



**BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ**

**TRIỂN VỌNG NGÀNH  
6 THÁNG CUỐI NĂM 2023**

**THỊ TRƯỜNG GIÁ LÊN  
ĐÃ QUAY LẠI**



*Mức định giá thị trường được nâng lên sau khi nhà điều hành có hành động rõ ràng hơn trong điều hành kinh tế vĩ mô*

- Phần lớn các quan ngại của chúng tôi vào đầu năm đã cơ bản được giải tỏa trong nửa đầu năm: (1) Ban hành Nghị định và Thông tư sửa đổi, bổ sung và tạm ngưng thi hành một số điều của Nghị định 65, Nghị định 153, Thông tư 06 về trái phiếu doanh nghiệp, (2) Cung tiền cải thiện, lãi suất hạ nhiệt sau hàng loạt các quyết định của nhà điều hành khi a. Ban hành thông tư sửa đổi Thông tư 22 về cách tính LDR, b. Liên tiếp bốn lần thực hiện giảm lãi suất điều hành, và c. Bơm ròng trên thị trường OMO và mua ngoại tệ bổ sung dự trữ ngoại hối.
- Trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi đã khuyến nghị quý NĐT thực hiện chiến lược phòng thủ, nghĩa là hạn chế ở mức tối đa việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho giao dịch chứng khoán. Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược hợp lý cho giai đoạn vừa qua, đặt trong bối cảnh diễn biến kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước còn nhiều yếu tố khó đoán định. Bên cạnh phân bổ một phần danh mục cho giao dịch ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng quý NĐT đã mạnh dạn tích lũy những cổ phiếu ưa thích cho mục tiêu đầu tư dài hạn như khuyến nghị trong báo cáo đầu năm.
- Cùng với chính sách tiền tệ, chúng tôi kỳ vọng chính sách tài khóa, bao gồm tăng lương cơ bản, giảm thuế phí, và đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ tiếp tục phát huy tác dụng tích cực trong nửa cuối năm. Theo sau lãi suất tiết kiệm, chúng tôi kỳ vọng lãi suất vay cũng sẽ hình thành xu hướng giảm rõ ràng hơn trong nửa cuối năm. Khi phần bù rủi ro giảm, chỉ số VNIndex sẽ được giao dịch ở vùng định giá cao hơn đầu năm. Với giả định tăng trưởng lợi nhuận năm 2023 toàn thị trường là **0%**, lãi suất phi rủi ro trong khoảng **6,3 – 7,0%**, vùng dao động hợp lý của chỉ số VNIndex sẽ trong khoảng **1.180 – 1.320** điểm.

*Khi rủi ro ngắn hạn đang tạm thời được đẩy lùi, NĐT có thể cân nhắc sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức hợp lý để gia tăng hiệu quả cho danh mục đầu tư.*

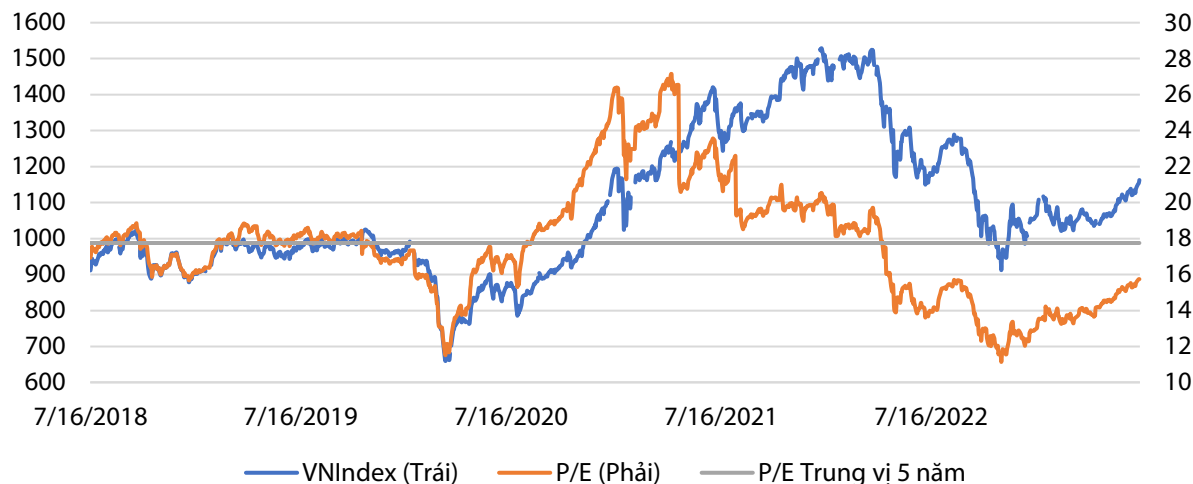
- So với thời điểm đầu năm, khả năng sinh lời cho việc tích lũy cổ phiếu cho đầu tư dài hạn (khung thời gian nắm giữ trên một năm) đã giảm đi đáng kể. Hay nói cách khác, để có mức sinh lợi tốt trong tương lai, chúng tôi cho rằng lựa chọn đúng về cổ phiếu đầu tư và thời gian giải ngân là hai yếu tố quan trọng hơn, so với thời điểm đầu năm.
- Trong quá khứ, trong các giai đoạn tâm lý NĐT tích cực và gần như tháo bỏ sự phòng vệ, chỉ số VNIndex có thể được giao dịch ở mức **PE vượt 16,x** lần, tương ứng trên ngưỡng **1.320** điểm trong bối cảnh hiện tại. Tuy nhiên, khi chỉ số được giao dịch ở vùng này, thống kê cho thấy mức sinh lợi dài hạn trên TTCK **sẽ giảm dần**. Do vậy, chúng tôi cho rằng **khi kịch bản này xảy ra**, NĐT có thể cân nhắc cơ cấu danh mục theo hướng tăng tỷ trọng tiền mặt để dự phòng cho những đợt điều chỉnh mạnh của thị trường.



Thị trường đang có cả rủi ro giảm giá lẫn rủi ro tăng giá, nghĩa là nằm ngoài hợp lý 1180-1320, theo quan điểm của chúng tôi. Do vậy, chiến lược mua – bán cần linh hoạt theo diễn biến dòng tiền để tối ưu hóa hiệu quả đầu tư.

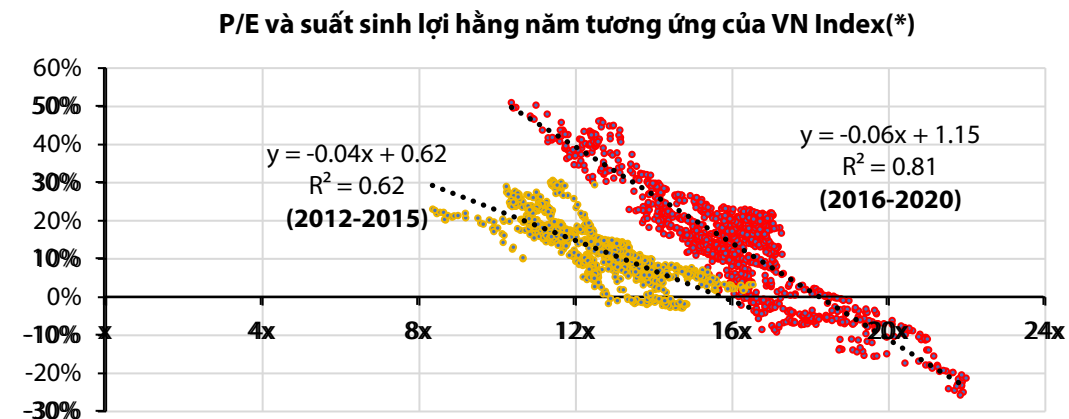
- **Rủi ro giảm giá.** Các nguyên nhân có thể khiến thị trường điều chỉnh mạnh bao gồm (1) Chiến tranh leo thang giữa Nga – Ukraine, (2) Kinh tế toàn cầu, bao gồm Việt Nam, thực tế đang phục hồi rất chậm so với kỳ vọng. Nếu xu hướng này không có sự chuyển biến rõ rệt trong nửa cuối năm 2023 – 2024, tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường có thể làm thất vọng nhà đầu tư. Chúng tôi cho rằng đây là rủi ro có xác suất xảy ra cao nhất, và (3) Sự đổ vỡ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, vốn đang được tạm thời đẩy lùi sang các năm tương lai.
- **Rủi ro tăng giá.** Trong các giai đoạn NHNN thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng, tâm lý lạc quan của của NĐT có thể đưa mức định giá thị trường lên 18.x – 20.x, tức VNIndex có thể tăng thêm **13-15%** từ mốc 1200 điểm. Ở vùng này, chúng tôi khuyến nghị quý NĐT gia tăng nắm giữ tiền mặt.

## Thị trường còn dư địa tăng trưởng về điểm số



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Ở mức P/E trên 17.x, hiệu quả cho việc đầu tư dài hạn giảm dần; hoặc, quy mô thị trường cần lớn hơn nữa để giúp cải thiện hiệu suất



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

(\*): Thời gian nắm giữ là 2 năm trong giai đoạn khảo sát



|  |                                                                                           |
|--|-------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <b><u>Nhìn lại bức tranh vĩ mô 7T2023 – Đi qua khó khăn</u></b>                           |
|  | <b><u>Triển vọng vĩ mô 2H2023 – Chờ ngày nắng lên</u></b>                                 |
|  | <b><u>Nhìn lại TT Chứng khoán 6T2023 – Rủi bìn đứng lên</u></b>                           |
|  | <b><u>Triển vọng TT Chứng khoán 2H2023 – Thị trường giá lên đã quay lại</u></b>           |
|  | <b><u>Chiến lược &amp; Ý tưởng Đầu tư 2H2023 – Linh hoạt theo diễn biến dòng tiền</u></b> |

# NHÌN LẠI BỨC TRANH VĨ MÔ 7T2023

**ĐI QUA KHÓ KHĂN**

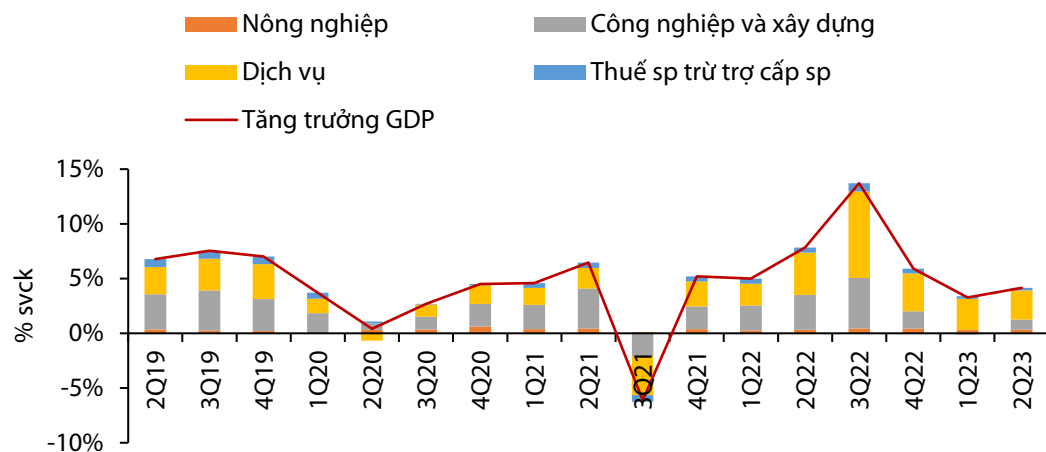


Trần Thị Hà My – [my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)



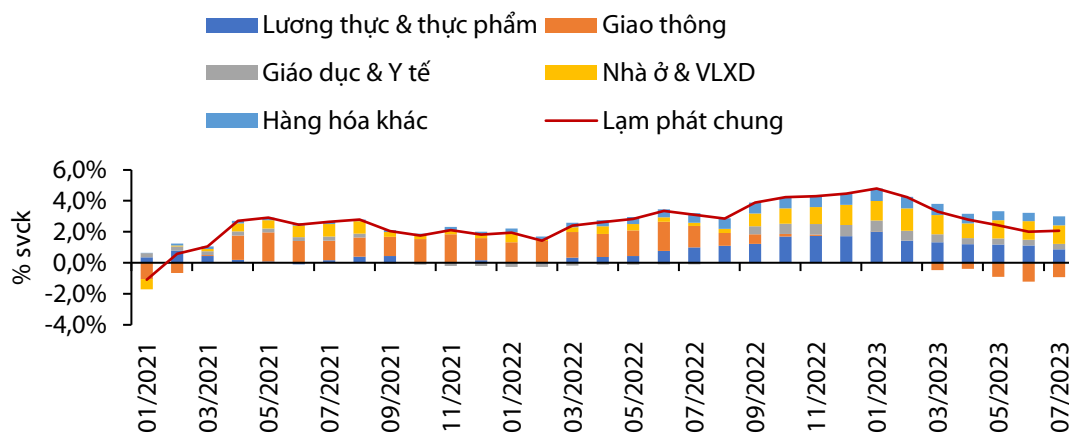
- Tăng trưởng kinh tế nửa đầu năm 2023 chỉ đạt 3,7% (Q1: 3,3% & Q2: 4,1%), mức tăng thấp đến từ 1) sự suy yếu của hoạt động sản xuất công nghiệp chế biến, chế tạo (chỉ tăng 1,1% svck), 2) xuất khẩu sụt giảm mạnh (-12,0% svck) và 3) khó khăn của thị trường vốn & BĐS lây lan sang các nhóm ngành dịch vụ khác của nền kinh tế.
  - Trong 7T2023, chỉ số toàn ngành công nghiệp giảm 0,7% svck và xuất khẩu giảm 10,6%. Chỉ số PMI ở dưới ngưỡng 50 điểm trong 5 tháng liên tiếp (kéo dài kỷ lục hơn giai đoạn Covid-19).
  - Trong 6T2023, lượng giao dịch BĐS giảm 65,6% svck (chung cư & nhà ở riêng lẻ giảm 57,0%, đất nền giảm 68,4%), nguồn cung căn hộ hoàn thành giảm 23,0%. Giá giao dịch giảm từ 2-11% so với 6T cuối năm 2022 (chung cư giảm 2-6%, nhà ở riêng lẻ giảm 6-10%, đất nền 8-11%).
  - Bán lẻ hàng hoá 7T2023 tăng 10,4% svck (Q1: 13,2% & Q2: 8,7%), sau khi loại trừ yếu tố giá tăng 9,6%. Trong đó, doanh số dịch vụ du lịch vẫn chưa phục hồi về mức trước Covid-19.
- Lạm phát trong xu hướng giảm, lạm phát bình quân trong 7T2023 là 3,12%, lạm phát lõi tăng cao hơn ở mức 4,65%. Ba yếu tố chính đóng góp vào lạm phát chung trong 7T2023 là 1) giá lương thực, thực phẩm, 2) giá nhà ở và vật liệu xây dựng, 3) chi phí giáo dục.
- Vốn đầu tư nước ngoài đảo chiều tăng nhẹ: vốn đăng ký đạt 16,24 tỷ \$, tăng 4,5% svck, vốn giải ngân ước đạt 11,58 tỷ \$, tăng 0,8% svck.

**Hình 1: Tăng trưởng kinh tế chậm lại đáng kể trong 6T2023**



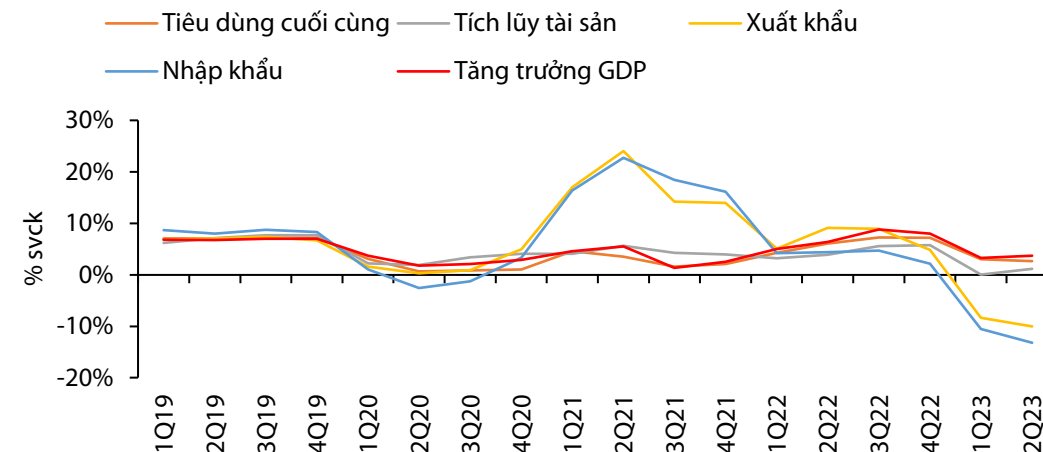
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Lạm phát hạ nhiệt dần qua từng tháng**



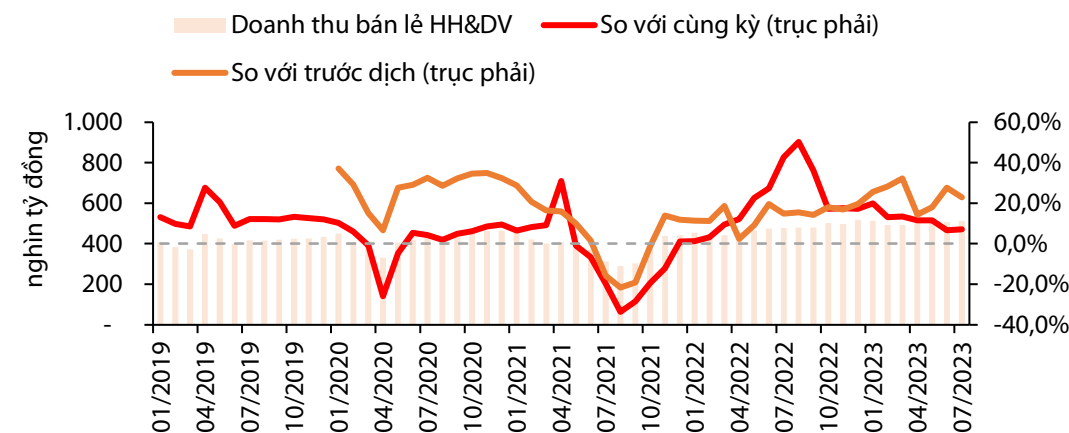
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Gót chân Asin - Lĩnh vực xuất khẩu suy giảm mạnh**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Sức bền của khu vực dịch vụ là trụ đỡ của tăng trưởng**

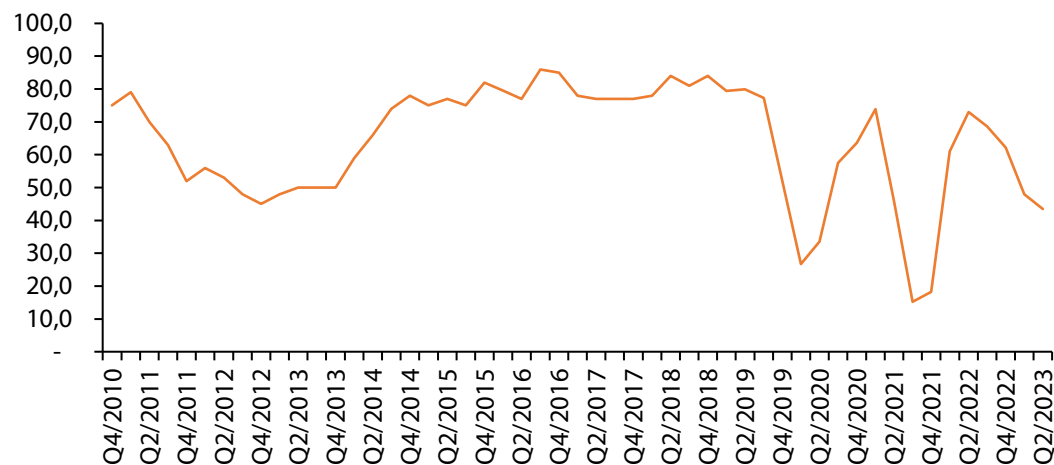


Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

- Theo GSO, số DN thành lập mới trong 7T2023 tương đương cùng kỳ, nhưng vốn và lao động đăng ký giảm lần lượt 17,1% và 5,2% svck. Trong khi đó, số DN gặp khó khăn (tạm ngừng kinh doanh, giải thể) tăng 19,8% svck.
- Theo khảo sát của Ban IV (tháng 05/2023), 82,3% DN được khảo sát dự kiến giảm quy mô, ngừng/tạm ngừng kinh doanh hoặc giải thể; 60,1% DN dự kiến doanh thu trong các quý còn lại giảm từ 20% trở lên. Trong số doanh nghiệp còn hoạt động, tỷ lệ DN giảm quy mô lao động từ 20% trở lên là 46,2%.
- Khó khăn của doanh nghiệp theo khảo sát: 1) 59,2% khó khăn về đơn hàng, 2) 51,1% khó khăn về tiếp cận vốn vay, 3) 45,3% khó khăn trong thủ tục hành chính, 4) 31,1% quan ngại nguy cơ hình sự hoá các giao dịch kinh tế.
- Theo ngành, lĩnh vực kinh doanh BĐS là nhóm có số lượng doanh nghiệp thành lập mới giảm mạnh nhất (-63,9% svck), đồng thời, số doanh nghiệp gặp khó khăn tăng cao nhất (+43,7%).
- Huy động tiền gửi các TCKT trong 5T2023 giảm 3,45% so với đầu năm, tăng trưởng tín dụng 6T2023 chỉ đạt 4,7% cho thấy khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế yếu.
- Theo S&P Global, nhu cầu trong nước dần ổn định nhưng nhu cầu xuất khẩu vẫn yếu trong tháng 7/2023. Tồn kho thành phẩm và hàng hoá đầu vào tăng, số lượng việc làm giảm tháng thứ 5 liên tiếp, mức giảm giá đầu ra lớn hơn chi phí đầu vào, đặc biệt mạnh trong hai tháng gần đây.
- Niềm tin doanh nghiệp: theo khảo sát của Decision Lab, chỉ số niềm tin của doanh nghiệp châu Âu với thị trường VN giảm 4,5 điểm trong Q2/2023 còn 43,5 điểm (giảm 4 quý liên tiếp), theo khảo sát của S&P Global, niềm tin kinh doanh trong tháng 7 có cải thiện nhưng chỉ ở mức khiêm tốn.

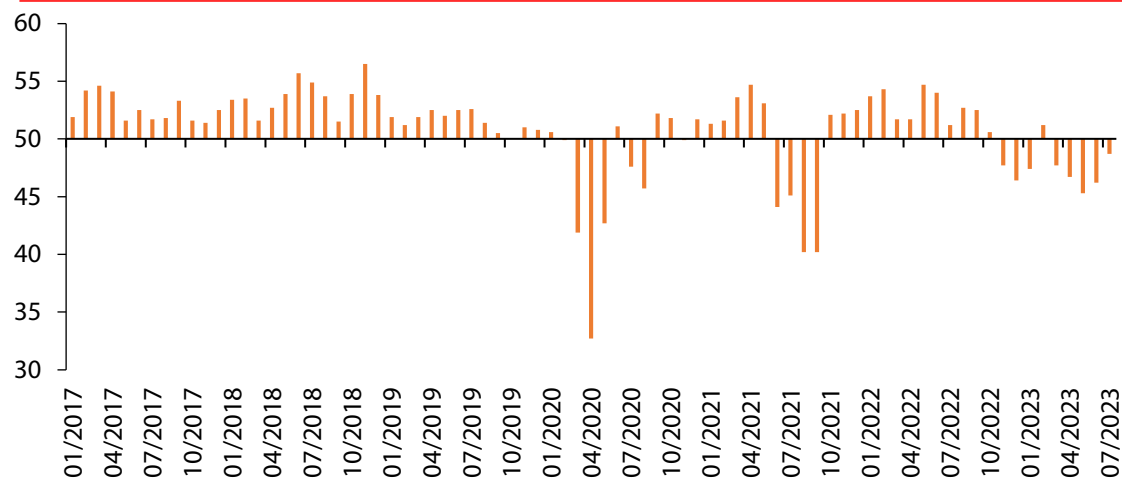


**Hình 5: Chỉ số niềm tin kinh doanh giảm trong 1 năm qua**



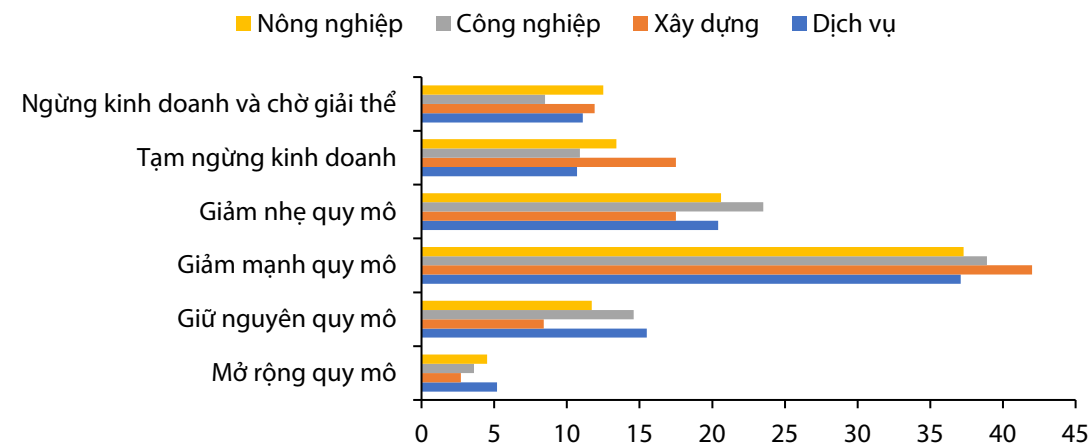
Nguồn: Eurocham, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Chỉ số PMI trải qua thời kỳ suy giảm dài nhất**



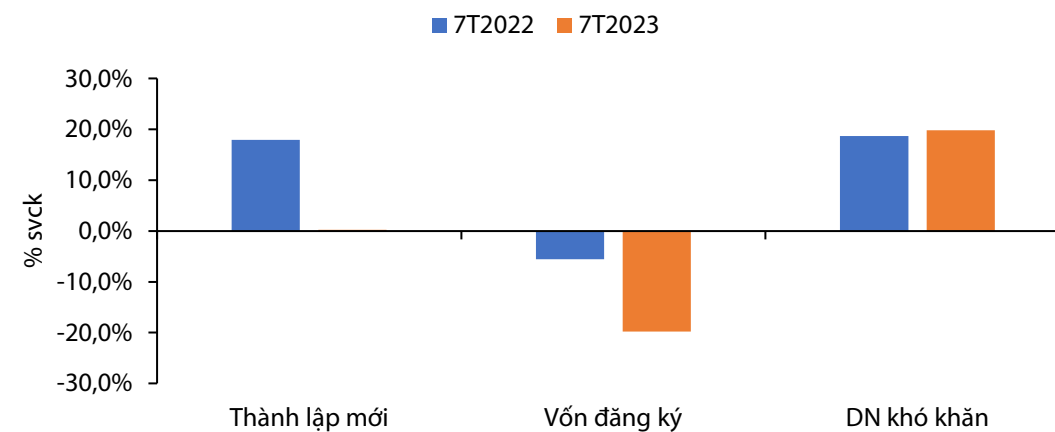
Nguồn: S&P Global, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp theo ngành**



Nguồn: Ban IV, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: DN thành lập mới sv. DN khó khăn**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

• **Biến động tỷ giá trong tầm kiểm soát:**

- Tỷ giá niêm yết tại Vietcombank tại ngày 03/08 là 23.550-23.920 đồng/USD, cao hơn 0,7-0,8% so với cuối năm 2022. Biến động tăng của tỷ giá USDVND gần đây là do chênh lệch cao giữa lãi suất USD-VND, nhưng vẫn trong tầm kiểm soát.
- Nhập khẩu giảm mạnh hơn xuất khẩu (-17,1% trong 7T2023) khiến cho cán cân thương mại tăng cao kỷ lục (15,23 tỷ \$).
- Kiều hối chuyển về Tp.HCM tăng mạnh trong 6T2023 đạt 4,3 tỷ \$, tăng 37% svck.
- Cung-cầu ngoại tệ không căng thẳng như nửa cuối năm 2023, NHNN đã mua vào hơn 6,3 tỷ \$ (~148 nghìn tỷ đồng) trong 6T2023.

• **Lãi suất giảm, thanh khoản thị trường tiền tệ cải thiện:**

- NHNN đã bơm ròng khoảng 61,5 nghìn tỷ đồng qua thị trường mở trong 7T2023. Lãi suất liên ngân hàng giảm sâu, lãi suất cho vay qua đêm tại ngày 01/08 chỉ ở mức 0,22%/năm.
- Lãi suất điều hành của NHNN giảm 1,5 điểm % so với đầu năm, lãi suất huy động giảm từ 1,0-2,0 điểm %, lãi suất cho vay giảm khoảng 1,0 điểm %.
- Trong 5T2023, tăng trưởng cung tiền và tín dụng lần lượt là 4,8% và 9,1% svck. Cung tiền chỉ mới nhích tăng trở lại từ tháng 05/2023, tín dụng tính đến cuối tháng 6/2023 tăng 9,3% svck.

- **Chính sách tiền tệ:**

- NHNN đã cắt giảm lãi suất điều hành liên tục từ tháng 3-tháng 6/2023, lãi suất tái cấp vốn và tái chiết khấu còn 4,5%/năm và 3,0%/năm.
- Tháng 04/2023, NHNN ban hành thông tư 02/2023 về gia hạn và giữ nguyên nhóm nợ cho DN khó khăn đến 30/06/2024.

- **Thị trường trái phiếu doanh nghiệp:**

- Nghị định 08/2023 ban hành đầu tháng 3/2023 nhằm đưa ra giải pháp "hạ cánh mềm" cho thị trường TPDN.
- Thông tư 03/2023 vào tháng 04/2023 cho phép NHTM được mua lại TPDN đã bán.
- Tháng 07/2023, sàn giao dịch tập trung TPDN riêng lẻ thứ cấp chính thức hoạt động.

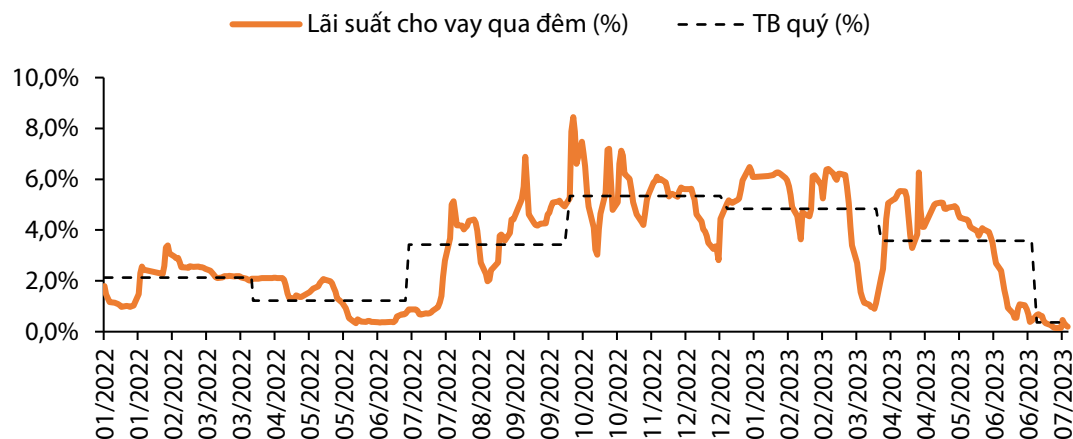
- **Thị trường bất động sản:**

- Nghị quyết 33/NQ-CP về tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản, theo sau là các công điện chỉ đạo, Nghị định sửa đổi.
- Phê duyệt đề án "Đầu tư xây dựng 1 triệu căn NOXH", triển khai chương trình tín dụng 120 nghìn tỷ đồng.

- **Chính sách tài khoá:**

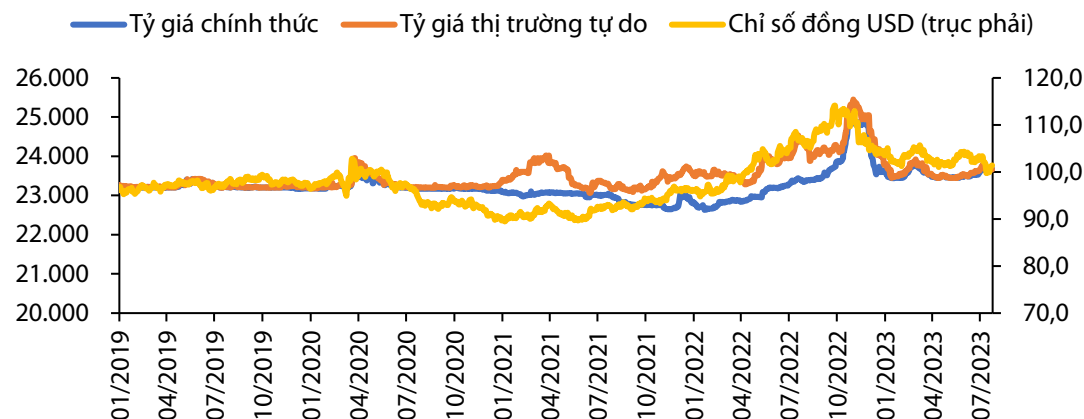
- Vốn giải ngân đầu tư công ước 7T2023 đạt 284 nghìn tỷ đồng (~35,2% kế hoạch, +44% svck).
- Miễn, giảm gia hạn thuế, phí, lệ phí, tiền thuê đất khoảng 70,3 nghìn tỷ đồng (miễn giảm 28,3 nghìn tỷ đồng, gia hạn 42 nghìn tỷ đồng).
- Thông qua một số chính sách hỗ trợ tài khoá trong nửa cuối năm 2023 (giảm VAT 2%, giảm 50% lệ phí trước bạ ô tô trong nước).

