

## Ngành chứng khoán: Mặt bằng lãi suất thấp tạo tiền đề tăng trưởng cho thị trường chứng khoán

### Lê Khánh Tùng

Chuyên Viên, 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

- VN Index đã tăng 34% từ đáy với GTGD tăng 49% so với quý trước trong Q2/2023 nhờ mặt bằng lãi suất giảm và các hành động hỗ trợ tích cực của Chính phủ cho nền kinh tế. Với thanh khoản thị trường và nền kinh tế nói chung dự báo khởi sắc hơn, HSC kỳ vọng GTGD bình quân ngày sẽ đạt 20 nghìn tỷ đồng (chỉ giảm 10%) trong năm 2023 và tăng 20-25% trong năm 2024-2025.
- Theo đó, chúng tôi ưa thích ngành chứng khoán vì là ngành đại diện cho thị trường tài chính, hưởng lợi từ sự phát triển dài hạn của các thị trường vốn tại Việt Nam.
- HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với SSI (tiềm năng tăng giá 14%) và VND (tiềm năng tăng giá 8%) và khuyến nghị lần đầu Nắm giữ đối với VCI (tiềm năng tăng giá 4%). Giá cổ phiếu chứng khoán vẫn thấp hơn giá trị mặc dù VN Index đã tăng mạnh từ đầu năm.

### Ngành hồi phục ấn tượng với triển vọng dài hạn hấp dẫn

HSC lạc quan về triển vọng của thị trường chứng khoán Việt Nam và ngành chứng khoán. Theo đó, những công ty trong ngành chứng khoán sẽ đại diện và hưởng lợi từ sự phát triển dài hạn của ngành cũng như diễn biến ngắn hạn của thị trường. Chu kỳ nổi lên lãi suất quay trở lại bên cạnh các động thái hỗ trợ của Chính phủ đã giúp chỉ số Vnindex hồi phục ấn tượng kể từ đầu năm với thanh khoản thị trường tăng trở lại kể từ đầu Q2/2023.

Trong khi đó, triển vọng tăng trưởng dài hạn của ngành chứng khoán vẫn tích cực nhờ các yếu tố sau: (1) triển khai hệ thống giao dịch KRX, từ đó giúp cải thiện hoạt động giao dịch ở nhiều khía cạnh; (2) tỷ lệ người dân tham gia thị trường chứng khoán tăng và (3) khả năng thu hút vốn đầu tư từ NĐTNN với triển vọng Việt Nam được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi.

### Mức độ cạnh tranh gay gắt nhưng quy mô thị trường tăng sẽ có lợi cho tất cả công ty trong ngành

Hiện có gần 100 công ty chứng khoán đang hoạt động tại Việt Nam với top 10 công ty chứng khoán đứng đầu nắm trong tay 65% thị phần, cho thấy sự tập trung cao của ngành. Theo thời gian, tỷ trọng đóng góp của nghiệp vụ môi giới thuần túy trong cơ cấu doanh thu HĐ giảm dần trong khi tỷ trọng đóng góp của nghiệp vụ cho vay ký quỹ tăng lên; và xu hướng này vẫn đang tiếp diễn. KQKD của công ty chứng khoán phụ thuộc vào một số nhân tố - chiến lược phát triển (tập trung đẩy mạnh thị phần hay tập trung nâng cao lợi nhuận), phân khúc khách hàng ưu tiên (ưu tiên KHCN hay KHTC) – tuy nhiên triển vọng tăng trưởng tích cực của thị trường vốn nói chung chắc chắn sẽ có lợi cho toàn bộ các công ty trong ngành.

### Dự báo lợi nhuận: Hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024

HSC dự báo GTGD của thị trường sẽ giảm 10% trong năm 2023 từ nền cao của năm 2022 nhưng sẽ lần lượt tăng 20%/25% trong năm 2024-2025 nhờ lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng tích cực và định giá hấp dẫn. EPS của 3 công ty chứng khoán HSC khuyến nghị (SSI, VCI và VND) dự báo giảm 13% trong năm 2023 nhưng sẽ tăng trưởng lần lượt 27%/38% trong năm 2024-2025.

### Định giá và khuyến nghị

HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu là Tăng tỷ trọng đối với SSI (giá mục tiêu 38.100đ; tiềm năng tăng giá 14%) và VND (giá mục tiêu 25.200đ; tiềm năng tăng giá 7%) và khuyến nghị lần đầu Nắm giữ đối với VCI (giá mục tiêu 48.900đ; tiềm năng tăng giá 4%). Chúng tôi sử dụng P/E dự phóng 1 năm và P/S dự phóng 1 năm ở mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân trượt dự phóng 1 năm của chu kỳ gần nhất (Q4/2020-Q1/2022) để làm mục tiêu định giá. Mặc dù giá các cổ phiếu chứng khoán đã tăng mạnh từ đầu năm – giá 3 cổ phiếu chứng khoán HSC khuyến nghị đã tăng bình quân 92% so với mức tăng 21,5% của VNIndex – chúng tôi tin rằng hiện tiềm năng tăng giá vẫn còn. Cổ phiếu chứng khoán là đại diện tốt nhất cho diễn biến thị trường chứng khoán, có thanh khoản cao, không có giới hạn tỷ lệ sở hữu của NĐTNN và phù hợp cho cả mục đích đầu tư ngắn, dài hạn.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
SSI	33,400	Tăng tỷ trọng	-	38,100	-	14.1	32.0	25.2	2.25	2.24	2.99	3.59
VCI	47,100	Nắm giữ	-	48,900	-	3.82	29.8	22.2	3.08	2.93	2.55	2.55
VND	23,500	Tăng tỷ trọng	-	25,200	-	7.23	24.5	18.3	1.91	1.81	2.13	2.13

Giá cổ phiếu tại ngày 31/8/2023.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

<b>Cổ phiếu chứng khoán: Giá vẫn thấp hơn giá trị mặc dù tăng mạnh gần đây .....</b>	<b>3</b>
Mặt bằng lãi suất thấp khuyến khích NĐT tham gia thị trường .....	3
Mức độ tham gia của NĐT cá nhân sẽ tiếp tục tăng.....	4
Hệ thống KRX được triển khai sẽ giúp nâng cao năng lực thực hiện giao dịch và KLGD .....	5
Các mục tiêu tăng trưởng dài hạn của thị trường vốn .....	7
Việt Nam được MSCI nâng hạng sẽ thu hút một lượng vốn đầu tư lớn ....	9
Nguồn cung cổ phiếu mới giúp tăng độ rộng thị trường .....	10
Cổ phiếu chứng khoán đại diện cho diễn biến thị trường với hệ số bê ta cao.....	11
<b>Quy mô vốn là mấu chốt tăng trưởng trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt.....</b>	<b>13</b>
Bối cảnh cạnh tranh: Tập trung vào KHCN với mức độ cạnh tranh khốc liệt hơn.....	13
Doanh thu tăng trưởng mạnh với đóng góp lớn hơn từ nghiệp vụ cho vay ký quỹ.....	14
Chi phí bán hàng & quản lý: Hiệu quả được nâng cao nhờ quá trình số hóa.....	21
Quy mô vốn: Động lực tăng trưởng dài hạn.....	21
Lợi nhuận: Tăng trưởng trong dài hạn nhưng thường biến động nhiều trong ngắn hạn.....	22
<b>Dự báo: Triển vọng nửa cuối năm 2023 cải thiện và năm 2024-2025 tăng trưởng mạnh .....</b>	<b>24</b>
GTGD của thị trường hồi phục kể từ Q2/2023 .....	24
Lợi nhuận các công ty chứng khoán sẽ hồi phục trong năm 2024 .....	24
<b>Định giá và khuyến nghị .....</b>	<b>28</b>
Phương pháp định giá: Sử dụng P/E và P/S mục tiêu .....	28
Rủi ro/tiềm năng đối với dự báo và định giá của HSC.....	31
<b>Báo cáo thành phần</b>	
CTCP Chứng khoán SSI (SSI)	32
CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND)	44
CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCI)	58

## Cổ phiếu chứng khoán: Giá vẫn thấp hơn giá trị mặc dù tăng mạnh gần đây

HSC lạc quan về triển vọng của thị trường chứng khoán Việt Nam và ngành chứng khoán. Theo đó, những công ty trong ngành chứng khoán sẽ đại diện và hưởng lợi từ sự phát triển dài hạn của ngành cũng như diễn biến ngắn hạn của thị trường. Chu kỳ nói lỏng lãi suất quay trở lại bên cạnh các động thái hỗ trợ của Chính phủ đã giúp chỉ số Vnindex hồi phục ấn tượng kể từ đầu năm với thanh khoản thị trường tăng trở lại kể từ đầu Q2/2023. Trong khi đó, triển vọng tăng trưởng dài hạn của ngành chứng khoán vẫn tích cực nhờ các yếu tố sau: (1) triển khai hệ thống giao dịch KRX, cải thiện hạ tầng giao dịch; (2) tỷ lệ người dân tham gia thị trường chứng khoán tăng và (3) khả năng thu hút vốn đầu tư từ NĐTNN với triển vọng Việt Nam được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi.

### Mặt bằng lãi suất thấp khuyến khích NĐT tham gia thị trường

Mặt bằng lãi suất thấp – tiền rẻ - thường giúp giá tài sản tăng và đây là động lực quan trọng để thị trường tăng điểm. Một mặt, tiền rẻ tạo điều kiện để doanh nghiệp cải thiện được lợi nhuận. Mặt khác, tiền rẻ sẽ thu hút NĐT tham gia thị trường nhằm tìm kiếm lợi nhuận.

Nhìn lại năm 2020, khi dịch Covid-19 bùng phát, mặt bằng lãi suất thế giới đã được giữ ở mức thấp nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Việt Nam cũng đã hạ lãi suất theo xu hướng chung của thế giới với lãi suất tiền gửi bình quân của các NHTM có vốn nhà nước giảm từ 6,8% trước dịch xuống mức thấp nhất là 5,5% vào năm 2021. Với thanh khoản dồi dào, thị trường đã chứng kiến một trong những đợt tăng mạnh nhất trong lịch sử thị trường chứng khoán Việt Nam với VNIndex lập đỉnh mọi thời đại ở mốc 1.528,57 điểm vào ngày 6/1/2022 (từ đáy 659,21 điểm vào ngày 24/3/2020) trong khi GTGD bình quân ngày đạt 30 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn từ tháng 11/2021 đến tháng 1/2022 (từ chỉ chưa đến 5 nghìn tỷ đồng trong Q1/2020).

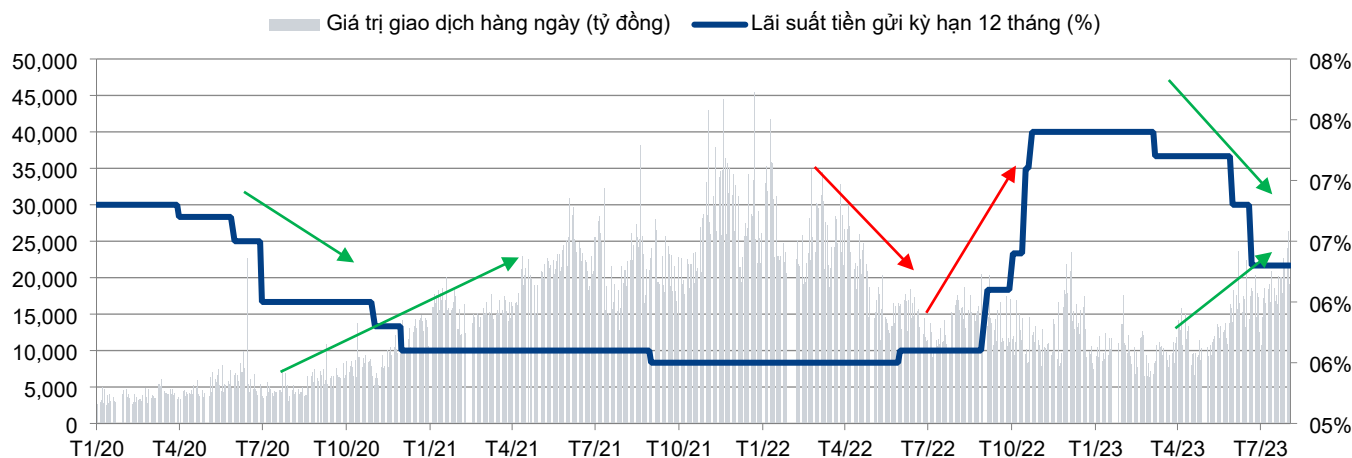
Khi thanh khoản trên thị trường ngân hàng tiền tệ bắt đầu giảm xuống và mặt bằng lãi suất tăng dần vào giữa năm 2022, GTGD bình quân ngày cũng đã giảm. Đặc biệt khi sự kiện SCB/VTP xảy ra (tháng 10/2022), lãi suất tiền gửi đã tăng mạnh lên mức đỉnh là 7,4% trong vòng 2 tháng và thị trường chứng khoán đã lao dốc mạnh trong quý vì NĐT đã rút khỏi thị trường và gửi tiền vào NHTM. Ở một số NHTM tư nhân, lãi suất tiền gửi thực tế áp dụng trong Q4/2022 đã lên đến 12%.

Khi bối cảnh thanh khoản thị trường liên ngân hàng cải thiện trong Q1/2023 và Chính phủ thực hiện chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, NHNN đã 4 lần cắt giảm lãi suất điều hành trong 6 tháng đầu năm 2023, đánh dấu thời kỳ thực hiện chính sách tiền tệ lỏng tại Việt Nam (sau khi một khoảng thời gian ngắn thật chặt). Theo đó, thị trường chứng khoán đã hồi phục ấn tượng với GTGD bình quân ngày trong Q2/2023 đạt 20 nghìn tỷ đồng, tăng từ mức 10 nghìn tỷ đồng trong Q1/2023.

HSC kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ được duy trì ở mức tương đối thấp và ổn định trong những tháng còn lại của năm 2023 cũng như năm 2024-2025, từ đó giúp GTGD bình quân ngày đạt 20 nghìn tỷ đồng (giảm 10%) trong năm 2023 và lần lượt tăng 20/25% trong năm 2024-2025.

**Biểu đồ 1: Thanh khoản theo ngày của VN Index & lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM quốc doanh**

Thanh khoản thị trường có tương quan nghịch với lãi suất



Nguồn: SSC, HSC

### Mức độ tham gia của NĐT cá nhân sẽ tiếp tục tăng

Số lượng NĐT cá nhân trên thị trường chứng khoán thế giới đã tăng mạnh trong giai đoạn 2020-2021 nhờ ví mô tích cực, các nền tảng giao dịch trực tuyến nở rộ, tác động mạnh mẽ của dịch Covid-19 (với nhiều gói hỗ trợ đã được triển khai) và tiền rẻ.

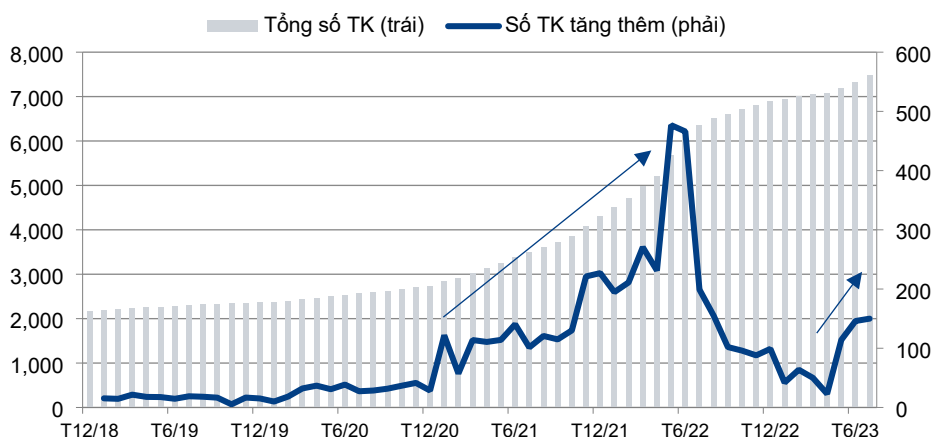
Tại Việt Nam, tổng số tài khoản chứng khoán (chủ yếu là NĐT cá nhân) tính đến cuối tháng 6/2023 đã tăng gấp 3 lần so với giai đoạn 2019-2020, đạt 7,5 triệu tài khoản, bằng 7% tổng dân số (giả định mỗi NĐT cá nhân mở 1 tài khoản chứng khoán). Mức độ tham gia thị trường của NĐT cá nhân (tỷ trọng trên tổng dân số) tại các thị trường phát triển (Mỹ là 55%, Anh 33%, Canada 25% và Đài Loan 51%) nói chung sẽ cao hơn so với các thị trường đang phát triển (Trung Quốc 14%, Ấn Độ 3% và Indonesia 1%).

Mức độ tham gia thị trường của NĐT cá nhân sẽ tăng theo thời gian nhờ sự gia tăng tầng lớp trung lưu & thu nhập khả dụng cộng với sự phát triển của thị trường vốn. Và những nhân tố đẩy mạnh quá trình này sẽ bao gồm mặt bằng lãi suất thấp và VNIndex tăng mạnh (từ đó nâng cao niềm tin cũng như kích thích 'lòng tham' của NĐT). Mức độ tham gia thị trường của NĐT tăng sẽ là động lực mạnh mẽ cho sự tăng trưởng của chỉ số chứng khoán.

Mặc dù không dễ để dự báo, HSC kỳ vọng mức độ tham gia thị trường của NĐT cá nhân sẽ tăng bình quân 1 điểm phần trăm/năm và đạt 15% vào năm 2030 dựa trên sự tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế Việt Nam, tầng lớp trung lưu gia tăng và mặt bằng lãi suất thuận lợi.

**Biểu đồ 2: Tổng số tài khoản đã đăng ký và số tài khoản tăng thêm, 2017-2023**

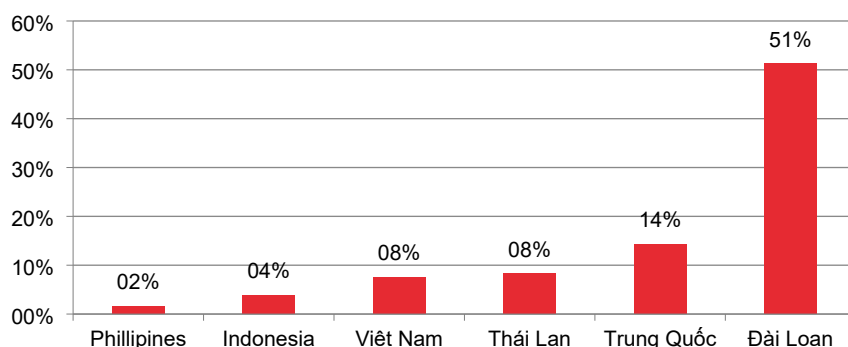
Tổng số tài khoản đã đăng ký (nghìn TK) đã tăng gấp ba lần trong 3,5 năm qua, vượt 7 triệu tài khoản, và số lượng tài khoản mới kể từ Q2/2023 đã tăng trở lại mức của Q1/2021



Nguồn: SSC, HSC

**Biểu đồ 3: Tỷ lệ số tài khoản giao dịch chứng khoán trên tổng số dân**

Việt Nam đang dần tiếp cận với các quốc gia phát triển hơn về số TK giao dịch



Nguồn: các sản giao dịch chứng khoán, HSC

Mức độ tham gia thị trường của NĐT tại Việt Nam vẫn còn thua xa Trung Quốc (14%) và Đài Loan (51%), là cơ sở cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho các công ty chứng khoán tại Việt Nam.

**Hệ thống KRX được triển khai sẽ giúp nâng cao năng lực thực hiện giao dịch và KLGĐ**

UBCKNN đang thực hiện các khâu cuối cùng trước khi chính thức triển khai KRX – hệ thống giao dịch mới và được thị trường mong đợi từ lâu – vào cuối năm nay.

Năng lực xử lý giao dịch của hệ thống KRX được kỳ vọng sẽ tăng 5 lần (từ gần 1 triệu giao dịch/phiên giao dịch hiện nay), tương đương GTGD ở mức 4 tỷ USD/phiên giao dịch (từ 1-1,5 tỷ USD/phiên giao dịch hiện nay).

Ngoài ra, hệ thống KRX sẽ tích hợp tính năng cho phép NĐT bán khống cổ phiếu (hiện NĐT mới chỉ có thể bán khống hợp đồng tương lai chỉ số). Hiện tại, thông tin chi tiết về tính năng này vẫn chưa được công bố một cách cụ thể nhưng chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng trưởng của sản phẩm này là rất lớn sau khi được triển khai.

Với năng lực xử lý cao hơn và họa động giao dịch diễn ra thuận tiện hơn, hệ thống KRX được xem là nhân tố chủ chốt cung cấp thêm giải pháp giao dịch cho NĐT, nâng cao GTGD của thị trường và tạo điều kiện để thị trường chứng khoán Việt Nam được thêm vào Chỉ số Thị trường mới nổi của MSCI.

**Biểu đồ 4: Kế hoạch thời gian triển khai hệ thống KRX**

Hệ thống KRX được kỳ vọng sẽ đi vào vận hành vào cuối năm nay



Nguồn: SSC, HSC

**Bảng 5: Một số lợi ích cho nhà đầu tư khi KRX đi vào vận hành**

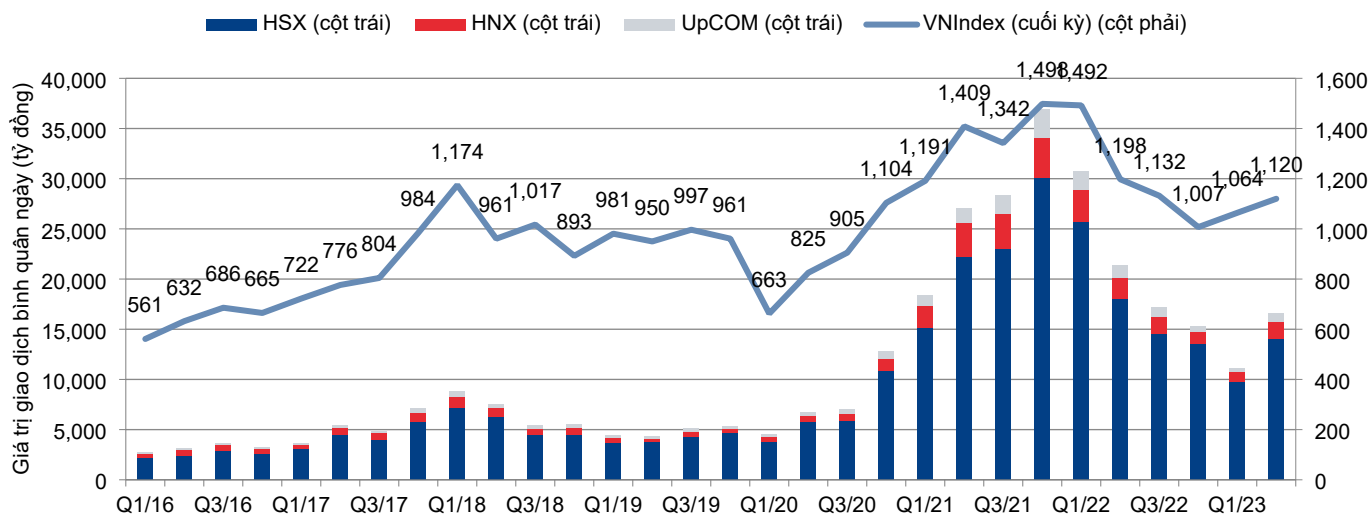
KRX, sau khi đưa vào vận hành, được kỳ vọng sẽ mang lại nhiều giải pháp giao dịch hơn cho NĐT do năng lực xử lý giao dịch lớn, kỳ vọng tích hợp các nghiệp vụ T+0, bán khống

Định giá	Nền tảng hiện tại	KRX
Số giao dịch tối đa 1 phiên	900,000	5,000,000
Giá trị giao dịch tối đa (Tỷ đồng/phiên)	30,000-35,000	100,000+
Giao dịch lô chẵn	Bội số của 100 cổ phiếu	Bội số 1 cổ phiếu
Giao dịch lô lẻ	Dưới 99 cổ phiếu	
Ngày giao dịch	T+1,5; NĐT có thể bán cổ phiếu vào buổi chiều ngày thứ 2 sau ngày mua vào	T+0; will allow buyers to sell same stock lot right after they bought T+0; sẽ cho phép NĐT bán lô CP tương tự ngay sau khi họ mua vào
Công cụ mới	Không cho phép bán khống	Cho phép bán khống

Nguồn: SSC, HSC

**Biểu đồ 6: Giá trị giao dịch bình quân ngày, 2016-6T/2023**

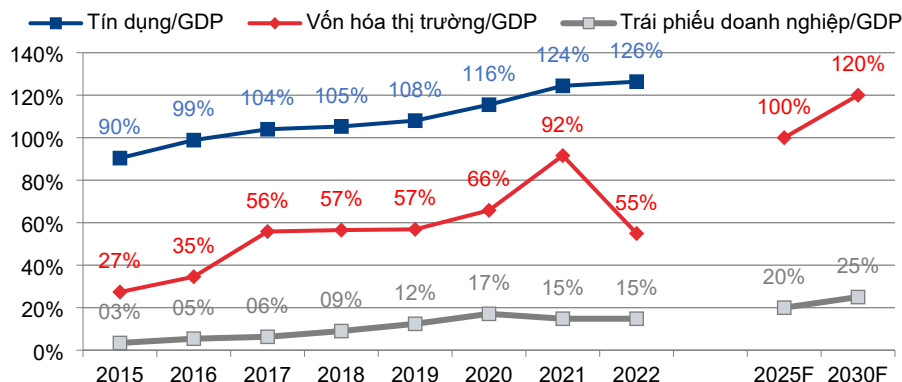
Giá trị giao dịch bình quân ngày tăng trưởng với CAGR là 22% trong giai đoạn 2016-2022 (Sàn HSX chiếm trên 85% tổng giá trị giao dịch)



Nguồn: HSX, HSC

**Biểu đồ 7: Tín dụng và thị trường vốn tại Việt Nam**

Mặc dù thị trường vốn cổ phần và trái phiếu doanh nghiệp tăng trưởng mạnh, đóng góp các kênh này vào GDP vẫn còn khiêm tốn so với tín dụng ngành ngân hàng



Nguồn: WB, SSC, VBMA, MOF

**Các mục tiêu tăng trưởng dài hạn của thị trường vốn**

Mặc dù vẫn còn khá non trẻ, thị trường cổ phiếu và TPDN đã và đang trở thành kênh huy động vốn và kênh đầu tư đầu tư quan trọng tại Việt Nam.

Với mục tiêu phát triển thị trường TPDN trở thành kênh chính để huy động vốn trung hạn và thị trường cổ phiếu trở thành kênh chính để huy động vốn dài hạn, Chính phủ đã đặt mục tiêu nâng quy mô thị trường TPDN đạt 20% GDP vào năm 2025 và 25% GDP vào năm 2030; đồng thời nâng quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 100% GDP vào năm 2025 và 120% GDP vào năm 2030. Để đạt được những mục tiêu nêu trên, quy mô thị trường cổ phiếu và TPDN sẽ phải tăng trưởng lần lượt 30% và 18% trong giai đoạn 2022-2025 và tăng trưởng 10-12% trong giai đoạn 2025-2030.

Mặc dù sẽ có những thăng trầm, HSC tin rằng mục tiêu đặt ra đối với thị trường cổ phiếu và TPDN cho năm 2025 là khả thi trong khi mục tiêu cho năm 2030 có vẻ thận trọng.

**Thị trường TPDN: Triển vọng sau giai đoạn khó khăn 2023-2024**

Mặc đã đi vào hoạt động vào năm 2000, thị trường TPDN mới chỉ phát triển thời gian gần đây (từ năm 2015) và bùng nổ trong giai đoạn 2017-2021, đạt quy mô gần 1 triệu tỷ đồng vào cuối năm 2022, tương đương 12% GDP. Tuy nhiên, hoạt động phát hành TPDN tập trung vào các doanh nghiệp BĐS đã làm dấy lên lo ngại rủi ro hệ thống, đặc biệt khi một tỷ lệ lớn TPDN phát hành do NĐT cá nhân nắm giữ. Nghị định 65 có hiệu lực vào giữa năm 2022 đã siết chặt các tiêu chí để NĐT cá nhân tham gia vào các đợt phát hành TPDN riêng lẻ, từ đó làm giảm mạnh khối lượng trái phiếu phát hành.

Nhằm hỗ trợ cả doanh nghiệp phát hành và NĐT, Nghị định 08, có hiệu lực từ tháng 3/2023, đã tạm dừng thi hành quy định chặt chẽ hơn đối với NĐT cá nhân khi tham gia các đợt phát hành trái phiếu riêng lẻ, cho phép thực hiện thanh toán gốc, lãi trái phiếu đến hạn bằng tài sản khác và kéo dài kỳ hạn trái phiếu. Ngoài ra, cơ quan quản lý đã đưa hệ thống giao dịch cho TPDN phát hành riêng lẻ đi vào hoạt động vào tháng 7/2023 nhằm nâng cao tính minh bạch và thanh khoản cho thị trường.

Với mặt bằng lãi suất giả đáng kể từ đỉnh Q4/2022 cộng với tiền gửi lãi suất cao sẽ đáo hạn vào Q4/2023, HSC kỳ vọng một phần trong số tiền gửi này sẽ được đầu tư trở lại vào thị trường TPDN với lợi suất cao hơn.

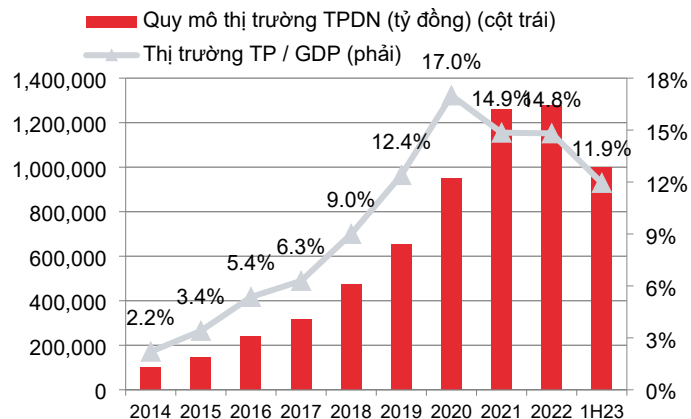
Sau giai đoạn khó khăn 2023-2024, chúng tôi cho rằng thị trường TPDN sẽ hồi phục nhờ:

- tỷ trọng TPDN phát hành ra công chúng tăng so với TPDN phát hành riêng lẻ;
- số lượng TPDN được các cơ quan quản lý xếp hạng tín nhiệm tăng lên; và
- mức độ tham gia của các NĐT tổ chức (ngoài ngành ngân hàng) tăng.

