ đồng. Lượng bán ròng tập trung vào các mã NVL, KBC, NLG, ROS, KDH và FLC. Đối với trường hợp của FLC, sau gần 3 năm xuất hiện trong danh mục của quỹ VanEck Vectors Vietnam ETF đã bị quỹ này loại trong kỳ đảo danh mục quý 3 vừa qua. Tỷ trọng nhỏ nhất trong rổ đồng thời không nằm trong top 98% vốn hóa tự do đã khiến FLC bị loại. Trong 2 ngày liên tiếp 14 và 15/09, FLC bị ETF bán ra lần lượt 5,3 và 6,5 triệu cổ phiếu, tương ứng gần 90 tỷ đồng. Ở chiều mua ròng, dầu khí bất ngờ dẫn đầu danh sách. PLX được mua ròng mạnh với hơn 3,5 triệu cổ phiếu, tương ứng giá trị mua ròng 240 tỷ đồng, trong đó 50% lượng giao dịch đến từ việc quỹ Db x-trackers FTSE Vietnam thêm cổ phiếu này vào danh mục trong kỳ review Q3/2017.

Sàn HNX chỉ có điểm đáng chú ý là cổ đông Thái Lan The Nawaplastic Industries (Saraburi) Co., Ltd công bố kế hoạch thoái vốn khỏi NTP sau 5 năm đầu tư. Thời gian dự kiến thoái vốn từ 25/09/2017 đến 20/10/2017. Sau khi công bố, chúng tôi nhận thấy torng 4 phiên liên tục từ 25/09 – 28/09 xuất hiện giao dịch đột biến với tổng KLGD gần 7 triệu cổ phiếu và GTGD tương ứng là 516,4 tỷ đồng.



Cũng chính giao dịch thoái vốn này khiến nhóm xây dựng và vật liệu xây dựng trở thành nhóm bị bán ròng mạnh nhất trên HNX trong tháng vừa qua. Còn hơn 18 triệu cổ phiếu NTP sẽ được tổ chức này bán ra trong tháng Mười nên khả năng cao sàn HNX sẽ tiếp tục chứng kiến khối ngoại bán ròng tháng thứ 2 liên tiếp.

Như vậy sau khi liên tục mua ròng kể từ đầu năm, khối ngoại đã bán ròng trong tháng Chín. Giá trị tích lũy ròng năm 2017 đạt mức cao nhất tại ngày 05/09 là 14.471 tỷ đồng sau tháng Chín đã giảm còn 13.597 tỷ đồng. Trong tháng Mười có thể diễn biến này sẽ lặp lại khi việc thoái vốn tại NTP của Saraburi sẽ được tiếp tục. Do vậy, nếu chỉ nhìn vào con số tuyệt đối cuối cùng có thể không nói lên nhiều ý nghĩa hơn là quan sát động thái của nhà đầu tư nước ngoài tại nhiều nhóm ngành khác nhau.

Tên ngành	HSX		HNX	
	Tổng khối lượng mua bán ròng (Đvt: cổ phiếu)	Tổng giá trị mua bán ròng (Đvt: tỷ đồng)	Tổng khối lượng mua bán ròng (Đvt: cổ phiếu)	Tổng giá trị mua bán ròng (Đvt: tỷ đồng)
Dầu khí	1,03	208,02	-10,58	-166,27
Hóa chất	2,14	62,75	0,29	6,39
Tài nguyên Cơ bản	0,74	74,81	0,40	0,55
Xây dựng và Vật liệu	0,87	-24,96	0,13	-391,15
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-4,35	-71,77	0,09	-3,30
Ô tô và phụ tùng	-5,56	-102,63	-0,55	-4,08
Thực phẩm và đồ uống	0,21	-52,73	0,47	5,34
Hàng cá nhân & Gia dụng	-0,83	-0,13	-1,02	-12,24
Y tế	1,46	14,62	0,00	-0,24
Bán lẻ	0,42	7,08	0,30	3,54
Truyền thông	0,00	0,02	0,15	1,86
Du lịch và Giải trí	-0,84	-63,41	0,40	11,52
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	2,18	49,88	0,06	0,44
Ngân hàng	1,74	-111,25	9,13	73,59
Bảo hiểm	0,52	26,52	-0,03	-0,69
Bất động sản	-22,50	-403,52	-0,37	1,06
Dịch vụ tài chính	0,94	150,81	0,81	9,58
Công nghệ Thông tin	0,19	1,93	0,02	0,26

## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG MƯỜI

Tháng Chín, chỉ số VNIndex đã chinh phục thành công ngưỡng 800 điểm đồng thời đánh dấu tháng bán ròng đầu tiên trong năm 2017 của NĐT nước ngoài. Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn với các câu chuyện đơn lẻ của mình, chẳng hạn như VNM, SAB và BHN liên quan đến phương án thoái vốn Nhà nước, GAS với câu chuyện giá dầu, nhóm cổ phiếu ngân hàng với các kỳ vọng về chuyển biến lợi nhuận cũng như khả năng bán vốn cho NĐT chiến lược nước ngoài... là những nhân tố chính chi phối diễn biến chỉ số. Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy sự tác động của các câu chuyện trên chỉ mang tính ngắn hạn song lại khiến VNIndex bị bóp méo và bức tranh thực của thị trường trở nên không rõ ràng. Do thiếu sự đồng thuận chung của thị trường, mức độ hào hứng của NĐT cũng giảm nhiệt trước áp lực bán ròng từ NĐT nước ngoài, chỉ số chỉ biến động trong kênh giá hẹp trong hai tuần cuối tháng.

Đánh giá diễn biến của chỉ số chung trong tháng Mười, chúng tôi cho rằng các yếu tố trên sẽ tiếp tục chi phối VNIndex. Thiếu sự đồng thuận của toàn thị trường chỉ số khó có khả năng đi xa hơn mốc 810 điểm trong ngắn hạn. Trong khi đó, xét về yếu tố cơ bản, hầu như không có kỳ vọng mới hứa hẹn sẽ mang lại sự hưng phấn nhiều hơn cho NĐT. Yếu tố nâng đỡ thị trường trong giai đoạn hiện tại vẫn là sự ổn định vĩ mô và tăng trưởng GDP đang đi theo đúng kỳ vọng của nhà điều hành.

Mối quan ngại trong ngắn hạn của chúng tôi là sự tham gia kém nhiệt tình của NĐT nước ngoài. Thực tế tín hiệu đã phát ra từ tháng Tám với mức độ tham gia thị trường của khối này giảm hẳn so với mức trung bình thông thường. Sang tháng Chín, NĐT nước ngoài thực sự đã bán ròng. Sự tham gia của NĐT nước ngoài vốn dĩ vẫn được xem là trợ lực rất lớn đối “tâm lý” NĐT trong nước. Do vậy, động thái giao dịch của NĐT nước ngoài vẫn cần được quan sát chặt chẽ trong tháng Mười, để xác nhận chắc chắn về sự “e ngại” của khối ngoại trước mức định giá tương đối cao hiện tại của VNIndex.

