

VIETNAM MACRO & MARKET OUTLOOK

Năm 2017

Chiến lược đầu tư trong năm 2017

Kinh tế Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng tốt, thị trường vốn được chú trọng tạo ra những chuyển biến mạnh về lượng TTCK Việt Nam ở các mặt quy mô thị trường, số lượng cổ phiếu niêm yết và số lượng tài khoản nhà đầu tư. Dù vậy, chất lượng thị trường chưa cải thiện thậm chí có nhiều mặt thụt lùi như (1) thanh khoản (Vòng quay thị trường, số lượng cổ phiếu có giao dịch trên 1 triệu USD đều giảm), (2) khối ngoại rút vốn trên thị trường niêm yết kéo theo dòng vốn đầu tư phục thuộc nhiều margin tăng rủi ro, và (3) tính minh bạch có chiều hướng đi xuống (nhiều cổ phiếu lớn niêm yết mới tăng giảm thất thường, các cổ phiếu lớn tăng mạnh nhưng thanh khoản thấp vừa ảnh hưởng nghiêm trọng đến chỉ số vừa không phản ánh đúng giá trị thực cổ phiếu và gây mất niềm tin của NĐT). (4) Hoạt động niêm yết trên sàn Upcom một mặt mang lại nhiều cơ hội lựa chọn cho NĐT mặt khác đang tạo hiệu ứng pha loãng cổ phiếu. Các cổ phiếu niêm yết mới đang được đẩy giá mạnh trên sàn Upcom do thanh khoản thấp tuy nhiên sẽ nhanh chóng chuyển sang niêm yết 2 sàn giao dịch chính Hose và HNX với mức giá tham chiếu cao có thể tạo áp lực giảm giá lên toàn bộ thị trường như đã từng xảy ra vào năm 2006-2007.

Triển vọng thị trường không được đánh giá cao trong năm 2017 như các năm trước do các rủi ro đến vĩ mô từ bên ngoài đang lớn hơn, cộng với dư địa hẹp trong điều hành chính sách tài khóa, lãi suất và tỷ giá cũng như dòng vốn ngoại trên thị trường niêm yết suy giảm và cung cổ phiếu tăng vọt. Trong khi các giải pháp đồng bộ hỗ trợ thị trường chưa thể sớm đưa vào hoạt động thì giải pháp ngắn hạn như điều chỉnh thanh toán từ T+3 xuống T+2, T+1 và T+0 là rất cần thiết để hỗ trợ trợ cầu. Căn cứ trên đánh giá các vấn đề lớn của vĩ mô, TTCK, cũng như không quên xu hướng lớn đối với Việt Nam (sẽ được phân tích ở các phần sau), chúng tôi đưa ra một số dự báo về TTCK và chiến lược đầu tư cho năm 2017:

Quy mô thị trường cổ phiếu niêm yết tăng vọt lên mức xấp xỉ 90-100 tỷ USD. 25 doanh nghiệp lớn đã và dự kiến niêm yết trên thị trường chứng khoán kéo dài từ thời điểm hiện tại đến năm sau, như Sabeco, Vinatex, Novaland, Thaco,... ước tính tương đương khoảng 30.6 tỷ đô la Mỹ, tức khoảng 40% tổng vốn hóa TTCK Việt Nam hiện tại

Dòng tiền phân hóa. Dù quy mô thị trường tăng mạnh mẽ nhưng thanh khoản có thể không tăng tương ứng.

- Dòng tiền hạn chế từ NĐT trong nước cộng với áp lực margin, hoạt động đầu tư sẽ tiếp tục định hướng vào các Doanh nghiệp cơ bản, quản trị minh bạch và triển vọng nổi bật trong khi các cổ phiếu mang tính thị trường sẽ tiếp tục suy yếu.
- Dòng tiền NĐT nước ngoài đầu tư trực tiếp trên sàn niêm yết có thể tiếp tục xu hướng rút ròng trong giai đoạn đầu năm 2017 do ảnh hưởng của FED và các yếu tố vĩ mô.
- Giao dịch mua bán M&A, OTC và mua đấu giá IPO sẽ sôi động thu hút dòng tiền của thị trường niêm yết. Nhóm các Cổ phiếu cũ về mặt bằng giá hấp dẫn, do thị trường thiếu quan tâm sẽ là cơ hội tốt cho NĐT vào cuối năm.

Về điểm số VN-Index, VN-Index dự báo có kịch bản tiêu cực 590 điểm và tích cực 758 điểm trong năm 2017. Điểm số càng lúc càng chịu sự chi phối của các nhóm cổ phiếu lớn và mới niêm yết. Cơ hội lựa chọn ở nhiều cổ phiếu mới làm giảm bớt sự hấp dẫn của các cổ phiếu cơ bản, có quy mô lớn và là trụ cột thị trường trong nhiều năm qua.

Về diễn biến thị trường năm 2017, xu hướng tăng giảm đan xen với cường độ mạnh. Thị trường đã có mức điều chỉnh vào cuối năm 2016 và dự kiến sẽ kéo dài trong tháng 1 và nửa đầu tháng 2/2017 do vậy cơ hội phục hồi trong tháng 3-4/2017 khá cao do:

- Thị trường tăng điểm theo chu kỳ vào tháng 3-4 nếu có điều chỉnh vào tháng 1-2. Do thời điểm này thị trường có thông tin hỗ trợ từ triển vọng kinh tế quý I, các doanh nghiệp công bố KQKD kiểm toán năm 2016, dự kiến quý I năm 2017 và ĐHCD năm 2016.
- NGT nội quan tâm thị trường sau kỳ nghỉ Lễ. Khối ngoại nhiều khả năng mua vào sau một đợt rút vốn khi mặt bằng cổ phiếu ở mức hợp lý, tạo khoảng giá an toàn cho hoạt động đầu tư.
- Thời điểm diễn ra các phiên đấu giá hoặc lên niêm yết của các cổ phiếu được thị trường quan tâm.

Hiệu ứng tâm lý từ các cổ phiếu niêm yết mới, KQKD năm 2016 và quý I 2017 có thể giúp thị trường giữ nhịp trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, 6 tháng cuối năm thị trường sẽ phụ thuộc nhiều vào dòng tiền mới, các giải pháp hỗ trợ cầu. Giai đoạn này các cuộc bầu cử tại các nước chủ chốt trong khối EU sẽ diễn ra, đồng thời các chính sách điều hành vĩ mô, diễn biến tỷ giá và lãi suất sẽ định hình rõ rệt kéo theo biến động phức tạp trên TTCK. Do vậy, dự báo thị trường 6 tháng cuối năm sẽ được cập nhật chi tiết trong Báo cáo Vietnam Macro & Market Outlook 6 tháng năm 2017.

Về nhóm các cổ phiếu dẫn dắt TTCK trong năm 2017, (1) các cổ phiếu lớn mới niêm yết với kế hoạch thoái vốn của nhà nước sẽ tiếp tục thu hút sự chú ý tuy nhiên nếu thanh khoản không cải thiện thì tầm ảnh hưởng chỉ dừng lại ở mức đóng góp điểm số. (2) Theo đà hồi phục của hàng hóa thế giới và xu hướng bảo hộ thương mại trong nước thì nhiều ngành như Thép, Dầu khí, Cao su, dầu khí ... sẽ tiếp tục được hưởng lợi. (3) Chủ trương đầu tư vào hạ tầng, hỗ trợ phát triển nông nghiệp công nghệ cao cũng tạo cơ hội cho nhóm ngành xây dựng, công nghệ và các doanh nghiệp trong ngành nông nghiệp. (4) Những cổ phiếu có tính phòng thủ có mức lợi tức cao, các ngành có tiềm năng tăng trưởng ổn định, dài hạn, các cổ phiếu đầu ngành, có định giá hấp dẫn sẽ tiếp tục là động lực dẫn dắt thị trường. (5) Các ngành tập trung vào tăng trưởng tiêu dùng trong nước cũng có cơ hội đáng chú ý như bán lẻ, vật liệu, đồ uống, dược phẩm, dịch vụ hàng không...

Về triển vọng các ngành và các cổ phiếu quan tâm trong năm 2017 xem chi tiết tại “Báo cáo Vietnam Sector Outlook 2017”.