So với các quốc gia khác, thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn nhỏ hơn nhiều (Biểu đồ 10). Nhờ cấu trúc thị trường cải thiện và tính minh bạch được nâng cao, thị trường TPDN dự báo sẽ tăng trưởng tích cực trong dài hạn.

**Biểu đồ 8: Quy mô thị trường TPDN giai đoạn 2014-2022**

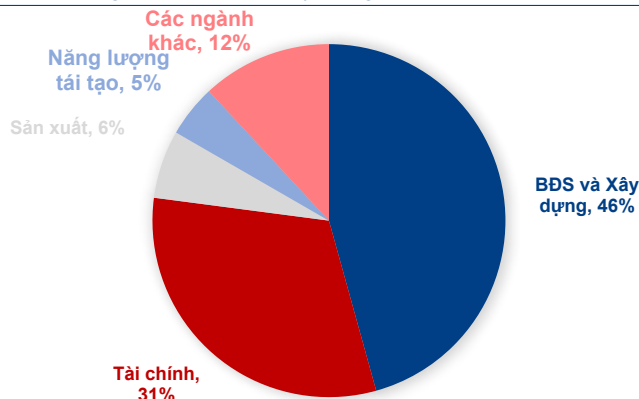
Thị trường trái phiếu chiếm 12% GDP tính đến cuối 6T/23



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 9: Cơ cấu thị trường TPDN theo ngành, 2022**

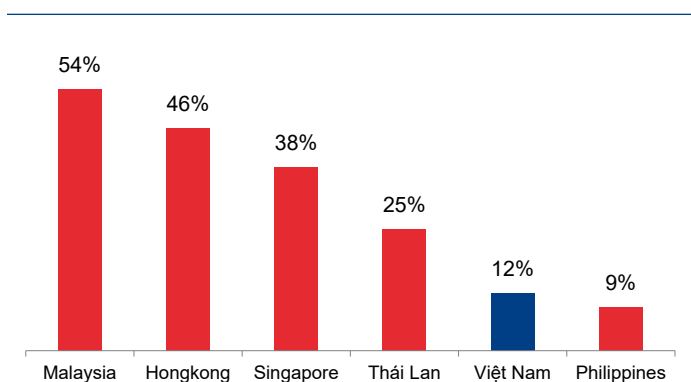
Trái phiếu ngành BĐS chiếm tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 10: So sánh quy mô thị trường TPDN và GDP, 2022**

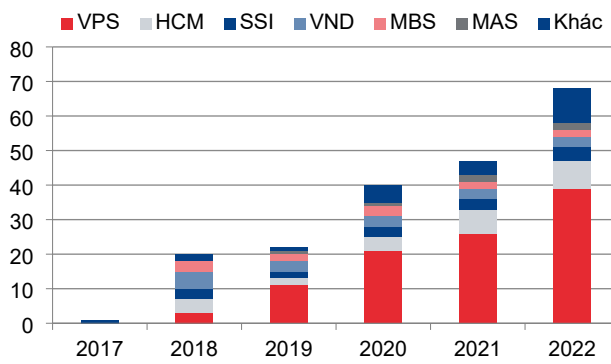
Quy mô thị trường TPDN của Việt Nam nhỏ hơn nhiều so với các thị trường khu vực



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 11: Khối lượng hợp đồng tương lai (triệu) giai đoạn 2017-2022**

Số hợp đồng tương lai đạt gần 70 triệu hợp đồng trong năm 2022



Nguồn: HNX, HSC

**Sản phẩm phái sinh: Tiềm năng lớn nhờ nhu cầu cao**

Thị trường phái sinh của Việt Nam đã bắt đầu đi vào hoạt động vào tháng 8/2017 với 3 sản phẩm chính: hợp đồng tương lai chỉ số VN30, hợp đồng tương lai TPCP kỳ hạn 5 năm và chứng quyền. Thông tin cụ thể về từng sản phẩm phái sinh như sau:

- **Hợp đồng tương lai chỉ số VN30:** Trong giai đoạn 2018-2020, số lượng hợp đồng tương lai chỉ số VN30 đã tăng mạnh với tốc độ CAGR 35%. Vào năm 2022, mặc dù thị trường cơ sở lao dốc mạnh, khối lượng hợp đồng tương lai chỉ số VN30 vẫn tăng lên mức 68 triệu hợp đồng từ 47 triệu hợp đồng trong năm 2021 (Biểu đồ 11) với GTGD (đạt 15 triệu tỷ đồng) cao gần gấp đôi thị trường cơ sở (8 triệu tỷ đồng).

Nhu cầu đầu tư ngắn hạn thông qua hợp đồng tương lai ở mức cao vì những sản phẩm này có thể giao dịch T+0 (cho phép mua bán cùng sản phẩm hợp đồng tương lai trong cùng phiên). Hiện UBCK chưa cho phép giao dịch sản phẩm phái sinh đối với cổ phiếu. Tỷ trọng hợp đồng tương lai nắm giữ T+0 trong tổng khối lượng hợp đồng do NĐT nắm giữ là 90%.

Từ một khởi đầu khiêm tốn vào năm 2017, VPS hiện đã trở thành công ty chứng khoán lớn trong lĩnh vực này với hơn 50% thị phần, tiếp đến là HCM (10%), SSI (5%), VND (4%)....



- **Chứng quyền:** Chứng quyền bắt đầu được chính thức giao dịch vào năm 2019. Số lượng công ty chứng khoán phát hành chứng quyền còn nhỏ (khoảng 9-10 công ty). Những công ty chứng khoán đáp ứng tiêu chí về vốn và nghiệp vụ để phát hành chứng quyền cũng là các công ty thuộc top 10 về thị phần môi giới cổ phiếu. Hiện tại có 99 chứng quyền đang được giao dịch trên thị trường. KLGD/GTGD chứng quyền giao dịch trong giai đoạn 2019-2022 đã tăng với tốc độ CAGR 77% đạt 5.243 tỷ đồng trong năm 2022.
- **Hợp đồng tương lai TPCP kỳ hạn 5 năm:** sản phẩm này đã được triển khai vào năm 2019 và cho đến nay không được giao dịch nhiều, có lẽ vì các NHTM và công ty bảo hiểm có xu hướng giao dịch sản phẩm này trên thị trường OTC.

## Việt Nam được MSCI nâng hạng sẽ thu hút một lượng vốn đầu tư lớn

HSC tin rằng thị trường cổ phiếu Việt Nam sẽ đưa vào giỏ chỉ số Thị trường mới nổi của MSCI – khả năng là vào năm 2025. Mặc dù còn nhiều thách thức trong thực hiện mục tiêu nâng hạng, chúng tôi thấy Chính phủ gần đây đã nỗ lực nhiều hơn để thực hiện mục tiêu này. Và việc nâng hạng chỉ còn vấn đề thời gian, tạo điều kiện để Việt Nam thu hút được thêm vốn từ NĐTNN.

Vốn hóa của chỉ số Thị trường mới nổi của MSCI hiện trên 6,3 nghìn tỷ USD (Bảng 12), Việt Nam nếu lọt giỏ chỉ số này với tỷ trọng chỉ khoảng 0,2-0,3% vốn hóa (tương đương các thị trường tương đồng nhất) cũng đã thu hút được hàng tỷ USD từ các quỹ đầu tư toàn cầu.

Việt Nam có quy mô nền kinh tế và thị trường cổ phiếu lớn hơn một số thị trường mới nổi hiện nay chẳng hạn như Philippines, Pakistan, Peru. Như vậy, hiện tiêu chí về quy mô thị trường không còn là vấn đề lớn đối với Việt Nam trong việc nâng hạng. Những vấn đề còn lại bao gồm quy định phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch và giới hạn tỷ lệ sở hữu NĐTNN.

Cơ quan quản lý gần đây đã tìm cách tháo gỡ những vấn đề này. Những giải pháp tiềm năng có thể triển khai gồm:

- Vấn đề phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi giao dịch:
  - Giải pháp ngắn hạn là sửa đổi Thông tư 120/2020/TT-BTC:
    - NĐT không cần phải đảm bảo đầy đủ tiền trước khi đặt lệnh mua.
    - Công ty chứng khoán sẽ quyết định tỷ lệ vay ký quỹ cho từng NĐT dựa trên tài sản đảm bảo tại công ty chứng khoán hoặc ngân hàng lưu ký.
    - Nếu NĐT không có đủ tiền mặt, công ty chứng khoán sẽ chịu trách nhiệm thanh toán cho giao dịch của NĐT.
  - Giải pháp dài hạn: Thực hiện cơ chế Thanh toán bù trừ (CCP), dự kiến triển khai vào năm 2024. Các ngân hàng lưu ký sẽ đóng vai trò là thành viên thanh toán bù trừ với các chức năng như sau:
    - Tiếp cận hệ thống thanh toán để nhận kết quả thanh toán bù trừ và nghĩa vụ thanh toán của NĐT.
    - Thực hiện thanh toán cho các giao dịch của NĐT hoặc từ chối thanh toán nếu NĐT không có đủ tiền và/hoặc chứng khoán.
    - Nếu NĐT không có đủ tiền và/hoặc chứng khoán, nghĩa vụ thanh toán sẽ được chuyển sang cho công ty chứng khoán nơi NĐT đã đặt lệnh mua bán chứng khoán.
- Giới hạn tỷ lệ sở hữu NĐTNN:
  - Công cụ chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR) đang được nghiên cứu triển khai.
  - Đưa các ngành nghề không ảnh hưởng nhiều đến an ninh quốc gia ra khỏi danh sách ngành nghề kinh doanh có điều kiện
  - Minh bạch hơn về danh sách ngành nghề kinh doanh có điều kiện.

Mặc dù còn nhiều việc phải làm, có thể thấy rằng cơ quan quản lý đang nỗ lực hơn nhằm đạt mục tiêu nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi. Theo đó, HSC đánh giá mục tiêu nâng hạng vào năm 2025 là mục tiêu khả thi.

### Bảng 12: Thị trường MSCI mới nổi, một số nước

Việt Nam có thể so sánh với 7/24 thị trường mới nổi, tính theo GDP và quy mô vốn hóa thị trường

Quốc gia	GDP danh nghĩa 2022 (tỷ USD)	Chỉ số chính	Vốn hóa thị trường (tỷ USD)	Vốn hóa tương ứng của MSCI (tỷ USD)	Số lượng thành phần trong giỏ chỉ số MSCI EM	Tỷ trọng trong MSCI EM Index	Vốn hóa của cổ phiếu lớn nhất (tỷ USD)
Thái Lan	495	SET Index	563	174.2	43	2.73%	12.7
<b>Việt Nam</b>	<b>409</b>	<b>VN Index</b>	<b>173</b>	<b>Chưa thêm vào</b>			
Philippines	404	PCOMP	320	47.3	17	0.74%	7.1
Pakistan	376	KSE 100 Index	28	0.4	2	Minor	0.2
Chile	347	S&P CLX IPSA	184	37.3	12	0.58%	12.7
Czech Republic	296	FTSE Czech	40	11.4	3	0.18%	7.5
Peru	240	PEN Index	109	17.0	3	0.27%	9.1
Greece	222	ASE Index	21	24.8	9	0.39%	4.0

Ghi chú: Dữ liệu cuối T2/2023.  
Nguồn: MSCI, các Sở giao dịch chứng khoán, HSC

### Bảng 13: Những thương vụ IB lớn mà nhà Việt tham gia từ năm 2015

Chỉ một số công ty chứng khoán có thể tiếp cận các thương vụ lớn

Daonh nghiệp	Công ty tư vấn	Ngày	Quy mô thương vụ (triệu USD)
<b>Thoái vốn nhà nước</b>			
Sabeco	BVS	2017	5,000
Vinamilk	SSI	2016	480
PV Power	VCI	2018	300
Binh Son Refinery	BSI - PSI	2018	240
IDICO Corporation	MBS	2020	120
Gelex	MBS	2015	95
VEAM Corporation	SHS	2016	90
Viglacera	MBS	2019	70
Airport Corporation of Việt Nam	BSI	2015	50
<b>M&amp;A – Hợp tác</b>			
FE Credit	VCI	2021	1,400
<b>IPOs</b>			
Petrolimex	SSI	2017	
Việt Nam Airlines	BSI	2018	
Vinhomes	SSI	2018	
Việt Nam Prosperity Bank	VCI	2018	

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

### Nguồn cung cổ phiếu mới giúp tăng độ rộng thị trường

Kể từ năm 2016, đã có nhiều đợt cổ phần hóa/thoái vốn nhà nước tại các doanh nghiệp có vốn nhà nước và IPO lớn diễn ra (Bảng 13), đưa thêm nhiều cổ phiếu tốt ra thị trường và là động lực giúp thị trường đi lên trong giai đoạn 2016-2018.

Trong thời gian tới, với kế hoạch mở cửa hơn nữa nền kinh tế và thị trường vốn của Việt Nam, hoạt động cổ phần hóa sẽ tiếp tục diễn ra (mặc dù thời gian triển khai sẽ khó dự đoán). Ngoài ra, các doanh nghiệp tư nhân đang tăng trưởng nhanh cũng có kế hoạch niêm yết cổ phiếu để phục vụ mục đích huy động vốn.

HSC tin rằng các doanh nghiệp trên niêm yết sẽ giúp vốn hóa của thị trường cổ phiếu tăng thêm hàng tỷ USD và thu hút NĐT tham gia thị trường như trong giai đoạn 2016-2018. Theo đó, những công ty chứng khoán cung cấp dịch vụ IB cho các thương vụ niêm yết cổ phiếu sẽ hưởng lợi trực tiếp từ nghiệp vụ IB và hưởng lợi gián tiếp từ nghiệp vụ môi giới (giao dịch các lô cổ phiếu lớn).

**Bảng 14: Một số công ty lớn chưa niêm yết của Việt Nam có tiềm năng niêm yết**

Công ty	Ngành	Tổng tài sản 2022 (tỷ đồng)	LNTT 2022 (tỷ đồng)
<b>DN có vốn nhà nước</b>			
Agribank	Ngân hàng	1,890,000	22,087
VNPT	Viễn thông	70,898	6,629
Mobifone	Viễn thông	32,901	2,713
Satra	Bán lẻ & tiêu dùng	17,707 (*)	3,558 (*)
Vicem	Nguyên vật liệu	16,723	1,532
<b>DN tư nhân</b>			
Hung Thinh Land	BĐS	N/a	N/a
BIM Group	BĐS	40,586 (*)	2,631 (*)
Truong Hai Auto	Sản xuất ô tô	N/A	5,380
Golden Gate	Bán lẻ & tiêu dùng	2,943	650

Ghi chú: (\*) dữ liệu năm 2021.  
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Bảng 15: Giới hạn sở hữu nước ngoài, một số công ty chứng khoán**

SSI và HCM có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao nhất

Công ty	SSI	HCM	VND	VCI	FTS	BSI	CTS
Giới hạn sở hữu nước ngoài	100.0%	49.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	49.0%
Cổ phần thuộc về NĐT nước ngoài hiện tại	45.9%	44.5%	23.4%	25.4%	25.3%	35.7%	1.2%

Nguồn: HSX, HSC

## Cổ phiếu chứng khoán đại diện cho diễn biến thị trường với hệ số bê ta cao

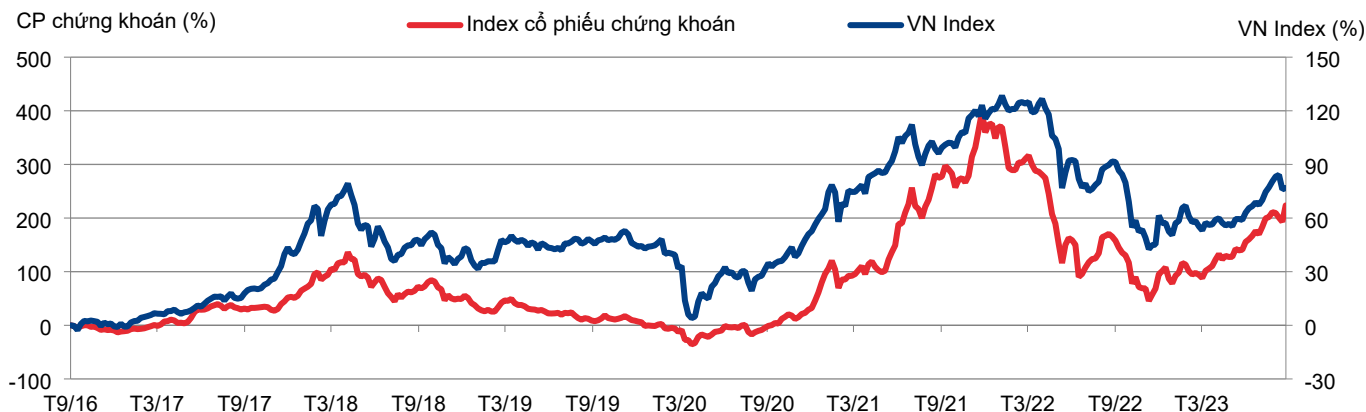
Cổ phiếu chứng khoán có thanh khoản cao, hầu hết đã nâng room lên 100% và có mối liên hệ tương quan cao với thanh khoản thị trường cũng như diễn biến của các chỉ số. Từ đó, cổ phiếu chứng khoán trở thành đại diện cho thị trường và có mối liên hệ mật thiết với cả hoạt động đầu tư ngắn và dài hạn.

Hiện không còn giới hạn về room cho NĐTNN tại các công ty chứng khoán – các công ty chứng khoán có thể nâng room lên 100% nếu muốn. Tính đến hiện tại, có những công ty chứng khoán sau đã nâng room lên 100%: SSI, VND, VCI, BSI, FTS trong khi các công ty chứng khoán khác như HCM, CTS vẫn duy trì room ở mức 49%.

HSC thấy rằng giá cổ phiếu chứng khoán có mối liên hệ mật thiết và thuận chiều với thanh khoản thị trường (GTGD bình quân ngày) và diễn biến của các chỉ số. Và điều này rất dễ hiểu vì khi thanh khoản và các chỉ số chứng khoán tăng nói chung sẽ giúp nâng cao doanh thu, lợi nhuận cho các công ty chứng khoán.

**Biểu đồ 16: Diễn biến của giá cổ phiếu các công ty chứng khoán và VN Index, từ Q3/2016**

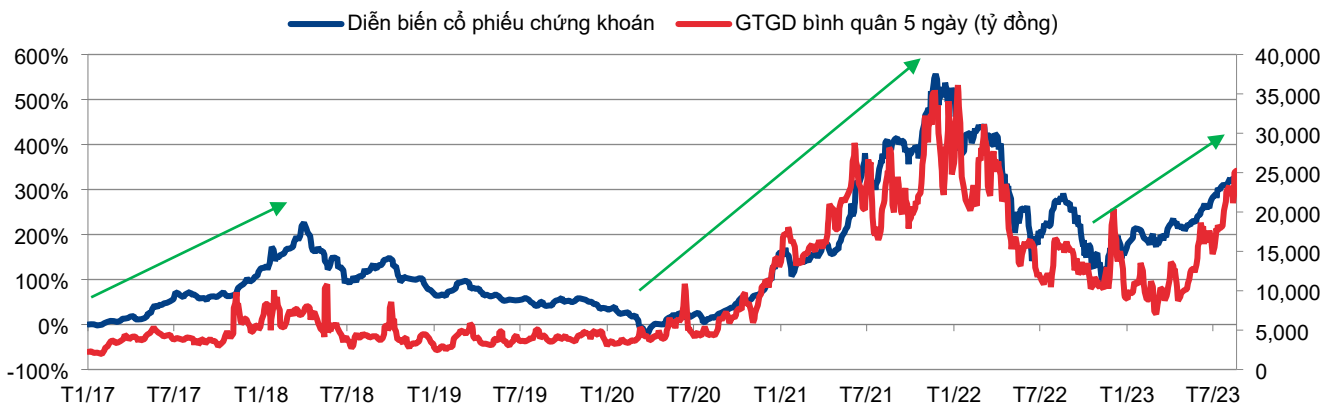
Chỉ số giá cổ phiếu chứng khoán và VN Index có mối tương quan cùng chiều, nhưng gần đây cổ phiếu các công ty chứng khoán diễn biến tích cực hơn thị trường



Ghi chú: Chỉ số chứng khoán bao gồm SSI, VCI, VND, và HCM (tỷ trọng vốn hóa).  
 Nguồn: HSX, HSC

**Biểu đồ 17: Diễn biến giá cổ phiếu chứng khoán và giá trị giao dịch bình quân ngày, Việt Nam**

Diễn biến giá cổ phiếu chứng khoán luôn theo sát và cùng chiều với thanh khoản thị trường, đặc biệt khi thanh khoản có xu hướng tăng



Ghi chú: Chỉ số chứng khoán bao gồm SSI, VCI, VND, và HCM (bình quân giản đơn).  
 Nguồn: HSX, HSC

## Quy mô vốn là mấu chốt tăng trưởng trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt

Trong giai đoạn 2019-2022, nhờ quy mô thị trường và GTGD tăng, ngành chứng khoán đã đạt được lợi thế nhất định về quy mô, tạo điều kiện để các công ty chứng khoán giảm phí môi giới trong khi vẫn duy trì được lợi nhuận. Số dư cho vay ký quỹ, lợi nhuận từ HĐ đầu tư cộng với thu nhập từ các nghiệp vụ khác đều hưởng lợi khi thị trường trong xu hướng tăng. Điều quan trọng hơn là các công ty chứng khoán đã tăng vốn mạnh trong 2 năm qua, từ đó tạo nền tảng về vốn cho chu kỳ phát triển tiếp theo bất kể tác động pha loãng.

### Bối cảnh cạnh tranh: Tập trung vào KHCN với mức độ cạnh tranh khốc liệt hơn

#### Giai đoạn 2020-2023 là thời kỳ hoàng kim của các công ty chứng khoán tập trung vào phân khúc KHCN

Hiện có gần 100 công ty chứng khoán hoạt động tại Việt Nam với top 10 công ty chứng khoán đứng đầu nắm trong tay 60-65% thị phần của sàn HSX (đóng góp khoảng 85% tổng GTGD của 3 sàn), cho thấy sự tập trung cao của ngành. Tính đến Q2/2023, VPS, SSI và VND là 3 công ty chứng khoán có thị phần lớn nhất, lần lượt là 19,7%; 10,2% và 7,3%. VPS và VND chủ yếu tập trung vào NĐT cá nhân trong khi khách hàng của SSI cân bằng giữa KHCN và KHTC.

Để thu hút NĐT cá nhân, kể từ năm 2019, các công ty chứng khoán đã thực hiện những chính sách sau đây:

- **Giữ phí giao dịch ở mức thấp & trả hoa hồng cho nhân viên môi giới cao (chiến tranh giá):** Những công ty chứng khoán tập trung vào KHCN đã áp dụng chiến lược phí thấp (thậm chí là phí bằng không trong vài tháng đầu sau khi mở tài khoản giao dịch) kể từ năm 2019. Ngoài ra, các công ty chứng khoán còn nâng hoa hồng dành môi giới nhằm thu hút nhân viên môi giới và giành thị phần, chấp nhận hy sinh thu nhập từ phí môi giới. VPS là công ty đi tiên phong trong chiến lược này.
- **Đầu tư vào nền tảng số:** Với số lượng NĐT tăng mạnh, việc đầu tư vào nền tảng giao dịch thân thiện với người dùng và hoạt động trơn tru cho phép hoạt động giao dịch diễn ra nhanh chóng và tạo điều kiện để cung cấp nhiều dịch vụ tài chính.  
TCBS là công ty đi đầu trong lĩnh vực này. Phí môi giới của TCBS chủ yếu từ nền tảng số thay vì từ mạng lưới nhân viên môi giới theo cách truyền thống, từ đó duy trì được mức hoa hồng và đạt mức phí ròng cao – trên 80%.
- **Nâng quy mô cho vay ký quỹ:** các công ty chứng khoán đã tăng vốn hoặc có thể tiếp cận nguồn vốn rẻ sẽ có lợi thế ở nghiệp vụ cho vay ký quỹ vốn là yếu tố quan trọng đối với NĐT cá nhân. SSI, VND và MAS hiện đang có dư nợ cho vay ký quỹ lớn nhất và đã giành/duy trì thị phần một phần nhờ vào nghiệp vụ này.
- **Marketing mạnh trên các mạng xã hội:** Với sự phổ cập ngày càng cao của ĐTTM, mạng xã hội (streaming...), các công ty chứng khoán đã xây dựng các 'cộng đồng đầu tư' trên các mạng xã hội, kênh livestream... để thu hút sự quan tâm của khách hàng và gián tiếp giành thị phần. Những công ty chứng khoán tích cực tham gia vào xu hướng này là VND (chứng khoán năm 2024 giờ), DNSE (Bò & Gấu), HSC (Stock Insight)...

#### Cơ hội giành thị phần cho các công ty chứng khoán tập trung vào phân khúc KHTC?

NĐTNN giữ một tỷ trọng đáng kể trên thị trường chứng khoán Việt Nam, hiện nắm khoảng 18,3% số cổ phần niêm yết. Do NĐTNN có tần suất giao dịch thấp hơn so với NĐT cá nhân trong nước nên GTGD của NĐTNN chỉ đóng góp 9,7% tổng GTGD trong 6 tháng đầu năm 2023. Những công ty chứng khoán tập trung vào KHTC như HCM, VCI và SSI (cân bằng giữa KHCN và KHTC) giữ được thị phần cao trong giai đoạn 2017-2019 khi NĐTNN tích cực tham gia thị trường. Tuy nhiên trong năm 2021 và

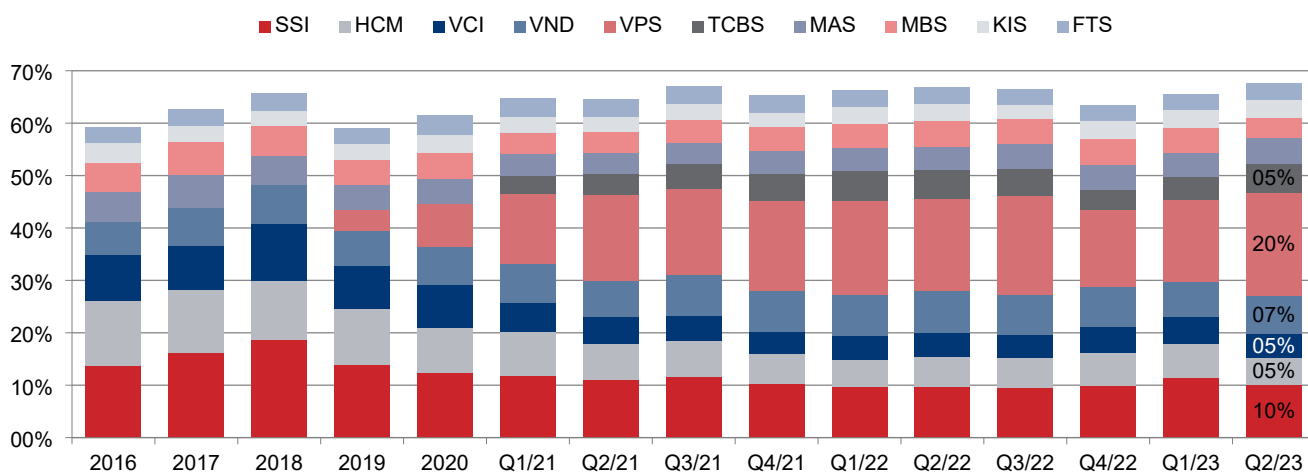
2022, khi NĐTNN chỉ lần lượt đóng góp 6,7% và 7,4% tổng GTGD toàn thị trường, thị phần của những công ty chứng khoán trên đã giảm đáng kể.

NĐTNN có thể một lần nữa trở thành điểm sáng trên thị trường chứng khoán nếu Việt Nam lọt vào giỏ chỉ số Thị trường mới nổi của MSCI. Theo đó, các công ty chứng khoán có cơ sở KHTC lớn có thể giành lại thị phần từ các công ty chứng khoán tập trung vào KHCN. Nhưng nói chung, sự kiện nâng hạng một khi diễn ra sẽ có lợi cho tất cả các công ty chứng khoán.

Những lợi thế cạnh tranh của các công ty chứng khoán có tập KHTC lớn là dịch vụ vượt trội và sản phẩm phân tích có chất lượng cao, là cơ sở để những công ty này duy trì được mức phí cao hơn mặt bằng chung và không bị kéo vào cuộc chiến phí giao dịch.

**Biểu đồ 18: Thị phần trong top-10 công ty chứng khoán, HSX**

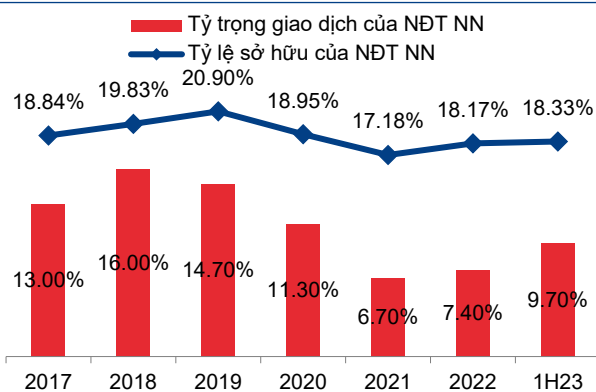
10 công ty lớn nhất (trong số gần 100 công ty chứng khoán) đã chiếm gần 70% thị phần



Nguồn: HSX, HSC

**Biểu đồ 19: Tỷ trọng giao dịch của NĐT nước ngoài theo năm (%)**

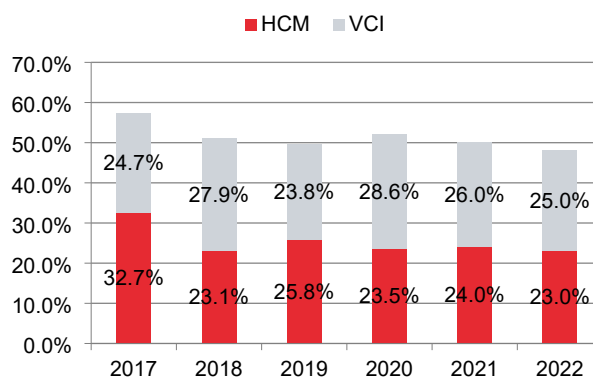
Tỷ trọng giao dịch của NĐT NN đã hồi phục trong 6 tháng đầu năm 2023...



Nguồn: HSX, HSC

**Biểu đồ 20: Tỷ trọng giao dịch của NĐT nước ngoài, tại HCM & VCI**

...HCM, VCI, và SSI là các công ty có tỷ trọng giao dịch của NĐT NN lớn nhất



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Doanh thu tăng trưởng mạnh với đóng góp lớn hơn từ nghiệp vụ cho vay ký quỹ**

Doanh thu của các công ty chứng khoán đến từ 4 nghiệp vụ chính: môi giới, cho vay ký quỹ, đầu tư và IB. Tổng doanh thu HĐ của 15 công ty chứng khoán lớn nhất tăng trưởng với tốc độ CAGR 27,5% trong giai đoạn 2015-2022.

