

## BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

# 2023

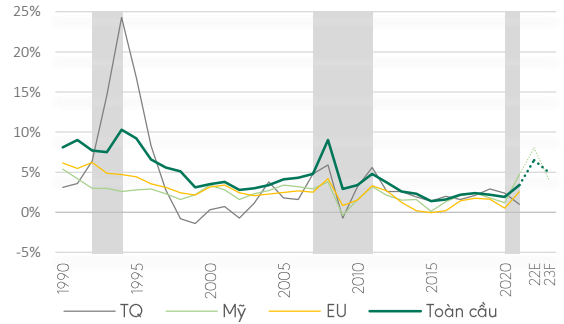
### NỘI DUNG CHÍNH

1. Triển vọng vĩ mô thế giới 2023	1	4. Các kịch bản của nền kinh tế	10
2. Triển vọng vĩ mô Việt Nam 2023	2	5. Định giá VNINDEX	11
3. Chu kỳ kinh tế	9	6. Các nhóm ngành triển vọng	12

# I. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ THẾ GIỚI NĂM 2023

## Lạm phát toàn cầu dự báo duy trì ở mức cao trong năm 2023

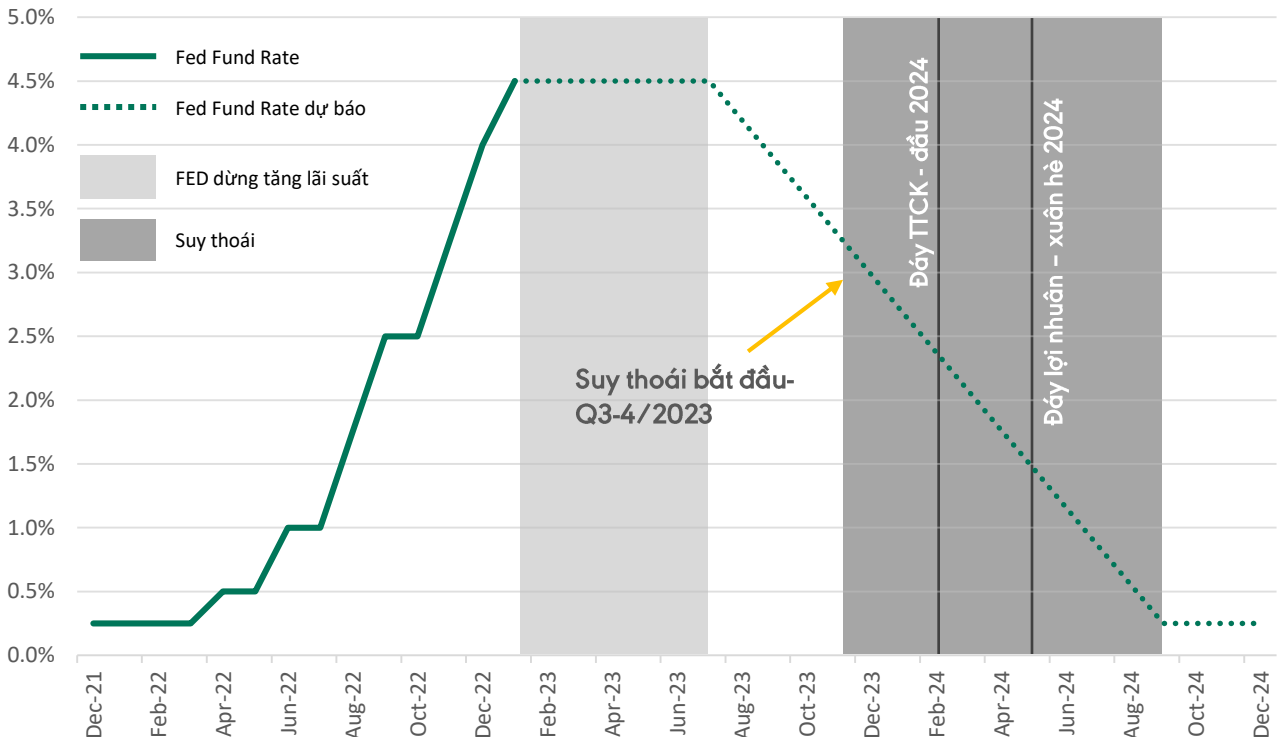
World Bank dự báo lạm phát toàn cầu năm 2022 ở mức 6.5% và hạ nhiệt dần về quanh mốc 5% vào năm 2023 khi áp lực lạm phát giảm dần ở phương Tây, nhưng tăng lên ở khu vực châu Á do việc nhập khẩu lạm phát và đồng USD có thể thiết lập mặt bằng tỷ giá mới trong năm 2023.



## Nguy cơ suy thoái

Các TCTC lớn cảnh báo nguy cơ về một cuộc suy thoái đang tới gần khi lạm phát cao đe dọa tới nhu cầu tiêu thụ hàng hóa của người tiêu dùng toàn cầu và nâng cảnh báo suy thoái lên mức 96% trong 12 tháng. Điều này đồng nghĩa với việc các quốc gia phát triển ở phương Tây có thể tăng trưởng âm kể từ quý 3 và quý 4 năm 2023.

### Dự báo xu hướng lãi suất và suy thoái kinh tế ở Mỹ



Song, việc FED đưa ra tín hiệu giảm tốc độ tăng lãi suất là dấu hiệu tích cực cho thị trường châu Á, trong đó có Việt Nam. Với tiềm lực vững mạnh hơn so với thời điểm những cuộc suy thoái trước đây, việc dự báo FED điều chỉnh giảm lãi suất từ giữa năm 2023 sẽ kích thích các thị trường này bùng nổ hơn trong giai đoạn nửa cuối năm.

## II. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2023

Không còn mức nền tăng trưởng thấp như trong năm 2022, nền kinh tế Việt Nam bước vào năm 2023 với nhiều thách thức và biến số cần được cân nhắc. Sử dụng mô hình MOVE (**Momentum – Động lực; Obstacles – Thách thức; Variables – Biến số; Expectation – Triển vọng**), AAS Research xác định các yếu tố chi phối tình hình vĩ mô Việt Nam và triển vọng cho năm 2023.

Momentum	Obstacles
<p>#1: Hoạt động du lịch quốc tế phục hồi hậu Covid-19;</p> <p>#2: Đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công;</p> <p>#3: Quy hoạch điện 8 – Năng lượng xanh và mục tiêu phát triển bền vững.</p>	<p>#1: Xuất khẩu tăng trưởng chậm do suy giảm sức mua;</p> <p>#2: Áp lực tỷ giá, lãi suất và lạm phát;</p> <p>#3: Thị trường BĐS đóng băng trong ngắn hạn.</p>
Variables	Expectation
<p>#1: Khả năng thu hút FDI;</p> <p>#2: Lộ trình mở cửa, phục hồi kinh tế của Trung Quốc;</p> <p>#3: Chiến tranh Nga-Ukraine: Hồi kết sẽ là gì?</p>	<p>#1: GDP Việt Nam tăng trưởng chậm lại ở 6.7-6.9%;</p> <p>#2: Chính sách và câu chuyện tháo nút thắt cho TPDN;</p> <p>#3: Đầu tư công là điểm sáng cho tăng trưởng GDP.</p>

### 2.1. Động lực từ nội phát và tăng cường nội tại

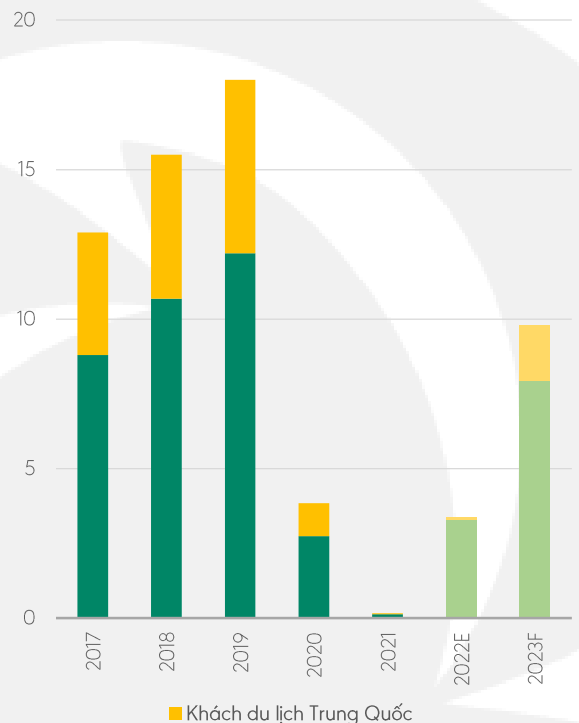
#### M#1: Hoạt động du lịch quốc tế phục hồi hậu Covid-19

Từ 02/2022, Việt Nam bắt đầu nối lại các đường bay quốc tế và nới lỏng các yêu cầu xuất nhập cảnh. Đến hết 11/2022, khách du lịch quốc tế đến Việt Nam đạt 2.95 triệu lượt, tăng 48.7% svck, nhưng chỉ tương đương 18.1% năm 2019.