Việt Nam năng động và triển vọng

Sau 30 năm đổi mới, Việt Nam đã trở thành quốc gia đang phát triển có thu nhập trung bình, một nền kinh tế năng động có mức hội nhập sâu rộng với nền kinh tế thế giới. Nền kinh tế Việt Nam có độ mở cao với tổng kim ngạch thương mại năm 2016 đạt 360 tỷ USD, gấp 1.7 lần GDP và đã ký kết 12 hiệp định thương mại tự do với nhiều nước và khu vực. Những xu hướng chính với nền kinh tế trong giai đoạn 2016 – 2020 sẽ tạo nền tảng phát triển cho TTCK trong trung và dài hạn, được khái quát:

Nền kinh tế duy trì đà phục hồi tốc độ trên 6.5%. GDP lập đáy với mức tăng bình quân 5.88% giai đoạn 2011-2015, hồi phục từ 2005 và duy trì đà tăng khoảng 6.2% trong năm 2016. Bình quân giai đoạn 2016 – 2020 dự kiến tăng trưởng từ 6.5% đến 7%. Thu nhập bình quân đầu người năm 2015 là 2.228 USD và dự kiến tăng lên mức 3.200 – 3.500 USD vào năm 2020. Thu nhập dân cư tăng giúp thị trường trong nước trở thành một trong động lực tăng trưởng quan trọng và tạo điều kiện cho nhiều ngành nghề phát triển.

Lực lượng lao động đông đảo, cơ cấu dân số vàng tạo thuận lợi tăng trưởng kinh tế trong 10 năm tới. Dân số Việt Nam ước 94.44 triệu người, chiếm khoảng 1.27% tổng dân số thế giới và xếp hạng 14 dân số thế giới. Độ tuổi trung bình của người dân là 30.8 tuổi, tỷ lệ đô thị hóa 35%. Lực lượng lao động trên 15 tuổi là 52.84 triệu người, chiếm 56.5% dân số. Số lượng lao động trên 45 tuổi đạt 19.72 triệu người (trên 50 tuổi là 13.89 triệu hay 14.9%) tương đương 21.1% lực lượng lao động và sẽ chuyển sang phụ thuộc trong 10-15 năm tới. Cơ hội từ cơ cấu dân số vàng trước khi chuyển sang già hóa trong 18 - 20 năm theo nhận định của World Bank.

Kinh tế tư nhân được chú trọng và là động lực tăng trưởng quan trọng. Kinh tế tư nhân với hơn 500.000 doanh nghiệp, chiếm gần 90% số doanh nghiệp đóng góp 40% GDP, 30% giá trị tổng sản lượng công nghiệp, 80% tổng mức lưu chuyển hàng hóa bán lẻ và dịch vụ (giai đoạn 2006-2015). Thông điệp được đưa ra là Doanh nghiệp tư nhân được tạo điều kiện phát triển ở hầu hết các lĩnh vực kinh tế, chú trọng hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp khởi nghiệp; tham gia vào thoái vốn Nhà nước. “Chính phủ kiến tạo và phục vụ” xóa mệnh lệnh hành chính, gỡ bỏ những thủ tục rào cản thủ tục ở nhiều ngành nghề.

Quy mô thị trường chứng khoán tiếp tục mở rộng với kỳ vọng đạt 80%/GDP vào năm 2020. Năm 2016, vốn hóa thị trường tăng 30% và bằng 42% GDP nhờ đẩy mạnh niêm yết trên sàn giao dịch chính thức. So với vốn hóa bình quân 88.6%/GDP của 4 nước Đông Nam Á gồm Malaysia (121%), Thailand (103%), Phillipine (82.5%) và Indonexia (48%) thì mức vốn hóa thị trường Việt Nam hiện tại vẫn còn khá khiêm tốn. Mục tiêu vốn hóa 80%/GDP vào năm 2020 (~ 200 tỷ USD) là khá tham vọng nhưng không hẳn là quá xa nhờ: (1) Các công ty nhà nước đẩy mạnh cổ phần hóa và phải niêm yết trong 1 năm kể từ cổ phần hóa; (2) 777 công ty đại chúng chưa niêm yết hay đăng ký giao dịch; (3) Hoạt động niêm yết của khối doanh nghiệp tư nhân.

Việt Nam đang trong thời kỳ đẩy nhanh đô thị hóa với tốc độ nhanh nhất ở Đông Nam Á (tăng đều 3.4%/năm). Mục tiêu năm 2020 dân số đô thị khoảng 44 triệu người (hiện tại 32.3 triệu năm 2016), chiếm 45% dân số đô thị cả nước, năm 2025 dân số đô thị khoảng 52 triệu người, chiếm 50% dân số đô thị cả nước. tạo nền tảng cho sự phát triển hạ tầng và đô thị cũng như các ngành – lĩnh vực có liên quan, thúc đẩy tăng trưởng GDP hàng năm và thu hút nhiều hơn dòng vốn FDI vào Việt Nam.

Các vấn đề trọng tâm về vĩ mô & TTCK trong năm 2017

Bên cạnh những xu hướng lớn, Việt Nam cũng như nhiều các quốc gia đang phát triển khác cũng đang phải đối mặt với nhiều thách thức do môi trường kinh tế, chính trị đặc biệt của năm 2017 đặt ra. Chúng tôi đặt ra 7 câu hỏi lớn cho kinh tế Vĩ mô và TTCK Việt Nam với các vấn đề mà chúng tôi cho rằng sẽ tác động mạnh nhất đến triển vọng của năm 2017. Cụ thể:

1. Lạm phát liệu có khả năng vượt tầm kiểm soát trong bối cảnh giá hàng hóa hồi phục?

Mục tiêu kiểm soát lạm phát trong mức trung bình 4% của Chính phủ trong năm 2017 nhiều khả năng sẽ gặp nhiều thử thách, và, nếu không giữ được sẽ gây áp lực trực tiếp lên lãi suất và tỷ giá, từ đó có tác động đến triển vọng của TTCK.

Thách thức đầu tiên đến từ xu hướng phục hồi của giá hàng hóa nguyên vật liệu được hình thành từ đầu năm 2016. Giá hàng hóa thế giới đã phục hồi 9% kể từ đầu năm và đặc biệt, phục hồi hơn 3% kể từ sau kết quả bầu cử Tổng thống đời thứ 45 của Mỹ trước kỳ vọng về nhu cầu tiêu thụ nguyên vật liệu khổng lồ cho chính sách đầu tư vào cơ sở hạ tầng của ông Trump. Bên cạnh đó, giá dầu cũng đang trong xu hướng hồi phục khi thỏa thuận cắt giảm sản lượng trong và ngoài khối OPEC đã đạt được những bước đi đầu tiên. Do đó, giá hàng hóa nguyên vật liệu trên thế giới nhiều khả năng sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2017 với nhiều mặt hàng quan trọng như kim loại, sắt thép, kẽm, đồng và dầu thô, ảnh hưởng trực tiếp đến giá cả đầu vào cho sản xuất xây dựng.

Thách thức thứ hai đến từ xu hướng tăng của đồng USD. Chiến thắng của Trump cùng với dự báo tăng lãi suất 3 lần trong năm 2017 của Fed đã liên tục đưa chỉ số Dollar Index (DXY) tăng cao và trở lại mức cao nhất trong 14 năm trở lại đây. Tỷ giá tăng sẽ khiến hàng hóa nhập khẩu tăng, đẩy lạm phát lên cao, chưa kể sức ép lên nợ công và lãi suất trong nước.

Bảng 1: Biến động giá hàng hóa ngày 26/12/2016 so với cùng kỳ

	Crude oil	Gold	Copper	Tin	Zinc	Steel	Iron ore	Coal
So với cùng kỳ (%)	43.13	4.86	16.56	43.09	69.53	48.81	86.59	65.55

Bảng 2: Kể từ năm 2012, lạm phát biến động cùng chiều với chỉ số Bloomberg Commodity index

	2012	2013	2014	2015	2016E
Lạm phát (%)	6.8	6	1.84	0.63	5
Thay đổi chỉ số BCOM (%)	-1	-10	-17	-25	10

Source: Bloomberg, BSC Research

Thách thức thứ ba, ngoài ra, lạm phát còn gặp phải những thách thức nội tại như điều chỉnh giá dịch vụ y tế và giáo dục theo lộ trình và khả năng tăng giá điện cao trong năm 2017. Với hai lần điều chỉnh giá dịch vụ y tế còn lại, điều chỉnh chi phí giáo dục theo lộ trình, ước tính tăng giá điện, tăng giá nhiên

liệu và vật liệu xây dựng, **lạm phát trong năm 2017 ước tính sẽ thấp nhất ở mức 4.5% và cao nhất ở mức 6%.**

Như vậy, khả năng lạm phát tăng cao trong năm 2017 là hiện hữu và sẽ ảnh hưởng cả đến việc lựa chọn ngành nghề đầu tư. Mặc dù mức ước tính có thể không tăng quá cao gây biến động mạnh trên thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối, nhưng tác động của điều này tới lãi suất khiến mặt bằng chi phí vốn trong năm 2017 được kỳ vọng sẽ tạo đáy trước khi tăng khoảng 1% và đồng VND sẽ mất giá khoảng 2%.

