

CỔ PHẦN HÓA VÀ THOẢI VỐN DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC VẪN LÀ ƯU TIÊN CHÍNH SÁCH BẤT CHẤP NHỮNG TRỞ NGẠI CÒN TỒN TẠI

Ngày 20/09/2018

Anirban Lahiri

anirban.lahiri@vndirect.com.vn

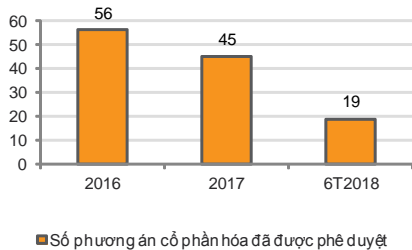
Đình Quang Hình

hinh.dinh@vndirect.com.vn

Mặc dù có sự giảm tốc khá rõ rệt trong cổ phần hóa và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước trong những tháng gần đây, quá trình này vẫn đang được tiếp diễn. Vào thời điểm mà các ngành kinh tế theo chu kỳ giảm tốc, Chính phủ có thể đẩy mạnh IPO và thoái vốn tại các doanh nghiệp thuộc nhóm dịch vụ tiện ích công như cung cấp điện, nước, xăng dầu, khí đốt để đón đầu xu hướng chuyển dịch khẩu vị đầu tư sang nhóm cổ phiếu mang đặc tính phòng thủ trong năm tới.

Trong nửa đầu năm 2018, Chính phủ đã phê duyệt phương án cổ phần hóa của 19 doanh nghiệp nhà nước (DNNN) với tổng giá trị doanh nghiệp được định giá là 40.600 tỷ đồng (khoảng 1,8 tỷ USD). Theo phương án được phê duyệt, sau cổ phần hóa và thoái vốn, Nhà nước chỉ còn nắm giữ 58,8% cổ phần, bán cho người lao động 0,5% cổ phần, và bán ra bên ngoài 41,7% cổ phần thông qua IPOs và bán cho các nhà đầu tư chiến lược, đánh dấu sự chuyển biến trong công tác cổ phần hóa và thoái vốn DNNN từ bán một lượng nhỏ cổ phần sang bán cả lô với số lượng lớn, từ đó tăng thêm sức hấp dẫn cho các thương vụ IPOs và thoái vốn DNNN.

Hình 1: Số phương án cổ phần hóa đã được phê duyệt



Nguồn: MOF

Trong 6 tháng đầu năm 2018, Chính phủ cũng đã hoàn thành công tác cổ phần hóa tại 16 DNNN, bằng 73% số thương vụ cổ phần hóa hoàn thành được trong cả năm 2017. Tám trong số các doanh nghiệp này nằm trong kế hoạch cổ phần hóa của năm 2017, các doanh nghiệp còn lại thuộc kế hoạch cổ phần hóa của năm 2018. Trong số này có nhiều tên tuổi lớn như Tổng Công ty Điện lực Dầu khí (PVPOWER), Tổng Công ty Dầu Việt Nam (PVOIL), Tổng Công ty Phát điện 3 (GENCO 3). Theo kế hoạch cổ phần hóa đã được phê duyệt, tổng vốn điều lệ của 16 doanh nghiệp trên đạt hơn 136.000 tỷ đồng, trong đó Nhà nước sẽ chỉ nắm giữ 54,1% số cổ phần sau khi hoàn thành cổ phần hóa và thoái vốn, bán ưu đãi cho người lao động 0,5% cổ phần và bán 45,4% cổ phần còn lại ra bên ngoài thông qua hình thức IPOs và bán cho các đối tác chiến lược. Nhà nước đã thu về được 22.500 tỷ đồng từ đợt IPOs các doanh nghiệp này và hiện tại đang bước vào giai đoạn 2 là tìm kiếm các đối tác chiến lược tiềm năng để tiếp tục thoái vốn nhà nước theo kế hoạch đã định.

Hình 2: Những DNNN tiêu biểu đã cổ phần hóa và niêm yết trong nửa đầu năm 2018 (tỷ đồng)