Trước Covid-19, khách du lịch Trung Quốc chiếm khoảng 30% tổng lượng khách quốc tế. Nhưng do chính sách Zero-Covid, lượng khách từ quốc gia này đến Việt Nam suy giảm mạnh trong năm 2020--2022. Với động thái nới lỏng chính sách chống dịch hiện nay của Trung Quốc, AAS Research kỳ vọng du lịch quốc tế sẽ phục hồi tích cực trong 2023, đạt 9.8-10.5 triệu lượt, tương ứng với mức tăng khoảng 300% so với 2022, với sự tăng trở lại của lượng khách Trung Quốc, Mỹ, EU, Đông Á và Đông Nam Á.

Một số nhóm ngành được hưởng lợi từ động lực này có dịch vụ vận tải, lữ hành, lưu trú, dịch vụ ăn uống & vui chơi giải trí.

Lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam (triệu lượt)



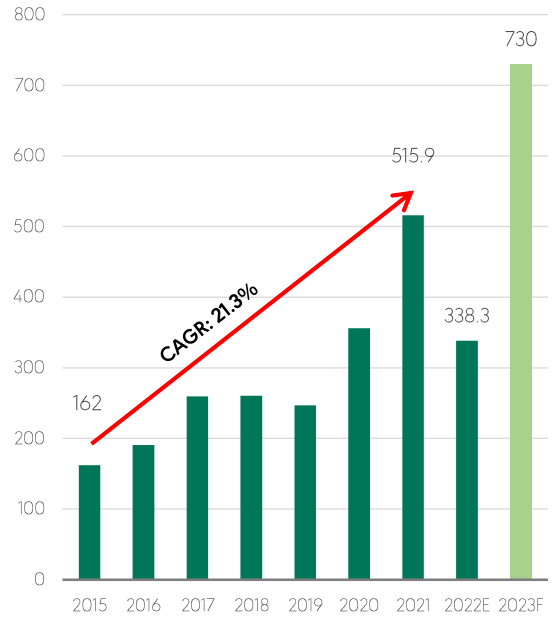
## M#2: Đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công và phát triển hạ tầng

Năm 2023, nâng kế hoạch vốn đầu tư từ vốn ngân sách nhà nước lên 28.9%, đạt tới 699,000 tỷ đồng với mục tiêu hỗ trợ phục hồi, phát triển kinh tế và hạ tầng. Đồng thời để thể hiện quyết tâm, chính phủ đã nới lỏng mục tiêu lạm phát bình quân lên 4.5% so với mức 4% năm 2022.

Năm 2023 cũng là thời điểm vàng để đẩy mạnh phát triển các mục tiêu về hạ tầng do giá VLXD giảm đáng kể thời gian gần đây và những tháng sắp tới do nhu cầu về BĐS được dự báo thấp, ít nhất trong nửa đầu năm 2023.

Các nhà thầu xây dựng dự kiến sẽ có biên LN tốt hơn so với năm ngoái. Chính vì vậy, việc đấu thầu, chỉ định thầu các dự án sẽ được đẩy mạnh hơn trong năm tới. Mức tăng giải ngân vốn đầu tư công có thể đạt 20-25% svck với trọng điểm là các dự án cao tốc Bắc-Nam và Sân bay quốc tế Long Thành.

**Thực trạng giải ngân vốn ĐTC**  
(nghìn tỷ đồng)

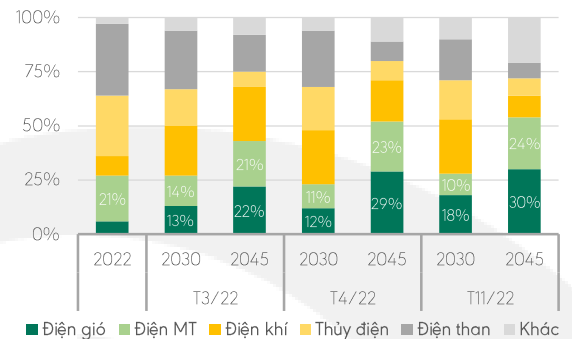


## M#3: Quy hoạch điện 8 – Năng lượng xanh và mục tiêu phát triển bền vững

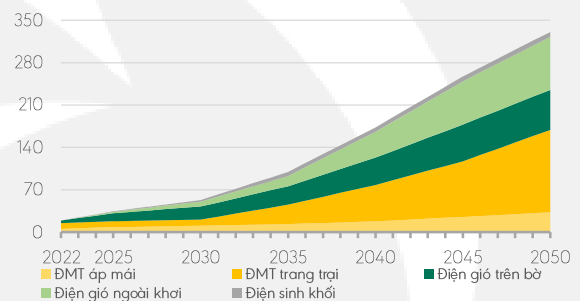
Theo điều chỉnh dự thảo mới nhất của Quy hoạch điện 8 trình Thủ tướng phê duyệt, tỷ trọng năng lượng tái tạo trong điện lưới quốc gia giai đoạn 2022-2045 được tăng đáng kể so kế hoạch trước đó với mục tiêu lần lượt đạt 28% và 54% vào năm 2030 và 2045.

Việt Nam cũng nhận được hời tài trợ chống biến đổi khí hậu trị giá ít nhất 11 tỷ USD sau hội nghị thượng đỉnh EU-ASEAN trong khuôn khổ “Đối tác chuyển đổi năng lượng công bằng” nhằm giảm phụ thuộc của nền kinh tế vào các nguồn năng lượng hóa thạch. Đây là động lực lớn hỗ trợ Việt Nam chuyển đổi cơ cấu nguồn điện và hướng tới nền kinh tế không phát thải carbon tới năm 2050.

**Cơ cấu nguồn điện theo dự thảo Quy hoạch điện 8**



**Tăng trưởng công suất điện tái tạo đến 2050 (nghìn MW)**



## 2.2. Thách thức từ tình hình vĩ mô toàn cầu

### O#1: Xuất khẩu tăng trưởng chậm do nhu cầu co hẹp

Lạm phát toàn cầu là điểm nóng của năm 2022 và tác động của nó được dự báo kéo dài đến 2024. Đà tăng lãi suất của các thị trường Mỹ và EU cũng tác động mạnh đến thói quen tiêu dùng. Điều này làm giảm tốc độ tăng trưởng chi tiêu của người tiêu dùng từ 2.5% năm 2022 xuống 0.9% năm 2023 theo Fitch.

Trong khi Trung Quốc nới lỏng các hạn chế bởi Zero Covid, nhu cầu hàng hóa của thị trường này có thể phục hồi. Nhưng Trung Quốc chỉ chiếm dưới 20% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, nên sự phục hồi này cũng chưa đủ để bù đắp cho sự suy giảm của thị trường Mỹ và EU.