2. Liệu dòng vốn FDI có đứt dòng chảy vào Việt Nam trước khả năng sụp đổ của TPP?

Sau khi tân Tổng thống Mỹ Trump chính thức đắc cử, đã có nhiều lo ngại về tính khả thi của TPP và ngay trong những phát ngôn đầu tiên sau khi lên làm Tổng thống, Trump đã thể hiện sự cứng rắn trong quan điểm rút Mỹ khỏi TPP. Mặc dù không có TPP, Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục hội nhập sâu rộng với 12 FTA, nhưng quyết tâm mạnh mẽ rút khỏi TPP của ông Trump đã phần nào cộng với dòng vốn FDI những tháng cuối năm 2016 chảy chậm lại đang đẩy lên các lo ngại. FDI được coi là một yếu tố quan trọng cho nền kinh tế Việt Nam khi khối doanh nghiệp FDI đóng góp rất lớn vào xuất siêu cũng như tăng trưởng GDP và dòng ngoại hối. Dòng vốn FDI trong những tháng cuối năm có dấu hiệu suy giảm ảnh hưởng đến các rủi ro về tăng trưởng, ngoại hối, tỷ giá, cán cân XNK. Đánh giá xu hướng FDI tại Việt Nam các yếu tố được xem xét gồm:

- (1) Cơ cấu FDI hàng năm của Việt Nam phần lớn đến từ Hàn Quốc, Nhật Bản và Singapore (chiếm tới gần 53%) trong FDI từ Mỹ chỉ chiếm khoảng 1.5%, do đó, chính sách “America first” của Donald Trump nhằm giảm đầu tư vào các thị trường mới nổi sẽ không ảnh hưởng nhiều đến cơ cấu vốn FDI của Việt Nam.
- (2) Đồng tiền của hai nước Hàn Quốc và Nhật Bản đang trong xu hướng giảm sẽ thúc đẩy dòng vốn tìm địa chỉ đầu tư ngoài lãnh thổ. Đặc biệt, đồng tiền của Nhật Bản sẽ chịu áp lực giảm giá mạnh hơn trong năm 2017 khi BoJ nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì nới lỏng định lượng.
- (3) FDI quay trở lại chảy vào kênh sản xuất, chế biến và chế tạo mạnh hơn thay vì chảy vào kênh kinh doanh bất động sản giúp cho dòng vốn ổn định và mang tính bền vững.
- (4) FDI chảy vào Trung Quốc đang có dấu hiệu suy giảm (lũy kế 11 tháng FDI chảy vào Trung Quốc giảm 8.5% so với cùng kỳ) và sẽ phải tìm bến đỗ mới trong khu vực. Đây là yếu tố duy trì mức FDI bền vững trong dài hạn khi chi phí sản xuất của Việt Nam đứng ở mức thấp trong khu vực đi cùng hạ tầng và giao thông đang được cải thiện đáng kể.
- (5) Bên cạnh TPP, các hiệp định thương mại tự do khác đang trong vòng đàm phán như RCEP, FTA với EU cũng hứa hẹn sẽ mang lại cơ hội cải thiện dòng vốn FDI cho Việt Nam.

Bảng 3: Cơ cấu vốn FDI chảy vào Việt Nam (%)

	2012	2013	2014	2015	2016E
Công nghiệp chế biến, chế tạo	69.8	77.2	75.9	64	67
Kinh doanh bất động sản	15.1	13	7.3	11.5	9.7
Còn lại	15.1	9.8	16.8	24.5	21.3
Vốn FDI giải ngân	10.5	11.5	12.4	14.5	16
Vốn FDI đăng ký*	13	21.6	20.2	22.76	19.1

*FDI đăng ký bao gồm vốn đăng ký mới và vốn điều chỉnh tăng thêm các dự án trong năm trước

Source: GSO, BSC Research

Do đó, vốn FDI chảy vào Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục chảy ổn định vào Việt Nam trong dài hạn. Vốn FDI giải ngân được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng ở mức độ ổn định CAGR 11.4% trong 3 năm tới trong khi FDI đăng ký sẽ chững lại ở mức trung bình 20 tỷ USD hàng năm. Việc FDI suy giảm mạnh là ít khả năng xảy ra, tuy nhiên tốc độ giải ngân trong tương lai gần có thể sẽ không tăng trưởng tốt như giai đoạn trước. Điều này khiến các ngành kinh tế chịu ảnh hưởng lớn của FDI và dòng vốn nước ngoài sẽ chịu các rủi ro đáng kể hơn, dù vậy chúng tôi cho rằng những lo ngại này đã phản ánh phần lớn vào diễn biến thị trường của các nhóm ngành này gồm: trực tiếp (dệt may, thủy sản, nông sản); gián tiếp (logistic, cảng biển, khu công nghiệp). Do vậy khi những ngành này đã bắt đầu chạm đáy và kết quả kinh doanh tăng trưởng trở lại nhờ xu hướng dài hạn của dòng FDI là cơ hội của TTCK 2017.

3. Liệu có xảy ra bong bóng bất động sản trong năm 2017?

Bong bóng bất động sản trong 2 năm 2007 và 2010 đã gây ảnh hưởng lớn tới nền kinh tế Việt Nam. Với đặc thù có đến 65% tài sản đảm bảo vay vốn là bất động sản, thị trường tài chính và bất động sản luôn liên thông, tiềm ẩn rủi ro lớn cho hệ thống ngân hàng. Khi bong bóng bất động sản bị vỡ, giá tài sản đảm bảo giảm mạnh, nợ xấu tăng cao đây là viễn cảnh ít mong muốn nhất của các nhà đầu tư. Để nhận định liệu bong bóng bất động sản có xảy ra trong năm 2017, hãy cùng điểm qua các dấu hiệu chính gồm:

Dấu hiệu thứ nhất của bong bóng bất động sản là kinh tế vĩ mô tăng trưởng nóng đi kèm dư nợ tín dụng cao đột biến. Tuy nhiên, nền kinh tế hiện nay vẫn trong giai đoạn phục hồi, ước tính chỉ tăng trưởng 6.2% trong năm 2016 và 6.6% trong năm 2017, và tăng trưởng tín dụng trong các năm qua thấp và khá ổn định. Tăng trưởng tín dụng trong năm 2016 ước tính ở mức 18% và trong năm 2017 sẽ được giữ ở mức 18 – 20%. Do đó, kinh tế vĩ mô hiện đang chưa có dấu hiệu tăng nóng.

Dấu hiệu thứ hai là chính sách cho vay tín dụng lỏng lẻo và hạ chuẩn cho vay vào bất động sản. Tuy nhiên, với Thông tư 06 sửa đổi bổ sung Thông tư 36 (tăng hệ số rủi ro các khoản phải đòi để kinh doanh bất động sản từ 150% lên 200% từ ngày 01/01/2017) và giảm có lộ trình tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn, tín dụng chảy vào bất động sản đã có dấu hiệu chững lại đáng kể, đặc biệt là vào những tháng cuối năm 2016. Dự báo, tín dụng chảy vào kinh doanh bất động sản sẽ tiếp tục không tăng trưởng nóng trong năm 2017.