Điểm lạc quan là thanh khoản duy trì ở mức trên 3.000 tỷ đồng. Ngoài ra, mặc dù một số cổ phiếu đầu cơ tăng nóng trong tháng Chín nhưng càng về cuối tháng thì dòng tiền đã nhanh chóng rút khỏi nhóm này. Có thể nhận thấy tâm lý thận trọng, mang tính “bảo toàn thành quả” của nhà đầu tư khi hạn chế đua nóng theo nhóm đầu cơ đồng thời không vội vã mua đẩy giá cổ phiếu vốn hóa lớn khi thị trường tiệm cận vùng 800 điểm. Khi quý 3 kết thúc, giới đầu tư đã bắt đầu truyền tai ước tính về KQKD quý 3 của các doanh nghiệp niêm yết. Tuy vậy, bức tranh ước đoán về lợi nhuận chưa đủ làm luận cứ thuyết phục cho việc tích lũy cổ phiếu. Biểu đồ “nhiệt” diễn tả tính chu kỳ của VNIndex của Bloomberg cho thấy xác suất chỉ số tăng điểm thấp hơn xác suất giảm điểm trong tháng Mười, và xác suất rất cao là chỉ số sẽ giảm điểm trong tháng Mười Một. Điều này cho thấy tác động của mùa công bố KQKD quý 3 thường khá mờ nhạt.

**Hình 24: Biểu đồ nhiệt diễn tả tính chu kỳ của VNIndex theo tháng trong năm**

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2017	4.87	1.94	1.62	-.63	2.80	5.24	.91	-.10	2.77	.15		
2016	-5.83	2.59	.33	6.62	3.35	2.23	3.16	3.43	1.65	-1.45	-1.59	-.03
2015	5.58	2.86	-6.99	2.04	1.27	4.12	4.72	-9.07	-.37	7.95	-5.63	1.02
2014	10.28	5.38	.87	-2.29	-2.76	2.87	3.10	6.81	-5.95	.34	-5.70	-3.70
2013	15.97	-1.09	3.47	-3.37	9.25	-7.19	2.23	-3.89	4.22	.97	2.08	-.62
2012	10.36	9.19	4.10	7.42	-9.41	-1.59	-1.87	-4.45	-.87	-1.06	-2.73	9.50
2011	5.35	-9.64	-.05	4.11	-12.23	2.65	-6.21	4.69	.68	-1.59	-9.53	-7.65
2010	-2.59	3.10	.47	8.64	-6.44	-.06	-2.61	-7.86	-.12	-.42	-.23	7.32
2009	-3.93	-18.95	14.21	14.59	27.99	8.90	4.12	17.14	6.24	1.07	-14.14	-1.85
2008	-8.94	-21.42	-22.08	1.07	-20.73	-3.55	13.01	19.44	-15.28	-24.01	-9.31	.28

Nguồn: Bloomberg



Sự tăng giảm luân phiên của các cổ phiếu vốn hóa lớn tạo nên sự cân bằng cho VNIndex, giúp mức PE thị trường không vượt quá xa ngưỡng ~16.x lần thiết lập trong năm nay. Trong tháng Mười, chúng tôi dự báo VNIndex sẽ biến động trong khoảng 787 – 810 điểm. Trong bối cảnh (1) VNIndex đang ở ngưỡng cao nhất kể từ năm 2008 và (2) NĐT nước ngoài không còn giải ngân tích cực như trong nửa đầu năm thì chúng tôi cho rằng việc giải ngân trong tháng Mười cần thận trọng. Những phiên hưng phấn quá mức của thị trường là cơ hội để NĐT cơ cấu danh mục đầu tư theo hướng giảm tỷ trọng cổ phiếu đầu cơ hoặc đã tăng quá mạnh kể từ đầu năm, đồng thời sàng lọc và tích lũy dần cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt cho mục tiêu đầu tư trung – dài hạn.

**Bảng 1: Chỉ tiêu cơ bản của các nhóm ngành**

STT	Tên	% thay đổi Index 1 tháng	% thay đổi Index 1 năm	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	ROA (%)	ROE (%)	P/E cơ bản	P/B
1	Bán lẻ	6,9	151,7	41.237	14,1	40,4	18,3	6,9
2	Bảo hiểm	-1,9	6,1	57.470	4,4	10,6	20,6	2,2
3	Bất động sản	1,7	27,8	261.350	2,1	6,5	25,0	3,5
4	Công nghệ Thông tin	-2,1	38,5	31.859	9,0	16,1	13,0	2,3
5	Dầu khí	-8,1	10,3	85.644	5,6	16,3	14,6	3,1
6	Dịch vụ tài chính	-3,1	33,2	45.508	4,1	15,1	12,0	1,8
7	Điện, nước & xăng dầu khí đốt	7,4	37,6	179.586	11,3	18,8	15,2	2,9
8	Du lịch và Giải trí	12,1	18,7	59.697	3,4	61,2	12,4	5,9
9	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	2,4	25,1	82.198	0,0	15,5	13,4	1,9
10	Hàng cá nhân & Gia dụng	2,4	32,0	33.091	9,2	26,5	15,6	3,8
11	Hóa chất	-1,5	16,9	45.416	7,0	13,3	10,5	1,4
12	Ngân hàng	0,3	17,9	444.500	0,9	14,7	14,7	1,8
13	Ô tô và phụ tùng	-4,0	-16,2	15.197	6,2	12,1	12,6	1,4
14	Tài nguyên Cơ bản	6,6	65,7	115.339	12,3	18,9	7,6	2,0
15	Thực phẩm và đồ uống	2,3	54,0	549.687	8,6	30,8	24,1	6,5
16	Truyền thông	6,8	34,4	12.960	5,6	3,7	17,1	2,2
17	Xây dựng và Vật liệu	0,5	96,2	189.046	5,5	19,8	17,3	4,1
18	Y tế	-3,0	84,8	33.919	11,2	21,1	17,7	3,9

Nguồn: FiinPro



Đến thời điểm hiện tại, nhìn chung đã có thể an tâm đối với kết quả điều hành vĩ mô của cơ quan chủ quản khi mà GDP quý sau luôn tăng cao hơn quý trước và khả năng đạt mức tăng trưởng 6,7% không phải là không khả thi. Tăng trưởng GDP 9T2017 có sự đóng góp đáng kể từ khối FDI, nhưng sự lan tỏa cũng hiện hữu thể hiện ở bức tranh tăng trưởng của các nhóm ngành khác như xây dựng, BĐS, ngân hàng, sắt thép. Tuy vậy, ngoài yếu tố ổn định của vĩ mô và mức tăng trưởng “ngoài kỳ vọng” về GDP quý 3/2017, chúng tôi chưa thấy khả năng có một “cú huých” mạnh giúp giá cổ phiếu chuyển động tích cực ngay trong tháng Mười. Kỳ vọng và phản ứng đối với kỳ vọng đã diễn ra, thể hiện qua xu hướng tăng điểm kéo dài từ đầu năm. Các chuyên viên phân tích ngành của RongViet Research cho rằng bức tranh KQKD Q3/2017 sẽ không mang nhiều đột biến và phần lớn nằm trong kỳ vọng của các chuyên viên phân tích. Do vậy, chúng tôi cho rằng những phiên hưng phấn quá mức của thị trường là cơ hội để NĐT cơ cấu danh mục đầu tư theo hướng giảm tỷ trọng cổ phiếu đầu cơ hoặc đã tăng quá mạnh kể từ đầu năm. Đồng thời với đó, NĐT có thể bắt đầu sàng lọc và tích lũy dần các cổ phiếu có triển vọng kinh doanh khả quan trong quý cuối năm 2017 cũng như năm 2018.