Tên doanh nghiệp	Ngành	Ngày IPO	Ngày niêm yết	Mã CK	Vốn điều lệ	Tiền thu về từ đợt IPO	Vốn hóa thị trường thời điểm IPO	Vốn hóa thị trường hiện tại	Doanh thu 2017	LNST 2017	Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	Tỷ lệ sở hữu NN mục tiêu
CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn	Dầu khí	17/01/2018	01/03/2018	BSR	31.005	5.566	69.451	55.468	81.333	7.711	92%	43%
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam	Dầu khí	31/01/2018	06/03/2018	POW	23.419	6.992	46.251	35.374	29.710	2.233	80%	51%
Tổng Công ty Dầu Việt Nam	Dầu khí	25/01/2018	07/03/2018	OIL	10.342	4.177	20.887	15.973	59.742	428	80%	35%
Tổng Công ty Lương thực Miền Nam*	Thương mại	14/03/2018	23/04/2018	VSF	5.000	1.160	6.454	4.000	16.251	(23)	77%	51%
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam*	Cao su	02/02/2018	21/03/2018	GVR	40.000	1.300	52.044	31.600	15.545	2.489	97%	75%
Tổng Công ty Thương mại Hà Nội	Thương mại	03/03/2018	04/05/2018	HTM	2.200	981	2.222	1.804	3.984	25	66%	0%
Tổng Công ty Phát điện 3	Điện	10/02/2018	21/03/2018	PGV	20.809	185	51.610	28.716	37.907	281	97%	51%

*số liệu năm 2016

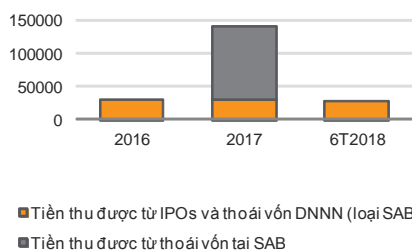
Nguồn: VNDIRECT

Cũng trong nửa đầu năm 2018, Chính phủ đã thoái vốn nhà nước tại 42 doanh nghiệp, thu về gần 5.600 tỷ đồng (gấp 3 lần giá trị phần vốn nhà nước trước thoái vốn).

Như vậy, theo thước đo giá trị là số tiền Nhà nước thu về từ cổ phần hóa và thoái vốn DNNN, quá trình cổ phần hóa và tái cấu trúc DNNN đang tăng tốc và thu về những kết quả khả quan trong một vài năm vừa qua.

Tổng hợp lại, Nhà nước đã thu về 28.100 tỷ đồng từ cổ phần hóa và thoái vốn tại DNNN trong nửa đầu năm 2018, trong đó 22.500 tỷ đồng thu về từ các đợt IPOs và 5.600 tỷ đồng từ các đợt thoái vốn tại các doanh nghiệp đã cổ phần hóa từ trước. Tổng số tiền thu về từ các đợt IPOs DNNN trong nửa đầu năm nay đã gấp 4 lần số tiền thu về trong cùng kỳ năm 2017. Kể từ năm 2016 đến nay, Nhà nước đã thu về 198.000 tỷ đồng từ cổ phần hóa và thoái vốn tại DNNN, trong đó năm 2016 thu về 30.000 tỷ đồng, năm 2017 thu về tới 140.000 tỷ đồng (trong đó riêng thương vụ tại Sabeco thu về 110.000 tỷ đồng), và nửa đầu năm 2018 thu về 28.100 tỷ đồng. Tổng số tiền thu về từ 2016 đến nay đã gấp hơn 3 lần số tiền thu về từ cổ phần hóa và thoái vốn DNNN trong giai đoạn 2011-2015.

Hình 3: Tiền thu được từ IPOs và thoái vốn DNNN (2016-6T2018) (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính

Từ 2016 đến nay, tổng số tiền nộp vào ngân sách từ cổ phần hóa và thoái vốn DNNN đạt 115.000 tỷ đồng và đã đạt 46% số kế hoạch theo Nghị quyết của Quốc hội về thoái vốn nhà nước trong giai đoạn 2016-2020. Con số này cũng đã cho thấy công tác cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước đang đi khá sát với kế hoạch đã đề ra của Quốc hội và Chính phủ.

Tuy nhiên, thách thức lớn vẫn còn đang ở trước mắt

Đối với công tác cổ phần hóa DNNN, trong số 85 DNNN phải thực hiện cổ phần hóa trong năm 2018, mới chỉ có 19 doanh nghiệp được phê duyệt phương án cổ phần hóa trong nửa đầu năm 2018.

Trong khi đó, công tác thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp đã cổ phần hóa cũng đang chậm hơn nhiều so với kế hoạch đã đề ra. Cụ thể, Chính phủ mới chỉ thoái vốn thành công tại 17 trên tổng số 135 doanh nghiệp nằm trong kế hoạch thoái vốn nhà nước của năm 2017. Số doanh nghiệp còn lại do đó bị lùi kế hoạch thoái vốn sang năm 2018 và điều này khiến khối lượng công việc phải thực hiện trong năm 2018 là rất lớn. Tổng số doanh nghiệp phải thực hiện thoái vốn nhà nước trong năm 2018 lên tới 181 doanh nghiệp, trong khi 6 tháng đầu năm 2018 mới chỉ hoàn thành thoái vốn tại 10 doanh nghiệp. Do đó, khối lượng công việc còn lại trong năm nay là rất lớn.