Bảng 4: Các chỉ báo tăng trưởng cho vay bất động sản – xây dựng

	2013	2014	2015	2016E
Tăng trưởng tín dụng (%)	12.51	14.16	17.29	18
Tăng trưởng tín dụng cho vay BDS (%)	15.4	19.3	26	9
Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn (%)	43.1	45.4	31	33
GDP (%)	5.42	5.98	6.68	6.2

Source: NHNN, BSC Research

Dấu hiệu thứ ba là sự lệch pha về cung và cầu nhà ở. Bong bóng bất động sản trong năm 2010 chủ yếu diễn ra ở phân khúc nhà ở trung bình và cao cấp khi mặt bằng giá bị đẩy lên quá cao trong khi lượng

cung cũng đồng thời tăng mạnh đã khiến giá giảm mạnh trong năm 2011. Cung nhà ở giá rẻ tăng với sự tham gia của nhiều nhà đầu tư khiến sự lệch pha về cung theo phân khúc được kiềm chế.

Dấu hiệu thứ tư là lãi suất tín dụng không ổn định, biến động theo biên độ lớn. Lãi suất tín dụng cho vay bất động sản trong năm 2010 rất cao, ở mức 15% thậm chí có lúc leo lên tới 20% khiến cho các doanh nghiệp không ký được hợp đồng tín dụng mới và các hợp đồng cũ cũng không được giải ngân. Yếu tố này trong năm 2017 nhiều khả năng sẽ không xảy ra khi chính sách tiền tệ hiện nay cũng như mặt bằng lãi suất đang ổn định, chưa có dấu hiệu leo thang.

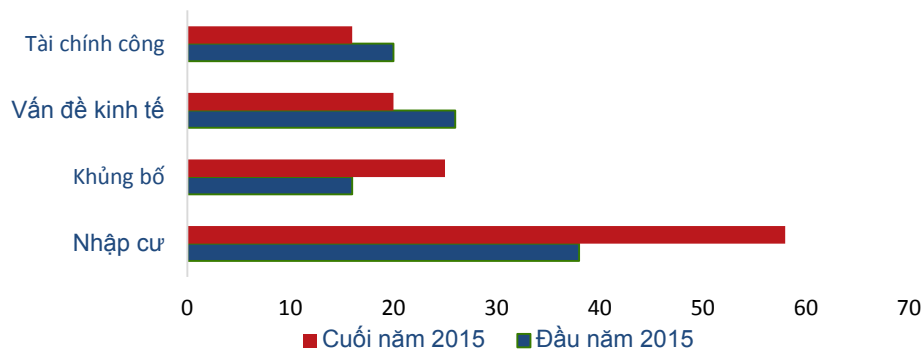
Tổng hợp các yếu tố trên, có thể nhận định rằng bong bóng bất động sản trong năm 2017 sẽ không xảy ra, thậm chí, giá bất động sản có thể hạ nhiệt. Tuy nhiên, vẫn có 1 số điểm cần lưu ý như (1) Sau khi gói hỗ trợ 30,000 tỷ đồng kết thúc vào tháng 06.2016, trong giai đoạn tới sẽ khó có gói hỗ trợ tương tự. Nguyên nhân là ngân sách đang khó khăn, Chính phủ khó tìm được nguồn chính sách tín dụng nhà ở xã hội thay thế, khi mà nhiều lĩnh vực chi xã hội khác cần thiết hơn (2) Tín dụng bất động sản sẽ khó tăng trưởng đáng kể do các chính sách thận trọng của NHNN (3) Hàng tồn kho vẫn còn quá lớn (sau 6 tháng 2016, tồn kho lên tới 82,823 tỷ VND, gấp gần 4 lần so với năm 2012, nợ lên đến 160,956 tỷ VND). Tuy cho rằng BĐS chưa tạo bong bóng và thanh khoản vẫn tiếp tục tốt, nhưng kết quả kinh doanh của các công ty BĐS tiếp tục phân hóa mạnh hơn nữa và nhiều mã CP ngành BĐS tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong năm 2017.

4. Liệu những biến động lớn về chính trị nào trên thế giới sẽ xảy ra có thể ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam như Brexit và bầu cử Tổng thống Mỹ?

Trong năm 2016, hai sự kiện lớn trên thế giới đã ảnh hưởng lớn đến sự phát triển của kinh tế Việt Nam có thể kể đến Brexit và bầu cử Tổng thống Mỹ. Đồng bảng Anh và Euro cùng rơi xuống những mức thấp nhất trong lịch sử sau Brexit đã ảnh hưởng trực tiếp tới sức cạnh tranh và giá trị xuất khẩu của Việt Nam. Cụ thể hơn, Brexit đã thể hiện những ảnh hưởng nhất định đến kinh tế Việt Nam biểu hiện qua tăng trưởng chậm lại của kim ngạch xuất nhập khẩu (lũy kế kim ngạch xuất nhập khẩu 10 tháng 2016 chỉ tăng 3.4% so với mức CAGR gần 17% trong giai đoạn 2008 – 2015) và các mặt hàng dệt may, điện thoại máy tính, linh kiện. Ngoài ra các hiệp định FTA đang đàm phán với EU sẽ tốn nhiều thời gian hơn khi Anh không còn ở trong khối này. Tương tự, việc Donald Trump trở thành Tổng thống Mỹ thứ 48 cũng là một bất ngờ lớn và sẽ ảnh hưởng tới kinh tế Việt Nam thông qua việc đe dọa rút khỏi TPP cũng như làm suy giảm thương mại toàn cầu.

Trong năm 2017, 3 cuộc bầu cử lớn ở Pháp, Đức và Hà Lan sẽ diễn ra, và nếu một lần nữa bất ngờ xảy ra sẽ ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam. Có những lý do chính đáng để lo ngại về khả năng xảy ra bất ngờ khi chủ nghĩa dân túy, lo ngại về khủng bố và bài trừ nhập cư đang gia tăng ở châu Âu.

Biểu đồ 1: Khảo sát về những vấn đề quan trọng nhất EU đang phải đối mặt (%)



Source: Eurobarometer

Tổng thống Pháp Francois Hollande đã từ chối tham gia ứng cử trong năm 2017, trong khi bà Angela Merkel đang chịu nhiều chỉ trích trong nước trước những tổn thất mà Đức đang gánh chịu từ chủ nghĩa hồi giáo cực đoan. **Nếu kết quả của 3 cuộc bầu cử lớn ở châu Âu tiếp tục nghiêng về chủ nghĩa dân túy và bảo hộ thương mại, nền kinh tế Việt Nam vốn phụ thuộc vào xuất khẩu cũng như dòng vốn đầu tư sẽ bị ảnh hưởng mạnh và khả năng xảy ra biến cố này là không hề thấp.** Các ngành nhạy cảm nhất bao gồm các ngành định hướng xuất khẩu (nhất là sang Châu Âu) và phụ thuộc vào dòng vốn đầu tư nước ngoài. Đối với những ngành xuất khẩu sang Hoa Kỳ, đa số là các loại hàng hóa giá trị gia tăng thấp nên có thể không chịu nhiều ảnh hưởng.

5. Kế hoạch thoái vốn các Doanh nghiệp Nhà nước ảnh hưởng như thế nào đến Quy mô thị trường chứng khoán năm 2017?

Năm 2016 chứng kiến sự thay đổi lớn trong quyết tâm thoái vốn nhà nước của chính phủ Việt Nam. Điều này dẫn đến 2 sự kiện lớn là (1) Giá trị vốn hóa của sàn UPCoM đã vượt xa sàn HNX (Tính đến đầu tháng 12/2016, giá trị vốn hóa của sàn UPCoM đạt hơn 253.459 nghìn tỷ đồng, trong khi đó HNX ước đạt 147.246 nghìn tỷ đồng) và (2) VNM doanh nghiệp lớn nhất sàn niêm yết được thí điểm thoái vốn (9% vốn điều lệ, SCIC đã bán thành công 5.4% vốn (60% so với kế hoạch) thu về 11.286 tỷ đồng vào ngày 12/12/2016). Dù vậy việc thoái vốn nhà nước trong năm 2016 vẫn chậm so với kế hoạch. Theo báo cáo của Bộ Tài chính, giai đoạn 2011-2015 dự kiến thoái khoảng 26.000 tỷ đồng; đã thoái được 42% nên còn 58% (khoảng hơn 15.000 tỷ đồng) phải thực hiện thoái giai đoạn 2016-2020.

