Ngành Chứng khoán: Lạc quan một cách thận trọng về thanh khoản thị trường

Lê Khánh Tùng
Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA
Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

- Chỉ số VNIndex đã thành công vượt ngưỡng kháng cự quan trọng 1.300 điểm trong tháng 2/2025, điều này phản ánh sự lạc quan của NĐT và sự khởi sắc của thanh khoản thị trường. Tuy nhiên, khối ngoại vẫn tiếp tục bán ra và dư nợ cho vay ký quỹ vẫn ở mức cao.
- HSC giảm khoảng 5%/năm dự báo thanh khoản thị trường trong năm 2025-2026. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng lợi nhuận của ngành, với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm dự báo đạt 21,7% nhờ mảng cho vay ký quỹ.
- Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và VND xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) trong khi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VCI. SSI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành chứng khoán nhờ quy mô lớn, KQKD bền vững và lợi suất cổ tức tốt.

Phân tích KQKD Q1/2025 và triển vọng

Chỉ số VNIndex đã vượt ngưỡng kháng cự quan trọng 1.300 điểm vào tháng 2 sau nhiều lần kiểm định trong năm 2024, sau đó ổn định trong khoảng 1.320-1.330 điểm. Mặc dù thanh khoản thị trường phục hồi mạnh lên 24-25 nghìn tỷ đồng trong tháng 2-3/2025, giá trị giao dịch bình quân ngày theo quý tương đối ảm đạm ở mức 17,4 nghìn tỷ đồng, giảm 3% so với quý trước và giảm 28% so với cùng kỳ.

Khối ngoại tiếp tục bán ròng (16 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025) chủ yếu được hấp thụ bởi dòng vốn trong nước và cho vay ký quỹ. Dư nợ ký quỹ tăng 5% so với quý trước và tăng 36% so với cùng kỳ lên 247 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2024. HSC dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ tăng chậm lại trong Q2/2025 do sức ép từ dư nợ ký quỹ cao trong thời gian dài và khả năng khối ngoại tiếp tục bán ra, sau đó bắt đầu tăng tốc kể từ nửa cuối năm 2025 khi nền tảng của nền kinh tế & cơ hội nâng hạng thị trường trở nên rõ ràng hơn.

Điều chỉnh nhẹ dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày và lợi nhuận của các CTCK

Do mức nền thấp trong Q1/2025 và sức ép ngắn hạn trên thị trường, HSC giảm nhẹ 5% dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 và 2026 xuống lần lượt 24,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và 30,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%). Ngoài ra, HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với giá trị giao dịch bình quân bình quân ngày đạt 37,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%).

Mặc dù điều chỉnh nhẹ dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày, HSC vẫn tăng bình quân lần lượt 3% và 7%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 của SSI và VCI sau KQKD mạnh mẽ trong năm 2024. Ngược lại, chúng tôi giảm bình quân 10%/năm dự báo lợi nhuận VND. Nhìn chung, ngành Chứng khoán vẫn giữ vững đà tăng trưởng hấp dẫn trong trung hạn với lợi nhuận dự báo tăng trưởng trung bình 21,7% trong 3 năm tới.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận, HSC nâng giá mục tiêu đối với SSI & VCI trong khi giữ nguyên giá mục tiêu cho VND. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá bội số mục tiêu: SSI và VND cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và VCI cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, phù hợp với quan điểm tích cực nhưng thận trọng đối với triển vọng giá trị giao dịch bình quân ngày của chúng tôi. Sau khi giá cổ phiếu tăng lên gần đây, HSC hạ khuyến nghị đối với SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và VND xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) trong khi giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ cho VCI. SSI tiếp tục là lựa chọn ưa thích của chúng tôi trong ngành Chứng khoán trên cơ sở quy mô dẫn đầu thị trường, triển vọng lợi nhuận bền vững và lợi suất cổ tức hấp dẫn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/3.

	Giá	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
Mã CK	(đồng)	Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)	tăng/giảm (%)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
SSI	26,600	Tăng tỷ trọng	Mua vào	30,900	4.75	16.2	16.7	13.7	1.91	1.83	3.76	4.51
VCI	39,100	Nắm giữ	-	38,600	14.2	(1.28)	24.7	18.9	2.15	2.09	3.07	3.58
VND	15,350	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	16,100	0.63	4.89	12.1	11.1	1.07	1.04	3.26	5.21

Giá cổ phiếu tại ngày 21/3/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mục lục

Áp lực ngắn hạn nhưng vẫn tích cực trong dài hạn 3

Thanh khoản thị trường: Đi ngang so với quý trước mặc dù hồi phục mạnh gần đây 3

Cho vay ký quỹ tăng mạnh bù đắp cho lực bán của khối ngoại 5

Triển vọng thanh khoản thị trường: Dự kiến cải thiện dần trong năm 8

Triển vọng về động lực tăng trưởng lợi nhuận của các CTCK: Dự kiến được hỗ trợ tích cực nhờ điều kiện thị trường cải thiện 9

Điều chỉnh dự báo: Thanh khoản thị trường và lợi nhuận 11

Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo 11

Định giá và khuyến nghị 13

Nâng giá mục tiêu sau khi nâng dự báo lợi nhuận năng tiềm năng tăng giá thu hẹp 13

Bối cảnh định giá 14

Báo cáo thành phần

CTCP Chứng khoán SSI (SSI) 16

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCI) 22

CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND) 28

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Áp lực ngắn hạn nhưng vẫn tích cực trong dài hạn

Thanh khoản thị trường Q1/2025 (tính đến ngày 21/3/2025) giảm 3% so với quý trước do khối ngoại tiếp tục bán ròng trong khi NĐT trong nước bắt đầu quay trở lại sau diễn biến tích cực của chỉ số VNIndex. Lưu ý rằng giá trị giao dịch bình quân ngày đã giảm chậm lại và có khả năng sẽ phục hồi trong 6 tháng cuối năm 2025. HSC dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 24,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 18%), trong đó thanh khoản sẽ có xu hướng tăng từ nửa cuối năm 2025 nhờ triển vọng của nền kinh tế & tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp trở nên rõ ràng hơn cùng tâm lý tích cực về triển vọng nâng hạng thị trường (dự kiến vào tháng 9/2025). Tuy nhiên, những rủi ro giảm trong ngắn hạn bao gồm: Khối ngoại tiếp tục bán ra và thị trường BĐS cạnh tranh về nguồn vốn cùng những cú sốc tiềm ẩn nếu dư nợ ký quỹ sụt giảm.

Thanh khoản thị trường: Đi ngang so với quý trước mặc dù hồi phục mạnh gần đây

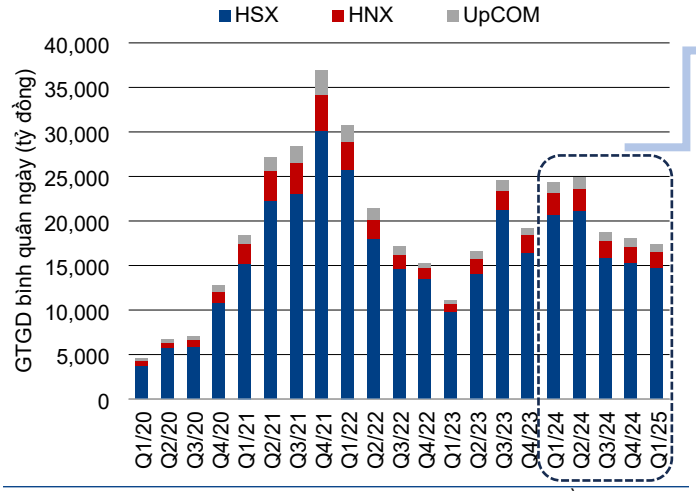
Hồi phục vừa phải sau Tết Nguyên đán

Chỉ số VNIndex đã vượt ngưỡng kháng cự quan trọng 1.300 điểm vào tháng 2 sau 6 lần kiểm định ngưỡng này trong năm 2024 (Biểu đồ 2). Sau đó, chỉ số ổn định trong khoảng 1.320-1.330 điểm. Thanh khoản thị trường cũng hồi phục đáng kể với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng mạnh lên 24-25 nghìn tỷ đồng trong tháng 2-3/2025, cải thiện đáng kể so với mức thấp 12-13 nghìn tỷ đồng vào tháng 1/2025. Đáng chú ý, NĐT cá nhân trong nước đã quay trở lại thị trường mạnh mẽ trong giai đoạn này - có thể do môi trường lãi suất thuận lợi và nhiều thông tin tích cực - mua ròng lần lượt 7,3 nghìn tỷ đồng và 5,7 nghìn tỷ đồng vào tháng 2 và tháng 3, bù đắp phần lớn cho lực bán ròng của khối ngoại (lần lượt 9,2 nghìn tỷ đồng và 6,9 nghìn tỷ đồng). Ngoài ra, NĐT tổ chức trong nước cũng đóng góp tích cực, mua ròng tổng cộng 2,2 nghìn tỷ đồng trong 2 tháng gần đây.

Tuy nhiên, thanh khoản chung theo quý vẫn tương đối ổn định. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 17,4 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025, giảm nhẹ 3% so với 18 nghìn tỷ đồng trong Q4/2024 và giảm đáng kể 28% so với 24,3 nghìn tỷ đồng trong Q1/2024. Mặc dù thanh khoản theo quý kém tích cực, chỉ số VNIndex vẫn tăng mạnh 12,1% trong năm 2024 và tiếp tục tăng 5,1% vào đầu Q1/2025.

Biểu đồ 1: GTGD bình quân ngày theo quý, Việt Nam

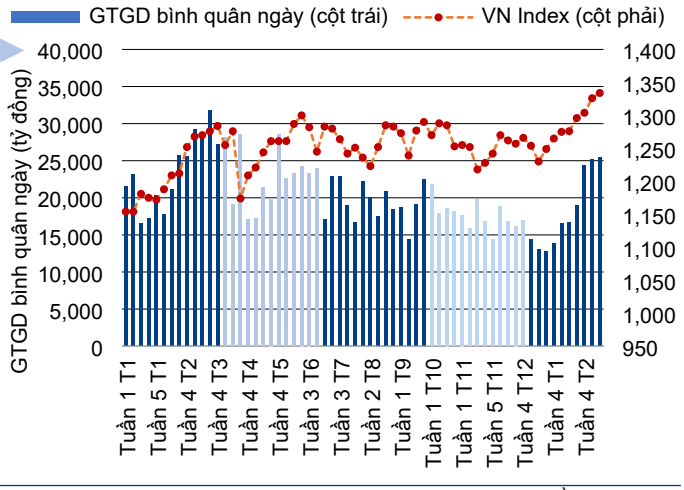
GTGD bình quân ngày giảm 3% so với quý trước trong Q1/25 và giảm 28% so với cùng kỳ từ Q4/23



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 2: GTGD bình quân ngày theo tuần, Việt Nam

Trong tháng 3/2025, GTGD bình quân ngày phục hồi mạnh mẽ, tăng trở lại mức cao như trong năm 2024



Nguồn: HNX, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Chỉ số VNIndex: Diễn biến mạnh mẽ nhờ lợi nhuận hồi phục và những thông tin tích cực

Diễn biến tích cực của chỉ số VNIndex có đóng góp rộng rãi từ nhiều ngành - như ngành ngân hàng, công nghệ, bán lẻ & công nghiệp - với đà tăng mạnh mẽ trong cả năm 2024 và Q1/2025. Mặc dù kết quả ấn tượng này đã thu hút NĐT cá nhân tham gia thị trường trở lại nhưng xu hướng này đã không cải thiện tâm lý vốn thận trọng của các NĐT nước ngoài.

Bảng 3: Hiệu suất cổ phiếu theo trọng số của các ngành, 2024-Q1/2025

Phần lớn các ngành đều ghi nhận hiệu suất tích cực kể từ năm 2024

	Hiệu suất của cổ phiếu			Tăng trưởng lợi nhuận năm 2024	Các tin tức chính / Yếu tố thúc đẩy
	2024	Q1/25*	2024-Q1/25		
Dầu khí	17%	2%	19%	-30%	Dự án Lô B – Ô Môn đã được khởi công vào ngày 18/09/2024.
Vật liệu	28%	12%	44%	+53%	Nhà máy Dung Quất Giai đoạn 2 đã bắt đầu sản xuất. Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với HRC Trung Quốc trong 120 ngày, có hiệu lực từ ngày 08/03/2025.
Công nghiệp	58%	2%	60%	+65%	Tiến độ xây dựng Sân bay Quốc tế Long Thành đã được đẩy nhanh trong năm 2024. HVN ghi nhận lợi nhuận lớn trong năm 2024.
Tiêu dùng	32%	-5%	25%	+17%	
Dược phẩm	28%	5%	35%	-5%	
Dịch vụ tiêu dùng	46%	0%	46%	+165%	Bách Hóa Xanh đã hoàn toàn hòa vốn trong năm 2024. FRT cũng có lãi trở lại trong cùng năm này.
Viễn thông	242%	-15%	192%	+104%	Bộ Thông tin và Truyền thông đã triển khai kế hoạch đấu giá băng tần 5G vào tháng 3/2024; Viettel đã trúng thầu lô đầu tiên (B1: 2.5-2.6 GHz).
Dịch vụ tiện ích	14%	4%	19%	-11%	Dự án đường dây truyền tải điện 500kV Mạch 3 đã hoàn thành. Quy hoạch điện 8 đã được điều chỉnh, mở ra cơ hội cho các dự án điện mặt trời và điện gió.
Ngân hàng	24%	8%	34%	+18%	Lợi nhuận vượt kỳ vọng trong Q4/2024, tăng trưởng tín dụng tăng tốc và rủi ro tài sản được kiểm soát. Bốn thương vụ chuyển giao bắt buộc đối với các ngân hàng yếu kém đã được công bố và triển khai chính thức, đánh dấu tiến triển tích cực trong quá trình tái cấu trúc ngành.
Công nghệ thông tin	80%	-17%	50%	+21%	Nvidia cam kết đầu tư 4 tỷ USD vào Việt Nam trong 4 năm tới. Khối ngoại bán ròng mạnh FPT trong Q1/2025 do định giá cao và ảnh hưởng từ biến động của cổ phiếu công nghệ toàn cầu.
Bảo hiểm	29%	7%	38%	+2%	
BĐS	1%	16%	18%	-4%	Các chủ đầu tư đã bàn giao 30.900 sản phẩm BĐS tại Hà Nội và 5.300 sản phẩm tại TP.HCM, phản ánh sự phục hồi mạnh mẽ của nhu cầu bất động sản.
Dịch vụ tài chính	4%	9%	14%	+19%	Bộ Tài chính đã ban hành Nghị định 68/2024, cho phép các NĐT chuyên nghiệp nước ngoài thực hiện giao dịch không cần ký quỹ trước. FTSE đưa ra phản hồi tích cực về việc triển khai giao dịch không ký quỹ trước. Dự án KRX tiếp tục được triển khai, dự kiến đi vào hoạt động trong tháng 5-6.