**Hình 9: Lãi suất cho vay qua đêm giảm về mức thấp kỷ lục trong T7/23**



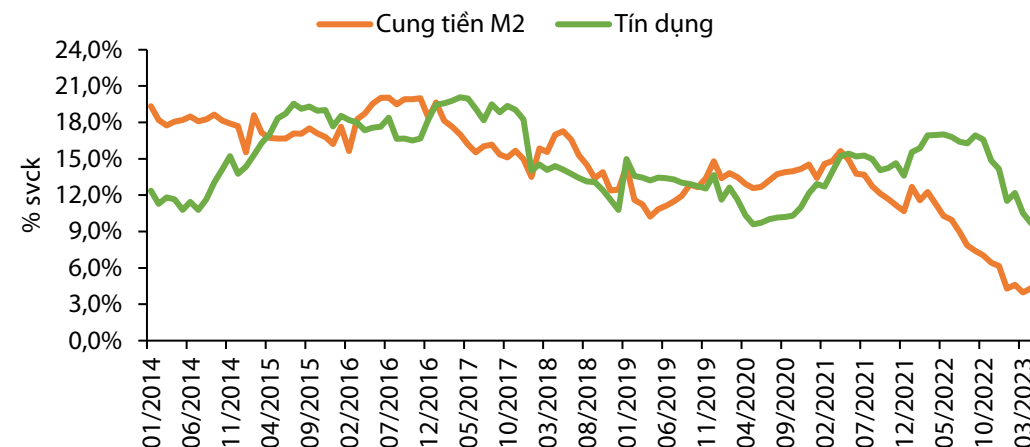
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

**Hình 11: Tỷ giá biến động trong biên độ hẹp**



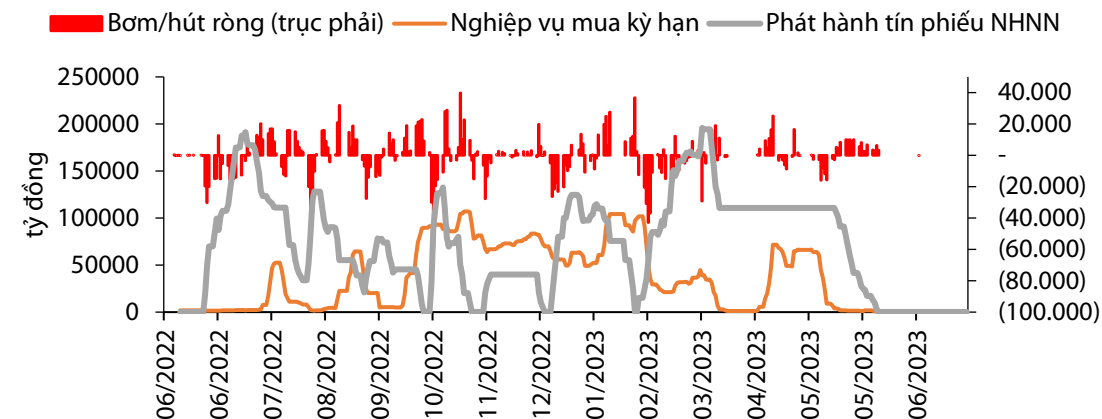
Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 10: Tăng trưởng tín dụng và cung tiền yếu**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

**Hình 12: Điều tiết vốn trên thị trường mở chứng lại từ tháng 6**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt



| Ngày       | Đối tượng                                               | Văn bản                             | Quy định                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|------------|---------------------------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 05/03/2023 | TPDN                                                    | Nghị định 08/2023/NĐ-CP             | Cho phép cơ cấu lại nợ trái phiếu với thời gian gia hạn đến 2 năm; Tổ chức phát hành được thỏa thuận với người sở hữu trái phiếu để thanh toán bằng tài sản khác ngoài tiền mặt; Hoàn áp dụng một số quy định đến ngày 01/01/2024 như yêu cầu xếp hạng tín nhiệm, tiêu chí mới đối với nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp và áp dụng thời hạn phân phối 30 ngày. |
| 11/03/2023 | Bất động sản                                            | Nghị quyết 33/NQ-CP                 | Giải pháp tháo gỡ rào cản, thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển an toàn, lành mạnh và bền vững.                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 14/03/2023 | Toàn nền kinh tế                                        | Quyết định 313-314/2023/QĐ-NHNN     | NHNN giảm 100 điểm cơ bản lãi suất tái chiết khấu và lãi suất cho vay qua đêm và bù đắp thiếu hụt vốn.                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 31/03/2023 | Toàn nền kinh tế                                        | Quyết định 574-575-576/2023/QĐ-NHNN | NHNN giảm 50 điểm cơ bản lãi suất tái cấp vốn và trần lãi suất huy động, cho vay lĩnh vực ưu tiên; giữ nguyên lãi suất tái chiết khấu và lãi suất cho vay qua đêm và bù đắp thiếu hụt vốn.                                                                                                                                                                     |
| 01/04/2023 | Bất động sản                                            | Văn bản số 2308/NHNN-TD             | Hướng dẫn lãi suất cho vay, thời gian áp dụng lãi suất ưu đãi và đối tượng (khách hàng) được hưởng đối với gói tín dụng 120 nghìn tỷ đồng phát triển nhà ở xã hội.                                                                                                                                                                                             |
| 03/04/2023 | Bất động sản                                            | Quyết định 388/QĐ-TTg               | Phê duyệt đề án phát triển ít nhất một triệu nhà ở giá rẻ cho người thu nhập thấp và công nhân tại các khu công nghiệp giai đoạn 2021-30.                                                                                                                                                                                                                      |
| 20/04/2023 | Bất động sản                                            | Công điện 1551/BXD-QLN              | Hướng dẫn xác định danh mục dự án, đối tượng, điều kiện, tiêu chí vay vốn ưu đãi để phát triển nhà ở xã hội, nhà ở công nhân và cải tạo, xây dựng lại chung cư cũ.                                                                                                                                                                                             |
| 23/04/2023 | TPDN                                                    | Thông tư 03/2023/TT-NHNN            | Cho phép ngân hàng mua lại trái phiếu doanh nghiệp mà không cần đợi 1 năm sau khi bán.                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 23/04/2023 | Khách hàng vay gặp khó khăn                             | Thông tư 02/2023/TT-NHNN            | Cho phép NHTM cơ cấu thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ đối với khách hàng khó khăn.                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 23/05/2023 | Toàn nền kinh tế                                        | Quyết định 950-951/2023/QĐ-NHNN     | NHNN giảm 50 điểm cơ bản lãi suất tái cấp vốn, trần lãi suất huy động, cho vay lĩnh vực ưu tiên; giữ nguyên lãi suất tái chiết khấu.                                                                                                                                                                                                                           |
| 24/06/2023 | Nhóm hàng hoá/ dịch vụ được giảm thuế VAT theo quy định | Nghị định 44/2023/NĐ-CP             | Giảm thuế GTGT 2%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 24/06/2023 | Tp.HCM                                                  | Nghị quyết 98/2023/QH15             | Thí điểm một số cơ chế chính sách đặc thù phát triển Tp.HCM dựa trên 3 nguyên tắc: 1) khơi động huy thông nguồn lực, 2) Phân cấp, phân quyền, 3) Quy trình, thủ tục rút gọn.                                                                                                                                                                                   |

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp



# TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2H2023

CHỜ NGÀY NẮNG LÊN



Trần Thị Hà My – [my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)



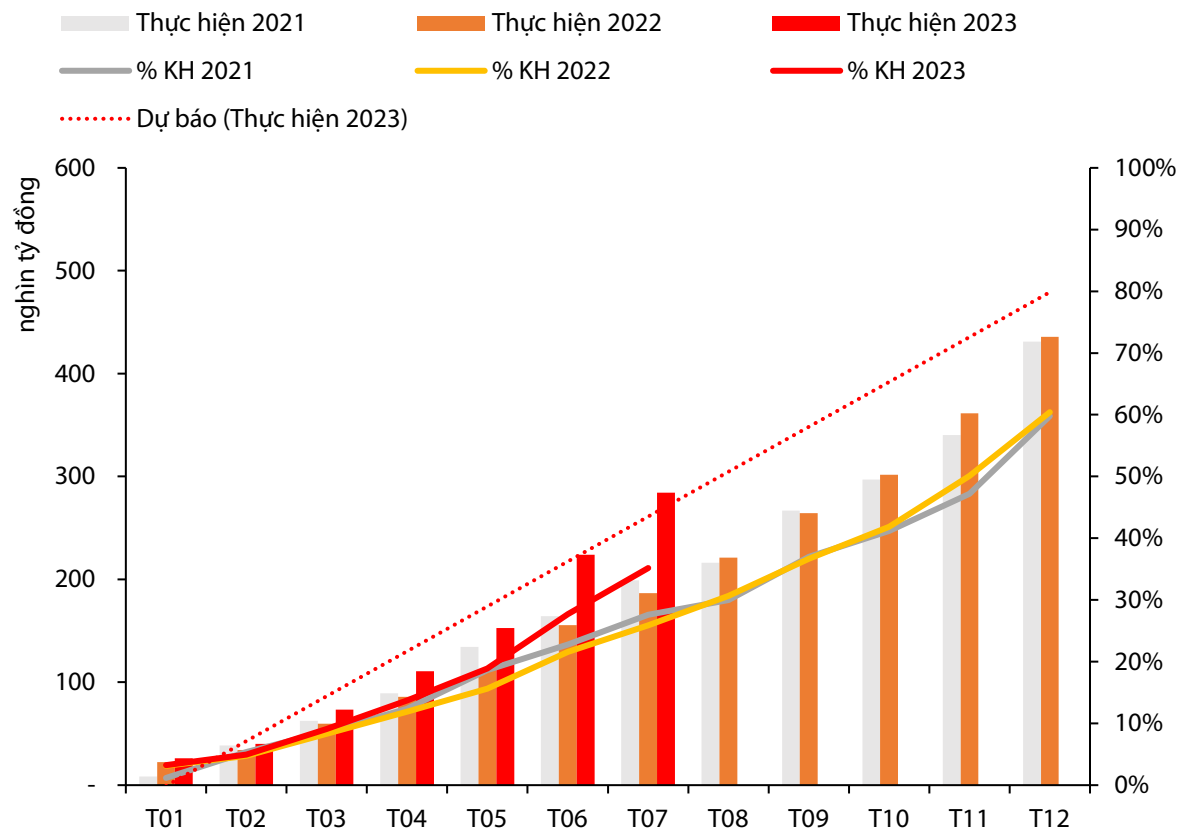
Hình 13: Các chỉ số vĩ mô cơ bản

|                              | 2020   | 2021   | 2022   | 2023f  | 2024f  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng kinh tế (%)      | 2,9    | 2,6    | 8,0    | 4,7    | 6,5    |
| Lạm phát bình quân (%)       | 3,2    | 1,8    | 3,2    | 3,0    | 4,0    |
| Tăng trưởng xuất khẩu (%)    | 7,0    | 19,0   | 10,5   | -9,0   | 8,0    |
| Tăng trưởng nhập khẩu (%)    | 3,8    | 26,5   | 7,8    | -13,0  | 11,0   |
| Thặng dư thương mại (tỷ USD) | 19,9   | 4,4    | 11,5   | 25,6   | 18,3   |
| Tỷ giá USDVND (cuối năm)     | 23.098 | 22.826 | 23.730 | 24.200 | 24.500 |
| Tăng trưởng tín dụng (%)     | 12,2   | 13,6   | 14,2   | 12,0   | 14,0   |
| Lãi suất tái chiết khấu (%)  | 2,5    | 2,5    | 4,5    | 2,5    | 2,5    |
| Lãi suất tái cấp vốn (%)     | 4,0    | 4,0    | 6,0    | 4,0    | 4,0    |

Nguồn: CTCK Rông Việt

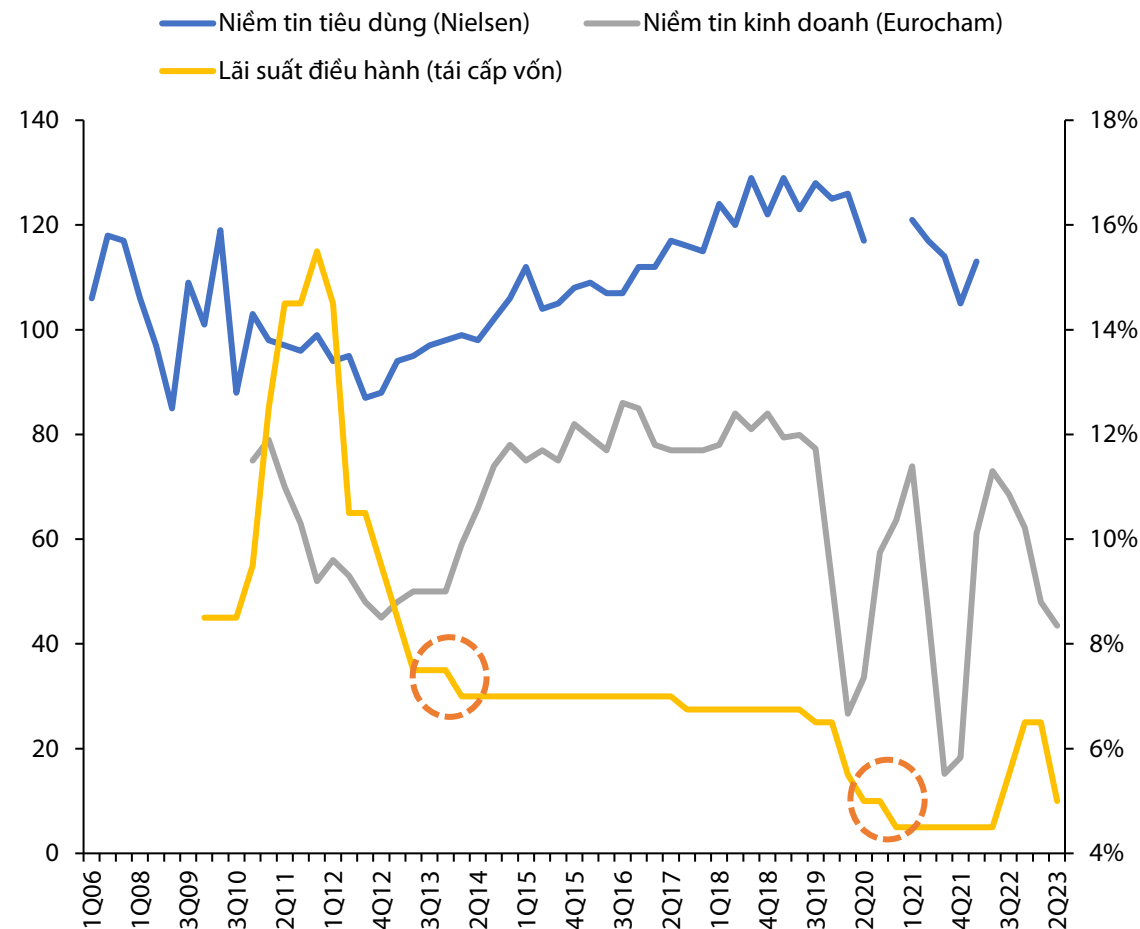
- Trong nửa sau năm 2023, chúng tôi kỳ vọng: 1) **Nhu cầu bên ngoài yếu tiếp tục ảnh hưởng đến triển vọng phục hồi kinh tế**, 2) **Những trục trặc của thị trường BĐS sẽ chưa có những thay đổi đáng kể** và 3) **Chính sách hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ sẽ giúp niềm tin của doanh nghiệp và người tiêu dùng cải thiện.**
- Trong Q3/2023, nhà đầu tư sẽ tiếp tục tìm kiếm dấu hiệu phục hồi tích cực hơn từ các hoạt động kinh tế, tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng có sự cải thiện đáng kể ở lĩnh vực sản xuất và tiêu dùng do mức nền cao của cùng kỳ năm trước. Q4/2023 được kỳ vọng là quý tăng trưởng tốt nhất trong năm nay.
- Trong kịch bản cơ sở, Rong Viet dự phóng **tăng trưởng kinh tế nửa cuối năm 2023 đạt 5,6%**, cao hơn mức tăng trưởng của nửa đầu năm. **Tăng trưởng cả năm 2023 ước đạt 4,7%.**
- **Nền kinh tế có thể tăng tốc trở lại vào năm 2024** nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ thẩm thấu vào nền kinh tế, thị trường BĐS dần phục hồi nhờ lãi suất giảm, tăng trưởng kinh tế toàn cầu cải thiện giúp cho lĩnh vực xuất khẩu lấy lại sức sống. **Tăng trưởng kinh tế năm 2024 ước đạt 6,5%.**
- Trong bối cảnh động lực tiêu dùng còn yếu và cung tiền tăng thấp, **lạm phát năm 2023 ước đạt 3,0%, năm 2024 sẽ tăng lên 4,0%** khi cầu tiêu dùng hồi phục.

**Hình 14: Sự bứt phá trong giải ngân vốn đầu tư công của Q2/2023 sẽ là tiền đề để đầu tư công tăng tốc mạnh hơn trong nửa còn lại của năm**



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

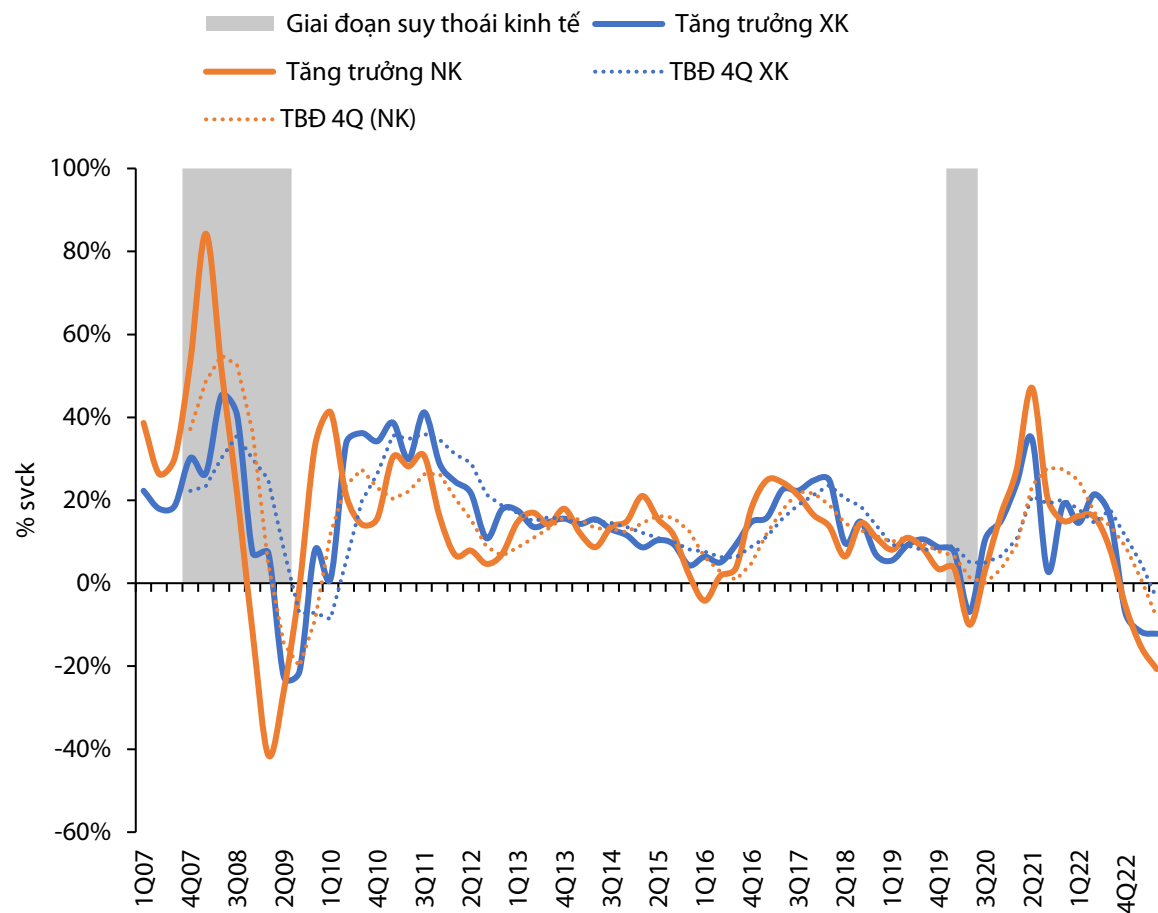
**Hình 15: Sự phục hồi của niềm tin kinh doanh và tiêu dùng khi NHNN kết thúc chu kỳ giảm lãi suất**



Nguồn: NHNN, Nielsen, Eurocham, CTCK Rồng Việt

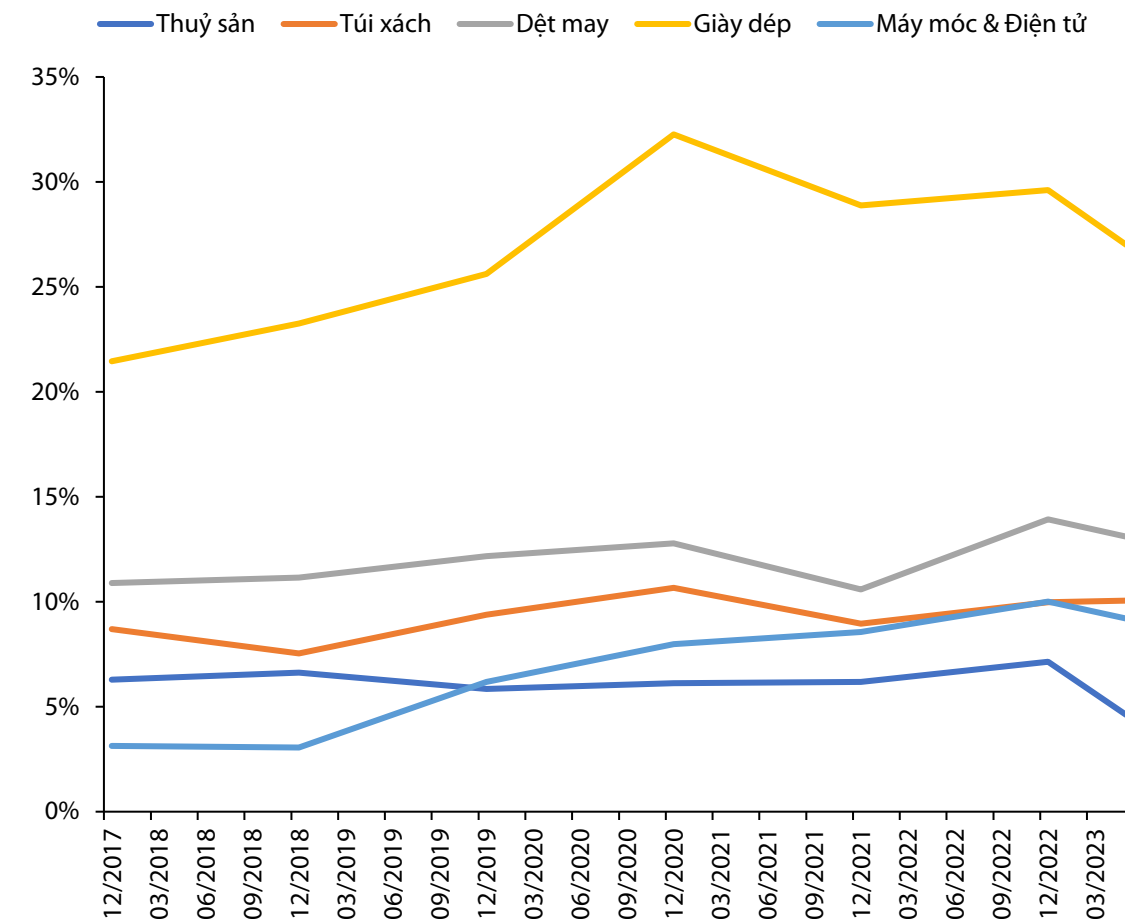


**Hình 16: Hoạt động xuất khẩu có sự phục hồi theo quý nhưng chưa thực sự rõ nét**



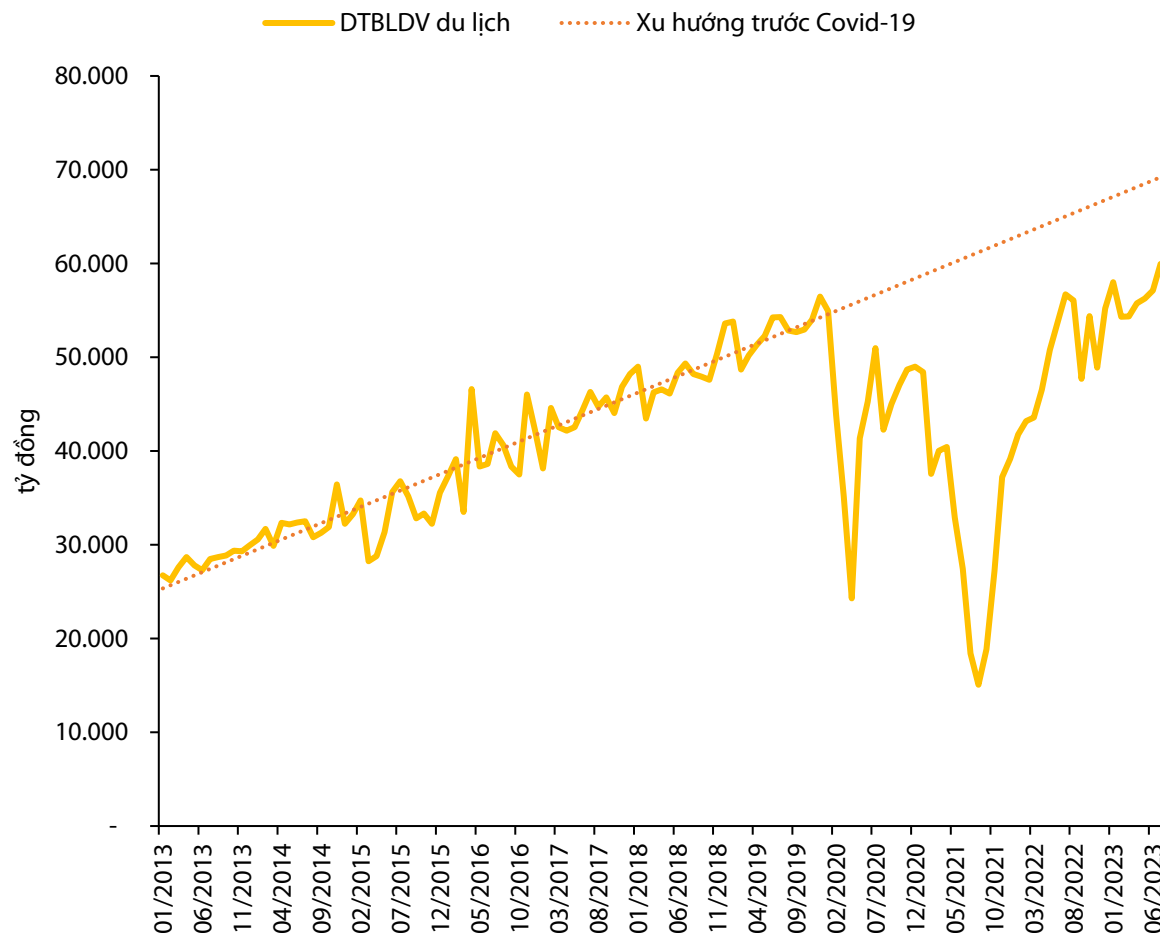
Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

**Hình 17: Thị phần hàng Việt Nam trong cơ cấu nhập khẩu của Mỹ giảm mạnh ở nhóm thủy sản & giày dép**



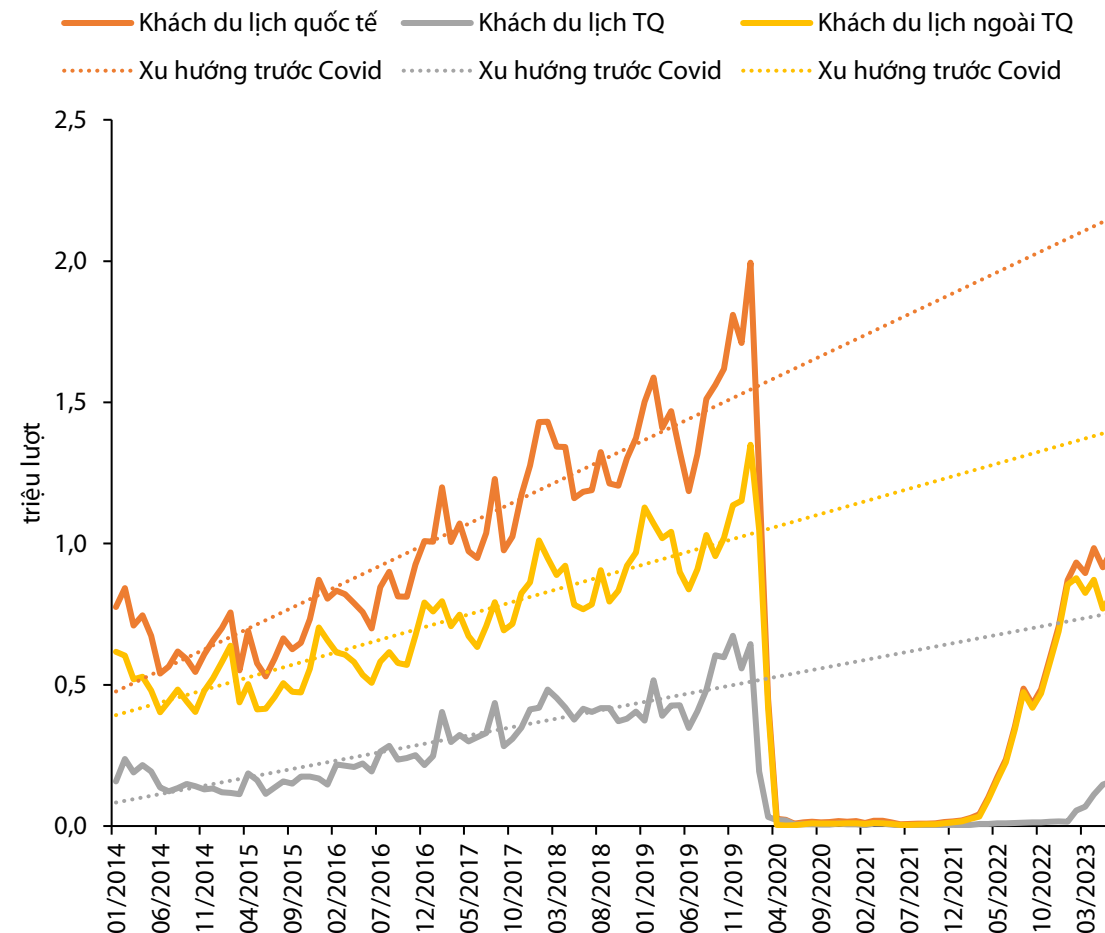
Nguồn: USITC, CTCK Rồng Việt

**Hình 18: Doanh thu bán lẻ dịch vụ du lịch chưa phục hồi về mức trước Covid-19**



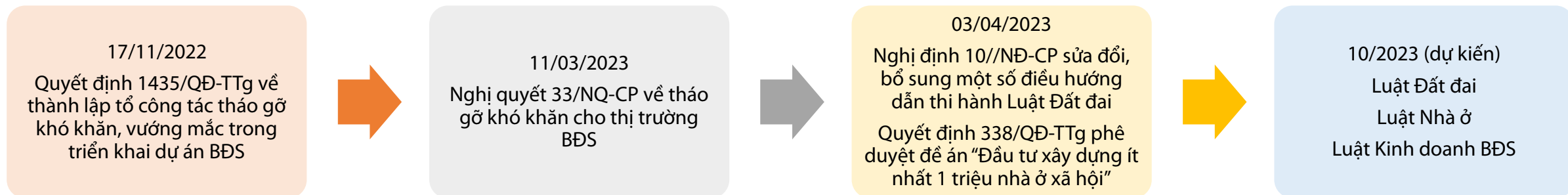
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 19: 1,5 năm sau đại dịch, khách quốc tế đến Việt Nam chưa đạt 50% mức tiềm năng**

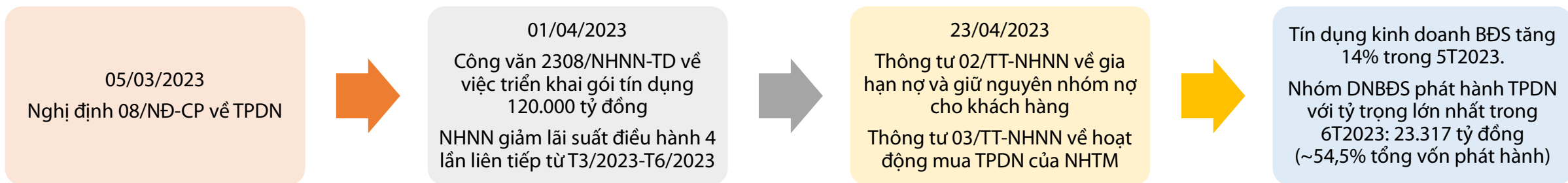


Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

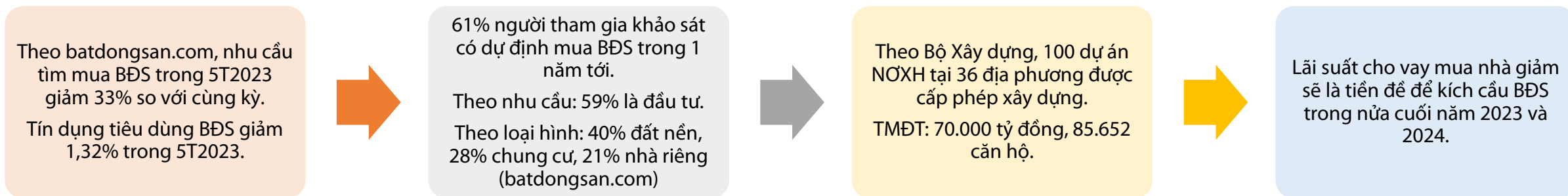
### Khung pháp lý: Trông chờ ở việc hoàn thiện Luật nhưng cốt lõi là thực thi đúng và hiệu quả các quy định của Luật



### Nguồn vốn: Áp lực TPDN của nhóm DN BĐS được giải toả trong ngắn hạn, dồn về tương lai, chi phí vốn khó giảm do rủi ro còn cao

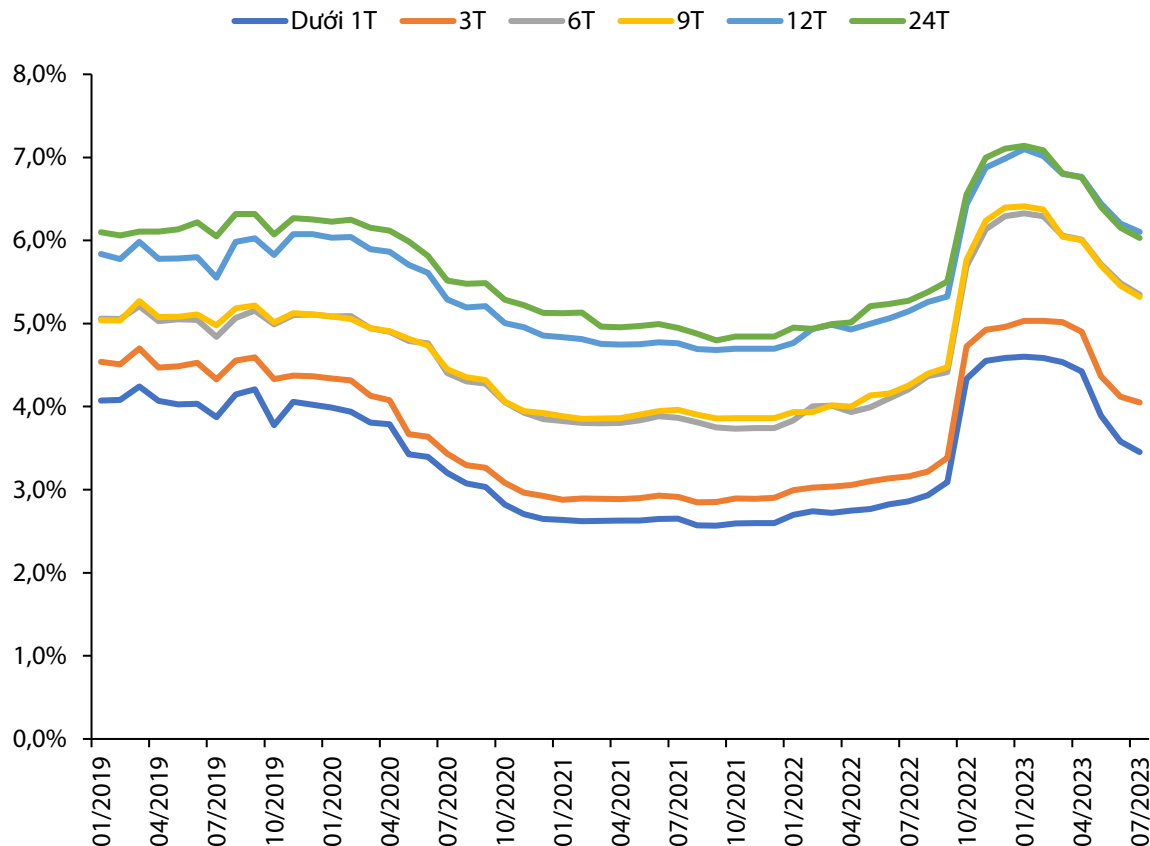


### Nhu cầu: Tỷ lệ đô thị hoá Việt Nam còn thấp, nhu cầu mua nhà ở và đầu tư cao, nguồn cung NƠXH đang được DN tập trung thúc đẩy



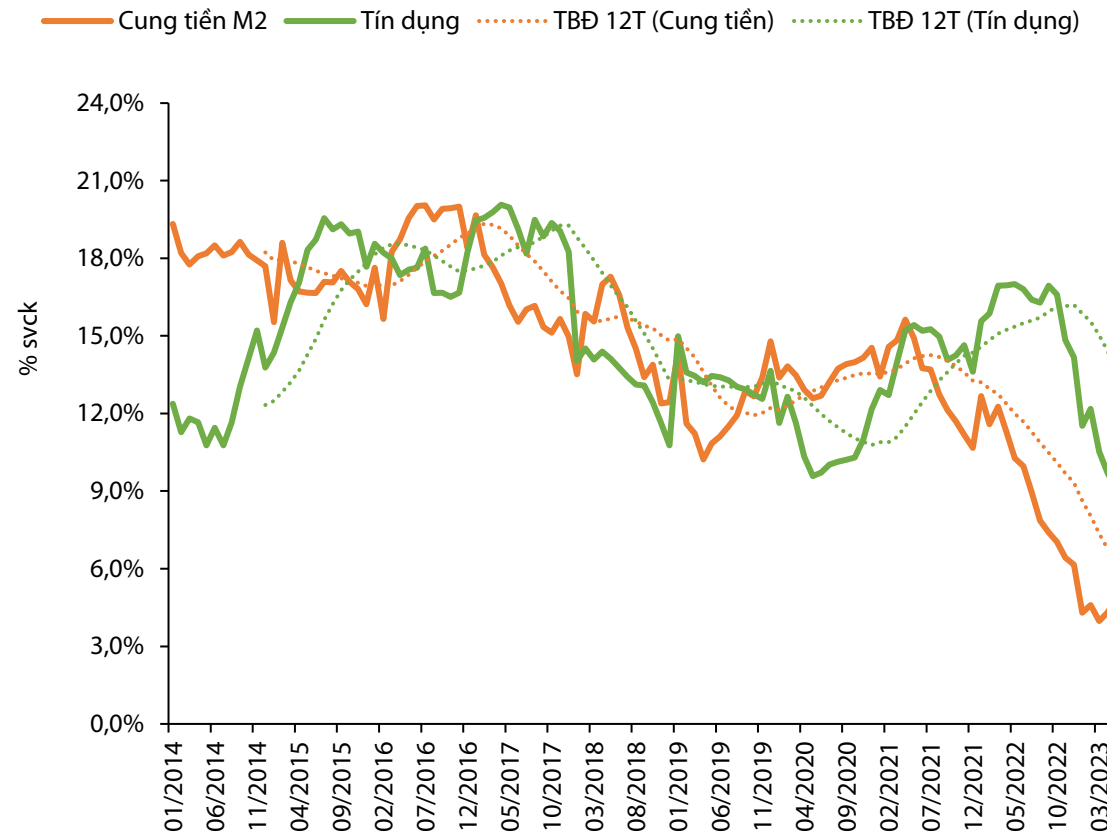
- **Dư địa của chính sách tiền tệ đã dần cạn ở khía cạnh cắt giảm lãi suất điều hành**, NHNN có thể có thêm một lần cắt giảm 50 điểm lãi suất cơ bản trong Q3/2023. Theo đó, mặt bằng lãi suất điều hành sẽ trở về mức thấp của giai đoạn Covid-19.
- Chúng tôi **không quá lạc quan về triển vọng giải ngân của các gói hỗ trợ lãi suất và gói tín dụng ưu đãi 120.000 tỷ đồng**. Tính đến ngày 30/06/2023, gói hỗ trợ lãi suất 2% chỉ mới giải ngân được 168 tỷ đồng (~0,7% kế hoạch năm), còn gói tín dụng 120.000 tỷ đồng gặp khó khăn ở vấn đề nguồn cung và lãi suất chưa đủ hấp dẫn đối với người mua.
- Hiện tại, NHNN đã cấp phép toàn bộ hạn mức tín dụng cho cả năm để các NHTM chủ động trong kế hoạch kinh doanh và thúc đẩy cầu tín dụng trong nửa sau năm 2023. Tuy nhiên, điều kiện cần và đủ để tín dụng tăng tốc hơn là 1) niềm tin kinh doanh và tiêu dùng hồi phục; và 2) mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục giảm trong nửa sau năm 2023. **Chính phủ đặt mục tiêu kéo giảm lãi suất cho vay 1,5-2,0% trong năm 2023.**
- **Chất lượng tăng trưởng tín dụng vẫn đang là dấu hỏi lớn**, trong 6T đầu năm 2023, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế là 4,7% so với đầu năm; nhưng tăng trưởng tín dụng kinh doanh BĐS tăng 14,0%.
- **NHNN tiếp tục cân đối giữa ưu tiên kiểm soát rủi ro an toàn hệ thống** (Thông tư 06 có hiệu lực vào tháng 9/2023, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giảm về 30% vào tháng 10/2023) và **chính sách nới lỏng tín dụng để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế hồi phục**.
- **Rủi ro nợ xấu vẫn tiềm ẩn** do các NHTM đang được phép cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ cho doanh nghiệp gặp khó khăn, áp lực đáo hạn TPDN tiếp tục chuyển dần về tương lai.