Năm 2017 sẽ tiếp tục xu hướng như thế nào với việc thoái vốn Nhà nước, và ảnh hưởng tiềm năng tới TTCK như thế nào. Chúng tôi đưa ra một số đánh giá như sau:

Giá trị vốn hóa TTCK Việt Nam có thể vượt 100 tỷ USD. Số lượng doanh nghiệp niêm yết sẽ tiếp tục tăng do áp lực từ chủ trương của Nhà Nước. Cụ thể Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 180/2015/TT-BTC hướng dẫn về đăng ký giao dịch chứng khoán trên hệ thống giao dịch cho chứng khoán chưa niêm yết, nhằm siết chặt hơn thời hạn đăng ký giao dịch trên sàn Upcom; và Nghị định số 145/2016/NĐ-CP về vấn đề xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán. Hiện tại, 25 doanh nghiệp lớn đã và dự kiến niêm yết trên thị trường chứng khoán kéo dài từ thời điểm hiện tại đến năm sau, như Sabeco, Vinatex, Novaland, Thaco,... ước tính tương đương khoảng 30.6 tỉ đô la Mỹ, tức khoảng 40% tổng vốn hóa TTCK Việt Nam hiện tại

Đẩy mạnh thoái vốn Nhà nước và cổ phần hóa. Dù thoái vốn VNM chưa thành công như dự kiến cũng là một trường hợp điển hình để nhà nước có kế hoạch thực hiện những đợt thoái vốn sắp tới hiệu quả hơn. Năm 2017 cũng sẽ là năm quan trọng trong lộ trình tiếp tục đẩy mạnh quá trình thoái vốn Nhà nước kể cả đối với những DNNN lớn chưa hoàn thành kế hoạch thoái vốn trong năm 2016. Chưa kể đến áp lực thoái vốn từ các ngân hàng, tập đoàn đầu tư lớn của Nhà nước.

Tác động của thoái vốn đến TTCK. Trong dài hạn, thoái vốn Nhà nước cộng với niềm yết và nâng room cho NGĐT Nước ngoài sẽ khiến quy mô TTCK Việt Nam tăng nhanh, hấp dẫn các nhà đầu tư lớn, nâng hạng thị trường mới nổi. Thị trường sẽ có thêm nhiều hàng hóa có chất lượng tốt hơn thì cũng cần thiết một khối lượng tiền đối ứng để hấp thu hết khối lượng hàng hóa trong các đợt bán vốn nhà nước lớn trong thời gian tới. Tuy nhiên có thể trong ngắn hạn dòng tiền không tăng trưởng kịp cùng với tốc độ thoái vốn và niềm yết mới, dẫn đến hụt cầu trong 1 giai đoạn với TTCK niềm yết.

Bảng 5: 25 doanh nghiệp lớn có ảnh hưởng đến quy mô thị trường trong giai đoạn sắp tới

STT	Tình trạng	Tên công ty	Ngành	Vốn điều lệ (triệu USD)	Vốn hóa ước tính (triệu USD)	Giá ước tính (nghìn đồng)
1	HOSE	SAB	Thực phẩm, đồ uống	282.22	5,560.40	198
2	UPCOM	Vissan	Thực phẩm, đồ uống	35.61	178.07	50
3	UPCOM	Viwas upco	Xây lắp	22.01	90.23	40
4	UPCOM	ACV	Hàng không	752.34	4,752.98	48
5	UPCOM	QNS	Thực phẩm, đồ uống	82.55	794.94	96.2
6	UPCOM	BHN	Thực phẩm, đồ uống	102.02	1,275.31	128
7	UPCOM	TCT 36	Xây dựng	18.93	27.82	16.9
8	HOSE	Novaland	Bất động sản	274.16	1,609.34	58.7
9	OTC	Petrolimex	Xăng dầu	594.19	2,124.23	35.75
10	OTC	Masan Consumer	Thực phẩm, đồ uống	231.22	1,965.40	85
11	OTC	Thaco	Ô tô	155.15	227.29	146.5
12	OTC	Vinafor	Lâm nghiệp	154.05	155.81	10
14	OTC	Viejet	Hàng không	2.00	1,571.30	102
15	OTC	Vietnam Airlines	Hàng không	620.69	2,715.50	43.75
16	OTC	Veam	Ô tô	584.86	979.64	16.75
17	OTC	VIB	Ngân hàng	248.46	422.38	17
18	OTC	Vinatex	Dệt may	220.07	346.61	15.75
19	OTC	FPT Telecom	Viễn thông	60.33	301.65	50
20	OTC	TCB	Ngân hàng	390.76	771.75	19.75
21	OTC	VPbank	Ngân hàng	404.09	424.30	10.5
22	Sắp IPO	PV Power	Điện	575.62	1,188.38	20
23	Sắp IPO	PV Oil	Dầu khí	479.05	479.05	10
24	Sắp IPO	Mobifone	Viễn thông	660.21	3,661.97	55
27	Sắp IPO	Vigecam	Vật tư nông nghiệp	9.68	10.65	11
26	Sắp IPO	HUD	Xây dựng	175.22	175.22	10
27	Sắp IPO	BSR	Dầu khí	1,540.49	1,540.49	10
Tổng VH ước tính					33,350.73	

Source: BSC Research

6. Lộ trình tăng lãi suất của FED tác động đến dòng tiền khối ngoại như thế nào trong năm 2017?

Những năm vừa qua, **dòng tiền ngoại vẫn đóng vai trò dẫn dắt và định hướng thị trường**. Cũng xét lại vấn đề của Fed duy trì lãi suất cơ bản thấp nhất trong lịch sử trong những năm qua đã giúp tránh sự đổ vỡ của thị trường tài chính trong giai đoạn 2007-2008, và giúp thị trường tài chính hồi phục. Trong giai đoạn 2012-2015, xu hướng mua ròng từ khối ngoại vẫn là chủ đạo và đóng góp tích cực trong việc gia tăng giá trị cũng như thanh khoản thị trường. Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) chính thức tăng lãi suất từ 0.5% lên 0.75% vào ngày 15/12/2016, tuy nhiên tác động của nó thực sự đã diễn ra một thời gian trước đó. Tính đến thời điểm nghiên cứu, **khối ngoại đã thực hiện bán ròng khoảng 355.05 triệu USD từ đầu năm 2016**.

Năm 2017 đứng trước nhiều biến động từ tình hình kinh tế thế giới, áp lực từ khả năng tăng lãi suất của Fed khiến dòng vốn ngoại rút khỏi những thị trường biên, và sẽ còn là xu hướng chủ đạo. Đi kèm với quyết định nâng lãi suất trong năm nay, Fed cũng đã công bố kế hoạch nâng lãi suất 3 lần vào năm 2017 sắp tới, mỗi lần tăng 0.25%, và dự báo đến năm 2018, lãi suất Liên bang Mỹ có thể sẽ ở mức 2.125 %. Lộ trình này nếu thực hiện có thể sẽ tiếp tục làm hạn chế lượng vốn đầu tư nước ngoài lên các thị trường biên hoặc chỉ phần nào kích thích được dòng tiền trong ngắn hạn sau những thời điểm công bố thông tin của Fed.

Bảng 6: GTGT ròng khối ngoại qua kế hoạch của FED từng thời kỳ và dự báo tác động 2017

Năm	Lãi suất	QE	Bắt đầu	Kết thúc	GTGD ròng NN (triệu USD)
2010	0.0-0.25	QE1	25/11/2008	31/03/2010	158.95
2011	0.0-0.25	QE2	3/11/2010	30/06/2011	318.14
2012	0.0-0.25	Operation Twist	21/09/2011	12/12/2012	40.82
2013	0.0-0.25		31/12/2012	31/12/2013	324.95
2014	0.0-0.25	QE3	13/09/2012	29/10/2014	562.99
2015	0.25-0.5		16/12/2008	16/12/2015	1,423.04
2016	0.5-0.75		16/12/2015	14/12/2016	-353.17
2017	0.75-1.5		14/12/2016	31/12/2017	-100.0

Source: BSC Research

Bảng 7: Biến động ngành và VN-Index trước các khoảng trống của QE và thời điểm công bố tăng lãi suất của Fed