Ghi chú: Hiệu suất cổ phiếu của ngành có trọng số bằng nhau, tính đến ngày 21/3.
Nguồn: FiinX classification, HSC

Khối ngoại tiếp tục bán ròng trong bối cảnh tỷ giá, chính sách không chắc chắn và hoạt động chốt lời

Khối ngoại tiếp tục bán ròng trong Q1/2025 tổng cộng 20 nghìn tỷ đồng, tháng bán ròng thứ 21 liên tiếp của khối ngoại. Xu hướng này vẫn tiếp diễn bất chấp những chính sách hỗ trợ và những thông tin tích cực về HĐKD của các doanh nghiệp. Những nguyên nhân chính bao gồm:

- Giá cổ phiếu tăng cao: Khối ngoại chốt lời do định giá của nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn - ở nhiều ngành bao gồm ngân hàng, công nghệ và bán lẻ - tăng lên vùng giá cao nhất từ trước tới nay.
- Áp lực tỷ giá: Lo ngại về việc chính sách tiền tệ mở rộng của Việt Nam có thể làm chậm quá trình thu hẹp chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và Mỹ, từ đó làm đồng VND tiếp tục mất giá và làm gia tăng chi phí ngoại hối cho NĐT nước ngoài.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

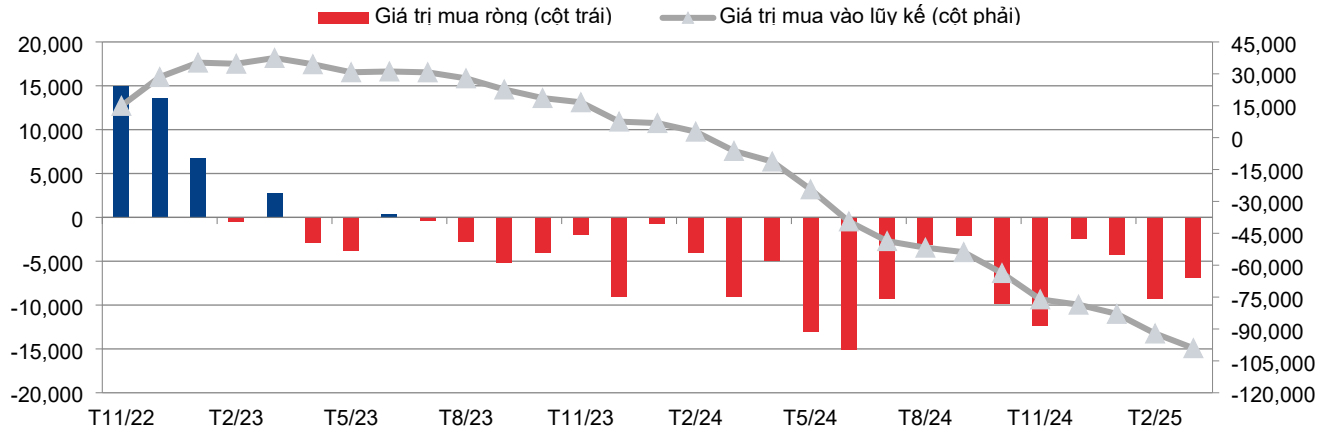
- Bất ổn tiềm ẩn trong bối cảnh chính sách & thương mại: Lo ngại về những thay đổi chính sách thương mại của Mỹ dưới thời chính quyền mới đã khiến NĐT nước ngoài thận trọng hơn. Với độ mở của nền kinh tế cao cùng sự phụ thuộc đáng kể vào hoạt động thương mại quốc tế, đặc biệt là với Mỹ, Việt Nam có thể sẽ chịu tác động kinh tế đáng kể nếu các mối quan hệ thương mại có sự thay đổi bất lợi, điều này góp phần gây ra tâm lý bất ổn và thận trọng của NĐT.

Tính đến cuối tháng 3/2025, giá trị sở hữu nước ngoài trong giỏ chỉ số VN30 vẫn giữ nguyên ở mức 766 nghìn tỷ đồng (30 tỷ USD), chiếm 19,7% vốn hóa thị trường của chỉ số VN30.

Sau khi tiếp tục bán ròng, chúng tôi ước tính giá trị Nhóm 3 (Nắm giữ để giao dịch) chỉ còn khoảng 190 nghìn tỷ đồng (7,4 tỷ USD), giảm từ 210 nghìn tỷ đồng vào tháng 12/2024 (Mời xem: Khối ngoại tiếp tục bán ròng & đồng USD tăng giá gây sức ép ngắn hạn, HSC, ngày 18/12/2024).

Biểu đồ 4: Giá trị mua vào/ bán ra của khối ngoại, Việt Nam

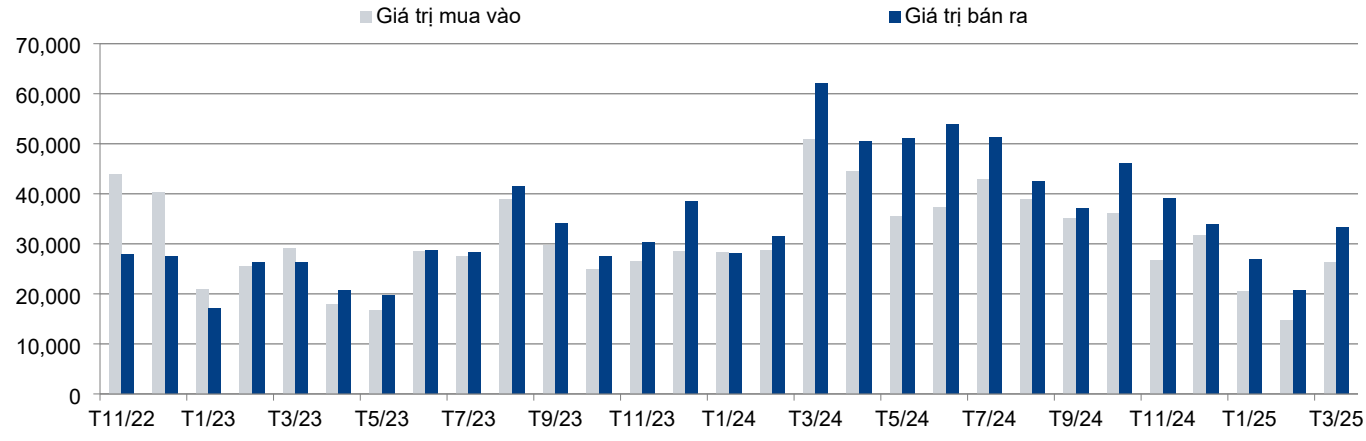
NĐT NN tiếp tục bán ròng hơn 20 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025 sau một tháng tạm dừng



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 5: Giá trị mua vào/ bán ra của khối ngoại, Việt Nam

Giao dịch của khối ngoại đã tăng đáng kể từ tháng 3/2024 đến nay



Nguồn: HNX, HSC

Cho vay ký quỹ tăng mạnh bù đắp cho lực bán của khối ngoại

Dư nợ cho vay ký quỹ tại thời điểm cuối Q4/2024 tăng lên 248 nghìn tỷ đồng, tăng 5% so với mức 236 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2024 và tăng mạnh 36% so với mức 181 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2023. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ trên vốn CSH vẫn ổn định ở mức khoảng 93% do các CTCK huy động vốn để đáp ứng nhu cầu cho vay ký quỹ tăng cao. Các CTCK đã chủ động giải quyết nhu cầu này

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

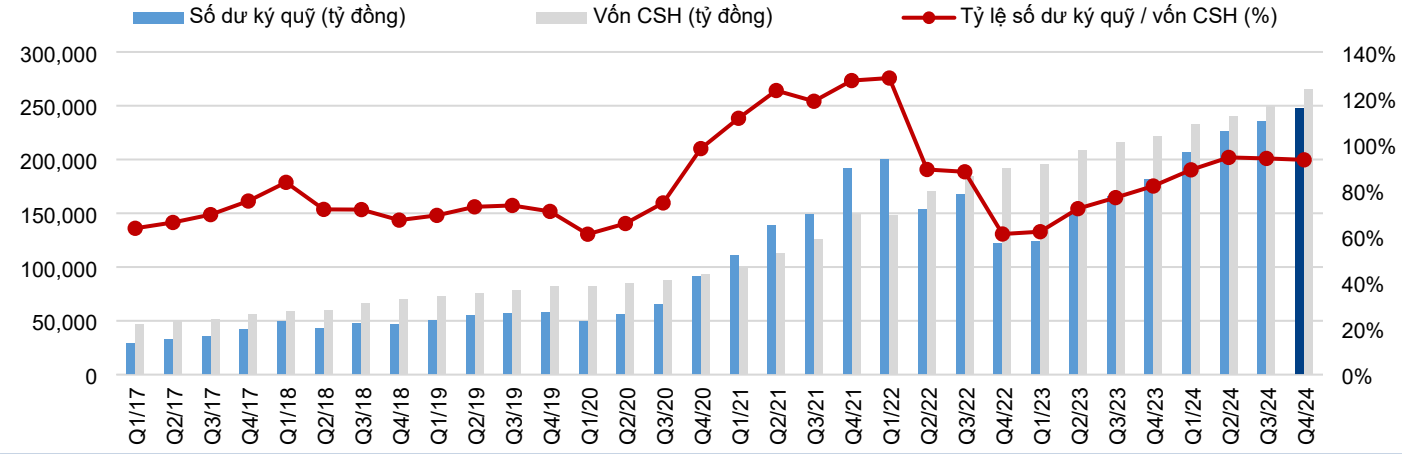
thông qua việc huy động 24,8 nghìn tỷ đồng vốn CSH trong năm 2024 và dự kiến tiếp tục huy động thêm 24,5 nghìn tỷ đồng trong thời gian tới.

Dư nợ cho vay ký quỹ tăng mạnh lên 248 nghìn tỷ đồng tại thời điểm Q4/2024, tăng 5% so với mức 236 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2024 và tăng mạnh 36% so với mức 181 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2023. Mặc dù vẫn chưa có số liệu chính xác cho Q1/2025 nhưng chúng tôi dự báo dư nợ cho vay ký quỹ sẽ tiếp tục tăng lên.

Tỷ lệ đòn bẩy của các CTCK, thể hiện qua tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ trên vốn CSH, vẫn ổn định ở mức khoảng 93%, chủ yếu nhờ các CTCK đã huy động vốn thành công để đáp ứng nhu cầu cho vay ký quỹ tăng cao. Ngược lại, tỷ lệ đòn bẩy của thị trường, thể hiện qua tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ trên tổng vốn hóa thị trường, có xu hướng gia tăng, điều này phản ánh xu hướng sử dụng đòn bẩy đang tăng lên ở cấp độ toàn thị trường.

Biểu đồ 6: Số dư ký quỹ & vốn CSH, ngành Chứng khoán

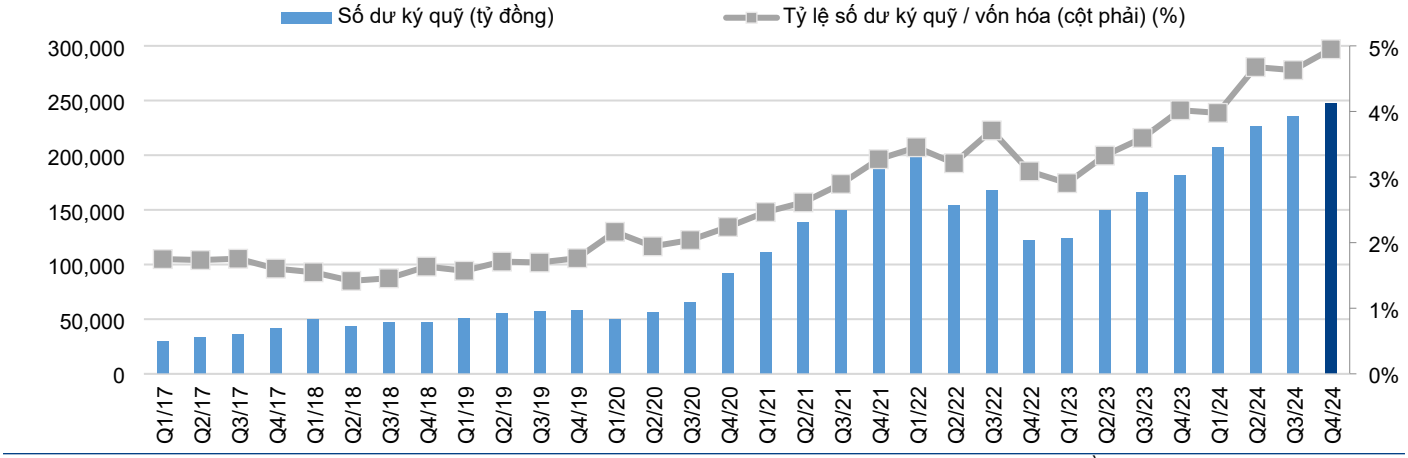
Số dư ký quỹ tiếp tục tăng mạnh lên 248 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q4/2024; trong khi đó, tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH duy trì ở mức khoảng 93%



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 7: Số dư ký quỹ và vốn hóa, ngành Chứng khoán

Tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn hóa tiếp tục tăng lên mức cao kỷ lục trong Q4/2024



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Đáng chú ý, kể từ Q3/2023, dư nợ cho vay ký quỹ đã tăng mạnh 49% trong 5 quý liên tiếp, trong khi giá trị giao dịch bình quân ngày giảm xuống 18 nghìn tỷ đồng trong Q4/2024 từ 24,5 nghìn tỷ đồng trong Q3/2023. Đây là sự phân hóa bất thường do dư nợ cho vay ký quỹ và thanh khoản thị trường thường có mức độ tương quan cao và dương (0,87 trong giai đoạn Q1/2020-Q3/2023 nhưng giảm xuống -0,42 trong giai đoạn Q3/2023-Q4/2024).

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

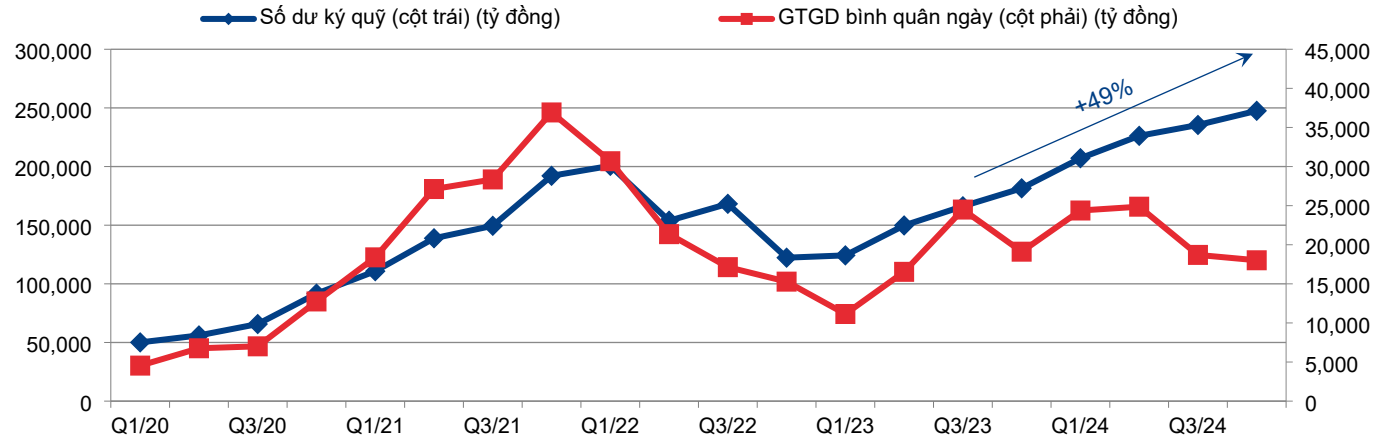
Sự bất thường này có thể một phần do sự chuyển dịch trong việc sử dụng dư nợ ký quỹ. Trong khi dư nợ ký quỹ với mục đích giao dịch ngắn hạn (thường dành cho các nhà đầu tư cá nhân) vẫn giữ nguyên hoặc giảm xuống, dư nợ ký quỹ sử dụng cho mục đích nắm giữ đã gia tăng đáng kể, từ đó giúp bù đắp cho lực bán của khối ngoại. Việc đẩy mạnh sử dụng dư nợ ký quỹ cho mục đích nắm giữ đã góp phần nâng cao sự ổn định cho thị trường trong ngắn hạn do thời gian nắm giữ dài hơn. Tuy nhiên, tỷ lệ đòn bẩy tăng lên sẽ làm gia tăng áp lực trong dài hạn nếu thị trường thiếu vắng dòng tiền mới hoặc đối mặt với những cú sốc từ nền kinh tế/những thông tin tiêu cực của doanh nghiệp.

