

Cập nhật nhanh: Rục rĩ, nhưng chưa chói lóa

18/08/2025

Trong Báo cáo Chiến lược tháng 8, “Nóng thể này, Mua gì hôm nay” chúng tôi vẫn giữ vững kỳ vọng VN-Index sẽ tiến tới vùng 1.750-1.800 trong năm 2026. Động lực tăng trưởng được củng cố bởi sự phục hồi mạnh mẽ của lợi nhuận doanh nghiệp, với các yếu tố hỗ trợ nổi bật gồm:

1. Bất động sản và đầu tư công đang trên đà hồi phục rõ nét.
2. Lãi suất duy trì ở mức thuận lợi, tạo điều kiện cho dòng tiền quay trở lại thị trường.
3. Rủi ro thuế quan hạ nhiệt, giúp cải thiện tâm lý nhà đầu tư.
4. Và đặc biệt, kỳ vọng nâng hạng thị trường vào tháng 10 đang trở thành chất xúc tác quan trọng.

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) toàn thị trường năm 2025 ở mức 13,8%, tương ứng với mức tăng 15,5% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm – dù có thể có điều chỉnh nhẹ sau mùa báo cáo tài chính. Về định giá, P/E dự phóng đã tăng từ 8,8x (9/4) lên 13,2x (15/8), nhưng vẫn còn cách khá xa vùng đỉnh 15-17x từng ghi nhận trong các chu kỳ tăng trưởng trước.

Sau gần 2 tuần ra báo cáo, VnIndex đã vượt qua mốc 1.600. Tính từ đầu năm, chỉ số này đã tăng 28,7%, với giá trị giao dịch trung bình của riêng sàn HSX đã tăng mạnh 21% so với cùng kỳ lên mức 25 nghìn tỷ đồng/ngày, trong đó thanh khoản trung bình nửa đầu quý 3 đạt 40 nghìn tỷ đồng/ngày, tăng hơn gấp đôi so với mức trung bình giai đoạn 2024 - nửa đầu 2025. Chúng tôi bắt đầu nhận được các câu hỏi của nhà đầu tư về tính bền vững của đợt tăng điểm gần đây. Mặc dù chưa có lý do để chúng tôi thay đổi quan điểm, nhưng đây cũng là thời điểm để đánh giá sâu hơn về chủ đề rất nóng này với các góc nhìn khác nhau.

1. Góc nhìn định giá: Tăng trưởng ở mức giá hợp lý

Trong năm 2025, hầu hết các thị trường chứng khoán thế giới đều bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh, nhiều thị trường vượt đỉnh mọi thời đại. Điều này không chỉ xảy ra với nhóm thị trường phát triển, thị trường mới nổi, mà còn đối với nhóm thị trường cận biên (frontier market), ví dụ như Nigeria cũng có mức tăng trưởng khoảng 50% svck.

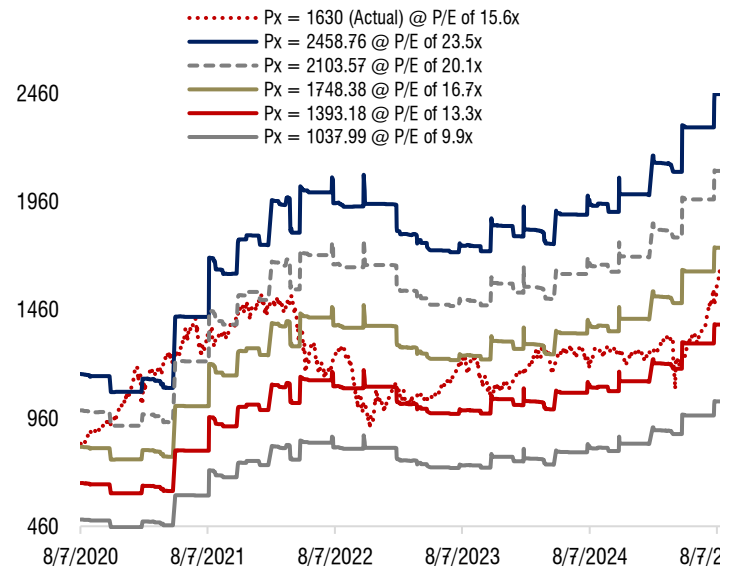
Chỉ số PE vẫn thấp hơn quá khứ và khu vực: Chỉ số PE dự phóng (PE forward) của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện tại khoảng 13,2 lần (theo Bloomberg), tương đương trung bình khu vực cũng như trung bình lịch sử của VnIndex 10 năm. So với thị trường chứng khoán tại các quốc gia trong khu vực và chỉ số MSCI Emerging tại các thị trường mới nổi, thị trường chứng khoán Việt Nam có mức định giá thấp hơn hoặc tương đương, mặc dù có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và chỉ số ROE cao hơn. Đồng thời, chỉ số PE forward của Việt Nam cũng thấp hơn nhiều so với mức cao 15-17 lần đã đạt được trong giai đoạn 2017-2018 và 2020-2021. Xét về dài hạn, dựa trên giả định lợi nhuận thị trường tăng khoảng trên 15% trong năm 2026, chỉ số PE forward 2026 ở mức khoảng 11,4 lần, thấp hơn so với trung bình quá khứ.