**Hình 20: Lãi suất huy động đã giảm mạnh (khoảng 1,3-1,5 điểm %) từ mức đỉnh nhưng vẫn cao hơn thời điểm Covid-19 từ 0,3-0,9 điểm %**



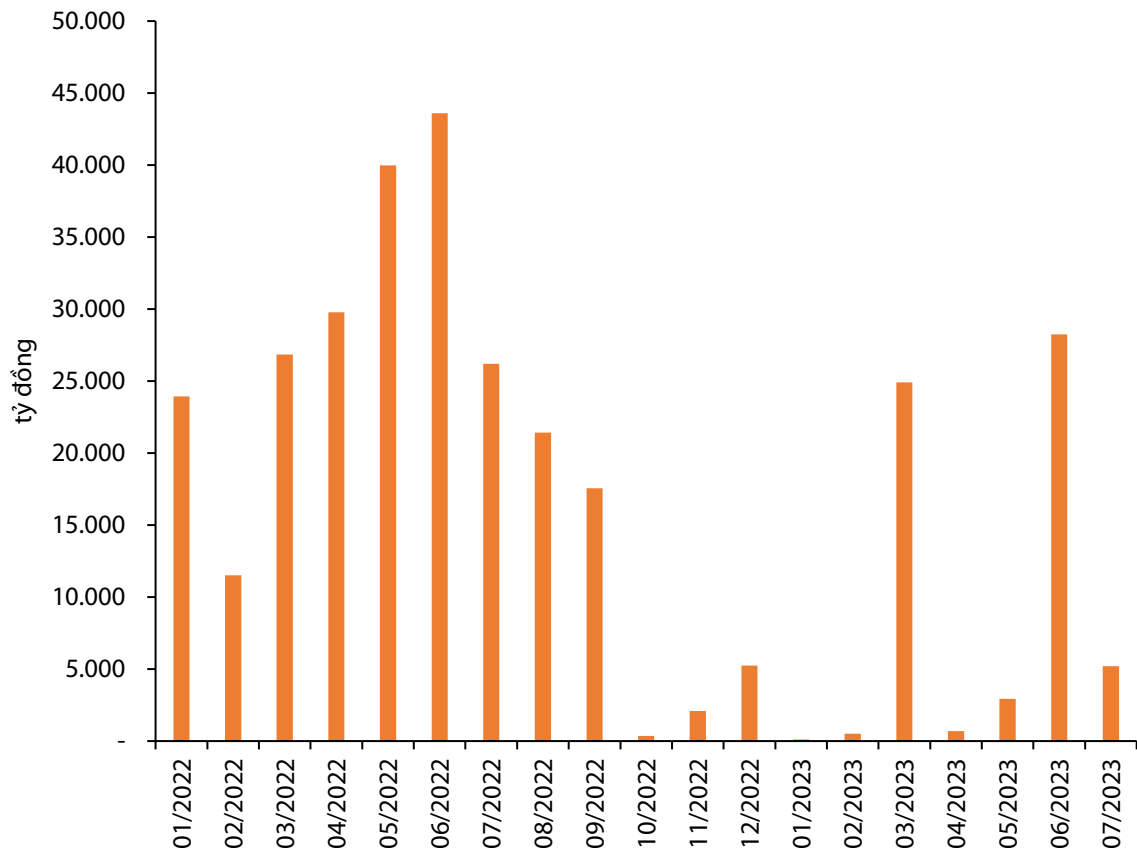
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp từ 4 NHTMNN, 4NHTMCP và 4NH nước ngoài

**Hình 21: Tăng trưởng tín dụng có thể phục hồi tích cực hơn trong nửa cuối năm, tăng trưởng cung tiền kỳ vọng sẽ dưới 10%**



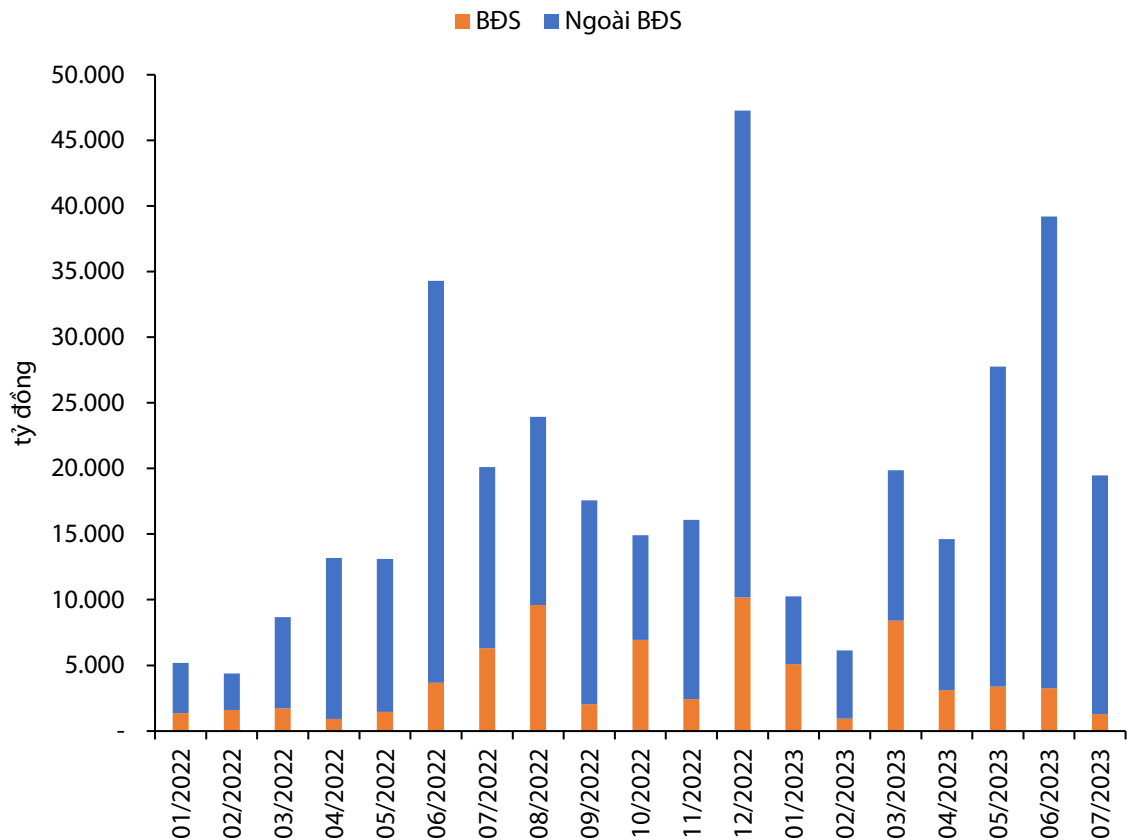
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

**Hình 22: Phát hành TPDN dẫn tan bằng, lãi suất phát hành từ 8-14%/năm, nhóm BĐS chiếm tỷ trọng cao nhất (54,5%)**



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

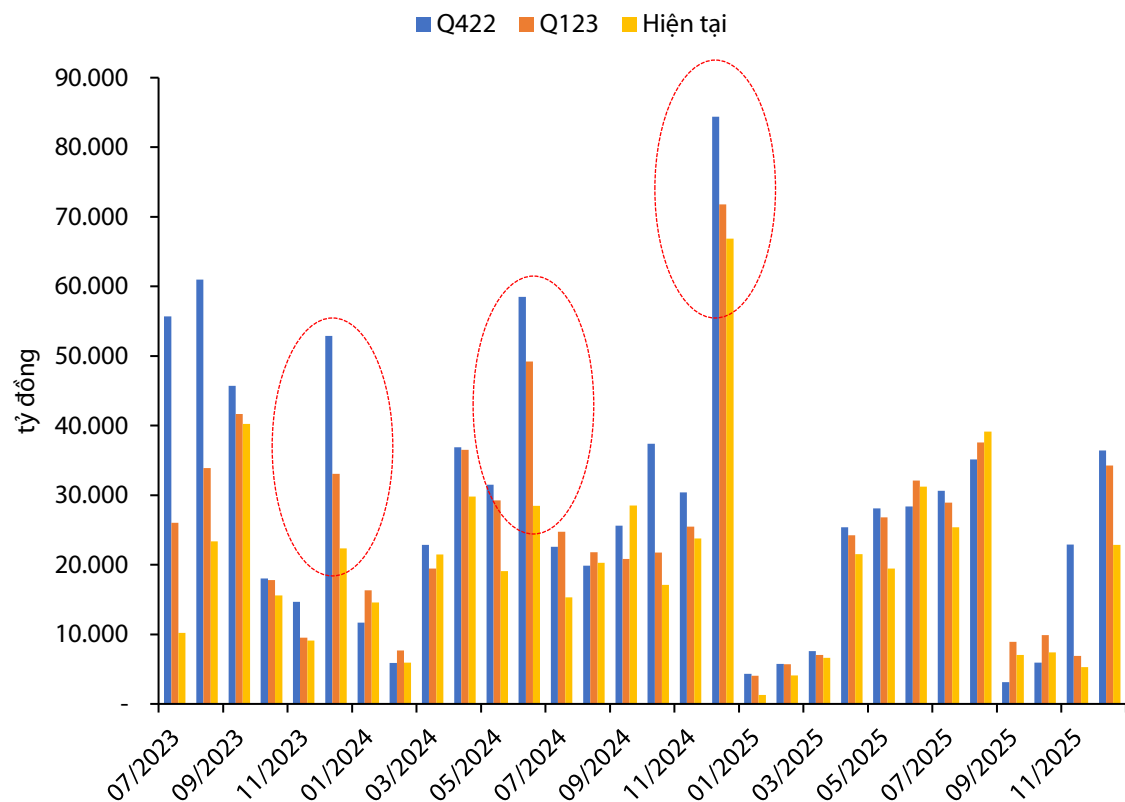
**Hình 23: Hoạt động mua lại vẫn là hoạt động trọng yếu trong việc cơ cấu lại thị trường TPDN**



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

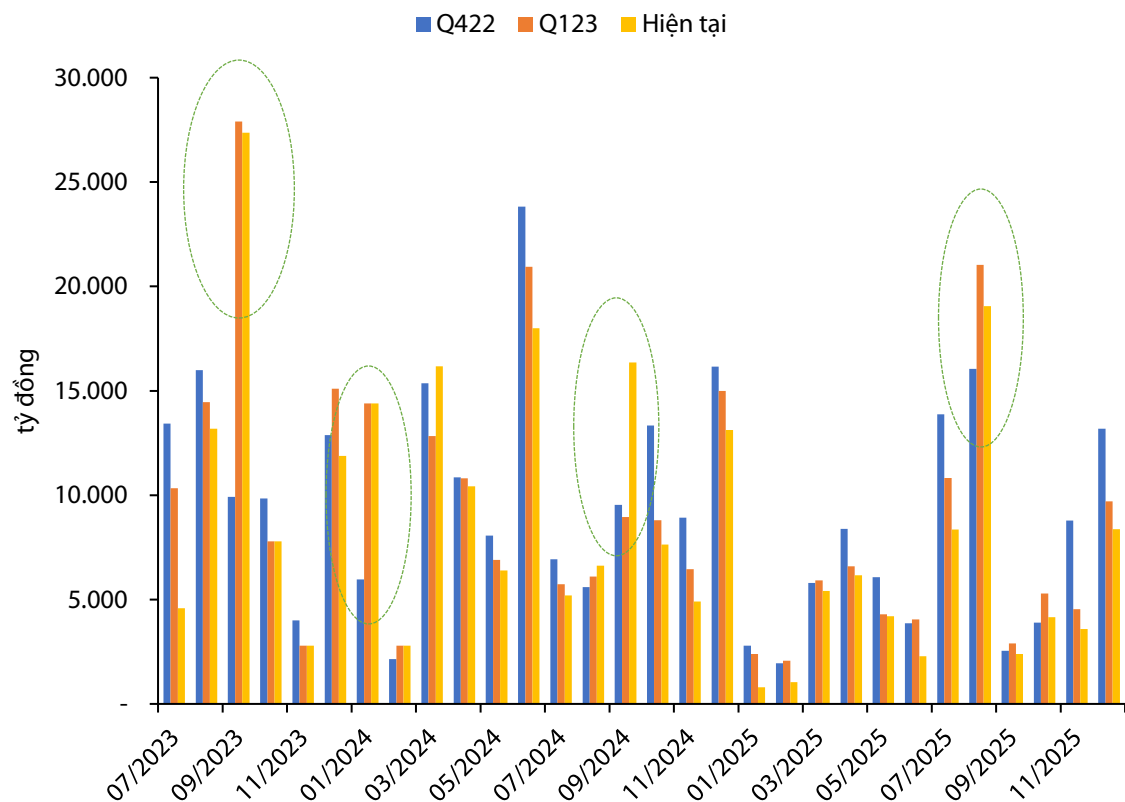


**Hình 24 - 25: Quy mô đáo hạn TPDN đã được “làm mềm” đi đáng kể, tuy nhiên vẫn có một vài thời điểm quy mô đáo hạn tăng vọt ở nhóm BĐS**



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

**Giá trị TPDN đã đàm phán, gia hạn thời hạn trả khoảng 42 nghìn tỷ đồng trong 6T2023**



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

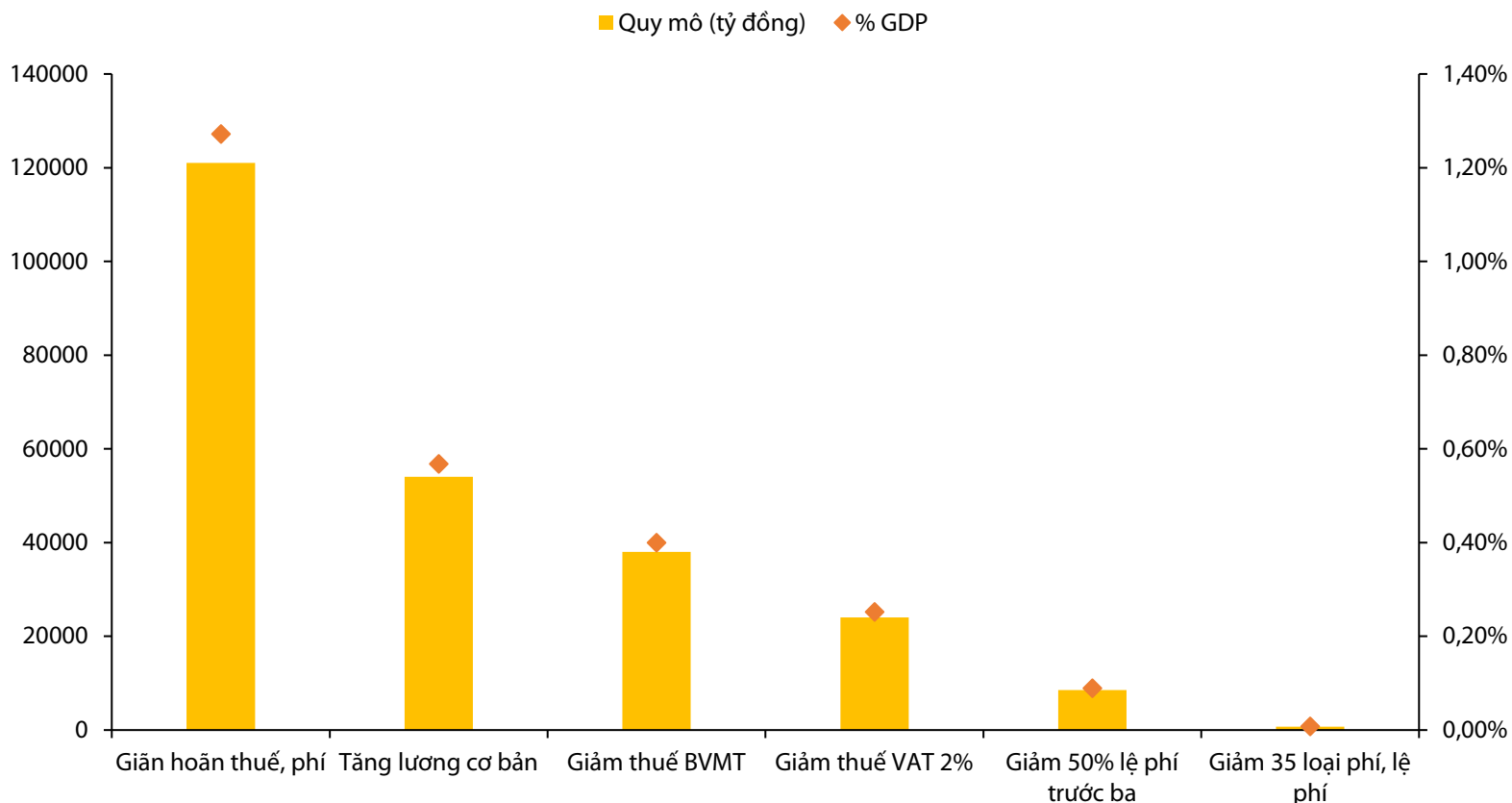
- **Trong nửa cuối năm 2023, một số chính sách tài khoá sẽ thúc đẩy tăng trưởng** gồm: 1) Chính sách giảm thuế VAT 2% (~24 nghìn tỷ đồng); 2) Tăng lương cơ bản 20,8% từ ngày 01/07/2023 (~54 nghìn tỷ đồng); 3) Giảm 10-50% đối với 36 khoản phí, lệ phí với người dân và doanh nghiệp (~700 tỷ đồng); 4) Chính sách gia hạn thuế GTGT, TNDN và tiền thuê đất tiếp tục đến cuối năm 2023.
- Trong 6T đầu năm 2023, thu NSNN hoàn thành ½ dự toán nhưng giảm 7,8% so với cùng kỳ, trong khi chi NSNN chỉ đạt 38,8% dự toán nhưng lại tăng 12,9% so với cùng kỳ. Việc **giảm thu, tăng chi có thể coi là áp lực đối với NSNN** nếu Chính phủ muốn đưa ra gói kích cầu tiêu dùng trong quý cuối năm 2023. Chúng tôi đặt cược vào khả năng luân chuyển mục đích của gói hỗ trợ lãi suất 2% trong kỳ họp thứ 6 của Quốc Hội.
- Trong 6T đầu năm 2023, **đầu tư công đã khởi sắc hơn so với kỳ vọng của chúng tôi**. Cụ thể, giải ngân vốn đầu tư công ước đạt 215,6 nghìn tỷ đồng, tăng 38,6% so với cùng kỳ. Với tốc độ giải ngân như hiện tại và tính mùa vụ của giải ngân vốn đầu tư công, chúng tôi ước tính quy mô giải ngân vốn đầu tư công tại thời điểm cuối năm 2023 đạt hơn 600 nghìn tỷ đồng, tăng 38,2% so với cùng kỳ.
- Trong nửa đầu năm 2023, dù giải ngân vốn đầu tư công tăng mạnh nhưng **tích lũy tài sản cố định gộp trong cấu phần GDP chỉ tăng 1,1%** so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng mức tăng này chưa phản ánh hết tác động của việc thúc đẩy đầu tư công lên tăng trưởng kinh tế, sự lan toả đến tăng trưởng sẽ thể hiện rõ nét hơn trong nửa sau năm 2023.
- Dự án cao tốc Bắc Nam (GĐ 1) dự kiến sẽ gần như hoàn thiện toàn bộ các tuyến đường trong năm nay (trừ hai đoạn Diễn Châu – Bãi Vọt và Cam Lâm – Vĩnh Hảo), **tác động lan toả của việc kết nối giao thông các tỉnh thành** được kỳ vọng là một điểm sáng của kinh tế nửa cuối năm 2023 và 2024.

**Hình 26: Triển vọng kết nối đường cao tốc Bắc Nam (GĐ1) vào cuối 2023 – đầu 2024**



Nguồn: Vietnam+, CTCK Rồng Việt

**Hình 27: Các gói kích cầu tài khoá đã và đang triển khai trong năm 2023 với tổng quy mô ~2,6% GDP**



Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rồng Việt

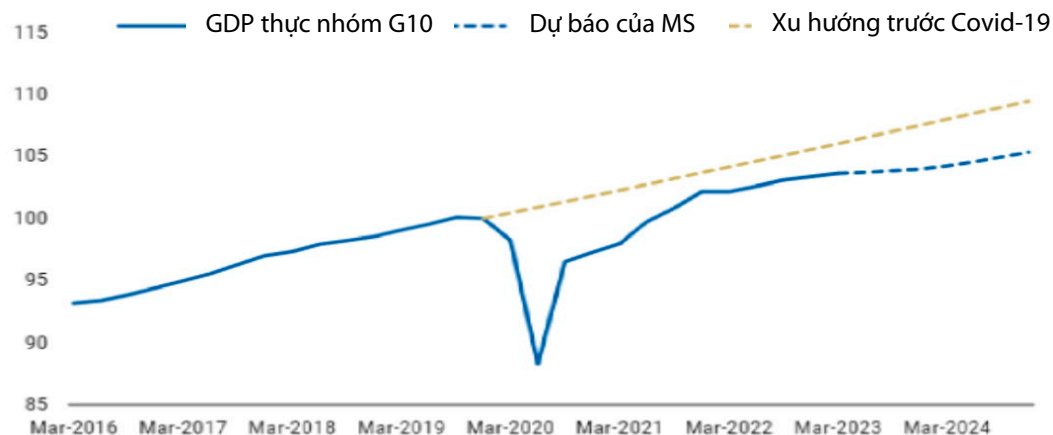
**Hình 28: Các dự án hạ tầng đường bộ đã và đang triển khai**

| Dự án thành phần                | Chiều dài (km) | TMĐT (tỷ đồng) | Khởi công  | Hoàn thành (dự kiến) |
|---------------------------------|----------------|----------------|------------|----------------------|
| Cao tốc Bắc Nam GD2 (2021-2025) | 721            | 146.986        | 01/01/2023 | 2025                 |
| Châu Đốc – Sóc Trăng – Cần Thơ  | 189            | 44.691         | 17/06/2023 | 2027                 |
| Khánh Hoà – Buôn Ma Thuột       | 118            | 21.935         | 18/06/2023 | 2027                 |
| Biên Hoà – Vũng Tàu             | 54             | 17.837         | 18/06/2023 | 2026                 |
| Vành đai 3 TP.HCM               | 76             | 75.378         | 17/06/2023 | 2026                 |
| Vành đai 4 Hà Nội               | 113            | 85.813         | 25/06/2023 | 2027                 |
| Đường Hồ Chí Minh               | 164            | 9.965          | 2H23       | 2025-26              |
| Cầu Đại Ngãi                    | 15             | 8.010          | 2H23       | 2026                 |
| An Hữu - Cao Lãnh               | 27             | 5.880          | 25/06/2023 | 2025                 |

Nguồn: Bộ GTVT, CTCK Rong Viet

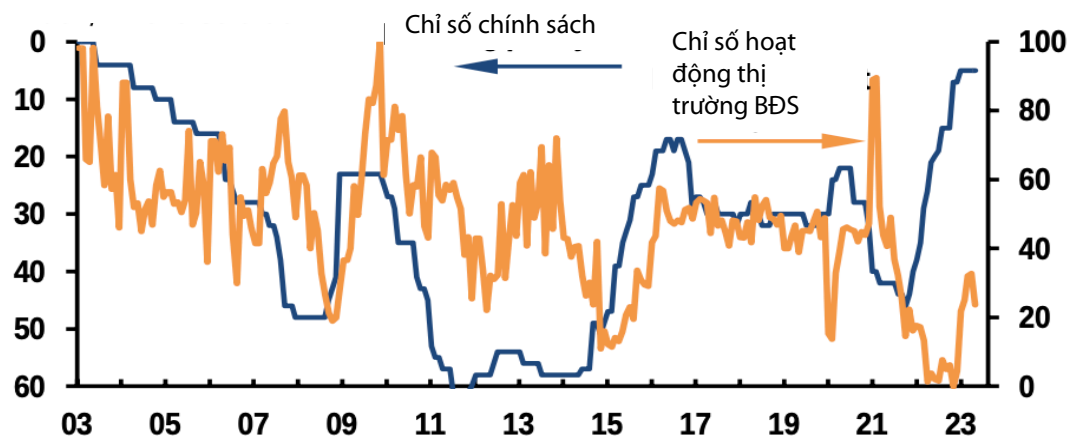
- IMF trong báo cáo mới nhất đã nâng dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2023 lên 3,0% từ mức 2,8% và giữ nguyên tăng trưởng năm 2024 ở mức 3,0%.
- Theo IMF, rủi ro đến từ hai nền kinh tế lớn gồm: 1) các điều kiện tín dụng thắt chặt hơn tại Mỹ và 2) tiền tiết kiệm của hộ gia đình Mỹ cạn kiệt, 3) tại Trung Quốc là sự phục hồi kinh tế không đạt kỳ vọng. Tăng trưởng kinh tế Mỹ dự kiến sẽ giảm từ 1,8% trong năm 2023 còn 1,0% trong năm 2024. Tương tự, tại Trung Quốc, tăng trưởng dự kiến giảm từ mức 5,2% trong năm nay còn 4,5% trong năm 2024.
- Điều kiện của nền kinh tế Mỹ hiện tại khá thuận lợi xét ở một số chỉ tiêu như: 1) lạm phát đang trên đà giảm (tăng 3,0% svck trong tháng 6/2023), 2) thị trường lao động tích cực (tỷ lệ thất nghiệp ở mức 3,6% trong khi tốc độ tăng trưởng tiền lương là 4,4%) và 3) tăng trưởng kinh tế quý gần nhất đạt 2,4%, cao hơn kỳ vọng.
- Tuy nhiên, một số chỉ báo cần lưu ý là 1) niềm tin tiêu dùng Mỹ vẫn đang ở vùng thấp trong lịch sử, 2) dù lương tăng như thu nhập khả dụng thực của người dân Mỹ vẫn chưa trở lại xu hướng trước Covid-19, và 3) tác động toàn diện của chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ dần hiển lộ.
- Theo IMF, tại Trung Quốc sự phục hồi không như kỳ vọng sau khi mở cửa với quan ngại gồm: 1) sự yếu kém của lĩnh vực bất động sản, 2) nhu cầu bên ngoài suy giảm, 3) tỷ lệ thất nghiệp thanh niên Trung Quốc cao kỷ lục. Hiện tại, nhiều tổ chức tài chính lớn (Morgan Stanley, Goldman Sachs) đều kỳ vọng vào việc chính sách kích thích tăng trưởng và hỗ trợ thị trường bất động sản nước này sẽ phát huy hiệu quả trong thời gian tới.

**Hình 29: Tăng trưởng kinh tế nhóm G10 tạo đáy vào Q2-Q3/2023**



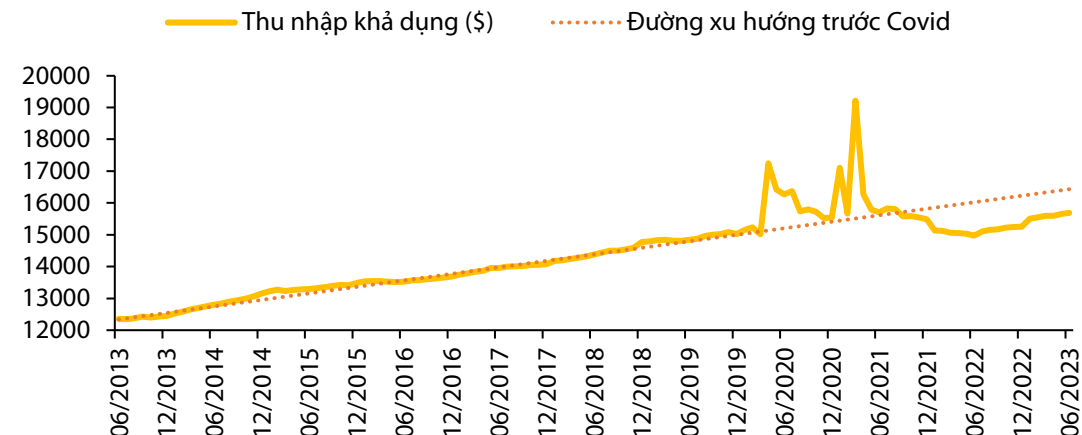
Nguồn: Morgan Stanley, CTCK Rồng Việt

**Hình 31: Chính sách thị trường sv. hoạt động BĐS tại Trung Quốc**



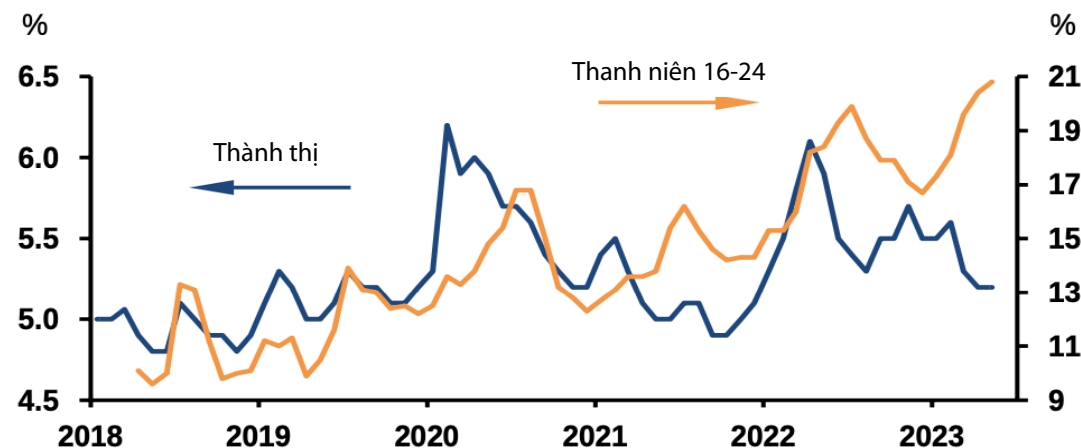
Nguồn: JP.Morgan, CTCK Rồng Việt

**Hình 30: Thu nhập khả dụng thực của người dân Mỹ**



Nguồn: FRED, CTCK Rồng Việt

**Hình 32: Tỷ lệ thất nghiệp giới trẻ Trung Quốc cao kỷ lục**

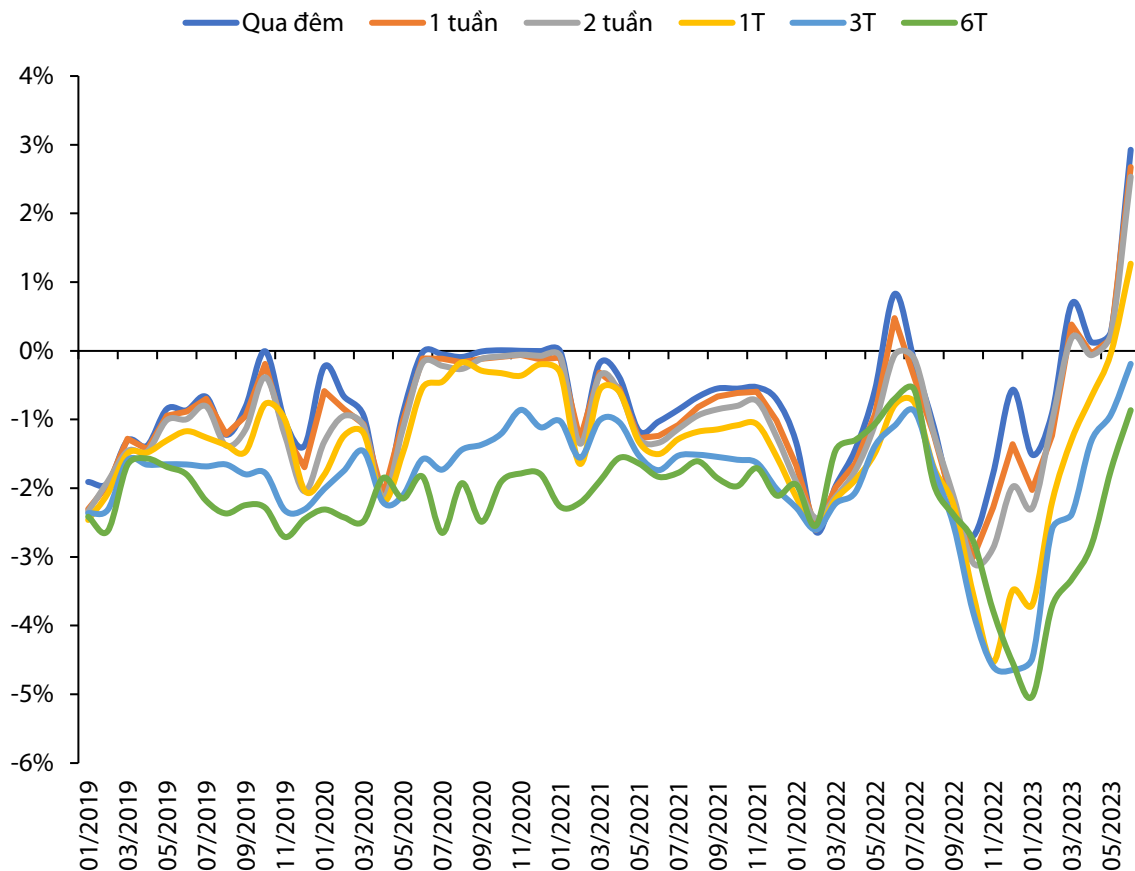


Nguồn: JP.Morgan, CTCK Rồng Việt



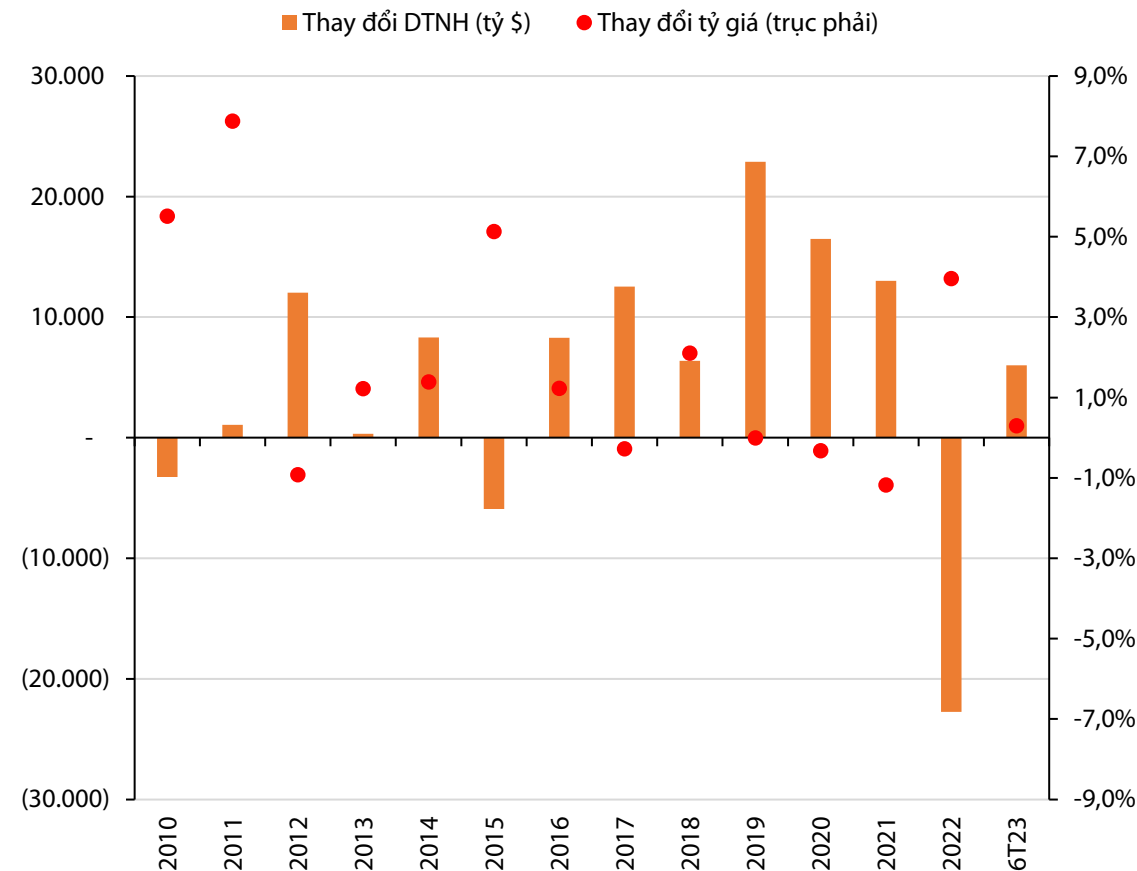
- **Fed tiếp tục quan điểm điều hâu, chưa giảm lãi suất. Đồng USD duy trì sức mạnh** trong nửa cuối năm 2023 nhờ môi trường lãi suất cao và giữ vững vai trò đồng tiền trú ẩn trong bối cảnh kinh tế thế giới bất ổn.
- **Quan điểm về chính sách tiền tệ trái chiều đang định hình diễn biến của các đồng tiền.** Việc ECB tiếp tục duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ đã giúp đồng EUR tăng nhẹ so với đồng USD trong nửa đầu năm, mặc dù khu vực Eurozone được xác nhận rơi vào suy thoái kỹ thuật trong hai quý liên tiếp là Q4/2022 và Q1/2023. Hay ở khu vực châu Á, lập trường duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ của NHTW Trung Quốc và Nhật Bản khiến cho đồng tiền hai nước này tiếp tục mất giá thêm khoảng 5,0% và 9,3% so với đồng USD trong nửa đầu năm nay.
- **Tại Việt Nam, tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng đã nhích dần lên** trong tháng 5/2023 (+0,13% so với tháng 4) và riêng trong tháng 6 tăng 0,4% so với cuối tháng 5. Trên thị trường phi chính thức, tỷ giá tự do đã tăng 0,8% trong tháng 6. Tỷ giá niêm yết tại Vietcombank tại ngày 12/07/2023 là 23.480-23.850 đồng/USD, cao hơn 0,4-0,5% so với cuối năm 2022.
- **Chênh lệch lãi suất USD-VND trên thị trường liên ngân hàng đang ở mức cao kỷ lục**, kích thích hoạt động kinh doanh chênh lệch lãi suất (carry trade), và tạo nên áp lực mất giá tiền đồng.
- **NHNN đã giảm lãi suất điều hành khá quyết liệt trong nửa đầu năm 2023**, đứng về mục tiêu tăng trưởng và hạ bớt tầm khiên về ổn định tỷ giá.
- Tỷ giá USDVND trong nửa cuối năm 2023 có thể **“kiểm định” lại ngưỡng 24.500 đồng/USD**, tỷ giá cuối năm kỳ vọng ở mức 24.200 đồng/USD.