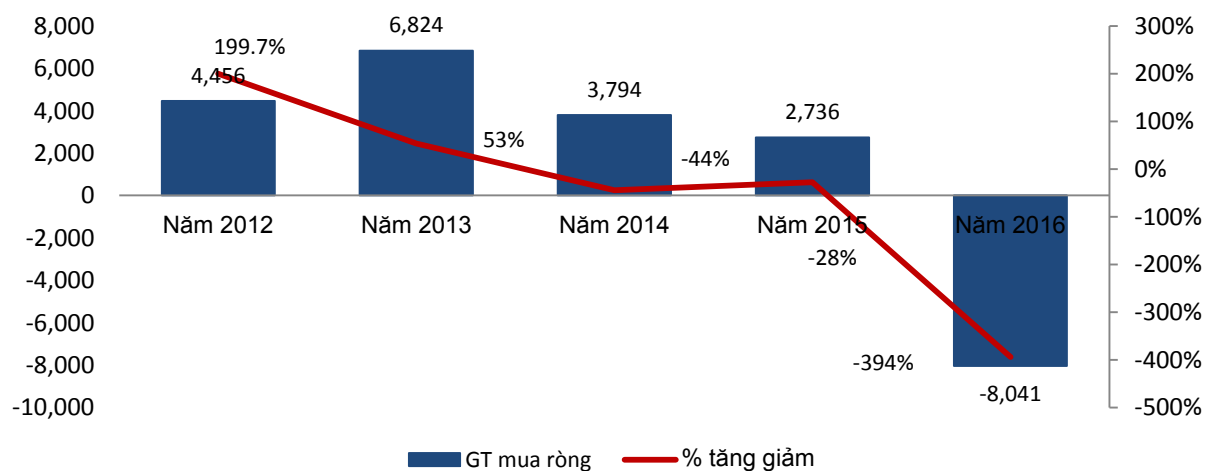
STT	Ngành	31/3 - 03/11/2010	30/6 - 21/9/2011	22/05 - 26/06/2013	18/09 - 31/12/2013	29/10 - 31/12/2014	29/10 - 31/12/2015	29/10 - 19/12/2016
1	Bảo hiểm	13%	-32%	-13%	15%	0%	-1%	-1%
2	Bất động sản	-36%	-8%	3%	15%	4%	1%	-2%
3	Công nghệ thông tin - Phần mềm	-17%	10%	36%	-4%	-2%	1%	-1%
4	Công ty chứng khoán	-44%	8%	2%	23%	-13%	-2%	1%
5	Chế tạo máy, Cơ khí	-16%	-8%	-5%	-2%	-19%	NA	NA
6	Dịch vụ giao thông	-23%	-8%	-11%	-6%	-3%	NA	NA
7	Dịch vụ hỗ trợ, Tư vấn, Thiết kế	-23%	-1%	NA	20%	0%	10%	2%
8	Dược phẩm, thuốc thú y, nông dược	9%	-2%	-9%	25%	-2%	4%	-5%
9	Hóa chất chuyên dụng	-9%	-13%	9%	7%	-11%	NA	NA

10	Khai khoáng chung	-47%	7%	-2%	4%	-9%	1%	1%
11	Khai thác than	-26%	-6%	-5%	18%	0%	NA	NA
12	Nông sản và thủy sản	-22%	-2%	5%	-1%	-4%	NA	NA
13	Ngân hàng	-27%	5%	-3%	1%	7%	3%	-2%
14	Sản phẩm nhựa, Cao su, Hóa chất	-5%	3%	-8%	-15%	-16%	4%	-2%
15	Thép	-38%	-9%	2%	8%	-6%	NA	NA
16	Thiết bị, vật liệu xây dựng	-19%	1%	-16%	-1%	12%	NA	NA
17	Vận tải, kho bãi	-25%	-1%	-4%	42%	-4%	-2%	-1%
18	Xăng dầu, khí đốt	-18%	0%	1%	6%	-30%	-15%	-2%
19	Xây dựng, Xây lắp	-29%	-12%	-2%	36%	1%	0%	-8%
20	Xuất bản	-9%	10%	0%	61%	16%	19%	29%
VN-Index		-11%	3%	-6%	6%	-12%	-4.3%	-11.6%

Source: BSC Research

Các nhóm chịu ảnh hưởng tức thời như các quỹ ETF, Pnote. Tính đến tháng 12 năm 2016, 2 quỹ ETF lớn trên thị trường rút ròng tương ứng 71.01 triệu USD đối với Db-x trackers FTSE Vietnam, và 78.53 triệu USD đối với VanEck Vectors Vietnam và áp lực rút ròng có thể vẫn duy trì trong giai đoạn tới. Thị trường trong ngắn hạn cũng sẽ thiếu hụt dòng tiền đến từ khối ngoại, điều này cũng đang đặt ra thách thức cần phải đáp ứng một dòng tiền mới thay thế để đảm bảo thanh khoản thị trường được duy trì ổn định hơn. Trong khi đó nếu dòng tiền trong nước không đủ dồi dào và mặt bằng chi phí thấp thì có thể dẫn đến hụt cầu trên TTCK, đặc biệt nếu dòng tiền nóng của Pnote rút mạnh.

Biểu đồ 2: Giá trị giao dịch ròng của đầu tư nước ngoài trong năm 2012-2016



Source: BSC Research

7. Những cổ phiếu bất thường có thể xuất hiện nhiều hơn?

Những hiện tượng cổ phiếu đã niêm yết một thời gian, hiện tại mất thanh khoản hoặc giảm mạnh suốt một quá trình khiến thị trường đặt ra câu hỏi về chất lượng cổ phiếu trong bối cảnh dòng tiền thị trường đang trở nên kém tích cực hơn. Trong khi thị trường tiếp nhận thêm những cổ phiếu có được đánh giá tốt về mặt cơ bản, hiện tượng những cổ phiếu mới lên sàn tăng giá mạnh thu hút dòng tiền không từ sự đánh giá về cơ bản và sau đó là quá trình suy giảm nhanh về điểm số xuất hiện nhiều hơn.

Gồm các nhóm cổ phiếu: (1) có vấn đề về quản trị/tài chính; (2) Cổ phiếu mới được tăng vốn mạnh để lên niêm yết và (3) Cổ phiếu có tỷ lệ cổ phiếu tự do giao dịch thấp và được đẩy giá mạnh. Kết hợp với tình trạng margin cao, khi có biến động về thị trường hoặc lãi suất, các nhóm cổ phiếu này bắt đầu bộc lộ các rủi ro và thường giảm rất mạnh, gây thiệt hại cho NĐT.

Các cổ phiếu có vấn đề sẽ còn xuất hiện nhiều hơn trong năm 2017, do mức độ khó khăn của dòng tiền cũng như xiết chặt quản lý hơn từ cơ quan nhà nước. Thị trường đang tự đào thải dần những mã cổ phiếu có vấn đề nhưng những hiện tượng này đang gây tổn thất và lòng tin nhà đầu tư khi mà chất lượng của cổ phiếu lên sàn không được đảm bảo, cũng làm suy giảm chất lượng thị trường chung và gián tiếp ảnh hưởng đến dòng tiền mới tích cực tham gia thị trường.

Các chỉ báo kinh tế qua các năm và dự báo cho năm 2017

Sau khi đà tăng chững lại trong năm 2016, GDP được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng phục hồi trong năm 2017. Mức tăng trưởng 6.6% của GDP trong năm 2017 có thể đạt được khi giá dầu thô trung bình năm 2017 được kỳ vọng phục hồi về mức 55 USD/thùng đi cùng sự phục hồi của ngành nông nghiệp và tăng trưởng ổn định của công nghiệp sản xuất, chế biến chế tạo.

Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam ước tính sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định bất chấp những vấn đề từ TPP và Brexit nhờ những hiệp định thương mại tiềm năng mới. Tăng trưởng xuất khẩu bền vững của khối FDI cũng sẽ giúp giữ cân cán thương mại tiếp tục thặng dư trong năm 2017. Áp dụng mô hình Arima (2,0,0) cho dữ liệu nhập khẩu và Arima (1,0,1) cho dữ liệu xuất khẩu, dự báo tổng kim ngạch xuất nhập khẩu trong năm 2017 sẽ ở mức 354 tỷ USD trong khi cán cân thương mại sẽ thặng dư gần 4 tỷ USD (trong trường hợp không có biến động lớn).

Nợ công và nợ chính phủ nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng trong năm 2017, tuy nhiên, nhờ (1) GDP danh nghĩa phục hồi và (2) Chính phủ có thêm nguồn thu từ thoái vốn các doanh nghiệp Nhà nước, mức độ tăng của nợ công sẽ chững lại.