Tỷ trọng nghiệp vụ môi giới đã giảm từ 22% vào năm 2017 xuống còn 16% vào năm 2022 trong điều kiện mặc dù áp dụng mức phí môi giới thấp, các công ty chứng khoán vẫn giữ vững được doanh thu nhờ GTGD tăng. Năm 2019 là một năm đặc biệt vì

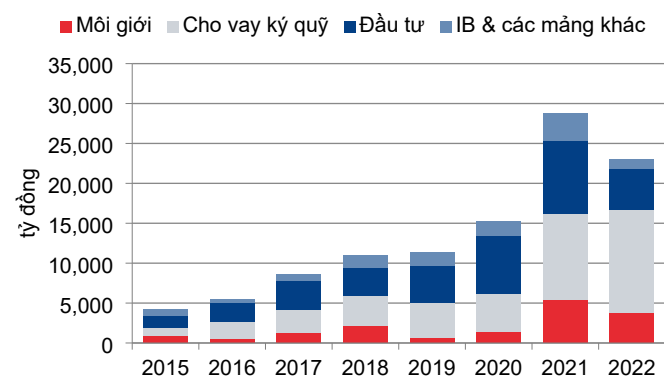
những công ty chứng khoán tập trung vào KHCN đã áp dụng phí môi giới sàn, theo đó tỷ trọng đóng góp của nghiệp vụ môi giới đã giảm còn 6%. Trong thời gian tới, tỷ trọng đóng góp của doanh thu môi giới trong tổng doanh thu HĐ của các công ty chứng khoán sẽ còn tiếp tục giảm.

Nghiệp vụ cho vay ký quỹ và đầu tư vẫn sẽ giữ tỷ trọng chính (trên 70%) khi quy mô tài sản của các công ty chứng khoán tiếp tục tăng. Trên thực tế, công ty chứng khoán sẽ tìm kiếm lợi nhuận từ 2 nghiệp vụ này trong khi phí giao dịch dần giảm về không.

Tỷ trọng của nghiệp vụ IB không ổn định và dao động trong khoảng 5-12%.

**Biểu đồ 21: Tăng trưởng doanh thu hoạt động, giai đoạn 2015-2022**

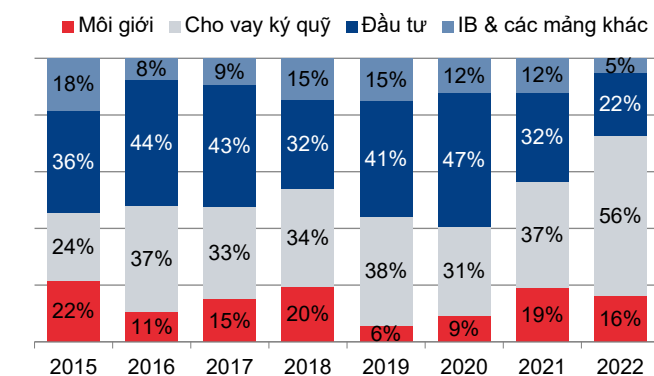
Doanh thu hoạt động (tỷ đồng) tăng tăng trưởng với CAGR 27,5% giai đoạn 2015-2022



Ghi chú: Top 15 công ty chứng khoán (~80% thị phần).  
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 22: Cơ cấu doanh thu hoạt động, giai đoạn 2015-2022**

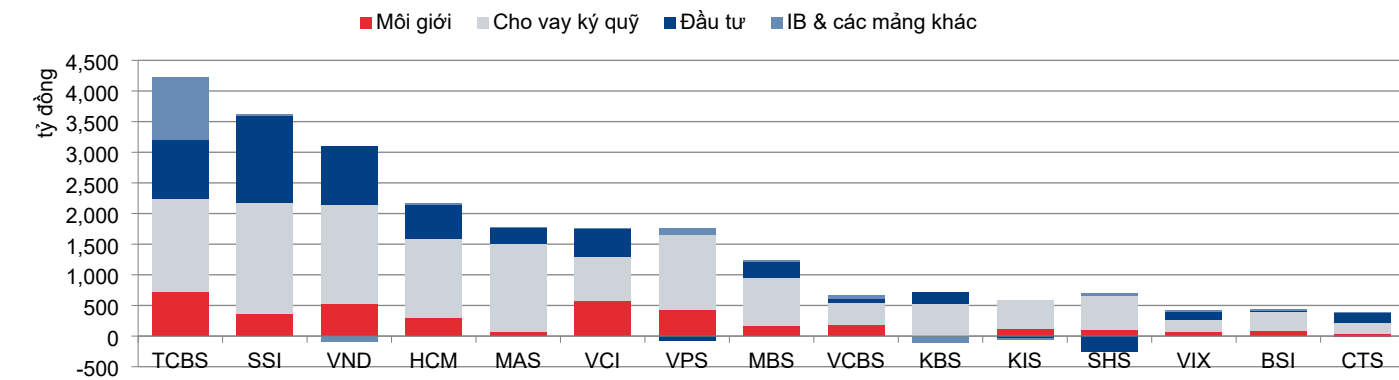
Tỷ trọng mảng môi giới có xu hướng giảm từ 2019, trong khi mảng cho vay ký quỹ & đầu tư chiếm tỷ trọng lớn hơn



Ghi chú: Top 15 công ty chứng khoán (~80% thị phần).  
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 23: Cơ cấu doanh thu hoạt động của các công ty, 2022**

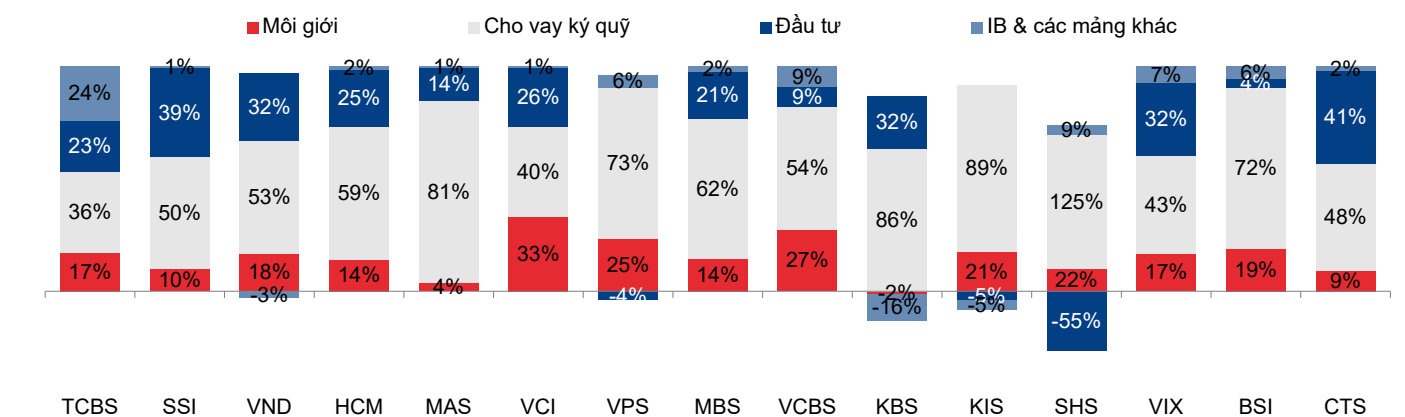
Thị phần không phản ánh doanh thu, thị phần VPS (top 1) nhưng chỉ xếp thứ 7 về doanh thu



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 24: Cơ cấu doanh thu hoạt động của các công ty, 2022**

Cơ cấu doanh thu các công ty chứng khoán khác nhau, tùy thuộc vào lợi thế cạnh tranh, thị phần hoặc chi phí huy động vốn rẻ



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Nghiệp vụ môi giới: Đánh đổi giữa phí giao dịch và thị phần**

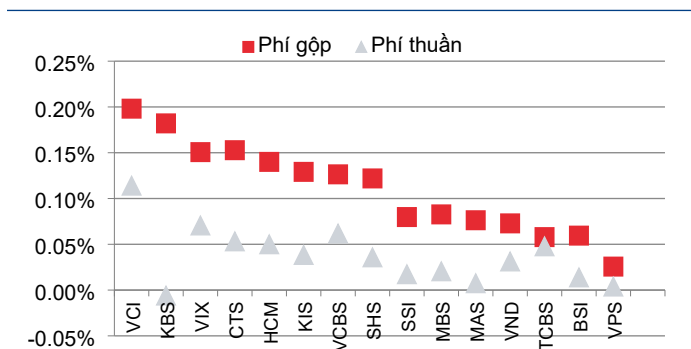
Như đề cập trên đây, trước sự gia tăng mạnh số lượng NĐT cá nhân trong giai đoạn 2020-2022, các công ty chứng khoán đã sử dụng chiến lược phí thấp làm lợi thế giành thị phần. HSC quan sát thấy rằng:

- VPS đã áp dụng mức phí thấp nhất, từ đó giành được thị phần lớn trên cả thị trường cơ sở và phái sinh.
- Các công ty chứng khoán cạnh tranh quyết liệt nhất là những công ty nằm về bên phải của SSI trên Biểu đồ 25. Trong đó, những công ty chứng khoán như SSI, VND, MAS, MBS và BSI đã chấp nhận mức phí gộp khoảng 0,06%-0,08% để giữ vững thị phần.
- Những công ty chứng khoán truyền thống vẫn giữ chiến lược cạnh tranh cũ, duy trì tệp khách hàng và áp dụng mức phí gộp cao. VCI chỉ thuần túy tập trung vào KHTC & các KHCN có tài sản lớn và vẫn duy trì phí gộp cao ở mức 0,2% dựa trên dịch vụ và sản phẩm nghiên cứu chất lượng cao.

Sự cạnh tranh trong ngành không chỉ thể hiện qua mức phí gộp mà còn ở tỷ lệ phí thuần/phí gộp, thường được gọi là tỷ lệ phí thuần (tỷ lệ NFM) (Biểu đồ 26).

**Biểu đồ 25: Tỷ suất phí môi giới gộp và thuần, 2022**

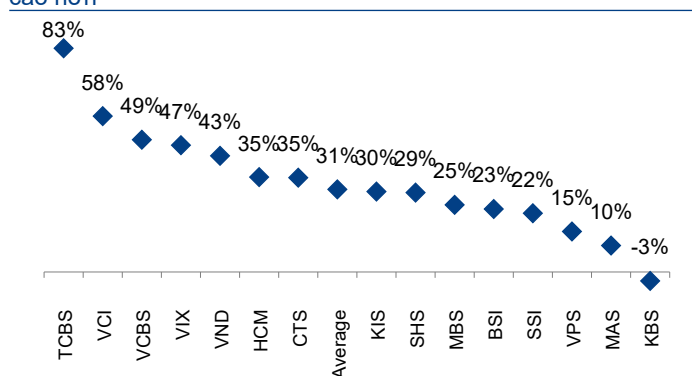
Phí môi giới gộp dao động trong khoảng 0,03% đến 0,2%, tùy thuộc vào chiến lược giá và sản phẩm



Ghi chú: Top 15 công ty chứng khoán (~80% thị phần).  
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 26: Tỷ suất phí thuần, 2022**

Các công ty chứng khoán có nền tảng kỹ thuật số tiên tiến hơn (TCBS, VND), tập trung vào tổ chức (VCI, HCM) và/hoặc được hỗ trợ bởi các ngân hàng (VCBS, CTS) có phí môi giới thuần cao hơn



Ghi chú: Top 15 công ty chứng khoán (~80% thị phần).  
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Khi GTGD tăng lên, HSC kỳ vọng lợi thế về quy mô sẽ tạo điều kiện để các công ty chứng khoán giảm phí giao dịch theo xu hướng chung của thế giới. Bù lại, các công



ty chứng khoán có thể tận dụng nghiệp vụ cho vay ký quỹ, đầu tư và IB để tìm kiếm lợi nhuận.

**Nghiệp vụ cho vay ký quỹ: Đóng góp ngày càng lớn**

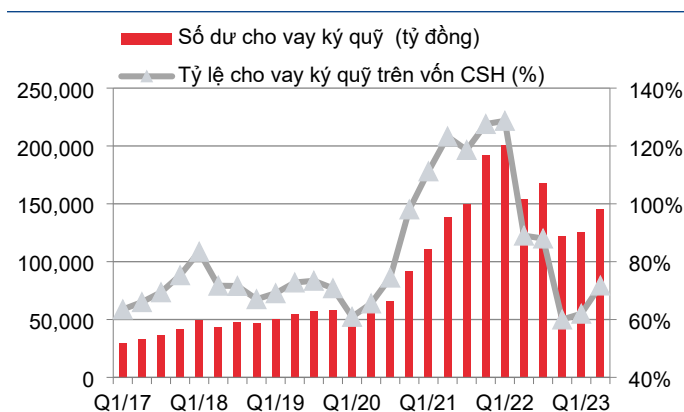
Trong 5 năm qua, dư nợ cho vay ký quỹ trên thị trường đã tăng mạnh từ trên 29 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/2017 lên khoảng 145 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/2023 (tốc độ tăng trưởng tốc độ CAGR 38%) với VNIndex tăng mạnh từ 700 điểm lên 1.120 điểm vào cuối Q2/2023.

Số dư cho vay ký quỹ đã giảm mạnh từ mức đỉnh là 200 nghìn tỷ đồng vào Q1/2023 xuống đáy là 122 nghìn tỷ đồng vào Q4/2022 trước những khó khăn trên thị trường BĐS và TPDN. Dư nợ cho vay ký quỹ đã hồi phục lên mức 145 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/2023. Số dư cho vay ký quỹ và tỷ lệ cho vay ký quỹ thấp cho thấy thị trường đã ổn định trở lại sau khi giảm mạnh và đã bước vào một chu kỳ mới.

HSC thấy rằng số dư cho vay ký quỹ không cho thấy toàn bộ tình hình sử dụng đòn bẩy nợ trên thị trường chứng khoán vì tiền mặt của NĐT có thể một phần là từ vay nợ (vay NHTM, người có liên quan....)

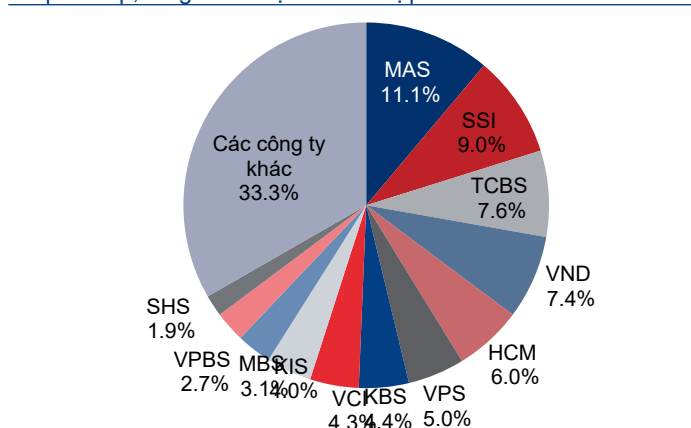
Thị phần cho vay ký quỹ tập trung vào 7 công ty chứng khoán lớn, tổng cộng giữ trên 50% thị phần. Mirae Asset (MAS) - công ty chứng khoán có vốn nước ngoài – giữ thị phần lớn nhất ở mức trên 10%. VPS là công ty chứng khoán khai thác mạnh nhất công cụ cho vay ký quỹ vì công ty này chỉ chiếm 6% thị phần cho vay ký quỹ nhưng chiếm đến 17% thị phần môi giới. Các công ty chứng khoán nước ngoài (chủ yếu là từ Hàn Quốc) có lãi suất cho vay ký quỹ tương đối cạnh tranh và đã duy trì được thị phần cho vay lớn, chẳng hạn như MAS (11,1%), KBSV (4,4%), KIS (4%)...

**Biểu đồ 27: Số dư cho vay ký quỹ \***  
Số dư cho vay ký quỹ hồi phục trong Q2/2023



Ghi chú: \*dữ liệu từ 87 công ty chứng khoán.  
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 28: Thị phần cho vay ký quỹ, cuối-2022**  
Những công ty chứng khoán nước ngoài với các kênh cấp vốn chi phí thấp, đã giành được ~20% thị phần



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Lãi suất cho vay ký quỹ**

Tỷ lệ NIM nghiệp vụ cho vay ký quỹ của công ty chứng khoán tương đương NHTM. Mỗi công ty chứng khoán sẽ có lợi suất cho vay khác nhau.

- Những công ty chứng khoán có tỷ trọng KHCN lớn như VPS, VND, MBS và SHS có lãi suất cho vay ký quỹ cao nhất (12-14%) trong ngành, bù đắp cho chiến lược giữ phí giao dịch gộp ở mức thấp.
- Ở những công ty chứng khoán nước ngoài gồm MAS, KIS và KBS có lãi suất cho vay ký quỹ cạnh tranh nhờ có nguồn vốn rẻ từ nước ngoài.
- Những công ty chứng khoán còn lại có lãi suất cho vay ký quỹ ở vào khoảng 10-12%.

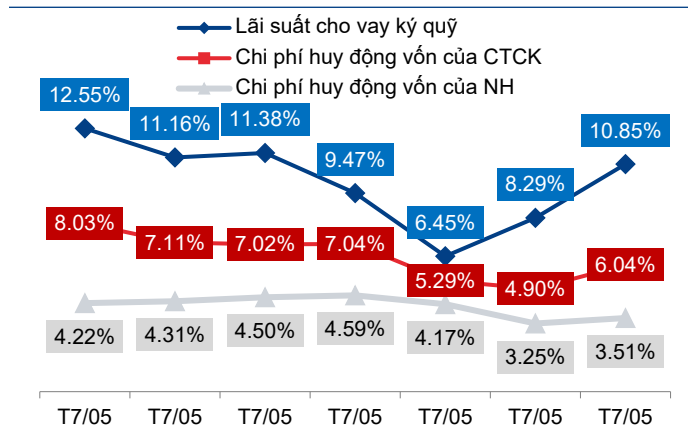
**Chi phí huy động để cho vay ký quỹ**

Công ty chứng khoán chủ yếu sử dụng vay ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn hoạt động, bao gồm cho vay ký quỹ. Vì vậy, lãi suất cho vay và chi phí huy động để cho

vay ký quỹ có mối liên hệ với nhau, thể hiện ở Biểu đồ 29-30. Tỷ lệ NIM cho vay ký quỹ bình quân khoảng 4%.

**Biểu đồ 29: Tỷ lệ cho vay ký quỹ và chi phí huy động, 2016-22**

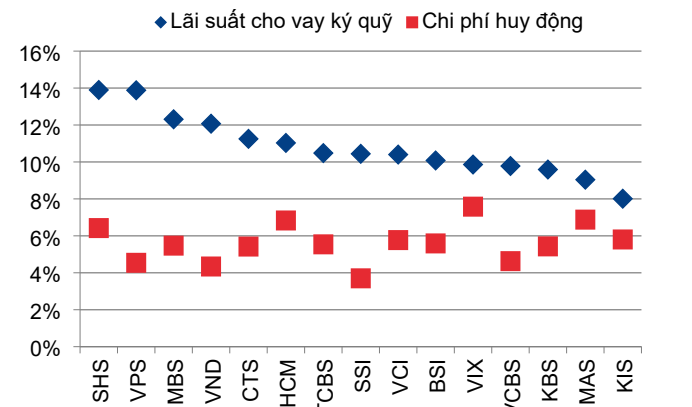
Chênh lệch lợi suất cho vay ký quỹ đã ở mức trung bình ~4%



Ghi chú: dữ liệu tổng hợp của top 15 các công ty chứng khoán.  
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 30: So sánh lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí huy động, 2022**

Các công ty chứng khoán tập trung mảng KHCN có xu hướng tính lãi suất margin cao hơn



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

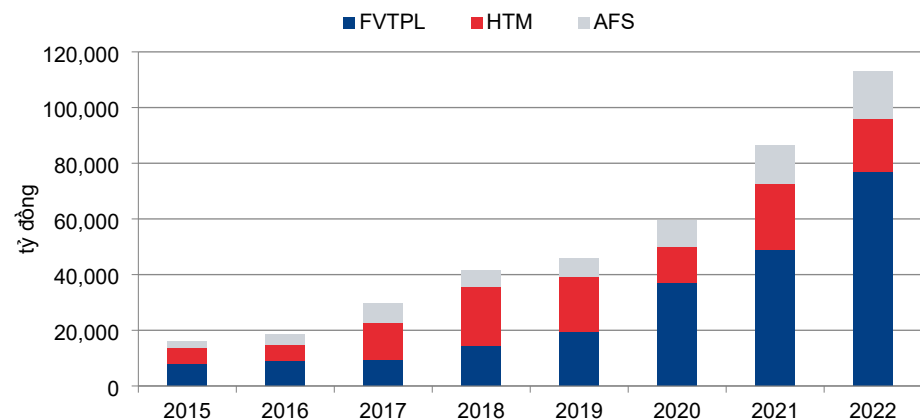
**Hoạt động đầu tư: Chiến lược và khẩu vị rủi ro tùy thuộc công ty chứng khoán**

Trong cơ cấu danh mục đầu tư của công ty chứng khoán (Biểu đồ 31), tài sản FVTPL (tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ) giữ tỷ trọng lớn nhất, chiếm hơn 50% tổng danh mục đầu tư, tiếp theo là tài sản HTM (các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn) và cuối cùng là AFS (tài sản tài chính sẵn sàng để bán). Trong cơ cấu danh mục đầu tư, HSC nhận thấy:

- Tài sản FVTPL bao gồm cổ phiếu niêm yết, cổ phiếu chưa niêm yết, trái phiếu... Thông thường, cổ phiếu niêm yết sẽ chiếm tỷ trọng lớn nhất.
- Tài sản HTM chủ yếu là tiền gửi kỳ hạn ngắn và/hoặc chứng chỉ tiền gửi.
- Tài sản AFS có thể bao gồm cả trái phiếu và cổ phiếu (thông thường là cổ phiếu chưa niêm yết), tùy thuộc vào từng công ty chứng khoán.

**Biểu đồ 31: Tổng danh mục đầu tư của các công ty chứng khoán, 2015-22**

Tài sản FVTPL chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của các công ty chứng khoán



Ghi chú: Dữ liệu tổng hợp từ top 15 các công ty chứng khoán.  
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

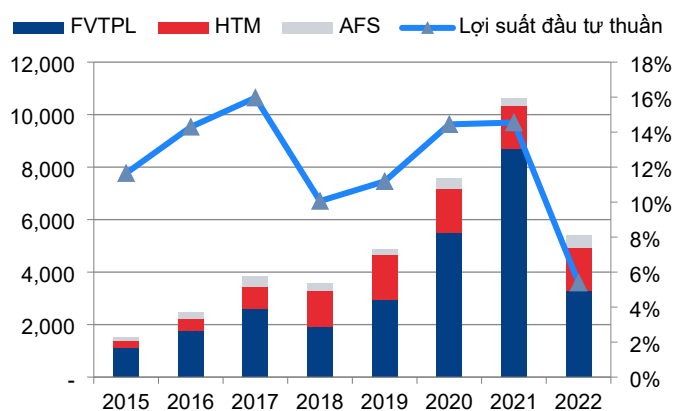
Trong tổng lợi nhuận hoạt động đầu tư của công ty chứng khoán (Biểu đồ 32), tài sản FVTPL cũng đóng góp lớn nhất và thường có lợi suất đầu tư cao hơn so với HTM và AFS.

Vì chủ yếu là cổ phiếu niêm yết, nên tỷ suất sinh lời của tài sản FVTPL có mối liên hệ tương quan cao nhất với diễn biến của VN Index. Cụ thể, trong những năm VN Index có diễn tiến tích cực (tăng 48% trong năm 2017 và tăng 36% trong năm 2021), lợi suất đầu tư tài sản FVTPL đạt cao nhất trong số các loại tài sản (lần lượt đạt 28% và 20%). Trong năm 2022, lợi suất đầu tư tài sản FVTPL chỉ đạt 5%.

Tài sản HTM chủ yếu gồm tiền gửi tiết kiệm có lợi suất đầu tư có mối liên hệ gần gũi với lãi suất tiền gửi, thường dao động từ 8-10%. Tài sản AFS có lợi suất đầu tư thấp nhất (dưới 5%) với cổ phiếu chưa niêm yết và lãi/lỗ không được ghi nhận định kỳ. Nói chung, lợi suất đầu tư bình quân của các công ty chứng khoán vào khoảng 12%, tương đương mức tăng trưởng dài hạn của VN Index.

**Biểu đồ 32: Lợi nhuận đầu tư của các công ty chứng khoán (tỷ đồng) 2015-2022**

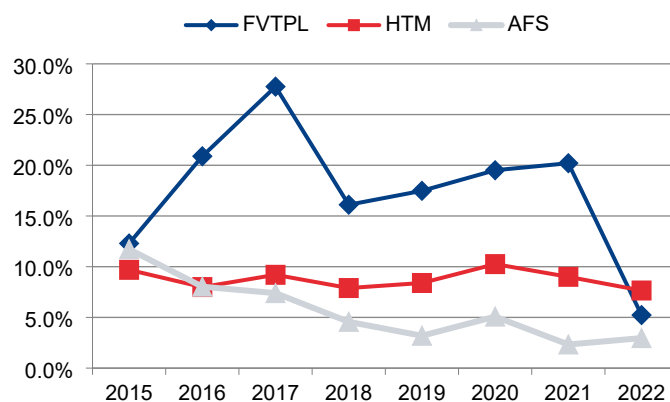
Lợi suất đầu tư dao động trong khoảng 5-16%



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 33: Lợi suất đầu tư theo loại tài sản**

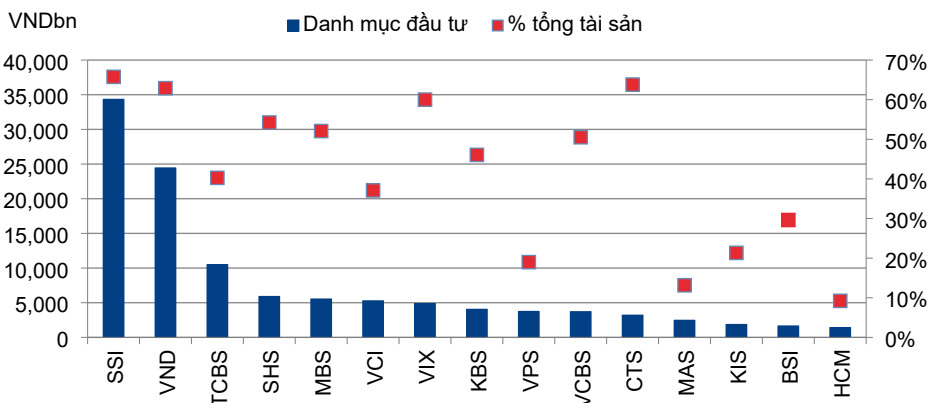
Lợi suất đầu tư tài sản FVTPL đạt cao nhất trong số các loại tài sản



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 34: Danh mục đầu tư, 2022**

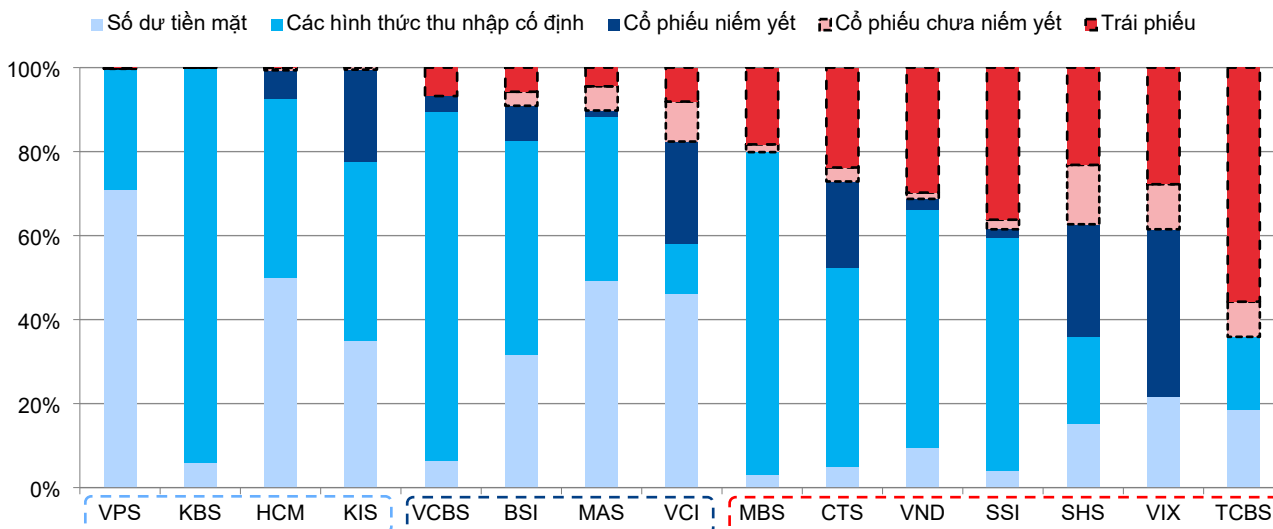
SSI với mảng kinh doanh quản lý tài sản và TCBS và VND với lượng TPĐN nắm giữ đáng kể, có danh mục đầu tư lớn nhất



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 35: So sánh cơ cấu danh mục đầu tư tài chính, cuối-2022**

Từ trái sang phải theo thứ tự: từ tài sản có tính thanh khoản cao nhất đến tài sản có tính thanh khoản thấp nhất



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Nghiệp vụ IB: ‘Vũ khí bí mật’ của một số công ty chứng khoán**

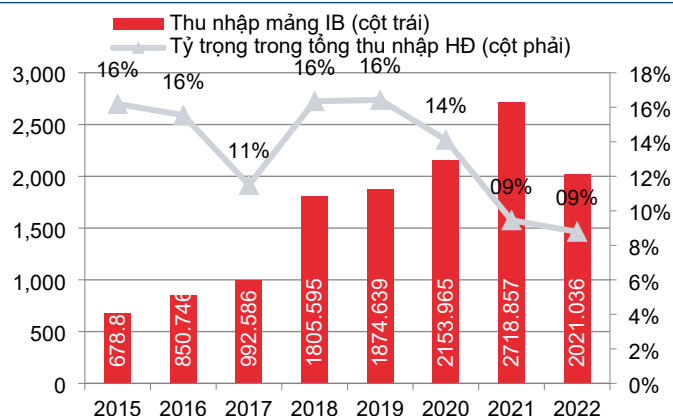
Công ty chứng khoán sẽ ghi nhận doanh thu nghiệp vụ IB khi cung cấp dịch vụ tư vấn và bảo lãnh phát hành cho (1) các đợt IPO, tăng vốn hoặc M&A và/hoặc (2) phát hành TPDN. Doanh thu IB tăng với tốc độ CAGR 17% trong giai đoạn 2015-2022 (Biểu đồ 36). Đóng góp của nghiệp vụ IB vào tổng doanh thu HĐ dao động từ 9-16%. Tỷ trọng đóng góp của nghiệp vụ IB thường ở mức thấp trong những năm thị trường tăng điểm như năm 2017 và 2021 khi doanh thu nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ tăng mạnh.