**Hình 33: Chênh lệch lãi suất USD-VND đang ở mức cao kỷ lục, là áp lực đối với việc mất giá tiền đồng**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

**Hình 34: NHNN đã chủ động tích trữ ngoại tệ trong nửa đầu năm 2023**



Nguồn: VCB, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

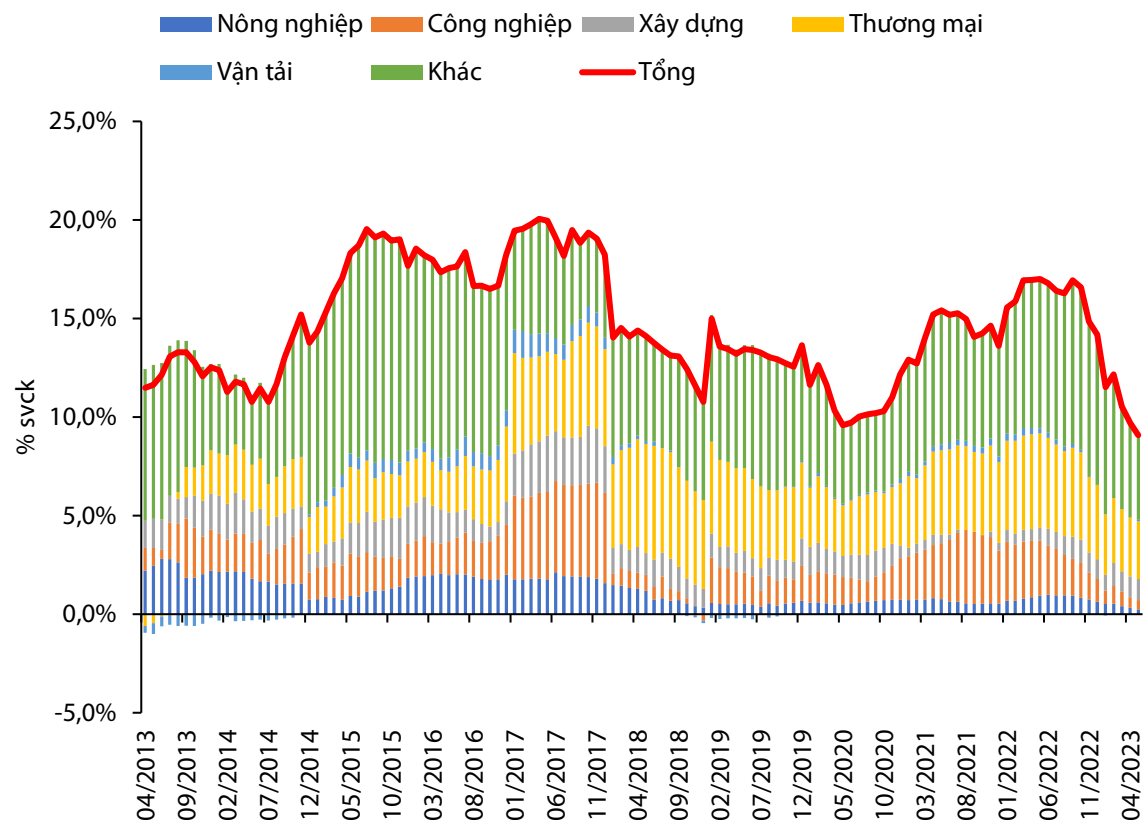
- **Nhân tín dụng vào nhu cầu thực:**

- Gói tín dụng 15.000 tỷ đồng đối với lĩnh vực lâm sản, thủy sản được triển khai từ tháng 07/2023. Mức lãi suất thấp hơn tối thiểu từ 1-2%/năm so với mức lãi suất cho vay bình quân cùng kỳ hạn. Thời gian triển khai chương trình này đến hết ngày 30/6/2024. Tiếp tục triển khai gói tín dụng 120 nghìn tỷ đồng cho vay phát triển và mua nhà ở xã hội và giải ngân gói hỗ trợ 40 nghìn tỷ đồng.
- Thông tư 06/2023/NHNN-TT có hiệu lực từ tháng 09/2023 quy định đối với các nhu cầu vốn không được cho vay, gồm: đảo nợ, gửi tiền, thanh toán tiền góp vốn, mua chuyển nhượng phần vốn góp tại các CTCP chưa niêm yết, thanh toán tiền góp vốn hoặc hợp đồng hợp tác đầu tư với các dự án đầu tư không đủ điều kiện đưa vào kinh doanh.

- **Thực tế:**

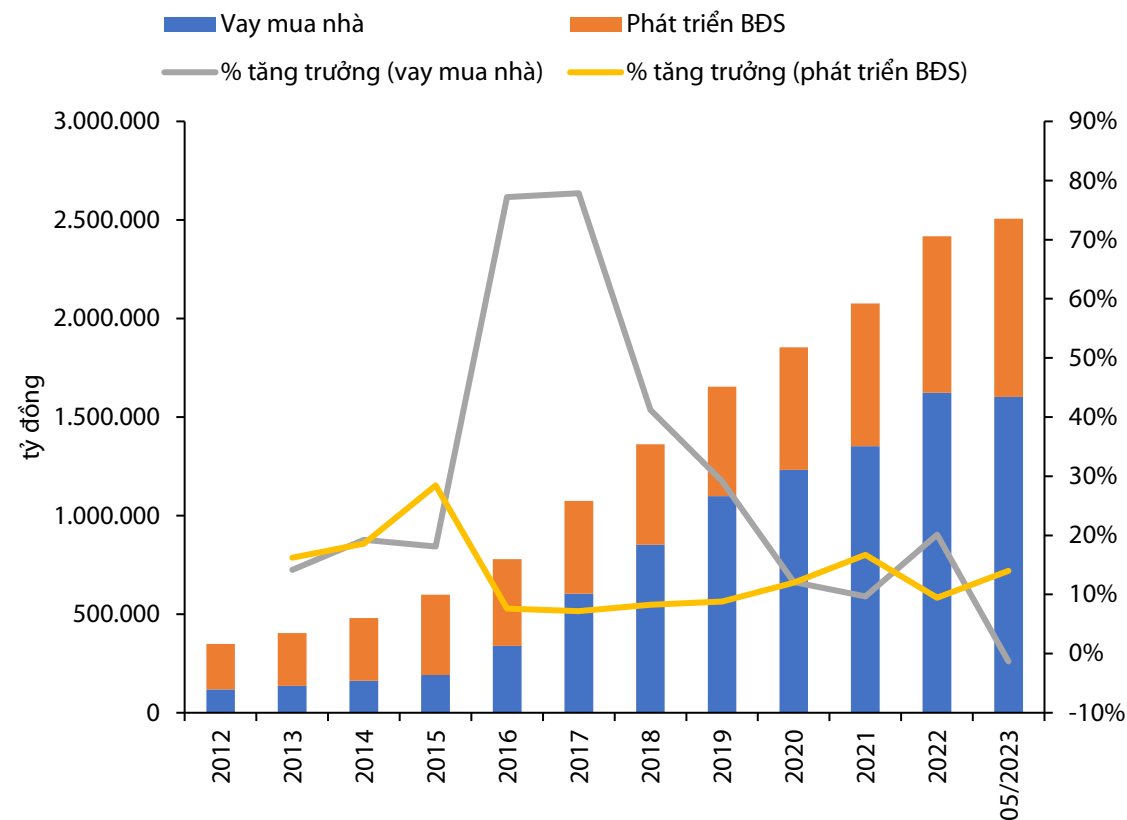
- Tăng trưởng tín dụng kinh doanh BĐS tăng 132 nghìn tỷ đồng, tương đương 23% tổng tín dụng tăng thêm của nền kinh tế. Để so sánh, quy mô tín dụng tăng thêm của cả 4 ngành 1) nông nghiệp, 2) công nghiệp, 3) Thương mại & 4) Vận tải là 247 nghìn tỷ đồng trong 5T2023.
- Hiện tại, 24 dự án NOXH đủ điều kiện nếu được phê duyệt vay với nhu cầu vay vốn 12.442,78/120.000 tỷ đồng (~10,37% tổng quy mô).
- Tính đến cuối tháng 06/2023, tổng dư nợ (gốc, lãi) được cơ cấu thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ là khoảng 62,5 nghìn tỷ đồng. Quy mô này là tương đối nhỏ so với kết quả bình quân/tháng của chính sách tương tự trong giai đoạn Covid-19.

**Hình 35: Tín dụng tập trung vào lĩnh vực thương mại và khác trong 5T2023**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

**Hình 36: Cho vay kinh doanh, phát triển BĐS tăng mạnh trong 5T2023**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt, 05/2023: tăng trưởng so với đầu năm

# NHÌN LẠI TT CHỨNG KHOÁN 6T 2023

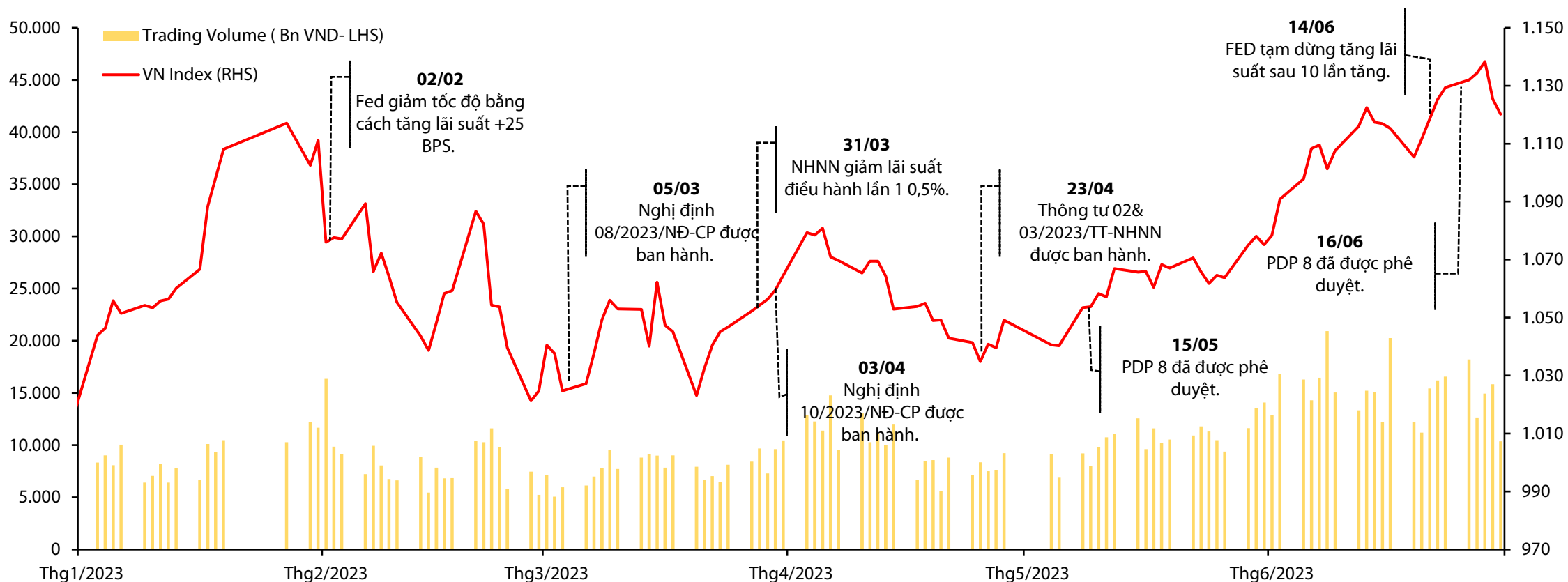
## RỦ BÀN TIẾN LÊN



Lê Tự Quốc Hưng – [hung.ltq@vdsc.com.vn](mailto:hung.ltq@vdsc.com.vn)



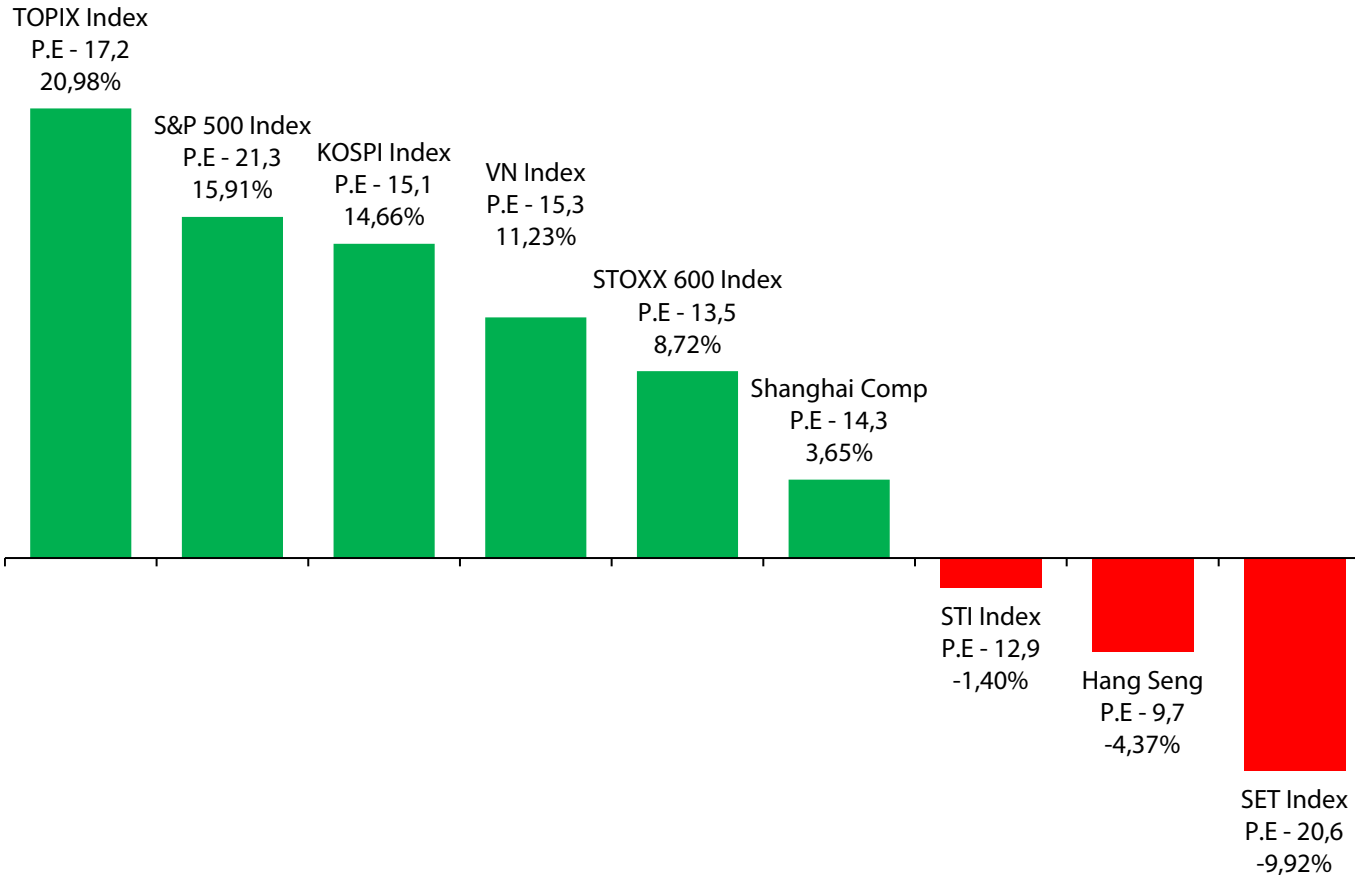
**Hình 1: VN Index 6T2023 – Kiểm định lại vùng đáy và xác nhận sự phục hồi bằng một loạt các chính sách hỗ trợ.**



Sự đảo chiều mạnh mẽ của thị trường chứng khoán được thúc đẩy bởi kỳ vọng của NĐT vào triển vọng vĩ mô khi bối cảnh toàn cầu và trong nước đều đang có xu hướng thuận lợi cho thị trường chứng khoán. Cụ thể, hầu hết các quốc gia đều chứng kiến 1/ Lạm phát đang hạ nhiệt, 2/ Chính sách tiền tệ cũng bớt điều hâu hơn với mức lãi suất đã tiệm cận đỉnh và 3/ Rủi ro khủng hoảng tiềm ẩn của hệ thống ngân hàng toàn cầu đã không xảy ra. Trong khi Việt Nam từ 2Q2023 đã bắt đầu 1/ đảo ngược chính sách tiền tệ, 2/ thực thi hàng loạt biện pháp tài khóa (điển hình như 4 lần giảm chính sách lãi suất, đẩy nhanh các dự án cao tốc quốc gia, đường vành đai) và 3/ban hành quy định mới và hướng dẫn để giải quyết các vấn đề cấp bách ảnh hưởng đến nền kinh tế liên quan đến thị trường trái phiếu (Nghị định 08, Thông tư 02 & 03), Bất động sản (Nghị định 10, Nghị định 35), và lĩnh vực Năng lượng (Quy hoạch điện 8).

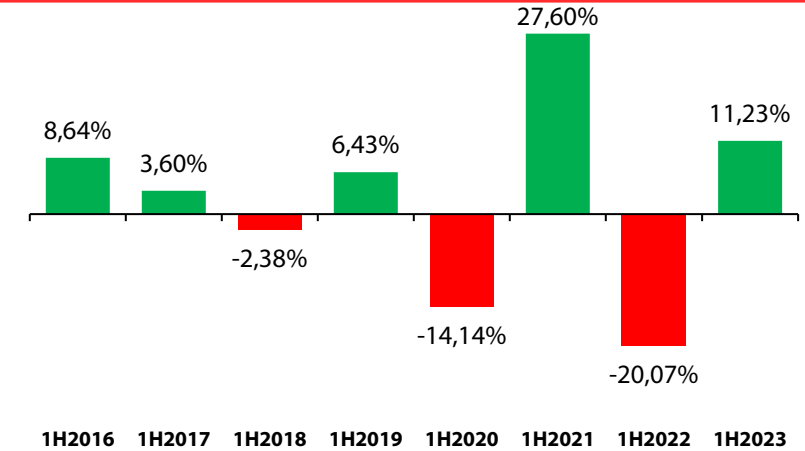


**Hình 2: Lợi nhuận của các chỉ số chứng khoán trên toàn cầu trong 6T2023**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

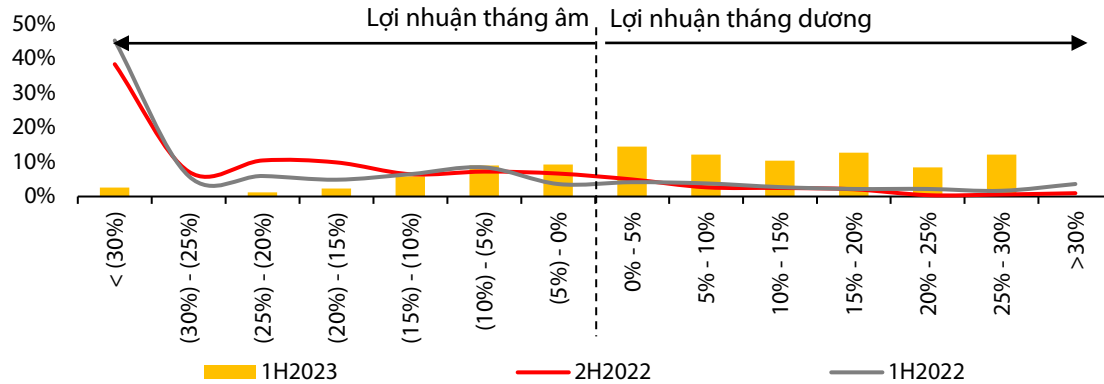
**Hình 3: Suất sinh lời của VN index trong 6 tháng đầu năm (2018-2023)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

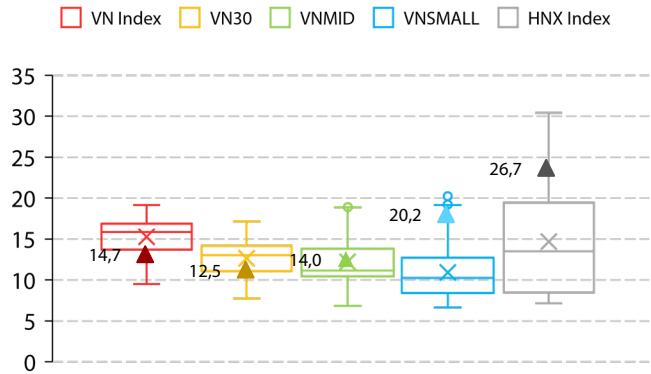
- Nửa đầu năm 2023, TTCK Việt Nam chứng kiến mức lợi nhuận tốt thứ hai trong vòng 8 năm trở lại đây khi VN Index tăng 11,23%.
- Thuộc nhóm dẫn đầu của thị trường chứng khoán toàn cầu toàn cầu (Hình 2).

**Hình 4: : Phân bố lợi nhuận cổ phiếu trên HSX và HNX- Tâm lý tích cực đã quay trở lại và lan tỏa khắp thị trường so với sự sụt giảm năm ngoái khi 70% cổ phiếu chứng kiến sinh lợi dương kể từ đầu năm**



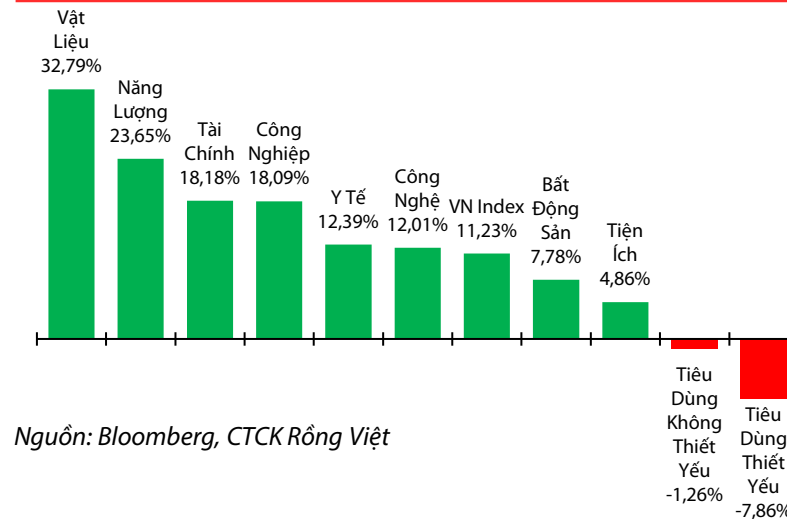
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Tuy nhiên, VNSMALL có vẻ đang được định giá quá cao**



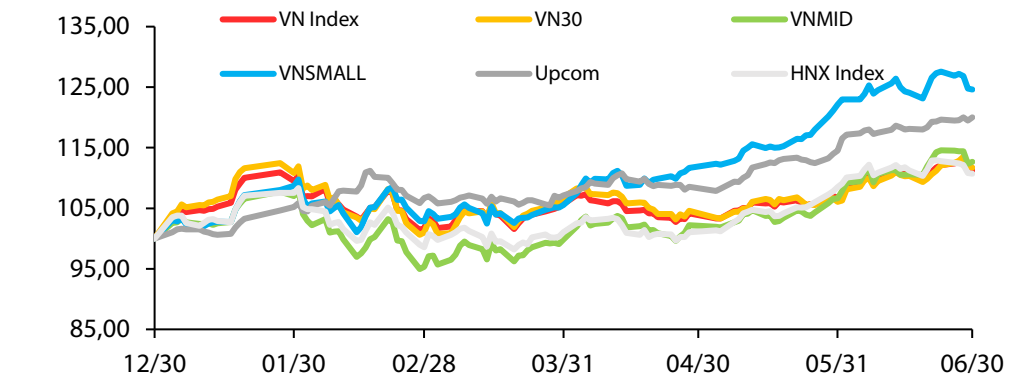
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: 6/10 ngành có hiệu suất tốt hơn VN Index**



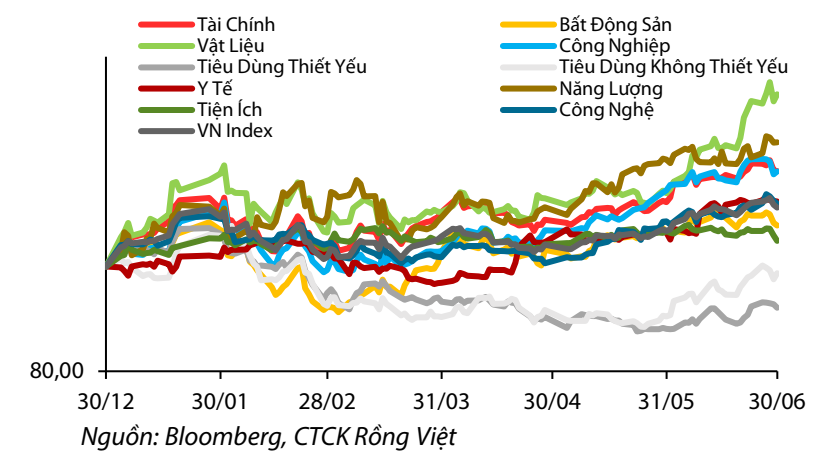
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: VNSMALL vượt trội so với các rổ chỉ số còn lại**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Nhóm Vật liệu đã bứt phá trong tháng 6 bỏ xa những ngành khác**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 9: Giá trị giao dịch hàng ngày (tỷ đồng) qua hình thức khớp lệnh – Đạt đỉnh từ 2021 đến 1H2022, rồi ổn định ở mức cao mới trong lịch sử thành lập**

|                | VN Index | VN30  | VNMID | VNSMALL | Upcom | HNX Index |
|----------------|----------|-------|-------|---------|-------|-----------|
| <b>Thg6-23</b> | 15.002   | 5.283 | 7.203 | 1.989   | 751   | 1.751     |
| <b>Thg5-23</b> | 10.278   | 3.349 | 5.006 | 1.566   | 533   | 1.449     |
| <b>Thg4-23</b> | 9.764    | 3.502 | 4.573 | 1.459   | 427   | 1.252     |
| <b>Thg3-23</b> | 7.900    | 3.480 | 3.309 | 933     | 273   | 828       |
| <b>Thg2-23</b> | 8.520    | 3.570 | 3.519 | 1.175   | 391   | 1.038     |
| <b>Thg1-23</b> | 8.883    | 3.835 | 3.656 | 1.080   | 391   | 914       |
| <b>1H2023</b>  | 10.203   | 3.884 | 4.624 | 1.383   | 467   | 1.220     |
| <b>2H2022</b>  | 11.225   | 4.345 | 4.931 | 1.517   | 542   | 1.203     |
| <b>1H2022</b>  | 19.816   | 7.052 | 8.051 | 3.376   | 1.361 | 2.381     |
| <b>2H2021</b>  | 22.767   | 9.497 | 7.539 | 3.703   | 1.891 | 3.191     |
| <b>1H2021</b>  | 17.059   | 9.208 | 4.340 | 1.786   | 1.080 | 2.604     |
| <b>2H2020</b>  | 6.641    | 3.333 | 1.944 | 830     | 394   | 693       |
| <b>1H2020</b>  | 3.656    | 2.143 | 917   | 371     | 219   | 493       |
| <b>2H2019</b>  | 3.035    | 1.903 | 679   | 287     | 197   | 285       |
| <b>1H2019</b>  | 2.513    | 1.406 | 623   | 214     | 207   | 260       |
| <b>2H2018</b>  | 2.690    | 1.398 | 766   | 240     | 185   | 343       |
| <b>1H2018</b>  | 2.608    | 1.311 | 784   | 300     | 200   | 359       |
| <b>2H2017</b>  | 3.638    | 1.907 | 1.001 | 373     | 295   | 492       |
| <b>1H2017</b>  | 3.638    | 2.160 | 919   | 275     | 215   | 437       |
| <b>2H2016</b>  | 1.991    | 1.088 | 444   | 186     | 161   | 294       |
| <b>1H2016</b>  | 2.829    | 1.544 | 694   | 207     | 220   | 479       |

Giá trị giao dịch hàng ngày chạm đáy rồi sau đó phục hồi kể từ tháng Ba và tăng hoa (~40% MoM) trên cả 3 sàn giao dịch trong tháng Sáu. (Hình 9).

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, Cập nhật tại ngày 30/6/2023

Hình 10: GTGDTB ngày (tỷ đồng) qua hình thức khớp lệnh – Tiêu dùng, Tài chính và Công nghiệp có thanh khoản hàng ngày tiệm cận đỉnh lịch sử

|                                                               | Tiêu Dùng Không<br>Thiết Yếu | Tiêu Dùng Thiết<br>Yếu | Năng Lượng | Tài Chính | Công Nghiệp | Y Tế  | Công Nghệ | Vật Liệu | Bất Động Sản | Tiền Ích |
|---------------------------------------------------------------|------------------------------|------------------------|------------|-----------|-------------|-------|-----------|----------|--------------|----------|
| Thg6-23                                                       | 518                          | 1.196                  | 269        | 4.940     | 30          | 3.038 | 171       | 2.528    | 237          | 237      |
| Thg5-23                                                       | 282                          | 735                    | 258        | 3.556     | 28          | 2.248 | 124       | 1.782    | 218          | 218      |
| Thg4-23                                                       | 372                          | 750                    | 170        | 3.450     | 22          | 1.696 | 123       | 1.772    | 186          | 186      |
| Thg3-23                                                       | 227                          | 580                    | 179        | 3.199     | 16          | 1.003 | 101       | 1.067    | 178          | 178      |
| Thg2-23                                                       | 333                          | 652                    | 180        | 2.945     | 16          | 1.257 | 106       | 1.290    | 171          | 171      |
| Thg1-23                                                       | 285                          | 758                    | 185        | 3.402     | 14          | 1.349 | 111       | 1.152    | 197          | 197      |
| 1H2023                                                        | 338                          | 781                    | 208        | 3.601     | 21          | 1.781 | 123       | 1.616    | 198          | 198      |
| 2H2022                                                        | 516                          | 1.063                  | 248        | 3.521     | 20          | 1.842 | 175       | 1.759    | 281          | 281      |
| 1H2022                                                        | 813                          | 1.461                  | 479        | 5.106     | 76          | 4.044 | 331       | 3.334    | 547          | 547      |
| 2H2021                                                        | 683                          | 1.653                  | 433        | 7.513     | 108         | 3.647 | 319       | 4.163    | 507          | 507      |
| 1H2021                                                        | 450                          | 1.206                  | 442        | 6.818     | 39          | 1.891 | 245       | 2.704    | 355          | 355      |
| 2H2020                                                        | 293                          | 695                    | 153        | 2.243     | 20          | 1.095 | 132       | 1.037    | 206          | 206      |
| 1H2020                                                        | 242                          | 415                    | 122        | 914       | 21          | 452   | 113       | 594      | 118          | 118      |
| 2H2019                                                        | 195                          | 251                    | 81         | 525       | 15          | 403   | 106       | 501      | 91           | 91       |
| 1H2019                                                        | 163                          | 269                    | 121        | 563       | 20          | 415   | 49        | 471      | 134          | 134      |
| 2H2018                                                        | 170                          | 406                    | 98         | 914       | 21          | 443   | 50        | 552      | 74           | 74       |
| 1H2018                                                        | 215                          | 553                    | 134        | 1.725     | 36          | 647   | 122       | 1.173    | 122          | 122      |
| 2H2017                                                        | 169                          | 345                    | 104        | 599       | 36          | 622   | 91        | 667      | 74           | 74       |
| 1H2017                                                        | 130                          | 316                    | 133        | 390       | 31          | 593   | 50        | 428      | 55           | 55       |
| 2H2016                                                        | 136                          | 398                    | 51         | 181       | 31          | 374   | 44        | 490      | 48           | 48       |
| 1H2016                                                        | 127                          | 275                    | 64         | 228       | 20          | 326   | 36        | 193      | 87           | 87       |
| Tương quan<br>tháng 6 so với<br>thời điểm đỉnh<br>thanh khoản | 64%                          | 72%                    | 56%        | 66%       | 27%         | 75%   | 52%       | 61%      | 43%          | 43%      |

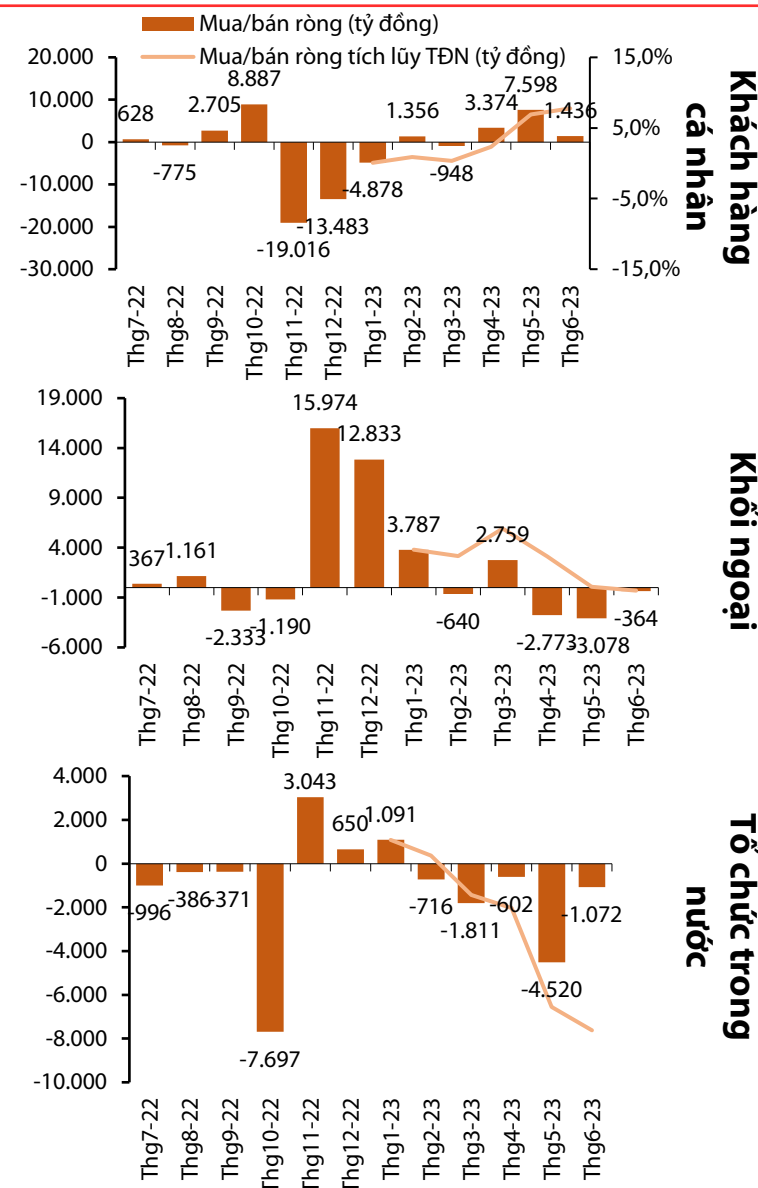
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, Cập nhật tại ngày 30/6/2023

**Hình 11: GTGD tháng trên HSX trong 6T2023**

|                                                       | NĐT Cá Nhân   | NĐT Tổ chức   | NĐT Nước ngoài | Tổng GTGD     |
|-------------------------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>Thg6-23</b>                                        | 635.837       | 55.083        | 57.129         | 374.025       |
| <b>Thg5-23</b>                                        | 419.861       | 34.698        | 36.431         | 245.495       |
| <b>Thg4-23</b>                                        | 378.464       | 30.247        | 38.435         | 223.573       |
| <b>Thg3-23</b>                                        | 338.568       | 31.624        | 55.418         | 212.805       |
| <b>Thg2-23</b>                                        | 319.625       | 33.317        | 51.788         | 202.365       |
| <b>Thg1-23</b>                                        | 277.797       | 25.203        | 37.811         | 170.405       |
| <b>1H2023</b>                                         | 395.025       | 35.029        | 46.168         | 238.111       |
| <b>2H2022</b>                                         | 478.102       | 44.517        | 54.968         | 288.793       |
| <b>1H2022</b>                                         | 679.051       | 50.085        | 62.974         | 396.055       |
| <b>2H2021</b>                                         | 929.092       | 66.268        | 70.426         | 532.893       |
| <b>1H2021</b>                                         | 613.243       | 49.084        | 68.783         | 365.555       |
| <b>2H2020</b>                                         | 276.114       | 28.358        | 36.668         | 170.570       |
| <b>1H2020</b>                                         | 134.487       | 12.914        | 29.039         | 88.220        |
| <b>2H2019</b>                                         | 104.454       | 13.101        | 22.803         | 70.179        |
| <b>1H2019</b>                                         | 91.881        | 10.821        | 26.489         | 64.595        |
| <b>Tương quan 6 tháng với thanh khoản thị trường</b>  | <b>0,9969</b> | <b>0,9800</b> | <b>0,4866</b>  | <b>1,0000</b> |
| <b>Tương quan 36 tháng với thanh khoản thị trường</b> | <b>0,9998</b> | <b>0,9906</b> | <b>0,9675</b>  | <b>1,0000</b> |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, Cập nhật tại ngày 30/6/2023

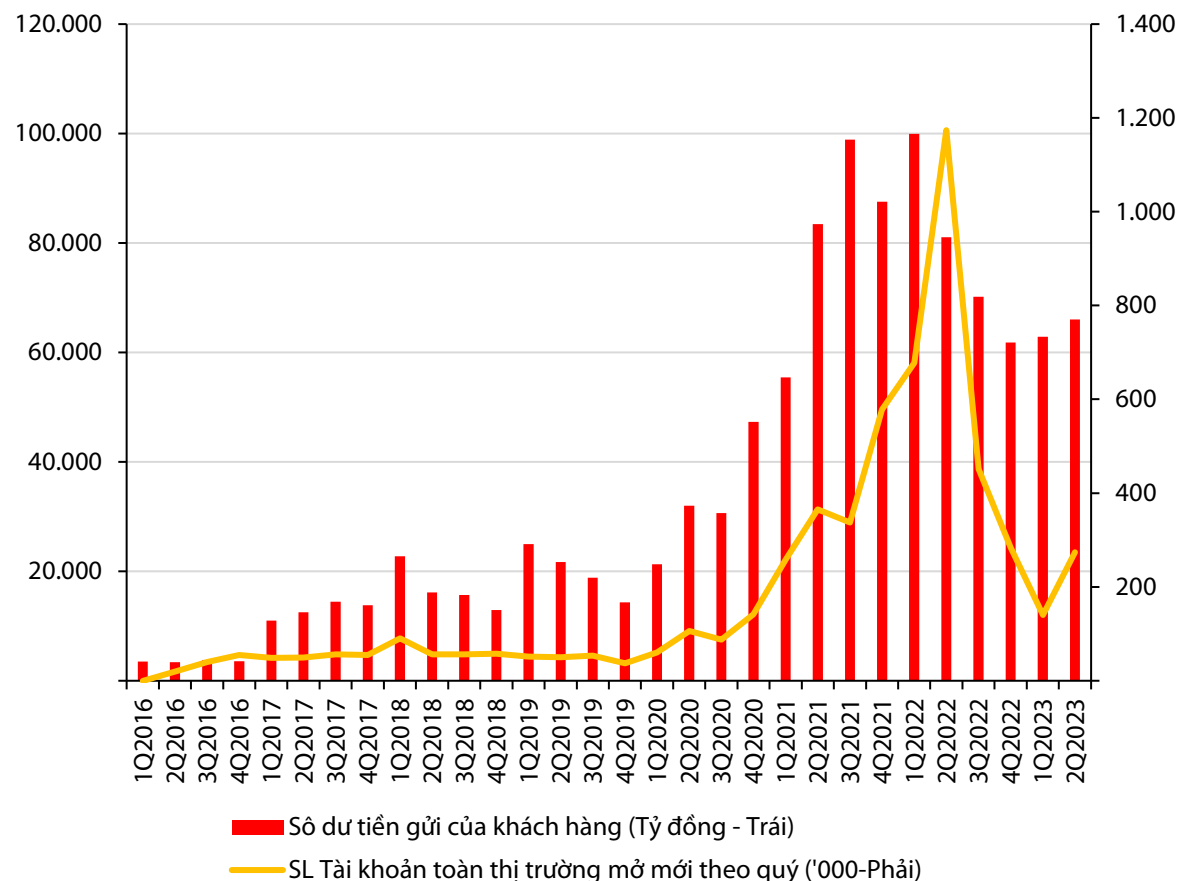
**Hình 12: Vị thế mua bán ròng của các nhóm NĐT**



NĐT cá nhân vẫn chiếm ưu thế và chiếm 80-90% thanh khoản toàn thị trường. Về giá trị tuyệt đối, giá trị giao dịch hàng tháng trong 6 tháng đầu năm 2023 cao hơn đáng kể so với thời điểm trước Covid mặc dù điều kiện vĩ mô không mấy thuận lợi. Trong đó, giao dịch của NĐT cá nhân và NĐT tổ chức trong nước tăng trưởng mạnh hơn với CARG lần lượt là 33% và 26%, trong khi thanh khoản thị trường ghi nhận CARG là 30%.