Dư địa cho vay ký quỹ đã được mở rộng trong 2 năm qua sau khi huy động thêm 24,8 nghìn tỷ đồng vốn CSH trong năm 2024 và dự kiến tiếp tục huy động thêm 24,5 nghìn tỷ đồng trong thời gian tới.

Biểu đồ 8: Mối tương quan giữa số dư ký quỹ và GTGD bình quân ngày trong giai đoạn 2020-24, ngành CK

Sự biến động của số dư ký quỹ và thanh khoản thị trường có xu hướng phân hóa kể từ Q3/2023...

Kể từ giai đoạn phân hóa, số dư ký quỹ trong Q4/2024 tăng mạnh thêm 81 nghìn tỷ đồng so với Q3/2023, tương đương tăng 49% trong 5 quý



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 9: Kế hoạch tăng vốn trong năm 2024-2025 của một số công ty chứng khoán

Trong năm 2024, các công ty chứng khoán đã huy động 24,8 nghìn tỷ đồng và cũng đã lên kế hoạch cho một đợt tăng vốn tương đương (23,6 nghìn tỷ đồng) trong thời gian tới.

Công ty	Hình thức phát hành	% số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Phát hành (triệu cổ phiếu)	Hoàn thành (tỷ đồng)	UBCKNN phê duyệt (tỷ đồng)	Kế hoạch của ĐHĐCĐ (tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền mua	10%	151	1,510		
	Phát hành riêng lẻ	7%	104			1,500
	ESOP		10	100		
VND	Phát hành quyền mua	20%	243.6	2,436		
	Phát hành riêng lẻ	20%	286.6			3,439
	ESOP		30			300
HCM	Phát hành quyền mua	50%	228.6	2,286		
	ESOP		16	160		
	Phát hành quyền mua	50%	360			3,600
VCI	Phát hành riêng lẻ	30%	144	2,420		
	ESOP		4.4			44
MBS	Phát hành quyền mua	25%	109.4	1,094		
	Phát hành riêng lẻ	5%	27	765 ←		
ACBS	Phát hành quyền mua	75%	300	3,000		
	Phát hành quyền mua	42%	300		3,000 ←	
TCBS	Phát hành riêng lẻ	5%	119			1,377
LPBS	Phát hành quyền mua	1450%	363.8	3,638		
VIX	Phát hành quyền mua	95%	636	6,360		
	ESOP		20	200		
SHS	Phát hành quyền mua	100%	813.1			8,131
ORS	Phát hành quyền mua	33%	100	1,000		
	Phát hành quyền mua	60%	200			2,000
TCI	Phát hành quyền mua	44%	50.9			509
	ESOP	4%	5	50		
DSE	IPO	10%	30	900		
VDS	Phát hành riêng lẻ	38%	81			891
PBSV	Phát hành quyền mua	640%	86.5		865 ←	
Tổng				**24,794**	**3,865**	**21,791**

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Triển vọng thanh khoản thị trường: Dự kiến cải thiện dần trong năm

Quan điểm thận trọng cho 6 tháng đầu năm 2025

Mặc dù thanh khoản thị trường có dấu hiệu hồi phục vào cuối Q1/2025 nhưng một số yếu tố khiến chúng tôi thận trọng đối với triển vọng nửa đầu năm 2025 bao gồm:

- Khối ngoại tiếp tục bán ròng: Khối ngoại tiếp tục bán ròng có thể ảnh hưởng tiêu cực tới tâm lý và thanh khoản thị trường.
- Dư nợ cho vay ký quỹ cao: Dư nợ cho vay ký quỹ cao có thể hạn chế tăng trưởng thanh khoản do NĐT vẫn thận trọng về rủi ro ký quỹ tiềm ẩn.
- Cạnh tranh từ thị trường BĐS: Thanh khoản có thể vẫn chuyển hướng mạnh hơn sang lĩnh vực BĐS với nhiều dự án mới được mở bán cùng tâm lý đầu cơ cao hơn dựa trên chính sách sáp nhập tỉnh gần đây của Chính phủ (giảm từ 63 xuống 34 tỉnh thành). Sự chuyển dịch này có thể tạm thời hạn chế dòng vốn chảy vào cổ phiếu và ảnh hưởng đến thanh khoản chung của thị trường. Tuy nhiên, những thay đổi quy định thuận lợi gần đây cũng sẽ tác động tích cực đến tâm lý nhà đầu tư đối với một số cổ phiếu BĐS nhất định (chiếm khoảng 14% tổng vốn hóa thị trường).

Triển vọng tích cực kể từ 6 tháng cuối năm 2025

Kể từ 6 tháng cuối năm 2025, thanh khoản thị trường dự kiến sẽ phục hồi rõ ràng và bền vững hơn. Trong đó, các động lực chính bao gồm: nền kinh tế hồi phục rộng hơn, chính sách tài khóa/tiền tệ thực hiện hiệu quả, thông tin về lợi nhuận của các doanh nghiệp minh bạch hơn và triển vọng được nâng hạng thị trường rõ ràng hơn. Khi niềm tin quay trở lại, dòng vốn đổ vào từ nhiều kênh đầu tư sẽ tăng lên và hỗ trợ đáng kể cho thị trường chứng khoán.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Trong dài hạn, tăng trưởng kinh tế cao bền vững cùng các đợt IPO & tư nhân hóa dự kiến sẽ tiếp tục hỗ trợ sự phát triển & thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam.

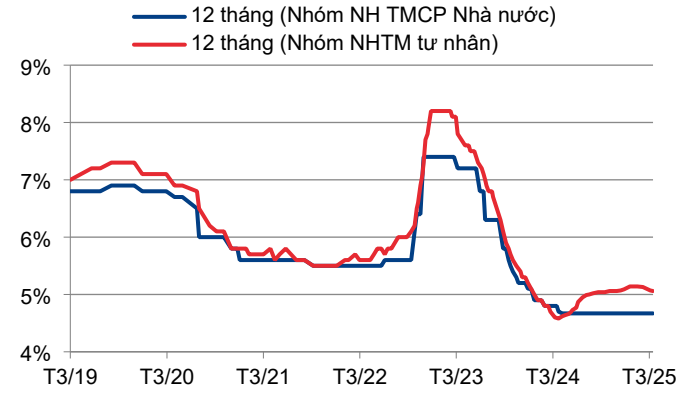
Triển vọng về động lực tăng trưởng lợi nhuận của các CTCK: Dự kiến được hỗ trợ tích cực nhờ điều kiện thị trường cải thiện

Triển vọng thị trường cải thiện được kỳ vọng sẽ hỗ trợ lợi nhuận của các CTCK ở nhiều mảng kinh doanh. Cụ thể như sau.

- Mảng nghiệp vụ môi giới: Doanh thu nghiệp vụ môi giới được kỳ vọng sẽ vẫn vững chắc nhờ thanh khoản thị trường cải thiện trong cả năm. Tuy nhiên, tỷ lệ phí giữ lại (tỷ lệ lợi nhuận nghiệp vụ môi giới trên doanh thu nghiệp vụ môi giới) có thể sẽ không cải thiện nhiều do cạnh tranh gay gắt từ những CTCK mới gia nhập thị trường.
- Mảng cho vay ký quỹ: Doanh thu cho vay ký quỹ được dự báo sẽ vẫn mạnh mẽ nhờ dư nợ cho vay ký quỹ cao kỷ lục. Tỷ trọng dư nợ ký quỹ phân bổ vào các vị thế nắm giữ gia tăng sẽ góp phần nâng cao tính bền vững & ổn định của dư nợ cho vay ký quỹ.
- Mảng tự doanh:
    - Đối với SSI và VND: Thu nhập đầu tư từ các danh mục đầu tư tiền gửi tiết kiệm có thể giảm xuống do lãi suất duy trì ở mức thấp (một sáng kiến của Chính phủ nhằm đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế). Tuy nhiên, chi phí huy động giảm sẽ bù đắp một phần tác động này.
    - Đối với VCI: Hoạt động tự doanh được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện nhờ điều kiện thị trường cổ phiếu thuận lợi trong giai đoạn mặt bằng lãi suất thấp.
- Ngân hàng đầu tư: Mảng ngân hàng đầu tư đang sẵn sàng tăng trưởng nhờ các kế hoạch IPO, tăng vốn CSH cùng các sáng kiến tư nhân hóa, điều này sẽ đem đến một số thương vụ đáng chú ý (Biểu đồ 14). Trong khi đó, SSI & VCI có vẻ sẽ tiếp tục là các doanh nghiệp IB chủ động trong giai đoạn này.

Biểu đồ 10: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, các NH TMCP Nhà nước & nhóm NHTM tư nhân

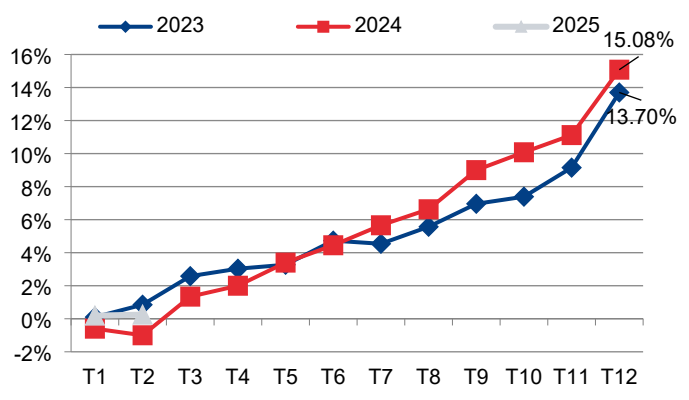
Mặc dù lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tại các NHTM tư nhân gần đây đã tăng nhưng mặt bằng lãi suất tiền gửi chung vẫn thấp hơn đáng kể so với mức bình quân trong quá khứ, bao gồm cả giai đoạn đại dịch



Nguồn: Dữ liệu các NHTM, HSC

Biểu đồ 11: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, hệ thống ngân hàng Việt Nam

Tăng trưởng tín dụng trong 2 tháng đầu năm 2025 đi ngang kể từ đầu năm do ảnh hưởng của hiệu ứng mùa vụ sau Tết



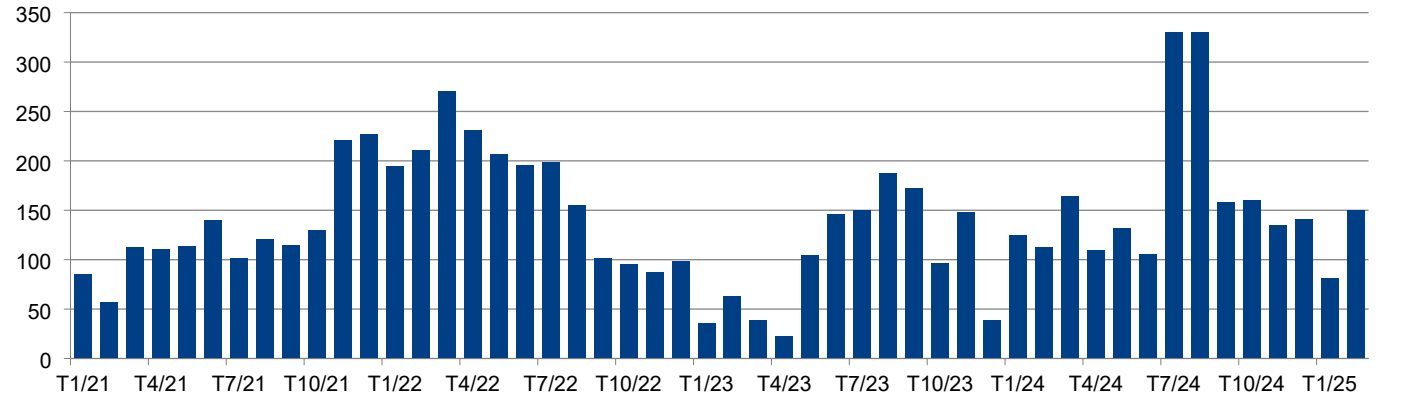
Nguồn: NHNN, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 12: Số lượng tài khoản chứng khoán cá nhân mở mới hàng tháng (nghìn), Việt Nam

Số lượng tài khoản mở mới trong tháng 2 đạt 150.000 tài khoản, giảm 6% so với cùng kỳ nhưng tăng 85% so với tháng trước

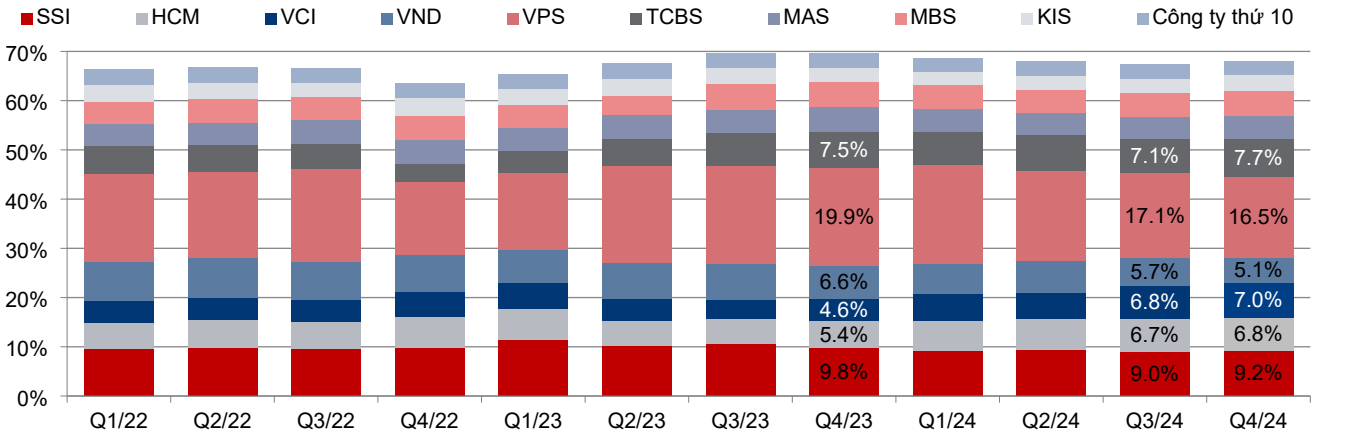


Nguồn: VSD, HSC

Biểu đồ 13: Thị phần nhóm 10 công ty chứng khoán lớn nhất, HSX

Những công ty giành được thị phần nhiều nhất trong Q4/2024 gồm TCBS (+0,6% so với quý trước), VCI (+0,2% so với quý trước), SSI (+0,2%) và HCM (+0,1%)

Trong Q4, thị phần của các công ty chứng khoán tập trung vào nhóm khách hàng tổ chức tăng lên trong khi thị phần của các công ty tập trung vào nhóm khách hàng cá nhân suy giảm



Nguồn: HNX, HSC

Bảng 14: Một số đợt phát hành IPO & tăng vốn tiềm năng và danh sách các công ty cổ phần hóa

Công ty	Ngành	Tổng tài sản năm 2024 (tỷ đồng)	Lợi nhuận năm 2024 (tỷ đồng)
Cổ phần hóa			
Becamex IDC (BCM)	BĐS KCN	58,777	2,105
BIDV (BID)	Ngân hàng	2,760,693	25,121
Các đợt IPO mới			
CTCP Chăn nuôi C.P. Việt Nam	Nông nghiệp	N/a	8,000 (2021)
CTCP Chứng khoán Kỹ thương (TCBS)	Chứng khoán	53,244	3,849
CTCP Ô tô Trường Hải	Sản xuất ô tô	187,197 (2023)	2,734 (2023)
CTCP Vua Nệm	Bán lẻ nội thất	N/a	-9 (6M25)

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Điều chỉnh dự báo: Thanh khoản thị trường và lợi nhuận

Sau diễn biến giá trị giao dịch bình quân ngày trong năm 2024 và 2 tháng đầu năm 2025, HSC giảm nhẹ dự báo thanh khoản thị trường, theo đó, giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ tăng trưởng trung bình 21% trong 3 năm tới. Điều chỉnh này sẽ không ảnh hưởng đến dự báo của chúng tôi về KQKD riêng của từng CTCK. Đối với dự báo năm 2025-2026, chúng tôi tăng bình quân lần lượt 3% và 7% dự báo lợi nhuận của SSI và VCI trong khi chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận của VND. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần của SSI, VCI và VND sẽ tăng trưởng trung bình lần lượt 20%, 24% và 22% trong 3 năm tới.

Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo

Giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2024 đạt khoảng 21 nghìn tỷ đồng (820 triệu USD), tăng trưởng 20%, nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi (21,7 nghìn tỷ đồng).

Sau kết quả vừa phải trong Q1/2025, HSC giảm nhẹ dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 xuống 24,7 nghìn tỷ đồng (960 triệu USD), tương đương tăng trưởng 18%. Cụ thể, chúng tôi dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày cho từng quý trong năm 2025 lần lượt là 19 nghìn tỷ đồng, 22 nghìn tỷ đồng, 28 nghìn tỷ đồng và 30 nghìn tỷ đồng. Như đã phân tích ở trên, chúng tôi tin rằng thị trường sẽ phải đối mặt với một số áp lực do dư nợ cho vay ký quỹ cao và lực bán ròng của khối ngoại trong 6 tháng đầu năm 2025. Trong khi đó, chúng tôi dự báo thị trường sẽ hồi phục mạnh mẽ trong 6 tháng cuối năm 2025 nhờ tình hình kinh tế và điều kiện thị trường cải thiện, bao gồm cả tâm lý tích cực từ triển vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE.

Trong dài hạn, theo kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 và 2026 lần lượt đạt 30,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%) và 37,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Lưu ý rằng việc giảm nhẹ dự báo thanh khoản không làm thay đổi quan điểm của chúng tôi về triển vọng của các CTCK.

Với kịch bản tích cực hơn, chúng tôi dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 sẽ tăng trưởng 40% đạt 30 nghìn tỷ đồng, với kỳ vọng lớn hơn về sự trở lại của NĐT cá nhân, dòng vốn nước ngoài mạnh mẽ, tăng trưởng lợi nhuận vững chắc. Ngược lại, theo kịch bản tiêu cực, chúng tôi dự báo thanh khoản năm 2025 sẽ đi ngang ở mức 21 nghìn tỷ đồng, dựa trên giả định triển vọng tăng trưởng lợi nhuận kém tích cực trong khi rủi ro địa chính trị leo thang làm gia tăng tình trạng bán tháo của khối ngoại.

Bảng 15: Thanh khoản thị trường hàng năm thực tế và dự báo, Việt Nam

HSC điều chỉnh giảm bình quân 5% giả định GTGD bình quân ngày mỗi năm và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

Tỷ đồng		Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Kịch bản tiêu cực					**20,985**	**26,231**	**31,477**
Tăng trưởng					*0%*	*25%*	*20%*
Kịch bản cơ sở	**20,985**	**21,718**	**26,074**	**32,593**	**24,763**	**30,954**	**37,144**
Tăng trưởng	*20%*	*24%*	*20%*	*25%*	*18%*	*25%*	*20%*
Kịch bản tích cực					**35,256**	**44,070**	**52,884**
Tăng trưởng					*40%*	*25%*	*20%*

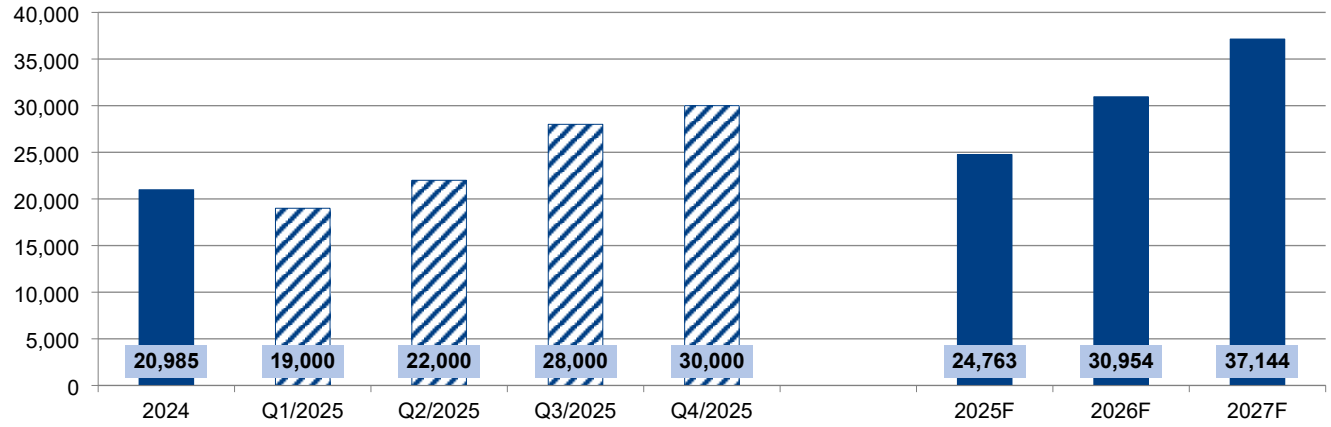
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 16: Dự báo thanh khoản thị trường hàng năm theo quý, Việt Nam

HSC ước tính GTGD bình quân ngày trong nửa đầu năm 2025 sẽ đi ngang so với năm 2024 nhưng sau đó tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

HSC chỉ giảm nhẹ dự báo thanh khoản và không ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của của từng CTCK với động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ hoạt động cho vay ký quỹ và các công ty con. Chúng tôi đưa ra các dự báo mới như sau:

- Cho SSI, HSC tăng bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 sau khi nâng dự báo mảng cho vay ký quỹ và tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí tài chính lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo mảng tự doanh.
- Cho VCI, chúng tôi tăng 7% dự báo cho năm 2025-2026 sau khi nâng dự báo mảng cho vay ký quỹ và thu nhập đầu tư.
- Cho VND, chúng tôi giảm 9%/năm dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo mảng tự doanh.

Dự báo mới của chúng tôi như sau:

- Lợi nhuận thuần của SSI được dự báo tăng trưởng lần lượt 18%, 23% và 20% trong giai đoạn 2025-2027.
- Lợi nhuận thuần của VCI được dự báo tăng trưởng lần lượt 25%, 31% và 18% trong giai đoạn 2025-2027.
- Lợi nhuận thuần của VND được dự báo tăng trưởng lần lượt 21%, 19% và 25% trong giai đoạn 2025-2027.

Bảng 17: Tăng trưởng LNTT thực tế và dự báo, các công ty ngành Chứng khoán HSC khuyến nghị

LNTT toàn ngành được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 21,7%

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
SSI	**3,544**	**4,201**	**5,158**	**6,205**
Tăng trưởng	*22%*	*18%*	*23%*	*20%*
VCI	**1,089**	**1,359**	**1,783**	**2,106**
Tăng trưởng	*85%*	*25%*	*31%*	*18%*
VND	**2,088**	**2,541**	**3,036**	**3,791**
Tăng trưởng	*-15%*	*21%*	*19%*	*25%*

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng giá mục tiêu cho các CTCK trong phạm vi phân tích chủ yếu sau khi nâng dự báo lợi nhuận nhưng vẫn giữ nguyên giả định về bội số định giá do triển vọng thanh khoản vẫn nguyên vẹn. Chúng tôi duy trì định giá cho SSI & VND với P/E và P/S mục tiêu cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ và VCI ở mức cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và đối với VND xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng), trong khi vẫn giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ cho VCI. SSI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành chứng khoán nhờ quy mô lớn, KQKD bền vững và lợi suất cổ tức tốt.

Nâng giá mục tiêu sau khi nâng dự báo lợi nhuận năng tiềm năng tăng giá thu hẹp

HSC tăng 5% giá mục tiêu cho SSI lên 30.900đ (tiềm năng tăng giá 16%), tăng 11% giá mục tiêu cho VCI lên 38.600đ (tiềm năng tăng giá 0%) và tăng 1% giá mục tiêu cho VND lên 16.100đ (tiềm năng tăng giá 4%). Trong đó:

- **Giảm bội số định giá**: Dựa trên quan điểm trung lập về thanh khoản Q2/2025, HSC giữ nguyên P/E và P/S mục tiêu cho SSI và VND ở mức cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ nhưng nâng bội số mục tiêu cho VCI lên cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn (từ cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn) so với trung vị quá khứ, nhờ nền tảng cơ bản cải thiện mạnh mẽ và tiềm năng tăng từ danh mục đầu tư AFS.
- **Điều chỉnh dự báo lợi nhuận**: HSC tăng bình quân lần lượt 3% và 7%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 của SSI và VCI trong khi giảm bình quân 10%/năm dự báo cho VND.

Tại giá mục tiêu mới, P/E mục tiêu năm 2025 cho SSI, VCI và VND lần lượt là 19,4 lần, 23,6 lần và 12,7 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị cho SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào), VND xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) trong khi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VCI.

Bảng 18: Phương pháp định giá P/E, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	EPS 2025	P/E mục tiêu	Giá mục tiêu = EPS bình quân * P/E mục tiêu
SSI	1,591	21.4	33,936
VCI	1,584	20.0	31,735
VND	1,266	15.4	19,527

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 19: Phương pháp định giá P/E, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	doanh thu / cổ phiếu năm 2025	P/S mục tiêu	Giá mục tiêu = doanh thu / cổ phiếu * P/S mục tiêu
SSI	4,450	6.3	28,035
VCI	5,646	8.0	45,563
VND	4,129	3.1	12,694

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 20: Phương pháp định giá P/E và P/S, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Công ty	P/S	P/E	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng / giảm
SSI	28,035	33,936	**30,986**	**16%**
VCI	45,563	31,735	**38,649**	**0%**
VND*	12,694	19,527	**16,111**	**4%**

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 21: So sánh các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	P/E (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/E tại giá mục tiêu (lần)
	VND		Đồng	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2024	2025F	2025F
SSI	26,600	Tăng tỷ trọng	30,900	17.4	17.8	17.0	10.2	11.4	12.0	(2.5)	5.0	19.4
VCI	39,100	Nắm giữ	38,600	45.5	31.1	24.9	7.1	9.0	9.1	46.4	24.8	24.4
VND	15,500	Nắm giữ	16,100	9.4	13.0	11.8	13.0	9.5	9.2	(27.2)	10.3	12.7
Bình quân ngành				**24.1**	**20.6**	**17.9**	**9.7**	**7.5**	**7.6**	**5.6**	**13.4**	**18.6**

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 21/3.
Nguồn: Các công ty, HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã tăng bình quân 10% trong 1 tháng qua nhờ thanh khoản thị trường cải thiện. Từ đó, bình quân P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm những công ty này lần lượt là 19 lần và 5,5 lần, đều cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ.

Đối với từng công ty, P/E trượt dự phóng 1 năm hiện tại ở mức:

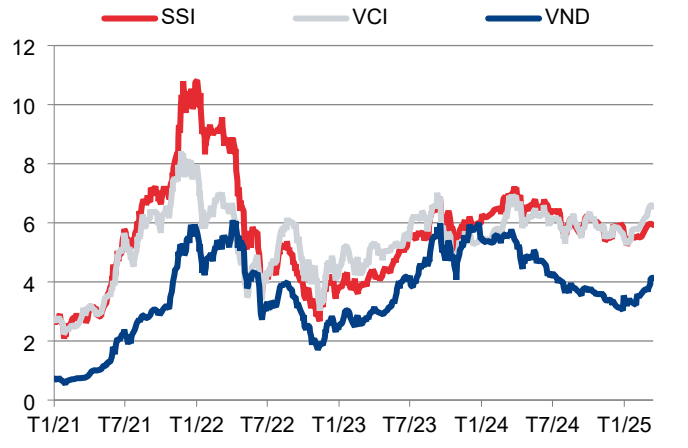
- SSI: 17,8 lần - sát với trung vị quá khứ.
- VCI: 26,1 lần - cao hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ, mức định giá cao.
- VND: 13 lần - cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ.

Sau khi giá cổ phiếu của cả 3 CTCK tăng mạnh, VCI đang giao dịch với định giá cao, trong khi định giá của SSI và VND đang tiến sát bội số mục tiêu của chúng tôi là cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ. HSC tin rằng dư địa để định giá lại đang thu hẹp, trừ khi thanh khoản thị trường tiếp tục tăng mạnh trong Q2/2025.

Chúng tôi vẫn nhận thấy giá trị ở SSI với chính sách cổ tức tiền mặt 1.000đ/cp, tương đương lợi suất cổ tức 3,7%. Theo đó, SSI tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành Chứng khoán. Bên cạnh SSI, chúng tôi nhận thấy VCI cũng là một lựa chọn khá tốt dựa trên khả năng mở rộng thị phần mảng nghiệp vụ môi giới, vị thế tốt để hưởng lợi từ việc nâng hạng thị trường và tiềm năng tăng lớn nếu thực hiện hóa danh mục AFS.

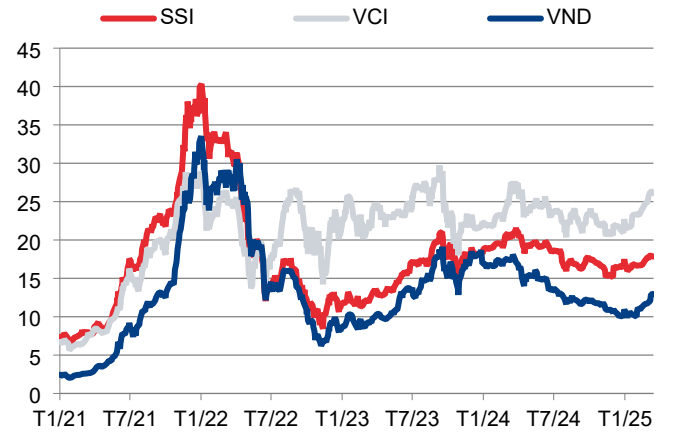
Cho năm 2025, P/E và P/S mục tiêu bình quân của 3 CTCK lần lượt là 18,6 lần và 5,7 lần, tương đương tiềm năng tăng giá vừa phải so với trước đây.