Các doanh nghiệp FDI cũng có những động thái giảm sản lượng. Việc này góp phần làm giảm tiềm năng tăng trưởng sản lượng hàng hóa xuất khẩu. AAS Research dự báo mức tăng trưởng xuất khẩu năm 2023 ở mức 9.3%, thấp hơn đáng kể so với mức 14% của năm 2022.

## O#2: Áp lực tỷ giá, lãi suất và lạm phát

Các yếu tố **tỷ giá và lãi suất** Việt Nam chịu tác động chi phối lớn từ chính sách điều hành của các nền kinh tế lớn, đặc biệt là Mỹ. AAS Research cho rằng, áp lực đối với các yếu tố này sẽ còn kéo dài đến hết Q2/23, cho đến khi FED chuyển sang hướng điều hành trung lập và bớt điều hòa hơn so với thời điểm hiện tại.

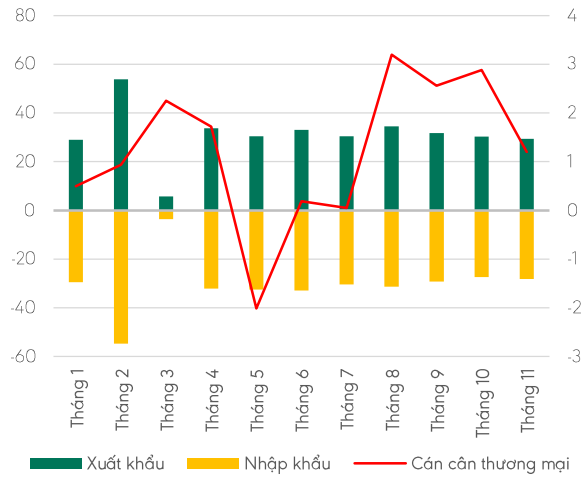
Chúng tôi cho rằng, NHNN sẽ không tiếp tục tăng lãi suất điều hành trong năm 2023 nhằm ổn định kinh tế vĩ mô do (1) động thái giảm tốc độ tăng lãi suất của FED và (2) lạm phát ổn định trong tầm kiểm soát.

Yếu tố tỷ giá có thể được đánh đổi để tạo mặt bằng lãi suất ổn định hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế trong nửa đầu năm. Điều này tạo ra rủi ro đồng USD sẽ thiết lập mặt bằng tỷ giá mới cao hơn so với thời điểm đầu năm 2022. Nhưng yếu tố này sẽ hạ nhiệt dần kể từ Q2/23 khi Mỹ dần từ bỏ chính sách thắt chặt tiền tệ.

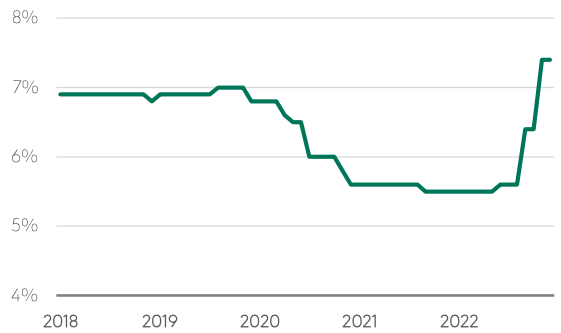
Về **lạm phát**, AAS Research cho rằng năm 2023, lạm phát sẽ đạt 3.8-4% cao hơn mức 3.2-3.3% cùng kỳ do nhiều yếu tố nội và ngoại phát chi phối. Áp lực tăng mạnh kể từ Q2/23 do:

- Điều chỉnh mức lương cơ bản lên 1.8 triệu đồng/tháng từ 01/07/2023;
- Tăng trưởng nhu cầu tiêu dùng và tăng trưởng du lịch;
- Nhập khẩu lạm phát do USD tăng giá;
- Điều chỉnh giá bán điện và các dịch vụ tiện ích thiết yếu sau đợt hoãn điều chỉnh do Covid-19;
- Mặt bằng lãi suất ảnh hưởng đến chi phí sản xuất.

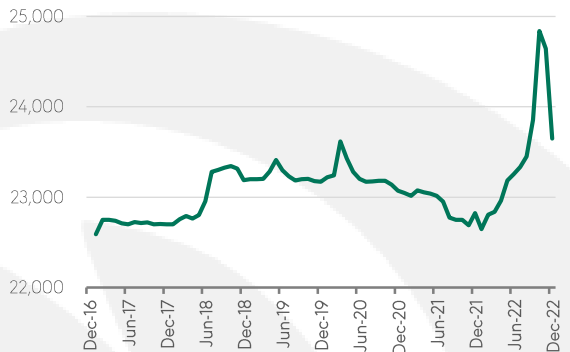
**Tình hình XNK năm 2022**



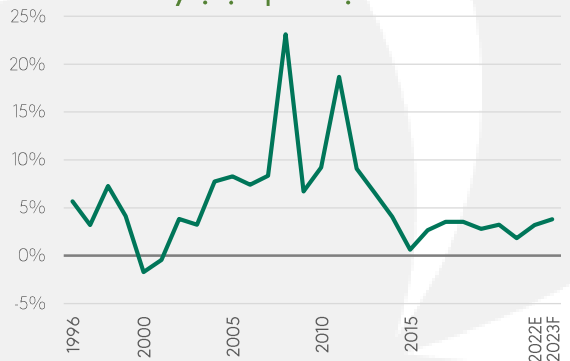
**Lãi suất huy động TB**



**Biến động USD/VND**



**Tỷ lệ lạm phát Việt Nam**

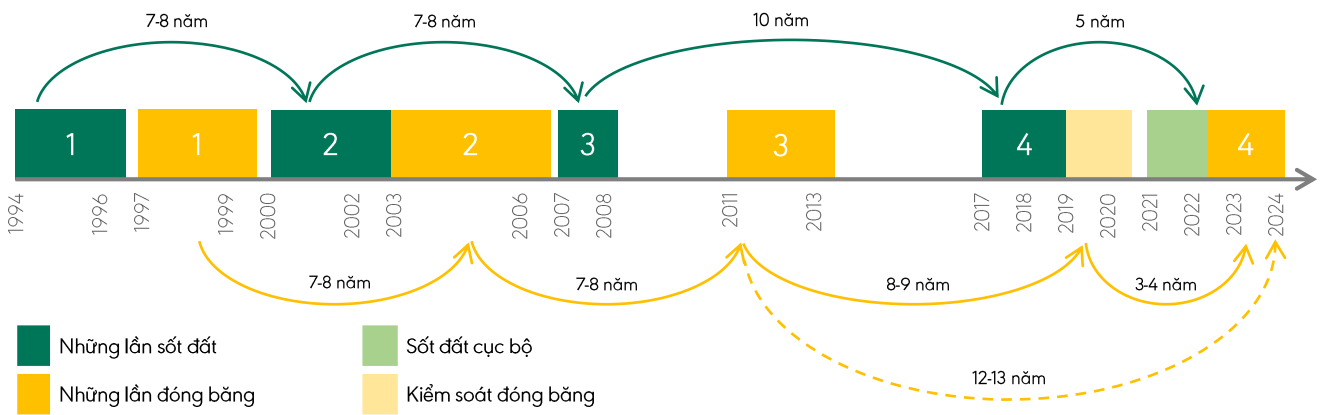


### O#3: Thị trường BĐS đóng băng

Thị trường BĐS đang có dấu hiệu chững lại, trong đó số lượng căn hộ và căn hộ nghỉ dưỡng được giao dịch trong Q3/2022 giảm lần lượt 40% và 70.4% so với Q2. Đây là tín hiệu rõ rệt cho một pha giảm của ngành BĐS khi mà (1) các quy định về phát hành trái phiếu được ban hành, việc thắt chặt tín dụng khiến các doanh nghiệp khó đảo nợ; (2) Luật Đất đai sửa đổi khiến nhiều dự án hoãn để chờ quyết định và (3) lãi suất cho vay tăng.