Về đánh giá mức độ phản ánh vào giá từ khả năng nâng hạng thị trường, bên cạnh việc đánh giá trong Báo cáo Chiến lược tháng 8 ([link](#)), có thể so sánh với diễn biến tại thị trường chứng khoán Trung Quốc, sau khi được MSCI (6/2017) và FTSE Russell (9/2018) nâng hạng lên thị trường mới nổi. Trong năm 2017, phản ánh với thông tin nâng hạng, chỉ số MSCI China tăng 54,33% svck, FTSE China tăng 45,4% svck, cao hơn mức tăng hiện nay của VnIndex.

Biểu đồ 1: VnIndex FW PE



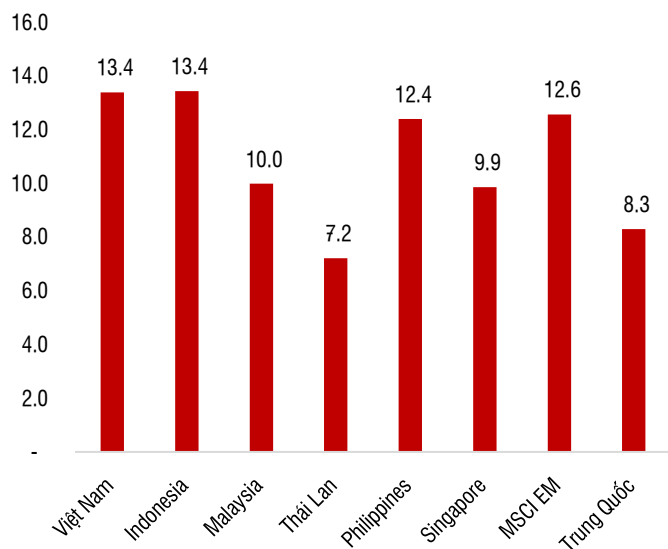
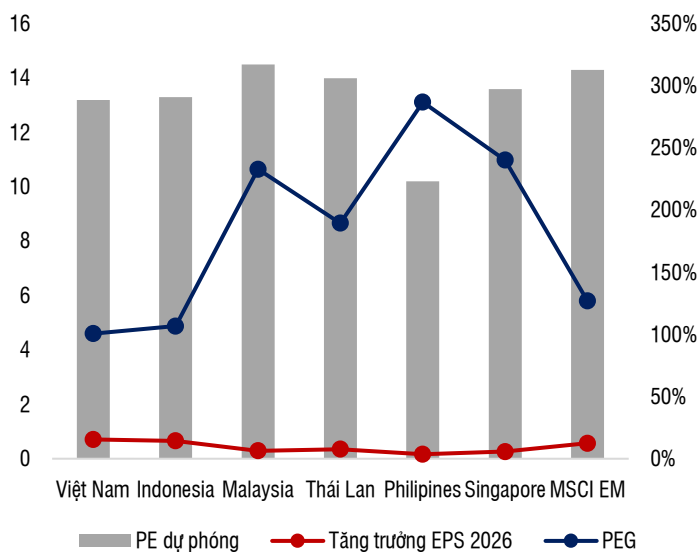
Biểu đồ 2: PE Band