Biểu đồ 22: So sánh P/S trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC
VND đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm thấp hơn đáng kể so với SSI và VCI



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 23: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC
P/E trượt dự phóng 1 năm của VND cũng thấp nhất



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 24: Phân tích độ nhạy, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

HSC sử dụng giả định GTGD bình quân ngày đạt 25 nghìn tỷ đồng làm kịch bản cơ sở để định giá SSI và VND, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, trong khi định giá của VCI cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

	Giả định GTGD bình quân ngày & định giá (+/- độ lệch chuẩn so với bình quân) năm 2025				
	21 nghìn tỷ đồng (đi ngang svck) (+0.0 độ lệch chuẩn)	25 nghìn tỷ đồng (+18% svck) (+0.3 độ lệch chuẩn)	27 nghìn tỷ đồng (+30% svck) (+0.5 độ lệch chuẩn)	29 nghìn tỷ đồng (+40% svck) (+0.7 độ lệch chuẩn)	31 nghìn tỷ đồng (+50% svck) (+1.0 độ lệch chuẩn)
SSI					
Doanh thu mỗi cổ phiếu	4,352	**4,440**	4,498	4,547	4,595
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,569	**1,589**	1,602	1,613	1,624
Giá mục tiêu	26,300 (-16%)	**30,900**	34,000 (+10%)	37,100 (+20%)	41,800 (+35%)
VCI					
Doanh thu mỗi cổ phiếu	5,757	5,832	5,850	**5,893**	6,059
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,547	1,567	1,575	**1,584**	1,626
Giá mục tiêu	31,000 (-15%)	34,800 (-10%)	37,400 (-5%)	**38,600**	43,800 (+13%)
VND					
Doanh thu mỗi cổ phiếu	4,076	**4,129**	4,164	4,194	4,223
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,252	**1,267**	1,275	1,283	1,290
Giá mục tiêu	12,800 (-20%)	**16,100**	18,200 (+13%)	20,400 (+27%)	23,600 (+47%)

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

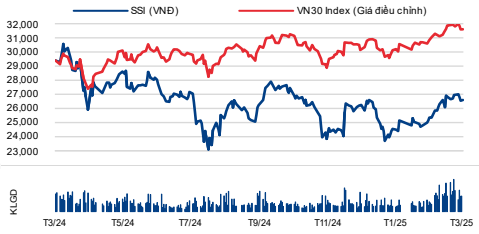
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(từ Mua vào)*
Giá mục tiêu: VNĐ30,900 *(từ VNĐ29,500)*
Tiềm năng tăng/giảm: 16.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/3/2025)	26,600
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,109-30,564
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	52,189
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,038
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,962
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,962
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,112
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (15.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.93	1.33	(9.50)
So với chỉ số	3.06	(3.11)	(15.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,591	1,515	5.0
2026F	1,944	1,869	4.0
2027F	2,327	2,238	4.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

SSI là một trong những công ty chứng khoán lớn nhất Việt Nam, với thị phần khoảng 10%. Công ty phát triển cân bằng giữa nhóm khách hàng cá nhân và tổ chức

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng
Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA
Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Triển vọng vẫn vững chắc nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá

- HSC hạ khuyến nghị cho SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 5% giá mục tiêu lên 30.900đ (tiềm năng tăng giá 16%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tiếp tục định giá SSI với BVPS cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.
- Chúng tôi tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do tác động tích cực từ việc nâng dự báo mảng cho vay ký quỹ lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lãi hoạt động tự doanh. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2027 đạt 15,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 17,8 lần và 5,9 lần, chỉ cao hơn một chút so với bình quân quá khứ. Trong khi đó, chúng tôi ước tính lợi suất cổ tức của SSI vẫn ở mức tốt là 3,7%.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2025-2027

Sau KQKD mạnh mẽ trong năm 2024, HSC dự báo động lực tăng trưởng lợi nhuận của SSI kể từ năm 2025 tiếp tục đến từ mảng cho vay ký quỹ mạnh mẽ & chi phí tài chính giảm xuống. Tuy nhiên, mảng tự doanh, chủ yếu bao gồm tiền gửi tiết kiệm và chứng chỉ tiền gửi, được dự báo tăng trưởng chậm lại do mặt bằng lãi suất tiếp tục thấp.

SSI đã triển khai những bước đầu tiên để thành lập mảng kinh doanh tiền điện tử. Mặc dù có thể cần thêm thời gian để đánh giá đóng góp của mảng kinh doanh này vào lợi nhuận của SSI nhưng sự phát triển của thị trường tiền điện tử tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ tác động tích cực đến tâm lý đối với cổ phiếu SSI.

Tác động: Tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do tác động tích cực từ việc nâng nhẹ dự báo mảng cho vay ký quỹ và hạ dự báo chi phí tài chính lớn hơn một chút so với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lãi hoạt động tự doanh. Theo dự báo mới - bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 và cao hơn một chút so với dự báo của thị trường - lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới nhờ lãi hoạt động tự doanh vững chắc và dư nợ cho vay ký quỹ tăng trưởng ổn định.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 17,8 lần và 5,9 lần, cao hơn một chút so với bình quân kể từ Q4/2020 lần lượt ở mức 17,7 lần và 5,4 lần. Trong khi đó, chúng tôi ước tính lợi suất cổ tức vẫn ổn định ở mức 3,7%.

HSC hạ khuyến nghị đối với SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 5% giá mục tiêu lên 30.900đ, tương đương tiềm năng tăng giá 16%. Tại giá mục tiêu, P/E và P/S mục tiêu cho năm 2025 lần lượt là 19,4 lần và 6,9 lần - cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Chúng tôi vẫn nhận thấy giá trị ở cổ phiếu SSI và đây tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành Chứng khoán.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	7,157	8,528	9,392 ▲	11,310	13,408
LN thuần (tỷ đồng)	2,320	2,845	3,361	4,127	4,965
EPS (đồng)	1,552	1,512	1,588	1,941	2,324
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200
BVPS (đồng)	15,390	13,603	13,893	14,522	15,509
P/E (lần)	17.1	17.6	16.7	13.7	11.4
Lợi suất cổ tức (%)	3.76	3.76	3.76	4.51	4.51
P/B (lần)	1.73	1.96	1.91	1.83	1.72
Thị phần môi giới CP (%)	10.4	9.50	10.0	10.5	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	36.2	(2.54)	5.02	22.2	19.7
ROAE (%)	10.2	11.4	12.0	13.7	15.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Giá cổ phiếu tăng lên nhưng nền tảng không đổi; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị cho SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 5% giá mục tiêu lên 30.900đ (tiềm năng tăng giá 16%) sau khi nâng dự báo lãi hoạt động tự doanh và lãi từ cho vay ký quỹ. Chúng tôi tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. Theo đó, lợi nhuận thuần - bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 - sẽ tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2027 đạt 15,5%. Đáng chú ý, SSI đã triển khai những bước đầu tiên để thành lập mảng kinh doanh tiền điện tử. Mặc dù điều này hiện tại chưa tác động đến lợi nhuận của SSI nhưng chúng tôi sẽ theo dõi những cơ hội và rủi ro liên quan đến hoạt động này.

Tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Sau KQKD năm 2024 và triển vọng thời gian tới, HSC tăng 3%/năm dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. Những giả định chính như sau:

- **Mảng nghiệp vụ môi giới**: Chúng tôi giảm 4%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới cho giai đoạn 2024-2026 sau khi chúng tôi hạ giả định thị phần cho năm 2025 và 2026 xuống lần lượt 10% (từ 10,2%) và 10,5% (từ 10,8%) và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 ở mức 11%.

  Tỷ lệ phí giữ lại được dự báo đạt 0,07% cho năm 2025, sau đó giảm xuống 0,06% trong năm 2026-2027.

- **Mảng cho vay ký quỹ**: Chúng tôi tăng 9%/năm dự báo lãi cho vay ký quỹ cho năm 2025-2026 chủ yếu sau khi nâng dự báo dư nợ cho vay ký quỹ và tương đương tăng trưởng bình quân 26%. Nhờ nền vốn lớn, SSI có vị thế tốt để tăng dư nợ cho vay ký quỹ và giành lại thị phần, từ đó nâng cao lợi nhuận.

  - Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ dự báo đạt lần lượt 27% (từ 23% trước đó), 26% (giữ nguyên) và 26% cho năm 2025, 2026 và 2027.
  - Lãi suất cho vay ký quỹ duy trì ở mức 11% trong năm 2025-2026 và 10,8% trong năm 2027.

- **Mảng tự doanh**: Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng thu nhập đầu tư xuống lần lượt 18%, 18% và 12% cho giai đoạn 2025-2027. Mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp sẽ hạn chế khả năng nâng cao lãi từ danh mục tập trung vào tài sản thu nhập cố định lớn của SSI. Theo đó, lãi hoạt động tự doanh được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 16% trong giai đoạn 2024-2027.

- **Chi phí tài chính**: Chúng tôi giảm lần lượt 18% và 7% dự báo chi phí tài chính cho năm 2025 và 2026, điều này cho thấy chi phí huy động sẽ giảm xuống trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp.

Từ đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 20% trong giai đoạn 2024-2027, trong khi hệ số ROE dự báo sẽ tăng từ 11,4% trong năm 2024 lên 15,5% vào năm 2027.

Chúng tôi tóm tắt giả định chính và dự báo trong Bảng 25-27.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 25: Các giả định quan trọng cũ và mới, SSI

Những thay đổi chính bao gồm hạ giả định thị phần nhưng tăng giả định dư nợ ký quỹ trong năm 2025-2026

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng GTGD	20.0%	20.0%	20.0%	25.0%	18.0%	25.0%	20.0%
Thị phần	9.5%	9.5%	10.2%	10.8%	10.0%	10.5%	11.0%
Phí môi giới gộp	0.11%	0.06%	0.06%	0.06%	0.10%	0.09%	0.09%
Tỷ lệ phí giữ lại	0.09%	0.04%	0.04%	0.03%	0.07%	0.06%	0.06%
Tỷ lệ phí giữ lại mảng môi giới	21%	30%	37%	48%	29%	35%	35%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	41.8%	34.1%	22.9%	26.2%	27.4%	25.7%	26.4%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	10.8%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	14.9%	22.3%	7.1%	13.0%	4.2%	14.7%	13.3%
Lợi suất đầu tư	6.0%	5.8%	6.7%	6.6%	6.3%	6.4%	6.3%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 26: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, SSI

HSC điều chỉnh tăng 3% dự báo cho năm 2025-2026, phản ánh tác động từ việc nâng dự báo lãi của mảng cho vay ký quỹ lớn hơn tác động từ việc hạ giả định thu nhập từ đầu tư

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	357	369	530	775	513	743	866
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	2,079	1,939	2,373	2,995	2,601	3,270	4,057
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,719	3,018	3,723	4,145	3,196	3,767	4,221
IB & thu nhập khác	86	115	44	64	65	81	113
Thu nhập HĐ	**5,241**	**5,442**	**6,669**	**7,979**	**6,375**	**7,861**	**9,257**
Tăng trưởng	*10%*	*15%*	*27%*	*20%*	*22%*	*23%*	*18%*
Lãi/(lỗ) HĐ tài chính	(1,396)	(1,611)	(2,228)	(2,469)	(1,827)	(2,303)	(2,612)
Chi phí BH&QL	(302)	(326)	(374)	(431)	(347)	(399)	(439)
Lợi nhuận khác	-	1	1	1	-	-	-
LNTT	**3,544**	**3,507**	**4,068**	**5,081**	**4,201**	**5,158**	**6,205**
LNST	**2,845**	**2,841**	**3,295**	**4,115**	**3,361**	**4,127**	**4,964**
Tăng trưởng	*22.6%*	*22.0%*	*15.8%*	*24.9%*	*18.1%*	*22.8%*	*20.3%*

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 27: Các sàn giao dịch crypto trong khu vực

Các quốc gia trong khu vực đã ra mắt sàn giao dịch tiền mã hóa crypto nội địa trong nhiều năm qua

Quốc gia	Sàn giao dịch	Năm thành lập	Người dùng (triệu)	Doanh thu năm 2023 (triệu USD)
Hàn Quốc	Upbit	2017	8.3	696.2
Hàn Quốc	Bithumb	2014	3.1	92.8
Thái Lan	Bitkub	2018	5.0	34.2
Thái Lan	Bitazza	2018	0.6	na
Indonesia	Indodax	2014	7.5	8.0
Malaysia	Sinegy	2020	na	Na

Nguồn: SSI, HSC

SSI tìm kiếm động lực tăng trưởng mới ở thị trường tiền số

Việt Nam được đánh giá là một trong những thị trường tiền điện tử lớn nhất toàn cầu, trên cơ sở số lượng người dùng và giá trị giao dịch hàng năm. Tuy nhiên, Việt Nam cho đến nay vẫn chưa có bất kỳ sàn giao dịch tiền điện tử nào quản lý bởi Nhà nước, từ đó khiến người dân phải thực hiện giao dịch trên các nền tảng quốc tế. Ngược lại, nhiều quốc gia trong khu vực đã triển khai các sàn giao dịch tiền kỹ thuật số được quản lý trong nước từ nhiều năm qua (Biểu đồ 27), trong khi thị trường tiền điện tử tại Việt Nam còn lớn hơn thị trường ở các quốc gia này.

Do đó, các bộ ngành tại Việt Nam đang tích cực hỗ trợ thành lập các sàn giao dịch tiền điện tử do được sở hữu và quản lý trong nước để tăng cường hoạt động quản lý thuế và quản lý ngoại hối liên quan đến giao dịch tiền điện tử. Vào ngày 9/3/2025, Thủ tướng Chính phủ đã đưa ra chỉ thị chính thức giao nhiệm vụ cho Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước xây dựng khuôn khổ pháp lý và cơ chế cho giao dịch tiền điện tử

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

trong nước. Sáng kiến này nhấn mạnh cam kết của Chính phủ trong việc thúc đẩy xây dựng môi trường an toàn & tuân thủ cho các giao dịch tài sản kỹ thuật số.

Chủ tịch SSI, ông Nguyễn Duy Hưng, đã ấp ủ mong muốn tham gia vào lĩnh vực tiền điện tử từ lâu. Trong nhiều năm qua, ông Hưng đã tích cực tham gia với tư cách là diễn giả và khách mời tại nhiều hội nghị tập trung vào tài sản kỹ thuật số. Đáng chú ý, vào tháng 1/2025, SSI đã ra mắt SSI Digital Ventures, với khoản đầu tư ước tính 200 triệu USD nhằm cải tiến công nghệ, bao gồm các đổi mới số hóa và blockchain. Sáng kiến này đánh dấu bước đi tiên phong của ông Hưng trong lĩnh vực tiền điện tử, từ đó nhằm nâng cao khả năng nắm giữ thị phần trên thị trường giao dịch tiền điện tử trong nước của SSI về sau.