Trong nửa đầu năm 2023, sự gia tăng của các NĐT cá nhân và NĐT tổ chức trong nước về giá trị giao dịch có mối tương quan chặt chẽ với giá trị giao dịch của thị trường (hình 11), trong khi mối tương quan với thanh khoản thị trường trong một chuỗi thời gian dài hơn cho thấy sự tương đồng giữa ba nhóm NĐT này. Hàm ý rằng các NĐT cá nhân là động lực chính của thanh khoản thị trường trong nửa đầu năm 2023. Khối ngoại đã đảo chiều bán ròng kể từ tháng Tư (hình 12) tuy nhiên hiệu ứng này 1 phần là do sự trở lại mạnh mẽ của nhóm NĐT cá nhân hơn là 1 cuộc tháo chạy của khối ngoại.

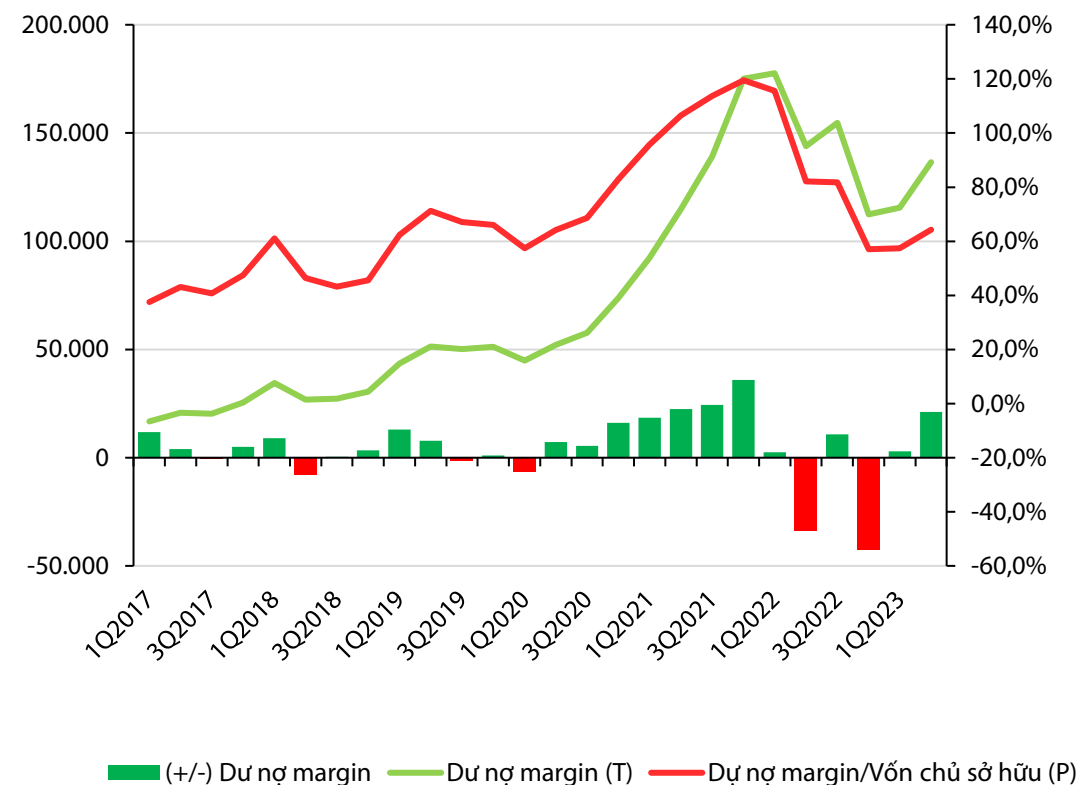
**Hình 10: Số dư tiền gửi của NĐT, cũng như số lượng tài khoản mở mới cũng đã phục hồi trở lại trong 6T2023, trị số tuyệt đối của hai đều lớn hơn đáng kể so với giai đoạn trước Covid**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

(\*) Dữ liệu được lấy từ các công ty môi giới đã công bố báo cáo tài chính Q2/2023 tính đến ngày 31/07/2023

**Hình 11: Tình hình cho vay ký quỹ cũng có xu hướng tương tự. Đáng chú ý, dư nợ cho vay tăng nhanh hơn hệ số dư nợ vay/vốn chủ, và tỷ lệ này còn cách khá xa với đỉnh lịch sử.**

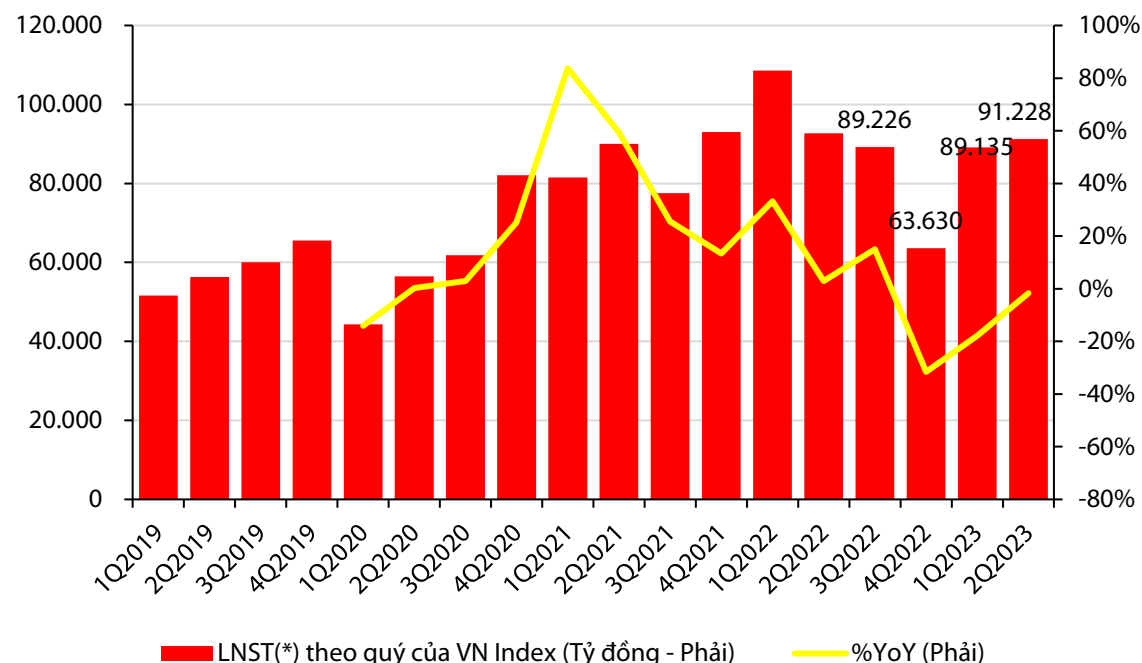


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

(\*) Dữ liệu được lấy từ các công ty môi giới đã công bố báo cáo tài chính Q2/2023 tính đến ngày 31/07/2023

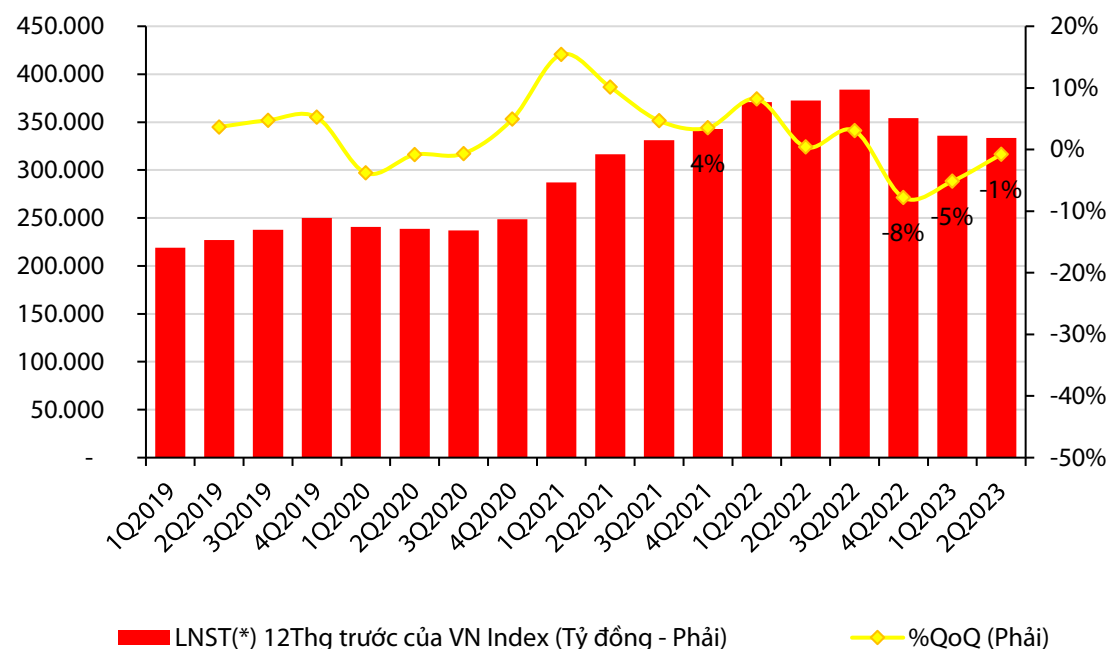


**Hình 15: LNST(\*) hàng quý đã phục hồi trong 6T2023 và đạt mức cao nhất trong bốn quý vừa qua...**



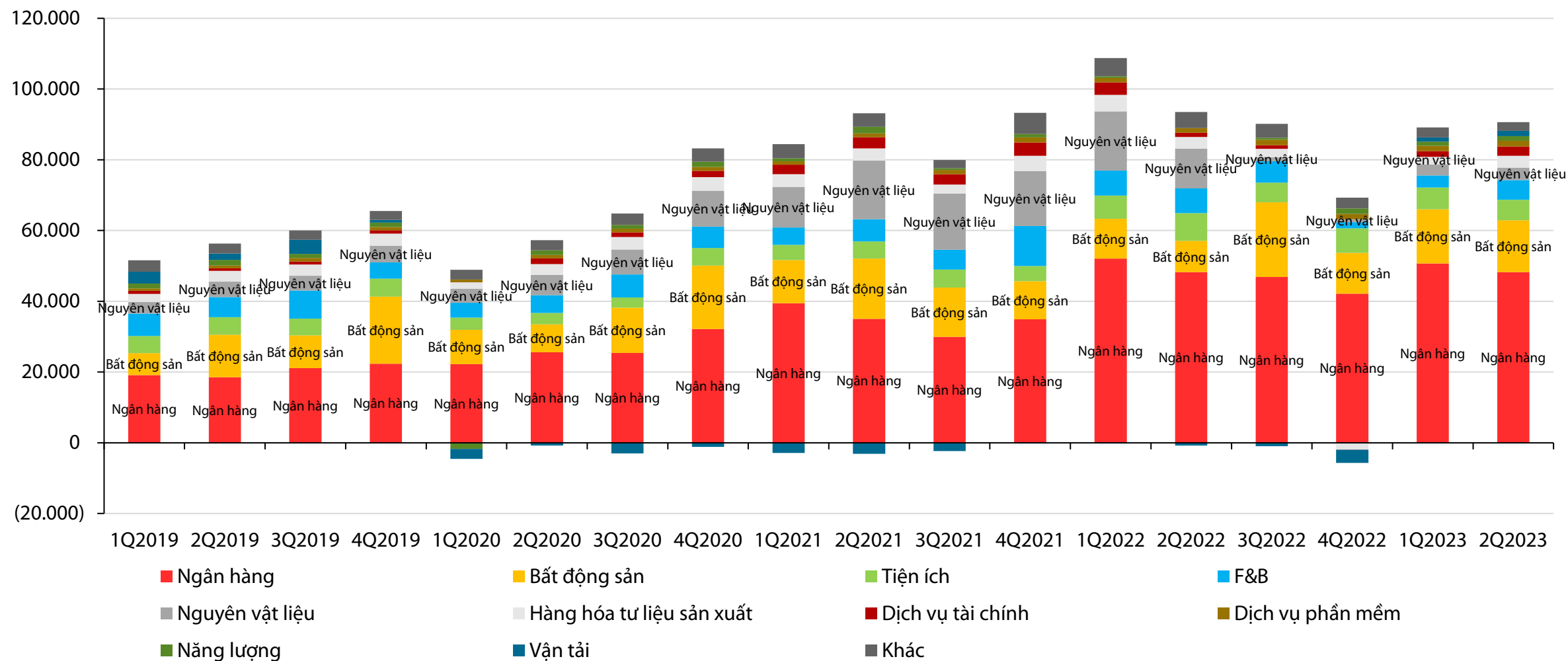
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt  
(\*) LNST của cổ đông công ty mẹ

**Hình 16: Nếu LNST hàng quý duy trì xu hướng này trong các quý tới, LNST(\*) 12Thg có thể tạo xu hướng phục hồi bắt đầu từ Q2/2023.**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt  
(\*) LNST của cổ đông công ty mẹ

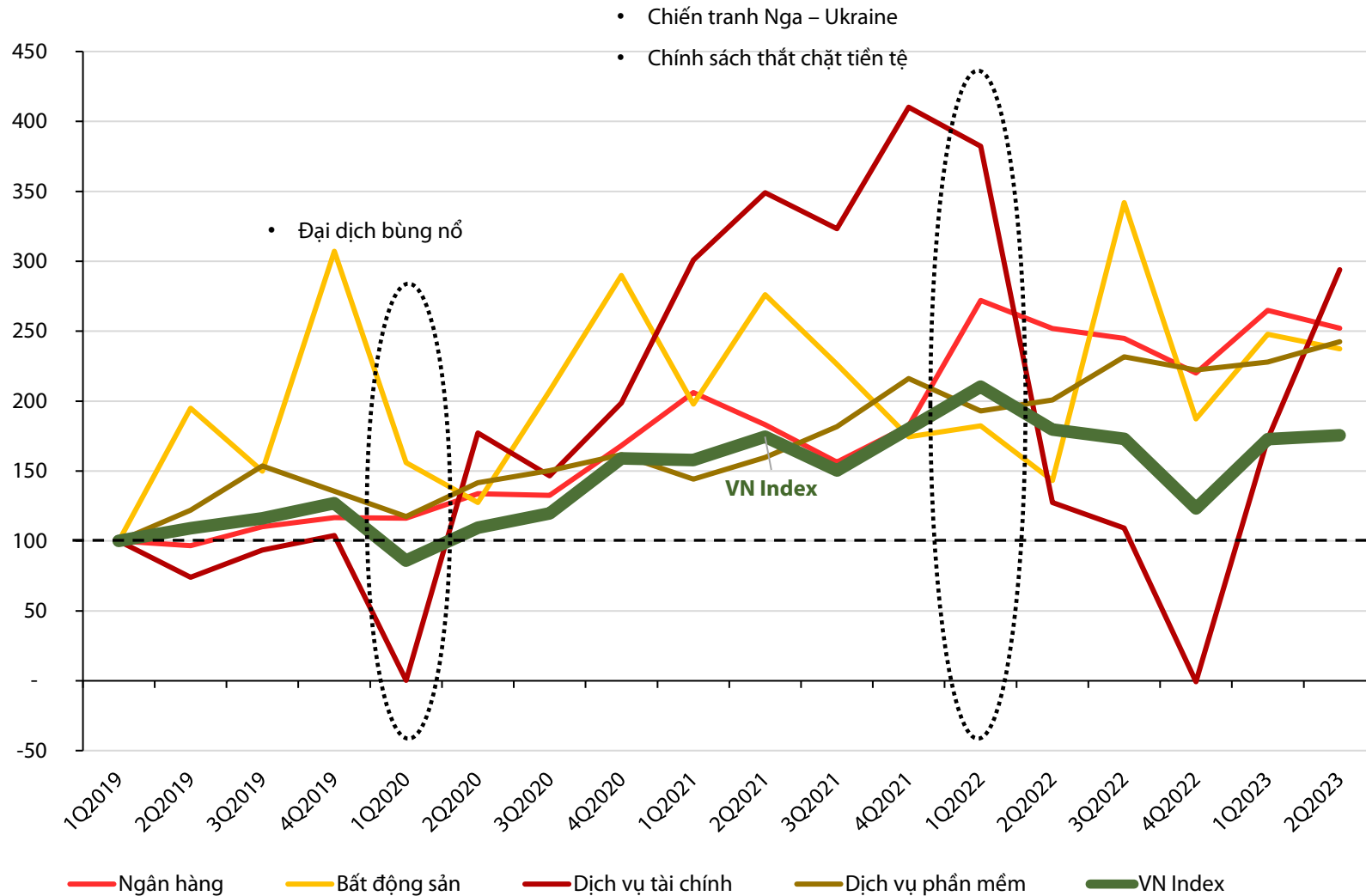
**Hình 17: Ngân hàng và Bất động sản vẫn là các trụ cột chính, trong khi nhóm Vật liệu đang cố gắng quay lại mức bình thường và Vận tải ghi nhận lợi nhuận khả quan trong 6T2023 sau thời gian bị ảnh hưởng bởi Covid-19 cũng như các chính sách thắt chặt tiền tệ.**



*Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, Dữ liệu được tổng hợp dựa trên top 10 phân ngành cấp 2 của chuẩn GICS có tỷ trọng LNST của cổ đông công ty mẹ cao nhất*

# ĐIỂM NHẤN KQKD- XU HƯỚNG LỢI NHUẬN HÀNG QUÝ THEO NHÓM NGÀNH

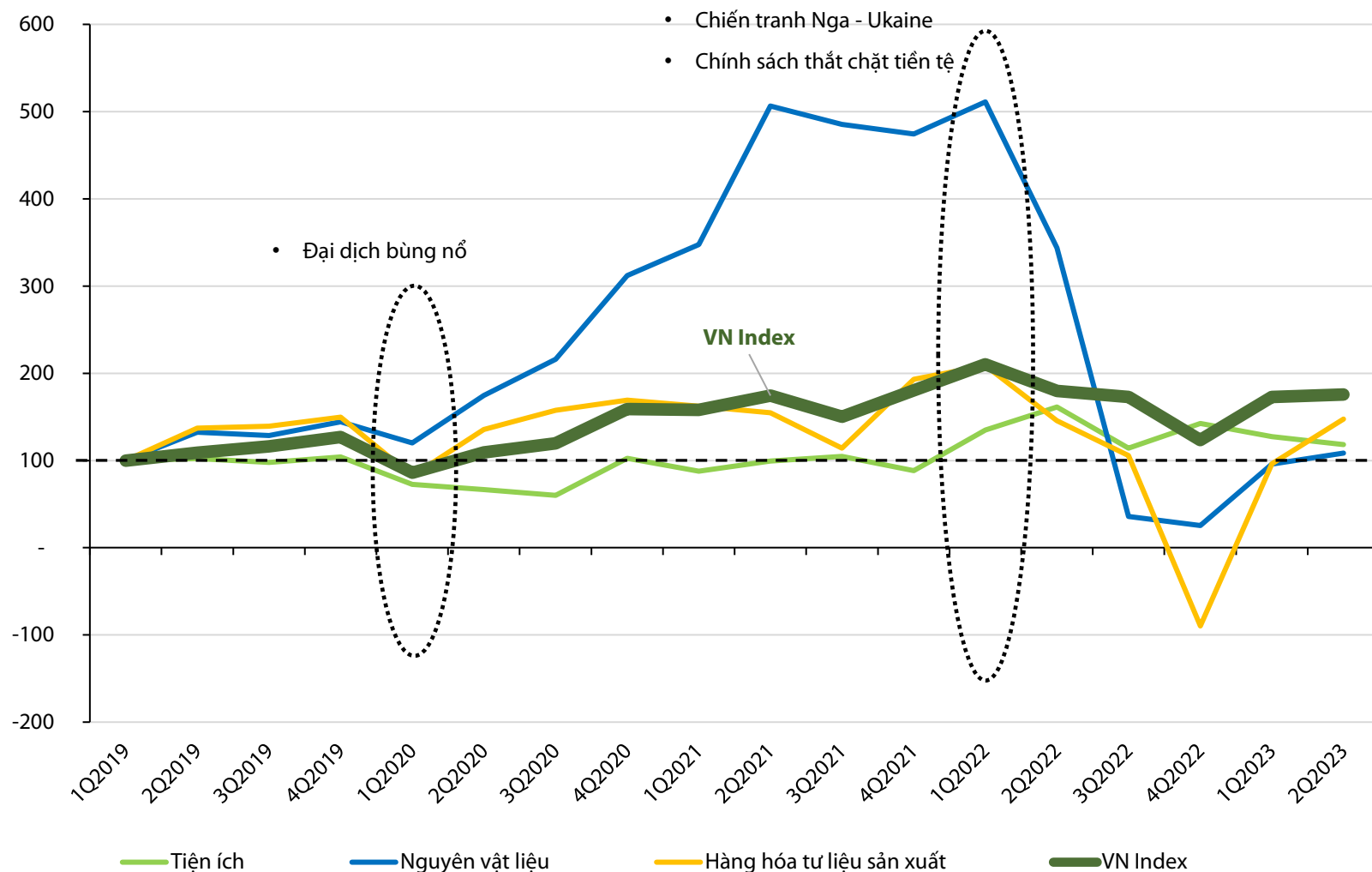
**Hình 18: Tăng trưởng thu nhập hàng quý (1Q2019-2Q2023) – Đối với những ngành có mức tăng trưởng vượt trội hơn thị trường chung...**



- Sau 18 quý, mức LNST của các nhóm ngành này đã tăng hơn “**gấp đôi**” với mức **CAGR** trung bình **+23%**.
- Dịch vụ tài chính** (CAGR +27%) và **Bất động sản** (CAGR +21%) là những ngành có mức LNST biến động mạnh nhất.
- Đáng chú ý, **Dịch vụ tài chính** ghi nhận sự sụt giảm lớn trong Q1/2020 và 3 quý cuối năm 2022. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng vẫn vượt trội so với các ngành còn lại.
- Ngân hàng** (CAGR+23%) và **Dịch vụ phần mềm** (CAGR +21%) có mức tăng trưởng ổn định hơn và duy trì xu hướng vững chắc theo thời gian.

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

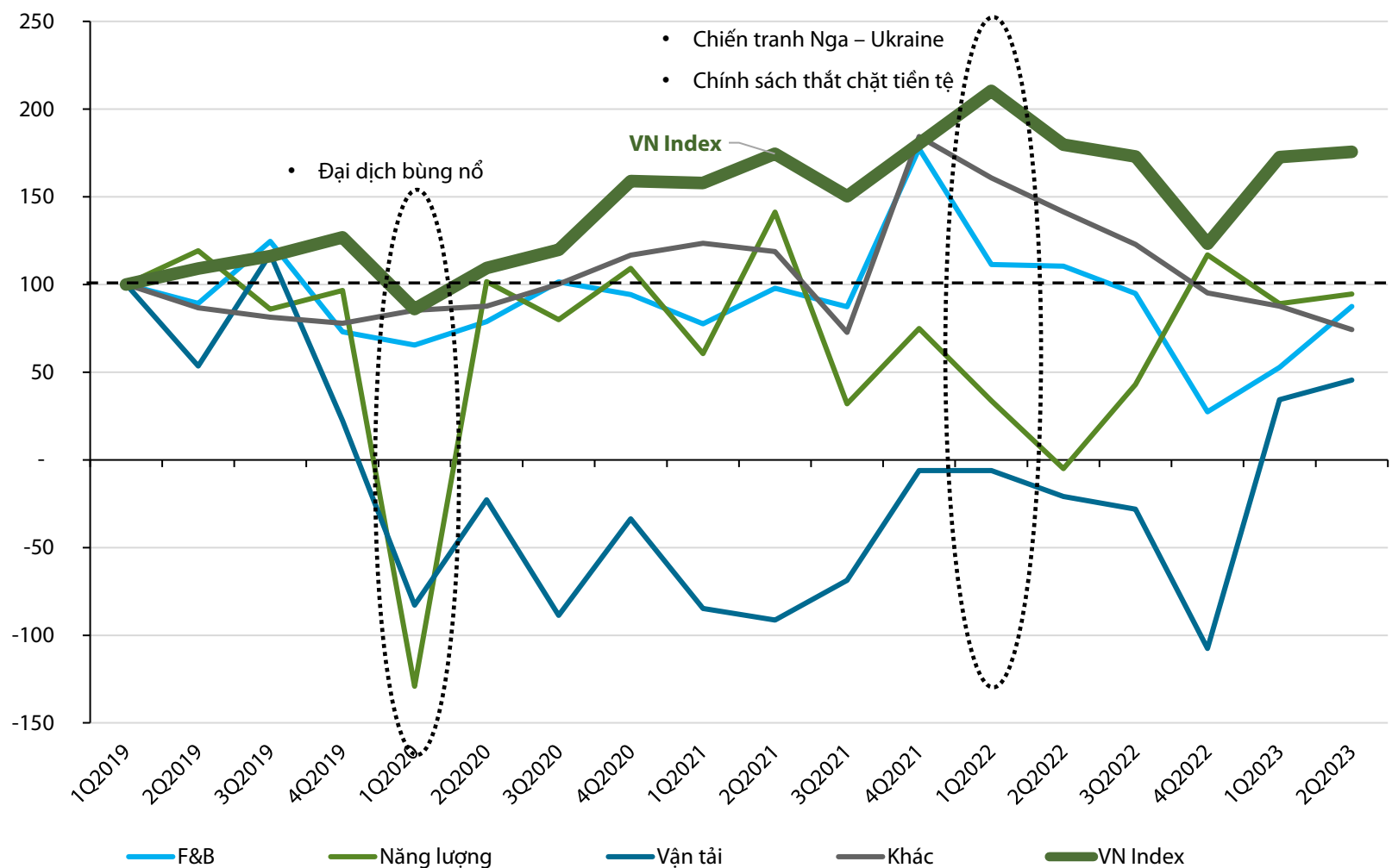
**Hình 19: Tăng trưởng thu nhập hàng quý (1Q2019-2Q2023) – Đối với những ngành có mức tăng trưởng, nhưng thấp hơn thị trường chung...**



- Sau 18 quý, mức LNST của các nhóm ngành này tăng trưởng với mức CAGR trung bình là 5%.
- Chỉ có **Tiện ích** duy trì xu hướng tăng trưởng ổn định trong giai đoạn xem xét với nhiều sự biến động do đại dịch cũng như việc đảo chiều chính sách tiền tệ, trong khi đó nhóm **Nguyên Vật liệu** và **Tư liệu sản xuất** biến động mạnh và có sự suy giảm đáng kể.
- Nguyên vật liệu** là ngành đáng chú ý, được hưởng lợi từ cú sốc gián đoạn chuỗi cung ứng trong đại dịch, cũng như chiến tranh Nga – Ukraine, sau đó suy giảm đáng kể do chính sách tiền tệ thắt chặt của các nước trên thế giới và đang có xu hướng tăng trở lại trong 6T2023.

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 20: Tăng trưởng thu nhập hàng quý (1Q2019-2Q2023) – Đối với những ngành không ghi nhận sự tăng trưởng...**



- **Vận tải** là ngành suy giảm đáng kể nhất, thu nhập ở mức âm trong giai đoạn đại dịch và chính sách tiền tệ thắt chặt, sự phục hồi về mức "Dương" chỉ bắt đầu từ 1H2023.
- **Năng lượng** biến động mạnh, nhưng phần lớn thời gian vẫn duy trì được mức lợi nhuận dương, mức biến động trung bình của nhóm nằm trong khoảng 75% của 1Q2019.
- Ngoại trừ những bất ngờ về lợi nhuận trong 2Q2022 và 4Q2023, nhóm **Thực phẩm & Đồ uống** gần như đi ngang trong cùng kỳ xem xét.
- **Các nhóm ngành khác**, chiếm 4-5% tổng thu nhập thị trường, tương đối ổn định quanh mức 100.

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



# TRIỂN VỌNG TTCK 2H2023

THỊ TRƯỜNG GIÁ LÊN ĐÃ  
QUAY LẠI

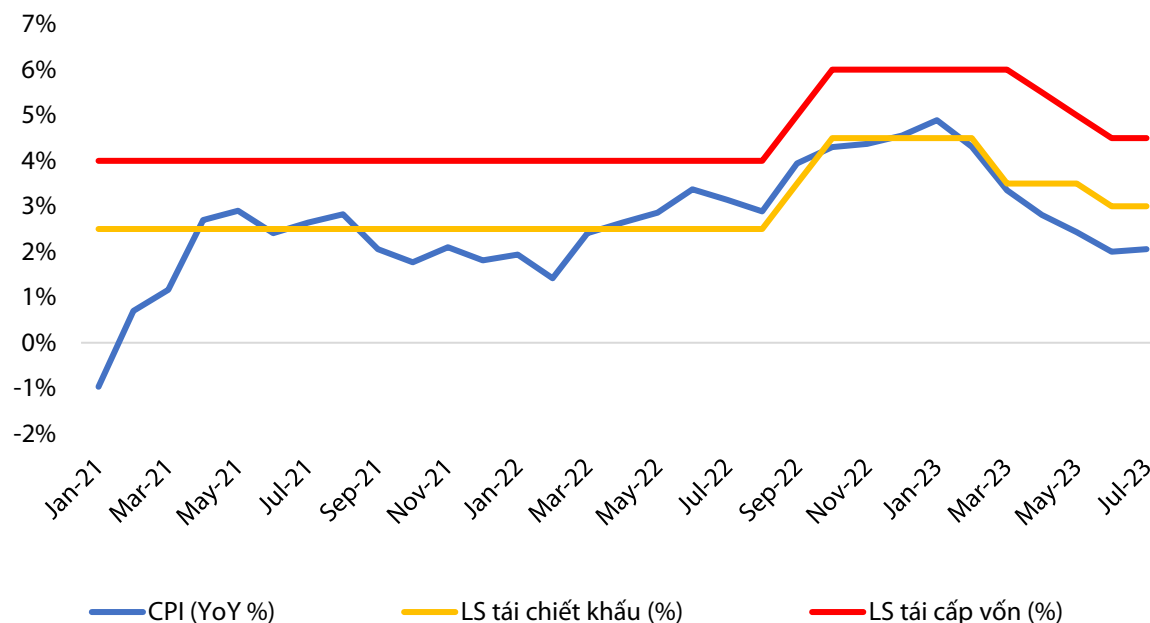


Đỗ Thanh Tùng – [tung.dt@vdsc.com.vn](mailto:tung.dt@vdsc.com.vn)



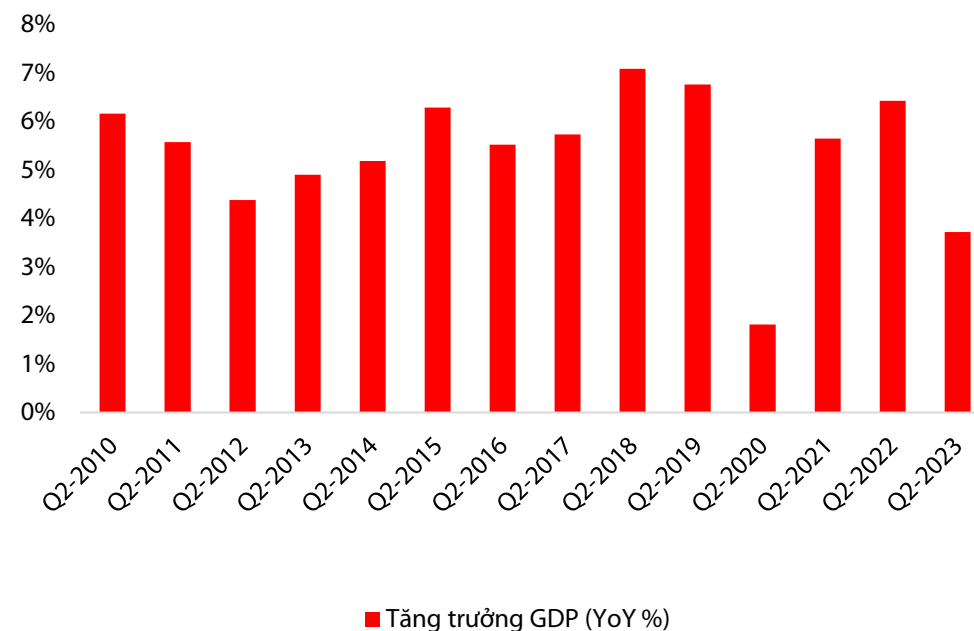
- Lãi suất điều hành đã giảm nhanh (4 đợt giảm) trong bối cảnh lạm phát không còn là nỗi lo và tăng trưởng GDP nửa đầu năm thấp nhất trong 13 năm qua.
- NHNN có thể có thêm một lần cắt giảm 50 điểm lãi suất cơ bản trong Q3/2023. Theo đó, mặt bằng lãi suất điều hành sẽ trở về mức thấp của giai đoạn Covid-19.