Bảng 8: Các chỉ báo vĩ mô qua các năm và dự báo cho năm 2017

Indicator /year	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
GDP YoY (%)	5.2	5.4	6	6.7	6.2	6.6
Inflation (%)	9.09	6.59	4.08	0.62	4.8	4.5 - 6
Trade balance (billion USD)	0.78	0.86	2.14	-3.54	2.4	4
Total trade (billion USD)	228	263	298	327	346.6	354
Exchange rate (VND/USD)	20,840	21,095	21,388	22,485	22,755	23,200
Public debt/GDP (%)	50.6	54.2	59.6	61.3	63	64.5
Government debt/GDP (%)	39.4	42.3	47.4	48.9	49.5	50
Credit growth (%)	8.91	12.51	14.16	17.29	18	18
FDI disbursed (billion USD)	10.5	11.5	12.4	14.5	16	17
FDI registered (billion USD)	13	21.6	20.2	22.76	19.1	20

Source: BSC Research

Bảng 9: Các yếu tố ảnh hưởng đến TTCK trong năm 2017

STT	Nội dung	Mức độ tác động	Chiều hướng tác động
1	Dân số, thu nhập và đô thị hóa	•••••	Dài hạn
2	Môi trường kinh tế	•••••	Cung cấp hàng hóa chất lượng
3	Nâng hạng thị trường	•••	Cải thiện chất lượng cũng như quy mô thị trường
4	Tái cấu trúc thị trường chứng khoán	••••	Hoàn thiện và phát triển thị trường
5	Cải thiện hệ thống luật	••••	Cải thiện chất lượng và nâng cao quy tắc ứng xử
6	Vốn hóa thị trường	•••	Định giá thị trường
7	Thanh khoản thị trường	••••	Mức độ hấp dẫn của thị trường
8	Nội tại thị trường	••••	
9	Thoái vốn nhà nước	•••••	
10	Các cổ phiếu OTC	••••	Định giá thị trường
11	Mức độ cải thiện lợi nhuận	••••	Mức độ hấp dẫn và đa dạng của thị trường
12	Cung cấp các sản phẩm mới	••••	
13	Các dòng vốn	•••••	Định giá thị trường và dòng tiền đầu tư
14	Dòng tiền đầu tư nước ngoài	••••	Dòng tiền đầu tư mới
15	Vấn đề cho vay margin	•••	Rủi ro thị trường
16	Các hiệp định thương mại	••••	
17	Ngân sách nhà nước	•••	Áp lực thoái vốn
18	Các thị trường hàng hóa	••••	Áp lực lên lạm phát
19	Các vấn đề địa chính trị	•••	
20	FED nâng lãi suất	•••••	Ảnh hưởng dòng vốn ngoại
21	Kinh tế thế giới	•••	Ảnh hưởng XNK và tỷ giá
22	Chính sách của BOJ, ECB	••••	Ảnh hưởng tỷ giá
	Chính sách kinh tế của Trung Quốc	••••	Ảnh hưởng tỷ giá
	Chính sách của Tân Tổng thống Mỹ	••••	Triển vọng XNK

Source: BSC Research

Bảng 10: Các chỉ báo thị trường qua các năm và dự báo cho năm 2017

Các tiêu chí	Năm 2014	Năm 2015	Dự kiến Năm 2016	Dự báo năm 2017
Tiêu chí chung				
Chỉ số chứng khoán				
- VN-Index	545.6	579.0	660.0	Tích cực 758
- HNX-Index	83.0	79.9	79.5	NA
- UPCOM-Index	60.3	51.0	52.7	NA
Số công ty niêm yết	960	1,045	1,103	1,263
- VN-Index	310	317	320	330.0
- HNX-Index	366	375	376	376.0
- UPCOM-Index	284	353	407	557.0
Số Tài khoản (nghìn TK)	1,390.0	1,570.60	1,690.0	1,859.0
- Tài khoản nước ngoài	17.5	18.6	20.1	21.5
- Tài khoản trong nước	1,373	1,552	1,670	1,837.5
Vốn hóa thị trường (Triệu USD)	54,236	60,304	75,648	106,248.0
- Tốc độ tăng trưởng (%)	17.3%	11.2%	25.4%	40.0%
Giá trị mua bán ròng khối ngoại TT niêm yết	179.1	125.5	(355.1)	(100.0)
Tiêu chí thanh khoản				
Giá trị GD bình quân/phiên 3 sàn (Triệu USD)	128.7	98.5	112.3	115.0
Vòng quay thanh khoản TT (vòng quay CP/năm)	0.8	0.6	0.6	0.6
- HSX	0.7	0.5	0.6	0.5
- HNX	1.7	1.0	1.0	1.0
- Upcom	0.1	0.1	0.1	0.2
Cổ phiếu giao dịch BQ trên 1 triệu USD/ngày	36	27	23	23
Các chỉ số cơ bản				
VN-Index				
- P/E	12.9	12.5	16.7	12.3 – 14.8
- P/B	1.8	1.7	4.2	3.5
- EPS cơ bản	3,325.0	3,385.0	3,643.0	3.850 – 4.100

Dự báo điểm số VN-Index năm 2017

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp P/E và phương pháp cổ phiếu trọng số lớn để dự báo VN-Index. VN-Index được dự báo có kịch bản tiêu cực 590 điểm và tích cực 758 điểm. Dự báo trên dựa trên đánh giá các cổ phiếu hiện hữu, mức độ thay đổi sẽ tùy thuộc vào mức giá lên sàn và trọng số của các cổ phiếu niêm yết mới ảnh hưởng lên chỉ số. Các phương pháp dự báo VN-Index cụ thể như sau:

Dự báo điểm số VN-Index bằng phương pháp PE

Tổng quan phương pháp

- Phương pháp này được xây dựng dựa trên cơ sở dự báo PE và EPS của thị trường trong năm tới để xác định điểm số. Dự báo PE được thực hiện dựa trên các mức high và low của PE quá khứ, còn dự báo chuỗi EPS thị trường được thực hiện dựa trên mô hình ARIMA (8,1,8).
- Chuỗi số liệu nghiên cứu kéo dài từ năm 2010 đến nay, bởi thị trường biến động rất mạnh trong năm 2007 và 2008, do đó dữ liệu về PE và EPS trong khoảng thời gian này không tin cậy.

Kết hợp với dự báo PE ở trên, hai kịch bản cho VN-Index khi kết thúc quý 2/2017 như sau:

Dự báo VN-Index trong 2017H1

	Quý 1/2017	Quý 2/2017
Kịch bản tiêu cực	551.28	590.35
Kịch bản tích cực	664.42	707.65

Dự báo bằng VN-Index theo phương pháp cổ phiếu trọng số lớn

Tổng quan phương pháp

- Phương pháp này dựa nhận định giá của các cổ phiếu chủ chốt trong năm 2016 bởi các công ty chứng khoán và tổ chức tài chính thực hiện.
- Chỉ số VN-Index được xây dựng dựa trên giá bình quân (giá bình quân số học tất cả các dự báo giá), giá cao nhất, giá thấp nhất của 30 cổ phiếu có quy mô lớn nhất (chiếm tỷ trọng 79.7% VN-Index).

Kết quả tính toán như sau:

	Giá mục tiêu	Giá tối đa	Giá tối thiểu
VN-Index 2017	675	758	599

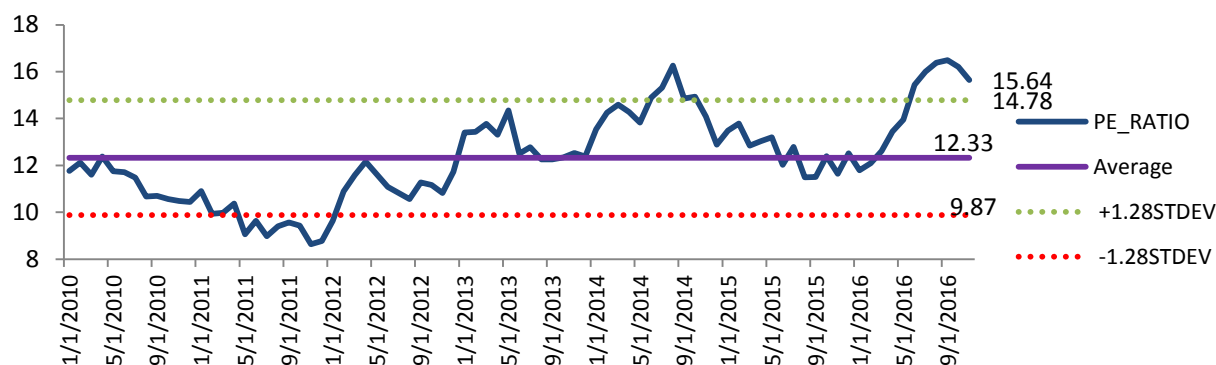
Nguồn: BSC Research

Phụ lục: Dự báo P/E và EPS thị trường

PE toàn thị trường trung bình 6 năm đạt 12.33. Khảo sát PE thị trường từ năm 2010 đến nay, biên độ dao động của P/E trong khoảng [9.87; 14.78] với độ tin cậy 90%, giá trị thấp nhất tại 8.64 và giá trị cao nhất tại 16.49.