HSC hiện chưa đưa yếu tố này vào các mô hình dự báo vì SSI hiện không nắm giữ cổ phần trực tiếp hoặc có HĐKD liên quan đến các liên doanh được ra mắt thuộc SSI Digital Ventures. Tuy nhiên, nếu mảng tiền điện tử của SSI đạt được những tiến bộ có ý nghĩa, tâm lý đối với cổ phiếu SSI nhiều khả năng sẽ có ảnh hưởng tích cực - chúng tôi sẽ theo dõi diễn biến của thương vụ này.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp P/E & P/S mục tiêu để xác định giá trị hợp lý cho SSI. Tại giá mục tiêu của chúng tôi là 30.900đ/cp, dựa trên kịch bản cơ sở, định giá mục tiêu sẽ cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá là 16%.

Bảng 28: Phương pháp định giá P/E & P/S, SSI

Đồng	2025	Mục tiêu = Bình quân + 0,3 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,591	21.4	33,936
SPS	4,493	6.4	28,035
Bình quân			**30,986**

Nguồn: SSI, HSC dự báo

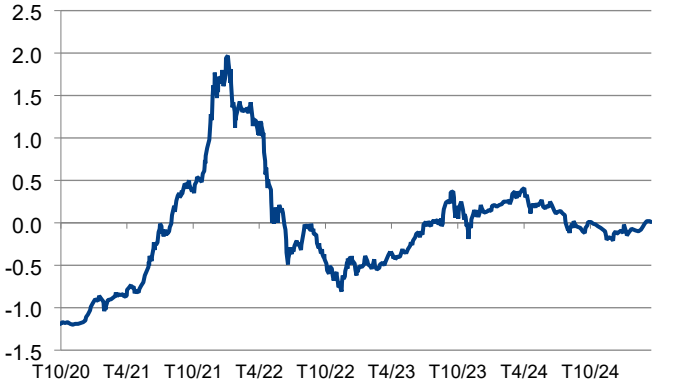
Biểu đồ 29: P/E trượt dự phóng 1 năm, SSI

P/E trượt dự phóng 1 năm của SSI đã tăng trở lại mức 17,8 lần, tương đương với mức ghi nhận trong tháng 8/2024

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 30: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, SSI

… cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm sát với giá trị P/E bình quân kể từ Q4/2020



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 31: P/S trượt dự phóng 1 năm, SSI

P/S trượt dự phóng 1 năm của SSI đã tăng trở lại mức 5,9 lần, tương đương với mức ghi nhận trong tháng 8/2024

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 32: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân, SSI

…cổ phiếu đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 5,4 lần

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 17,8 lần và 5,9 lần, cao hơn một chút so với bình quân kể từ Q4/2020 lần lượt ở mức 17,7 lần và 5,4 lần, tiềm năng tăng giá đã thu hẹp một phần. Chúng tôi hạ khuyến nghị cho SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Tại thị giá hiện tại, lợi suất cổ tức của SSI vẫn vững chắc ở mức 3,7%. Chúng tôi vẫn nhận thấy giá trị ở cổ phiếu SSI và tiếp tục lựa chọn SSI là cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi trong ngành Chứng khoán.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,502	1,667	1,795	2,095	2,490
Lãi cho vay ký quỹ	1,568	2,079	2,601	3,270	4,057
Doanh thu HĐ tự doanh	3,647	4,355	4,564	5,468	6,331
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	50.0	35.0	40.0	46.0	55.0
Thu nhập HĐ khác	390	392	392	431	475
Doanh thu HĐ	**7,157**	**8,528**	**9,392**	**11,310**	**13,408**
Chi phí HĐ	(2,771)	(3,590)	(3,365)	(3,849)	(4,591)
Lợi nhuận HĐ	**4,386**	**4,938**	**6,027**	**7,461**	**8,817**
Lợi nhuận tài chính	(1,514)	(1,396)	(1,827)	(2,303)	(2,612)
Lợi nhuận khác	1.00	0	0	0	0
LNTT	**2,873**	**3,542**	**4,200**	**5,158**	**6,205**
Chi phí thuế TNDN	(554)	(698)	(840)	(1,032)	(1,241)
LNST	**2,319**	**2,844**	**3,360**	**4,126**	**4,964**
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	**2,320**	**2,845**	**3,361**	**4,127**	**4,965**

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	32.6	6.16	19.0	18.1	14.8
Tăng trưởng cho vay (%)	36.9	45.4	15.0	35.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(10.0)	81.6	7.70	16.7	18.9
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	54.8	5.40	24.4	25.0	18.0
Tăng trưởng VCSH (%)	3.84	15.5	10.5	5.02	7.30
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	13.0	19.2	10.1	20.4	18.5
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	7.66	29.6	6.27	14.4	19.3
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	31.5	12.6	22.1	23.8	18.2
Tăng trưởng LNTT (%)	36.2	23.3	18.6	22.8	20.3
Tăng trưởng LNST (%)	36.6	22.6	18.1	22.8	20.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	36.6	22.6	18.1	22.8	20.3
Định giá					
P/E (lần)	17.1	17.6	16.7	13.7	11.4
P/B (lần)	1.73	1.96	1.91	1.83	1.72
Lợi suất cổ tức (%)	3.76	3.76	3.76	4.51	4.51

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	494	239	4,157	2,597	3,320
Phải thu	590	801	862	1,006	1,196
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	109	1,055	1,154	1,385	1,691
Tài sản tài chính	**64,562**	**68,838**	**78,654**	**95,524**	**109,378**
FVTPL	44,072	42,438	48,804	56,612	63,406
HTM	4,973	3,894	4,089	4,293	4,508
Cho vay ký quỹ	15,134	21,999	25,298	34,153	40,983
AFS	416	562	609	730	876
Dự phòng	(32.7)	(55.1)	(145)	(265)	(395)
Đầu tư dài hạn	**2,821**	**1,626**	**1,626**	**1,626**	**1,626**
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	650	687	687	687	687
Đầu tư dài hạn khác	2,172	938	938	938	938
Tài sản cố định	269	231	254	280	308
Tài sản khác	395	718	773	902	1,073
Tổng tài sản	**69,241**	**73,507**	**87,481**	**103,320**	**118,593**
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	43,169	45,502	56,594	70,743	83,477
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	2,832	1,179	1,269	1,481	1,761
Nợ phải trả	**46,000**	**46,681**	**57,864**	**72,225**	**85,238**
Vốn chủ sở hữu	**23,100**	**26,676**	**29,480**	**30,960**	**33,220**
Vốn điều lệ	15,011	19,639	21,216	21,316	21,416
Thặng dư vốn cổ phần	3,299	1,094	4,050	4,050	4,050
Lợi nhuận giữ lại	4,696	5,856	3,429	4,473	6,220
Quỹ & vốn khác của CSH	113	107	786	1,122	1,535
Lợi ích cổ đông thiểu số	141	151	136	135	135
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**69,241**	**73,507**	**87,481**	**103,320**	**118,593**

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,552	1,512	1,588	1,941	2,324
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200
BVPS (đồng)	15,390	13,603	13,893	14,522	15,509
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,495	1,881	2,116	2,126	2,136
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,501	1,961	2,122	2,132	2,142
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,794	1,881	2,116	2,126	2,136
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.82	3.99	4.18	4.33	4.47
ROAE (%)	10.2	11.4	12.0	13.7	15.5
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.0	11.2	11.0	11.0	10.8
Chi phí vay nợ BQ (%)	4.40	3.40	4.00	4.50	4.60
Phí môi giới thuần (%)	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	38.7	42.1	35.8	34.0	34.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	64.4	66.1	63.0	61.8	51.6
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	10.4	9.50	10.0	10.5	11.0
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần mới giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Quy mô					
Số chi nhán, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

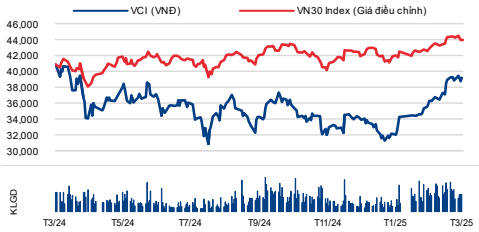
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Nắm giữ *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ38,600 *(từ VNĐ33,800)*
Tiềm năng tăng/giảm: -1.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/3/2025)	39,100
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,883-40,723
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,120
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	22,443
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	877
Slg CP lưu hành (tr.đv)	574
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	574
Slg CP NN được mua (tr.đv)	433
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (27.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.86	15.3	(4.34)
So với chỉ số	5.94	10.3	(11.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,584	1,454	8.9
2026F	2,065	1,984	4.1
2027F	2,421	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VCI là một công ty chứng khoán tập trung vào nhóm khách hàng tổ chức và khách có gia sản lớn. IB là lợi thế lớn của công ty với nhiều thương vụ thành công.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng
Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA
Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Định giá hợp lý; duy trì khuyến nghị Nắm giữ

- HSC tăng 14% giá mục tiêu cho VCI lên 38.600đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ do định giá hiện đang ở mức hợp lý.
- Chúng tôi tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. Theo dự báo mới – bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 – lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2027 đạt 13,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 8% và 15% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 26,3 lần và 6,5 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ và không còn nhiều tiềm năng tăng giá.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2025-2027

Lợi nhuận cả năm 2024 của VCI vượt 10% dự báo của chúng tôi nhờ lãi hoạt động tự doanh cao hơn dự báo. Trong khi đó, thị phần mảng nghiệp vụ môi giới cũng tăng lên 6,1% và lãi từ cho vay ký quỹ tăng trưởng 40%. Từ đó, VCI có vị thế tốt để duy trì tăng trưởng mạnh mẽ kể từ năm 2025.

VCI cũng đã hoàn thành kế hoạch chào bán riêng lẻ vào cuối năm 2024, huy động được 4 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi giả định khoản tiền này sẽ được phân bổ chiến lược để mở rộng thị phần mảng nghiệp vụ môi giới & dư nợ cho vay ký quỹ và củng cố danh mục đầu tư, từ đó giúp đẩy mạnh tăng trưởng lợi nhuận của VCI.

Tác động: Tăng 7% EPS năm 2025-2026, tốc độ CAGR 24%

HSC tăng 7%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu sau khi nâng dự báo lãi từ cho vay ký quỹ và lãi hoạt động tự doanh, trong khi giữ nguyên dự báo đối với mảng nghiệp vụ môi giới. Theo dự báo mới – bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 và cao hơn một chút so với dự báo bình quân của thị trường trong năm 2025-2026 – lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 13,5% vào năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu VCI đã tăng lần lượt 8% và 15% trong 1 tháng và 3 tháng qua nhờ thanh khoản thị trường cải thiện cùng với KQKD năm 2024 vượt dự báo. Theo đó, VCI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 26,3 lần và 6,5 lần, cao hơn lần lượt 1,7 và 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 lần lượt ở mức 14,8 lần (với mức đỉnh cao hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và 5,2 lần. Trong khi đó, theo dự báo mới, lợi suất cổ tức tiền mặt lần lượt ở mức 2,5%, 3,6% và 3,6% trong 3 năm tới.

HSC tăng 14% giá mục tiêu lên 38.600đ (tiềm năng tăng giá 0,5%) nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ cho VCI. Chúng tôi hiện áp dụng bội số định giá cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (tăng từ cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn trước đó) nhờ nền tảng cơ bản vững chắc cùng tiềm năng từ danh mục đầu tư AFS của Công ty. Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VCI nhờ nền tảng cơ bản vững chắc & động lực từ việc hoàn tất kế hoạch phát hành riêng lẻ, nhưng những yếu tố này đã được phản ánh vào mức định giá cao hiện tại của Công ty.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	2,473	3,696	4,071 ▲	4,413 ▲	5,225
LN thuần (tỷ đồng)	494	912	1,142 ▲	1,499	1,770
EPS (đồng)	867	1,478	1,584 ▲	2,065	2,421
DPS (đồng)	1,200	800	1,200	1,400	1,400
BVPS (đồng)	12,932	18,003	18,207 ▲	18,722 ▲	19,561
P/E (lần)	45.1	26.5	24.7	18.9	16.1
Lợi suất cổ tức (%)	3.07	2.05	3.07	3.58	3.58
P/B (lần)	3.02	2.17	2.15	2.09	2.00
Thị phần môi giới CP (%)	4.60	6.10	6.50	6.70	6.80
Tăng trưởng EPS (%)	(56.5)	70.6	7.16	30.4	17.3
ROAE (%)	7.12	8.98	8.74	11.2	12.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Triển vọng cải thiện nhờ mảng cho vay ký quỹ và tự doanh

HSC tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 sau khi nâng dự báo lãi từ cho vay ký quỹ và lãi hoạt động tự doanh. Theo dự báo mới - bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 – lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 13,5% vào năm 2027. VCI đang giao dịch với P/E & P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 26,3 lần (cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và 6,5 lần (cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), sát với định giá hợp lý dựa trên triển vọng hiện tại sau đợt tăng của giá cổ phiếu gần đây. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ với giá mục tiêu mới được điều chỉnh tăng 14% lên 38.600đ (tiềm năng tăng giá 0,5%).

Tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Sau KQKD vững chắc trong năm 2024 cùng quan điểm lạc quan về triển vọng thị trường, HSC tăng 7%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Chi tiết về các giả định chính như sau:

- **Mảng nghiệp vụ môi giới**: HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới cho năm 2025-2026 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thanh khoản được bù đắp với tác động tích cực từ việc nâng giả định thị phần, trong khi giữ nguyên giả định tỷ lệ phí giữ lại.

  VCI bắt đầu mở rộng phân khúc khách hàng cá nhân kể từ năm 2024. Sau khi hoàn tất kế hoạch phát hành riêng lẻ vào cuối năm 2024, HSC tin rằng thị phần của VCI sẽ tiếp tục mở rộng lên lần lượt 6,5% (từ 6%), 6,7% (từ 6,3%) và 6,8% trong giai đoạn 2025-2027.

- **Mảng cho vay ký quỹ**: Chúng tôi tăng lần lượt 7% và 4% dự báo tăng trưởng lãi từ cho vay ký quỹ năm 2025 và 2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Nhìn chung, lợi nhuận thuần của VCI sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới.

  Dư nợ cho vay ký quỹ: Sau khi tăng trưởng mạnh 40% trong năm 2024 (so với dự báo trước đó là tăng trưởng 22%), dư nợ cho vay ký quỹ được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 15%, 18% và 20% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ nền vốn cải thiện.

  Lãi suất cho vay ký quỹ dự báo đạt lần lượt 9,8% (từ 10,3%), 10% (từ 10,5%) và 10,2% trong giai đoạn 2025-2027. Dư nợ cho vay ký quỹ (mẫu số) tăng trưởng nhanh trong năm 2024 sẽ làm giảm lãi suất.

- **Mảng tự doanh**: Chúng tôi tăng bình quân 13%/năm dự báo tăng trưởng thu nhập đầu tư trong năm 2025-2026, bất chấp mức nền cao trong năm 2024, nhờ quy mô danh mục đầu tư tăng lên sau khi hoàn tất kế hoạch huy động vốn và diễn biến thị trường cổ phiếu thuận lợi trong giai đoạn mặt bằng lãi suất thấp. Lãi hoạt động tự doanh được dự báo tăng trưởng trung bình 12% trong 3 năm tới.

Nhìn chung, theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong giai đoạn 2024-2027, trong khi hệ số ROE được dự báo sẽ tăng từ 9% trong năm 2024 lên 13,8% vào năm 2026.

Trong khi đó, chúng tôi giả định cổ tức bằng tiền mặt cho giai đoạn 2025-2027 lần lượt ở mức 1.000đ, 1.400đ và 1.400đ, tương đương lợi suất cổ tức lần lượt là 2,5%, 3,6% và 3,6%.