**Hình 1: NHNN cắt giảm lãi suất điều hành bốn lần khi lạm phát không còn là nỗi lo...**



Nguồn: GSO, SBV, CTCK Rồng Việt

**Hình 2:... và tăng trưởng GDP 6T-2023 yếu nhất kể từ 2010 (không tính 6T-2020)**



Source: GSO, CTCK Rồng Việt



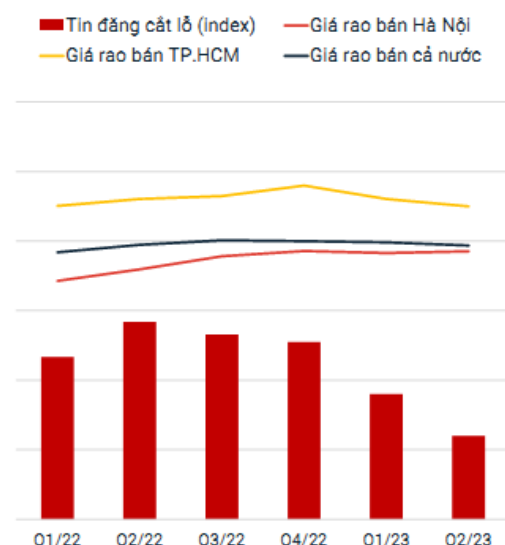
## Hình 3: Thị trường BĐS được dự báo khó sinh lời trong nửa cuối năm 2023

**Giá rao bán chung cư và nhà riêng (chủ yếu phục vụ nhu cầu ở thực) khá ổn định:** Giá rao bán và lượng tin đăng cắt lỗ chung cư và nhà riêng (Index)

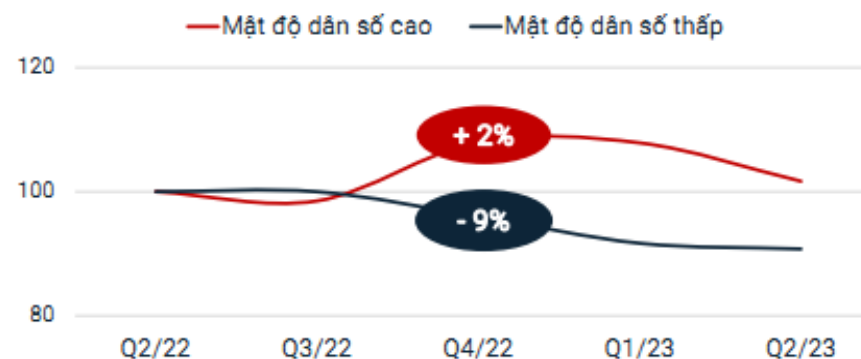
**Giá đất nền có sự phân hóa theo khu vực và được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm**

### Giá chung cư

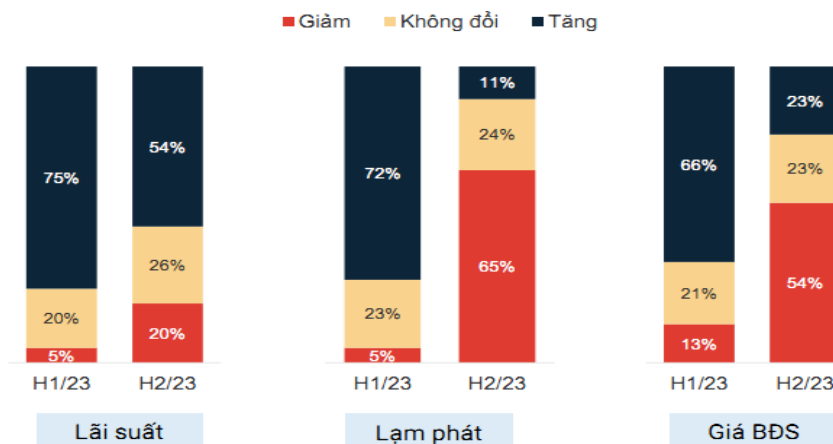
### Giá nhà riêng



### Biến động giá rao bán đất nền trên cả nước từ đỉnh 2022

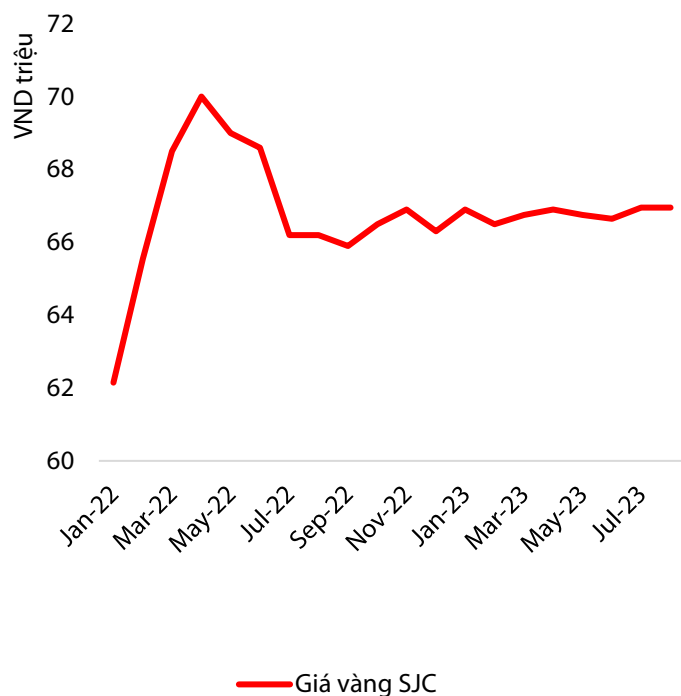


### Khảo sát tình hình thị trường BĐS trong 1 năm tới

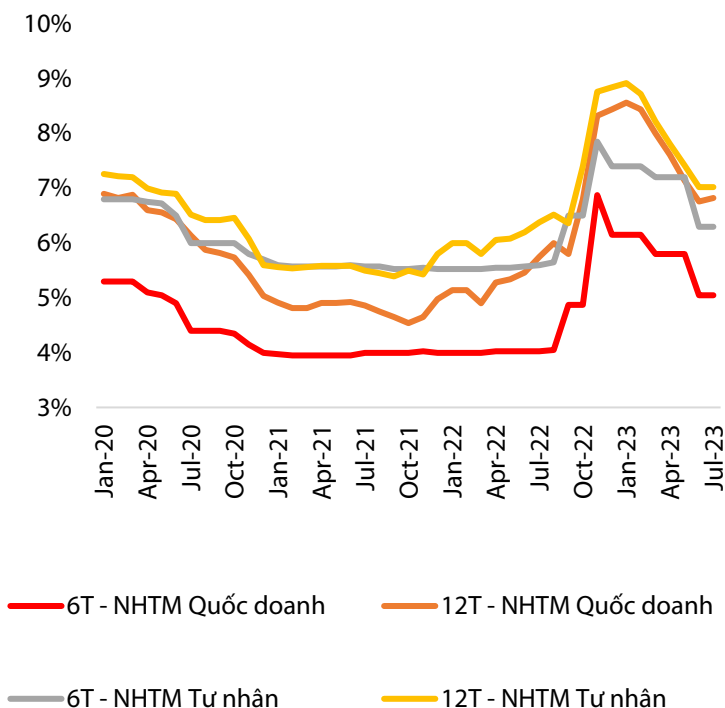


Nguồn: Batdongsan.com.vn

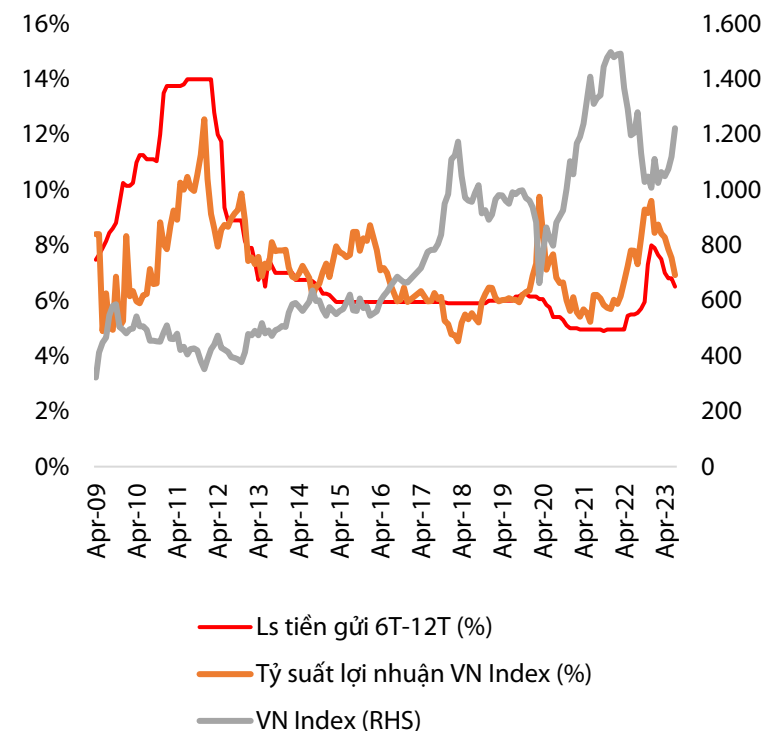
**Hình 4: Đầu tư vào vàng về cơ bản không mang lại lợi nhuận kể từ đầu năm và việc Fed quyết định duy trì lãi suất cao trong suốt năm 2023 khiến giá vàng khó có thể tăng mạnh trong nửa cuối năm.**



**Hình 5: Lãi suất tiền gửi đã giảm đáng kể 150-200 điểm cơ bản so với mức đỉnh và sẽ duy trì ở mức thấp trong thời gian còn lại của năm**



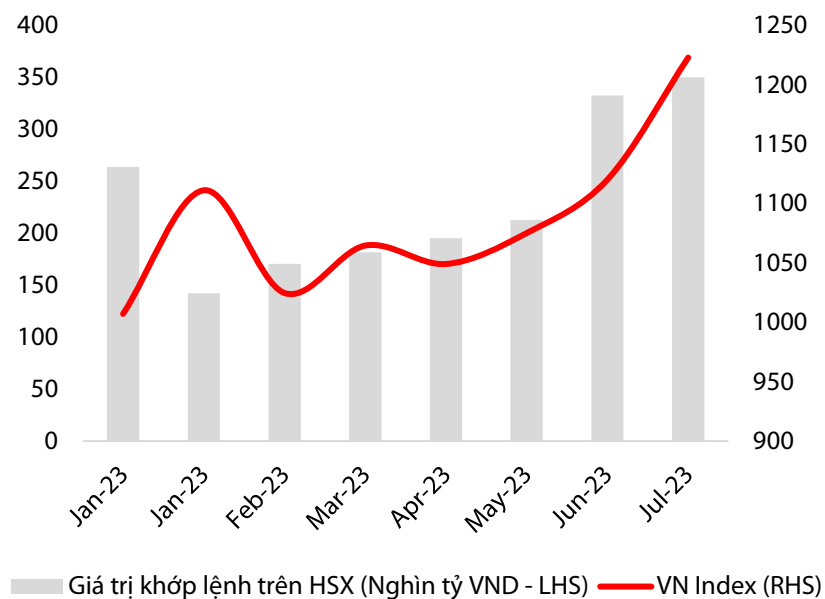
**Hình 6: Suất sinh lời của TTCK vẫn đang nhỉnh hơn lãi suất tiết kiệm**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt  
Lãi suất tiết kiệm được tổng hợp từ 4 ngân hàng quốc doanh và 5 NHTM tư nhân lớn

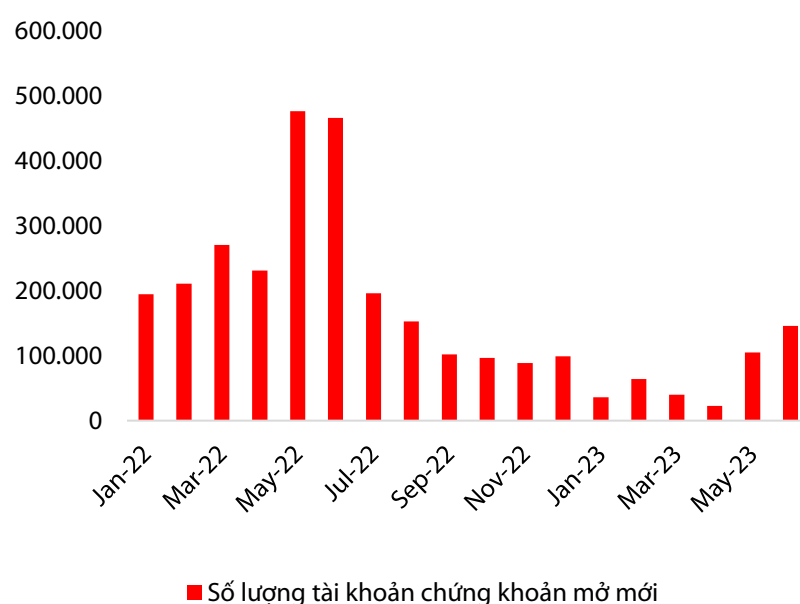
- Số lượng tài khoản chứng khoán mở mới và số dư tiền gửi của NĐT tại CTCK bắt đầu tăng trở lại. Chứng nào lãi suất còn duy trì ở mặt bằng thấp như hiện nay thì NĐT sẽ tiếp tục tái đầu tư vào TTCK, kéo theo xu hướng thị trường giá lên khó có thể bị phá vỡ trong 2H 2023.
- Trong quá khứ, môi trường lãi suất thấp cùng với việc các kênh đầu tư khác kém khả quan hỗ trợ mạnh thị trường giá lên.

**Hình 7: Thanh khoản tăng mạnh so với giai đoạn đầu năm**



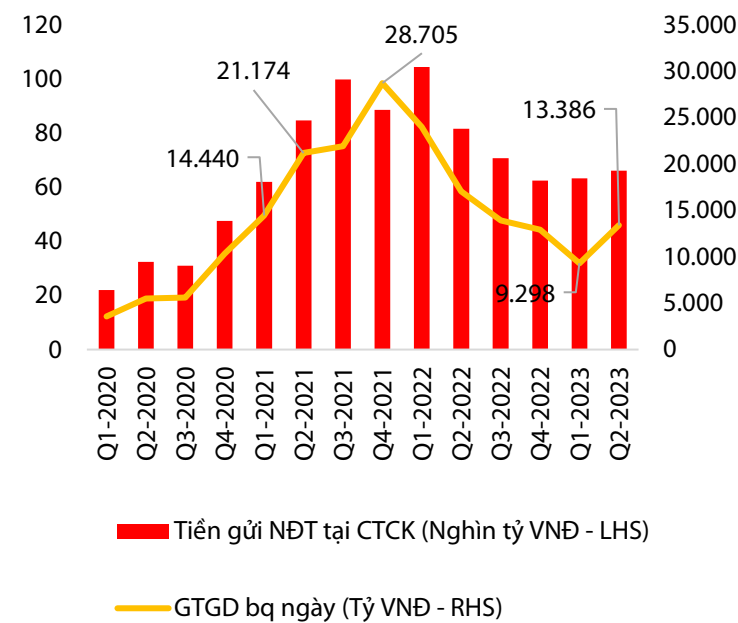
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Số lượng tài khoản chứng khoán mở mới bắt đầu tăng trở lại**



Nguồn: VSD, CTCK Rồng Việt

**Hình 9: Tiền gửi NĐT tại CTCK nhích nhẹ trong Q2-2023**

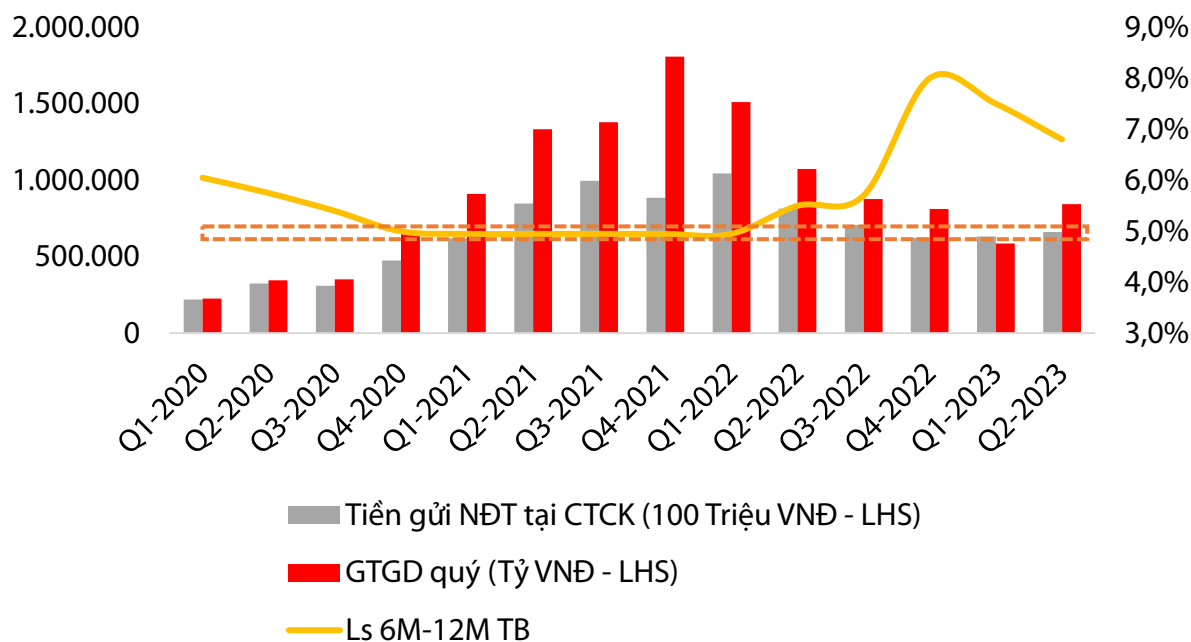


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Chúng tôi kỳ vọng VN Index sẽ dao động trong khoảng 1.180 – 1.320 cho giai đoạn cuối năm với các giả định chính như sau:**

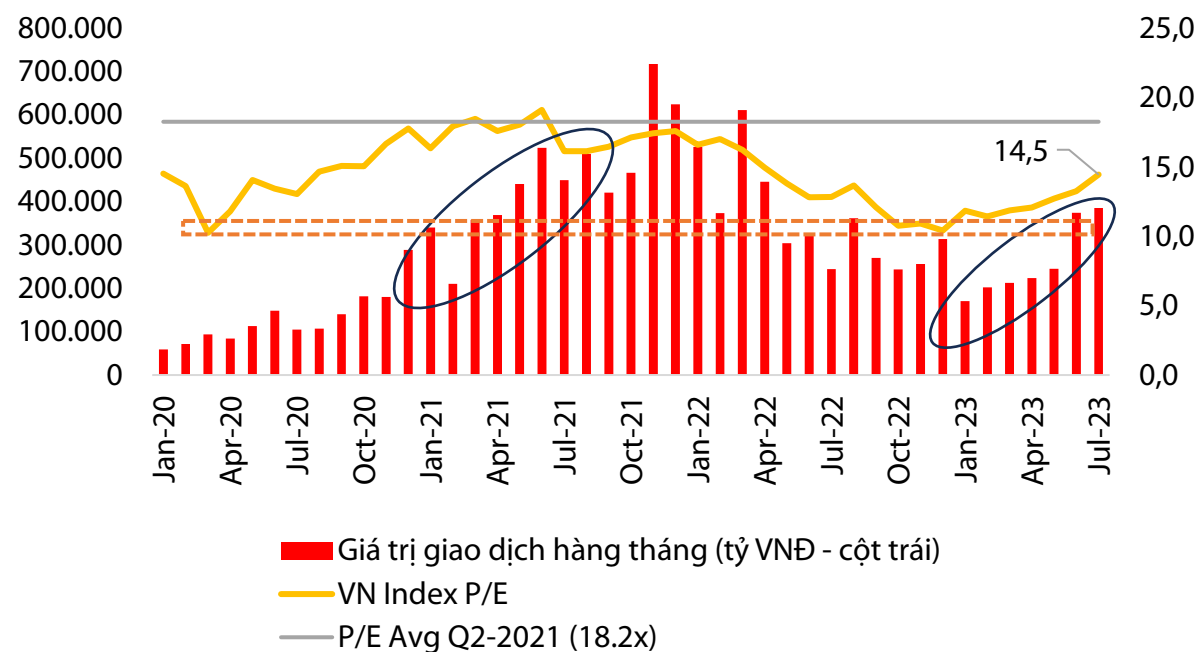
- **Thanh khoản bình quân:** Chúng tôi kỳ vọng tiền gửi VNĐ tại các CTCK từ nay tới cuối năm 2023 có thể đạt khoảng 75-80k tỷ, tăng 10k-20k tỷ so với mức cuối Q2-2023. Từ đó, thanh khoản bình quân phiên dự báo dao động trong khoảng 18-20k tỷ cho giai đoạn nửa cuối năm. Trong kịch bản tích cực nhất khi SBV tiếp tục cắt giảm lãi suất điều hành 50 bps, số dư tiền gửi VNĐ / thanh khoản bình quân ngày có thể tiệm cận của Q2-2021 lần lượt là 85k tỷ/21 nghìn tỷ.
- **Vùng định giá dự kiến từ 13x-16x, tương ứng với suất sinh lời từ 6.25%-7.6%,** vẫn đạt mức hấp dẫn tương đối so với lãi suất tiết kiệm kỳ hạn 12T. Vùng định giá này thấp hơn so với mức TB của Q2-2021 (~18x – mức định giá cao nhất trong ba năm gần nhất), mặc dù có mức độ thanh khoản bình quân kỳ vọng tương đồng.

**Hình 16: Thanh khoản tương quan với lãi suất tiền gửi, quy mô tiền gửi VNĐ**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 17: Định giá thị trường và tương quan với thanh khoản**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Đối với kỳ vọng xu hướng tăng của VN Index tiếp tục trong các tháng cuối năm, Ngân hàng được kỳ vọng sẽ tiếp tục là ngành có đóng góp lớn nhất không chỉ do vai trò quan trọng về vốn hóa thị trường mà còn do các yếu tố như (1) vốn tín dụng sẽ bắt đầu được giải ngân nhanh hơn sau khi mặt bằng lãi suất cho vay đã hạ nhiệt đáng kể, (2) định giá hiện tại (P/B: 1.6x) vẫn đang thấp hơn mức TB 3 năm (P/B: 1.9x).

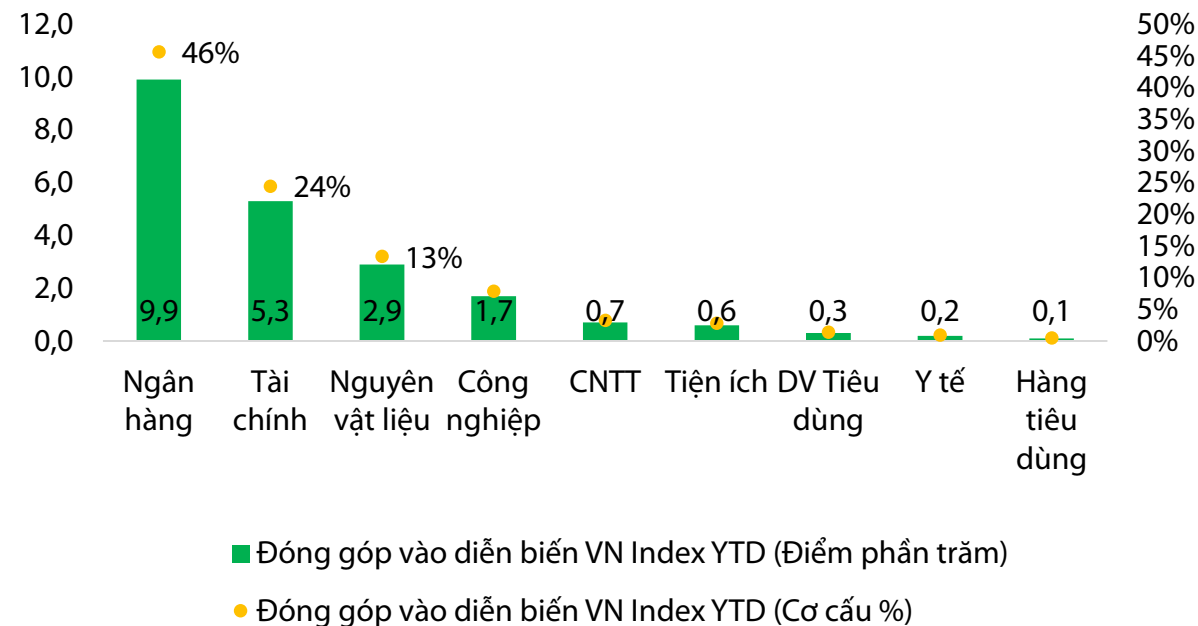
Tiếp đến, ngành Công nghiệp và CNTT có thể sẽ có mức đóng góp nhiều hơn vào chỉ số nhờ cải thiện được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong 2H-2023. Trong khi đà tăng của ngành BĐS (thuộc ngành Tài chính) có thể sẽ hạn chế trong nửa cuối năm khi giá đã tăng quá nhanh so với mức độ cải thiện của các yếu tố cơ bản, nhóm cổ phiếu Chứng khoán vẫn sẽ là một động lực tăng của thị trường nhờ hưởng lợi trực tiếp từ quy mô thanh khoản và dư nợ margin cao hơn 1H-2023.

**Hình 18: Phân tích độ nhạy định giá và tăng trưởng LN thị trường**

|            |             |             | Tăng trưởng LN T12M cuối năm 2023 so với Q2-2023 |       |       |              |       |       |       |
|------------|-------------|-------------|--------------------------------------------------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
|            | Tỷ suất     | P/E         | -15%                                             | -10%  | -5%   | 0%           | 5%    | 10%   | 15%   |
| <b>P/E</b> | 5,7%        | 17,5        | 1.237                                            | 1.309 | 1.382 | 1.455        | 1.527 | 1.600 | 1.673 |
|            | 5,9%        | 17,1        | 1.205                                            | 1.276 | 1.347 | 1.417        | 1.488 | 1.559 | 1.630 |
|            | 6,0%        | 16,7        | 1.175                                            | 1.244 | 1.313 | 1.382        | 1.451 | 1.520 | 1.589 |
|            | 6,2%        | 16,3        | 1.146                                            | 1.213 | 1.281 | 1.348        | 1.416 | 1.483 | 1.551 |
|            | 6,4%        | 15,6        | 1.101                                            | 1.166 | 1.231 | 1.296        | 1.360 | 1.425 | 1.490 |
|            | <b>6,6%</b> | <b>15,2</b> | 1.068                                            | 1.131 | 1.194 | <b>1.256</b> | 1.319 | 1.382 | 1.445 |
|            | 7,1%        | 14,2        | 1.000                                            | 1.059 | 1.117 | 1.176        | 1.235 | 1.294 | 1.353 |
|            | 7,5%        | 13,3        | 940                                              | 995   | 1.050 | 1.106        | 1.161 | 1.216 | 1.271 |
|            | 7,7%        | 13,1        | 921                                              | 976   | 1.030 | 1.084        | 1.138 | 1.192 | 1.246 |
|            | 7,8%        | 12,8        | 904                                              | 957   | 1.010 | 1.063        | 1.116 | 1.169 | 1.223 |
|            | 8,0%        | 12,6        | 887                                              | 939   | 991   | 1.043        | 1.095 | 1.147 | 1.199 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 19: Đóng góp vào mức tăng của VN Index YTD theo nhóm ngành**

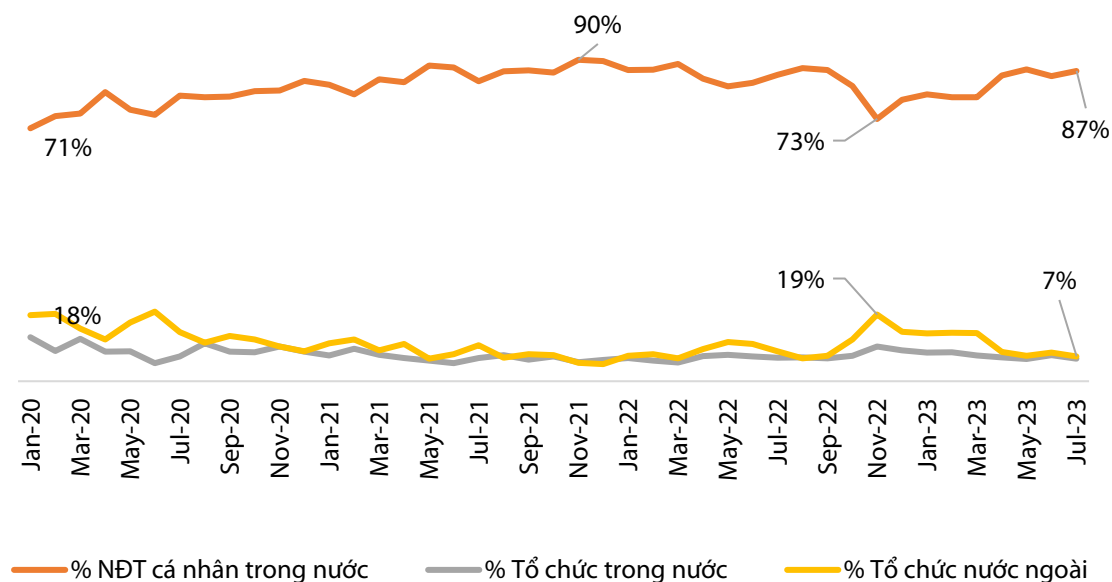


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Vận động của thị trường gần đây chủ yếu dựa trên hiệu ứng của dòng tiền và gần như “bỏ quên” các yếu tố cơ bản.** Hiệu ứng về dòng tiền có thể khiến thị trường biến động mạnh trong thời gian ngắn, và khó đoán định, nhất là khi tỷ trọng tham gia của NĐT cá nhân đang ở gần mức đỉnh như hiện nay thì tâm lý giao dịch có thể thay đổi rất nhanh. Xu hướng bán ròng từ nhóm này kéo dài trong nhiều tuần có thể là một chỉ báo trong sự thay đổi về tâm lý giao dịch theo hướng tiêu cực, và ảnh hưởng tới vùng dao động dự báo của VN Index.

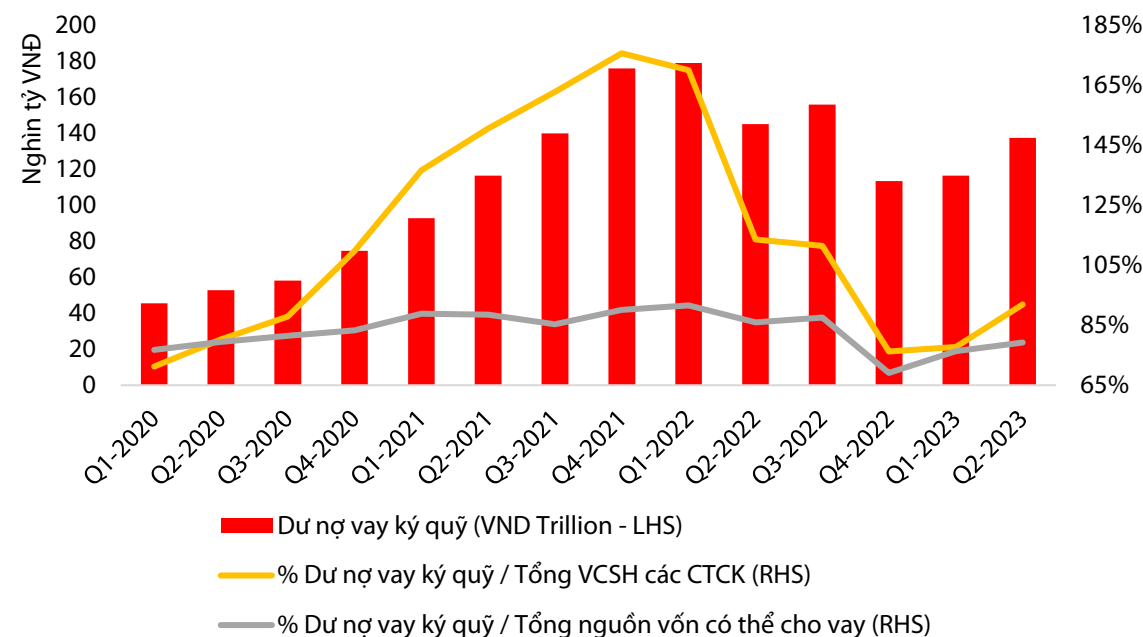
**Tỷ lệ dư nợ vay ký quỹ / tổng vốn CSH của các CTCK và nguồn cho vay margin hiện nay vẫn còn khá an toàn,** quy mô của dư nợ hiện nay (khoảng 137 nghìn tỷ) vẫn dưới mức đỉnh quá khứ khoảng 40 nghìn tỷ. Với quy mô dòng tiền và thanh khoản như kỳ vọng trên và giả định nguồn cho vay không thay đổi nhiều, mức dư nợ margin từ 170k tỷ trở lên có thể sẽ khá rủi ro cho thị trường trong nửa cuối năm.

**Hình 20: Tỷ lệ giao dịch của khối NĐT cá nhân trong nước đã tăng trở lại**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

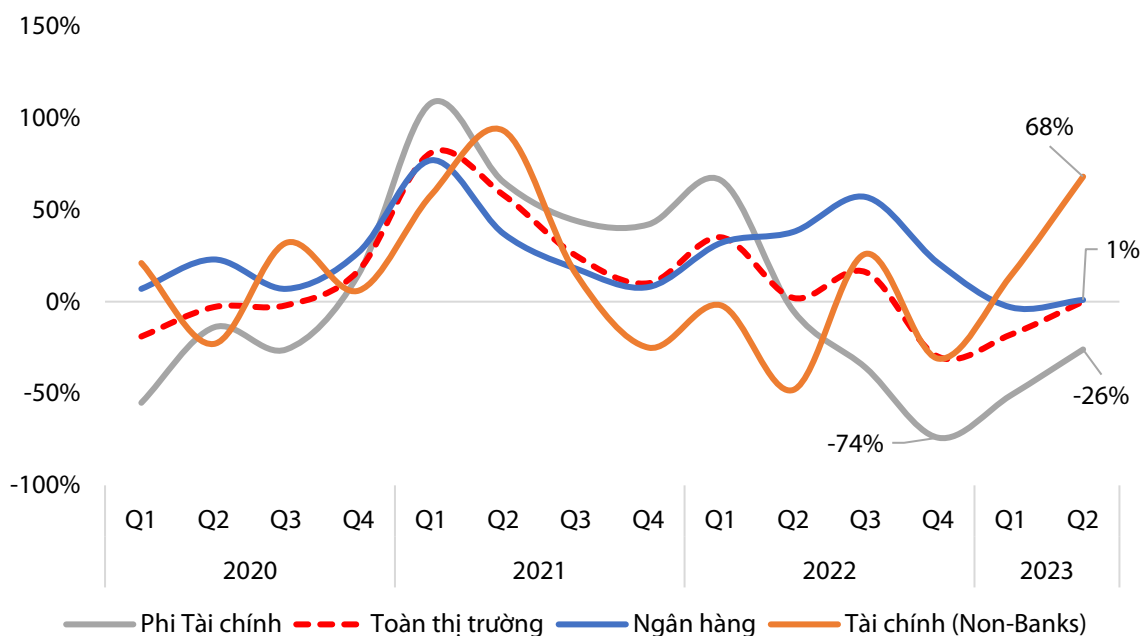
**Hình 21: Quy mô cho vay ký quỹ hiện nay chưa ở mức quá rủi ro**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

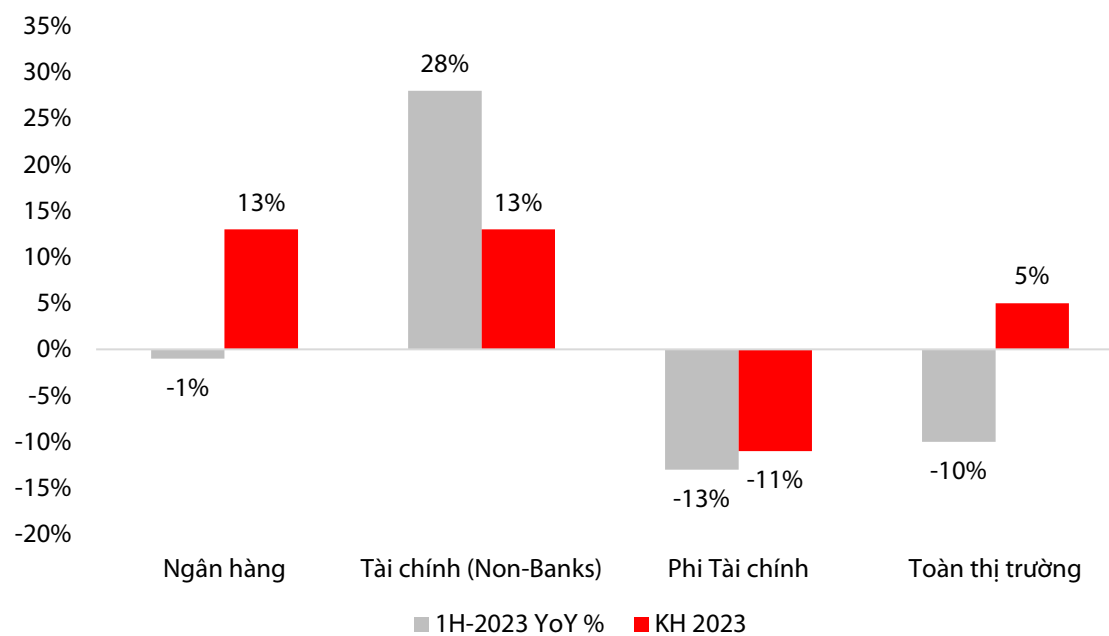
- **Xu hướng tăng trưởng đã bớt tiêu cực.** LNST Q2-2023 trên HSX đi ngang so với cùng kỳ (-0.2% YoY), sau khi giảm -30% YoY/-18% YoY trong 2 quý trước đó.
- Xu hướng này trường được hỗ trợ bởi khối Tài chính (không bao gồm Ngân hàng) +68% YoY, nhờ LN tăng đột biến từ VHM (14.5x YoY).
- Tăng trưởng LN của Ngành Ngân hàng tiếp tục ở mức thấp (+1% YoY) khi NIM giảm mạnh do chi phí vốn tăng cao trong khi tín dụng tăng trưởng yếu, chịu ảnh hưởng từ yếu tố vĩ mô kém thuận lợi. Tuy nhiên, mức nền LN thấp của 2H-2022 có thể giúp ngành này cải thiện đáng kể tốc độ tăng trưởng trong 2H-2023 qua đó tiến gần tới mục tiêu tăng trưởng LN cả năm là 13%.
- Khối phi tài chính vẫn giảm khá mạnh -26% YoY nhưng xu hướng tăng trưởng LN đang phục hồi theo mô hình chữ V.