Sau đà tăng mạnh trong nửa đầu năm, các cổ phiếu ngành dược đã trải qua quãng thời gian điều chỉnh tương đối dài. Điều này mở ra cơ hội cho NĐT ở một số cổ phiếu như IMP hay Pymepharco (PME – HSX) - một tân binh mới của ngành dự kiến sẽ được niêm yết vào cuối tháng Mười. Chúng tôi đánh giá hai cổ phiếu này đều hứa hẹn có mức tăng trưởng đột phá kể từ năm 2018 nhờ vào một loạt các chính sách sắp được ban hành để hỗ trợ các doanh nghiệp nội trong việc đầu tư vào kênh bệnh viện, với mục tiêu giảm chi phí thuốc, thu hẹp chênh lệch giá thuốc giữa các tuyến bệnh viện để nâng cao hiệu suất trong ngành y tế. Sở hữu hệ thống nhà máy hiện đại theo tiêu chuẩn EU-GMP mà không nhiều doanh nghiệp trong nước có được, IMP và PME hứa hẹn sẽ là những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất trong xu hướng thay thế thuốc nhập ngoại này.

Tăng trưởng tín dụng bút phá giúp thu nhập lãi của các ngân hàng tăng trưởng mạnh mẽ. Mặc dù vậy, xu hướng lợi nhuận có thể sẽ có sự phân hóa giữa nhóm ngân hàng quốc doanh và ngoài quốc doanh. Trong đó, do yếu điểm về an toàn vốn và thanh khoản, các ngân hàng quốc doanh có thể sẽ phải tiếp tục ưu tiên trích lập DPRR đồng thời cơ cấu danh mục cho vay nhằm cải thiện các tiêu chí trên. Ngược lại, các NHTMCP với lợi thế về tỷ lệ an toàn vốn và thanh khoản cao nên tăng trưởng tín dụng cao hứa hẹn sẽ mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận tương xứng. Trong đó, một số ngân hàng như ACB và MBB đã gần như hoàn thành nghĩa vụ trích lập dự phòng trái phiếu đặc biệt hứa hẹn sẽ có lợi nhuận tăng trưởng khả quan không chỉ trong năm 2017 và cả trong năm 2018. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi ưa thích MBB hơn so với ACB bởi tiềm năng tăng giá cổ phiếu còn khá cao. Mặc dù là NHTMCP, MBB có nhiều lợi thế về huy động vốn, tỷ lệ tiền gửi thanh toán cao (tỷ lệ CASA đạt 37-38%) giúp chi phí huy động vốn của ngân hàng thấp hơn so với các NHTMCP cùng nhóm. Cộng với danh mục cho vay được kiểm soát chặt chẽ, tỷ lệ an toàn vốn và thanh khoản luôn tốt hơn so với quy định của NHNN, dư địa cho tăng trưởng tín dụng của MBB vẫn tương đối dồi dào, trong khi áp lực tăng vốn gần như không có. Sử dụng mức PB là 1,7x, mức giá hợp lý của MBB được xác định ở mức 26.800 đồng/cp, điều chỉnh tăng từ mức giá khuyến nghị 21.000 đồng/cp trong báo cáo chiến lược tháng 6/2017. Với mức cổ tức tiền mặt tối thiểu 500 đồng/cp, tổng mức sinh lời kỳ vọng đối với cổ phiếu MBB là 19%.

LienVietPostBank (UpCOM – LPB), một tân binh của ngành ngân hàng cũng sẽ niêm yết trên sàn UpCOM từ ngày 05/10/2017. Mặc dù là ngân hàng thương mại cổ phần với thị phần tín dụng khá khiêm tốn (~2%), LPB thu hút sự chú ý của chúng tôi bởi chiến lược kinh doanh khác biệt của mình. Lợi thế độc quyền chi trả tiền lương hưu giúp LPB duy trì tỷ lệ tiền gửi thanh toán khá cao (~30%), yếu tố trọng yếu giúp chi phí vốn thấp. Bên cạnh đó, tận dụng mạng lưới giao dịch của VNPost, khả năng thâm nhập và cạnh tranh ở vùng sâu, vùng xa, miền núi của LPB tốt hơn so với các ngân hàng khác. Kết thúc 9T2017, LPB đã hoàn thành 97% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Và với mức giá chào sàn 14.800 đồng/cp, PB của LPB là 1,1 lần, khá hấp dẫn nếu so với mức PB bình quân

hiện tại của các ngân hàng đang niêm yết. Do vậy, chúng tôi cho rằng LPB cũng là một cơ hội đầu tư mới mà NĐT có thể lưu tâm.