Xu hướng đi xuống của PE thị trường đang trong xu hướng quay trở lại vùng biên độ giao động sau nhịp tăng mạnh trong suốt năm 2016, PE có xu hướng tiếp cận trở lại vùng hỗ trợ 14.78 và có thể xuống sâu hơn tiến sát đường trung bình.

Biểu đồ 3: PE của VN-Index giai đoạn 2010 – 2016



Nguồn: BSC Research

Dựa vào dự đoán vận động của PE thị trường như vậy, xây dựng hai kịch bản cho PE như sau:

- **Kịch bản tiêu cực:** PE vượt đường hỗ trợ trên +1.28STDEV, sảm sát PE trung bình. PE tương ứng giá trị 12.33.
- **Kịch bản tích cực:** PE thị trường có sự hồi phục quanh ngưỡng hỗ trợ +1.28STDEV. PE đạt giá trị tại 14.78 điểm.

Dự báo EPS

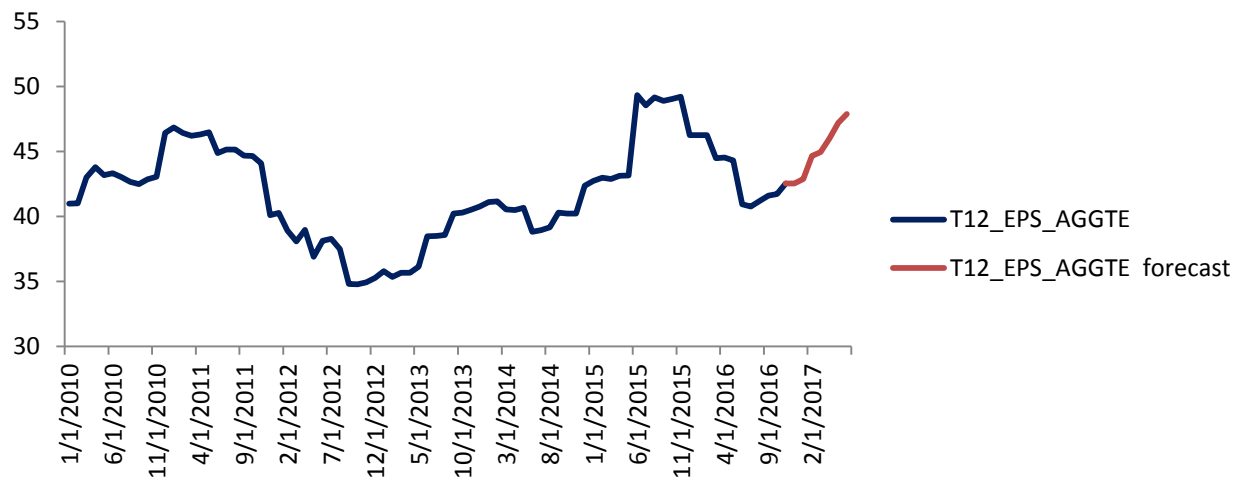
Dự báo EPS của thị trường vào cuối quý 4/2016 và cuối quý 2/2017 bằng mô hình ARIMA (8,1,8), kết quả cho ở bảng dưới:

Dự báo EPS thị trường 2016H1

Date	EPS dự báo	Tăng trưởng so với EPS 2016
3/31/2017	44.95	5.72%
6/30/2017	47.88	12.6%

Nguồn: BSC Research

Biểu đồ 4: Diễn biến 2010 – 2016 & Dự báo EPS thị trường 2017H1



Nguồn: BSC Research

Kết hợp với dự báo PE ở trên, hai kịch bản cho VN-Index khi kết thúc quý 2/2017 như sau:

Dự báo VN-Index trong 2016H1

	Quý 1/2017	Quý 2/2017
Kịch bản tiêu cực	590.35	551.28
Kịch bản tích cực	664.42	707.65

Phụ lục: Nhận định giá 30 cổ phiếu có tỷ trọng lớn nhất thực hiện bởi các Công ty chứng khoán và tổ chức tài chính

Mã	Tỷ trọng VN-Index	Giá hiện tại	Giá mục tiêu BQ	% giá Dec23	Giá cao nhất	% giá Dec23	Giá thấp nhất	% giá Dec23
VNM	12.4%	124,000	143,650	15.8%	158,000	27.4%	106,000	-14.5%
SAB	8.8%	200,000	151,070	-24.5%	168,650	-15.7%	141,580	-29.2%
VCB	8.8%	35,600	38,680	8.7%	41,470	16.5%	34,150	-4.1%
GAS	8.2%	62,000	52,900	-14.7%	62,700	1.1%	35,600	-42.6%
VIC	7.7%	42,100	43,990	4.5%	48,000	14.0%	37,500	-10.9%
CTG	3.9%	15,200	17,620	15.9%	18,700	23.0%	15,900	4.6%
BID	3.4%	14,600	15,860	8.6%	17,500	19.9%	12,680	-13.2%
MSN	3.4%	65,300	83,300	27.6%	92,000	40.9%	63,000	-3.5%
ROS	3.3%	110,200	89,000	-19.2%	89,000	-19.2%	89,000	-19.2%
BVH	2.8%	59,600	58,600	-1.7%	70,600	18.5%	48,300	-19.0%
HPG	2.5%	42,950	50,940	18.6%	57,300	33.4%	38,500	-10.4%
MWG	1.6%	154,800	161,770	4.5%	192,000	24.0%	93,000	-39.9%
MBB	1.5%	13,200	15,990	21.1%	16,900	28.0%	14,700	11.4%
FPT	1.4%	42,650	56,600	32.7%	64,000	50.1%	54,000	26.6%
CTD	1.0%	182,400	195,250	7.0%	150,000	-17.8%	247,000	35.4%
STB	0.9%	8,340	10,045	20.4%	13,600	63.1%	6,370	-23.6%
EIB	0.8%	9,600	9,940	3.5%	10,900	13.5%	8,660	-9.8%
HSG	0.7%	51,300	54,470	6.2%	70,200	36.8%	41,500	-19.1%
SSI	0.6%	19,400	22,660	16.8%	24,300	25.3%	21,030	8.4%
DPM	0.6%	22,750	30,964	36.1%	35,000	53.8%	26,440	16.2%
BMP	0.6%	193,800	193,800	0.0%	179,000	-7.6%	127,000	-34.5%
KDC	0.6%	34,000	31,750	-6.6%	33,500	-1.5%	30,000	-11.8%
DHG	0.6%	94,800	109,740	15.8%	134,900	42.3%	102,500	8.1%
PVD	0.6%	21,350	25,270	18.4%	32,900	54.1%	18,100	-15.2%
HT1	0.5%	20,800	26,200	26.0%	30,000	44.2%	24,300	16.8%
NT2	0.5%	27,500	35,500	29.1%	38,000	38.2%	34,100	24.0%
CII	0.5%	28,500	30,300	6.3%	32,100	12.6%	27,250	-4.4%
REE	0.5%	24,000	27,330	13.9%	29,770	24.0%	26,200	9.2%
PNJ	0.5%	67,500	83,260	23.3%	97,400	44.3%	60,540	-10.3%
KBC	0.5%	25,500	19,970	-21.7%	22,600	-11.4%	17,800	-30.2%
Trung bình				9.8%		22.5%		-6.8%

Nguồn: Bloomberg, BSC Research, Những cổ phiếu khác không có dự báo sẽ sử dụng giá 23/12 sẽ tính chỉ số.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