Mặc dù có nhiều dấu hiệu không mấy khả quan, AAS Research vẫn kỳ vọng sự đóng băng lần này của thị trường BĐS sẽ có những điểm sáng khi tình hình tài chính của các doanh nghiệp BĐS nhìn chung tốt hơn rất nhiều so với trước đây. Chu kỳ giảm này dự kiến sẽ không kéo dài mà bắt đầu phục hồi kể từ 2024-2025, khi các nút thắt về chính sách kim chế ngành BĐS được tháo gỡ, tạo động lực cho cầu và nguồn cung.

#### Chu kỳ đóng băng của thị trường BĐS



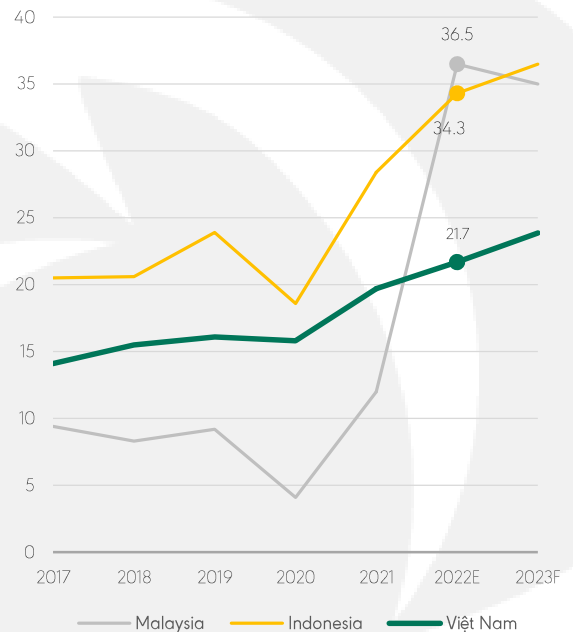
### 2.3. Những biến số cần được cân nhắc

#### V#1: Liệu Việt Nam có còn là điểm nóng thu hút FDI trong năm 2023

Với nỗi lo gián đoạn chuỗi cung ứng như đã xảy ra trong dịch Covid-19, việc đa dạng hóa chuỗi giá trị sản xuất để hạn chế phụ thuộc vào Trung Quốc là mối quan tâm của các tập đoàn lớn toàn cầu. Nhờ sở hữu vị trí địa lý chiến lược, chi phí lao động cạnh tranh, có trình độ, chính trị ổn định và tận dụng được nhiều hiệp ước kinh tế như CTPPP, EVFTA, RCEP,...; Việt Nam đang là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI.

Mặc dù vậy, do không góp mặt trong chuỗi giá trị bán dẫn và xe điện, Việt Nam đang có dấu hiệu hụt hơi hơn trong cuộc đua thu hút FDI ngay ở trong ASEAN. Năm 2022, Việt Nam tụt xuống vị trí thứ 3 trong khu vực ASEAN, xếp sau Malaysia và Indonesia, về lượng vốn thu hút với 16 tỷ USD sau 11T/22. Nếu các chính sách của chúng ta không thay đổi, thì vị thế Trung Quốc +1 có thể sẽ biến mất trong tương lai gần.

FDI vào một số nước ASEAN (tỷ USD)



## V#2: Khi nào Trung Quốc mở cửa hậu Covid-19

Nền kinh tế Trung Quốc đang bị bủa vây bởi khó khăn gây ra bởi đại dịch Covid-19 và mùa đông BĐS tại thị trường tỷ dân này. 9T/2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa đã suy giảm 0.5% so với mức tăng 2.5% svck; kèm theo đó là sự gián đoạn chuỗi cung ứng liên tiếp khiến hoạt động sản xuất đình trệ.

Để đối phó với diễn biến kinh tế kém sắc, Trung Quốc đã đề ra một số chính sách mới, trong đó có gói đầu tư công khoảng 1,000 tỷ USD nhằm tạo động lực cho nền kinh tế năm 2023 và "chính sách 16 điểm" nhằm tháo gỡ khó khăn cho thị trường BĐS.

Nhưng việc mở cửa nền kinh tế hậu Covid-19 vẫn còn là một dấu hỏi lớn do e ngại nguy cơ tái bùng phát trên diện rộng. AAS cho rằng việc Trung Quốc mở cửa sau 3 năm đại dịch là tất yếu và điều này sẽ là một cú hích lớn cho ngành du lịch và nông nghiệp Việt Nam. Song, việc duy trì quan điểm thận trọng với các nhóm ngành chịu ảnh hưởng lớn bởi Trung Quốc là rất quan trọng. IMF đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc từ mức 4.6% còn 4.4% cho năm 2023.

## V#3: Chiến sự Nga-Ukraine: Hồi kết sẽ là gì?

Bất ổn địa chính trị ở Đông Âu kéo theo sự phân chia ngày một rõ ràng về các cực đối lập của thế giới hiện tại, đồng thời nó còn tác động mạnh đến nền kinh tế toàn cầu, đặc biệt là khu vực EU với cuộc khủng hoảng năng lượng. Năm 2023, một cuộc suy thoái ở châu Âu có thể xảy ra với GDP suy giảm 0.1%. Nhưng nếu EU tìm được phương án mua, phần bổ LNG và điều phối giá điện, cuộc suy thoái này có thể tránh khỏi.

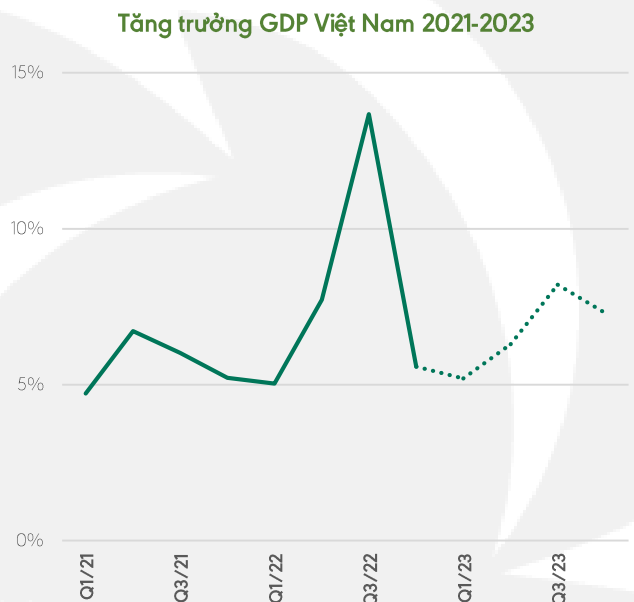
Nhưng một số rủi ro khác, bao gồm sự dịch chuyển hướng dòng chảy năng lượng sang Đông (Trung Quốc) và OPEC duy trì quyết định cắt giảm sản lượng sẽ khiến đợt khủng hoảng này trầm trọng hơn. OPEC cũng đồng ý giao dịch dầu bằng đồng nhân dân tệ. Việc này gợi ra câu hỏi về sự lung lay của trật tự thế giới có thể trong tương lai gần và kèm theo đó là nhiều sự biến động hơn.

## 2.4. Triển vọng kinh tế vĩ mô Việt Nam

### E#1: GDP tăng trưởng chậm lại, ở mức 6.7-6.9%

Với mức nền thấp của 2021, GDP quý 3/2022 ghi nhận mức tăng trưởng kỷ lục 13.67%, và cả năm 2022, GDP tăng trưởng ước tính 8%.

AAS Research nhận định, năm 2023, các hiệu ứng của những bất ổn toàn cầu sẽ tác động tới Việt Nam mạnh mẽ hơn trong nửa đầu năm, nên chúng tôi dự báo GDP tăng chậm trong nửa đầu năm và phục hồi mạnh mẽ vào cuối năm khi vĩ mô thế giới ổn định hơn.