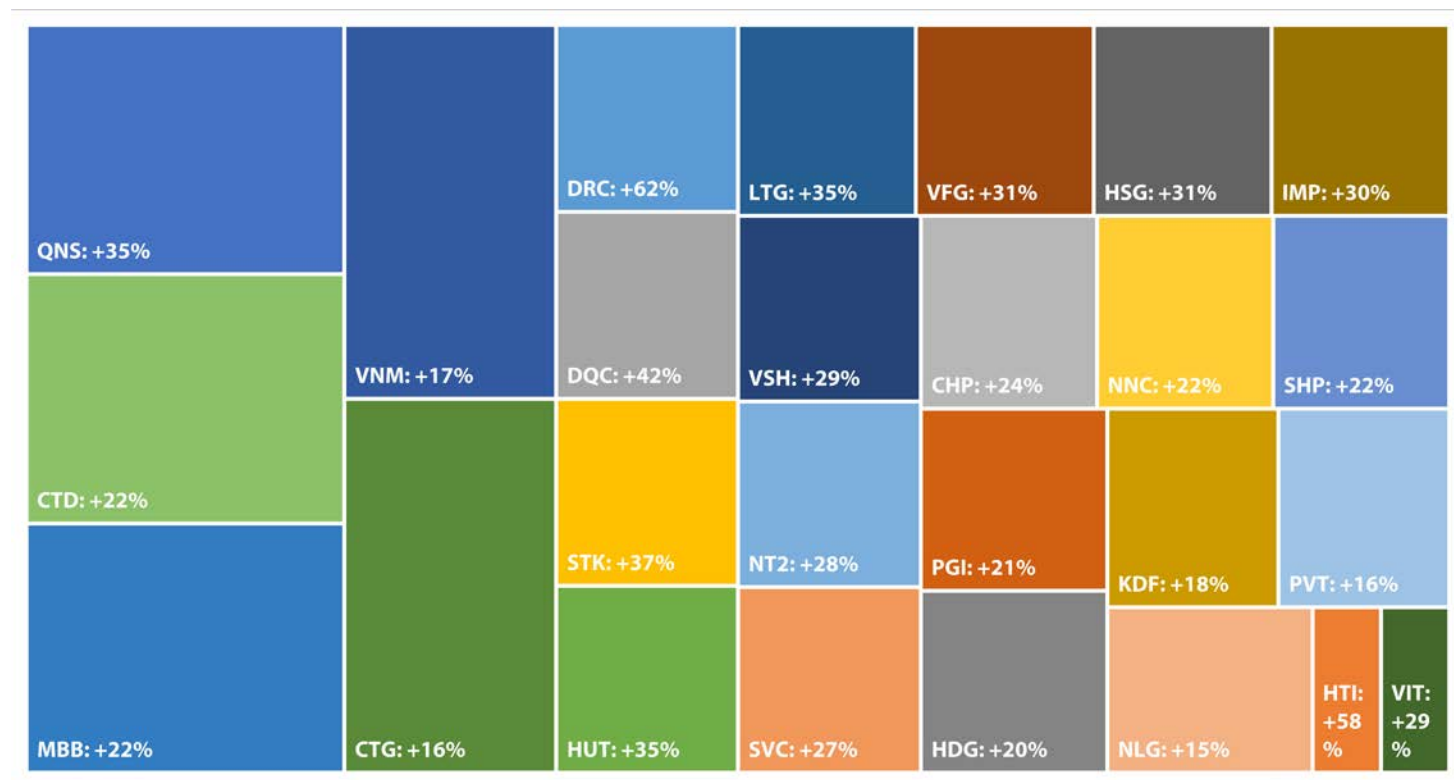
Cổ phiếu ngành thép, đặc biệt là HPG, đã tăng giá mạnh trong tháng Mười với kỳ vọng giá thép tăng mạnh cũng như nhu cầu cao khi hoạt động xây dựng bắt đầu đẩy mạnh trong những tháng cuối năm. Với tiến triển đang khá tốt của dự án gang thép Dung Quất, dây chuyền cán thép 600.000 tấn/năm tại Dung Quất sẽ xuất xưởng những sản phẩm đầu tiên trong vòng chưa đầy 12 tháng nữa, được hỗ trợ bởi ưu đãi thuế 0%, kỳ vọng mang lại tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ, thì NĐT vẫn có thể tiếp tục nắm giữ cổ phiếu HPG. Trong khi đó, các doanh nghiệp tôn mạ được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhờ giá nguyên liệu thép cán nóng (HRC) tăng 14% trong quý 3/2017. Trên sàn niêm yết, HSG và NKG là hai doanh nghiệp tôn mạ mà chúng tôi kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng chung này. Trong đó, quý 3 vừa qua, sản lượng tiêu thụ thép của NKG đã tăng trưởng 50% YoY và với kỳ vọng biên lợi nhuận cải thiện, RongViet Research kỳ vọng LNST quý 3/2017 của NKG có thể tăng trưởng khoảng 36% YoY và lũy kế 9T2017 tăng trưởng 20% YoY. Ngoài ra, việc mở rộng đầu tư của NKG được kỳ vọng sẽ tiến triển thuận lợi sau khi doanh nghiệp có thêm 600-800 tỷ đồng tiền mặt được bổ sung thông qua phát hành riêng lẻ.

Sức nóng IPO các Tập đoàn, TCT Nhà nước sẽ tiếp tục lan tỏa trong quý cuối năm 2017 và chúng tôi cho rằng NĐT có thể dành một phần danh mục đầu tư của mình cho nhóm cổ phiếu này. Theo Thông tư 180 của Bộ Tài chính thì trong thời hạn ba mươi (30) ngày, kể từ ngày Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có công văn xác nhận hoàn tất việc đăng ký công ty đại chúng theo quy định tại Điều 34 Nghị định số 58/2012/NĐ-CP, công ty đại chúng có trách nhiệm hoàn tất việc đăng ký chứng khoán tại Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam và đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch Upcom. Quy định này kỳ vọng sẽ giúp tăng thanh khoản cho việc đầu tư vào các cổ phiếu thuộc nhóm IPO. Một số tên tuổi lớn của Nhà nước sẽ sớm được đẩy nhanh tiến độ IPO vào cuối năm 2017/đầu 2018 có thể kể đến như IDICO, Genco3, PV Power, PV Oil... Trong đó, IDICO, một trong những ông lớn trong lĩnh vực BĐS Khu công nghiệp đã được tiến hành đấu giá vào đầu tháng Mười. HĐKD chính của IDICO xoay quanh 04 trục chính gồm KCN, thủy điện, thu phí giao thông và xây lắp. Trong đó, sức hấp dẫn của Công ty trong ngắn hạn đến từ nhu cầu thuê đất KCN của khối FDI tăng mạnh và quỹ đất thương phẩm KCN còn lại gần 1200ha có chi phí đầu tư thấp. Mảng thu phí giao thông (chủ lực tuyến An Sương-An Lạc) và thủy điện sẽ bổ sung động lực tăng trưởng bền vững trong trung – dài hạn. Bên cạnh đó, Công ty còn sở hữu sức khỏe tài chính khá tốt với lượng tiền mặt dồi dào và phần lớn dư nợ vay là dài hạn gắn chặt với các dự án có khả năng tạo dòng tiền tốt là thu phí giao thông và thủy điện.

Trong tháng Chín, chúng tôi đã công bố báo cáo phân tích các cổ phiếu VSH, HUT, HBC, LTG, VNM, IMP, HDG, KDF, và DPM. Nhà đầu tư quan tâm có thể tìm đọc đầy đủ các báo cáo trên website của chúng tôi tại thư mục [Báo cáo công ty](#).