Nhờ sự bùng nổ của thị trường TPDN trong năm 2017-2021, lợi nhuận các công ty chứng khoán như TCBS và VPS đã tăng mạnh, vượt hẳn các công ty chứng khoán chỉ tập trung vào thị trường cổ phiếu.

Nghiệp vụ tư vấn M&A và tài chính doanh nghiệp là những dịch vụ ít công ty chứng khoán có thể cung cấp. VCI được đánh giá là công ty chứng khoán có lợi thế cạnh tranh mạnh nhất trong lĩnh vực này với nhiều thương vụ lớn như IPO VPBank, thoái vốn FE Credit của VPB, thoái vốn nhà nước tại PV Power... Bên cạnh đó, SSI - công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất và có mạng lưới quan hệ lâu dài với các doanh nghiệp lớn, cả doanh nghiệp có vốn nhà nước và doanh nghiệp tư nhân – cũng có nhiều thương vụ lớn như thoái vốn nhà nước tại VNM và IPO PLX, TPB, VHM...

**Biểu đồ 36: Doanh thu từ mảng IB & đóng góp vào tổng thu nhập HĐ, 2015-2022**

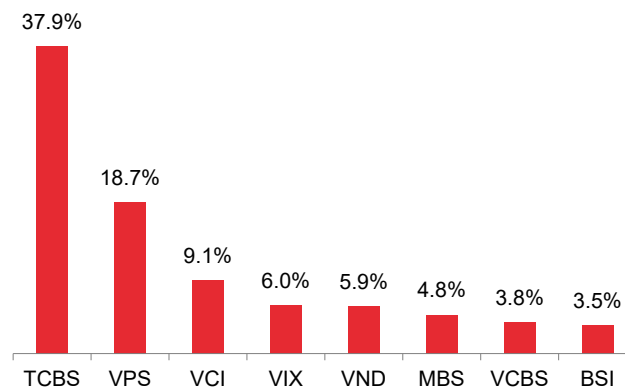
Tiềm năng tăng trưởng đáng kể đối với thu nhập từ mảng IB trong các năm tới



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

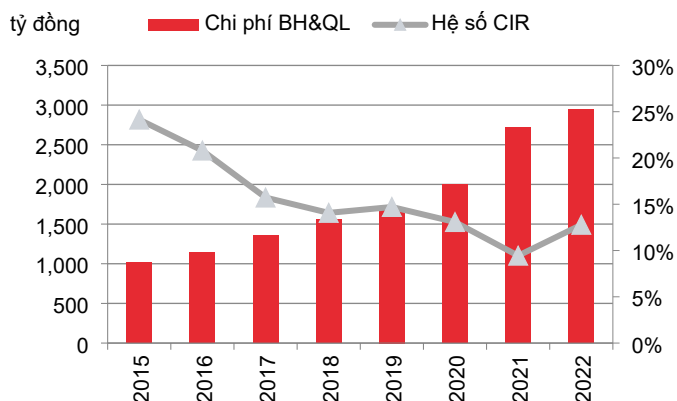
**Biểu đồ 37: Đóng góp của thu nhập IB vào tổng thu nhập HĐ theo từng công ty, 2021**

TCBS và VPS dẫn đầu về thu nhập mảng IB trong năm 2021, năm ghi nhận kết quả tốt nhất từ trước đến nay đối với trái phiếu doanh nghiệp



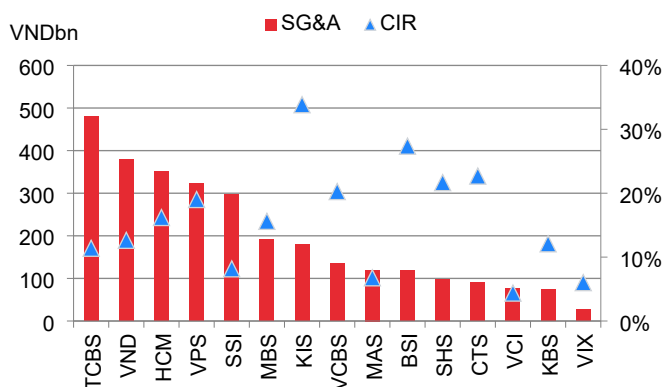
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 38: Chi phí BH&QL & hệ số CIR, top 15 CTCK**  
Hệ số CIR đang có xu hướng giảm



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 39: Chi phí BH&QL & hệ số CIR, 2022**  
Hệ số CIR dao động trong khoản từ 4% đến 34% năm 2022



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

### Chi phí bán hàng & quản lý: Hiệu quả được nâng cao nhờ quá trình số hóa

Chi phí bán hàng & quản lý của các công ty chứng khoán thường gồm chi phí thuê văn phòng, lương nhân viên (bên cạnh phí hoa hồng môi giới và thưởng theo các thương vụ IB), chi phí đầu tư vào hệ thống gồm nền tảng giao dịch, chuyển đổi số.

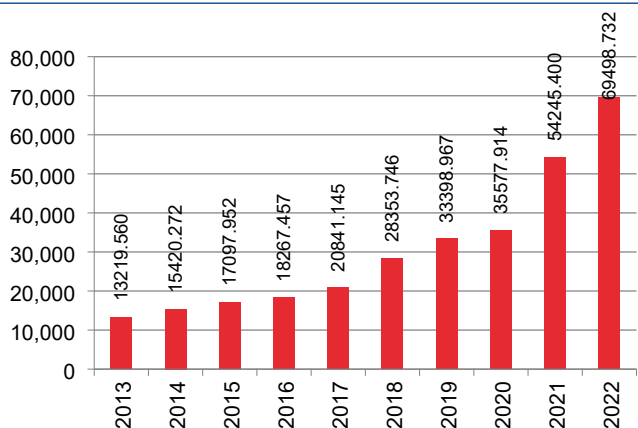
Trong giai đoạn 2015-2022, chi phí bán hàng & quản lý của 15 công ty chứng khoán tăng với tốc độ CAGR 17% so với mức tăng 27,5% của tổng doanh thu HĐ. Nhờ vậy, tỷ lệ CIR đã giảm còn 13% trong năm 2022 từ 24% vào 2015 nhờ tác động tích cực từ lợi thế quy mô và hiệu quả các khoản đầu tư vào công nghệ, nền tảng số.

### Quy mô vốn: Động lực tăng trưởng dài hạn

Trong giai đoạn 2021-2022, VN Index đã lập đỉnh và nhiều công ty chứng khoán đã đẩy mạnh tăng vốn. Vốn CSH thuần của 15 công ty chứng khoán lớn nhất đã tăng thêm 16,5 nghìn tỷ đồng vào năm 2021 và 18,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2022. Vốn điều lệ và vốn CSH đã tăng gấp đôi lên lần lượt gần 70 nghìn tỷ đồng và 120 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 40-41).

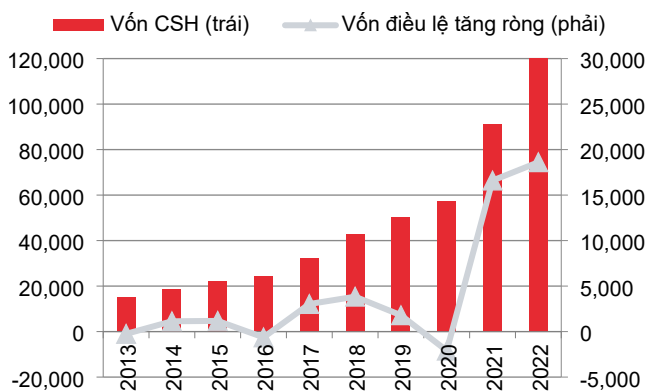
SSI và VND đã tăng vốn mạnh nhất trong khoảng thời gian trên, lần lượt nâng thêm 8,1 nghìn tỷ đồng và 7 nghìn tỷ đồng.

**Biểu đồ 40: Vốn điều lệ qua các năm (tỷ đồng) 2013-2022**  
Vốn điều lệ của 15 công ty chứng khoán đã tăng gấp đôi từ 2020 đến 2022...



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

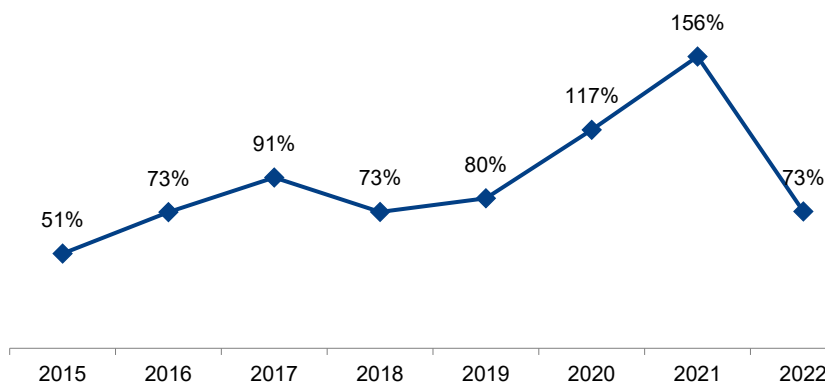
**Biểu đồ 41: Vốn CSH và tăng vốn điều lệ tăng (tỷ đồng)**  
...chủ yếu thông qua tăng vốn điều lệ



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 42: Tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn CSH qua các năm, giai đoạn 2015-2022**

Tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu giảm xuống 73% năm 2022 từ mức đỉnh 156% năm 2021



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Tăng vốn giúp công ty chứng khoán nâng cao năng lực cho vay ký quỹ. Trên thực tế, tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn CSH toàn ngành đã chạm 155% vào năm 2021 (Biểu đồ 42) và sát mức trần 200% (theo quy định của UBCKNN) trong một số phiên trong năm; trong đó có MBS (209%), MAS (201%) hay HCM (187%).

Trong năm 2022, tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn CSH đã giảm còn 73% (tương đương giai đoạn 2018-2019) vì (1) các công ty chứng khoán tăng vốn mạnh và (2) thị trường sụt giảm, từ đó NĐT sử dụng ít đòn bẩy hơn khi đầu tư.

Mặc dù đi cùng tác động pha loãng, việc tăng vốn là yếu tố quan trọng để các công ty chứng khoán tăng trưởng và chuẩn bị cho chu kỳ tới khi NĐT quay trở lại thị trường. Về quy mô vốn, SSI và VND hiện có lợi thế hơn so với các công ty chứng khoán khác.

### **Lợi nhuận: Tăng trưởng trong dài hạn nhưng thường biến động nhiều trong ngắn hạn**

#### **Tính chu kỳ của lợi nhuận thể hiện trong 2 chu kỳ gần nhất**

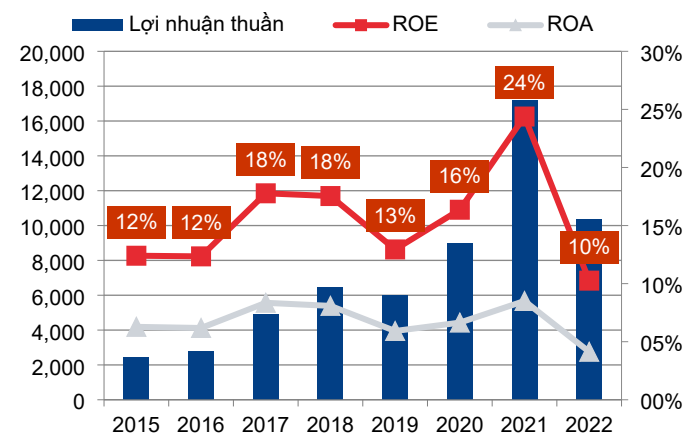
Lợi nhuận thuần của công ty chứng khoán giảm 40% trong năm 2022 xuống còn 10,3 nghìn tỷ đồng từ 17,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2021, chủ yếu do GTGD bình quân ngày giảm ảnh hưởng đến toàn bộ nghiệp vụ của công ty chứng khoán.

Trong 7 năm qua, lợi nhuận thuần đã tăng mạnh và lập đỉnh 17,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2021 từ khoảng 2,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2015, tương đương tốc độ CAGR 23%. Như vậy, mặc dù có tính chu kỳ, lợi nhuận ngành chứng khoán vẫn tăng trưởng trong dài hạn.

Sau khi lợi nhuận thuần giảm, hệ số ROE bình quân giảm còn 10,3% trong năm 2022 sau khi chạm đỉnh ở mức 24,4% vào năm 2021 do lợi nhuận giảm và tác động pha loãng khi công ty chứng khoán tăng vốn. Hệ số ROE bình quân của các công ty chứng khoán trong 2 chu kỳ vừa qua (2015-2019 và 2019-2022) là 15%.

**Biểu đồ 43: Lợi nhuận thuần qua các năm, ROE, và ROA, 2015-2022**

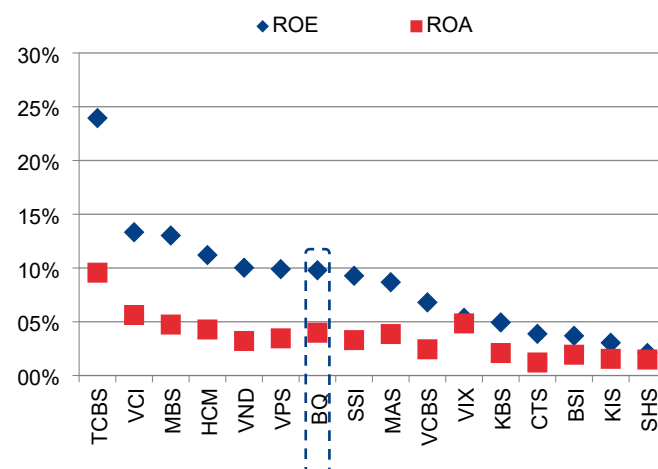
Lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR là 23%; trong khi, ROE bình quân xuyên chu kỳ, là 15,1%



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 44: So sánh ROE và ROA, 2022**

ROE bình quân của ngành là 10% năm 2022



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

## Dự báo: Triển vọng nửa cuối năm 2023 cải thiện và năm 2024-2025 tăng trưởng mạnh

HSC ước tính GTGD của thị trường sẽ giảm 10% xuống còn khoảng 20 nghìn tỷ đồng trong năm 2023 và sau đó tăng 20% trong năm 2024 & tăng 25% trong năm 2025. Động lực chủ chốt là lãi suất giảm, nền kinh tế & lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết hồi phục từ nửa cuối năm 2023 và tăng trưởng tích cực trong năm 2024-2025. Hệ thống KRX được triển khai vào cuối năm 2023 với những tính năng mới và năng lực xử lý khối lượng giao dịch lớn hơn cũng là một động lực tích cực trong ngắn hạn. Trong khi đó, xu hướng tăng trưởng dài hạn & tích cực của thị trường vốn của Việt Nam là cơ sở cho triển vọng tích cực của ngành chứng khoán. Theo đó, HSC dự báo EPS 3 công ty chứng khoán khuyến nghị (SSI, VND và VCI) sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 16% trong giai đoạn 2022-2025.

### GTGD của thị trường hồi phục kể từ Q2/2023

Mặc dù xu hướng tăng thể hiện rõ trong Q2/2023, HSC ước tính GTGD cả năm 2023 vẫn sẽ giảm 10% xuống còn khoảng 20 nghìn tỷ đồng, sau đó tăng trưởng 20% trong năm 2024 và tăng trưởng 25% trong năm 2025 (Bảng 45).

GTGD của thị trường phái sinh sẽ giảm mạnh hơn (giảm 25%) vì VN Index có nền thấp và ít biến động hơn (giảm động lực để NĐT thực hiện hoạt động bảo hiểm rủi ro/đầu cơ) và sẽ tăng trưởng 10% trong năm 2024-2025. Động lực để GTGD hồi phục và tăng từ nửa cuối năm 2023 là:

- Chính sách tiền tệ nới lỏng và mặt bằng lãi suất thấp.
- Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết hồi phục trong nửa cuối năm 2023 và tăng trưởng tích cực trong năm 2024-2025.
- Triển khai hệ thống KRX.

**Bảng 45: Thực tế và dự báo GTGD của thị trường hàng năm thực tế và dự báo, 2016-2025F**

Sau 2 năm giảm, thanh khoản thị trường sẽ phục hồi từ năm 2024

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>HSX</b>	<b>602,650</b>	<b>1,043,727</b>	<b>1,346,016</b>	<b>987,206</b>	<b>1,576,020</b>	<b>5,432,276</b>				
Tăng trưởng	25%	73%	29%	-27%	60%	245%				
<b>HNX</b>	<b>129,594</b>	<b>159,594</b>	<b>196,857</b>	<b>102,362</b>	<b>181,586</b>	<b>790,181</b>				
Tăng trưởng	-4%	23%	23%	-48%	77%	335%				
<b>UPCoM</b>	<b>31,801</b>	<b>60,149</b>	<b>93,700</b>	<b>73,814</b>	<b>105,902</b>	<b>424,854</b>				
Tăng trưởng	123%	89%	56%	-21%	43%	301%				
<b>Tổng GTGD</b>	<b>764,045</b>	<b>1,263,471</b>	<b>1,636,574</b>	<b>1,163,381</b>	<b>1,863,509</b>	<b>6,647,317</b>	<b>5,650,219</b>	<b>5,085,197</b>	<b>6,102,236</b>	<b>7,627,795</b>
Tăng trưởng	21%	65%	30%	-29%	60%	257%	-15%	-10%	20%	25%
<b>Futures contracts</b>										
Hợp đồng tương lai (triệu)	-	1.10	19.70	22.18	39.91	47.22	76.05	57.04	62.74	69.02
Tăng trưởng	-	-	1680%	13%	80%	18%	61%	-25%	10%	10%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

### Bảng 46: Khả năng sinh lời và tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết mà HSC khuyến nghị

Chúng tôi dự báo EPS sẽ tăng trưởng và ROE sẽ hồi phục mạnh trong năm 2024, đóng góp 85% vào tổng vốn hóa của VN Index

	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng EPS		33.0%	10.3%	-0.9%	21.3%
ROE	14.5%	16.5%	16.9%	15.0%	16.1%
Lợi suất cổ tức	1.6%	1.8%	1.8%	2.4%	2.4%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

### Lợi nhuận các công ty chứng khoán sẽ hồi phục trong năm 2024

Dựa trên giả định căn bản về GTGD, HSC đưa ra dự báo tổng doanh thu HĐ của những công ty chứng khoán HSC khuyến nghị trong Bảng 47.



Trong mô hình của chúng tôi, tổng doanh thu HĐ của 3 công ty chứng khoán khuyến nghị sẽ giảm nhẹ 7% trong năm 2023, sau đó tăng trưởng 22% vào năm 2024 và tăng trưởng 25% vào năm 2025. Ngoài ra, dựa trên giả định cho các nghiệp vụ, tổng lợi nhuận thuần các công ty chứng khoán khuyến nghị dự báo giảm 13% trong năm 2023 nhưng tăng trưởng 27% trong năm 2024 và tăng trưởng 38% trong năm 2025. Tổng lợi nhuận thuần năm 2022-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 16%.

**Bảng 47: Dự báo thu nhập hoạt động, các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị**

Dự báo tổng thu nhập hoạt động của các công ty chứng khoán sẽ giảm nhẹ 7% trong năm 2023 sau đó hồi phục tăng 22% trong năm 2024 và 25% trong năm 2025

Tỷ đồng	2022	Dự báo			Growth		
		2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
<b>SSI</b>	<b>3,631</b>	<b>3,320</b>	<b>4,002</b>	<b>4,940</b>	<b>-8.6%</b>	<b>20.5%</b>	<b>23.4%</b>
Doanh thu thuần môi giới	370	398	563	809	7.6%	41.5%	43.7%
Doanh thu cho vay ký quỹ	1,801	1,244	1,486	1,788	-30.9%	19.5%	20.3%
Doanh thu thuần đầu tư	1,430	1,598	1,866	2,243	11.7%	16.8%	20.2%
Doanh thu IB & các mảng khác	30	79	87	99	163.3%	10.1%	13.8%
<b>VCI</b>	<b>1,757</b>	<b>1,483</b>	<b>1,868</b>	<b>2,475</b>	<b>-15.6%</b>	<b>26.0%</b>	<b>32.5%</b>
Doanh thu thuần môi giới	582	433	555	839	-25.6%	28.2%	51.2%
Doanh thu cho vay ký quỹ	453	442	551	665	-2.4%	24.7%	20.7%
Doanh thu thuần đầu tư	708	568	718	922	-19.8%	26.4%	28.4%
Doanh thu IB & các mảng khác	14	40	44	49	185.7%	10.0%	11.4%
<b>VND</b>	<b>3,003</b>	<b>2,991</b>	<b>3,654</b>	<b>4,536</b>	<b>-0.4%</b>	<b>22.2%</b>	<b>24.1%</b>
Doanh thu thuần môi giới	535	431	562	744	-19.4%	30.4%	32.4%
Doanh thu cho vay ký quỹ	1,600	1,096	1,315	1,761	-31.5%	20.0%	33.9%
Doanh thu thuần đầu tư	943	1,363	1,666	1,897	44.5%	22.2%	13.9%
Doanh thu IB & các mảng khác	-76	100	110	132	-231.6%	10.0%	20.0%
<b>Tổng</b>	<b>8,391</b>	<b>7,794</b>	<b>9,524</b>	<b>11,951</b>	<b>-7.1%</b>	<b>22.2%</b>	<b>25.5%</b>
<b>OPEX</b>	<b>-752</b>	<b>-808</b>	<b>-869</b>	<b>-935</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.6%</b>

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

**Bảng 48: Tăng trưởng lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị**

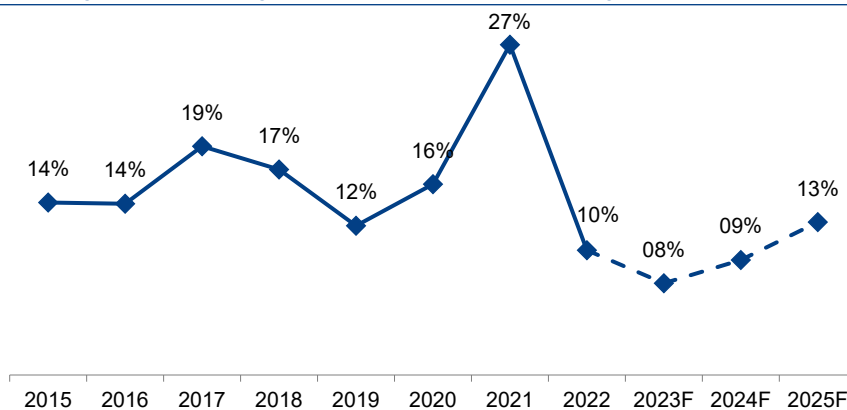
Sau 2 năm giảm, GTGD của thị trường sẽ phục hồi từ năm 2024

Tăng trưởng lợi nhuận (%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
SSI	-30.4%	38.5%	114.6%	-37.0%	-8.4%	27.1%	31.0%
VCI	-16.9%	10.9%	94.9%	-42.0%	-20.5%	35.2%	46.5%
VND	2.6%	81.0%	244.0%	-48.8%	-16.0%	21.8%	41.3%
<b>Tổng</b>	<b>-24.2%</b>	<b>34.5%</b>	<b>137.8%</b>	<b>-39.9%</b>	<b>-13.6%</b>	<b>27.1%</b>	<b>37.6%</b>

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

**Biểu đồ 49: ROE thực tế và dự báo trong giai đoạn 2015-2025**

ROE sẽ tăng lên 12,5% trong năm 2025 từ mức 10,2% trong năm 2022



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Theo đó, hệ số ROE dự báo ở mức thấp kỷ lục trong năm 2023, sau đó tăng lên 9,4% trong năm 2024 và 12,5% trong năm 2025. Theo HSC, trong 3 năm tới, nếu không có yếu tố bất ngờ tích cực, hệ số ROE các công ty chứng khoán sẽ không thể quay trở lại mức đỉnh trong năm 2021.

Các giả định cụ thể cho từng nghiệp vụ được trình bày dưới đây.

#### Bảng 50: Tỷ suất lợi nhuận thuần mảng môi giới thực tế và dự báo, 2019-25F

Các công ty chứng khoán sẽ có tỷ suất lợi nhuận thuần mảng môi giới tăng kể từ năm 2024 khi giá trị giao dịch thị trường phục hồi

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
SSI	-92.6%	545.7%	497.6%	-63.9%	7.6%	41.3%	43.8%
VCI	-76.0%	18.3%	44.3%	103.1%	-20.5%	28.1%	42.5%
VND	-40.6%	57.3%	155.5%	-26.1%	-16.6%	17.6%	19.9%
<b>Tổng</b>	<b>-69.2%</b>	<b>62.5%</b>	<b>211.1%</b>	<b>-26.9%</b>	<b>-14.1%</b>	<b>28.5%</b>	<b>38.7%</b>

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

#### Bảng 51: Thị phần thực tế và dự báo, các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị

Các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị có khả năng sinh lời khá tốt và định giá rẻ

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
SSI	11.05%	9.84%	11.00%	11.20%	11.50%
VCI	4.87%	4.72%	5.00%	5.50%	6.00%
VND	7.46%	7.88%	7.00%	7.40%	7.80%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

#### Nghiệp vụ môi giới

HSC dự báo doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới chứng khoán sẽ giảm 14,1% trong năm 2023, sau đó tăng trưởng 28,5% trong năm 2024 và tăng trưởng 38,7% trong năm 2025. Theo đó, doanh thu nghiệp vụ môi giới chứng khoán năm 2022-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 15,2%.

Chúng tôi ước tính 3 công ty chứng khoán khuyến nghị sẽ giành thêm thị phần trong giai đoạn 2023-2025 nhờ thương hiệu được gây dựng từ lâu, KHTC & KHCN phát triển mạnh hơn và năng lực nghiên cứu phân tích mạnh. Trong khi đó, những công ty chứng khoán tập trung vào trái phiếu nhiều khả năng sẽ phải tái cơ cấu tài sản, từ đó ảnh hưởng đến tốc độ mở rộng thị phần.

#### Nghiệp vụ cho vay ký quỹ

HSC dự báo doanh thu nghiệp vụ cho vay ký quỹ sẽ giảm 30,3% trong năm 2023, nhưng sau đó tăng trưởng 18,8% trong năm 2024 và tăng trưởng 25,7% trong năm 2025. Lý do chính khiến doanh thu nghiệp vụ cho vay ký quỹ giảm trong năm 2023 là vì số dư cho vay ký quỹ bình quân giảm. Trong khi đó, lãi suất cho vay ký quỹ chỉ giảm nhẹ trong năm 2023 và sẽ hồi phục trong các năm sau.

Trong năm 2023, số dư cho vay ký quỹ bình quân đã giảm 23% so với năm 2022 (số dư cho vay ký quỹ ở mức thấp nguyên năm), từ đó kéo theo doanh thu nghiệp vụ cho vay ký quỹ giảm. Sang năm 2024-2025, số dư cho vay ký quỹ bình quân sẽ lần lượt tăng trở lại 18% và 21%.

Lãi suất cho vay ký quỹ bình quân dự báo giảm nhẹ trong năm 2023 (xuống còn khoảng 10,5%) sau khi bùng nổ trong năm 2021-2022 và sẽ tăng dần trong 2 năm tiếp theo lên khoảng 11% (Bảng 54). Lãi suất cho vay ký quỹ tăng sẽ giúp bù đắp một phần tác động tăng chi phí huy động của công ty chứng khoán trong thời gian tới khi mặt bằng lãi suất tăng.

#### Bảng 52: Tăng trưởng thu nhập mảng cho vay ký quỹ thực tế và dự báo, 2019-25F

Thu nhập mảng cho vay ký quỹ giảm 30% trong năm 2023, sau đó tăng 18,8% trong năm 2024 và 25,7% so với cùng kỳ trong năm 2025

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
SSI	-4.6%	-22.5%	199.1%	14.7%	-30.9%	19.4%	20.3%
VCI	-25.2%	-11.0%	95.4%	22.7%	-19.9%	26.5%	28.4%
VND	-6.2%	-11.4%	223.0%	37.1%	-34.6%	15.2%	33.9%
<b>Tổng</b>	<b>-9.4%</b>	<b>-9.5%</b>	<b>159.5%</b>	<b>19.8%</b>	<b>-30.3%</b>	<b>18.8%</b>	<b>25.7%</b>

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

**Bảng 53: Số dư cho vay ký quỹ bình quân thực tế và dự báo, các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị**

...Tuy nhiên số dư cho vay ký quỹ bình quân sẽ giảm 23% trong năm 2023, sau đó hồi phục trở lại và tăng 18% trong năm 2024 & 21% trong năm 2025

Triệu đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
SSI	5,662,997	7,292,750	16,462,023	17,377,525	12,439,309	14,858,063	17,881,506
VCI	2,911,929	3,456,959	5,791,440	6,490,258	5,675,225	6,526,509	7,680,032
VND	2,734,773	3,796,513	10,089,749	12,267,180	9,513,857	10,963,588	13,455,313
<b>% tăng trưởng</b>							
SSI	-3.5%	28.8%	125.7%	5.6%	-28.4%	19.4%	20.3%
VCI	-6.5%	18.7%	67.5%	12.1%	-12.6%	15.0%	17.7%
VND	-4.3%	38.8%	165.8%	21.6%	-22.4%	15.2%	22.7%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

**Bảng 54: Lãi suất cho vay ký quỹ thực tế và dự báo, 2019-25F**

Các công ty chứng khoán sẽ có tỷ suất lợi nhuận mảng môi giới tăng từ năm 2024 khi giá trị giao dịch thị trường phục hồi

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
SSI	12.0%	7.2%	9.5%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
VCI	11.4%	8.5%	10.0%	10.9%	10.0%	11.0%	12.0%
VND	14.9%	9.5%	11.6%	13.0%	11.0%	11.0%	12.0%
<b>Bình quân</b>	<b>12.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.9%</b>

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

### Hoạt động đầu tư

HSC dự báo lãi từ HĐ đầu tư sẽ tăng trưởng 7,1% trong năm 2023, tăng trưởng 18,3% trong năm 2024 và tăng trưởng 21% trong năm 2025 (Bảng 55). Cụ thể, trong năm 2023, lãi từ HĐ đầu tư của SSI và VND với danh mục đầu tư lớn (sau 2 năm tăng vốn mạnh) sẽ là động lực chính giúp tổng doanh thu HĐ tăng trưởng trong khi VCI giảm nhẹ.