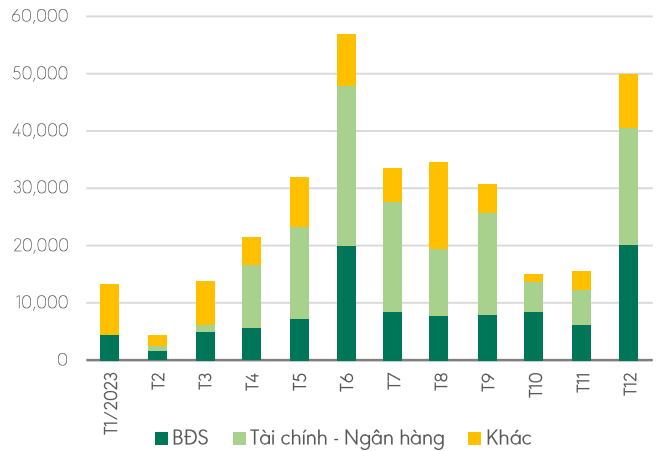


## E#2: Chính sách và câu chuyện tháo nút thắt cho trái phiếu doanh nghiệp

Trong năm 2023, tổng giá trị trái phiếu riêng lẻ đáo hạn là khoảng 300,000 tỷ đồng. Trong đó BĐS và ngân hàng lần lượt chiếm 30% và 40% giá trị. Nhiều DN đã mua lại trái phiếu trước hạn với giá trị khoảng 152,000 tỷ đồng trong 10T/22, phần nào làm giảm áp lực và tâm lý tiêu cực của TTTP.

Nhưng bối cảnh hiện nay, nỗi sợ đóng băng thanh khoản vẫn là yếu tố chính chi phối tâm lý tiêu cực của NĐT. Với nhiều mã TPDN, người bán sẵn sàng chấp nhận mức chiết khấu 14-17% hoặc cao hơn.

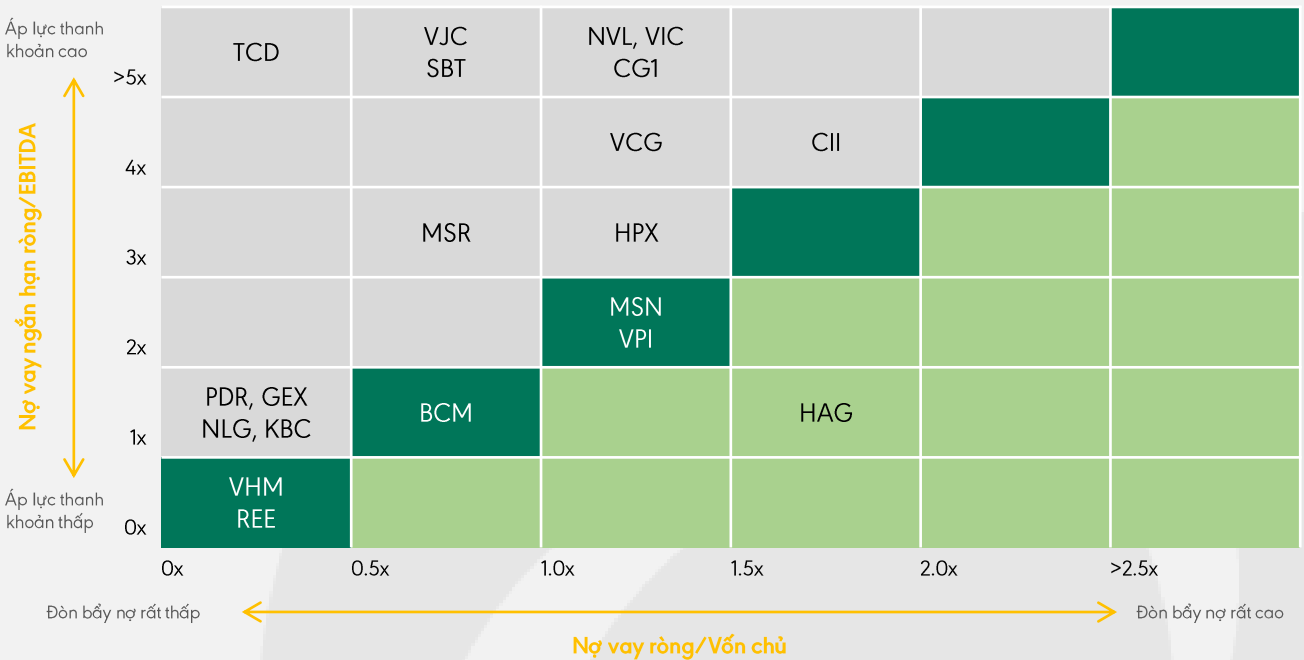
Ước tính giá trị TPDN riêng lẻ đáo hạn 2023



Để thị trường vốn có thể ổn định, việc xoa dịu tâm lý NĐT và bình ổn TTTP là cần thiết. AAS kỳ vọng tới Q3/2023, Chính phủ sẽ có những chính sách nới lỏng với hoạt động phát hành và giao dịch trái phiếu. Kèm theo đó là những hoạt động nới lỏng về cung tiền và lãi suất để kích thích thị trường.

Nhưng chúng ta cũng cần cân nhắc những rủi ro về đồng USD tăng giá hoặc Mỹ không thể kiểm soát lạm phát và tiếp tục tăng lãi suất có thể khiến TTTP tiếp tục tiêu cực ở nửa cuối năm.

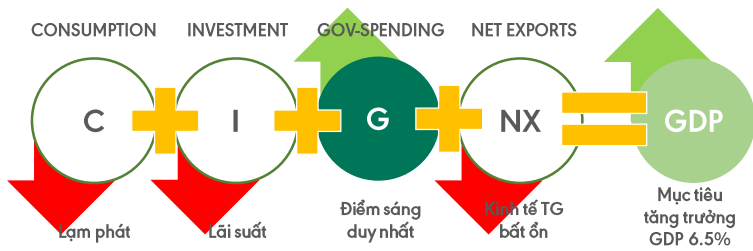
### Tình hình đòn bẩy và áp lực thanh khoản nợ ngắn hạn – top 20 tổ chức phát hành TPDN là DNNY



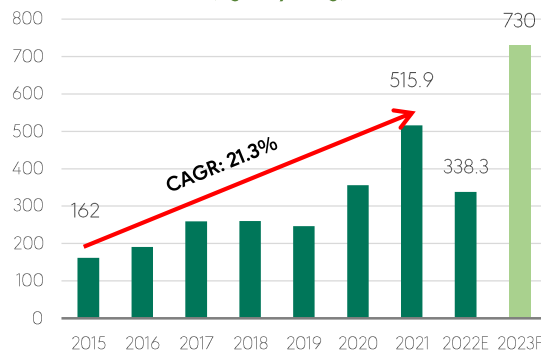
Hầu hết các doanh nghiệp chịu áp lực nợ ngắn hạn cao, tuy nhiên trên thị trường có sự phân hóa lớn về chất lượng tín dụng/khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ. Nhiều doanh nghiệp có rủi ro thấp, đây là nhóm những trái phiếu các NĐT có thể cân nhắc đầu tư trong bối cảnh khó khăn hiện nay.



### E#3: Đầu tư công là điểm sáng tăng trưởng GDP cho năm 2023



**Thực trạng giải ngân vốn ĐTC**  
(nghìn tỷ đồng)



Tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 ở mức thấp điểm, chủ yếu do các vấn đề vĩ mô như chính trị, lạm phát, lãi suất và bất ổn địa chính trị chi phối.

Trong môi trường triển vọng vĩ mô bất ổn như năm tới, các mảng đóng góp chính vào GDP như tiêu dùng, đầu tư hay xuất khẩu đều chịu tác động tiêu cực. Để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng GDP 6.5% do Quốc hội đề ra, việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công là bức thiết, thậm chí phải giải ngân cả khoản vốn thặng dư dồn nén 3-5 trước để tạo động lực mạnh mẽ cho nền kinh tế bước qua giai đoạn khó khăn toàn cầu.