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Biểu đồ 3: Tương quan PE forward, Tăng trưởng lợi nhuận và PEG giữa các thị trường

Biểu đồ 4: ROE *



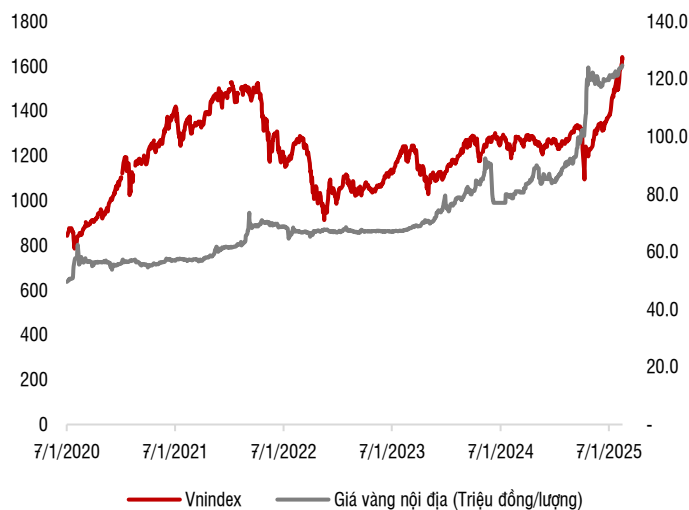
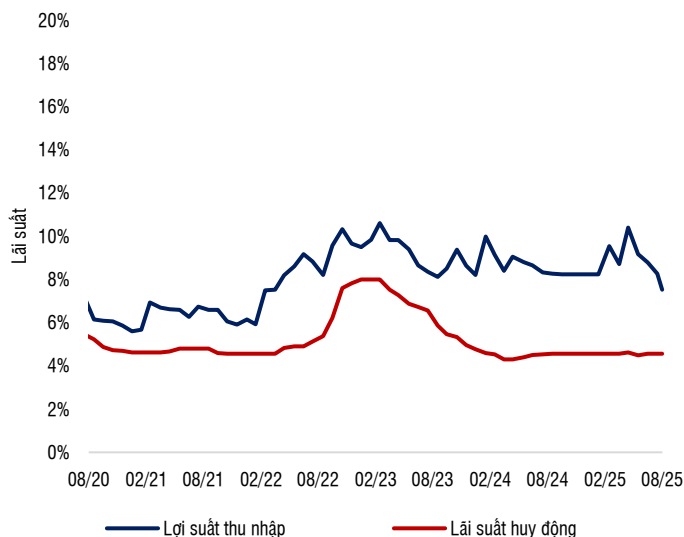
Nguồn: Bloomberg, SSI Research. (*) ROE Tính trên lợi nhuận lũy kế 4 quý gần nhất

Lợi suất thu nhập (earnings yield) vẫn cao hơn các kênh đầu tư khác

Lợi suất thu nhập (earnings yield) của thị trường ở mức 7,6% vẫn cao hơn nhiều so với kênh tiền gửi (lãi suất huy động phổ biến 5-6%) và bất động sản (lợi suất cho thuê/giá khoảng 3-4%), giúp kênh chứng khoán vẫn hấp dẫn so với các kênh đầu tư này. So với vàng, giá vàng đã tăng trung bình 17%/năm trong 5 năm qua, cao hơn mức tăng trung bình 13%/năm của VNindex, cho thấy thị trường chứng khoán vẫn chưa quá nóng khi so sánh tương quan với kênh đầu tư vàng.