Chúng tôi tóm tắt giả định chính và dự báo lợi nhuận trong Bảng 33-34.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 33: Những giả định quan trọng cũ & mới, VCI

Cho năm 2025-2026, HSC điều chỉnh tăng giả định thị phần, giảm giả định lãi suất cho vay ký quỹ và tăng giả định dư nợ ký quỹ

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng GTGD	20.0%	20.0%	20.0%	25.0%	18.0%	25.0%	20.0%
Thị phần	6.1%	5.8%	6.0%	6.3%	6.5%	6.7%	6.8%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.07%	0.08%	0.09%	0.08%	0.09%	0.09%
Phí môi giới ròng	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	19%	23%	31%	29%	31%	29%	29%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	40.4%	22.0%	20.0%	20.0%	15.0%	18.0%	20.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	9.1%	10.0%	10.3%	10.5%	9.8%	10.0%	10.2%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	36.9%	23.3%	9.0%	4.1%	18.0%	3.3%	3.6%
Lợi suất đầu tư	9.6%	9.3%	8.9%	10.9%	9.1%	10.8%	10.8%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 34: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VCI

HSC điều chỉnh tăng 7% dự báo lợi nhuận mỗi năm sau khi tăng giả định thu nhập từ đầu tư & giả định mảng cho vay ký quỹ

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	134	113	229	293	234	296	356
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	873	887	1,105	1,351	1,182	1,407	1,709
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	985	892	938	1,167	1,073	1,300	1,380
IB & thu nhập khác	(14)	-8	60	86	66	92	130
Lợi nhuận HĐ	**1,978**	**1,884**	**2,332**	**2,898**	**2,556**	**3,094**	**3,575**
Tăng trưởng	*40%*	*34%*	*24%*	*24%*	*29%*	*21%*	*16%*
Lãi/(lỗ) HĐ tài chính	-747	-751	-924	-1,019	-1,048	-1,158	-1,299
Chi phí BH&QL	-145	-153	-161	-165	-152	-156	-172
Lợi nhuận khác	3	0	0	0	3	3	3
LNTT	**1,089**	**981**	**1,247**	**1,713**	**1,359**	**1,783**	**2,106**
LNST	**911**	**843**	**1,073**	**1,473**	**1,141**	**1,498**	**1,769**
Tăng trưởng	*85%*	*71%*	*27%*	*37%*	*25%*	*31%*	*18%*

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Phân tích tiềm năng tăng giá từ danh mục AFS

Không giống như các CTCK khác, VCI nắm giữ danh mục tài sản AFS lớn, từ đó đem lại khoản thu nhập đầu tư dài hạn đáng kể. Tính đến cuối Q4/2024, giá trị danh mục AFS của VCI đạt 5,4 nghìn tỷ đồng dựa trên giá vốn và 8,4 nghìn tỷ đồng dựa trên giá trị thị trường (Bảng 35). Theo đó, lãi chưa thực hiện từ danh mục này đạt gần 3 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ khoản đầu tư dài hạn của VCI vào CTCP sữa quốc tế Lof (IDP; Chưa khuyến nghị).

Trong khi đó, nợ thuế hoãn lại dài hạn của VCI là 609 tỷ đồng, tương đương 20% (thuế suất thuế TNDN) lãi chưa thực hiện từ danh mục đầu tư AFS. Nếu không bao gồm khoản nợ này, giá trị định giá lại thuần đạt 2.372 tỷ đồng tính đến cuối Q4/2024. Khoản định giá lại này phản ánh tiềm năng tăng của giá trị sổ sách nếu VCI quyết định thực hiện hóa lợi nhuận từ các khoản đầu tư dài hạn này.

Kết hợp giá trị định giá lại vào tính toán BVPS cho VCI, P/B dự phóng năm 2025 là 2,1 lần, so với 2,6 lần dựa trên BVPS cốt lõi của VCI và cao hơn một chút so với P/B dự phóng năm 2025 của SSI là 1,8 lần.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 35: AFS của VCI, cuối Q4/2024

VCI đã tích lũy một giá trị lớn trong danh mục AFS, điều này có thể cho thấy tiềm năng gia tăng giá trị sổ sách nếu công ty hiện thực hóa các khoản đầu tư này

	Chi phí trong quá khứ	Giá trị thị trường	Lợi nhuận chưa thực hiện
Các cổ phiếu đã niêm yết			
KDH	884	1,184	299
IDP	440	2,117	1,677
STB	152	167	15
FPT	519	695	176
TDM	648	772	124
Trái phiếu	497	543	47
Khác	1,629	2,070	447
Các cổ phiếu chưa niêm yết			
Napas	408	596	188
FE Credit	161	161	-
Khác	96	96	-
Tổng	**5,443**	**8,408**	**2,974**
Nợ thuế hoãn dài hạn			**609**
Định giá lại tài sản			**2,372**

Nguồn: VCI, HSC

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tăng 14% giá mục tiêu cho VCI lên 38.600đ/cp (tiềm năng tăng giá 0,5%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và đưa ra giả định định giá mới. Cụ thể, chúng tôi giả định bội số mục tiêu của VCI cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (so với cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn trước đó). Chúng tôi cho rằng nền tảng cơ bản vững chắc của Công ty cùng động lực tích cực từ việc hoàn tất kế hoạch phát hành riêng lẻ đã phản ánh vào định giá hiện tại của VCI.

Tiềm năng tăng cho dự báo và định giá của chúng tôi bao gồm thanh khoản thị trường cao hơn dự báo, thị trường được nâng hạng sớm hơn kỳ vọng và tiềm năng từ các thương vụ mới của mảng ngân hàng đầu tư.

Bảng 36: Phương pháp định giá P/E & P/S, VCI

Đồng	2025	Mục tiêu = Bình quân + 0,7 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,584	20.0	31,735
SPS	5,646	7.9	45,563
Bình quân			**38,649**

Nguồn: VCI, HSC dự báo

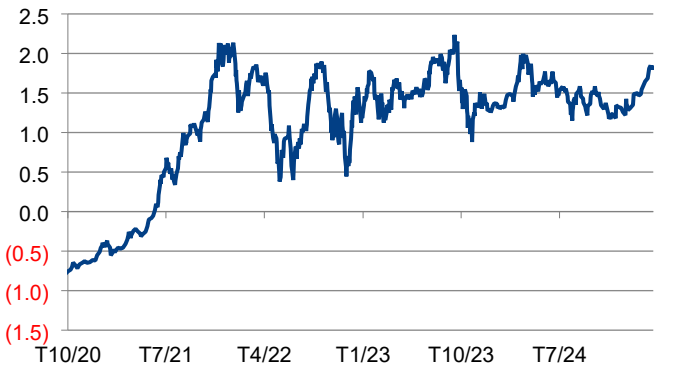
Biểu đồ 37: P/E trượt dự phóng 1 năm

VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,3 lần…

Nguồn: HSC

Biểu đồ 38: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

…cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 14,8 lần



Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

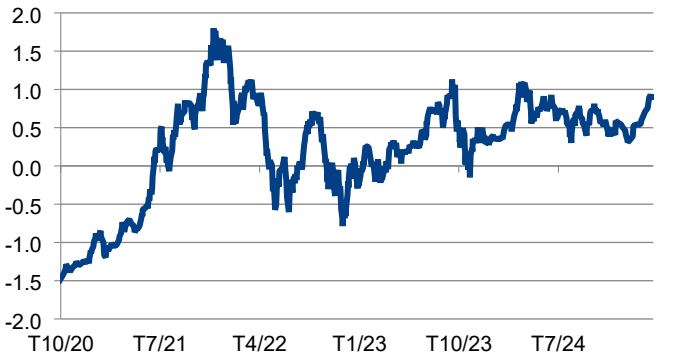
Biểu đồ 39: P/S trượt dự phóng 1 năm

P/S trượt dự phóng 1 năm của VCI hiện ở mức 6,5 lần...

Nguồn: HSC

Biểu đồ 40: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân

…cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 5,2 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VCI đã tăng lần lượt 8% và 15% trong 1 tháng và 3 tháng qua nhờ thanh khoản thị trường cải thiện cùng KQKD vượt dự báo. VCI đang giao dịch với P/E vs P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 26,3 lần và 6,5 lần, cao hơn lần lượt 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14,8 lần (với mức đỉnh cao hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 5,2 lần.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	535	730	750	1,006	1,210
Lãi cho vay ký quỹ	689	873	1,182	1,407	1,709
Doanh thu HĐ tự doanh	1,196	2,027	2,046	1,875	2,134
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	27.0	34.0	57.0	86.0	129
Thu nhập HĐ khác	26.0	32.0	36.0	39.0	43.0
Doanh thu HĐ	**2,473**	**3,696**	**4,071**	**4,413**	**5,225**
Chi phí HĐ	(1,186)	(1,862)	(1,668)	(1,475)	(1,823)
Lợi nhuận HĐ	**1,287**	**1,834**	**2,403**	**2,938**	**3,402**
Lợi nhuận tài chính	(716)	(747)	(1,048)	(1,158)	(1,299)
Lợi nhuận khác	0	3.00	3.00	3.00	3.00
LNTT	**571**	**1,090**	**1,358**	**1,783**	**2,106**
Chi phí thuế TNDN	(78.0)	(179)	(217)	(285)	(337)
LNST	**493**	**911**	**1,141**	**1,498**	**1,769**
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	**494**	**912**	**1,142**	**1,499**	**1,770**

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	21.2	54.1	(5.78)	12.0	17.4
Tăng trưởng cho vay (%)	51.4	40.4	15.0	18.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(6.99)	10.1	2.81	34.1	20.3
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	41.9	40.0	(14.3)	20.0	30.0
Tăng trưởng VCSH (%)	13.5	75.6	1.84	3.54	5.20
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(21.6)	49.5	10.1	8.40	18.4
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	19.6	57.0	10.4	11.6	23.6
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.4)	42.5	31.0	22.3	15.8
Tăng trưởng LNTT (%)	(46.1)	90.9	24.6	31.3	18.1
Tăng trưởng LNST (%)	(43.3)	84.8	25.2	31.3	18.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	(43.2)	84.6	25.2	31.3	18.1
Định giá					
P/E (lần)	45.1	26.5	24.7	18.9	16.1
P/B (lần)	3.02	2.17	2.15	2.09	2.00
Lợi suất cổ tức (%)	3.07	2.05	3.07	3.58	3.58

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	788	4,744	1,189	1,244	2,465
Phải thu	849	393	404	542	652
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	441	282	291	396	480
Tài sản tài chính	**15,097**	**21,073**	**23,066**	**25,738**	**29,187**
FVTPL	122	846	931	1,043	1,199
HTM	381	598	658	724	796
Cho vay ký quỹ	7,992	11,222	12,905	15,228	18,273
AFS	6,604	8,409	8,575	8,746	8,921
Dự phòng	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)
Đầu tư dài hạn	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	23.4	37.3	41.0	45.1	49.6
Tài sản khác	57.3	63.0	64.8	86.9	105
Tổng tài sản	**17,255**	**26,592**	**25,056**	**28,052**	**32,939**
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	8,979	12,574	10,771	12,926	16,804
Trái phiếu ngắn hạn	120	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	785	1,074	1,104	1,480	1,781
Nợ phải trả	**9,884**	**13,648**	**11,876**	**14,406**	**18,585**
Vốn chủ sở hữu	**7,371**	**12,944**	**13,182**	**13,648**	**14,358**
Vốn điều lệ	4,375	7,181	7,242	7,292	7,342
Thặng dư vốn cổ phần	13.5	2,594	2,606	2,606	2,606
Lợi nhuận giữ lại	1,308	797	755	1,057	1,566
Quỹ & vốn khác của CSH	1,675	2,372	2,580	2,694	2,844
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0.01	(1.69)	(2.54)	(3.38)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**17,255**	**26,592**	**25,056**	**28,052**	**32,939**

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	867	1,478	1,584	2,065	2,421
DPS (đồng)	1,200	800	1,200	1,400	1,400
BVPS (đồng)	12,932	18,003	18,207	18,722	19,561
Slg CP bình quân (triệu đv)	570	617	721	726	731
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	439	719	724	729	734
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	570	719	721	726	731
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.14	4.16	4.42	5.65	5.80
ROAE (%)	7.12	8.98	8.74	11.2	12.6
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.4	9.10	9.80	10.0	10.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	7.00	7.10	6.40	6.40	6.50
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	48.0	50.4	41.0	33.4	34.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	138	54.1	75.8	67.8	57.8
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	4.60	6.10	6.50	6.70	6.80
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần mới giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Quy mô					
Số chi nhán, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

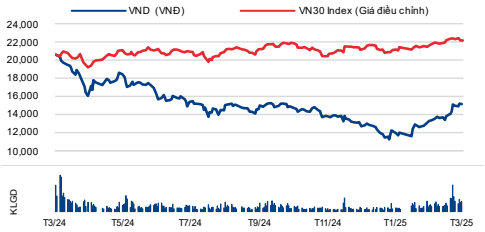
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Nắm giữ *(từ Tăng tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ16,100 *(từ VNĐ16,000)*
Tiềm năng tăng/giảm: 4.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/3/2025)	15,350
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,250-20,643
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,140
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	23,363
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	912
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,522
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,522
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,181
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (25.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	15.0	20.9	(25.5)
So với chỉ số	12.9	15.6	(30.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,266	1,392	(9.1)
2026F	1,389	1,527	(9.1)
2027F	1,733	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VND là một công ty chứng khoán tăng trưởng nhanh, được tiếp lực bởi phát triển công nghệ và mảng khách hàng bán lẻ, công ty có thị phần khoảng 7%.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng
Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA
Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Trở lại định giá hợp lý; hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

- HSC hạ khuyến nghị đối với VND xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và gần như giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 16.100đ (tiềm năng tăng giá 5%) sau khi hạ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá.
- Chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo EPS năm 2025-2026 do thu nhập đầu tư suy yếu. Theo dự báo mới – bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 – lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 22% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2027 đạt 11,4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 15% và 21% trong 1 và 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 13 lần và 4,1 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/E (12,7 lần) và P/S dự phóng năm 2025 của VND vẫn thấp hơn so với ngành.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2025-2027

Lợi nhuận năm 2024 của VND thấp hơn 12% so với dự báo của chúng tôi chủ yếu do thu nhập đầu tư thấp hơn dự báo, đặc biệt là lãi mua bán trái phiếu. Trong khi đó, mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ cốt lõi sát với dự báo của HSC.

Về mặt tích cực, sự cải thiện đối với tình hình pháp lý của ngành năng lượng tái tạo gần đây cho thấy khả năng nguồn lực của VND (đang bị ràng buộc ở các khoản đầu tư trái phiếu của các công ty năng lượng tái tạo gặp khó khăn về tài chính) sẽ dần được giải phóng. Nhờ đó, HSC ước tính thanh khoản trái phiếu của VND sẽ cải thiện đáng kể kể từ nửa cuối năm 2026. Cho đến thời điểm đó, khả năng mở rộng mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ của VND không còn nhiều.

Tác động: Giảm bình quân 10% dự báo năm 2025-2026

HSC giảm bình quân 10%/năm dự báo LNTT năm 2025-2026 sau khi hạ dự báo lãi hoạt động tự doanh và gần như giữ nguyên dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới - bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 và thấp hơn một chút so với thị trường trong năm 2025-2026 – lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 22% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2027 đạt 11,4%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 15% và 21% trong 1 tháng và 3 tháng gần nhất, VND đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm là 13 lần và 4,1 lần, đều cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Lưu ý rằng định giá của VND vẫn thấp hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành như SSI (P/E và P/S lần lượt là 17,8 lần và 5,9 lần) và VCI (P/E và P/S lần lượt là 26,3 lần và 6,5 lần).