**Bảng 55: Lợi nhuận đầu tư thực tế và dự báo, 2019-25F**

Thu nhập từ đầu tư sẽ tăng 7,1% y trong năm 2023, 18,3% trong năm 2024, và 21,0% trong năm 2025

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
SSI	46.5%	32.7%	-7.7%	-13.1%	8.0%	16.8%	20.2%
VCI	150.5%	26.6%	86.2%	-64.0%	-6.6%	24.7%	20.8%
VND	266.3%	55.6%	102.5%	-48.5%	25.0%	14.1%	19.3%
<b>Tổng</b>	<b>71.4%</b>	<b>39.1%</b>	<b>45.9%</b>	<b>-36.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>18.3%</b>	<b>21.0%</b>

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

**Bảng 56: Tổng vốn đầu tư và lợi suất đầu tư thực tế và dự báo, các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị**

Số dư đầu tư bình quân sẽ tăng lên

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Số dư đầu tư (Triệu đồng)</b>							
SSI	15,797,218	19,029,775	20,128,831	34,345,014	37,531,334	42,759,501	48,748,112
VCI	2,787,376	3,433,481	7,299,046	5,282,986	5,723,240	6,014,842	6,337,751
VND	7,825,759	7,283,336	17,928,027	24,449,859	26,867,359	30,012,612	33,629,653
<b>Tổng</b>	<b>27,696,987</b>	<b>32,807,816</b>	<b>47,727,567</b>	<b>65,502,355</b>	<b>71,831,333</b>	<b>80,838,235</b>	<b>91,074,488</b>
<b>% tăng trưởng</b>							
SSI	1.1%	20.5%	5.8%	70.6%	9.3%	13.9%	14.0%
VCI	13.1%	23.2%	112.6%	-27.6%	8.3%	5.1%	5.4%
VND	14.3%	-6.9%	146.2%	36.4%	9.9%	11.7%	12.1%
<b>Tổng</b>	<b>7.4%</b>	<b>18.5%</b>	<b>45.5%</b>	<b>37.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.7%</b>
<b>Lợi suất đầu tư</b>							
SSI	8.9%	10.6%	8.7%	5.4%	4.4%	4.6%	4.9%
VCI	21.2%	22.7%	24.4%	7.5%	8.0%	9.4%	10.8%
VND	8.1%	12.2%	14.8%	4.5%	4.7%	4.8%	5.1%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

## Định giá và khuyến nghị

HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu là Tăng tỷ trọng đối với SSI với giá mục tiêu 38.100đ (tiềm năng tăng giá 14%) và VND với giá mục tiêu 25.200đ (tiềm năng tăng giá 7,2%) và khuyến nghị lần đầu Nắm giữ đối với VCI với giá mục tiêu 48.900đ (tiềm năng tăng giá 3,8%). Hiện P/S dự phóng 1 năm bình quân 3 công ty chứng khoán khuyến nghị là 5,9 lần; thấp hơn nhiều mức đỉnh 8,1 lần vào đầu năm 2022. Với mặt bằng định giá thấp và triển vọng căn bản cải thiện (mặt bằng lãi suất giảm mạnh, số lượng KHCN tăng, tiềm năng triển khai hệ thống KRX và khả năng lọt giỏ Chỉ số Thị trường mới nổi của MSCI), HSC giữ quan điểm lạc quan về ngành chứng khoán nói chung.

### Phương pháp định giá: Sử dụng P/E và P/S mục tiêu

Trong các yếu tố ảnh hưởng đến giá cổ phiếu chứng khoán, có 2 nhân tố nổi bật: thanh khoản và lợi nhuận. HSC thấy rằng giá cổ phiếu chứng khoán thể hiện quan điểm và tâm lý NĐT về thị trường chứng khoán nói chung. Vì vậy, chúng tôi tin rằng so sánh P/E và P/S là phương pháp định giá hợp lý và thực tế hơn cả:

- **Phương pháp P/E và P/S là phương pháp thực tế** vì phản ánh kỳ vọng về thanh khoản thị trường và theo đó là lợi nhuận của công ty chứng khoán. Định giá theo những phương pháp này sẽ bám sát thực tế tốt hơn so với phương pháp P/B. Trên thực tế, nếu nhìn vào KQKD từ năm 2017 (qua 2 chu kỳ của thị trường chứng khoán), các chỉ số P/E và P/S liên hệ với nhau mật thiết hơn so với P/B.
- Trái lại, **định giá theo phương pháp P/B có vẻ sẽ không bám sát được thực tế** vì giá trị sổ sách của công ty chứng khoán sẽ tăng chậm lại trong những năm thị trường khó khăn vì tỷ lệ lợi nhuận dùng để trả cổ tức cao và tăng nhanh trong những năm thị trường phát triển nóng (giai đoạn 2021-2022) vì công ty chứng khoán đẩy mạnh tăng vốn. Ngoài ra, việc tập trung vào hệ số ROE trong tính toán sẽ đánh giá thấp tiềm năng của các công ty chứng khoán có quy mô vốn lớn như SSI và VND trong khi đánh giá cao khả năng những công ty chứng khoán hoạt động trong thị trường ngách như VCI

HSC lựa chọn bình quân giai đoạn Q4/2020-Q1/2022 làm cơ sở định giá cho chu kỳ tới vì thấy rằng giai đoạn này có nhiều điểm tương đồng với giai đoạn trên (thay vì giai đoạn 2017-2019) như: mặt bằng lãi suất thấp, mức độ tham gia thị trường của NĐT cá nhân cao, các nền tảng công nghệ tiện lợi, quy mô thị trường lớn hơn và sự đa dạng các cổ phiếu...

Hiện P/S của các công ty chứng khoán cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ trong khi P/E cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

### Kết hợp phương pháp P/E và P/S

Giá mục tiêu cho các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị được tính dựa trên kết hợp giữa phương pháp P/E (với giá mục tiêu thấp hơn) và P/S (với giá mục tiêu cao hơn), từ đó đem lại kết quả định giá thận trọng và khách quan hơn.

Chúng tôi đã đưa ra kịch bản trung lập, trong đó định giá của các công ty chứng khoán cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và kịch bản tích cực với định giá cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Phương pháp tính giá mục tiêu cho 3 công ty chứng khoán khuyến nghị được trình bày trong Bảng 57-59 dưới đây.

**Bảng 57: Phương pháp định giá P/E, các công ty chứng khoán**

	EPS 2023	EPS 2024	EPS bình quân	P/E mục tiêu	TB Q4/20-Q1/22	Độ lệch chuẩn (+/-)	Giá mục tiêu (TB+ 1 độ lệch chuẩn)
SSI	1,045	1,324	1,185	Trong khoảng 15-30	18.00	11.80	35,298
VCI	1,864	2,453	2,159	Trong khoảng 10-25	14.60	8.10	41,972
VND	960	1,283	1,122	Trong khoảng 10-25	12.10	11.00	25,907

*Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo*

**Bảng 58: Phương pháp định giá P/S, các công ty chứng khoán**

	Doanh thu/CP 2023	Doanh thu/CP 2024	Bình quân doanh thu/CP	P/S mục tiêu	TB Q4/20-Q1/22	Độ lệch chuẩn (+/-)	Giá mục tiêu (TB+ 1 độ lệch chuẩn)
SSI	4,533	5,210	4,872	Trong khoảng 5-8	5.40	3.00	40,921
VCI	5,926	7,334	6,630	Trong khoảng 4-7	6.60	2.10	55,980
VND	5,203	6,005	5,604	Trong khoảng 3-5	2.50	1.90	24,658

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng việc kết hợp 2 phương pháp trong kịch bản trung lập, HSC lần lượt tính ra giá mục tiêu cho SSI, VCI và VND là 38.100đ, 48.900đ và 25.200đ. SSI có tiềm năng tăng giá cao nhất (14%), tiếp theo là VND (8%) và VCI (4%).

Tóm lại, chúng tôi đưa khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với SSI, VND và Nắm giữ đối với VCI. Tại giá mục tiêu, P/S dự phóng năm 2023 của 3 công ty chứng khoán lần lượt là 8,41 lần; 4,84 lần và 8,51 lần.

**Bảng 59: Kết hợp phương pháp P/E và P/S, các công ty chứng khoán**

Công ty	P/S	P/E	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá
SSI	40,951	35,298	<b>38,109</b>	<b>14.1%</b>
VCI	55,980	41,972	<b>48,976</b>	<b>3.8%</b>
VND	24,658	25,907	<b>25,282</b>	<b>7.2%</b>

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

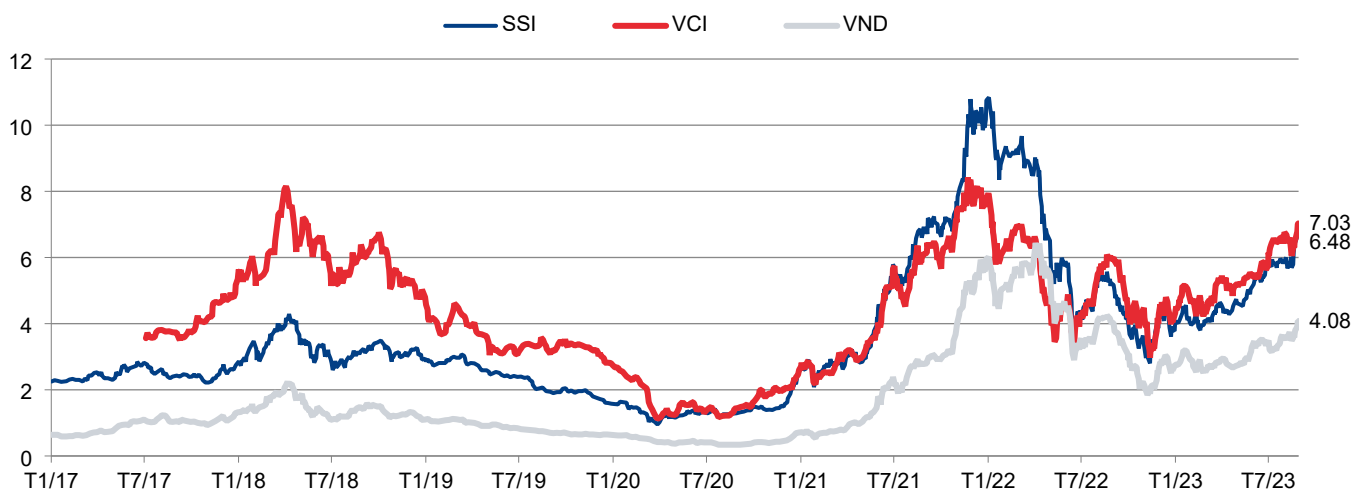
**Bảng 60: So sánh các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị**

Công ty	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/S (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/S tại giá mục tiêu (lần)	
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
				SSI	33,500	Tăng tỷ trọng	38,100	7.88	7.39	6.43	9.3	7.3	9.3
VCI	46,000	Nắm giữ	48,900	6.38	8.00	6.46	13.3	10.5	13.6	(20.4)	34.3	8.51	6.87
VND	23,400	Tăng tỷ trọng	25,200	4.17	4.50	3.90	10.0	7.2	8.7	(4.2)	20.7	4.84	4.20
<b>Bình quân ngành</b>				<b>6.14</b>	<b>6.63</b>	<b>5.60</b>	<b>10.9</b>	<b>8.3</b>	<b>10.5</b>	<b>(11.1)</b>	<b>31.5%</b>	<b>7.25</b>	<b>6.13</b>

Ghi chú: Dữ liệu giá tại ngày 31/8; tăng trưởng EPS tính theo phương pháp bình quân giản đơn (so với bình quân giá quyền trong dự báo).  
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

**Biểu đồ 61: So sánh P/S trượt dự phóng 1 năm của các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị**

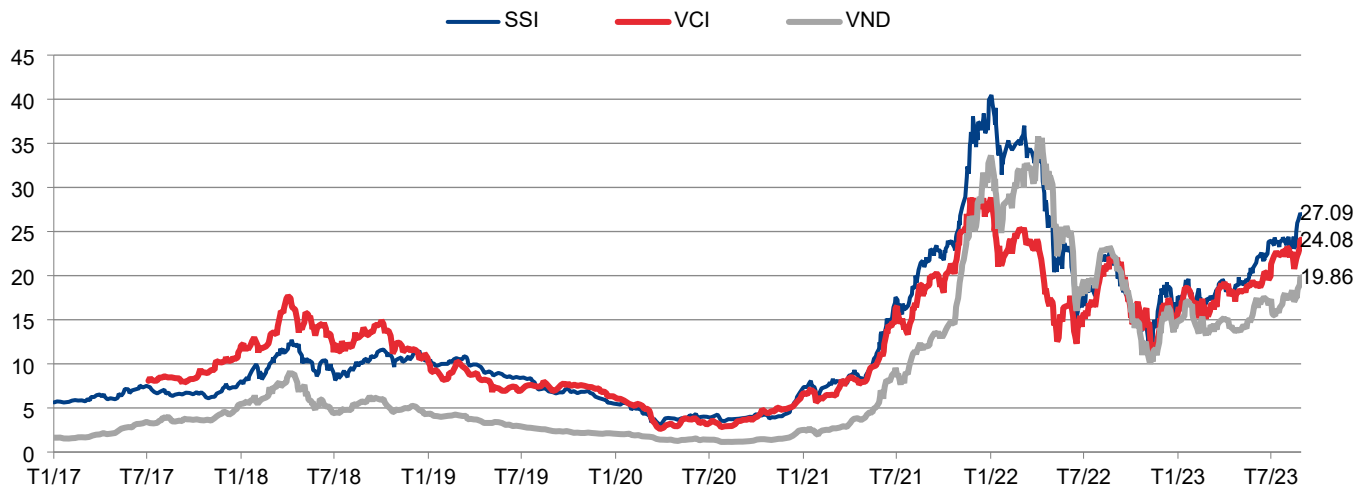
VCI hiện giao dịch với mức chiết khấu cao hơn so với bình quân ngành và 2 công ty còn lại; SSI cũng giao dịch cao hơn một chút so với bình quân ngành; và VND đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với mức trung bình P/S của ngành



Nguồn: dữ liệu các công ty, HSC dự báo

**Biểu đồ 62: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm của các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị**

SSI đang giao dịch cao hơn một chút so với P/E bình quân ngành; VCI giao dịch ở mức vừa phải; và VND giao dịch thấp hơn đáng kể so với mức trung bình P/E của ngành



Nguồn: dữ liệu các công ty, HSC dự báo

**Bảng 63: Phân tích độ nhạy, các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị**

Theo ước tính của chúng tôi, GTGD bình quân ngày tăng trưởng +/-20%, mức định giá sẽ điều chỉnh +/- 0.5 độ lệch chuẩn

Đồng	Giả định tăng trưởng GTGD bình quân ngày & định giá năm 2024 (+/- độ lệch chuẩn SD so với bình quân)				
	-20% (+0.0 SD)	0% (+0.5 SD)	+20% (+1.0 SD)	+40% (+1.5 SD)	+60% (+2.0 SD)
<b>SSI</b>					
Doanh thu/CP	4,923 (-5.6%)	5,067 (-2.7%)	<b>5,210</b>	5,354 (+2.8%)	5,498 (+5.5%)
Lợi nhuận/CP	1,263 (-4.6%)	1,298 (-2.0%)	<b>1,324</b>	1,354 (+2.3%)	1,385 (+4.6%)
Giá mục tiêu	23,100 (-40%)	30,534 (-20%)	<b>38,100</b>	45,800 (+20%)	53,800 (+40%)
<b>VCI</b>					
Doanh thu/CP	6,460 (-9.3%)	6,790 (-4.6%)	<b>7,121</b>	7,451 (+4.6%)	7,781 (+9.3%)
Lợi nhuận/CP	1,830 (-13.8%)	1,976 (6.9%)	<b>2,122</b>	2,268 (+6.9%)	2,413 (+13.7%)
Giá mục tiêu	32,500 (-33%)	40,540 (-17%)	<b>48,900</b>	57,800 (+18%)	67,200 (+37%)
<b>VND</b>					
Doanh thu/CP	5,835 (-2.8%)	5,920 (-1.4%)	<b>6,005</b>	6,090 (+1.4%)	6,175 (+2.8%)
Lợi nhuận/CP	1,220 (-4.9%)	1,252 (-2.4%)	<b>1,283</b>	1,315 (+2.5%)	1,347 (+5.0%)
Giá mục tiêu	13,500 (-46%)	19,300 (-23%)	<b>25,200</b>	31,300 (+24%)	37,500 (+48%)

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

**Phân tích độ nhạy**

Giả định GTGD bình quân ngày là cơ sở cho các dự báo khác. GTGD bình quân ngày có thể ảnh hưởng đến doanh thu, lợi nhuận và định giá các công ty chứng khoán.

HSC đã thực hiện phân tích độ nhạy của EPS, SPS và giá mục tiêu với các giả định GTGD bình quân năm 2024. Chúng tôi giả định tâm lý NGĐT đối với cổ phiếu chứng khoán sẽ diễn biến theo sát diễn biến của GTGD bình quân.

Trong kịch bản tích cực nhất (GTGD bình quân ngày năm 2024 tăng 60%), định giá của các công ty chứng khoán có thể cao hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, tương đương mức đỉnh trong giai đoạn Q4/2021-Q1/2022.

Trong kịch bản tiêu cực nhất (GTGD bình quân ngày năm 2024 giảm 20%), giá mục tiêu các công ty chứng khoán gần sát đáy trong Q4/2022.

## Rủi ro/tiềm năng đối với dự báo và định giá của HSC

### Lãi suất tăng trở lại

Chênh lệch giữa lãi suất tại Việt Nam và lãi suất của Fed đã nới rộng trong thời gian gần đây, gây sức ép lên tỷ giá và hạn chế khả năng giảm tiếp lãi suất của NHNN hay thậm chí còn khiến cơ quan này nâng lãi suất trở lại. Mặc dù đánh giá khả năng xảy ra thấp, HSC vẫn nhấn mạnh rằng nếu chính sách tiền tệ đảo chiều sẽ khiến dòng tiền rút khỏi thị trường cổ phiếu.

### Lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết hồi phục chậm hơn kỳ vọng

Trong ngắn hạn, mặt bằng lãi suất thấp sẽ là động lực chính đối với thị trường nhưng trong dài hạn, lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết giữ vai trò chủ đạo. Nếu nền kinh tế hồi phục chậm hơn dự báo, sức cầu trong nước yếu sẽ kéo lùi lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết, từ đó khiến thị trường chứng khoán trở nên kém hấp dẫn so với các kênh đầu tư khác và làm giảm mức độ tham gia thị trường của NĐT cá nhân.

### Tiền bị thu hút vào các kênh đầu tư khác, như BĐS

Kể từ năm 2023, thị trường chứng khoán đã trở thành kênh đầu tư hấp dẫn hơn so với các loại tài sản khác như BĐS hay trái phiếu. BĐS vẫn là tài sản đầu tư ưa thích của người dân Việt Nam, nên nếu lợi suất đầu tư trên thị trường BĐS trở nên hấp dẫn hơn, sẽ có rủi ro dòng tiền bị rút khỏi thị trường chứng khoán.

Cho đến nay, tác động nói trên vẫn chưa lớn vì vốn đầu tư cho 1 sản phẩm BĐS lớn hơn nhiều so với cổ phiếu. Tuy nhiên, nếu mặt bằng lãi suất giảm mạnh và cơ quan quản lý có những động thái đẩy mạnh phát triển nhà ở xã hội, thì sẽ có những sản phẩm BĐS dễ tiếp cận hơn và có mức độ cạnh tranh cao hơn so với trước đây khi so sánh với cổ phiếu (trong trường hợp danh mục cổ phiếu lớn).

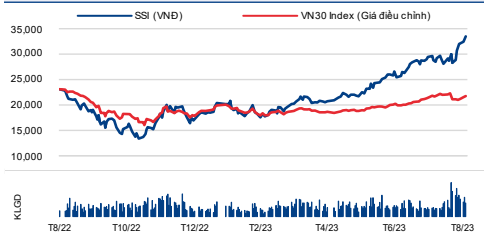
### Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ38,100  
Tiềm năng tăng/giảm: 14.1%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (31/8/2023)</b>	<b>33,400</b>
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,373-33,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,925
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	49,799
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,068
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,491
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,491
Slg CP NN được mua (tr.đv)	845
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	12.6	50.0	44.6
So với chỉ số	12.3	29.5	52.5
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2023F	1,047	-	N/a
2024F	1,328	-	N/a
2025F	1,725	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

### Mô tả doanh nghiệp

abcde

#### Chuyên viên phân tích

##### Lê Khánh Tùng

Chuyên Viên, 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

## Giữ vững vị trí dẫn đầu; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC đưa ra khuyến nghị lần Tăng tỷ trọng đầu đối SSI với giá mục tiêu 12 tháng ở mức 38.100đ (tiềm năng tăng giá 14%) dựa trên phương pháp P/S và P/E mục tiêu, tương đương P/E dự phóng năm 2023 là 36,6 lần – cao hơn 17% so với bình quân ngành.
- SSI đã duy trì vị trí dẫn đầu về thị phần và năng lực tài chính trong nhiều năm. Và sau khi vượt qua giai đoạn đi xuống của thị trường vào năm 2022, với quy mô vốn mạnh, SSI đã sẵn sàng để mở rộng mạnh mẽ hơn và giành thị phần.
- HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 15% và hệ số ROE đạt 11,3% trong năm 2025.

### Chuẩn bị quy mô vốn lớn để giành lại thị phần

SSI là công ty chứng khoán thuộc top đầu tại Việt Nam với phần đứng thứ 2 và quy mô tài sản đứng đầu tại thời điểm cuối năm 2022. SSI là công ty chứng khoán lớn ở cả phân khúc KHCN và KHTC. Công ty còn được biết đến nhiều ở nghiệp vụ IB với nhiều thương vụ thoái vốn tại các doanh nghiệp có vốn nhà nước và thương vụ IPO.

Trong nhiều năm qua, SSI luôn duy trì được thị phần cao trong ngành nhờ thương hiệu lâu đời, tệp khách hàng đa dạng và quy mô tài sản lớn. Ngoài ra, Công ty còn tránh được tác động tiêu cực từ thị trường TPDN và BDS trong năm 2022 nhờ có tỷ trọng TPDN thấp. HSC tin rằng với quy mô vốn lớn và đà tăng tốt của thị trường chứng khoán, SSI sẽ mở rộng hoạt động mạnh mẽ hơn nữa, từ đó giành lại thị phần.

### Lợi nhuận quay về mức bình thường nhưng có thể ghi nhận bất ngờ tích cực

Lợi nhuận thuần của SSI giai đoạn 2022-2025 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 15% nhờ đóng góp tích cực từ hầu hết các nghiệp vụ. Cụ thể, HSC kỳ vọng thị phần tăng, phí môi giới cải thiện, nghiệp vụ cho vay ký quỹ và đầu tư hồi phục.

Hệ số ROE dự báo tăng dần lên 11,5% trong năm 2025 từ 9,3% trong năm 2022.

### Định giá và khuyến nghị

HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu đối với SSI là Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 12 tháng là 38.100đ (tiềm năng tăng giá 14%) dựa trên phương pháp P/E và P/S. Tại giá mục tiêu, P/E dự phóng năm 2023 là 36,6 lần – cao hơn 17% so với bình quân các công ty cùng ngành.

Hiện P/E dự phóng 1 năm và P/S dự phóng 1 năm của SSI lần lượt cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 là 18 lần và 5,4 lần. Tuy nhiên HSC cho rằng định giá cổ phiếu SSI vẫn rẻ khi thanh khoản thị trường đang trong xu hướng tăng. Chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho SSI ở mức định giá cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	7,443	6,336	6,776	7,842	9,281
LN thuần (tỷ đồng)	2,697	1,699	1,561	1,994	2,608
EPS (đồng)	2,738	1,140	1,044	1,325	1,721
DPS (đồng)	1,070	1,010	1,000	1,200	1,500
BVPS (đồng)	14,373	14,920	14,867	14,900	15,013
P/E (lần)	12.2	29.3	32.0	25.2	19.4
Lợi suất cổ tức (%)	3.20	3.02	2.99	3.59	4.49
P/B (lần)	2.32	2.24	2.25	2.24	2.22
Thị phần môi giới CP (%)	11.1	9.80	11.0	11.2	11.5
Tăng trưởng EPS (%)	74.8	(58.4)	(8.37)	26.9	29.9
ROAE (%)	22.5	9.33	7.01	8.90	11.5

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



## Chiến lược phát triển cân bằng và quy mô vốn mạnh

Thành lập vào năm 1999, SSI là một trong những công ty chứng khoán lâu đời nhất và lớn nhất tại Việt Nam. SSI giữ vị trí số 1 trong nhiều năm và đã rơi xuống vị trí số 2 từ năm 2021 với thị phần hiện nay là 10,8%. Những lợi thế gồm thương hiệu mạnh, chiến lược kinh doanh cân bằng và quy mô vốn lớn sẽ là cơ sở để Công ty tăng trưởng dài hạn và thực hiện được các mục tiêu tham vọng của mình.

### Tổng quan về HĐKD và chiến lược của Công ty

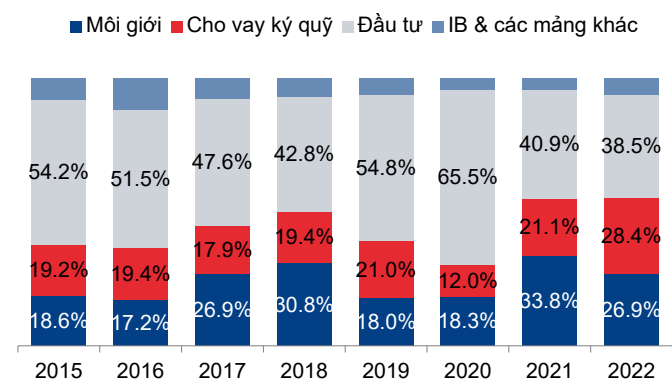
Hoạt động đầu tư đóng góp quan trọng nhất vào doanh thu và lợi nhuận gộp của SSI, đồng thời cũng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản.

**Biểu đồ 64: Cơ cấu doanh thu, SSI**

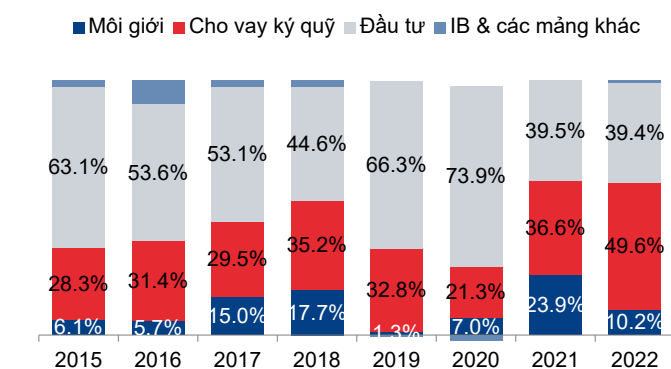
Hoạt động đầu tư có đóng góp lớn nhất vào doanh thu...

**Biểu đồ 65: Cơ cấu lợi nhuận gộp, SSI**

...cũng như lợi nhuận gộp



Nguồn: SSI, HSC



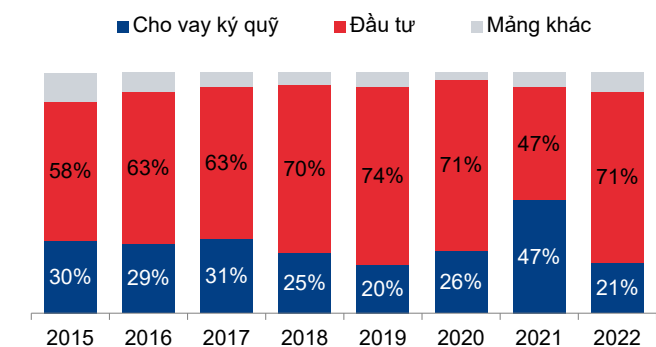
Nguồn: SSI, HSC

**Biểu đồ 66: Cơ cấu tài sản, SSI**

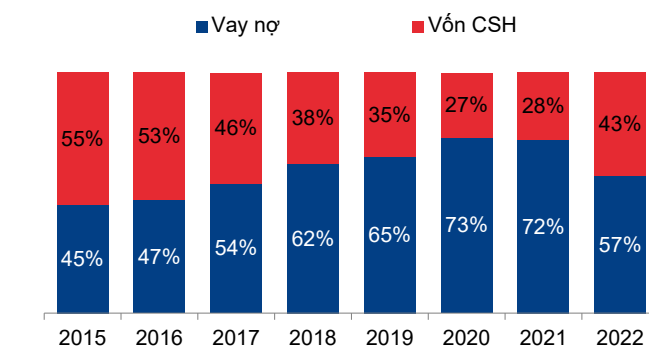
Tài sản chính của SSI thuộc các loại hình đầu tư khác nhau

**Biểu đồ 67: Cơ cấu nguồn vốn huy động, SSI**

Vốn CSH đóng vai trò quan trọng đối với HĐ đầu tư của SSI



Nguồn: SSI, HSC



Nguồn: SSI, HSC

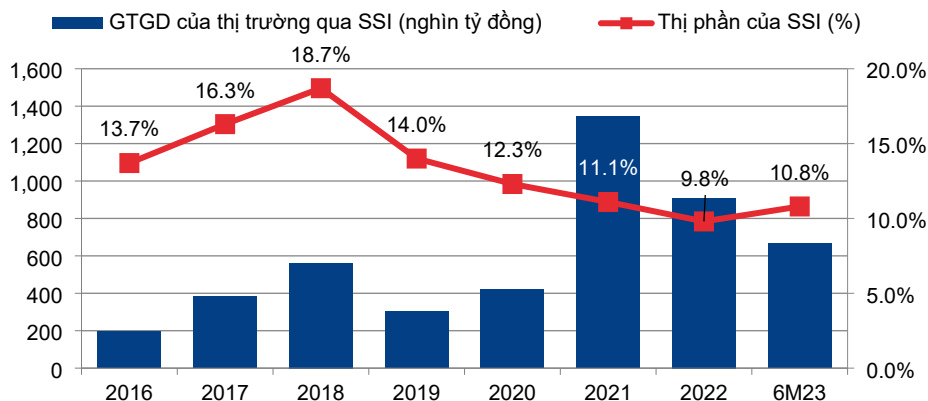
### Nghiệp vụ môi giới: Sử dụng lợi thế quy mô để duy trì thị phần

Là một trong những công ty chứng khoán đi đầu trên thị trường chứng khoán, SSI có những con hào kinh tế quan trọng: thương hiệu lâu đời và quy mô vốn lớn. Những lợi thế này tạo điều kiện để SSI giành được thị phần lớn nhất (khoảng 15%) trong giai đoạn 2016-2019 (khi quá trình cổ phần hóa diễn ra mạnh mẽ). Kể từ năm 2020, trước ảnh hưởng tiêu cực từ cuộc chiến giá của các công ty trong ngành, thị phần của SSI đã giảm xuống và chỉ còn ở mức 10,8% trong 6 tháng đầu năm 2023.