Các dự án trọng điểm trong năm 2023 bao gồm Sân bay Long Thành GD1, Cao tốc Bắc Nam GD2, Đường vành đai 3 TP.HCM và đường vành đai 4 Hà Nội. Trong đó Cao tốc Bắc Nam là dự án quan trọng nhất được đẩy mạnh giải ngân ở những khâu còn ách tắc như giải phóng mặt bằng.

#### Các dự án đầu tư công trọng điểm

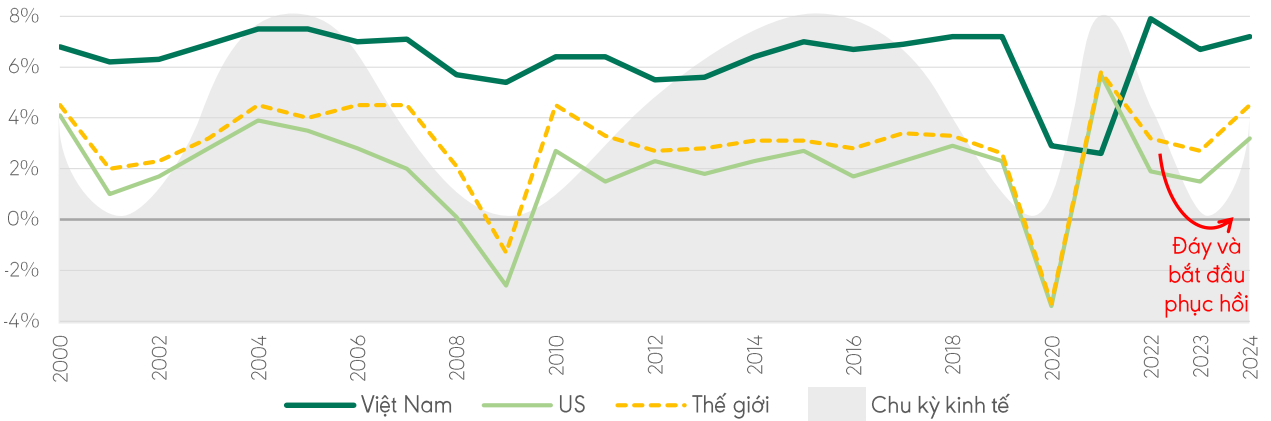
Dự án	Tổng mức đầu tư	Tiến độ	Thực tế
Sân bay Long Thành GD1	109,111	2021 - - 2025	Đấu thầu lại gói nhà ga, GPMB vẫn gặp khó → Có nguy cơ chậm tiến độ
Cao tốc Bắc Nam GD II	146,991	2022 - - 2025	Nhiều doanh nghiệp lớn Đèo Cà, Vinaconex, Sơn Hải, Trung Nam, ... được chỉ định thầu để đảm bảo tiến độ
Đường vành đai 3 TP.HCM	75,378	2022 - - 2026	Đã khởi công đoạn đầu tiên Tân Vạn - Nhơn Trạch
Đường vành đai 4 Hà Nội	85,813	2022 - - 2026	Khẳng định đây là dự án trọng điểm vừa mang tính chính trị vừa kinh tế

#### Các dự án thành phần thuộc Cao tốc Bắc Nam

Dự án	Tổng mức đầu tư	Tiến độ	Thực tế
Cam Lộ - La Sơn	6,675	6/2018 - 3/2023	Hoàn thiện nút giao, đường gom, đường ngang
Mai Sơn - Quốc Lộ 45	12,111	9/2020 - - 6/2023	Đạt 80% tiến độ, lùi kế hoạch 6 tháng
Cầu Mỹ Thuận 2	5,003	2/2020 - 12/2023	Đạt 65% tiến độ
Vĩnh Hào - Phan Thiết	10,583	9/2020 - - 4/2023	Đạt 57% tiến độ
Phan Thiết - Dầu Giây	12,577	9/2020 - - 4/2023	Đạt 47% tiến độ, chậm tiến độ
Nghi Sơn - Diễn Châu	7,293	7/2021 - 7/2023	Đạt 50% tiến độ
Diễn Châu - Bãi Vọt	11,157	5/2021 - 5/2024	Đạt 11% tiến độ, chậm tiến độ
Cam Lâm - Vĩnh Hào	8,925	12/2021 - 9/2024	Đạt 32% tiến độ

### III. CHU KỲ KINH TẾ - VIỆT NAM ĐANG Ở TRONG GIAI ĐOẠN NÀO?

**Tăng trưởng GDP và chu kỳ kinh tế**



Tại Việt Nam, khủng hoảng kinh tế được xác định với chu kỳ 10 năm 1 lần. Hiện tượng suy thoái kinh tế ở nước ta rơi vào những năm cuối của thập niên. Tuy nhiên, đây là sự kiện suy thoái kinh tế ngẫu nhiên. Chu kỳ kinh tế Việt Nam bắt đầu bởi sự hưng phấn và tâm lý đám đông, ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh, giá trị GDP.

Hai chu kỳ kinh tế Việt Nam được nhắc đến nhiều nhất bắt đầu từ năm 1997 với cuộc Khủng hoảng tài chính châu Á và Đại suy thoái năm 2008. Đây là hai thời điểm suy thoái kinh tế lớn nhất mà nước ta chịu ảnh hưởng từ thị trường tài chính. Cuộc khủng hoảng này diễn ra tại thời điểm mà nền kinh tế Việt Nam đang còn yếu, không có sức đề kháng với những tác động bên ngoài. Nhưng ở thời điểm hiện tại, tiềm lực kinh tế và tài chính của Việt Nam đã bước sang một trang mới, đồng nghĩa với việc sức chống chịu trước những biến động của kinh tế thế giới ngày càng được tăng cường, sức cạnh tranh trên trường Quốc tế cũng ngày được củng cố.

Chu kỳ kinh tế gần đây nhất có đáy chu kỳ bắt đầu từ năm 2019-2021 với sự xuất hiện của Covid-19. Đại dịch này đã giáng một đòn mạnh vào kinh tế toàn cầu, khiến chuỗi cung ứng bị gián đoạn và hoạt động sản xuất tê liệt do giãn cách xã hội.

Tới năm 2022, nền kinh tế nước ta dần mở cửa và bước vào giai đoạn phục hồi khi dịch bệnh được kiểm soát và chuỗi cung ứng toàn cầu được nối lại. Việt Nam ghi nhận GDP tăng trở lại với Q3/2022 tăng kỷ lục trên 13%, lạm phát được kiểm soát trong mục tiêu 4% của chính phủ. Các yếu tố vĩ mô khác cũng ủng hộ đà phục hồi và tăng trưởng của nền kinh tế. Nhưng các yếu tố vĩ mô bất định vẫn còn đe dọa đến sự tăng trưởng nhanh và mạnh mẽ. Vì vậy, Việt Nam hiện tại mới bước qua đáy và đang ở chân sóng phục hồi.

Trong bối cảnh như hiện nay, những nhóm ngành thường được hưởng lợi bao gồm: **Tài chính – Ngân hàng, Tiêu dùng thiết yếu, Vận tải, Công nghệ - Viễn thông.** Kết hợp với các yếu tố vĩ mô hiện tại của Việt Nam như môi trường lãi suất cao, đại dịch Covid-19 vừa kết thúc, trọng tâm phát triển bền vững và thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng, một vài nhóm ngành triển vọng khác gồm: **Xây dựng – VLXD, Bảo hiểm và Năng lượng.**

## IV. NHỮNG KỊCH BẢN TĂNG TRƯỞNG CHO NĂM 2023

Cân nhắc những yếu tố tác động, chi phối đến triển vọng vĩ mô Việt Nam trong năm 2023, AAS Research đưa ra 3 kịch bản tăng trưởng bao gồm **LẠC QUAN**, **HỢP LÝ** và **TIÊU CỰC**. Từ đó giúp các NĐT có cái nhìn tổng quan và phương án cụ thể với từng diễn biến của thị trường, chủ động đón nhận và xử lý các tình huống phát sinh khi giao dịch trong năm 2023.