Biểu đồ 5: Tương quan Lợi suất thu nhập của Vnindex và lãi suất huy động

Biểu đồ 6: Tương quan VNIndex và giá vàng



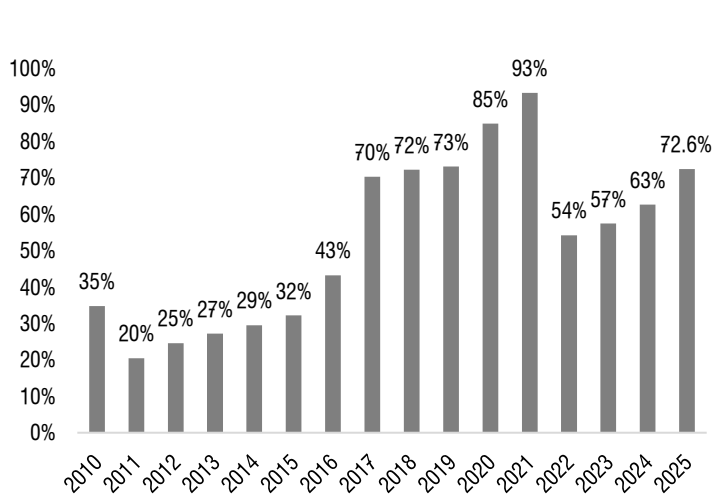
Nguồn: SSI Research, Bloomberg

2. Góc nhìn vĩ mô: Chưa phản ánh hết câu chuyện tăng trưởng của Việt Nam

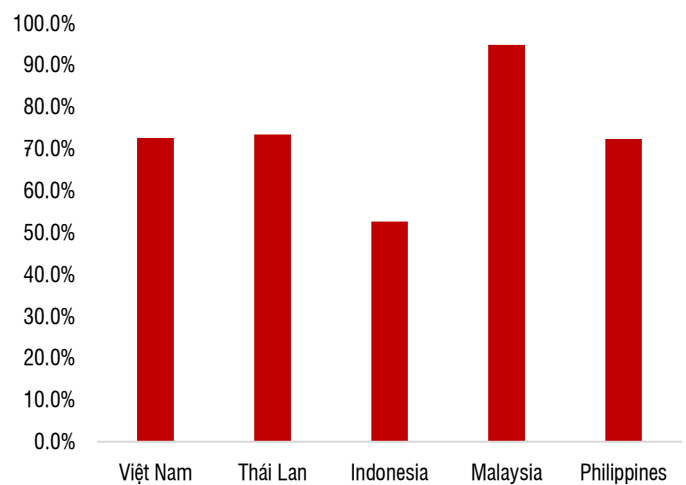
Về quy mô, chúng tôi chọn giai đoạn bắt đầu từ mốc 2010 (khi kinh tế Việt Nam còn gặp nhiều khó khăn, và có thể gọi đang ở đáy của tăng trưởng), thì mức tăng điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam (khoảng 3,4 lần – từ 485 điểm lên 1630 điểm) cũng tương đương với mức độ tăng trưởng của GDP (từ 147 tỷ USD năm 2010 lên trên 500 tỷ USD vào năm 2025). Như vậy, mức tăng điểm hiện tại có thể nói chỉ đơn thuần phản ánh mức tăng trưởng chung của nền kinh tế trong quá khứ, và chưa phản ánh được các câu chuyện tăng trưởng sắp tới của Việt Nam, như GDP tăng trưởng hai con số trong 5-10 năm tới, hay kết quả từ công cuộc cải cách toàn diện thể chế và nền kinh tế, với trọng tâm phát triển kinh tế tư nhân là một động lực chính của tăng trưởng kinh tế. Và với việc thị trường chứng khoán là thị trường của kỳ vọng, những gì sắp xảy ra sẽ quan trọng hơn những gì đã xảy ra.

Về con số, **tỷ lệ vốn hóa của thị trường/GDP** vẫn thấp hơn so với quá khứ và khu vực. Cụ thể, tỷ lệ vốn hóa toàn thị trường/GDP tính đến hết ngày 15/8 ở mức 73%, thấp hơn so với mức 85-93% giai đoạn 2020-2021. Tỷ lệ này cũng thấp hơn một số quốc gia khác trong khu vực như Thái Lan, Malaysia.