**Hình 25: Cổ phiếu ưa thích của Rộng Việt Research**



Nguồn: RongViet Research; Giá tại ngày 04/10/2017

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

## DANH SÁCH CỔ PHIẾU QUAN TÂM

Mã	Sàn	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @04/10 (đồng)	Mức sinh lời kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2016		2017F		2018F		PE Trailing (x)	PE 2017F (x)	PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGD BQ 3 tháng (ngàn CP)	GTGD BQ 3 tháng (tr. đ)	VHTT (tỷ đồng)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
						+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)									
DRC	HSX	33.100	22.300	61,9	Mua	1,3	-4,8	7,8	-15,0	1,9	20,8	8,8	8,6	1,8	13,5	-42,5	335.164,0	8.845,1	2.647,3	22,9
HTI	HSX	26.200	17.300	58,4	Mua	33,1	8,7	-16,5	20,8	90,8	-5,8	5,6	6,5	1,1	6,9	-2,0	29.849,0	554,4	431,3	34,4
PVS	HNX	21.900	16.200	45,7	Mua	-20,0	-31,5	-0,8	-17,6	17,1	39,6	8,4	8,5	0,7	10,5	-19,1	2.570.369,0	42.852,4	7.231,8	29,9
DQC	HSX	49.400	37.000	41,6	Mua	-4,4	-1,7	-1,3	-43,7	16,6	16,7	7,8	12,3	1,2	8,1	-47,1	74.567,0	3.075,2	1.180,2	28,5
VSC	HSX	73.700	54.500	38,0	Đang xem xét	16,6	-10,0	18,2	18,7	6,0	9,6	10,5	8,9	1,8	2,8	-19,3	109.910,0	6.257,8	2.481,2	1,0
STK	HSX	23.700	17.700	36,7	Mua	31,2	-59,9	38,6	272,4	7,8	33,3	25,1	8,9	1,3	2,8	7,1	5.217,0	82,0	1.060,2	37,5
QNS	UPCOM	87.400	66.500	35,2	Mua	-10,4	14,6	20,7	-4,0	10,0	18,3	11,5	10,3	3,9	3,8	0,0	104.087,0	7.636,9	16.121,0	41,5
HUT	HNX	15.100	11.700	35,0	Mua	24,1	151,8	12,0	9,1	5,3	20,9	5,3	6,5	0,9	6,0	2,3	1.134.576,0	13.534,8	2.935,5	18,1
LTG	UPCOM	65.730	49.800	35,0	Mua	-0,9	9,2	9,9	38,3	13,6	10,8	8,8	8,2	1,6	3,0	0,0	131.253,0	8.057,8	3.364,5	5,0
VFG	HSX	69.800	54.700	31,3	Mua	13,4	5,2	9,9	16,2	6,1	7,6	10,1	8,5	1,6	3,7	-17,1	15.183,0	849,5	1.299,3	28,0
HSG	HSX	36.300	28.450	31,1	Mua	16,5	145,3	29,9	18,5	21,4	7,3	6,3	6,0	2,0	3,5	28,4	3.091.988,0	90.589,6	9.950,8	21,1
IMP	HSX	80.000	63.000	29,8	Mua	4,8	8,9	25,9	36,8	29,2	33,9	19,0	22,2	2,0	2,9	12,4	28.550,0	1.871,5	2.705,2	0,0
VSH	HSX	22.100	17.850	29,4	Mua	-4,1	2,6	24,0	12,7	-2,1	-4,6	12,0	12,7	1,3	5,6	19,7	218.696,0	4.126,4	3.679,0	33,4
VIT	HNX	25.308	21.500	29,3	Mua	41,6	53,5	17,8	18,2	33,4	25,7	5,4	6,5	1,3	11,6	-2,5	28.642,0	845,4	419,0	45,3
NT2	HSX	31.900	26.800	28,4	Mua	18,6	-4,9	-10,3	-31,3	4,5	41,7	9,1	10,9	1,6	9,3	-23,3	325.908,0	8.849,2	7.710,0	29,0
SVC	HSX	54.500	44.000	26,6	Mua	38,0	18,4	8,2	20,4	-5,0	4,5	9,3	4,2	1,2	2,7	-6,8	48.557,0	2.466,5	1.098,2	7,9
CHP	HSX	31.900	27.200	23,5	Mua	-10,9	-21,5	28,6	54,2	-14,2	-19,0	7,6	9,0	2,1	6,3	40,6	95.054,0	2.567,3	3.424,9	45,8
NNC	HSX	67.570	59.300	22,4	Mua	14,9	49,8	23,5	25,7	8,1	3,4	7,0	7,6	2,2	8,4	-6,5	26.167,0	1.541,1	1.299,0	28,1
SHP	HSX	25.400	22.000	22,3	Mua	-13,7	-40,4	23,8	94,6	-3,8	-7,3	12,0	10,8	2,0	6,8	19,9	93.258,0	2.055,5	2.060,3	45,0



Mã	Sàn	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @04/10 (đồng)	Mức sinh lời kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2016		2017F		2018F		PE Trailing (x)	PE 2017F (x)	PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	+/- Giá 1 năm (%)	KLGDBQ 3 tháng (ngàn CP)	GTGDBQ 3 tháng (tr. đ)	VHTT (tỷ đồng)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
						+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)									
CTD	HSX	251.200	208.000	22,2	Mua	52,0	113,5	30,4	25,8	24,7	24,0	9,7	10,1	2,5	1,4	8,4	70.453,0	14.579,5	15.908,8	13,4
MBB	HSX	26.700	22.400	21,9	Mua	12,4	16,7	25,2	31,1	17,5	42,0	12,2	22,0	1,5	2,7	74,6	3.147.879,0	71.025,5	40.257,1	0,0
PGI	HSX	24.900	20.500	21,5	Mua	0,0	5,2	10,3	55,5	13,2	-13,5	12,5	9,2	1,6	0,0	0,0	20.708,0	421,8	1.817,5	28,1
HDG	HSX	39.700	33.500	20,0	Mua	34,4	90,8	5,8	-47,5	63,9	167,4	13,6	20,8	2,4	1,5	40,6	96.025,0	3.141,9	2.542,7	28,5
KDF	UPCOM	68.000	58.900	17,8	Trung Lập	30,8	85,4	16,9	17,9	16,2	22,0	22,8	20,7	4,9	2,4	0,0	513.520,0	30.903,2	3.250,6	39,0
VNM	HSX	169.300	148.500	16,7	Trung Lập	16,8	20,3	13,1	17,0	12,4	11,0	11,0	21,9	8,8	2,7	8,6	681.996,0	102.799,1	215.376,7	44,7
CTG	HSX	21.200	18.800	16,5	Trung Lập	16,3	20,0	13,2	9,0	11,7	33,0	9,6	12,0	1,2	3,7	17,5	1.940.022,0	37.397,6	69.953,9	0,0
PVT	HSX	16.000	14.600	16,4	Trung Lập	17,8	12,2	-3,5	-1,8	6,9	16,9	10,8	10,7	1,2	6,8	12,2	307.849,0	4.492,0	4.106,3	18,9
NLG	HSX	30.000	26.500	15,1	Trung Lập	101,3	67,4	37,6	64,7	-13,2	-1,0	7,9	7,6	1,4	1,9	32,6	968.108,0	28.095,7	4.163,8	6,7
CTI	HSX	31.500	29.800	13,4	Trung Lập	23,8	58,4	258,8	399,3	-31,3	-14,0	10,5	8,9	1,6	7,7	11,7	428.406,0	12.809,7	1.876,2	18,3
FPT	HSX	53.200	48.050	12,8	Trung Lập	4,1	3,1	21,7	21,0	13,2	46,7	12,4	8,4	2,5	2,1	23,1	1.222.553,0	59.221,5	25.491,9	0,0
NKG	HSX	39.800	36.300	12,4	Trung Lập	55,4	310,7	62,0	29,0	14,6	10,4	6,0	4,8	1,9	2,8	41,4	452.125,0	15.068,7	3.627,6	18,7
VCB	HSX	41.900	38.800	12,1	Trung Lập	17,3	28,6	16,5	25,7	12,6	27,4	18,3	20,5	2,7	4,1	4,6	1.213.496,0	45.929,4	139.501,4	9,3
BFC	HSX	41.000	40.350	10,3	Trung Lập	-1,6	21,0	14,1	16,9	8,9	7,9	7,3	7,7	2,4	8,7	15,4	152.863,0	6.268,8	2.305,2	28,5
NTC	UPCOM	73.800	69.800	9,3	Trung Lập	17,8	121,4	21,6	-17,7	14,0	12,0	6,5	11,8	3,4	3,6	0,0	61.496,0	3.778,2	1.118,6	48,9
VNR	HNX	27.300	25.100	8,8	Trung Lập	-2,8	-1,2	18,2	9,6	4,3	6,8	12,8	12,5	1,2	0,0	19,4	3.124,0	75,7	3.287,8	19,2
PC1	HSX	37.000	34.500	7,2	Trung Lập	-3,0	24,1	13,6	5,8	46,1	76,2	15,0	11,6	1,6	0,0	0,0	131.971,0	4.558,1	3.373,3	17,8
REE	HSX	35.500	34.600	7,2	Trung Lập	38,4	28,2	23,1	10,1	0,0	11,4	7,0	9,1	1,5	4,6	73,6	1.457.570,0	52.711,0	10.720,7	0,0
DPM	HSX	22.400	22.800	7,0	Trung Lập	-18,8	-23,3	2,3	-29,6	34,5	-9,8	11,2	13,1	1,1	8,8	-9,8	799.048,0	18.614,8	8.916,5	28,2
PPC	HSX	19.400	20.200	5,9	Trung Lập	-22,0	-2,2	13,9	61,6	1,7	-7,9	4,3	8,5	1,2	9,9	58,9	327.070,0	6.838,8	6.422,5	32,1