Trong thời gian tới, dựa trên thương hiệu mạnh, quy mô vốn lớn (chiến lược mới: quản lý tài sản, triển khai các gói mở tài khoản có phí bằng không...) và sự phát triển của KHTC, HSC tin rằng SSI có thể dần giành lại được thị phần.

**Biểu đồ 68: Giá trị giao dịch và thị phần, SSI**

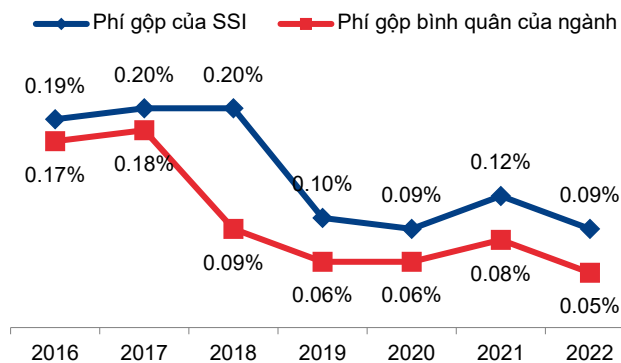
SSI duy trì thị phần ở mức 10-11% trong bối cảnh thị trường cạnh tranh khốc liệt



Nguồn: SSI, HSC

**Biểu đồ 69: Phí gộp dịch vụ môi giới, SSI so với bình quân ngành**

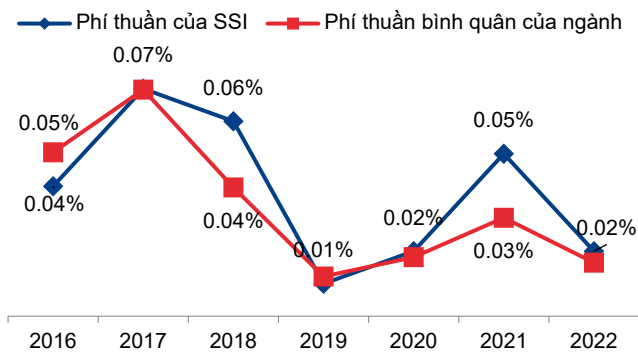
SSI luôn duy trì mức phí gộp cao hơn bình quân ngành...



Nguồn: SSI, HSC

**Biểu đồ 70: Phí thuần dịch vụ môi giới, SSI so với bình quân ngành**

...và tương tự với phí thuần



Nguồn: SSI, HSC

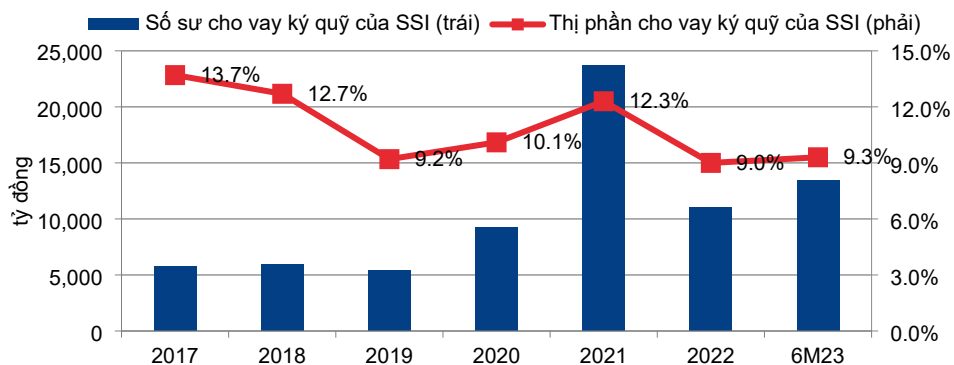
Công ty đã chủ động duy trì phí môi giới cao hơn bình quân ngành (Biểu đồ 69) mặc dù cạnh tranh gay gắt diễn ra trong ngành. Trên thực tế, chiến lược này đã đem lại lợi nhuận tốt cho các cổ đông của Công ty.

### Nhiệm vụ cho vay ký quỹ: Lợi nhuận cao với tỷ trọng đóng góp ngày càng lớn

SSI đã duy trì thị phần cho vay ký quỹ ở khoảng 10% (chỉ đứng sau MAS), cho thấy quy mô tài sản lớn. Với lợi thế quy mô, SSI có thể tiếp cận được nguồn vốn có chi phí huy động thấp hơn bình quân ngành, từ đó có lãi suất cho vay ký quỹ cạnh tranh hơn một chút so với bình quân ngành. Trong giai đoạn 2016-2022, lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí huy động của SSI lần lượt thấp hơn 1% và 2% so với bình quân ngành.

**Biểu đồ 71: Số dư và thị phần cho vay ký quỹ, SSI**

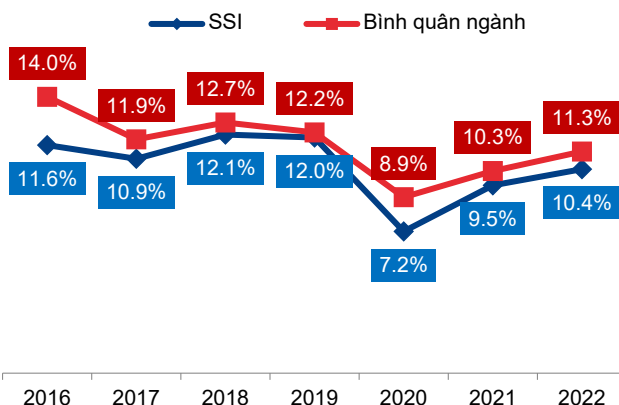
SSI duy trì thị phần mảng cho vay ký quỹ khoảng 10%



Nguồn: SSI, HSC

**Biểu đồ 72: Lãi suất cho vay ký quỹ, SSI so với bình quân ngành**

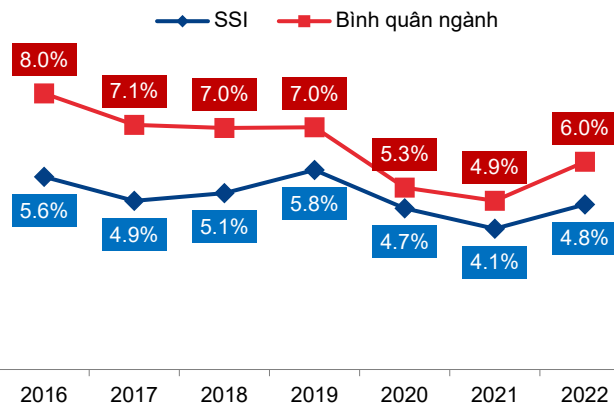
SSI đưa ra lãi suất cho vay ký quỹ thấp hơn bình quân ngành ...



Nguồn: SSI, HSC

**Biểu đồ 73: Chi phí huy động, SSI so với bình quân ngành**

... nhờ chi phí huy động vốn rẻ hơn



Nguồn: SSI, HSC

**Hoạt động đầu tư: Danh mục lớn nhưng lợi suất đầu tư thấp**

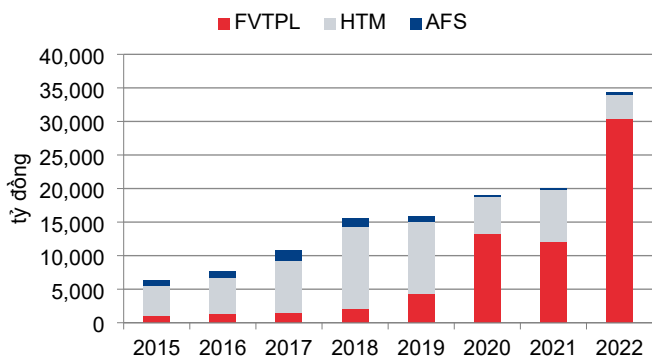
Quy mô danh mục đầu tư của SSI là gần 35 nghìn tỷ đồng, lớn nhất trong số các công ty chứng khoán và chiếm 66% tổng tài sản của Công ty.

Tài sản FVTPL có tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của SSI, chủ yếu gồm tiền gửi và trái phiếu (chiếm 95% tổng giá trị danh mục). Theo như chia sẻ của ban lãnh đạo SSI tại ĐHCĐTN năm 2023, trái phiếu chưa niêm yết chủ yếu là trái phiếu của các NHTM có vốn nhà nước và trái phiếu này thường an toàn hơn TPDN. Trên thực tế, cổ tức/lãi cho vay phải thu của SSI (trong tổng danh mục đầu tư) rất thấp (tại thời điểm cuối Q1/2023 chỉ là 293 tỷ đồng – dưới 1% tổng danh mục đầu tư). Theo đó, HSC cũng cho rằng rủi ro ở danh mục đầu tư của SSI là tương đối thấp và chi phí dự phòng nếu có phát sinh trên báo cáo KQKD của Công ty sẽ không lớn.

Phần lớn danh mục đầu tư của SSI là trái phiếu nên hệ số ROI thấp hơn so với bình quân ngành. Ở một khía cạnh khác, điều này cho thấy khẩu vị rủi ro của Công ty trong quản trị tài sản thấp, là cơ sở để SSI đảm bảo được thanh khoản & khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính trước cú sập của thị trường vào năm ngoái.

**Biểu đồ 74: Danh mục đầu tư, SSI**

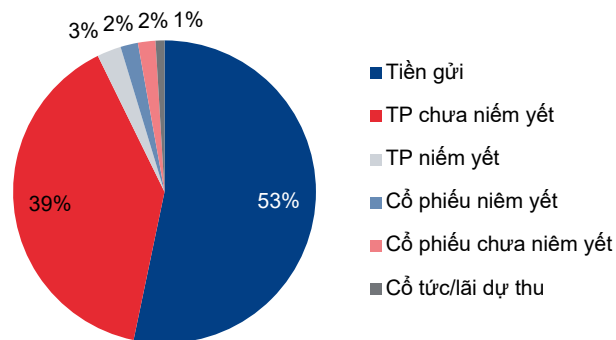
Tài sản FVTPL có tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của SSI



Nguồn: SSI, HSC

**Biểu đồ 75: Cơ cấu tài sản FVTPL (cuối-2022), SSI**

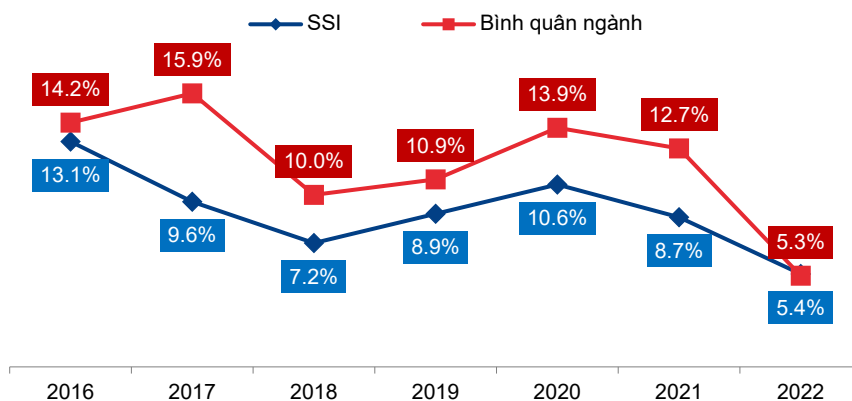
Tài sản FVTPL của SSI chủ yếu gồm tiền gửi và trái phiếu



Nguồn: SSI, HSC

**Biểu đồ 76: So sánh lợi suất đầu tư, SSI so với bình quân ngành**

Hệ số ROI của SSI thấp hơn so với bình quân ngành



Nguồn: SSI, HSC

## Dự báo: Lợi nhuận năm 2022-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 15%

HSC dự báo lợi nhuận thuần của SSI sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 15% trong giai đoạn 2022-2025 nhờ tất cả các nghiệp vụ hồi phục khi GTGD của thị trường tăng, thị phần cao hơn, doanh thu nghiệp vụ môi giới cải thiện và tài sản tăng trưởng vững chắc. Lợi nhuận thuần dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm 2023 trước khi hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024-2025. SSI còn có lợi suất cổ tức tiền mặt khá tốt, là 5%/năm dành cho các NĐT nắm giữ dài hạn.

### Dự báo cho các nghiệp vụ

#### Nghiệp vụ môi giới: Hồi phục vững chắc từ năm 2024

HSC dự báo doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới tăng trưởng 8% trong năm 2023, tăng trưởng 41% trong năm 2024 và tăng trưởng 44% trong năm 2025. Doanh thu nghiệp vụ môi giới tăng trưởng với tốc độ CAGR 29,7% từ nền thấp năm 2022.

Các động lực tăng trưởng gồm: GTGD của thị trường tăng, thị phần cao hơn, doanh thu nghiệp vụ môi giới cải thiện (khi nhu cầu giao dịch của NĐT hồi phục).

#### Bảng 77: KQKD dịch vụ môi giới thực tế và dự báo, SSI

Các công ty chứng khoán sẽ có tỷ suất lợi nhuận môi giới tăng từ năm 2024, nhờ GTGD hồi phục; trong khi doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR là 29,7%

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng GTGD cổ phiếu	-29%	60%	257%	-15%	-10%	20%	25%
Thị phần môi giới của SSI	14.0%	12.3%	11.1%	9.8%	11.0%	11.2%	11.5%
Phí góp	0.098%	0.094%	0.119%	0.094%	0.090%	0.095%	0.100%
Tổng doanh thu môi giới	582	797	2,519	1,706	1,791	2,138	2,696
Phí thuần	0.004%	0.020%	0.048%	0.020%	0.020%	0.025%	0.030%
<b>Doanh thu thuần môi giới</b>	<b>26</b>	<b>171</b>	<b>1,025</b>	<b>370</b>	<b>408</b>	<b>584</b>	<b>831</b>
Tăng trưởng	-	546%	498%	-64%	8%	41%	44%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

#### Bảng 78: Số dư cho vay ký quỹ cuối năm thực tế và dự báo, SSI

Doanh thu nghiệp vụ cho vay ký quỹ dự báo giảm 31% trong năm 2023 từ nền cao trong năm 2022, sau đó tăng trưởng 19% trong năm 2024 và tăng trưởng 20% trong năm 2025; trong khi đó, doanh thu cho vay ký quỹ vào năm 2025 sẽ trở lại mức của năm 2022 (sau khi giảm mạnh vào năm 2023) khi số dư ký quỹ trung bình phục hồi

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Số dư cho vay ký quỹ cuối năm	5,359	9,226	23,697	11,057	13,821	15,894	19,868
Số dư cho vay ký quỹ bình quân	5,662	7,292	16,462	17,377	12,439	14,858	17,881
Lãi suất cho vay ký quỹ	12.0%	7.2%	9.5%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Doanh thu cho vay ký quỹ</b>	<b>678</b>	<b>525</b>	<b>1,571</b>	<b>1,801</b>	<b>1,244</b>	<b>1,486</b>	<b>1,788</b>
Tăng trưởng	-	-23%	199%	15%	-31%	19%	20%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

#### Bảng 79: Danh mục đầu tư và lợi suất đầu tư thực tế và dự báo, SSI

Lãi thuần HĐ đầu tư dự báo tăng trưởng với CAGR 3 năm là 12,4% trong năm 2023. Dự báo dựa trên giả định lợi suất đầu tư sẽ duy trì ở mức 4,4-4,9% trong giai đoạn 2023-2025; trong khi đó, doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới dự kiến sẽ tăng với tốc độ CAGR 16,2% trong 3 năm

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Danh mục đầu tư cuối năm	15,797	19,029	20,129	34,345	37,531	42,759	48,748
Lợi suất đầu tư	8.9%	10.6%	8.7%	5.4%	4.4%	4.6%	4.9%
<b>Lãi thuần HĐ đầu tư</b>	<b>1,368</b>	<b>1,822</b>	<b>1,692</b>	<b>1,430</b>	<b>1,598</b>	<b>1,866</b>	<b>2,243</b>
Tăng trưởng	-	33%	-7%	-16%	12%	17%	20%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

### Nghiệp vụ cho vay ký quỹ: Số dư cho vay ký quỹ dự báo mất 3 năm để quay lại mặt bằng năm 2022

Doanh thu nghiệp vụ cho vay ký quỹ dự báo giảm 31% trong năm 2023 từ nền cao trong năm 2022, sau đó tăng trưởng 19% trong năm 2024 và tăng trưởng 20% trong

năm 2025. Số dư cho vay ký quỹ bình quân dự báo tăng mạnh từ năm 2024 trong khi lãi suất cho vay ký quỹ sẽ giữ nguyên trong giai đoạn 2023-2025.

**Hoạt động đầu tư: Lợi suất đầu tư ổn định**

Nói chung, lãi thuần HĐ đầu tư dự báo tăng trưởng 12% trong năm 2023, tăng trưởng 17% trong năm 2024 và tăng trưởng 20% trong năm 2025. Dự báo dựa trên giả định lợi suất đầu tư sẽ duy trì ở mức 4,4-4,9% trong giai đoạn 2023-2025.

**Lợi nhuận cải thiện**

Sau khi tổng hợp dự báo KQKD tất cả các nghiệp vụ, HSC dự báo lợi nhuận thuần của SSI tăng trưởng với tốc độ CAGR 15% trong giai đoạn 2022-2025. Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ 8% trong năm 2023; sau đó tăng trưởng mạnh 27% trong năm 2024 và 31% trong năm 2025.

Lợi nhuận năm 2025 (năm giữa của chu kỳ sắp tới) sẽ quay trở lại mức đỉnh năm 2021 (năm đỉnh của chu kỳ trước).

**Bảng 80: Lợi nhuận thực tế và dự báo, SSI**

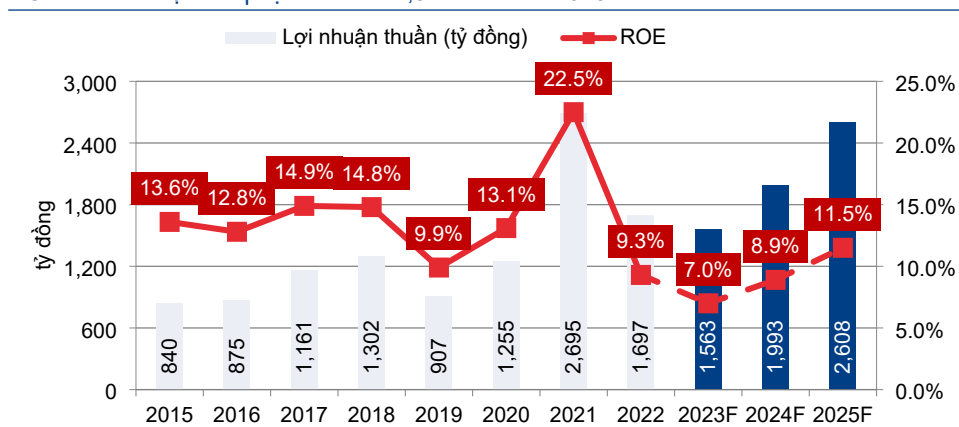
HSC kỳ vọng SSI sẽ duy trì mức cổ tức tiền mặt là 1.000-1.500 đồng/cổ phiếu/năm trong giai đoạn 2023-25

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần môi giới	27	172	1,025	370	408	584	831
Doanh thu cho vay ký quỹ	678	525	1,571	1,801	1,244	1,486	1,788
Doanh thu thuần HĐ đầu tư	1,368	1,822	1,692	1,430	1,598	1,866	2,243
Doanh thu IB & các mảng khác	-9	-53	1	30	79	87	99
<b>Thu nhập HĐ</b>	<b>2,064</b>	<b>2,465</b>	<b>4,290</b>	<b>3,631</b>	<b>3,329</b>	<b>4,023</b>	<b>4,962</b>
Tăng trưởng	2%	19%	74%	-15%	-8%	21%	23%
Lãi (lỗ) tài chính ròng	-772	-728	-771	-1,235	-1,051	-1,174	-1,309
Chi phí BH&QL	-193	-184	-265	-296	-326	-359	-394
Lợi nhuận khác	7	5	113	10	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>1,106</b>	<b>1,558</b>	<b>3,366</b>	<b>2,110</b>	<b>1,952</b>	<b>2,491</b>	<b>3,259</b>
<b>LNST</b>	<b>909</b>	<b>1,257</b>	<b>2,697</b>	<b>1,699</b>	<b>1,563</b>	<b>1,993</b>	<b>2,608</b>
Tăng trưởng	-32%	41%	116%	-37%	-8%	27%	31%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

**Biểu đồ 81: Lợi nhuận thực tế và dự báo theo năm (Tỷ đồng), SSI**

ROE của SSI dự kiến phục hồi lên 11,5% vào năm 2025



Nguồn: SSI, HSC

Hệ số ROE dự báo chạm đáy ở mức 7% vào năm 2023, sau đó hồi phục lên 8,9% vào năm 2024 và 11,5% vào năm 2025. Hệ số ROE hồi phục sau khi chịu tác động pha loãng trong năm 2022-2023 khi SSI tăng vốn mạnh (thông qua phát hành quyền mua) và lợi nhuận giảm.

**Chi trả cổ tức tiền mặt nhờ dòng tiền tốt**

SSI đã trả cổ tức ổn định ở mức khoảng 1.000đ/cp trong 4 năm qua. HSC tin rằng Công ty sẽ tiếp tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt với mức chi trả sẽ được nâng

lên trong 3 năm tới. Cổ tức chi trả cho năm 2023-2024 dự báo là 1.200đ/cp và cho năm 2025 là 1.500đ/cp.

Lợi suất cổ tức 3 năm tới dự báo ở mức khoảng 5% - là mức khá tốt trong ngành.

**Bảng 82: Cổ tức thực tế và dự báo, SSI**

HSC kỳ vọng SSI sẽ duy trì mức cổ tức tiền mặt là 1.000-1.500 đồng/cổ phiếu/năm trong giai đoạn 2023-25

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Cổ tức bằng tiền (đồng/cp)	1,000	1,180	1,070	1,010	1,200	1,200	1,500
Cổ tức thanh toán (Tỷ đồng)	508	601	645	993	1,491	1,801	2,266
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	56%	48%	24%	58%	96%	91%	88%
Lợi suất cổ tức	4.4%	5.2%	4.7%	4.4%	4.0%	4.0%	5.0%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

## Định giá và khuyến nghị

HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu đối với SSI là Tăng tỷ trọng. Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi là 38.100đ, được tính dựa trên phương pháp P/E và P/S, tương đương tiềm năng tăng giá 14%. HSC định giá SSI ở mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân P/E dự phóng 1 năm và P/S dự phóng 1 năm của chu kỳ gần đây (Q4/2020-Q1/2022). Hiện SSI có P/E dự phóng 1 năm là 6,68 lần.

### Phương pháp định giá

HSC sử dụng P/E và P/S mục tiêu để tính ra giá trị nội tại cho SSI. Tại giá mục tiêu 38.100đ, theo kịch bản tích cực nhất với định giá cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu SSI là 14%.

Thông tin chi tiết về tính toán giá mục tiêu của HSC được trình bày trong Bảng 83 dưới đây:

**Bảng 83: Phương pháp định giá P/E & P/S, SSI**

	2023	2024	2023-2024 bình quân	Mục tiêu	Bình quân gđ Q4/20-Q1/22	Độ lệch chuẩn (+/-)	Giá mục tiêu (BQ + 1 độ lệch chuẩn )
EPS	1,045	1,324	1,185	Khoảng 15-30	15.90	10.00	40,921
SPS	4,533	5,210	4,872	Khoảng 5 -8	5.40	3.00	35,298
<b>Bình quân</b>							<b>38,109</b>

Nguồn: SSI, HSC dự báo

### Bối cảnh định giá

HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu đối với SSI là Tăng tỷ trọng. Tại giá mục tiêu 38.100đ (được tính dựa trên phương pháp P/S và P/E mục tiêu), tiềm năng tăng giá là 14%, P/E dự phóng năm 2023 là 36,6 lần và P/S dự phóng năm 2023 là 5,67 lần.

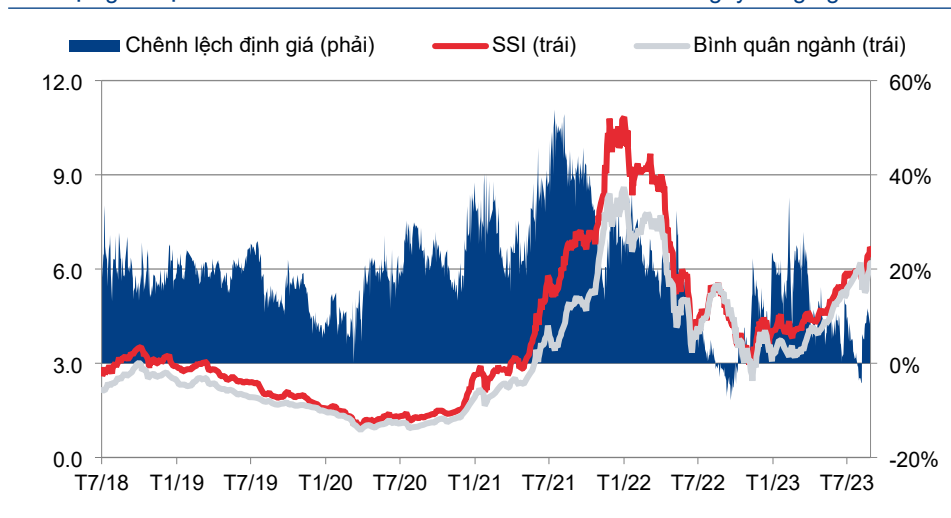
Giá cổ phiếu SSI đã tăng mạnh 96% từ đầu năm, cao hơn mức tăng bình quân là 90% của cổ phiếu ngành chứng khoán. Theo đó, hiện SSI có P/S dự phóng 1 năm là 6,68 lần; cao hơn 8% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành (6,19 lần) và P/E dự phóng 1 năm là 27 lần, cao hơn 7% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành (25,3 lần). Định giá của SSI cao hơn bình quân ngành nhờ thị phần lớn và tiềm năng lợi nhuận tích cực trong khi rủi ro pha loãng từ hoạt động tăng vốn thấp.

Hiện P/E và P/S của cổ phiếu SSI cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 lần lượt ở mức 18 lần và 5,4 lần. Tuy vậy, HSC cho rằng định giá vẫn rẻ xét trong bối cảnh thanh khoản thị trường hiện tại. Chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho SSI ở mức định giá cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Trong giai đoạn 2021-2022 khi GTGD của thị trường tốt, P/S của SSI đã từng chạm mức kỷ lục là 10 lần (cao hơn 2,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020). Hiện P/S và P/E mục tiêu vẫn thấp hơn nhiều mức đỉnh khi cổ phiếu tăng nóng.



**Biểu đồ 84: P/S trượt dự phóng 1 năm, SSI and peers**

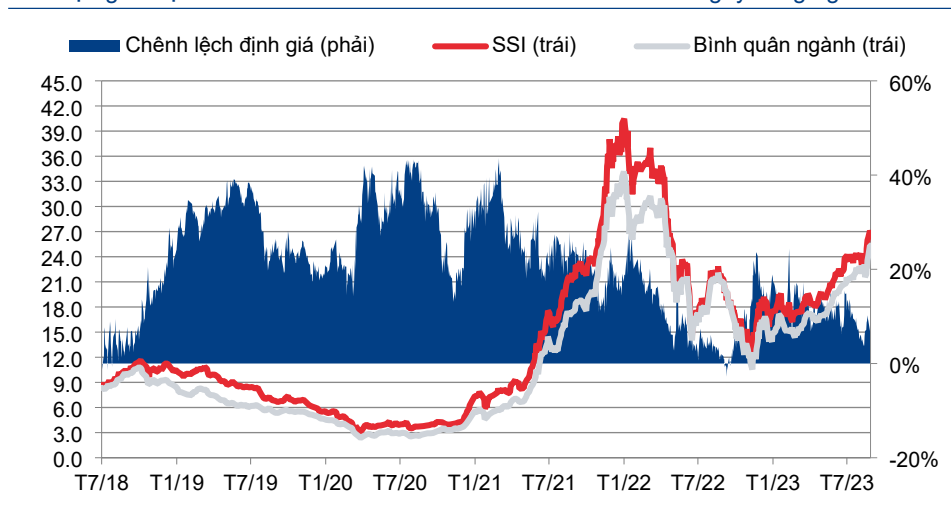
SSI hiện giao dịch với P/S ở mức cao hơn 10-20% so với các công ty cùng ngành



Nguồn: SSI, HSC

**Biểu đồ 85: P/E trượt dự phóng 1 năm, SSI so với ngành**

SSI hiện giao dịch với P/E ở mức cao hơn 10-20% so với các công ty cùng ngành



Nguồn: SSI, HSC

## Rủi ro/tiềm năng đối với dự báo và định giá của HSC

### Rủi ro

- SSI có mô hình kinh doanh cân bằng nên có vẻ không có nhiều rủi ro riêng có của doanh nghiệp. Rủi ro ở đây hoàn toàn đến từ thị trường chung.

### Tiềm năng

- Thị phần cao hơn dự báo. Như đã đề cập, SSI có quy mô vốn mạnh và đang giành thêm thị phần từ các công ty chứng khoán khác. Theo đó, thị phần của Công ty hoàn toàn có thể cao hơn dự báo và đây sẽ là tiềm năng để KQKD vượt dự báo của HSC.