Vi vậy, khả năng hoàn thành kế hoạch cổ phần hóa và thoái vốn DNNN trong năm nay đang gặp thách thức rất lớn.

Chính phủ có thể đẩy nhanh tiến độ thực hiện cổ phần hóa và thoái vốn tại DNNN trong những tháng còn lại của năm 2018

Trong hội thảo “Vietnam M&A 2018” diễn ra vào ngày 8 tháng 8 vừa qua, Phó Thủ tướng Chính phủ Vương Đình Huệ đã nhấn mạnh không dưới 3 lần rằng: “Chính phủ sẽ đẩy nhanh tiến độ thoái vốn tại các DNNN đã cổ phần hóa”. Theo Phó thủ tướng, kể từ nay đến năm 2020, Chính phủ sẽ đẩy nhanh thoái vốn tại các doanh nghiệp nhà nước đã hoàn thành công tác cổ phần hóa trong giai đoạn 1 nhưng tỷ lệ vốn nhà nước tại các doanh nghiệp này vẫn còn rất lớn. Theo Phó thủ tướng, thực tế Chính phủ mới chỉ thoái vốn được khoảng 8% vốn tại các doanh nghiệp này, một con số còn khá khiêm tốn so với tham vọng đã đề ra.

Liên quan tới công tác thoái vốn tại các ngân hàng thương mại quốc doanh, Phó thủ tướng đã chia sẻ rằng Chính phủ đang có kế hoạch thực hiện IPO Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (Agribank) trong năm 2019. Bên cạnh đó, Chính phủ sẽ tiếp tục giảm

tỷ lệ sở hữu tại các ngân hàng thương mại cổ phần quốc doanh khác như BIDV và Vietcombank thông qua việc cho phép các ngân hàng này lên kế hoạch tăng vốn nhằm bổ sung nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng tín dụng và đảm bảo các chỉ tiêu tài chính khi tiến hành áp dụng chuẩn mực Basel II trong thời gian tới. Nhà nước sẽ không bổ thêm vốn ngân sách vào các ngân hàng này và điều đó sẽ làm giảm tỷ lệ vốn nhà nước tại đây. Việc phát hành tăng vốn có thể được thực hiện thông qua hình thức phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược. Tuy nhiên quá trình đàm phán giữa ngân hàng và các nhà đầu tư đang gặp một số trở ngại, trong đó vấn đề nổi cộm nhất là sự khác biệt giữa các bên về mức giá chào bán cổ phần.

Phó Thủ tướng cũng cho biết Chính phủ sẽ chuyển đổi quyền sở hữu tại các ngân hàng yếu kém (đang bị kiểm soát đặc biệt như OceanBank, CBBank, GPBank) sang cho các nhà đầu tư tiềm năng trong thời gian tới. Trong tương lai, Chính phủ sẽ hạn chế việc cấp giấy phép thành lập mới chi nhánh hoặc ngân hàng 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam và khuyến khích nhà đầu tư nước ngoài tăng tỷ lệ cổ phần nắm giữ tại một số ngân hàng trong nước lên tối đa 100% vốn (điều này cũng là dấu hiệu cho thấy Chính phủ có thể đang xem xét nâng trần sở hữu nước ngoài tại một số ngân hàng có chọn lọc lên trên mức trần hiện nay là 30%).

Bên cạnh những phát biểu của Phó Thủ tướng, Bộ Tài chính cũng có những bước đi để tạo hành lang pháp lý nhằm đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa và thoái vốn DNNN. Bộ Tài chính đã ban hành văn bản hướng dẫn cho Nghị định 32 Chính phủ ban hành vào đầu năm nay (tháng 3 năm 2018), tạo ra khung pháp lý cụ thể cho việc thực hiện việc bán vốn nhà nước trong các doanh nghiệp nhà nước.

Những dấu hiệu trên cho thấy khả năng Chính phủ sẽ đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa và thoái vốn DNNN trong thời gian tới.

Nhiều cái tên đáng chú ý nằm trong danh sách các doanh nghiệp nhà nước cần hoàn thành quá trình cổ phần hóa trong nửa cuối năm 2018 và năm 2019 sắp tới.