Biểu đồ 7: Vốn hóa/GDP của Việt Nam



Biểu đồ 8: Vốn hóa/ GDP



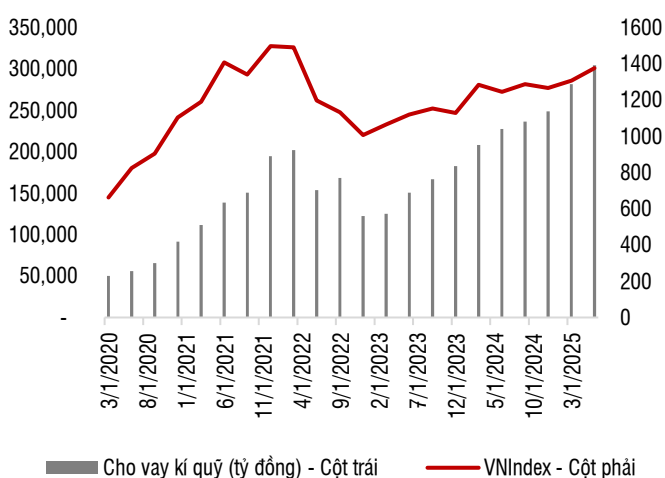
Nguồn: CEIC, SSI Research, Bloomberg

3. Góc nhìn của người trong cuộc: Sôi động, nhưng chưa sôi trào

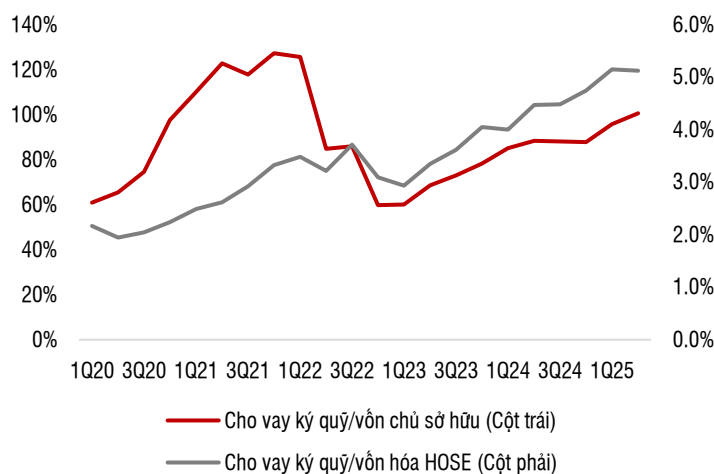
Thông thường có hai yếu tố để quan sát mức độ tăng nóng của thị trường, đó là sự tham gia của nhà đầu tư cá nhân và hoạt động cho vay ký quỹ. Về điểm thứ nhất, hiện nay có một chút vấn đề về dữ liệu nên tương đối khó để đánh giá, do đó chỉ có thể nhìn vào thanh khoản chung của thị trường. Thanh khoản của thị trường hiện tăng do nhiều nguyên nhân, bên cạnh mặt bằng lãi suất thấp, thì việc triển khai thành công hệ thống KRX giúp cho độ trễ thấp, tăng khả năng tiếp nhận lệnh. Biên động của chỉ số có tăng, có giảm trong các phiên, không có diễn biến một chiều, giao dịch với khối lượng lớn nên rủi ro không phải quá cao.

Về dư nợ cho vay ký quỹ tại thời điểm cuối Q2/2025, dư nợ cho vay ký quỹ tại các công ty chứng khoán trong phạm vi theo dõi của SSI đạt 305 nghìn tỷ đồng, tiếp tục duy trì đà tăng 33,9% svck (+22,3% từ đầu năm – gần tương tự mức tăng chung của chỉ số VnIndex). Tuy nhiên, tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu mới đạt 100% tính đến Q2/2025 – vẫn thấp hơn nhiều so với mức 127% khi VnIndex vượt mốc 1.500 trong Q4/21 và mức trần quy định 200%. Trong thời gian tới, việc một số công ty chứng khoán có kế hoạch tăng vốn cũng giúp giảm tỷ lệ tổng dư nợ cho vay ký quỹ/tổng vốn chủ sở hữu các CTCK trên toàn thị trường.