Chỉ tiêu	Đơn vị	LẠC QUAN	HỢP LÝ	TIÊU CỰC
Tăng trưởng GDP	% svck	7.3	6.9	6.2
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	10.0	9.3	8.7
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	9.7	9.5	9.2
Cán cân thương mại	Tỷ USD	13.5	11.5	10.3
Dự trữ ngoại hối	Tỷ USD	107.1	103.2	95.4
Dự trữ ngoại hối/GDP	% GDP	25.5	24.7	23.0
Lạm phát bình quân	% svck	3.5	3.9	4.2
Tăng trưởng tín dụng	%	14.0	14.0	14.0
Lãi suất huy động	%	7.5	8.0	8.3
Lợi suất TPCP 10 năm	%	5.2	5.2	5.2
Tỷ giá (USD/VND)	% svck	-2.5	-1.5	-0.7
Thâm hụt ngân sách	% GDP	3.7	3.7	4.1
Nợ công	% GDP	43.9	43.5	43.1

Nhìn chung, do áp lực lạm phát nên sức mua toàn cầu được sự báo suy giảm, dẫn đến sự chậm lại của hoạt động xuất nhập khẩu và tăng trưởng GDP Việt Nam. AAS Research cho rằng mục tiêu tăng trưởng GDP 6.5% năm 2023 là khả thi và mức tăng thực tế có thể rơi vào khoảng 6.7-6.9%, trong đó các nhóm ngành xuất khẩu chậm lại với mức tăng 2.5-3% và phân ngành công nghiệp, xây dựng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn ở mức 7-8% nhờ hưởng lợi từ hoạt động đầu tư.

Năm 2023, dự kiến tình hình vĩ mô Việt Nam sẽ chứng kiến hai trạng thái đối lập, với nửa đầu năm tiếp tục thắt chặt và nửa cuối năm dần nới lỏng. Nguyên nhân chính cho sự khác biệt này bởi sự ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô quốc tế, đặc biệt là các chính sách điều hành của FED liên quan đến lãi suất và lạm phát. Thêm vào đó, việc chính phủ ban hành các chính sách hỗ trợ và củng cố niềm tin cho của NĐT vào thị trường TPĐN cũng cần thời gian để đi vào hoạt động. Chính vì vậy, AAS Research kỳ vọng, lãi suất huy động bình quân sẽ giữ ở mức hiện tại hoặc có thể tăng nhẹ 50bps trong nửa đầu năm 2023, lên mức bình quân 8%/năm.

## V. ĐỊNH GIÁ VNINDEX THEO CÁC KỊCH BẢN TĂNG TRƯỞNG

Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2022 sụp đổ trước tin xấu mặc dù các yếu tố vĩ mô và tình hình kinh doanh của doanh nghiệp là rất tích cực. Bước sang năm 2023, có nhiều biến số nhưng đồng thời cũng rất nhiều cơ hội trên TTCK. Vì vậy AAS Research tổng hợp LNST và cổ tức của các DN trên HSX và sử dụng mô hình Gordon để đưa tới các NĐT một góc nhìn về thị trường năm 2023

### Thông số đầu vào của mô hình Gordon

	VNINDEX	EPS	P/E	DPS	D/E
<ul style="list-style-type: none"> <li>Mô hình Gordon và tỷ số P/E: <math>P/E = \frac{D/E}{(k-g)}</math></li> <li><math>P/E \text{ (forward)} = P/E \times \frac{VNINDEX(forward)}{VNINDEX(trailing)}</math></li> <li>P/E: Giá trị của chỉ số VNINDEX;</li> <li>D/E: Tỷ lệ cổ tức trên mỗi cổ phần;</li> <li>k: Tỷ suất sinh lời yêu cầu của NĐT;</li> <li>g: Bình quân tăng trưởng EPS.</li> </ul>					
<b>Đóng cửa</b>					
20/12/2022	1,023.13		10.65		
2021	1,498.3	2,475	17.6	1,418	57.29%
2022F		3,550		1,701	47.92%
g(2018-2022)	8.35%				
g(2023-2027)	5.3%				

Chúng tôi giả định EPS tăng trưởng bình quân **5.3%** trong giai đoạn 2023-2027 do năm 2022 đã ghi nhận mức tăng trưởng EPS đột biến và tạo mức nền cao cho những năm tiếp theo.

Tỷ suất sinh lời **k=8.54%** so với suất sinh lời lịch sử 18.83% là hợp lý do môi trường lãi suất hiện tại đang khá cao, các NĐT đang tập trung giải ngân ở nhóm cổ phiếu đầu cơ, đã giảm sâu và có thị giá hấp dẫn.

Dựa vào những giả định trên và kịch bản của kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2023, AAS đưa ra một vài nhận định cho triển vọng của VNINDEX năm 2023 như sau:

Lạc quan		Hợp lý		Tiêu cực	
Chỉ tiêu	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị
EPS[+12%]	3,976	EPS[+8.5%]	3,852	EPS[+6%]	3,763
DPS[+7%]	1,820	DPS[+5%]	1,786	DPS[+0%]	1,701
k[+0.3%]	8.84%	k[+0.5%]	9.04%	k[+0.5%]	9.54%
D/E	45.8%	D/E	46.4%	D/E	45.2%
g	5.5%	g	5.3%	g	4.7%
P/E forward	13.7	P/E forward	12.4	P/E forward	9.3
VNINDEX forward	1,316.1	VNINDEX forward	1,191.2	VNINDEX forward	893.4
% thay đổi	28.6%	% thay đổi	16.4%	% thay đổi	-12.7%

Tỷ suất sinh lời k ở cả 3 kịch bản đều được điều chỉnh tăng do lãi suất huy động của các ngân hàng tăng và dự báo duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2023. Tăng trưởng EPS được điều chỉnh theo mức tăng trưởng GDP và kế hoạch LN của các doanh nghiệp trong năm tới. Mức chi trả cổ tức dự kiến tăng không đáng kể, do việc phát hành trái phiếu bị thắt chặt, các doanh nghiệp sẽ cần giữ nhiều tiền mặt hơn để đảm bảo hoạt động SXKD.

AAS Research kỳ vọng chỉ số VNINDEX sẽ biến động trong khoảng **870 - 1,300 điểm**. Do nền chỉ số cuối năm ở mức thấp, chúng tôi cho rằng sau Tết Nguyên Đán và sau Quý 3/23 có thể là thời điểm xuất hiện các sóng tăng giá của TTCK Việt Nam.