Hình 4: Các thương vụ IPO sắp tới

Tên doanh nghiệp	Ngành	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)
Tổng Công ty Phát điện 1	Điện	17.943	125.997	25.476	436
Tổng Công ty Phát điện 2	Điện	11.164	58.928	21.824	1712
Tổng Công ty Giấy Việt Nam*	Giấy	1.231	3.553	2.853	23
Tổng Công ty Xi măng Việt Nam**	Xi măng	12.360	44.630	26.529	2.564
Tổng Công ty Viễn thông Mobifone	Viễn thông	15.000	na	44.234	5589***
Tổng Công ty Đầu tư Phát triển nhà và Đô thị*	Bất động sản	2.295	15.003	6.553	379
Tổng Công ty Thương mại Sài Gòn (Satra)**	Thực phẩm & Đồ uống	7.307	16.604	10.231	3.023
Tổng Công ty Du lịch Sài Gòn	Du lịch	6.763	11.695	6.202	1.568
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển nhà Hà Nội*	Bất động sản	1.661	6.998	1.034	252
Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Hạ tầng UDIC**	Bất động sản	2.587	7.399	3.249	305
Tổng Công ty Công nghiệp Sài Gòn	Công nghiệp	2.460	4.167	4.055	175
Tổng Công ty Cơ khí Giao thông Vận tải Sài Gòn**	Công nghiệp	1.741	6.229	8.202	637
Tổng Công ty Thuốc lá Việt Nam**	Thuốc lá	7.164	17.954	18.858	1.070

*số liệu năm 2015; **số liệu năm 2016; ***lợi nhuận trước thuế

Nguồn: VNDIRECT

Chính phủ sẽ tiếp tục thoái vốn tại một số doanh nghiệp đã hoàn thành cổ phần hóa nhưng Nhà nước vẫn đang nắm giữ tỷ lệ cổ phần lớn.

Hình 5: Một số doanh nghiệp nằm trong kế hoạch thoái vốn của Nhà nước thời gian sắp tới

Tên doanh nghiệp	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	TTM P/E (x)	TTM P/B (x)	ROE (%)	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu 2017	Tăng trưởng lợi nhuận ròng 2017	Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	Tỷ lệ sở hữu NN mục tiêu
Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam (ACV, UPCOM)	Hàng không	181.375	32,6	6,5	20,3%	13.830	4.101	-5,6%	-19,7%	95%	65%
Tổng Công ty Xăng dầu Việt Nam (PLX, HOSE)	Bán lẻ	82.508	22,0	4,2	16,1%	153.697	3.468	24,9%	-25,7%	76%	51%
Tổng Công ty Lắp máy Việt Nam (VEA, UPCOM)	Xây dựng	38.591	9,5	2,6	27,4%	6.563	5.046	4,1%	12,0%	88%	36%
Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (HVN, UPCOM)	Hàng không	46.201	15,0	2,8	17,6%	82.951	2.371	18,4%	15,4%	86%	65%

Nguồn: VNDIRECT

Một số công ty cũng đang tìm kiếm đối tác chiến lược để thoái vốn nhà nước như CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR, UPCOM), Tổng Công ty Dầu Việt Nam (OIL, UPCOM) và Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW, UPCOM).

Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) sẽ đẩy mạnh quá trình thoái vốn nhà nước tại một số doanh nghiệp như Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG, HNX), CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Domesco (DMC, HOSE), CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang (SGC, HOSE) và CTCP Chứng nhận và Kiểm định Vinacontrol (VNC, HNX).

Hình 5: Một số doanh nghiệp nằm trong danh sách thoái vốn của SCIC trong thời gian sắp tới

Tên doanh nghiệp	Ngành	Vốn hóa (tỷ đồng)	TTM P/E (x)	TTM P/B (x)	ROE (%)	Doanh thu 2017 (tỷ đồng)	Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu 2017	Tăng trưởng lợi nhuận ròng 2017	Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	Tỷ lệ sở hữu NN mục tiêu
CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Domesco	Dược	2.743	13,2	2,9	21,3%	1.340	208	3,9%	23,1%	35%	0%
CTCP Xuất nhập khẩu Sa Giang	Thực phẩm	608	24,3	6,1	22,9%	289	30	9,1%	4,2%	50%	0%
Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam	Bất động sản	7.642	6,0	1,0	17,0%	10.898	1.341	27,5%	168,5%	58%	0%
CTCP Tập đoàn Vinacontrol	Dịch vụ tư vấn	413	12,4	2,4	17,1%	519	33	4,4%	7,6%	30%	0%

Nguồn: VNDIRECT

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

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

Khuyến nghị

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

KHUYẾN CÁO

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

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

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

Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Chuyên viên Phân tích

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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