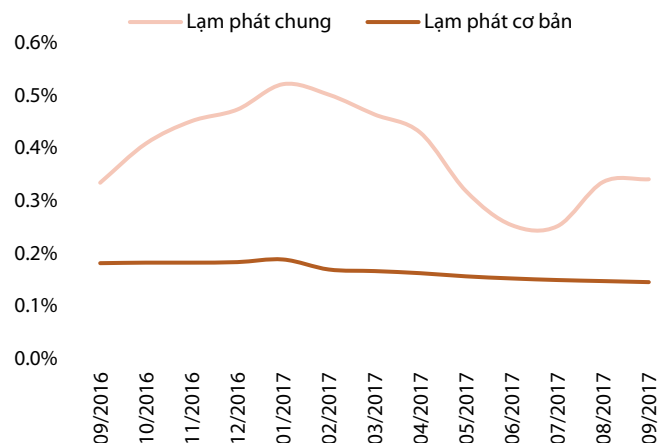


Mã	Sàn	Giá mục tiêu (đồng)	Giá @04/10 (đồng)	Mức sinh lời kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2016		2017F		2018F		PE Trailing (x)	PE 2017F (x)	PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	±/± Giá 1 năm (%)	KLGDBQ 3 tháng (ngàn CP)	GTGDBQ 3 tháng (tr. đ)	VHTT (tỷ đồng)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
						±/± DT (%)	±/± LNST (%)	±/± DT (%)	±/± LNST (%)	±/± DT (%)	±/± LNST (%)									
PHR	HSX	41.000	40.900	3,9	Trung Lập	-4,0	3,9	21,3	158,9	29,7	15,9	9,1	7,0	1,5	3,7	140,0	479.033,0	18.708,1	3.208,1	38,8
ACV	UPCOM	67.000	67.700	1,2	Trung Lập	11,2	-70,1	19,2	-18,1	32,4	76,0	33,2	29,1	5,9	2,2	0,0	115.568,0	6.435,0	147.591,2	45,4
PNJ	HSX	114.000	113.900	1,0	Trung Lập	11,1	496,3	33,1	63,3	21,8	28,6	19,6	16,8	6,4	0,9	56,9	254.041,0	26.613,9	12.304,6	0,0
HPG	HSX	40.000	39.650	0,9	Trung Lập	21,2	89,4	20,8	9,3	26,6	9,4	7,4	8,1	2,2	0,0	44,5	4.147.528,0	142.452,1	60.107,1	9,3
HAX	HSX	42.300	42.000	0,7	Trung Lập	58,1	170,7	46,9	2,5	22,2	11,9	14,4	12,3	1,9	0,0	92,5	159.773,0	6.368,0	979,7	33,2
ACB	HNX	30.600	30.900	-1,0	Trung Lập	21,6	28,9	41,0	76,4	14,3	54,9	18,5	14,9	2,1	0,0	78,0	1.563.002,0	42.815,2	30.444,3	0,0
TNG	HNX	14.100	14.800	-4,7	Trung Lập	-1,9	13,9	17,0	16,5	10,5	11,1	7,3	7,4	0,9	0,0	17,6	341.357,0	4.493,9	608,1	29,9
PGS	HNX	20.900	23.500	-6,8	Trung Lập	-16,5	206,7	36,4	-63,7	6,8	6,5	11,3	9,5	1,2	4,3	57,7	80.900,0	1.639,8	1.174,2	34,5
PTB	HSX	128.800	143.200	-9,4	Trung Lập	20,2	52,8	14,0	35,4	16,8	-4,0	12,5	12,2	4,4	0,7	49,2	126.544,0	16.471,4	3.709,3	34,5
VJC	HSX	95.100	105.000	-9,4	Trung Lập	38,6	113,3	41,5	42,5	22,0	25,2	12,6	15,2	6,7	0,0	0,0	525.099,0	65.289,3	47.359,8	5,0
TCM	HSX	24.095	27.650	-11,0	Trung Lập	10,0	-25,6	6,2	55,6	1,9	7,4	7,8	9,0	1,4	1,8	69,5	690.596,0	19.843,9	1.424,5	0,0
DNP	HNX	20.400	23.500	-13,2	Trung Lập	60,9	91,6	34,7	50,6	17,6	10,8	8,7	5,4	1,3	0,0	6,0	49.230,0	1.248,1	1.162,7	43,6
DHG	HSX	83.500	106.000	-18,4	Trung Lập	4,9	20,6	12,4	10,0	9,7	9,2	18,2	13,5	4,9	2,8	45,5	179.504,0	20.410,7	13.850,0	0,0
PAC	HSX	40.600	53.000	-19,6	Trung Lập	8,2	107,5	16,0	-27,0	11,4	20,4	16,6	19,8	3,6	3,8	47,6	91.888,0	4.751,3	2.461,4	15,9
SAB	HSX	158.400	260.400	-37,8	Bán	12,6	31,3	11,2	4,2	12,9	4,2	36,3	38,1	12,1	1,3	0,0	53.476,0	12.913,0	166.879,6	39,1
MWG	HSX	67.250	118.000	-43,0	Bán	76,7	47,2	63,2	41,4	35,9	16,5	19,8	9,7	7,8	0,0	75,0	410.113,0	44.211,9	36.276,4	0,0
BMP	HSX	113.800	76.500	51,4	Đang xem xét	18,5	20,9	11,2	7,9	13,1	10,0	12,4	10,3	2,7	2,6	-27,5	350.150	27.299	6.258	55,9
VGC	HNX	14.600	22.400	-30,6	Đang xem xét	4,1	56,4	8,8	23,6	13,6	9,1	11,1	12,0	1,6	4,2	0,0	438.828	8.821	9.558	12,6