Biểu đồ 9: Dư nợ cho vay ký quỹ (tỷ đồng) và Vnindex

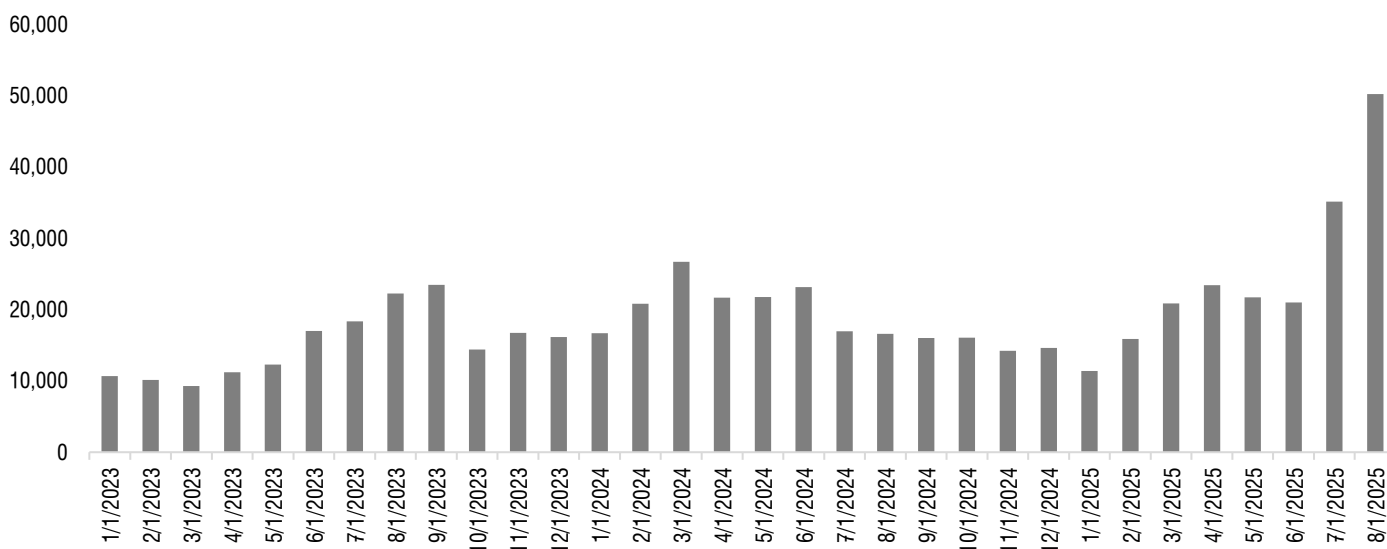


Biểu đồ 10: Tương quan tỷ lệ cho vay ký quỹ/ VCSH CTCK và vốn hóa sàn HSX



Nguồn: Các công ty, SSI Research

Biểu đồ 11: Thanh khoản trung bình (tỷ đồng/ngày)



Nguồn: SSI Research

Kết luận

Tóm lại, mức tăng điểm của thị trường vừa qua đã phản ánh những biến chuyển của nền kinh tế trong 15 năm vừa qua. Mức độ định giá của thị trường Việt Nam hiện chỉ ở mức trung bình 5 năm, và tương đương (trong một số trường hợp là thấp hơn) các thị trường có trình độ phát triển tương tự Việt Nam. Các chỉ số mang tính kỹ thuật về dòng tiền cũng chưa cho thấy dấu hiệu tăng trưởng quá nóng.