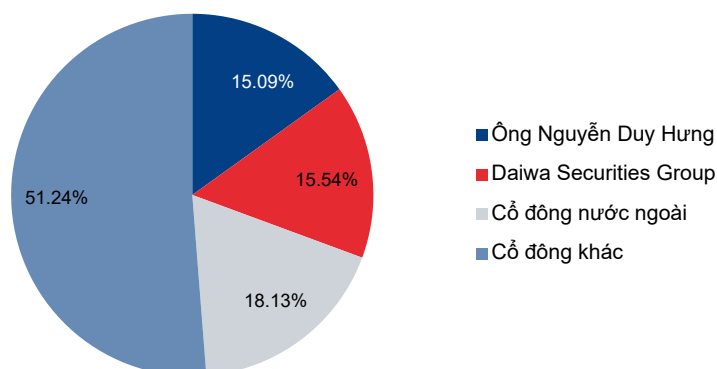
## Phụ lục

### Lịch sự hình thành và các cột mốc quan trọng

- CTCP Chứng khoán SSI được thành lập năm 1999 với tên gọi cũ là CTCP Chứng khoán Sài Gòn và là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên của Việt Nam.
- Sau 23 năm hình thành và phát triển, từ quy mô khiêm tốn ban đầu, hiện SSI đã trở thành một trong những công ty chứng khoán lớn nhất trên thị trường chứng khoán. Các mốc quan trọng trong quá trình phát triển của Công ty như sau:
- Vào năm 1999, ông Nguyễn Duy Hưng - một doanh nhân nổi tiếng và thuộc thế hệ đầu tiên cống hiến cho sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam - đã thành lập SSI. Ông Hưng cũng đã thành lập PAN, một tập đoàn tư nhân hoạt động đa ngành tập trung vào lĩnh vực nông nghiệp, FMCG, BDS, năng lượng và du lịch.
- SSI là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên bên cạnh BVS, BSI, FSC, MBS và ACBS trên SGDCK Việt Nam (thành lập năm 1999) từ những ngày đầu của ngành.
- Năm 2007: SSI được niêm yết trên SGDCK Hà Nội vào năm 2006 và chuyển sàn sang SGDCK TP. HCM (HSX) vào năm 2007. Cũng trong năm 2007, SSI đã thành lập SSIAM – công ty quản lý quỹ của SSI.
- Năm 2008: SSI đã bán 10% cổ phần cho định chế tài chính Nhật Bản là Daiwa Securities theo thỏa thuận chiến lược. Trong những năm sau đó, Daiwa tiếp tục mua thêm cổ phần SSI và hiện đã nắm trên 15%.
- Một cổ đông lớn khác của SSI là Ngân hàng ANZ với tỷ lệ sở hữu trên 17%. Tuy nhiên, ANZ đã thoái vốn toàn bộ khỏi SSI để tập trung vào mảng ngân hàng thương mại của mình.
- Giai đoạn 2014-2020: Kể từ năm 2014, SSI đã vượt TP. HCM và Chứng khoán Thăng Long (đã sụp đổ vào năm 2011 và được MBS mua lại) để trở thành công ty chứng khoán có thị phần lớn nhất trên thị trường. SSI đã duy trì được vị thế số 1 theo từng quý cho đến năm 2020 nhờ mạng lưới quan hệ tốt với các doanh nghiệp lớn và mảng IB mạnh đã giúp Công ty thực hiện được nhiều thương vụ thoái vốn của các doanh nghiệp có vốn nhà nước.
- Từ năm 2021 đến nay: Kể từ năm 2019, khi các công ty chứng khoán tập trung vào KHCN mới gia nhập thị trường mà tiêu biểu là VPS, SSI đã nhường vị trí số 1 cho VPS và hiện đang đứng ở vị trí số 2.

#### Biểu đồ 86: Cơ cấu cổ đông cuối-2022, SSI

Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước khá cân bằng cân bằng; tổng cổ phần do ông Hưng và Daiwa Securities chiếm hơn 30%



Nguồn: SSI, HSC

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu HĐ môi giới CK	2,519	1,707	1,837	2,219	2,773
Lãi cho vay ký quỹ	1,571	1,801	1,244	1,486	1,788
Doanh thu HĐ tự doanh	3,046	2,440	3,269	3,667	4,199
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	82.0	77.0	84.0	93.0	107
Thu nhập HĐ khác	225	311	342	377	414
<b>Doanh thu HĐ</b>	<b>7,443</b>	<b>6,336</b>	<b>6,776</b>	<b>7,842</b>	<b>9,281</b>
Chi phí HĐ	(3,419)	(3,001)	(3,774)	(4,177)	(4,713)
<b>Lợi nhuận HĐ</b>	<b>4,024</b>	<b>3,335</b>	<b>3,002</b>	<b>3,665</b>	<b>4,568</b>
Lợi nhuận tài chính	(771)	(1,235)	(1,051)	(1,174)	(1,309)
Lợi nhuận khác	113	10.0	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>3,366</b>	<b>2,110</b>	<b>1,951</b>	<b>2,491</b>	<b>3,259</b>
Chi phí thuế TNDN	(670)	(412)	(391)	(498)	(652)
<b>LNST</b>	<b>2,696</b>	<b>1,698</b>	<b>1,560</b>	<b>1,993</b>	<b>2,607</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>2,697</b>	<b>1,699</b>	<b>1,561</b>	<b>1,994</b>	<b>2,608</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
<b>Tài sản</b>					
Tiền & tương đương tiền	1,114	1,418	700	381	125
Phải thu	528	416	448	541	676
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	1,133	1,496	1,409	1,750	2,244
<b>Tài sản tài chính</b>	<b>43,764</b>	<b>45,402</b>	<b>51,353</b>	<b>58,654</b>	<b>68,616</b>
FVTPL	12,023	30,493	33,542	38,574	44,360
HTM	7,834	3,508	3,683	3,867	4,060
Cho vay ký quỹ	23,698	11,057	13,821	15,895	19,868
AFS	272	382	413	496	595
Dự phòng	(62.3)	(37.3)	(107)	(177)	(267)
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>3,689</b>	<b>2,773</b>	<b>2,773</b>	<b>2,773</b>	<b>2,773</b>
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	602	617	617	617	617
Đầu tư dài hạn khác	3,087	2,156	2,156	2,156	2,156
Tài sản cố định	189	282	310	341	375
Tài sản khác	375	439	473	572	714
<b>Tổng tài sản</b>	<b>50,793</b>	<b>52,226</b>	<b>57,467</b>	<b>65,013</b>	<b>75,523</b>
<b>Nợ phải trả và vốn CSH</b>					
Vay ngắn hạn	31,121	27,892	32,013	38,825	48,383
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	5,452	1,950	3,000	3,537	4,169
<b>Nợ phải trả</b>	<b>36,573</b>	<b>29,843</b>	<b>35,013</b>	<b>42,362</b>	<b>52,552</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14,158</b>	<b>22,245</b>	<b>22,315</b>	<b>22,514</b>	<b>22,836</b>
Vốn điều lệ	9,848	14,911	15,011	15,111	15,211
Thặng dư vốn cổ phần	817	3,299	3,299	3,299	3,299
Lợi nhuận giữ lại	2,928	3,954	3,754	3,697	3,719
Quỹ & vốn khác của CSH	587	99.7	270	426	625
Lợi ích cổ đông thiểu số	62.6	139	138	137	136
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>50,793</b>	<b>52,226</b>	<b>57,467</b>	<b>65,013</b>	<b>75,523</b>

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
<b>Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)</b>					
Tăng trưởng tổng TS (%)	42.0	2.82	10.0	13.1	16.2
Tăng trưởng cho vay (%)	157	(53.3)	25.0	15.0	25.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	13.2	17.1	7.70	20.8	24.9
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	33.3	(10.4)	14.8	21.3	24.6
Tăng trưởng VCSH (%)	44.3	57.1	0.32	0.89	1.43
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	70.5	(14.9)	6.94	15.7	18.3
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	63.9	12.2	25.8	10.7	12.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	76.5	(17.1)	(9.99)	22.1	24.6
Tăng trưởng LNTT (%)	116	(37.3)	(7.54)	27.7	30.8
Tăng trưởng LNST (%)	115	(37.0)	(8.13)	27.8	30.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	115	(37.0)	(8.12)	27.7	30.8

Định giá	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
P/E (lần)	12.2	29.3	32.0	25.2	19.4
P/B (lần)	2.32	2.24	2.25	2.24	2.22
Lợi suất cổ tức (%)	3.20	3.02	2.99	3.59	4.49

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
<b>Chỉ số CP</b>					
EPS (đồng)	2,738	1,140	1,044	1,325	1,721
DPS (đồng)	1,070	1,010	1,000	1,200	1,500
BVPS (đồng)	14,373	14,920	14,867	14,900	15,013
Sig CP bình quân (triệu đv)	985	1,491	1,495	1,505	1,515
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	985	1,491	1,501	1,511	1,521
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	985	1,491	1,495	1,505	1,515

Chỉ số lợi nhuận	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
ROAA (%)	6.23	3.30	2.85	3.26	3.71
ROAE (%)	22.5	9.33	7.01	8.90	11.5
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	9.50	10.4	10.0	10.0	10.0
Chi phí vay nợ BQ (%)	3.70	3.50	4.00	4.00	4.00
Phí môi giới thuần (%)	0.05	0.02	0.02	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	45.9	47.4	55.7	53.3	50.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	39.1	88.6	95.8	90.6	87.1

Thị phần	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	11.1	9.80	11.0	11.2	11.5
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-

Quy mô	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-

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

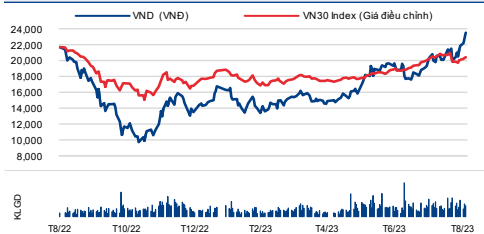
**Tăng tỷ trọng**

Giá mục tiêu: VNĐ25,200  
 Tiềm năng tăng/giảm: 7.2%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (31/8/2023)</b>	<b>23,500</b>
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,720-23,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	28,600
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,187
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,217
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,217
Slg CP NN được mua (tr.đv)	944
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**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	13.0	34.3	8.29
So với chỉ số	12.6	16.0	14.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	961	-	N/a
2024F	1,285	-	N/a
2025F	1,751	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

abcde

**Chuyên viên phân tích**

**Lê Khánh Tùng**

Chuyên Viên, 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 tích cực từ phân khúc KHCN; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng**

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với VND với giá mục tiêu 25.200đ (tiềm năng tăng giá 7%), tương đương P/E dự phóng năm 2023 là 26,2 lần – chiết khấu 22% so với bình quân doanh nghiệp cùng ngành (33,7 lần), phản ánh rủi ro liên quan đến TPDN.
- VND đã duy trì được thị phần khoảng 8% nhờ nền tảng công nghệ tốt và dịch vụ tập trung vào KHCN. Sau khi sụt giảm nửa đầu năm 2023, VND sẽ lấy lại thị phần nhờ kế hoạch nâng vốn cho các nghiệp vụ kinh doanh chính và giải quyết vấn đề TPDN để khơi thông nguồn lực bị tắc nghẽn.
- HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 21% và hệ số ROE tăng lên 13,5% vào năm 2025.

**Thuận lợi từ thị trường chứng khoán nhưng bất lợi từ thị trường TPDN**

VND là một trong những công ty chứng khoán năng động nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đứng thứ 3 về thị phần và đứng thứ 2 về tổng tài sản tính tại thời điểm cuối năm 2022. VND đi tiên phong về phát triển phân khúc KHCN trong một thời gian dài và đã đi đầu trong xây dựng nền tảng công nghệ thân thiện với người dùng & tích hợp các dịch vụ hướng đến KHCN. Những chiến lược này đã giúp VND duy trì được thị phần (7-8%) trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt trong ngành. Thị phần của VND chỉ chịu ảnh hưởng tiêu cực trong 6 tháng đầu năm 2023 khi danh mục đầu tư TPDN gặp gặp một số vấn đề trong năm 2022.

VND đang chuẩn bị tăng vốn, gồm phát hành quyền mua tương đương 20% khối lượng cổ phiếu lưu hành cho cổ đông hiện hữu và phát hành riêng lẻ thêm 20% nữa để nâng cao nguồn lực cho nghiệp vụ môi giới chứng khoán, đồng thời xử lý các vấn đề của danh mục đầu tư TPDN. Tuy nhiên, hiện thời gian thực hiện các kế hoạch tăng vốn nói trên chưa được công bố.

**Lợi nhuận hồi phục trong năm 2024**

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2025 của VND sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 21% nhờ sự cải thiện ở tất cả các khía cạnh trong HĐKD, bao gồm: thị phần cao hơn, doanh thu nghiệp vụ môi giới cải thiện, nghiệp vụ cho vay ký quỹ & hoạt động đầu tư hồi phục. Hệ số ROE dự báo sẽ tăng dần lên 13% trong năm 2025 từ mức đáy là 7,3% trong năm 2023. Tác động pha loãng từ các đợt tăng vốn sẽ kéo dài vài năm. Với dự báo lợi nhuận được giữ nguyên, tác động pha loãng từ phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu sẽ khoảng 7,3% và phát hành riêng lẻ sẽ khoảng 20%.

**Định giá và khuyến nghị**

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với VND với giá mục tiêu 12 tháng là 25.200đ (tiềm năng tăng giá 7%) dựa trên phương pháp P/E và P/S mục tiêu. Tại giá mục tiêu, P/E dự phóng năm 2023 là 26,2 lần – chiết khấu 22% so với bình quân doanh nghiệp cùng ngành (33,7 lần), phản ánh rủi ro liên quan đến TPDN và rủi ro pha loãng từ kế hoạch nâng vốn.

Hiện VND có P/E dự phóng 1 năm là 19,9 lần (tăng mạnh từ mức 14 lần vào đầu năm 2023) và thấp hơn 22% so với các bình quân các doanh nghiệp cùng ngành gồm SSI & VCI (25,5 lần). P/E và P/S hiện tại của VND lần lượt cao hơn 0,7 và 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân giai đoạn Q4/2020-Q1/2022 ở mức 12,1 lần và 2,5 lần. Giá cổ phiếu đang tiến dần đến giá trị hợp lý.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	6,039	6,828	6,387	7,460	8,892
LN thuần (tỷ đồng)	2,384	1,220	1,180	1,596	2,175
EPS (đồng)	4,212	1,002	961	1,285	1,751
DPS (đồng)	490	1,400	500	500	800
BVPS (đồng)	12,545	11,917	12,283	13,011	13,885
P/E (lần)	5.58	23.5	24.5	18.3	13.4
Lợi suất cổ tức (%)	2.09	5.96	2.13	2.13	3.40
P/B (lần)	1.87	1.97	1.91	1.81	1.69
Thị phần môi giới CP (%)	7.50	7.90	7.00	7.40	7.80
Tăng trưởng EPS (%)	25.7	(76.2)	(4.07)	33.7	36.3
ROAE (%)	35.0	10.0	7.93	10.2	13.0

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

## Tăng trưởng nhanh, tập trung phân khúc KHCN và khẩu vị rủi ro cao hơn bình quân ngành

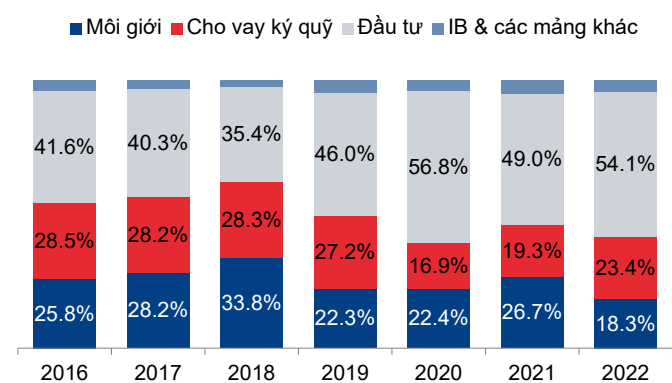
Được thành lập vào năm 2006, VND là một trong những công ty chứng khoán năng động nhất tại Việt Nam. VND đã duy trì được thị phần ở khoảng 7-8% trong nhiều năm nhờ chiến lược phát triển công nghệ và tập trung vào KHCN. Sau khi thị phần giảm trong 6 tháng đầu năm 2023 vì nguồn lực bị tắc nghẽn, VND đã và đang chuẩn bị nâng vốn cho các HĐKD chủ chốt và tái cơ cấu lại danh mục trái phiếu do các doanh nghiệp năng lượng tái tạo phát hành. Triển vọng của VND sẽ phụ thuộc vào khả năng hồi phục thị phần và nâng cao lợi nhuận sau khi cổ phiếu bị pha loãng vì tăng vốn.

### Tổng quan về doanh nghiệp và chiến lược phát triển

Nghiệp vụ cho vay ký quỹ và hoạt động đầu tư đóng góp nhiều nhất vào doanh thu và lợi nhuận gộp của VND, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản.

**Biểu đồ 87: Cơ cấu doanh thu, VND**

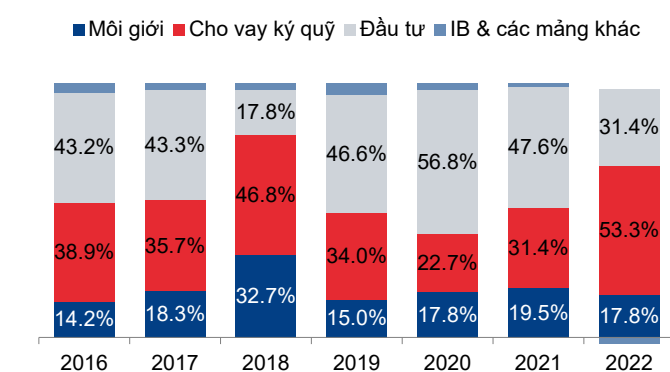
Hoạt động đầu tư đóng góp quan trọng vào doanh thu ...



Nguồn: VND, HSC

**Biểu đồ 88: Cơ cấu lợi nhuận gộp, VND**

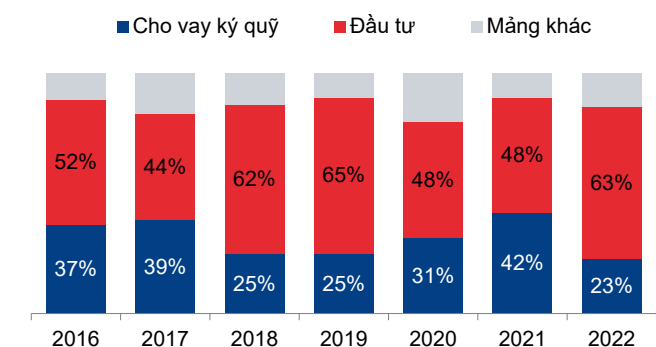
... trong khi cho vay ký quỹ đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận



Nguồn: VND, HSC

**Biểu đồ 89: Cơ cấu tài sản, VND**

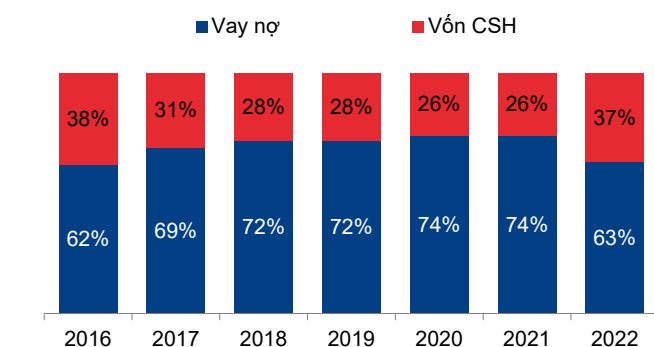
Đầu tư chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản của VND



Nguồn: VND, HSC

**Biểu đồ 90: Cơ cấu nguồn vốn huy động, VND**

Vốn đầu tư chủ yếu được tài trợ bởi các khoản vay



Nguồn: VND, HSC

### Nghiệp vụ môi giới: Tăng trưởng nhờ số lượng KHCN bùng nổ

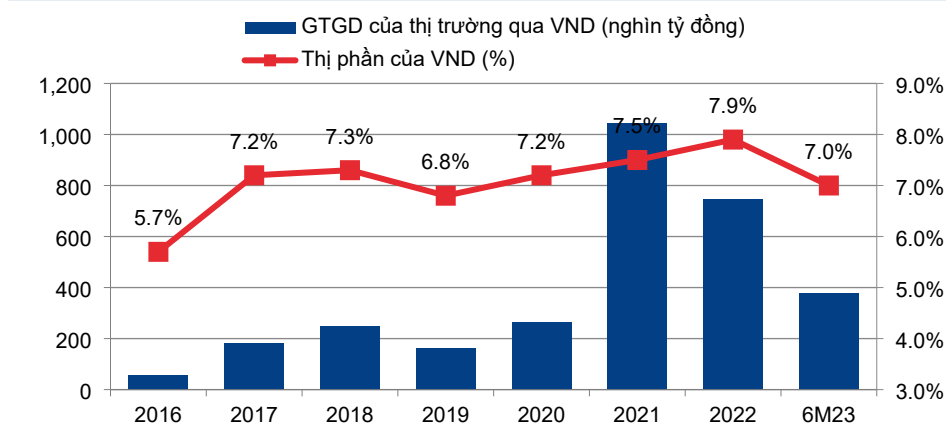
Thị phần môi giới cổ phiếu của VND tăng trưởng ở mức vừa phải trong năm 2021-2022 nhờ số lượng KHCN bùng nổ nhưng Công ty đã không phải hy sinh quá nhiều phí giao dịch. Những động lực chính là nền tảng công nghệ ổn định và chiến lược cung cấp đòn bẩy cao cho KHCN.

Thị phần của VND đã giảm còn 7% từ 7,9% trong năm 2022, chủ yếu vì mảng đầu tư TPDN gặp khó khăn. Công ty đã và đang chuẩn bị để huy động vốn từ NĐT thông

thường và NĐT chiến lược nhằm củng cố quy mô vốn với mục tiêu giành lại thị phần. Và sẽ cần thời gian để Công ty thực hiện được điều này.

**Biểu đồ 91: Giá trị giao dịch và thị phần, VND**

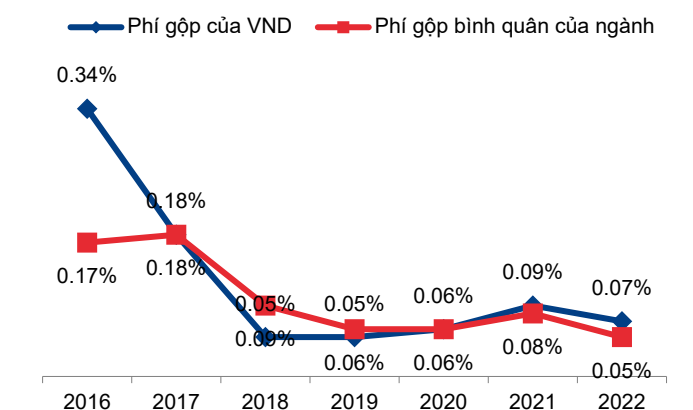
VND duy trì thị phần 7-8% trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt trên thị trường



Nguồn: VND, HSC

**Biểu đồ 92: Phí gộp, VND so với ngành**

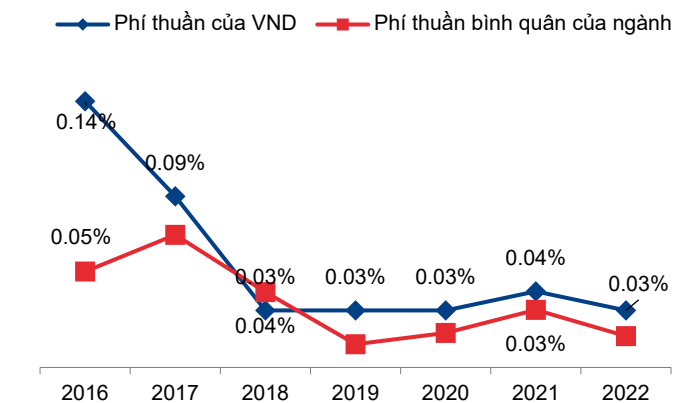
VND đã duy trì mức phí gộp cao hơn một chút so với bình quân ngành...



Nguồn: VND, HSC

**Biểu đồ 93: Phí thuần dịch vụ môi giới, VND so với ngành**

...tương tự với phí thuần



Nguồn: VND, HSC

Phí môi giới của VND gần tương đương với bình quân ngành (Biểu đồ 92-93). Với phí môi giới ở mức trung bình và nền tảng công nghệ tốt, VND đã tạo ra được lợi thế cạnh tranh về chi phí so với các công ty chứng khoán áp dụng mức phí môi giới thấp. Chiến lược này đã đem lại lợi nhuận tích cực cho cổ đông của VND.

**Nguồn cho vay ký quỹ**

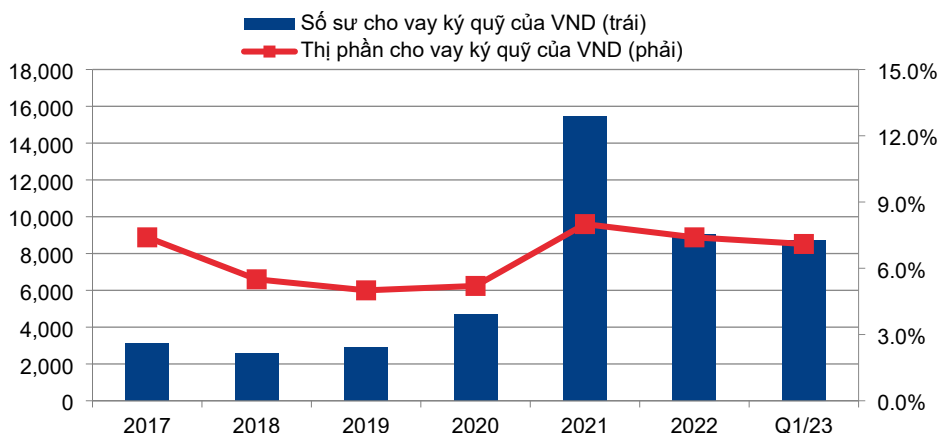
VND đã duy trì thị phần cho vay ký quỹ khoảng 7%, thuộc top đầu trong ngành. VND chỉ đứng sau MAS, SSI và TCBS về thị phần cho vay ký quỹ.

Nhờ lợi thế về quy mô, VND đã tiếp cận được nguồn vốn với chi phí huy động thấp hơn một chút so với bình quân ngành. Trong giai đoạn 2016-2022, chi phí huy động của VND thấp hơn 1-2% so với bình quân ngành.

Để bù đắp cho chiến lược phí môi giới thấp và chi phí đầu tư vào nền tảng công nghệ, VND đã áp dụng mức phí cho vay ký quỹ cao hơn bình quân ngành (cao hơn 1-2% so với bình quân ngành trong giai đoạn 2016-2022). Nhờ lãi suất cao, tỷ lệ NIM nghiệp vụ cho vay ký quỹ của VND ở mức tốt.

**Biểu đồ 94: Số dư và thị phần cho vay ký quỹ, VND**

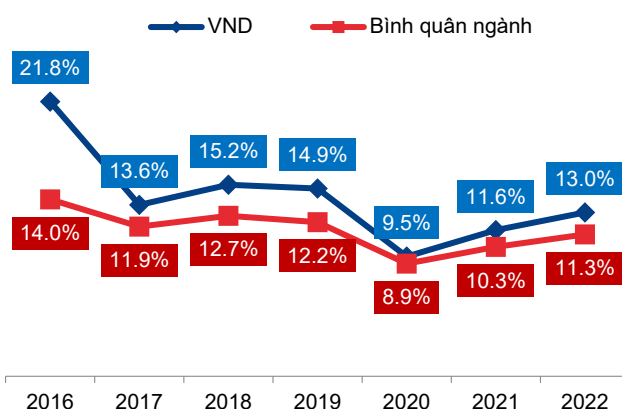
VND duy trì thị phần cho vay ký quỹ xấp xỉ 7%



Nguồn:

**Biểu đồ 95: Lãi suất cho vay ký quỹ, VND so với ngành**

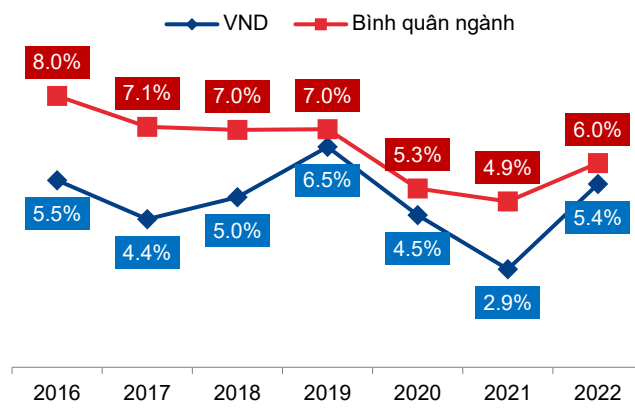
VND có lãi suất cho vay ký quỹ cao hơn bình quân ngành...



Nguồn: VND, HSC

**Biểu đồ 96: Chi phí huy động, VND so với ngành**

...để tận dụng được chi phí huy động rẻ hơn



Nguồn: VND, HSC

### Hoạt động đầu tư: Tỷ trọng TPDN cao

VND có danh mục đầu tư lớn, gần 25 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022, chỉ đứng sau SSI (35 nghìn tỷ đồng). Kể từ năm 2021, tài sản FVTPL chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của VND, vượt qua tài sản HTM. Trong khi đó, tài sản AFS luôn có tỷ trọng nhỏ.

Tài sản HTM chủ yếu là tiền gửi có kỳ hạn dưới 1 năm trong khi tài sản FVTPL chủ yếu là TPDN (chiếm 95% tổng giá trị tài sản FVTPL).

Về danh mục trái phiếu (Biểu đồ 98), TPDN ở mức 8 nghìn tỷ đồng, chiếm 40% tài sản FVTPL và 25% tổng tài sản; tiền gửi (7,3 nghìn tỷ đồng) chiếm tỷ trọng thứ 2 ở mức 35% tài sản FVTPL; còn lại là TPCP và trái phiếu các tổ chức tài chính.

Trong thời gian gần đây, danh mục TPDN của VND đã trở thành tâm điểm chú ý của thị trường. Theo như chia sẻ của ban lãnh đạo Công ty, một phần lớn danh mục TPDN do các doanh nghiệp năng lượng tái tạo phát hành. Ngành năng lượng tái tạo đã gặp khó khăn sau khi phát triển nóng từ năm 2019 với nhiều dự án đang bị thanh tra và không được phép bán điện cho EVN – doanh nghiệp độc quyền sở hữu mạng lưới truyền tải điện tại Việt Nam. Tình hình trên đã khiến trái phiếu do các doanh nghiệp năng lượng tái tạo phát hành không thể trả gốc, lãi cho các trái chủ, trong đó có VND.

Tình hình khó khăn của các doanh nghiệp phát hành đã thể hiện trong số dư gốc, lãi phải thu từ danh mục đầu tư trái phiếu của VND trong 6-8 quý vừa qua ở mức cao

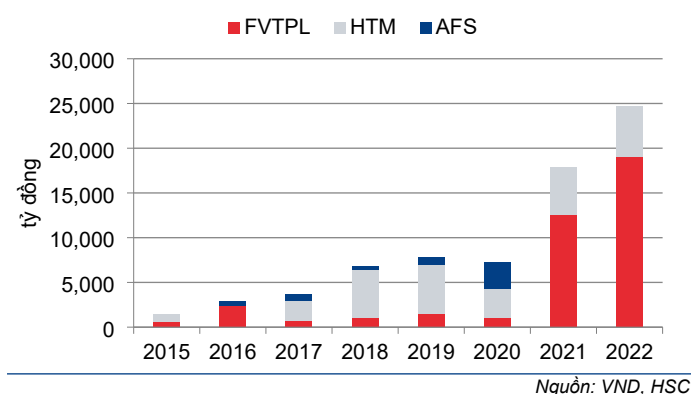
(lên đến 593 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022, tương đương 7% - gần bằng tiền lãi 1 năm – của danh mục TPDN).