## VI. NHỮNG NHÓM NGÀNH TRIỂN VỌNG TRONG NĂM 2023

STT	Ngành	Triển vọng	Rủi ro	Cổ phiếu tiêu biểu	Ghi chú (*)
1	Ngân hàng	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng vốn, cải thiện CAR hướng tới Basel III</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Đáo hạn TPDN khoảng 46 nghìn tỷ trong nửa đầu năm</li> <li>Lãi suất điều hành cao ảnh hưởng tới NIM</li> </ul>	CTG	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dự địa cải thiện mảng cho vay bán lẻ lớn</li> <li>Hưởng lợi từ giải ngân vốn đầu tư công</li> <li>Thị giá thấp, nhiều cơ hội tăng giá hơn các cổ phiếu khác</li> </ul>
				LBP	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hơn 2,000 tỷ phí trả trước từ HĐ banca với Dai-ichi</li> <li>VNPost thoái vốn</li> <li>Bán vốn cho cổ đông nước ngoài</li> </ul>
				STB	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kế hoạch LN 12,500 tỷ đồng</li> <li>Hoàn thành tái cơ cấu</li> <li>Trích lập dự phòng không lớn, tạo động lực cho giá CP.</li> </ul>
2	Xây dựng/ VLXD	<ul style="list-style-type: none"> <li>Điểm sang đầu tư công (tăng trưởng giải ngân 20–25% svck)</li> <li>Chỉ định thầu tạo cơ hội cho các doanh nghiệp có tiềm lực</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhu cầu VLXD toàn cầu yếu</li> <li>Thị trường BĐS Trung Quốc và trong nước đóng băng</li> <li>Áp lực lãi suất lên chi phí lãi vay</li> </ul>	PLC	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà cung cấp nhựa đường hàng đầu Việt Nam</li> <li>Động lực từ việc đẩy nhanh tiến độ cao tốc Bắc - Nam</li> </ul>
				VCG C4G	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà thầu thi công có năng lực, nhiều khả năng được chỉ định.</li> <li>Năng lực tài chính tốt</li> <li>Sở hữu các dự án khác để chờ điều kiện thị trường thuận lợi.</li> </ul>
3	Bảo hiểm	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lãi suất tăng khiến các sản phẩm BH hấp dẫn hơn</li> <li>Già hóa dân số và tầng lớp trung lưu tăng nhanh</li> <li>Doanh số xe hơi cao hơn 21% so với trước Covid-19.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tỷ lệ bồi thường và kết hợp tăng sau Covid-19</li> <li>Cạnh tranh khốc liệt với các DN nước ngoài</li> </ul>	BVH	<ul style="list-style-type: none"> <li>Môi trường lãi suất giúp cải thiện lợi suất đầu tư và giảm dự phòng toán học</li> <li>DN đầu ngành ở cả mảng BHNT và BHPNT.</li> </ul>
				PTI MIG	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thị trường bảo hiểm xe cơ giới còn nhiều cơ hội do tỷ lệ sở hữu xe hơi thấp</li> <li>Nhu cầu BHSK tăng mạnh sau Covid-19</li> </ul>
4	Nông nghiệp	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá thức ăn chăn nuôi hạ nhiệt</li> <li>Tỷ giá tăng hỗ trợ xuất khẩu</li> <li>Giá gạo và đường cải thiện</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rủi ro tỷ giá lên những DN nhập khẩu</li> </ul>	DBC	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thức ăn chăn nuôi chiếm khoảng 80% NLĐV =&gt; Hưởng lợi từ giá giảm</li> </ul>
				QNS	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá mía đường tăng bù đắp những tác động của tỷ giá lên đường thô nhập khẩu.</li> </ul>

STT	Ngành	Triển vọng	Rủi ro	Cổ phiếu tiêu biểu	Ghi chú (*)
5	<b>Dầu khí</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá dầu tiếp tục neo cao quanh mốc 90USD/thùng</li> <li>Luật dầu khí sửa đổi giúp thu hút đầu tư vào các dự án thăm dò, khai thác</li> <li>Thị trường xăng dầu dần ổn định sau những bất ổn của 2022</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lãi suất cao tạo áp lực lên các doanh nghiệp sử dụng nhiều đòn bẩy</li> <li>Tỷ giá USD làm tăng rủi ro lỗ tỷ giá</li> </ul>	<b>PVS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hưởng lợi từ các dự án thăm dò, khai thác khí, đặc biệt là Lô B Ô môn</li> <li>Sức khỏe tài chính tốt, tiền mặt dồi dào, tỷ lệ đòn bẩy thấp</li> </ul>
				<b>GAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh nghiệp đầu ngành khí Việt Nam</li> <li>Tiền mặt 27,000 tỷ giúp DN đứng vững trước rủi ro lãi suất và tỷ giá</li> </ul>
				<b>PLX</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Điều chỉnh cơ cấu giá xăng dầu giảm áp lực cho DN phân phối</li> <li>TT xăng dầu dần ổn định</li> </ul>
6	<b>Hàng không/ Du lịch</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Du lịch quốc tế phục hồi nhờ hầu hết các quốc gia mở cửa hậu Covid-19</li> <li>Đẩy mạnh đầu tư hạ tầng hàng không</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá nhiên liệu cao</li> <li>Việc Trung Quốc mở cửa vẫn là một dấu hỏi</li> <li>Rủi ro tỷ giá</li> <li>Thiếu hụt hạ tầng hàng không</li> </ul>	<b>AST</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sở hữu 108 cửa hàng bán lẻ tại các sân bay trọng điểm</li> <li>Hưởng lợi trên rủi ro tỷ giá nhờ nguồn thu ngoại tệ và không có công nợ USD</li> </ul>
7	<b>Công nghệ Viễn thông</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hưởng lợi trên đà chuyển đổi số</li> <li>Mở rộng phủ sóng 5G</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rủi ro lãi suất</li> </ul>	<b>FPT</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>DN hàng đầu về dịch vụ chuyển đổi số, CNTT, viễn thông và đào tạo.</li> <li>Tiền mặt dồi dào, nợ vay thấp</li> </ul>
				<b>CTR</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sở hữu nhiều trụ đỡ cho tăng trưởng trong dài hạn</li> <li>Mảng hạ tầng cho thuê được thúc đẩy nhờ động lực từ phủ sóng mạng 5G</li> </ul>
8	<b>Điện</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Triển vọng tháo gỡ nút thắt cho NLTT từ Quy hoạch điện 8</li> <li>Chính sách giá FIT mới và tăng giá điện trong 2023</li> <li>M&amp;A tăng cường tính cạnh tranh</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kết thúc pha La Nina</li> <li>Giá than tạo áp lực cho nhiệt điện</li> <li>Áp lực tỷ giá và lãi vay.</li> </ul>	<b>PC1</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hệ sinh thái NLTT, BĐS, KCN và mỏ niken là động lực chính</li> </ul>
				<b>POW</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tận dụng triệt để thế mạnh về điện khí khi tăng cường huy động do điện than và thủy điện vào pha giảm</li> </ul>
				<b>REE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sở hữu danh mục năng lượng đa dạng</li> <li>Mảng văn phòng cho thuê đem lại lợi nhuận ổn định</li> </ul>

(\*) Về việc giao dịch với các cổ phiếu được khuyến nghị: Với VNINDEX đang ở nền thấp và có nhiều khả năng điều chỉnh về dưới 900 điểm, các NĐT nên mua vào khi đồ thị giá chạm mức hỗ trợ trung hạn hoặc có tín hiệu kỹ thuật về xu hướng tăng giá rõ ràng.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

**(\*)Bản quyền:** Báo cáo này được bảo vệ bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng Khoán Smart Invest bởi luật pháp Việt Nam và các luật lệ, công ước khác. Mọi hình thức sao chép, tái bản và sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với Bản tin này cần được sự đồng thuận của Công ty cổ phần chứng khoán Smart Invest

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Những dữ liệu trong Bản tin này được dựa trên và dẫn xuất từ những nguồn thông tin đại chúng và được cho là đáng tin cậy; tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm và cam kết về tính chính xác và thích hợp của các thông tin đó đối với mọi đối tượng người dùng. Dữ liệu trong Báo cáo có thể thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo được viết cho mục đích cung cấp thông tin, không bao gồm bất cứ một khuyến nghị mua bán nào hướng tới mọi loại công cụ tài chính và cam kết trong bất kỳ chiến lược giao dịch nào. Công ty cổ phần chứng khoán Smart Invest miễn trách nhiệm đối với mọi hình thức hiểu và sử dụng Báo cáo.



### CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN SMART INVEST

Trung tâm nghiên cứu và phân tích

TRỤ SỞ CHÍNH:

Toà nhà Smart Invest, Số 222 Nguyễn Lương Bằng, P.Quang Trung , Q. Đống Đa, TP. Hà Nội

Tel: 0243 – 5739779

Fax: 0243 – 5739769

Website: <https://www.sisi.com.vn>



**Địa chỉ:** Số 222 phố Nguyễn Lương Bằng, phường Quang Trung,  
quận Đống Đa, Hà Nội.  
**Hotline:** (+84-24)3.5739779 -Ext:251  
**Fax:** (+84-24)3.5739779  
**Email:** [info@sisi.vn](mailto:info@sisi.vn)  
**Website:** <https://sisi.com.vn>