HSC cho rằng cổ phiếu VND được định giá lại đáng kể gần đây nhờ ngành năng lượng tái tạo cải thiện, từ đó có thể giúp giải phóng nguồn lực đang bị ứ đọng ở các khoản đầu tư trái phiếu của VND. VND sẽ cần cải thiện HĐKD cốt lõi để tiếp tục nâng cao định giá. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 5% và P/E dự phóng năm 2025 là 12,7 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	6,561	5,325	6,787 ▼	7,580 ▼	9,210
LN thuần (tỷ đồng)	2,019	1,720	2,081 ▼	2,487 ▼	3,104
EPS (đồng)	1,658	1,150	1,266 ▼	1,389 ▼	1,733
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	14,300	14,772	15,566
P/E (lần)	9.26	13.4	12.1	11.1	8.86
Lợi suất cổ tức (%)	3.26	3.26	3.26	5.21	5.21
P/B (lần)	1.13	1.20	1.07	1.04	0.99
Thị phần môi giới CP (%)	7.00	6.10	6.60	7.20	8.00
Tăng trưởng EPS (%)	65.5	(30.6)	10.1	9.70	24.8
ROAE (%)	13.0	9.50	9.18	9.55	11.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Cổ phiếu trở về định giá hợp lý với rủi ro đầu tư hạ nhiệt

HSC hạ khuyến nghị cho VND xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và nâng giá mục tiêu lên 16.100đ (tiềm năng tăng giá 5%) do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận bù trừ với tác động tích cực từ việc điều chỉnh giả định định giá. Chúng tôi giảm bình quân 10%/năm dự báo LNTT năm 2025-2026 chủ yếu do hạ dự báo lãi hoạt động tự doanh. Theo dự báo mới của chúng tôi - bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2027 – lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 22% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2027 đạt 11,4%. Sau khi giá cổ phiếu tăng lên gần đây nhờ động thái tích cực từ ngành năng lượng tái tạo, VND đang giao dịch với với P/E và P/S cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ - định giá hợp lý với triển vọng hiện tại.

HSC giảm bình quân 10%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Thời gian tới, trong khi lợi thế cạnh tranh của VND ở mảng nghiệp vụ môi giới vẫn được giữ vững, tiềm năng mở rộng mảng cho vay ký quỹ vẫn sẽ hạn chế do nguồn vốn ứ đọng ở các khoản đầu tư trái phiếu. Ngoài ra, tiềm năng tăng trưởng của mảng mua bán trái phiếu cũng không đáng kể do lãi suất có khả năng đã chạm đáy. Do đó, HSC giảm bình quân 10%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026; chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Thông tin chi tiết như sau:

- **Mảng nghiệp vụ môi giới**: HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới với giả định thị phần & tỷ lệ phí được giữ lại được giữ nguyên.
- **Mảng cho vay ký quỹ**: Chúng tôi dự báo lãi từ cho vay ký quỹ sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 28%.
    - Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ đạt lần lượt 20% (từ 22% trước đó), 37% (từ 29% trước đó) và 29% trong giai đoạn 2025-2027. Dư nợ cho vay ký quỹ có thể sẽ tăng lên từ mức nền thấp năm 2025 nhờ nguồn vốn ứ đọng ở trái phiếu của VND sẽ được giải phóng một phần.
    - Lãi suất cho vay ký quỹ được dự báo đạt bình quân 12,5% trong năm 2025-2026 và 12% trong năm 2027.
- **Mảng tự doanh:** Tăng trưởng danh mục đầu tư của VND được dự báo đạt 6,4% vào năm 2025 sau đó thu hẹp 2,4% so với cùng kỳ vào năm 2026 và tăng trưởng 8,2% trong năm 2027, do VND sử dụng nguồn lực để đẩy mạnh mảng cho vay ký quỹ kể từ năm 2026.

  Lợi suất đầu tư được dự báo đạt lần lượt 7,7%, 7,8% và 7,9% trong giai đoạn 2025-2027.

  Lãi mua bán trái phiếu được dự báo đóng góp lần lượt 32%, 16% và 0% LNTT trong giai đoạn 2025-2027.

Nhìn chung, HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng trung bình 22% với hệ số ROE bình quân đạt 11,4% vào năm 2027. Chúng tôi tóm tắt giả định chính và dự báo lợi nhuận trong Bảng 41-42.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 41: Các giả định quan trọng cũ và mới, VND

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm giảm nhẹ giả định dư nợ ký quỹ & hạ giả định lợi suất đầu tư cho năm 2025-26

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng GTGD	20.0%	20.0%	20.0%	25.0%	18.0%	25.0%	35.0%
Thị phần	6.1%	6.1%	6.6%	7.2%	6.6%	7.2%	8.0%
Phí môi giới gộp	0.05%	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.08%
Phí môi giới ròng	0.03%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
Tỷ lệ phí giữ lại	34%	28%	31%	36%	31%	36%	36%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	6.6%	15.9%	22.9%	28.7%	20.4%	37.1%	29.3%
Lãi suất cho vay ký quỹ	12.2%	10.8%	11.5%	12.0%	12.5%	12.5%	12.2%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	11.4%	4.3%	10.7%	11.1%	6.4%	-2.4%	8.2%
Lợi suất đầu tư	7.1%	8.5%	8.8%	7.8%	7.7%	7.8%	7.9%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bảng 42: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VND

HSC điều chỉnh giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận mỗi năm đối với VND sau khi hạ giả định mảng hoạt động tự doanh

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	252	249	383	535	373	520	766
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	1,255	1,210	1,583	2,125	1,552	2,127	2,683
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	1,864	2,141	2,456	2,426	2,225	2,188	2,382
IB & thu nhập khác	25	110	133	166	67	83	108
Thu nhập HĐ	**3,203**	**3,720**	**4,565**	**5,264**	**4,004**	**4,685**	**5,682**
Tăng trưởng	*-27%*	*-15%*	*23%*	*15%*	*25%*	*17%*	*21%*
Lãi / (lỗ) tài chính	(658)	(902)	(1,254)	(1,383)	(983)	(1,139)	(1,347)
Chi phí BH&QL	(453)	(452)	(474)	(498)	(476)	(500)	(525)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	-	-
LNTT	**2,088**	**2,360**	**2,824**	**3,357**	**2,538**	**3,032**	**3,783**
LNST	**1,718**	**1,911**	**2,287**	**2,719**	**2,081**	**2,486**	**3,102**
Tăng trưởng	*-15%*	*-5%*	*20%*	*19%*	*21%*	*19%*	*25%*

Nguồn: VND, HSC dự báo

Rủi ro của VND giảm thiểu với những tiến triển từ lĩnh vực điện tái tạo

Lưu ý rằng nguồn lực đáng kể của VND vẫn đang ứ đọng ở các trái phiếu của các doanh nghiệp năng lượng tái tạo đang gặp khó khăn về tài chính. Tuy nhiên, kể từ năm 2025, triển vọng ngành năng lượng tái tạo được kỳ vọng sẽ khởi sắc nhờ Quy hoạch phát triển điện VIII (QHĐ8) điều chỉnh.

Những thông tin chính trong QHĐ8 bao gồm:

- Công suất: Tổng công suất điện mặt trời và điện gió ước tính tăng lần lượt khoảng 20.000MW và 4.000MW. Công suất bổ sung này sẽ khả dụng đối với cả các dự án đã được thanh tra và các dự án mới. Trên thực tế, vào tháng 3/2025, Bộ Công Thương đã thông qua việc đưa 142 dự án đã được thanh tra vào kế hoạch triển khai QHĐ8.
- Cơ chế giá: Đối với các dự án mới, giá bán điện sẽ được xác định thông qua đấu thầu cạnh tranh với EVN.

Những diễn biến này đang mở lại cơ hội cho các doanh nghiệp đầu tư điện mặt trời và điện gió, cho thấy quyết tâm của Chính phủ trong việc đảm bảo an ninh năng lượng và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Đối với các dự án bị thanh tra, cơ chế giá mới sẽ giúp đảm bảo nguồn doanh thu, giải quyết tình trạng thiếu hụt dòng tiền kéo dài và giảm bớt những khó khăn về thanh khoản trong thời gian tới.

Mặc dù dòng tiền của các tổ chức phát hành trái phiếu cho VND hoặc của chính VND có thể chưa được khôi phục ngay lập tức nhưng tâm lý NĐT đối với cổ phiếu VND được kỳ vọng sẽ cải thiện. Điều này được kỳ vọng sẽ gián tiếp giúp bảo vệ thị phần của VND.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC gần như giữ nguyên giá mục tiêu cho VND ở mức 16.100đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Những điều chỉnh chi tiết bao gồm:

- Dự báo lợi nhuận: Giảm bình quân 10%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- Chúng tôi loại bỏ mức chiết khấu 10% cho định giá VND nhờ tâm lý lạc quan hơn đối với ngành năng lượng tái tạo.
- Chúng tôi giữ nguyên bội số định giá mục tiêu cho VND không đổi ở mức cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020.

Bảng 43: Phương pháp định giá P/E & P/S, VND

Đồng	2025	Mục tiêu = Bình quân + 0,3 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,268	15.4	19,527
SPS	4,135	3.1	12,694
Bình quân			**16,111**
Giá mục tiêu trước khi loại trừ chiết khấu			*14,500*

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VND đã tăng lần lượt 15% và 21% trong 1 tháng và 3 tháng qua phản ánh tâm lý tích cực đối với ngành năng lượng tái tạo. Theo đó, VND đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 13 lần (cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và 4,1 lần (cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), thấp hơn đáng kể so với SSI (P/E và P/S lần lượt là 17,8 lần và 5,9 lần) và VCI (P/E và P/S lần lượt là 26,3 lần và 6,5 lần).

Cổ phiếu VND được định giá lại ở mặt bằng cao hơn đáng kể chủ yếu nhờ triển vọng ngành năng lượng tái tạo cải thiện, từ đó nâng cao khả năng giải phóng các nguồn lực đang bị ứ đọng của VND ở các khoản đầu tư trái phiếu. VND sẽ cần cải thiện HĐKD cốt lõi để tiếp tục nâng cao định giá.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 5% và P/E dự phóng năm 2025 là 12,7 lần.

Biểu đồ 44: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND đã tăng trở lại mức 13 lần (từ mức đáy 9,9 lần trong tháng 2/2025) …

Nguồn: HSC

Biểu đồ 45: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VND

…cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 11,6 lần

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 46: P/S trượt dự phóng 1 năm, VND

P/S trượt dự phóng 1 năm của VND tăng trở lại mức 4,1 lần từ mức 3 lần…

Nguồn: HSC

Biểu đồ 47: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VND

…cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 2,4 lần

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	867	720	1,187	1,457	2,133
Lãi cho vay ký quỹ	1,154	1,255	1,552	2,127	2,683
Doanh thu HĐ tự doanh	4,309	3,180	3,855	3,771	4,126
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	118	65.0	78.0	98.0	128
Thu nhập HĐ khác	113	105	115	127	140
Doanh thu HĐ	**6,561**	**5,325**	**6,787**	**7,580**	**9,210**
Chi phí HĐ	(2,624)	(2,575)	(3,260)	(3,395)	(4,051)
Lợi nhuận HĐ	**3,937**	**2,750**	**3,527**	**4,185**	**5,159**
Lợi nhuận tài chính	(1,448)	(658)	(983)	(1,139)	(1,347)
Lợi nhuận khác	(7.00)	(3.00)	(7.00)	(14.0)	(28.0)
LNTT	**2,482**	**2,089**	**2,537**	**3,032**	**3,784**
Chi phí thuế TNDN	(464)	(370)	(457)	(546)	(681)
LNST	**2,018**	**1,719**	**2,080**	**2,486**	**3,103**
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	**2,019**	**1,720**	**2,081**	**2,487**	**3,104**

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	7.39	6.12	24.8	13.4	17.9
Tăng trưởng cho vay (%)	13.4	0.65	40.0	35.0	25.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(32.9)	12.4	64.9	22.7	46.4
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	5.99	9.61	15.0	22.9	25.8
Tăng trưởng VCSH (%)	13.7	19.5	29.9	3.30	5.37
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(3.91)	(18.8)	27.5	11.7	21.5
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	37.6	1.87	26.6	4.14	19.3
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	50.1	(30.1)	28.3	18.7	23.3
Tăng trưởng LNTT (%)	61.8	(15.8)	21.4	19.5	24.8
Tăng trưởng LNST (%)	65.5	(14.8)	21.0	19.5	24.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	65.5	(14.8)	21.0	19.5	24.8
Định giá					
P/E (lần)	9.26	13.4	12.1	11.1	8.86
P/B (lần)	1.13	1.20	1.07	1.04	0.99
Lợi suất cổ tức (%)	3.26	3.26	3.26	5.21	5.21

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4,862	881	8,877	9,272	10,075
Phải thu	948	1,728	2,850	3,497	5,119
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	375	195	446	592	956
Tài sản tài chính	**34,320**	**40,302**	**41,862**	**48,032**	**56,392**
FVTPL	16,730	24,519	22,067	23,171	26,646
HTM	7,432	5,561	5,561	5,561	5,561
Cho vay ký quỹ	10,277	10,344	14,481	19,549	24,437
AFS	0	0	(125)	(127)	(130)
Dự phòng	(119)	(122)	(122)	(122)	(122)
Đầu tư dài hạn	**1,065**	**1,030**	**1,030**	**1,030**	**1,030**
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	863	996	996	996	996
Đầu tư dài hạn khác	202	34.2	34.2	34.2	34.2
Tài sản cố định	106	84.1	92.5	102	112
Tài sản khác	66.4	74.6	123	151	221
Tổng tài sản	**41,742**	**44,295**	**55,281**	**62,675**	**73,905**
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	20,468	22,436	25,798	31,694	39,867
Trái phiếu ngắn hạn	400	400	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	4,370	1,743	3,875	4,528	6,164
Nợ phải trả	**25,239**	**24,580**	**29,673**	**36,221**	**46,032**
Vốn chủ sở hữu	**16,503**	**19,715**	**25,610**	**26,456**	**27,878**
Vốn điều lệ	12,178	15,223	17,911	17,911	17,911
Thặng dư vốn cổ phần	(0.04)	(0.17)	2,440	2,440	2,440
Lợi nhuận giữ lại	4,325	4,492	4,762	5,400	6,573
Quỹ & vốn khác của CSH	0	0	497	705	954
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(2.54)	(3.38)	(4.23)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	**41,742**	**44,295**	**55,281**	**62,675**	**73,905**

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,658	1,150	1,266	1,389	1,733
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	14,300	14,772	15,566
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,218	1,496	1,644	1,791	1,791
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,218	1,547	1,791	1,791	1,791
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,279	1,496	1,644	1,791	1,791
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	5.01	4.00	4.18	4.22	4.55
ROAE (%)	13.0	9.50	9.18	9.55	11.4
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.9	12.2	12.5	12.5	12.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.80	3.00	4.00	4.20	4.50
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	40.0	48.4	48.0	44.8	44.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.2	43.5	39.5	57.6	46.2
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.00	6.10	6.60	7.20	8.00
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Quy mô					
Số chi nhán, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)