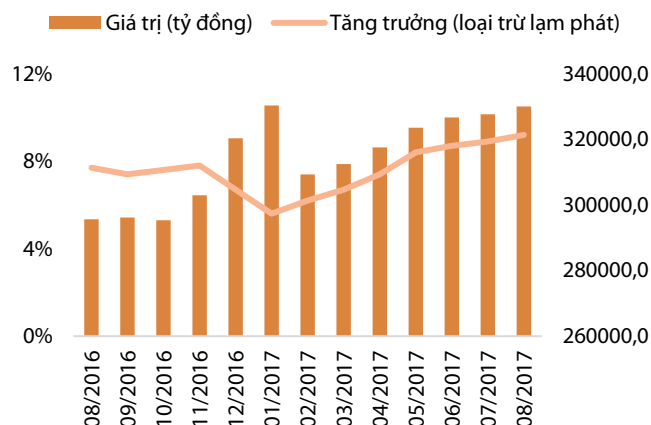
## CHỈ SỐ VĨ MÔ THÁNG 9

### Lạm phát đi ngang trong tháng 9



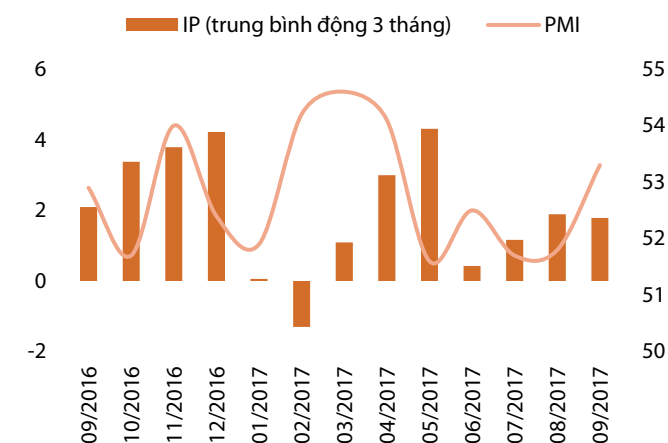
Nguồn: GSO, RongViet Research

### Doanh số bán lẻ tăng tích cực trong Q3



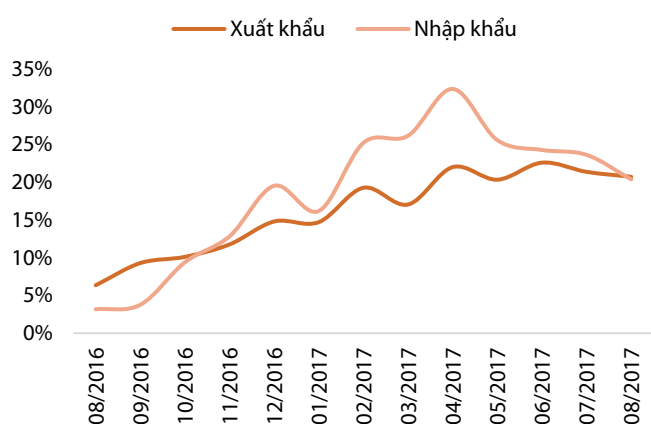
Nguồn: GSO, RongViet Research

### Chỉ số PMI tăng vọt trong tháng 9



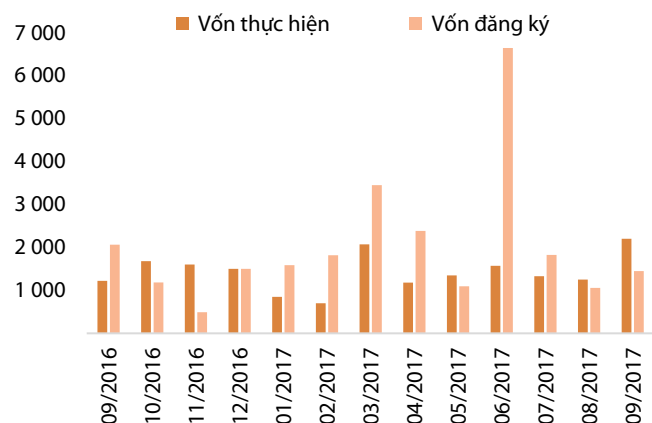
Nguồn: GSO, RongViet Research

### Tăng trưởng thương mại ổn định



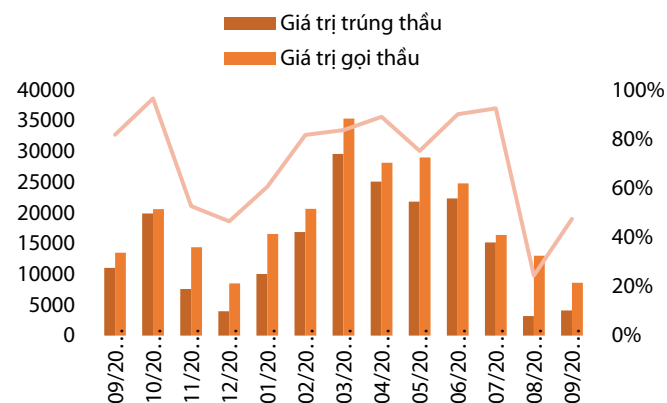
Nguồn: GSO, RongViet Research

### Vốn đầu tư nước ngoài giải ngân tăng mạnh



Nguồn: FII, RongViet Research

### Phát hành TPCP giảm mạnh trong Q3

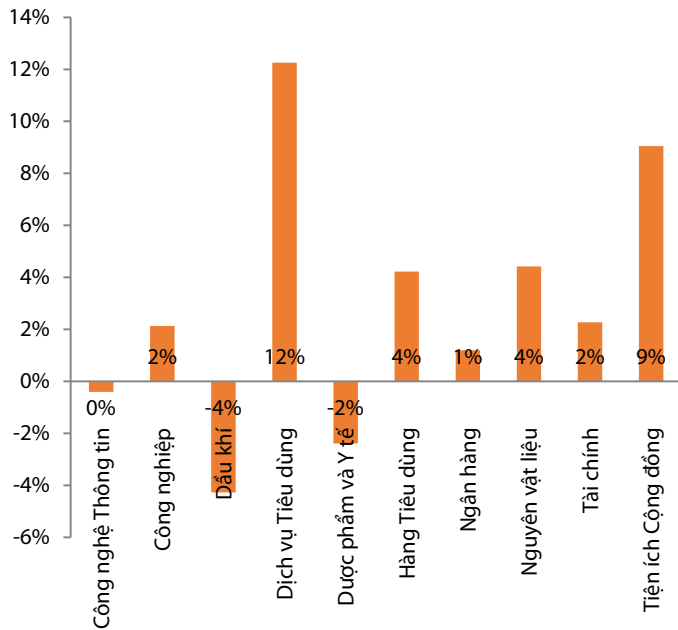


Nguồn: VBMA, RongViet Research



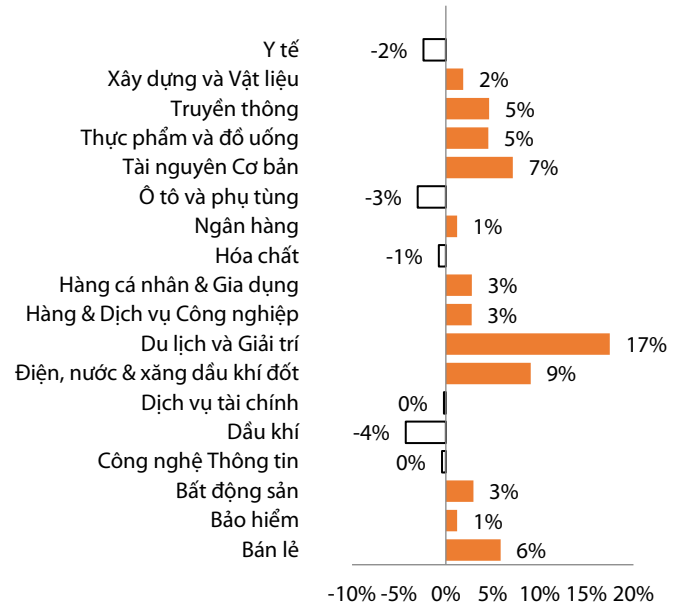
## CHỈ SỐ CÁC NHÓM NGÀNH

Biến động nhóm ngành cấp 1



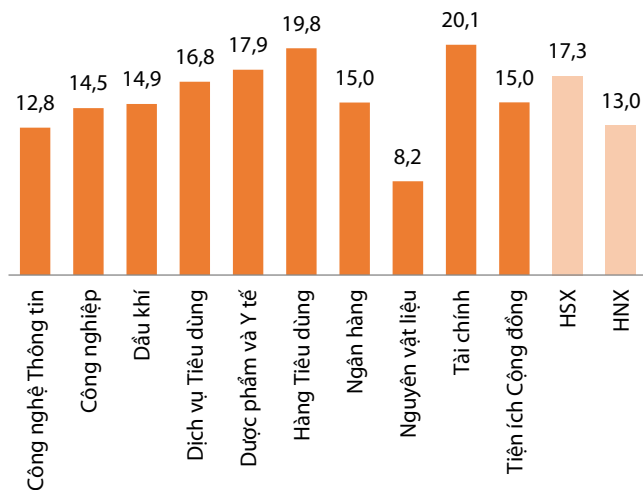
Nguồn: RongViet Research

Biến động chỉ số nhóm ngành cấp 2



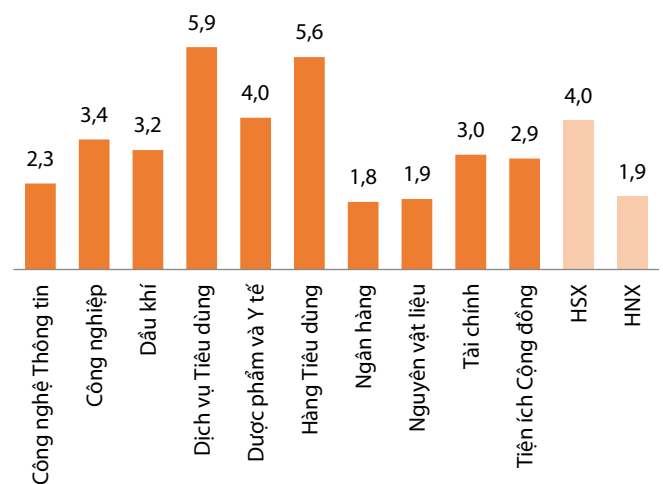
Nguồn: RongViet Research

So sánh chỉ số P/E ngành



Nguồn: Rongviet Research

So sánh chỉ số P/B ngành



Nguồn: RongViet Research





## KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### **Đoàn Thị Thanh Trúc**

#### **Head of Research**

truc.dtt@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1308)

### **Trần Thị Hà My**

#### **Deputy Manager**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1309)

- Kinh tế vĩ mô

### **Nguyễn Thị Phương Lam**

#### **Senior Strategist**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Ngân hàng
- Tập đoàn đa ngành

### **Bùi Vĩnh Thiện**

#### **Senior Analyst**

thien.bv@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1321)

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

### **Nguyễn Hải Hoàng**

#### **Senior Analyst**

hoang.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1319)

- Vận tải
- Hạ tầng
- Bất động sản công nghiệp

### **Nguyễn Đức Hiếu**

#### **Senior Analyst**

hieus.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1514)

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

### **Lại Đức Dương**

#### **Senior Analyst**

duong.ld@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

### **Trần Hà Xuân Vũ**

#### **Senior Analyst**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Thực phẩm & Đồ uống

### **Nguyễn Trần Trí**

#### **Analyst**

tri.nt@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1511)

- Vận tải

### **Nguyễn Hà Trinh**

#### **Analyst**

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1331)

- Thép
- Xây dựng
- Công nghệ

### **Võ Văn Quang**

#### **Analyst**

quang.vv@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1517)

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

### **Phan Nguyễn Thanh Sơn**

#### **Analyst**

son.pnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1519)

- Tiện ích công cộng
- Cao su tự nhiên

### **Lê Thị Anh Thư**

#### **Analyst**

thu.lta@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Ô tô và phụ tùng

### **Trần Thị Ngọc Hà**

#### **Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

**RONG VIET**  
SECURITIES



## CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

### **Chi nhánh Hà Nội**

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

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### **Chi nhánh Cần Thơ**

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

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 8387

### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008



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

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

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

*Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2017.*