Tuy nhiên, cũng phải thừa nhận chỉ số và thanh khoản chung của thị trường đã hồi phục mạnh mẽ trong 4 tháng vừa qua, do đó chúng tôi vẫn giữ quan điểm trong Báo cáo Chiến lược tháng 8 là thị trường có thể đối mặt với biến động ngắn hạn do áp lực chốt lời gia tăng. Thị trường có tăng, có giảm, nhưng thị trường chứng khoán là thị trường của kỳ vọng, và với một thị trường chứng khoán thuộc nhóm mới nổi/cận biên như Việt Nam, tăng trưởng là yếu tố quan trọng nhất. Với mục tiêu tăng trưởng hai con số trong chu kỳ 5 năm tới, đi cùng với công cuộc cải cách toàn diện về thể chế, trong đó tập trung nhiều vào phát triển khu vực kinh tế tư nhân, cơ hội để đầu tư vào các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng ở mức giá hợp lý (GARP) sẽ luôn là lựa chọn hàng đầu đối với các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Nhà đầu tư có thể tham khảo danh mục các cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng tốt, và vẫn còn có mức định giá hợp lý ở thời điểm hiện tại theo danh sách dưới đây. Và nếu nhà đầu tư chưa cảm thấy thuyết phục và vẫn cho rằng thị trường đang tăng nóng, thì có thể tham khảo báo cáo về ngành chứng khoán ([link](#)) để tìm hiểu thêm về cơ hội đầu tư.

STT	Mã	% Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	8/15/2025	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
1	CTG	29.2%	63.300	49.000	27,4%	22,6%	23,9%	8,0	8,5	6,8	18,6%	19,3%	20,3%	0,0%	0,0%	0,0%
2	FRT	23,5%	176.000	142.500	n.m	81,4%	43,8%	79,6	42,1	29,3	21,3%	30,6%	32,5%	0,0%	0,4%	0,4%
3	MWG	19,9%	84.500	70.500	2119,8%	52,1%	16,2%	24,0	18,4	15,9	14,5%	18,7%	18,5%	1,6%	0,7%	0,7%
4	VHC	18,6%	70.000	59.000	33,4%	11,3%	9,3%	12,9	9,7	8,9	14,8%	15,2%	14,7%	2,8%	3,4%	3,4%
5	BMP	18,1%	160.000	135.500	-4,8%	10,3%	-0,1%	10,8	10,2	10,2	36,8%	39,6%	38,1%	9,1%	8,9%	8,9%
6	STB	18,0%	63.600	53.900	30,7%	16,2%	21,5%	6,9	8,7	7,1	20,0%	19,6%	20,3%	0,0%	0,0%	0,0%
7	HPG	17,9%	33.000	28.000	75,9%	42,5%	29,4%	14,2	12,5	9,7	11,1%	13,9%	15,9%	0,0%	0,0%	3,6%
8	DGC	17,8%	122.000	103.600	-3,7%	13,7%	20,8%	14,8	11,6	9,6	24,2%	23,9%	24,6%	2,6%	2,9%	2,9%
9	GMD	17,3%	70.000	59.700	-35,3%	-1,4%	3,5%	18,5	17,5	16,9	16,4%	13,1%	12,4%	3,1%	1,7%	1,7%
10	DPR	16,1%	47.600	41.000	25,4%	62,0%	-10,6%	12,9	8,4	9,4	10,3%	17,4%	14,2%	5,2%	4,9%	6,1%
11	HDB	15,8%	35.900	31.000	26,7%	23,5%	17,5%	7,0	6,9	5,8	25,7%	24,8%	23,3%	5,9%	0,0%	0,0%
12	NT2	15,2%	25.000	21.700	-82,5%	622,4%	11,9%	72,8	10,4	9,3	1,9%	13,7%	14,2%	3,3%	4,6%	4,6%
13	MBB	14,0%	32.200	28.250	9,5%	15,9%	18,4%	5,9	8,7	7,3	21,5%	21,5%	21,9%	1,2%	0,0%	0,0%
14	VEA	13,3%	44.000	38.826	18,7%	-9,5%	4,3%	7,2	7,7	7,4	28,6%	25,4%	26,3%	11,7%	12,0%	13,9%
15	PLX	10,4%	42.500	38.500	2,0%	-16,5%	37,0%	16,5	20,3	14,8	10,8%	9,0%	11,6%	3,2%	5,2%	5,2%
16	KDH	7,0%	38.000	35.500	13,2%	8,0%	8,8%	45,0	45,5	41,8	4,6%	8,0%	8,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Phân tích Ngành Chứng khoán

Nguyễn Thu Hà

Giám đốc Phân tích cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 8708

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702