**Hình 10: Xu hướng tăng trưởng LNST đã bớt tiêu cực**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 11: Tăng trưởng LNST 1H-2023 so với mục tiêu cho cả năm**



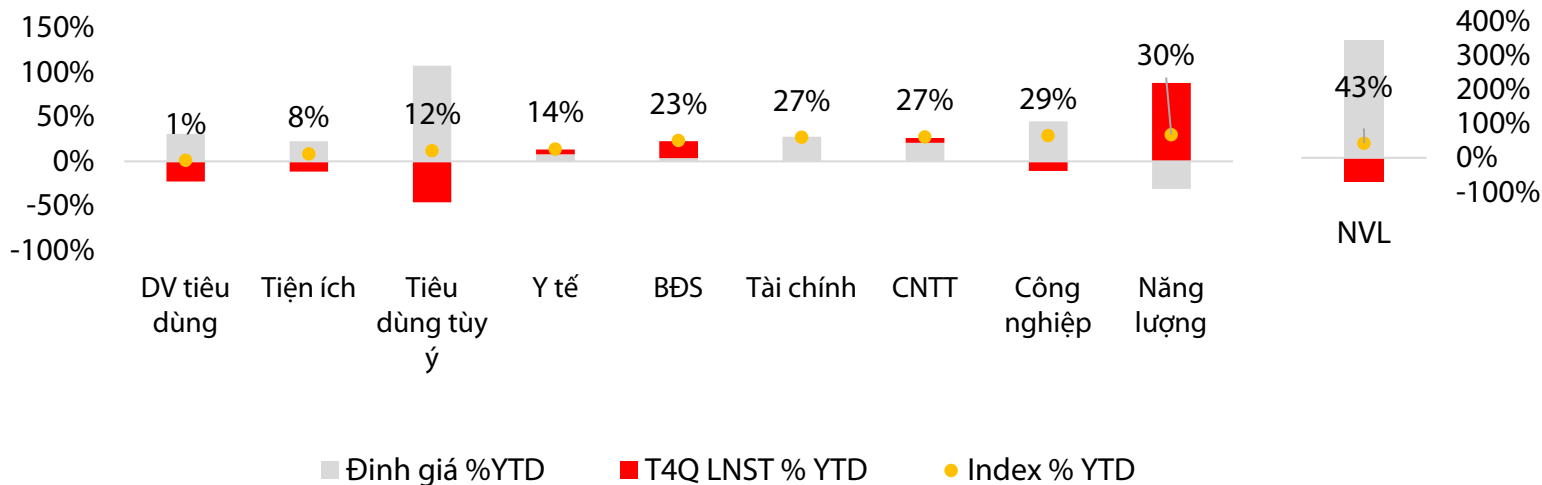
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt



**Hình 12: Tăng trưởng LNST theo ngành cấp 1 kể từ Q1-2022**

| Ngành Cấp 1         | Q1-2022 | Q2-2022 | Q3-2022 | Q4-2022 | Q1-2023 | Q2-2023 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tài chính           | -2%     | -48%    | 26%     | -31%    | 14%     | 68%     |
| Công nghiệp         | 63%     | 5%      | 47%     | -40%    | -58%    | 32%     |
| Dược phẩm và Y tế   | 26%     | 16%     | 37%     | 28%     | 30%     | 8%      |
| Công nghệ Thông tin | 55%     | 39%     | 25%     | -9%     | 3%      | 7%      |
| Ngân hàng           | 32%     | 38%     | 57%     | 21%     | -3%     | 1%      |
| Dịch vụ Tiêu dùng   | -93%    | -56%    | -55%    | -375%   | -296%   | -2%     |
| Hàng Tiêu dùng      | 41%     | 19%     | 24%     | -77%    | -48%    | -25%    |
| Tiện ích Cộng đồng  | 54%     | 60%     | 9%      | 50%     | -5%     | -26%    |
| Nguyên vật liệu     | 48%     | -40%    | -101%   | -108%   | -84%    | -72%    |
| Dầu khí             | -66%    | -106%   | -54%    | 90%     | 266%    | -1178%  |

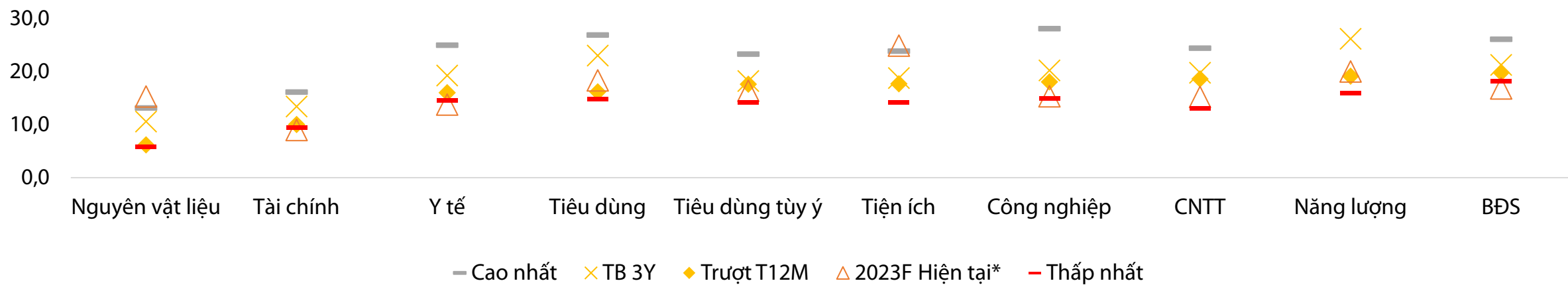
**Hình 13: Tăng trưởng LNST trượt 12 tháng, % thay đổi định giá và diễn biến chỉ số ngành**



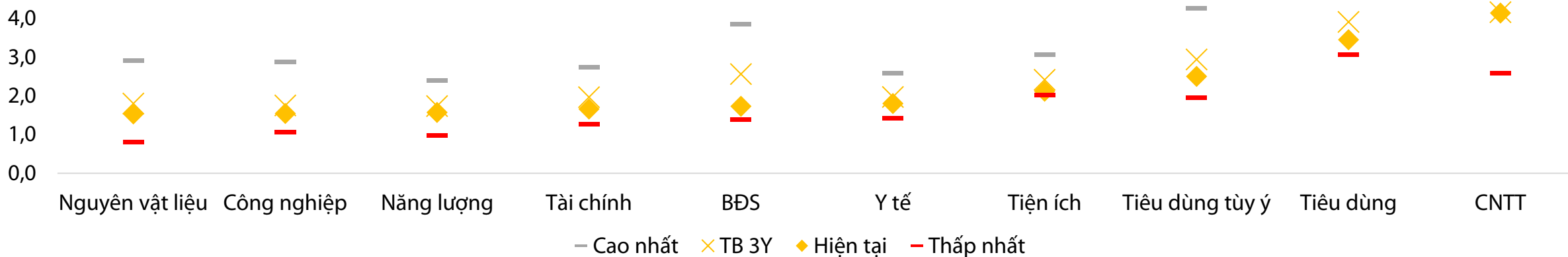
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

- **Công nghiệp và DV tiêu dùng là hai ngành có tốc độ tăng trưởng LNST hồi phục nhanh trong Q2/2023** (sau khi giảm mạnh trong Q1-2022). Cụ thể, mức tăng trưởng của ngành Công nghiệp đến các doanh nghiệp như GMD, HBC, GEX chủ yếu do ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động tài chính lớn. Đối với nhóm DV Tiêu dùng, VJC và HVN có phục hồi về LN tốt so với cùng kỳ, mặc dù LNST của MWG giảm 98% YoY.
- **Ngành Y tế tăng trưởng chậm lại trong Q2-2023** khi DHG và TRA ghi nhận tăng trưởng lần lượt 12% YoY và 4% YoY, mặc dù IMP và DBD tăng trưởng cao lần lượt ở tốc độ 71% YoY và 21% YoY.
- **Với CNTT, tốc độ tăng trưởng cải thiện nhẹ** chủ yếu đến nhờ FPT (+21% YoY) với động lực tăng trưởng đến từ mảng XK phần mềm trong khi CMG giảm tốc đáng kể (+5% YoY).
- **Ngành Hàng tiêu dùng có mức độ phục hồi còn khá chậm**, chịu ảnh hưởng bởi SAB (-30% YoY), VHC (-48% YoY), PNJ (-8% YoY), trong khi VNM duy trì tốc độ tăng trưởng 1 chữ số (6% YoY).
- Tương tự, **ngành NVL phục hồi chậm** trong quý này khi các DN thép, phân bón, hóa chất có mức giảm khá cao (-40% tới -70% YoY), chưa kể đến các DN lỗ trong quý này.

**Hình 14: Định giá P/E theo các chỉ số ngành**



**Hình 15: Định giá P/B theo các chỉ số ngành**

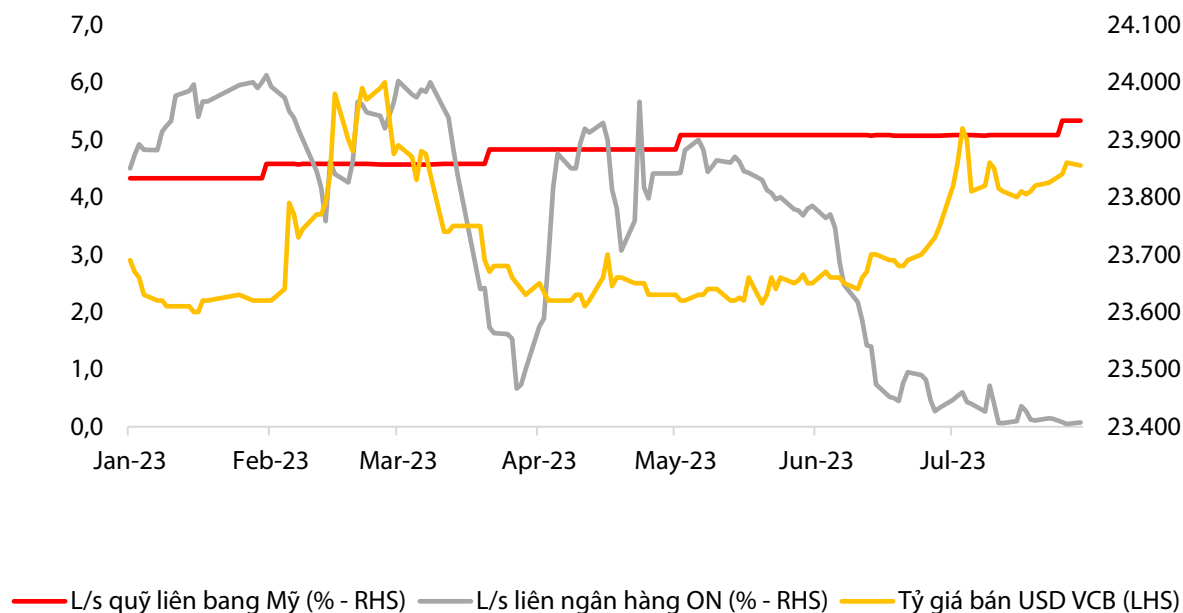


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt, \*dựa trên KH LN 2023

**Tỷ giá.** Đồng VNĐ đã mất giá khoảng 0.8% YTD. Tỷ giá biến động mạnh kể từ đợt cắt giảm lãi suất điều hành hồi tháng 5/2023, vốn đã khiến lãi suất qua đêm liên ngân hàng giảm mạnh từ 4% về mức gần 0% như hiện nay. Diễn biến này khiến khoảng cách giữa lãi suất qua đêm liên ngân hàng tại VN và lãi suất quỹ liên bang Fed (đang ở mức khoảng 5.3%) ngày càng nới rộng. Các trạng thái đầu cơ chênh lệch lãi suất sẽ gây áp lực cho tỷ giá tuy nhiên biến động tỷ giá vẫn trong tầm kiểm soát của SBV nhờ dòng thặng dư TM và dự trữ ngoại hối tăng.

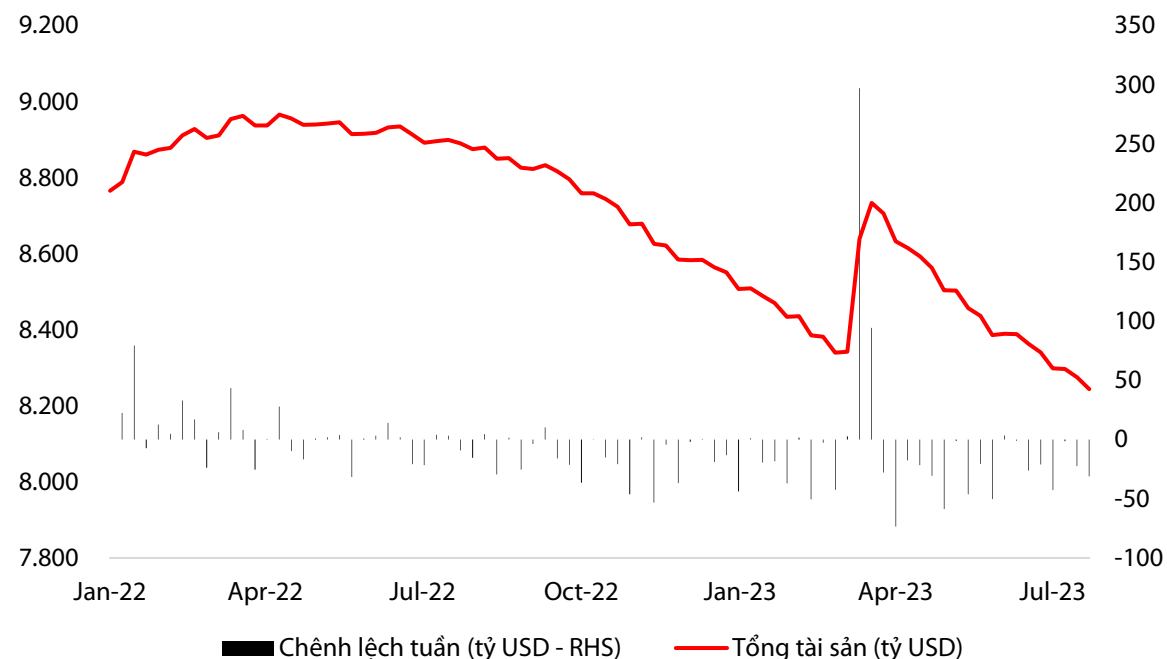
**Khủng hoảng bất ngờ tại Mỹ.** Cho tới nay, các Ngân hàng phá sản tại Mỹ chủ yếu là những ngân hàng khu vực có quy mô nhỏ dưới 200 tỷ USD, và tạm thời chưa ảnh hưởng lớn tới rủi ro hệ thống.

**Hình 22: Chênh lệch lãi suất qua đêm VND và USD đang tạo áp lực lên tỷ giá**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 23: Fed tiếp tục quá trình thu hẹp bảng cân đối, và hiện quy mô tổng tài sản đã thấp hơn mức trước khi Fed bơm tiền để giải cứu các ngân hàng hồi tháng 3-2023**



Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

# CHIẾN LƯỢC & Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ 2H 2023

## LINH HOẠT THEO DIỄN BIẾN DÒNG TIỀN



Nguyễn Thị Phương Lam – [lam.ntp@vdsc.com.vn](mailto:lam.ntp@vdsc.com.vn)



*Mức định giá thị trường được nâng lên sau khi nhà điều hành có hành động rõ ràng hơn trong điều hành kinh tế vĩ mô*

- Phần lớn các quan ngại của chúng tôi vào đầu năm đã cơ bản được giải tỏa trong nửa đầu năm: (1) Ban hành Nghị định và Thông tư sửa đổi, bổ sung và tạm ngưng thi hành một số điều của Nghị định 65, Nghị định 153, Thông tư 06 về trái phiếu doanh nghiệp, (2) Cung tiền cải thiện, lãi suất hạ nhiệt sau hàng loạt các quyết định của nhà điều hành khi a. Ban hành thông tư sửa đổi Thông tư 22 về cách tính LDR, b. Liên tiếp bốn lần thực hiện giảm lãi suất điều hành, và c. Bơm ròng trên thị trường OMO và mua ngoại tệ bổ sung dự trữ ngoại hối.
- Trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi đã khuyến nghị quý NĐT thực hiện chiến lược phòng thủ, nghĩa là hạn chế ở mức tối đa việc sử dụng đòn bẩy tài chính cho giao dịch chứng khoán. Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược hợp lý cho giai đoạn vừa qua, đặt trong bối cảnh diễn biến kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước còn nhiều yếu tố khó đoán định. Bên cạnh phân bổ một phần danh mục cho giao dịch ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng quý NĐT đã mạnh dạn tích lũy những cổ phiếu ưa thích cho mục tiêu đầu tư dài hạn như khuyến nghị trong báo cáo đầu năm.
- Cùng với chính sách tiền tệ, chúng tôi kỳ vọng chính sách tài khóa, bao gồm tăng lương cơ bản, giảm thuế phí, và đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ tiếp tục phát huy tác dụng tích cực trong nửa cuối năm. Theo sau lãi suất tiết kiệm, chúng tôi kỳ vọng lãi suất vay cũng sẽ hình thành xu hướng giảm rõ ràng hơn trong nửa cuối năm. Khi phần bù rủi ro giảm, chỉ số VNIndex sẽ được giao dịch ở vùng định giá cao hơn đầu năm. Với giả định tăng trưởng lợi nhuận năm 2023 toàn thị trường là **0%**, lãi suất phi rủi ro trong khoảng **6,3 – 7,0%**, vùng dao động hợp lý của chỉ số VNIndex sẽ trong khoảng **1.180 – 1.320** điểm.

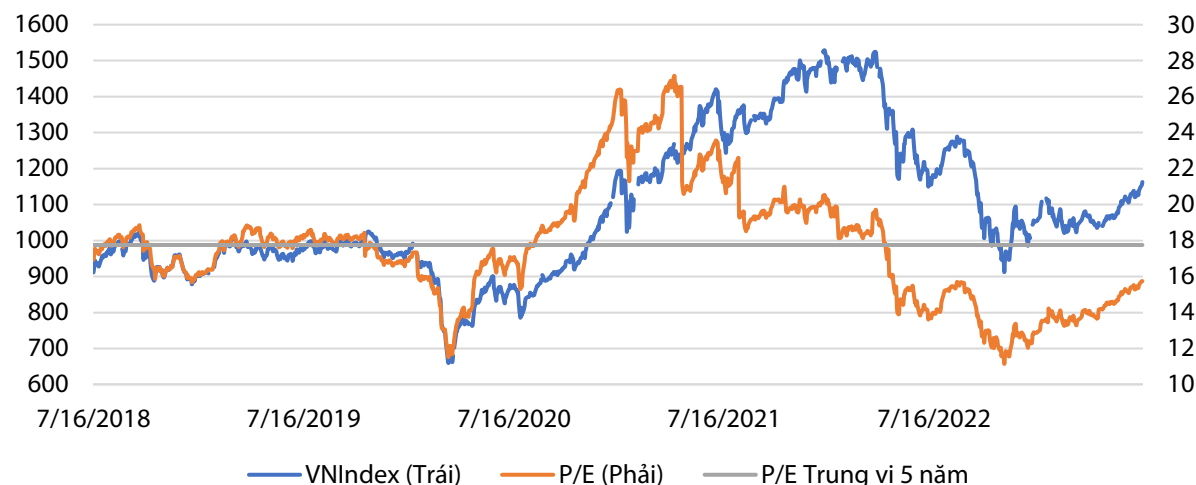
*Khi rủi ro ngắn hạn đang tạm thời được đẩy lùi, NĐT có thể cân nhắc sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức hợp lý để gia tăng hiệu quả cho danh mục đầu tư.*

- So với thời điểm đầu năm, khả năng sinh lời cho việc tích lũy cổ phiếu cho đầu tư dài hạn (khung thời gian nắm giữ trên một năm) đã giảm đi đáng kể. Hay nói cách khác, để có mức sinh lợi tốt trong tương lai, chúng tôi cho rằng lựa chọn đúng về cổ phiếu đầu tư và thời gian giải ngân là hai yếu tố quan trọng hơn, so với thời điểm đầu năm.
- Trong quá khứ, trong các giai đoạn tâm lý NĐT tích cực và gần như tháo bỏ sự phòng vệ, chỉ số VNIndex có thể được giao dịch ở mức **PE vượt 16,x** lần, tương ứng trên ngưỡng **1.320** điểm trong bối cảnh hiện tại. Tuy nhiên, khi chỉ số được giao dịch ở vùng này, thống kê cho thấy mức sinh lợi dài hạn trên TTCK **sẽ giảm dần**. Do vậy, chúng tôi cho rằng **khi kịch bản này xảy ra**, NĐT có thể cân nhắc cơ cấu danh mục theo hướng tăng tỷ trọng tiền mặt để dự phòng cho những đợt điều chỉnh mạnh của thị trường.

Thị trường đang có cả rủi ro giảm giá lẫn rủi ro tăng giá, nghĩa là nằm ngoài hợp lý 1180-1320, theo quan điểm của chúng tôi. Do vậy, chiến lược mua – bán cần linh hoạt theo diễn biến dòng tiền để tối ưu hóa hiệu quả đầu tư.

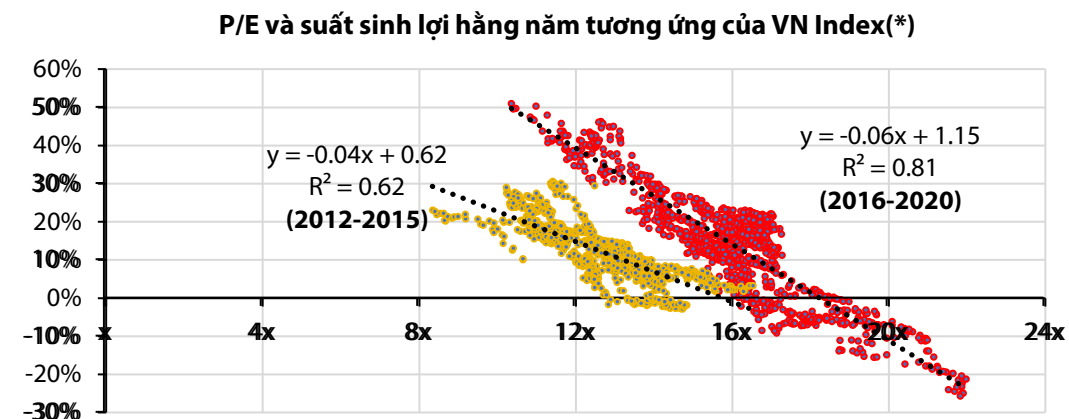
- **Rủi ro giảm giá.** Các nguyên nhân có thể khiến thị trường điều chỉnh mạnh bao gồm (1) Chiến tranh leo thang giữa Nga – Ukraine, (2) Kinh tế toàn cầu, bao gồm Việt Nam, thực tế đang phục hồi rất chậm so với kỳ vọng. Nếu xu hướng này không có sự chuyển biến rõ rệt trong nửa cuối năm 2023 – 2024, tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường có thể làm thất vọng nhà đầu tư. Chúng tôi cho rằng đây là rủi ro có xác suất xảy ra cao nhất, và (3) Sự đổ vỡ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, vốn đang được tạm thời đẩy lùi sang các năm tương lai.
- **Rủi ro tăng giá.** Trong các giai đoạn NHNN thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng, tâm lý lạc quan của của NĐT có thể đưa mức định giá thị trường lên 18.x – 20.x, tức VNIndex có thể tăng thêm **13-15%** từ mốc 1200 điểm. Ở vùng này, chúng tôi khuyến nghị quý NĐT gia tăng nắm giữ tiền mặt.

**Hình 1: Thị trường còn dư địa tăng trưởng về điểm số**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

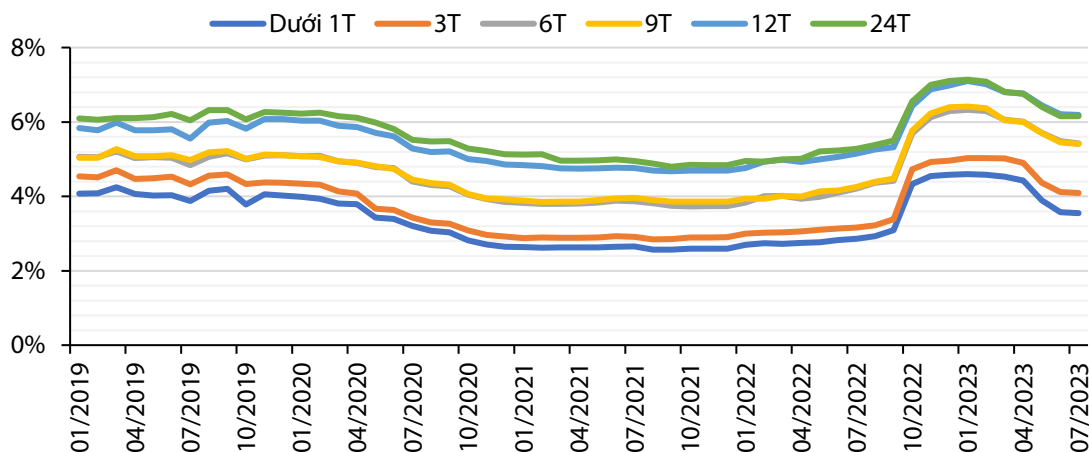
**Hình 2: Ở mức P/E trên 17.x, hiệu quả cho việc đầu tư dài hạn giảm dần; hoặc, quy mô thị trường cần lớn hơn nữa để giúp cải thiện hiệu suất**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

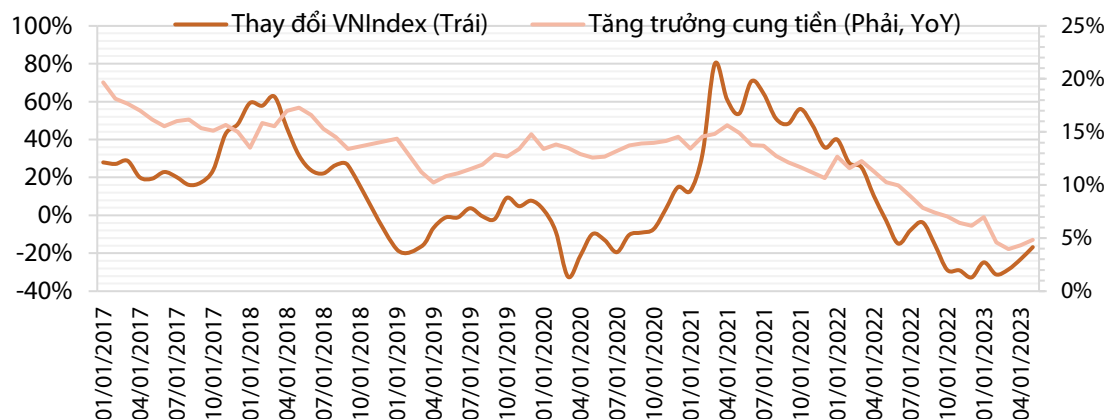
(\*): Thời gian nắm giữ là 2 năm trong giai đoạn khảo sát

**Hình 3: Lãi suất huy động đã giảm mạnh (125-150 điểm cơ bản) từ mức đỉnh thiết lập vào quý 4/2023**



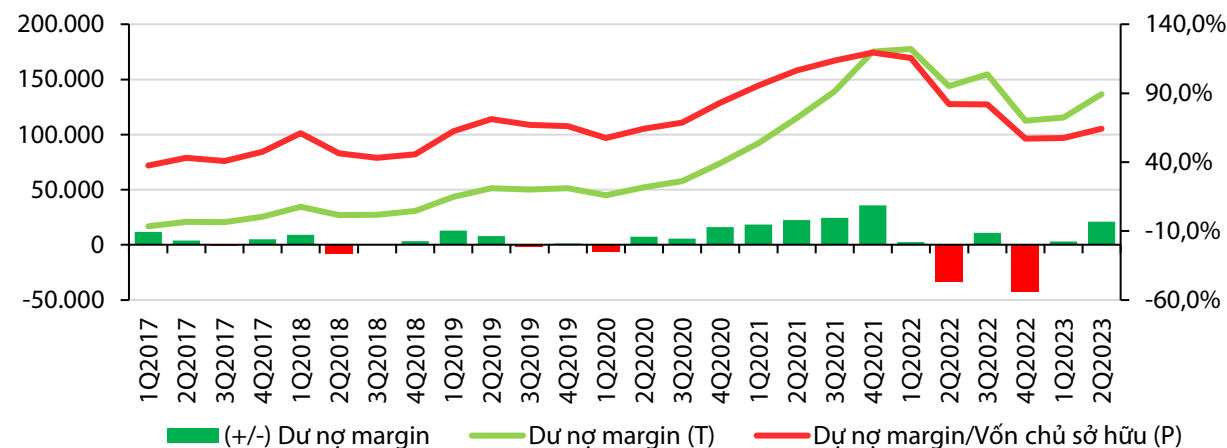
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp từ 4 NHTMNN, 4NHTMCP và 4NH nước ngoài

**Hình 5: Tương quan giữa VNIndex và tăng trưởng cung tiền**



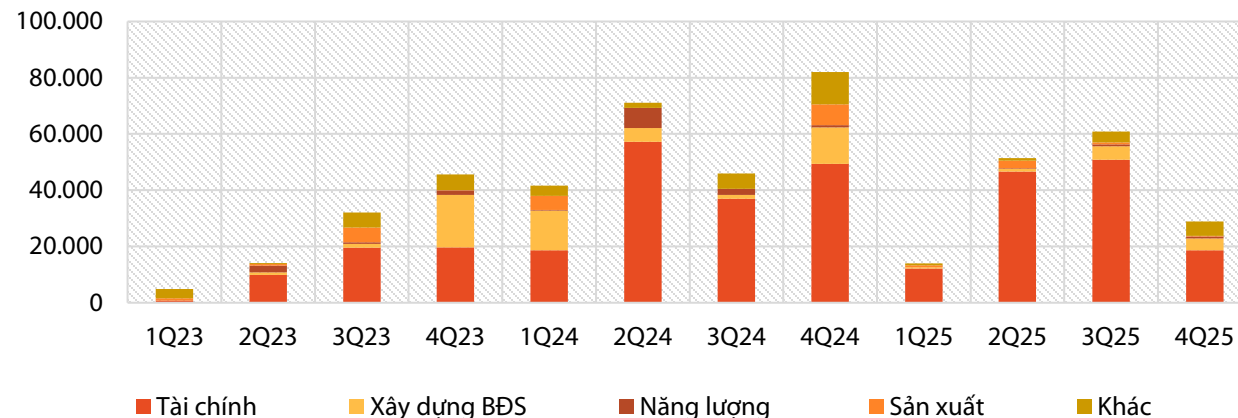
Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Dư nợ ký quỹ tăng nhanh trở lại trong quý 2/2023 nhưng vẫn ở vùng tỷ lệ an toàn**



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Áp lực trái phiếu đáo hạn được chuyển dịch sang năm 2024**



Nguồn: VBMA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

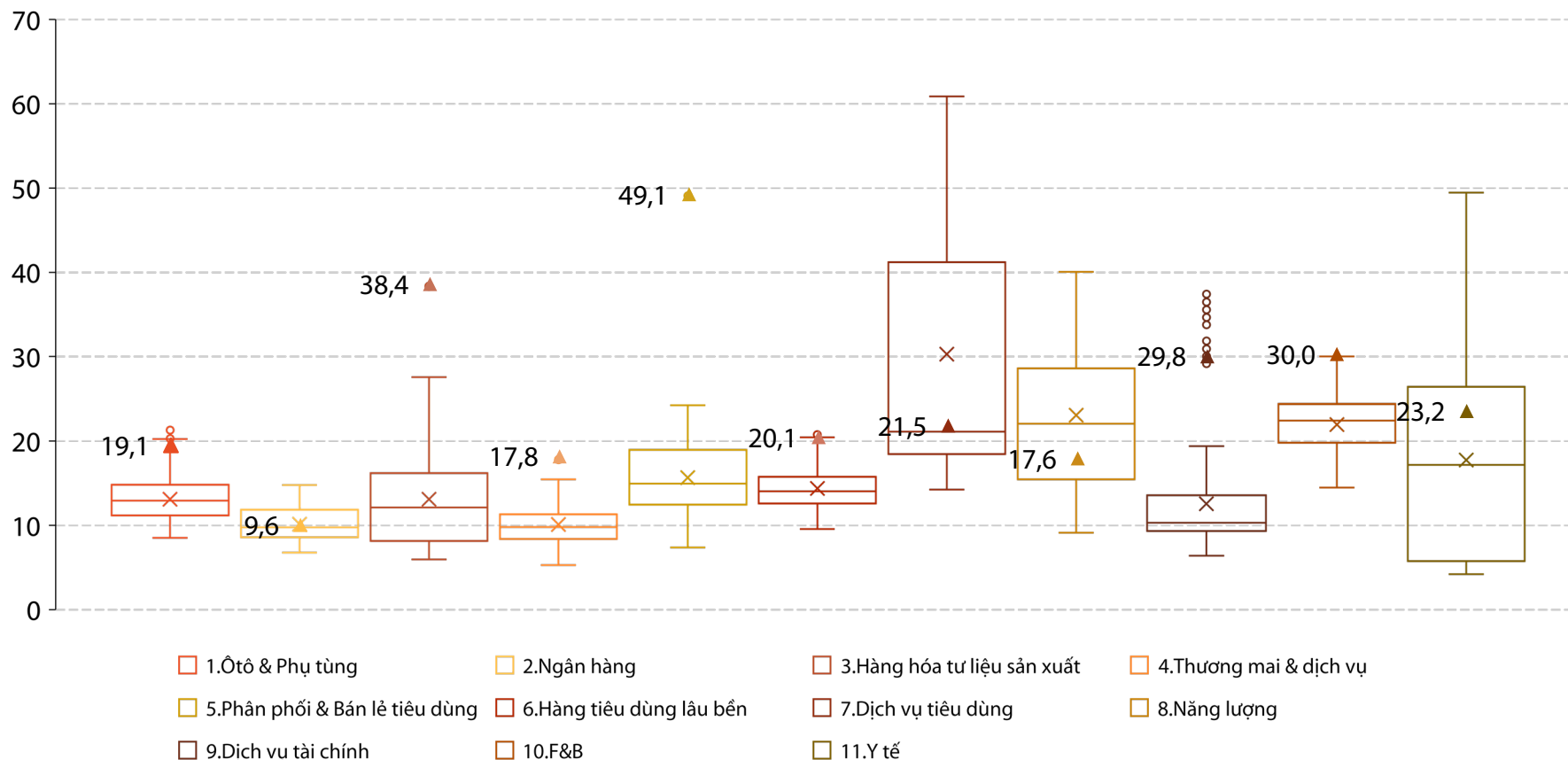


**Hình 7: Tổng lợi nhuận toàn thị trường nhìn chung đã tạo đáy trong quý 4/2022 và quý 1/2023**



- Sự phục hồi lợi nhuận khá rõ rệt ở các nhóm ngành như dịch vụ tài chính, năng lượng, vận tải, bất động sản và bảo hiểm.
- Nhóm ngành năng lượng, dịch vụ phần mềm, dược và ngân hàng là những ngành duy trì được xu hướng tăng trưởng lợi nhuận khá ổn định. Dù vậy, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của ngành ngân hàng đã chậm lại đáng kể trong hai quý gần đây do hầu hết các động lực tăng trưởng lợi nhuận đều suy yếu.
- Hàng cá nhân gia dụng, tiêu dùng lâu bền, ô tô phụ tùng, thương mại, nguyên vật liệu, và phân phối bán lẻ là những nhóm ngành mà lợi nhuận vẫn đang trong xu hướng suy giảm.

**Hình 8: Định giá P/E (trượt 4 quý, TTM) các nhóm ngành, trong khi đó, hầu hết đang cao hơn mức P/E trung vị trong ba năm gần nhất. Điều này cho thấy, không chỉ là cổ tức hay EPS, thị trường đang trả một mức thặng dư P/E cao với kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng mạnh trở lại các quý tới**

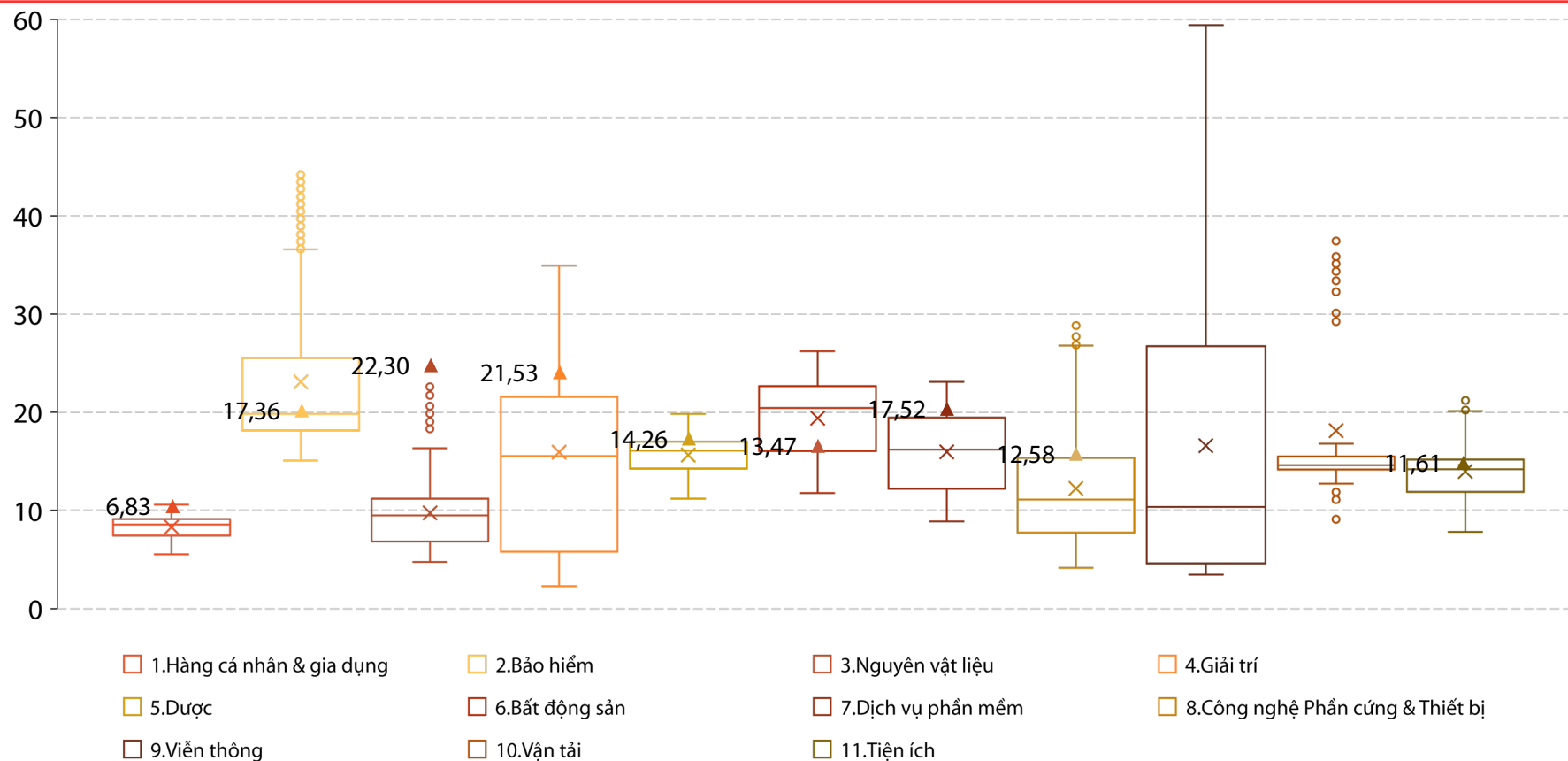


**15/22 nhóm ngành đang được giao dịch ở mức P/E cao hơn PE bình quân 3 năm gần nhất.**

Các ngành ngân hàng, dược, bảo hiểm, tiện ích, hàng cá nhân gia dụng là những ngành đang được giao dịch ở mức PE phù hợp với vùng biến động P/E trong ba năm gần nhất.

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, CTCK Rồng Việt | Giá đóng cửa tại ngày 31/07/2023, EPS trượt 4 quý gần nhất

**Hình 9: Định giá P/E (trượt 4 quý, TTM) các nhóm ngành, trong khi đó, hầu hết đang cao hơn mức P/E trung vị trong ba năm gần nhất. Điều này cho thấy, không chỉ là cổ tức hay EPS, thị trường đang trả một mức thặng dư P/E cao với kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng mạnh trở lại các quý tới**



9/22 nhóm ngành có P/E hiện tại đang nằm ngoài vùng giao dịch trong 3 năm gần đây, gồm ô tô phụ tùng, hàng hóa, thương mại và dịch vụ, bán lẻ, hàng tiêu dùng lâu bền, DV tài chính, Đồ uống, Nguyên vật liệu, Giải trí, và Viễn thông. Đột biến ở ngành Vận tải do ảnh hưởng của HVN.

Tổng lợi nhuận ngành Vận tải âm chủ yếu do ảnh hưởng của HVN. Loại trừ tác động này, lợi nhuận ngành đã có sự tăng trưởng Dương.

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, CTCK Rồng Việt | Giá đóng cửa tại ngày 31/07/2023, EPS trượt 4 quý gần nhất

Tổng LNST năm 2023 của danh mục 54 cổ phiếu chúng tôi phân tích ước tính chỉ tăng trưởng 1% so với cùng kỳ, nhưng nhìn về xu hướng thì có thể thấy vùng đáy lợi nhuận đã được xác lập trong Q4/2022 và nửa đầu năm 2023. Nửa sau của năm 2023, hầu hết các ngành đều có tăng trưởng tốt hơn so với nửa đầu năm, loại trừ năng lượng và vận tải.

Những ngành dự báo có tăng trưởng lợi nhuận khả quan cũng là những nhóm ngành đang được giao dịch đắt hơn bình quân ba năm gần nhất đáng kể, như ngành phân phối và bán lẻ, hàng hóa tư liệu sản xuất, nguyên vật liệu, hàng tiêu dùng lâu bền.

Ngành ô tô phụ tùng, dịch vụ phần mềm, ngân hàng, dược, BĐS (KCN) và tiện ích là những nhóm ngành mà chúng tôi cho rằng có khả năng cải thiện hệ số P/E trong thời gian sắp tới nếu các nhóm này vẫn tiếp tục duy trì xu hướng lợi nhuận khả quan như dự phóng của chúng tôi.

**Hình 10: Thay đổi hàng quý của lợi nhuận lũy kế bốn quý liên kế của các nhóm ngành chúng tôi theo dõi (Đvt: %)**

| Ngành                     | Q1 2022    | Q2 2022    | H2 2022     | Q1 2023     | Q2 2023     | H2 2023     | FY 2022<br>change | FY 2023<br>change | PE hiện<br>tại (x) | Sv trung vị<br>3 năm (%) |
|---------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------------|
| PP & Bán lẻ tiêu dùng     | 4,3        | 0,1        | -17,7       | -34,8       | -47,2       | 28,4        | -21,1             | -55,8             | 49,1               | 228,9                    |
| Hàng hóa tư liệu sản xuất | 7,0        | 7,9        | 1,5         | -0,2        | -12,4       | 19,0        | -6,5              | 4,0               | 38,4               | 217,1                    |
| Nguyên vật liệu           | 8,8        | -12,7      | -60,8       | -67,9       | -78,2       | 1086,3      | -41,6             | -17,0             | 22,3               | 134,7                    |
| Ô tô & Phụ tùng           | 0,7        | -7,7       | 14,0        | -13,1       | -12,2       | 17,7        | -1,8              | -10,2             | 19,1               | 48,1                     |
| Hàng tiêu dùng lâu bền    | 11,3       | 5,8        | 18,5        | -3,9        | -5,6        | 4,8         | -1,4              | -5,0              | 20,1               | 43,3                     |
| F&B                       | 7,1        | 0,0        | -32,7       | -12,6       | -6,1        | 4,6         | -29,5             | -14,2             | 30,0               | 33,8                     |
| Dịch vụ phần mềm          | 7,6        | 5,5        | 7,4         | 4,6         | 4,4         | 10,6        | 0,8               | 20,7              | 17,5               | 8,2                      |
| Ngân hàng                 | 7,9        | 8,5        | 14,1        | -1,7        | 0,9         | 3,4         | 4,4               | 2,6               | 9,6                | -1,3                     |
| Dược                      | -7,7       | 0,2        | 23,2        | 22,3        | 8,7         | 12,8        | 11,2              | 50,1              | 14,3               | -11,3                    |
| Tiện ích                  | 21,5       | 18,4       | -3,7        | -13,6       | -13,0       | 62,3        | -12,5             | 21,9              | 11,6               | -18,3                    |
| Năng lượng                | 10,5       | -17,2      | 23,6        | 10,3        | 32,9        | -6,5        | 18,9              | 37,0              | 17,6               | -20,4                    |
| Bất động sản              | -11,1      | -15,3      | 35,2        | 10,8        | 26,1        | 27,4        | -21,0             | 78,0              | 13,5               | -34,1                    |
| Vận tải                   | 13,2       | 85,2       | 79,0        | 4,8         | 11,2        | -5,8        | 9,8               | 9,7               | -38,7              | -365,0                   |
| <b>Tổng DM theo dõi</b>   | <b>7,7</b> | <b>3,4</b> | <b>-3,5</b> | <b>-7,3</b> | <b>-1,4</b> | <b>10,7</b> | <b>-5,7</b>       | <b>1,1</b>        | <b>N.a</b>         | <b>N.a</b>               |

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, CTCK Rong Viet | Giá đóng cửa tại ngày 31/07/2023, EPS trượt 4 quý gần nhất

### CƠ SỞ HẠ TẦNG

- Giải ngân đầu tư công, trong đó chủ yếu ở các gói cơ sở hạ tầng đã bắt đầu tăng mạnh trong Q2/2023. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân này sẽ được duy trì trong nửa cuối năm và tăng mạnh so với cùng kỳ.
- Trong năm 2023, có chín dự án hạ tầng đã, đang và sẽ được triển khai với tổng mức đầu tư hơn 416 ngàn tỷ đồng cho giai đoạn 2023 – 2027.
- Các ngành quan tâm: Xây dựng hạ tầng, Xây lắp điện, Vật liệu xây dựng
- Cổ phiếu quan tâm: REE, IJC

### TIÊU DÙNG

- Kỳ vọng niềm tin tiêu dùng cải thiện theo sau xu hướng giảm lãi suất và các gói tài khóa được thực thi
- Giải ngân đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ có sự lan tỏa gián tiếp, cộng với hiệu ứng từ các gói tài khóa trực tiếp (tăng lương cơ bản và giảm thuế phí)
- Các ngành quan tâm: Sản xuất và dịch vụ tiêu dùng, Bán lẻ, Công nghệ thông tin, Ngân hàng, BĐS dân dụng
- Cổ phiếu quan tâm: MSN, VNM, QNS, MWG, HAX, FPT, VCB, ACB, BID, MBB, TCB, VPB, OCB, KDH, NLG

### Chủ đề sáu tháng cuối năm

### KINH TẾ THẾ GIỚI PHỤC HỒI

- Xu hướng Trung Quốc+1 vẫn đang diễn ra
  - Chỉ số niềm tin tiêu dùng của Mỹ đang nhích dần, trong khi tồn kho hàng hóa không lâu bền đang giảm dần
  - Chỉ số PMI cần phục hồi và ổn định ở mức trên 50 điểm để đảm bảo sự đảo chiều xu hướng trong hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam
- Các ngành quan tâm: Thủy sản, Dệt may, Nông sản, Khu công nghiệp
- Cổ phiếu quan tâm: FMC, STK, LHG, KBC, NTC và SIP

### NHÓM NGÀNH PHÒNG THỦ

- Là những nhóm ngành duy trì được tăng trưởng lợi nhuận dương trong nhiều kỳ liên tiếp. Định giá PE vẫn ở vùng phù hợp cho mua và nắm giữ.
- Ngành quan tâm: Dược, Tiện ích công cộng, năng lượng
- Cổ phiếu quan tâm: DBD, PGV, BWE, QTP

**Hình 11: Chính sách tài khóa trở thành động lực cho ngắn và dài hạn**

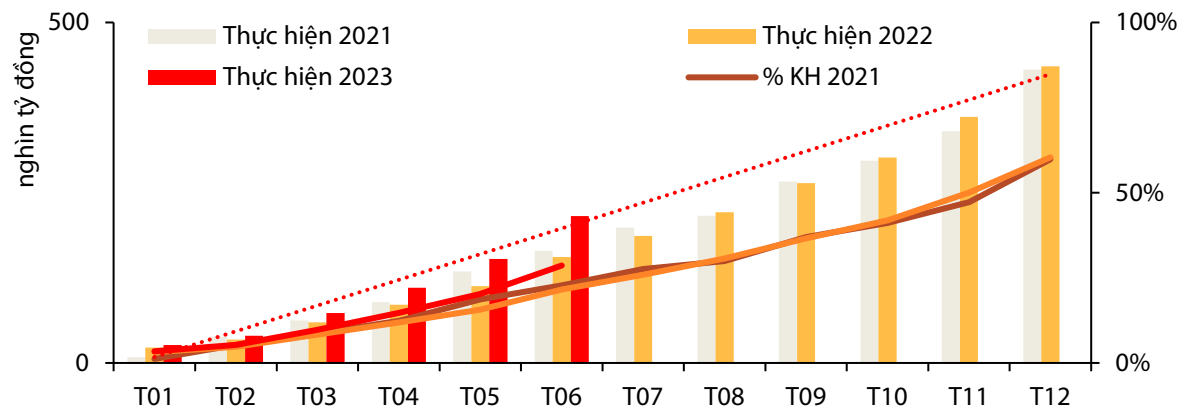
### Chính sách tiền tệ

- Trái phiếu: gia hạn thời hạn trả nợ, cho phép nhà phát hành được dùng tài sản hợp pháp khác để trả nợ gốc và lãi vay
- Các TCTD được phép gia hạn nợ và giữ nguyên nhóm nợ
- Ngân hàng có thể mua lại trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết được phát hành trước ngày 31/12/2023
- Ngân hàng cấp các gói tín dụng ưu đãi
- Giảm lãi suất vay mua nhà

### Chính sách tài khóa

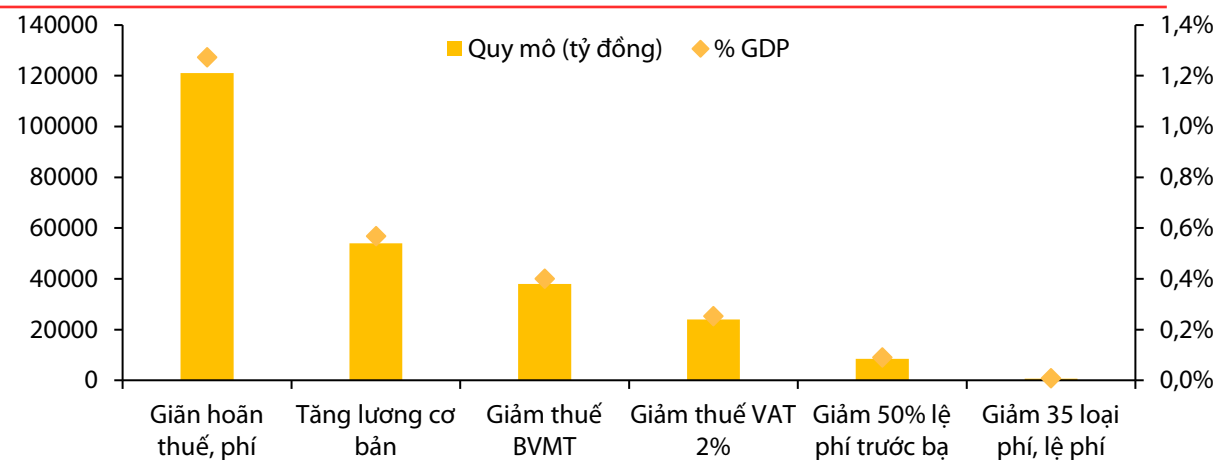
- Gia hạn thời hạn nộp thuế, tiền thuê đất đến cuối 2023
- Giảm 2 điểm phần thuế suất thuế VAT, trừ một số ngành
- Giảm 50% thuế trước bạ đối với ô tô sản xuất trong nước
- Đẩy nhanh đầu tư công
- Tìm giải pháp tháo gỡ khó khăn cho thị trường BĐS, xúc tiến chương trình xây dựng nhà ở xã hội
- Cấp sổ đỏ cho căn hộ nghỉ dưỡng và căn hộ khách sạn (resort, condotel)
- Thông qua cơ chế đặc thù cho TP. HCM
- Sửa luật đất đai, luật nhà ở, và luật kinh doanh BĐS

**Hình 12: Sự bứt phá trong giải ngân vốn đầu tư công của Q2/2023 sẽ là tiền đề để đầu tư công tăng tốc mạnh hơn trong nửa còn lại của năm**



Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Các gói kích cầu tài khoá đã và đang triển khai trong năm 2023 với tổng quy mô ~2,6% GDP. Trong đó, tăng lương cơ bản, giảm thuế VAT và giảm phí, lệ phí, phí trước bạ sẽ giúp cải thiện cầu.**



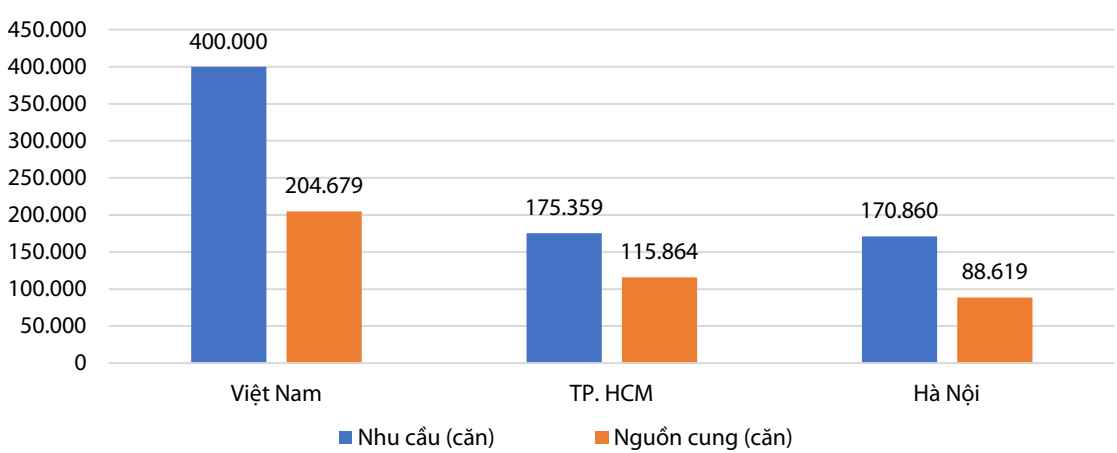
Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Các dự án hạ tầng đường bộ đã và đang triển khai

| Dự án thành phần                | Chiều dài (km) | TMĐT (tỷ đồng) | Khởi công  | Hoàn thành |
|---------------------------------|----------------|----------------|------------|------------|
| Cao tốc Bắc Nam GĐ2 (2021-2025) | 721            | 146,986        | 01/01/2023 | 2025       |
| Châu Đốc – Sóc Trăng – Cần Thơ  | 189            | 44,691         | 17/06/2023 | 2027       |
| Khánh Hoà – Buôn Ma Thuật       | 118            | 21,935         | 18/06/2023 | 2027       |
| Biên Hoà – Vũng Tàu             | 54             | 17,837         | 18/06/2023 | 2026       |
| Vành đai 3 TP.HCM               | 76             | 75,378         | 17/06/2023 | 2026       |
| Vành đai 4 Hà Nội               | 113            | 85,813         | 25/06/2023 | 2027       |
| Đường Hồ Chí Minh               | 164            | 9,965          | 2H23       | 2025-26    |
| Cầu Đại Ngãi                    | 15             | 8,010          | 2H23       | 2026       |
| An Hữu - Cao Lãnh               | 27             | 5,880          | 25/06/2023 | 2025       |

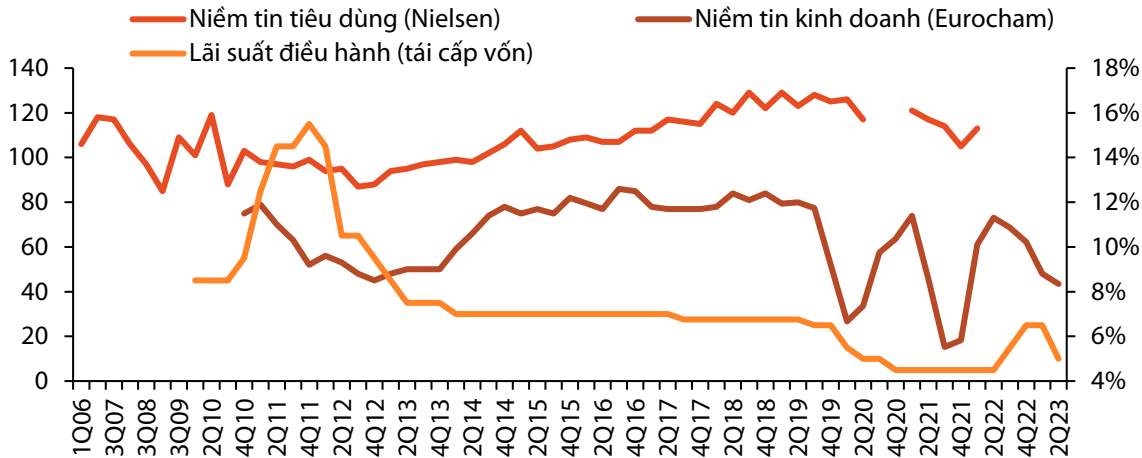
Nguồn: Bộ GTVT, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Giai đoạn 2024 – 2026, ước tính Việt Nam sẽ thiếu hụt khoảng 195 ngàn căn hộ, tập trung ở TP. HCM và Hà Nội



Nguồn: CTCK Rồng Việt, Savills

Hình 16: Sự phục hồi của niềm tin kinh doanh và tiêu dùng khi NHNN kết thúc chu kỳ giảm lãi suất



Nguồn: NHNN, Nielsen, Eurocham, CTCK Rồng Việt



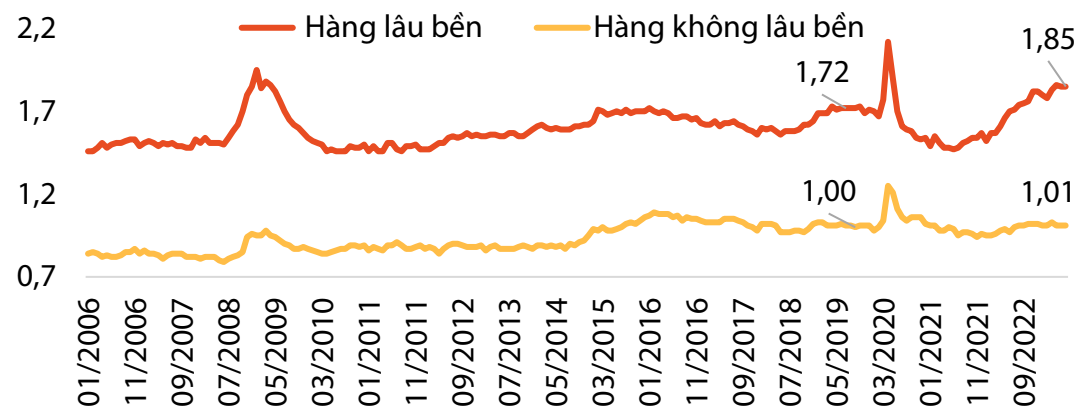
**Hình 17: Chỉ số niềm tin tiêu dùng Mỹ đang bắt đầu cải thiện nhẹ từ tháng 7/2023**



\*Shaded areas represent periods of recession.  
Sources: The Conference Board; NBER

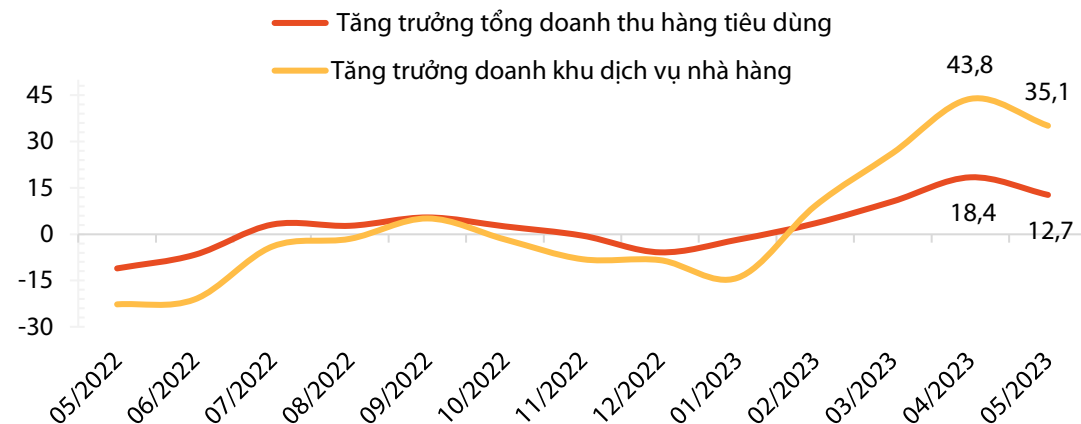
Nguồn: The Conference Board, NBER, CTCK Rồng Việt

**Hình 19: Chỉ số hàng tồn kho/doanh thu của khối bán sỉ tại Mỹ (lần)**



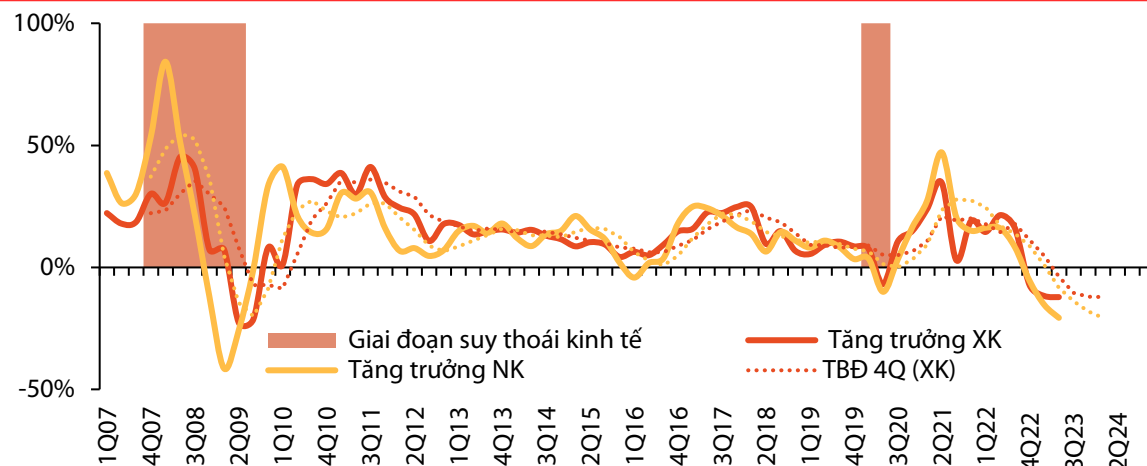
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 18: Tiêu dùng tại Trung Quốc đang hồi phục tốt và kỳ vọng duy trì tăng trưởng ở hai chữ số (% YoY)**



Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

**Hình 20: Hoạt động xuất khẩu có sự phục hồi theo quý nhưng chưa thực sự rõ nét**



Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

| Mã      | VHTT (tỷ đồng) | GTKL BQ 3T (tr. đồng) | GMT (đồng) | Cổ tức tiền (đồng) | Thị giá ngày 14/7 | Mức sinh lời kỳ vọng (%) | Lũy kế lợi nhuận 4Q liên tiếp, tăng trưởng hàng quý (%) |         |         |         |         |         |        |        |        | P/E (x)  |          |
|---------|----------------|-----------------------|------------|--------------------|-------------------|--------------------------|---------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|----------|----------|
|         |                |                       |            |                    |                   |                          | Q1 2022                                                 | Q2 2022 | H2 2022 | Q1 2023 | Q2 2023 | H2 2023 | FY2022 | FY2023 | FY2024 | Hiện tại | Fwd 2023 |
| LHG     | 1.398          | 5.105                 | 50.000     | 1.900              | 28.150            | 84,4                     | 5,4                                                     | -57,1   | 51,8    | 1,0     | -8,0    | 60,9    | -31,4  | 49,4   | 31,2   | 6,9      | 4,7      |
| SIP     | 0              | 7.055                 | 168.000    | 2.000              | 118.603           | 43,3                     | 5,2                                                     | -8,1    | 14,2    | -6,9    | -2,3    | 12,0    | 10,4   | 1,8    | 15,1   | 12,8     | 13,1     |
| DBD     | 3.795          | 4.718                 | 65.800     | 2.000              | 51.400            | 31,9                     | 7,1                                                     | 1,8     | 21,5    | 7,1     | 4,7     | 8,2     | 32,5   | 21,4   | 9,5    | 14,7     | 13,0     |
| ACB     | 89.722         | 170.980               | 28.800     | 0                  | 22.000            | 30,9                     | 8,4                                                     | 13,0    | 16,4    | 6,2     | -0,5    | 6,4     | 42,5   | 12,4   | 19,9   | 5,9      | 5,6      |
| MWG     | 75.614         | 140.656               | 57.600     | 500                | 48.980            | 18,6                     | 2,2                                                     | -1,7    | -16,7   | -34,7   | -41,6   | -27,0   | -16,3  | -72,2  | 248,6  | 27,0     | 62,9     |
| REE     | 26.525         | 47.115                | 74.000     | 1.000              | 66.000            | 13,6                     | 15,0                                                    | 10,0    | 14,7    | 1,9     | -3,9    | -12,7   | 45,0   | -14,5  | 14,0   | 9,8      | 11,6     |
| BID     | 248.374        | 45.302                | 53.000     | 100                | 46.750            | 13,6                     | 8,7                                                     | 13,0    | 40,0    | 10,4    | 1,3     | 7,3     | 72,1   | 20,1   | 31,5   | 11,8     | 12,1     |
| FPT     | 106.042        | 72.296                | 83.400     | 2.000              | 78.300            | 9,1                      | 7,7                                                     | 5,4     | 7,7     | 4,8     | 4,7     | 8,8     | 22,2   | 19,3   | 25,9   | 17,8     | 13,7     |
| HAX     | 1.394          | 17.204                | 17.500     | 500                | 15.850            | 13,6                     | -0,7                                                    | 48,9    | 5,2     | -21,2   | -41,8   | 115,1   | 55,5   | -1,4   | 8,1    | 6,5      | 4,8      |
| PGV (*) | 32.861         | 847                   | N.a        | 0                  | 27.550            | 9,1                      | 2,0                                                     | -9,2    | -18,6   | -9,7    | 24,9    | -21,4   | -24,6  | -11,4  | N.a    | 14,7     | 15,0     |
| STK     | 2.983          | 1.760                 | 31.700     | 0                  | 29.900            | 6,0                      | 2,2                                                     | 0,1     | -15,6   | -31,1   | -20,2   | 19,3    | -13,7  | -34,4  | 94,2   | 16,2     | 16,1     |
| KBC     | 24.640         | 243.792               | 40.000     | 2.000              | 31.000            | 35,5                     | -15,1                                                   | -61,1   | 499,7   | 29,7    | 53,5    | 3,4     | 97,9   | 105,9  | 13,1   | 11,8     | 7,5      |
| VNM     | 159.046        | 226.819               | 87.600     | 3.850              | 70.940            | 28,9                     | -2,9                                                    | -7,4    | -10,1   | -4,8    | 1,4     | 9,8     | -19,1  | 6,0    | 11,5   | 18,9     | 18,2     |
| TCB     | 119.234        | 123.972               | 40.500     | 0                  | 31.950            | 26,8                     | 6,1                                                     | 5,7     | -0,4    | -5,0    | -7,0    | 0,6     | 11,7   | -11,1  | 38,3   | 5,9      | 6,3      |
| VPB     | 147.690        | 240.900               | 25.000     | 0                  | 19.900            | 25,6                     | 46,3                                                    | -2,9    | 8,4     | -33,8   | -3,7    | 40,8    | 53,9   | -10,2  | 27,0   | 11,1     | 8,9      |
| KDH     | 25.663         | 57.864                | 39.300     | 0                  | 31.500            | 24,8                     | 7,8                                                     | 5,1     | -19,1   | -9,0    | -8,4    | 20,1    | -8,3   | 0,2    | 66,9   | 22,4     | 20,5     |
| OCB     | 26.165         | 20.299                | 22.600     | 0                  | 18.200            | 24,2                     | -7,8                                                    | -9,5    | -4,5    | 3,4     | 14,8    | 5,2     | -20,3  | 24,9   | 24,1   | 6,8      | 5,9      |
| MBB     | 98.546         | 191.307               | 22.300     | 0                  | 18.650            | 19,6                     | 7,8                                                     | 14,8    | 11,2    | 2,7     | 1,5     | 10,8    | 37,7   | 15,5   | 12,2   | 5,4      | 4,5      |
| FMC     | 3.145          | 2.281                 | 53.000     | 2.000              | 47.400            | 16,0                     | 4,1                                                     | 13,8    | -1,9    | 1,0     | -13,7   | 13,0    | 16,1   | -1,5   | 28,9   | 9,9      | 10,2     |
| PNJ     | 26.732         | 52.428                | 88.000     | 2.000              | 78.500            | 14,6                     | 20,2                                                    | 11,6    | 30,4    | 1,5     | -1,6    | -0,7    | 74,9   | -0,8   | 17,2   | 14,6     | 14,4     |
| QNS     | 18.109         | 36.312                | 52.800     | 3.000              | 52.111            | 7,1                      | 1,2                                                     | 0,4     | 1,8     | 11,0    | 24,3    | 10,6    | 3,4    | 52,6   | -13,6  | 13,1     | 8,2      |
| CTG     | 149.219        | 128.175               | 31.600     | 0                  | 29.900            | 5,7                      | -12,8                                                   | 19,5    | 15,1    | 0,8     | 3,3     | 12,2    | 20,0   | 16,9   | 44,4   | 8,4      | 8,3      |
| VCB     | 511.403        | 71.780                | 99.500     | 0                  | 88.904            | 11,9                     | 4,8                                                     | 8,6     | 19,8    | 3,4     | 4,8     | 5,4     | 36,4   | 14,3   | 17,9   | 16,1     | 14,6     |
| MSN     | 121.908        | 88.257                | 85.000     | 0                  | 81.800            | 3,9                      | 16,4                                                    | 1,9     | -64,9   | -38,7   | -40,1   | 4,7     | -58,3  | -61,5  | 91,0   | 53,2     | 84,9     |
| IJC (*) | 4.218          | 41.744                | N.a        | 0                  | 14.600            | 6,8                      | -19,0                                                   | 2,0     | -0,3    | -12,9   | -10,6   | 24,4    | -16,9  | -2,2   | N.a    | 8,2      | 7,4      |
| QTP (*) | 7.429          | 14.215                | N.a        | 0                  | 17.755            | 5,6                      | 48,0                                                    | 8,3     | 0,9     | -26,2   | -0,6    | -22,1   | 61,6   | -42,9  | N.a    | 14,1     | 18,2     |
| BWE (*) | 8.788          | 4.109                 | N.a        | 0                  | 44.900            | 3,1                      | 0,6                                                     | 4,4     | -4,9    | -4,9    | 1,1     | 0,8     | -0,2   | -3,1   | N.a    | 12,3     | 12,0     |
| NKG     | 5.055          | 148.518               | 20.100     | 0                  | 19.350            | 3,9                      | 8,5                                                     | -26,8   | -103,8  | 833,7   | 12,2    | -144,4  | -103,0 | -564,7 | 39,0   | N.a      | 21,4     |
| GEG     | 5.341          | 29.311                | 15.200     | 400                | 15.150            | 3,0                      | 27,3                                                    | -9,5    | -3,2    | -24,6   | -8,8    | 13,9    | 11,6   | -21,7  | 88,4   | 22,9     | 23,7     |
| PC1     | 7.532          | 56.393                | 28.300     | 0                  | 28.000            | 1,1                      | 7,9                                                     | -35,4   | -6,6    | -26,3   | -27,0   | 88,9    | -34,9  | 1,6    | 27,3   | 22,8     | 17,9     |
| NLG     | 14.806         | 92.790                | 36.700     | 500                | 36.900            | 0,8                      | -34,1                                                   | 9,0     | -27,7   | 1,1     | 1,8     | -6,6    | -48,1  | -3,8   | 70,8   | 25,2     | 27,6     |
| HPG     | 159.907        | 478.820               | 24.800     | 0                  | 27.500            | -9,8                     | 3,6                                                     | -15,9   | -71,7   | -92,2   | -387,4  | -616,4  | -75,4  | 16,1   | 48,2   | 240,8    | 17,3     |

| Mã             | VHTT (tỷ đồng)   | KLKLBQ 3T (ngàn cp) | PE hiện tại | PB hiện tại | Giá đóng cửa điều chỉnh (đồng) |                 | Thay đổi giá |
|----------------|------------------|---------------------|-------------|-------------|--------------------------------|-----------------|--------------|
|                |                  |                     |             |             | Ngày 15/12/2022                | Ngày 14/07/2023 |              |
| QNS            | 19.067           | 853                 | 13,4        | 2,5         | 33.668                         | 52.111          | 54,8%        |
| DBD            | 4.042            | 104                 | 15,5        | 2,9         | 34.573                         | 51.400          | 48,7%        |
| HSB            | 11.272           | 14.852              | -10,7       | 1,1         | 12.282                         | 17.750          | 44,5%        |
| FMC            | 3.139            | 56                  | 11,6        | 1,7         | 32.923                         | 47.400          | 44,0%        |
| HPG            | 164.268          | 21.119              | 247,4       | 1,7         | 19.350                         | 27.500          | 42,1%        |
| PVD            | 14.286           | 5.259               | 543,2       | 1,0         | 17.700                         | 25.150          | 42,1%        |
| LHG            | 1.450            | 196                 | 7,1         | 0,9         | 19.956                         | 28.150          | 41,1%        |
| KBC            | 24.870           | 9.078               | 11,1        | 1,5         | 22.800                         | 31.000          | 36,0%        |
| PC1            | 7.843            | 2.193               | 23,6        | 1,5         | 20.650                         | 28.000          | 35,6%        |
| STK            | 3.002            | 65                  | 22,4        | 1,9         | 22.566                         | 29.900          | 32,5%        |
| VCB            | 495.021          | 767                 | 16,0        | 3,4         | 67.313                         | 88.904          | 32,1%        |
| GEG            | 5.255            | 1.836               | 23,2        | 1,2         | 12.406                         | 15.150          | 22,1%        |
| NLG            | 14.422           | 2.945               | 24,8        | 1,6         | 30.311                         | 36.900          | 21,7%        |
| HND            | 7.786            | 30                  | 34,8        | 1,3         | 12.929                         | 15.380          | 19,0%        |
| FPT            | 102.867          | 961                 | 17,6        | 4,3         | 66.791                         | 78.300          | 17,2%        |
| DRC            | 2.827            | 540                 | 12,0        | 1,6         | 19.954                         | 23.200          | 16,3%        |
| MBB            | 97.764           | 10.155              | 5,4         | 1,2         | 16.074                         | 18.650          | 16,0%        |
| ACB            | 85.643           | 7.815               | 5,9         | 1,4         | 19.379                         | 22.000          | 13,5%        |
| KDH            | 24.551           | 2.108               | 24,4        | 2,1         | 28.200                         | 31.500          | 11,7%        |
| <b>VNIndex</b> | <b>4.500.957</b> | <b>680.000</b>      | <b>13,3</b> | <b>1,7</b>  | <b>1055,32</b>                 | <b>1168,4</b>   | <b>10,7%</b> |
| VPB            | 146.684          | 13.874              | 12,2        | 1,5         | 18.200                         | 19.900          | 9,3%         |
| CTG            | 143.452          | 4.830               | 8,4         | 1,3         | 28.250                         | 29.900          | 5,8%         |
| MWG            | 79.710           | 3.608               | 29,8        | 3,3         | 47.000                         | 49.450          | 5,2%         |
| VNM            | 153.821          | 3.478               | 19,0        | 4,9         | 76.234                         | 73.300          | -3,8%        |
| PNJ            | 26.010           | 784                 | 14,8        | 2,8         | 83.483                         | 78.500          | -6,0%        |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Danh mục cổ phiếu lựa chọn theo báo cáo chiến lược năm 2023 nhìn chung là khả quan, với 19/25 cổ phiếu có mức sinh lời tốt hơn diễn biến của chỉ số VNIndex



## KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### **Nguyễn Thị Phương Lam**

#### **Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

### **Trần Hà Xuân Vũ**

#### **Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

### **Đỗ Thanh Tùng**

#### **Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

### **Nguyễn Thị Ngọc An**

#### **Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

### **Đỗ Thạch Lam**

#### **Senior Analyst**

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Bất động sản

### **Lê Tự Quốc Hưng**

#### **Analyst**

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

### **Nguyễn Hồng Loan**

#### **Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

### **Nguyễn Đặng Chính**

#### **Analyst**

chinh.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

### **Cao Ngọc Quân**

#### **Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

### **Trịnh Thị Thu Hoài**

#### **Analyst**

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

### **Nguyễn Hà Trinh**

#### **Senior Consultant**

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

### **Bernard Lapointe**

#### **Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

### **Trần Thị Hà My**

#### **Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

### **Lê Kim Ngân**

#### **Analyst**

ngan.lk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Dầu khí
- Phân bón

### **Trần Thị Ngọc Hà**

#### **Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

### **Bùi Đặng Cát Khánh**

#### **Assistant**

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến 8 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