Cho đến nay, với một số dự án năng lượng đã thỏa thuận được giá bán tạm tính với EVN, tình hình tài chính các doanh nghiệp phát hành được cải thiện và các doanh nghiệp này có thể thanh toán gốc, lãi cho VND trong thời gian tới mặc dù quá trình thanh toán sẽ cần thời gian. HSC sẽ theo dõi sát các khoản phải thu từ danh mục trái phiếu đầu tư trong thời gian tới để theo dõi tiến độ thanh toán gốc, lãi của các doanh nghiệp phát hành.

Do tỷ trọng trái phiếu trong tổng danh mục đầu tư của VND lớn, nên hệ số ROI thường thấp hơn bình quân ngành.

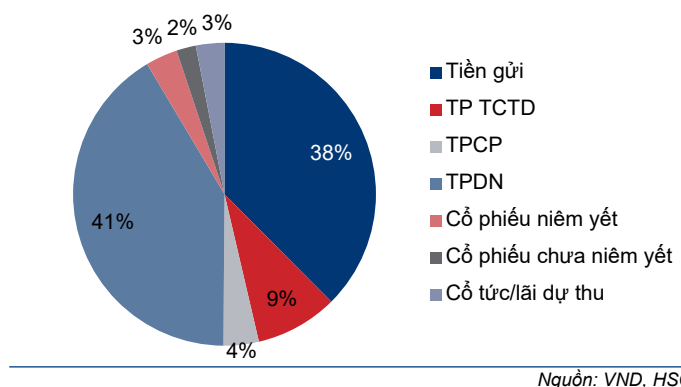
**Biểu đồ 97: Danh mục đầu tư (2015-22), VND**

Tài sản FVTPL giữ tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư



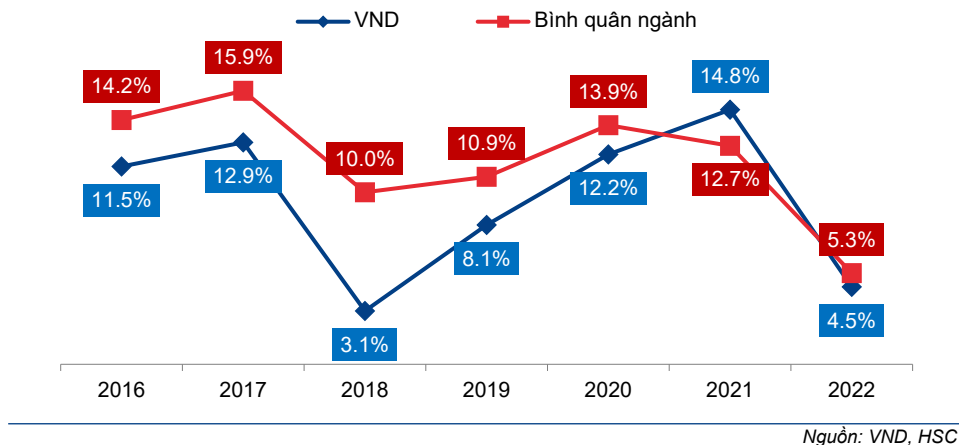
**Biểu đồ 98: Cơ cấu tài sản FVTPL (cuối-2022), VND**

Tiền gửi và trái phiếu chiếm phần lớn tỷ trọng tài sản FVTPL của SSI



**Biểu đồ 99: So sánh lợi suất đầu tư, VND so với ngành**

VND có lợi suất đầu tư thấp hơn mức trung bình





## Dự báo: Lợi nhuận thuần năm 2022-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 21%

HSC dự báo lợi nhuận thuần của VND sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 21% trong năm 2022-2025 nhờ sự cải thiện ở tất cả các khía cạnh trong HĐKD, bao gồm: quy mô thị trường tăng, thị phần cao hơn, doanh thu nghiệp vụ môi giới cải thiện và tài sản tăng trưởng tích cực. Lợi nhuận thuần sẽ giảm nhẹ trong năm 2023 trước khi hồi phục mạnh trong năm 2024-2025. VND dự báo sẽ chi trả cổ tức tiền mặt với lợi suất cổ tức là 2-3%/năm.

### Dự báo cho các nghiệp vụ

#### Nghiệp vụ môi giới: Hồi phục vững chắc kể từ năm 2024

HSC dự báo doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới sẽ giảm 19% trong năm 2023, sau đó tăng trưởng 30% trong năm 2024 và tăng trưởng 32% trong năm 2025. Doanh thu nghiệp vụ môi giới dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 11,6% trong năm 2022-2025 từ nền thấp trong năm 2022.

Động lực tăng trưởng sẽ xuất phát từ: GTGD thị trường tăng, thị phần cao hơn và phí môi giới cải thiện (khi nhu cầu giao dịch của NĐT hồi phục).

#### Bảng 100: KQKD dịch vụ môi giới thực tế và dự báo, VND

Các công ty chứng khoán kỳ vọng sẽ đạt tỷ suất lợi nhuận môi giới cao trong năm 2024, khi GTGD thị trường hồi phục; trong khi đó doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới của VND được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 11,6%

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng GTGD cổ phiếu	-29%	60%	257%	-15%	-10%	20%	25%
Thị phần môi giới của VND	14.0%	12.3%	11.1%	9.8%	7.0%	7.4%	7.8%
Phí gộp	0.051%	0.058%	0.088%	0.073%	0.070%	0.070%	0.070%
Tổng doanh thu môi giới	335	478	1,614	1,249	1,006	1,191	1,448
Phí thuần	0.027%	0.035%	0.040%	0.031%	0.030%	0.033%	0.036%
<b>Doanh thu thuần môi giới</b>	<b>180</b>	<b>283</b>	<b>725</b>	<b>535</b>	<b>431</b>	<b>562</b>	<b>744</b>
Tăng trưởng	-	57%	155%	-26%	-19%	30%	32%

Nguồn: VND, HSC dự báo

#### Bảng 101: Số dư cho vay ký quỹ cuối năm thực tế và dự báo, VND

Số dư cho vay ký quỹ bình quân được dự báo sẽ giảm 29% trong năm 2023, sau đó tăng 19% trong năm 2024 và 21% trong năm 2025; trong khi đó doanh thu cho vay ký quỹ năm 2025 sẽ hồi phục về mức của năm 2022 sau khi giảm sâu trong năm 2023

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Số dư cho vay ký quỹ cuối năm	2,887	4,705	15,473	9,060	10,872	13,047	16,309
Số dư cho vay ký quỹ bình quân	2,734	3,796	10,089	12,267	9,966	11,960	14,678
Lãi suất cho vay ký quỹ	14.9%	9.5%	11.6%	13.0%	11.0%	11.0%	12.0%
<b>Doanh thu cho vay ký quỹ</b>	<b>407</b>	<b>361</b>	<b>1,167</b>	<b>1,600</b>	<b>1,096</b>	<b>1,315</b>	<b>1,761</b>
Tăng trưởng	-	-11%	223%	37%	-31%	20%	34%

Nguồn: VND, HSC dự báo

#### Bảng 102: Danh mục đầu tư và lợi suất đầu tư thực tế và dự báo, VND

Danh mục đầu tư cuối năm được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 12,4%, với lợi suất đầu tư là 4,4-4,9%; trong khi lãi thuần HĐ đầu tư được kỳ vọng tăng trưởng với CAGR 3 năm là 16,2%

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Danh mục đầu tư cuối năm	7,825	7,283	17,928	24,449	26,867	30,012	33,629
Lợi suất đầu tư	7.9%	12.3%	14.1%	4.5%	5.3%	5.9%	6.0%
<b>Lãi thuần HĐ đầu tư</b>	<b>558</b>	<b>904</b>	<b>1,768</b>	<b>943</b>	<b>1,363</b>	<b>1,666</b>	<b>1,897</b>
Tăng trưởng	-	62%	96%	-47%	45%	22%	14%

Nguồn: VND, HSC dự báo

### Nghiệp vụ cho vay ký quỹ

Doanh thu nghiệp vụ cho vay ký quỹ dự báo giảm 31% trong năm 2023 (vì số dư cho vay ký quỹ giảm) từ nền cao trong năm 2022, sau đó tăng 19% trong năm 2024 và tăng 20% trong năm 2025. Lãi suất cho vay ký quỹ dự báo duy trì ở mức 11-12% trong giai đoạn 2023-2025.

### Hoạt động đầu tư: Lợi suất đầu tư ổn định

Lãi thuần HĐ đầu tư dự báo tăng trưởng 45% trong năm 2023 (từ nền thấp năm 2022), tăng trưởng 22% trong năm 2024 và tăng trưởng 14% trong năm 2025 nhờ quy mô danh mục đầu tư tăng trong khi lợi suất đầu tư duy trì ở mức 5,3-6% trong giai đoạn 2023-2025.

### Lợi nhuận cải thiện

Sau khi tổng hợp dự báo KQKD tất cả các nghiệp vụ, HSC dự báo lợi nhuận thuần của VND tăng trưởng với tốc độ CAGR 21% trong giai đoạn 2022-2025. Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ 3% trong năm 2023; sau đó tăng trưởng mạnh 35% trong năm 2024 và 36% trong năm 2025.

#### Bảng 103: Lợi nhuận thực tế và dự báo, VND

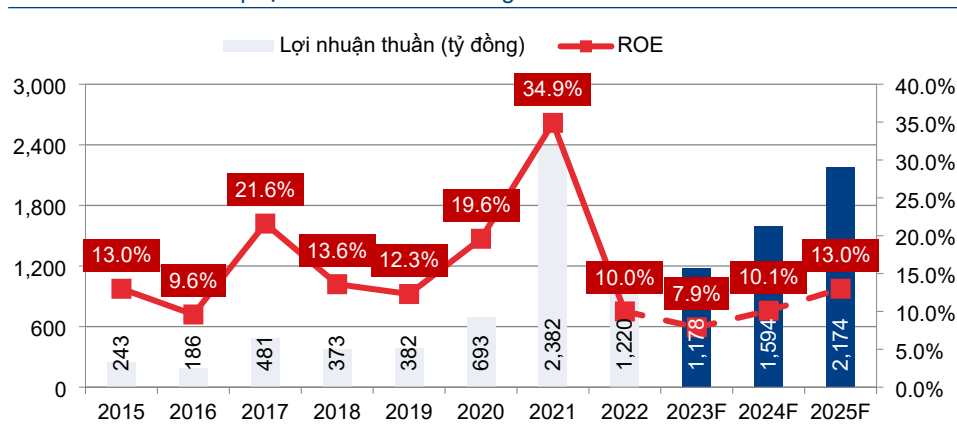
HSC dự báo đến năm 2024, VND sẽ đạt mức lợi nhuận của năm 2021, mức lợi nhuận cao nhất trong giai đoạn trước đây

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần môi giới	180	283	725	535	431	562	744
Doanh thu cho vay ký quỹ	407	361	1,167	1,600	1,096	1,315	1,761
Doanh thu thuần HĐ đầu tư	558	904	1,768	943	1,363	1,666	1,897
Doanh thu IB & các mảng khác	53	42	54	-76	100	110	132
<b>Thu nhập HĐ</b>	<b>1,200</b>	<b>1,591</b>	<b>3,714</b>	<b>3,003</b>	<b>2,991</b>	<b>3,654</b>	<b>4,536</b>
Tăng trưởng	29%	33%	133%	-19%	0%	22%	24%
Lãi (lỗ) tài chính ròng	-434	-369	-433	-1,088	-1,102	-1,218	-1,345
Chi phí BH&QL	-309	-358	-300	-379	-398	-418	-438
Lợi nhuận khác	24	-1	0	0	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>479</b>	<b>862</b>	<b>2,980</b>	<b>1,535</b>	<b>1,491</b>	<b>2,018</b>	<b>2,752</b>
<b>LNST</b>	<b>382</b>	<b>693</b>	<b>2,382</b>	<b>1,220</b>	<b>1,178</b>	<b>1,594</b>	<b>2,174</b>
Tăng trưởng	3%	229%	90%	-49%	-3%	35%	36%

Nguồn: VND, HSC dự báo

#### Biểu đồ 104: Lợi nhuận thực tế và dự báo theo năm (Tỷ đồng), VND

ROE của VND sẽ hồi phục về mức 13.0% trong năm 2025



Nguồn: VND, HSC

Hệ số ROE dự báo chạm đáy ở mức 7,9% vào năm 2023, sau đó hồi phục lên 10,1% vào năm 2024 và 13% vào năm 2025.

### Chính sách cổ tức

VND đã chi trả cổ tức khoảng 500đ/cp trong 4 năm qua. HSC tin rằng Công ty sẽ tiếp tục duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt trên (trong năm 2023) và nâng mức chi trả trong 3 năm tới. Cổ tức chi trả cho năm 2023-2024 dự báo là 500đ/cp và cho năm 2025 là 800đ/cp.

Tỷ lệ lợi nhuận dùng để trả cổ tức tiền mặt năm 2023-2025 dự báo duy trì ở khoảng 50% nhờ tổng số tiền chi trả cổ tức tăng. Nguồn để trả cổ tức tiền mặt sẽ từ nguồn lợi nhuận giữ lại (ở mức 2,3 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022) và danh mục đầu

tư lớn (24,7 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022), trong đó chủ yếu là trái phiếu các tổ chức tài chính.

Trên cơ sở đó, lợi suất cổ tức 3 năm tới dự báo ở mức khoảng 2-3% - là mức khá trong ngành.

#### Bảng 105: Cổ tức thực tế và dự báo, VND

Chúng tôi kỳ vọng VND sẽ duy trì mức cổ tức bằng tiền mặt khá tốt ở mức 500-800 đồng/cổ phiếu/năm trong giai đoạn 2023-25

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Cổ tức bằng tiền (đồng/cp)	500	500	500	500	500	500	800
Cổ tức thanh toán (Tỷ đồng)	104	104	107	609	609	742	1,188
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	27%	15%	5%	50%	52%	47%	55%
Lợi suất cổ tức	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	4.2%

Nguồn: VND, HSC dự báo

## Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với VND. Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi là 25.200đ, được tính dựa trên phương pháp P/E và P/S, tương đương tiềm năng tăng giá 7%. HSC định giá VND ở mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân P/E dự phóng 1 năm và P/S dự phóng 1 năm của chu kỳ gần đây (Q4/2020-Q1/2022). VND hiện có P/S dự phóng 1 năm là 4,08 lần; thấp hơn 40% so với bình quân doanh nghiệp cùng ngành (6,85 lần), phản ánh rủi ro pha loãng và rủi ro liên quan đến danh mục TPDN.

### Phương pháp định giá

HSC sử dụng P/E và P/S mục tiêu để tính ra giá trị nội tại cho VND. Tại giá mục tiêu 25.200đ, theo kịch bản tích cực nhất với định giá cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu VND là 7%.

Thông tin chi tiết về tính toán giá mục tiêu của HSC được trình bày trong Bảng 106 dưới đây:

**Bảng 106: Phương pháp định giá P/E & P/S, VND**

	2023	2024	2023-2024 bình quân	Mục tiêu	Bình quân gđ Q4/20-Q1/22	Độ lệch chuẩn (+/-)	Giá mục tiêu (BQ + 1 độ lệch chuẩn)
EPS	960	1,283	1,122	Khoảng 10-25	12.10	11.00	25,907
SPS	5,203	6,005	5,604	Khoảng 3-5	2.50	1.90	24,658
<b>Bình quân</b>							<b>25,282</b>

Nguồn: VND, HSC dự báo

### Bối cảnh định giá

HSC đưa khuyến nghị lần đầu đối với VND là Tăng tỷ trọng. Tại giá mục tiêu 25.200đ (được tính dựa trên phương pháp P/S và P/E mục tiêu), tiềm năng tăng giá là 7%, P/E dự phóng năm 2023 là 26,2 lần và P/S dự phóng năm 2023 là 4,84 lần.

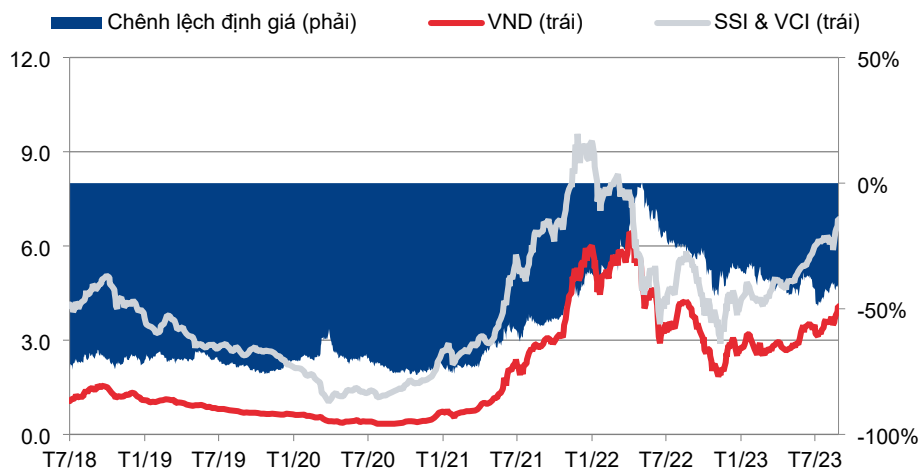
Giá cổ phiếu VND đã tăng 74% từ đầu năm, thấp hơn mức tăng bình quân là 101% của cổ phiếu doanh nghiệp cùng ngành. Theo đó, hiện VND có P/E dự phóng 1 năm là 19,9 lần (tăng mạnh từ 14 lần vào đầu năm 2023), thấp hơn 22% so với bình quân SSI & VCI (25,5 lần) và P/S dự phóng 1 năm là 4,08 lần (tăng mạnh từ mức 2,41 lần vào đầu năm 2023); thấp hơn 40% so với bình quân SSI & VCI (6,85 lần). Định giá của VND thấp hơn bình quân ngành vì rủi ro pha loãng và rủi ro liên quan đến danh mục TPDN.

Hiện P/E và P/S của cổ phiếu VND cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân giai đoạn Q4/2020-Q1/2022 lần lượt ở mức 12,1 lần và 2,5 lần; đang tiến dần với mức định giá mục tiêu của HSC. Triển vọng tăng giá của cổ phiếu VND xuất phát từ tiềm năng tăng trưởng EPS và SPS trong năm sau. Trong giai đoạn 2021-2022 khi GTGD của thị trường tốt, P/S của VND đã từng chạm mức kỷ lục là 6 lần (cao hơn 2,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Hiện P/S và P/E mục tiêu vẫn thấp hơn nhiều mức đỉnh khi cổ phiếu tăng nóng.

Định giá chiết khấu sâu trước năm 2020 vì VND được xem là công ty chứng khoán nhỏ. Kể từ năm 2020, khi nỗ lực của VND trong phát triển phân khúc KHCN đem lại hiệu quả, Công ty đã duy trì được thị phần trước các đối thủ cạnh tranh mới trong khi các công ty chứng khoán khác như SSI, VCI và HCM đã đánh mất thị phần. Theo đó, cổ phiếu VND đã được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhiều. Trong thời gian tới, VND cần duy trì thị phần và cải thiện lợi nhuận để tiếp tục được đánh giá lại ở mặt bằng cao hơn nữa.

**Biểu đồ 107: P/S trượt dự phóng 1 năm, VND và bình quân ngành**

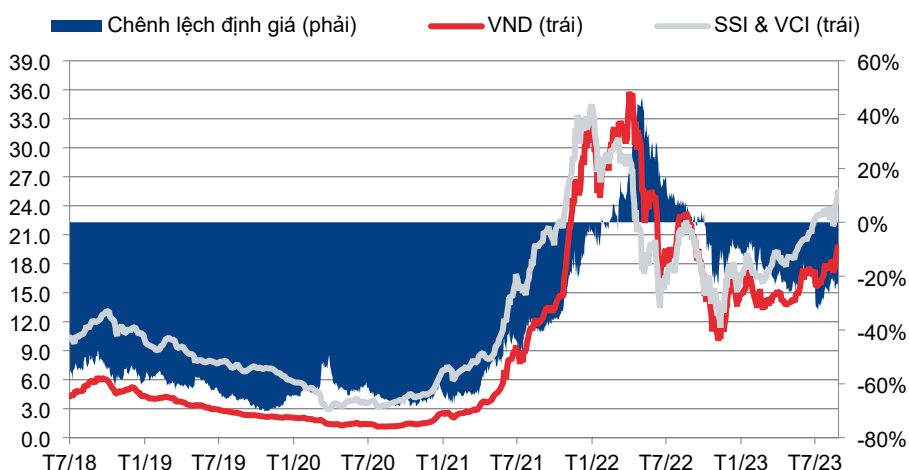
VND đã thu hẹp mức chiết khấu P/S so với mức trung bình ngành xuống 40% từ mức 70% trước đây



Nguồn: VND, HSC

**Biểu đồ 108: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND và bình quân ngành**

Mức chiết khấu P/E đã giảm xuống còn 22% từ mức 50% trước đây



Nguồn: VND, HSC

**Tiềm năng/rủi ro đối với dự báo và định giá của HSC**

**Tiềm năng**

- Thị phần đạt cao hơn dự báo. VND đang tăng vốn từ phát hành quyền mua. Vốn mới sẽ được sử dụng để mở rộng thị phần. Theo đó, thị phần của Công ty hoàn toàn có thể cao hơn dự báo và đây sẽ là tiềm năng để KQKD vượt dự báo của HSC.

**Rủi ro**

- Rủi ro pha loãng: VND có kế hoạch nâng vốn mới trong năm 2023, bao gồm:
  - Phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 20% số lượng cổ phiếu lưu hành với giá 10.000đ/cp. Kế hoạch này nhiều khả năng sẽ diễn ra.
  - Phát hành riêng lẻ với tỷ lệ 20% số lượng cổ phiếu lưu hành với giá không thấp hơn giá bình quân đóng cửa 10 phiên liên tiếp trước ngày HĐQT thông qua nghị quyết về việc triển khai chào bán cổ phiếu

riêng lẻ. theo chúng tôi, kế hoạch này ít có khả năng diễn ra trong năm 2023.

HSC chưa đưa các kế hoạch tăng vốn nói trên vào mô hình vì chưa chắc chắn về thời gian thực hiện cũng như giá phát hành riêng lẻ. Nếu giữ nguyên dự báo lợi nhuận về lý thuyết, tác động pha loãng từ các kế hoạch phát hành thêm khoảng 7% và kế hoạch phát hành riêng lẻ khoảng 20%.

- Trái phiếu trong danh mục đầu tư mất khả năng thanh toán: trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo danh mục đầu tư trái phiếu của VND vẫn lành mạnh và có thể thu được gốc, lãi trong tương lai. Nếu trái phiếu trong danh mục đầu tư của Công ty mất khả năng thanh toán, lợi nhuận và thanh khoản của VND có thể chịu tác động đáng kể.

Hiện P/E của VND chiết khấu 22% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành (SSI, VCI) và theo HSC mức chiết khấu này hơi sâu. Với triển vọng tích cực đối với các công ty chứng khoán tập trung vào KHCN, nhiều khả năng VND có thể mở rộng mạnh mẽ hơn với lợi nhuận có thể đạt cao hơn dự báo của chúng tôi, từ đó giảm bớt rủi ro pha loãng.

## Phụ lục

### Lịch sự hình thành và các cột mốc quan trọng

CTCP Chứng khoán VNDIRECT được thành lập vào năm 2006 (mã chứng khoán: VND) và là một trong những công ty chứng khoán tham gia tích cực vào giai đoạn bùng nổ thị trường năm 2005-2007. Tính đến cuối năm 2022, VND là công ty chứng khoán lớn thứ 2 về tổng tài sản và đứng thứ 3 về thị phần (7,88% thị phần).

**Năm 2006: Thành lập công ty:** VND được bà Phạm Minh Hương – một doanh nhân với trên 25 năm kinh nghiệm trong ngành – sáng lập. Bà Hương đã giữ các vị trí quan trọng tại Ngân hàng Citibank (1995-2002) và SSI (2003-2005) trước khi thành lập VND.

Bà Hương và gia đình còn thành lập CTCP Đầu tư I.P.A sở hữu nhiều doanh nghiệp như nhà máy thủy điện, BĐS, chuỗi thực phẩm tươi...

**Năm 2010: Niêm yết trên HSX:** VND đã niêm yết trên SGDCK TP. HCM vào năm 2010.

**Từ năm 2011 đến nay: Tập trung đẩy mạnh trải nghiệm cho KHCN:** VND đã bắt đầu xây dựng nền tảng giao dịch số đầu tiên cho KHCN, bao gồm hệ thống đặt lệnh và bảng giá chứng khoán. Trên thực tế, bảng giá chứng khoán của VND có lẽ được sử dụng nhiều nhất trên thị trường, đem đến trải nghiệm thân thiện với người dùng và thu hút được những khách hàng am hiểu công nghệ (đặc biệt là thế hệ trẻ).

Tập KHCN mạnh của VND đã được minh chứng trong giai đoạn 201-20222 khi VND giữ nguyên được thị phần (khoảng 7,5-8%) trước những công ty chứng khoán mới tham gia ngành trong khi các tên tuổi lớn khác như SSI, VCI và HCM đã đánh mất thị phần.

**Năm 2020: Triển khai công nghệ mở tài khoản áp dụng eKYC và sản phẩm tài chính hưu trí:** Sử dụng các tiến bộ công nghệ, VND đã đi đầu trong triển khai eKYC – công nghệ mở tài khoản trực tuyến – nhằm tối ưu sự tiện lợi cho NĐT trên mọi miền cả nước.

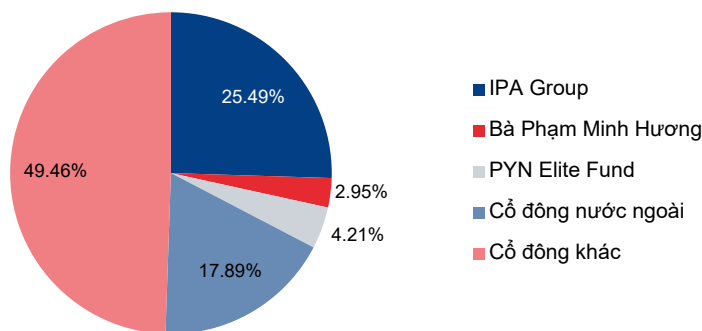
**Năm 2023: Tìm kiếm đối tác chiến lược: trong tài liệu ĐHCĐTN năm 2023,** VND đã trình bày những kế hoạch tăng vốn đầy tham vọng, trong đó có kế hoạch phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược (thông tin chưa được tiết lộ). Sau khi xây dựng nền tảng tiện lợi dành cho khách hàng, VND đặt mục tiêu củng cố nguồn vốn nhằm giành thêm thị phần trong thời gian tới. Thị phần của VND đã giảm xuống còn 7% trong 6 tháng đầu năm 2023 từ mức đỉnh 8% trong 6 tháng đầu năm 2022 do ảnh hưởng từ danh mục đầu tư của Công ty.

### Cơ cấu sở hữu

Bà Phạm Minh Hương, cổ đông sáng lập và là chủ tịch HĐQT và tổ chức có liên quan là IPA nắm gần 30% cổ phần VND, là cổ đông lớn nhất. NĐTNN, trong đó có PYN nắm hơn 22% cổ phần.

#### Biểu đồ 109: Cơ cấu cổ đông cuối-2022, VND

Tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài và nhà đầu tư trong nước của VND cân bằng tương đối; Bà Hương và gia đình nắm giữ gần 30% cổ phần



Nguồn: VND, HSC

HSC thấy rằng cơ cấu cổ đông của VND có sự cân bằng giữa ban lãnh đạo, NĐT chiến lược và NĐT thông thường. Với kế hoạch phát hành riêng lẻ, tỷ lệ sở hữu của NĐTNN có thể tiếp tục tăng lên trong tương lai.



**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,615	1,249	1,007	1,192	1,448
Lãi cho vay ký quỹ	1,167	1,600	1,096	1,316	1,761
Doanh thu HĐ tự doanh	2,961	3,693	4,166	4,822	5,527
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	260	196	118	130	156
Thu nhập HĐ khác	36.0	90.0	0	0	0
<b>Doanh thu HĐ</b>	<b>6,039</b>	<b>6,828</b>	<b>6,387</b>	<b>7,460</b>	<b>8,892</b>
Chi phí HĐ	(2,625)	(4,205)	(3,793)	(4,223)	(4,795)
<b>Lợi nhuận HĐ</b>	<b>3,414</b>	<b>2,623</b>	<b>2,594</b>	<b>3,237</b>	<b>4,097</b>
Lợi nhuận tài chính	(434)	(1,089)	(1,102)	(1,218)	(1,345)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>2,980</b>	<b>1,534</b>	<b>1,492</b>	<b>2,019</b>	<b>2,752</b>
Chi phí thuế TNDN	(597)	(315)	(313)	(424)	(578)
<b>LNST</b>	<b>2,383</b>	<b>1,219</b>	<b>1,179</b>	<b>1,595</b>	<b>2,174</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>2,384</b>	<b>1,220</b>	<b>1,180</b>	<b>1,596</b>	<b>2,175</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
<b>Tài sản</b>					
Tiền & tương đương tiền	2,702	2,557	1,833	1,089	915
Phải thu	395	2,246	1,810	2,142	2,602
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	275	357	286	340	414
<b>Tài sản tài chính</b>	<b>33,256</b>	<b>33,511</b>	<b>37,740</b>	<b>43,060</b>	<b>49,939</b>
FVTPL	12,616	19,062	20,968	24,114	27,731
HTM	5,312	5,618	5,899	5,899	5,899
Cho vay ký quỹ	15,474	9,061	10,873	13,048	16,309
AFS	0	0	0	0	0
Dự phòng	(145)	(230)	0	0	0
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>342</b>	<b>23.9</b>	<b>23.9</b>	<b>23.9</b>	<b>23.9</b>
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	23.9	23.9	23.9	23.9	23.9
Đầu tư dài hạn khác	318	0	0	0	0
Tài sản cố định	56.7	77.7	85.5	94.0	103
Tài sản khác	68.8	99.0	79.8	94.4	115
<b>Tổng tài sản</b>	<b>37,095</b>	<b>38,871</b>	<b>41,859</b>	<b>46,842</b>	<b>54,113</b>
<b>Nợ phải trả và vốn CSH</b>					
Vay ngắn hạn	20,449	19,312	22,969	26,449	31,939
Trái phiếu ngắn hạn	500	850	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	6,324	4,194	3,636	4,236	4,932
<b>Nợ phải trả</b>	<b>27,272</b>	<b>24,356</b>	<b>26,604</b>	<b>30,685</b>	<b>36,870</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9,822</b>	<b>14,515</b>	<b>15,256</b>	<b>16,159</b>	<b>17,245</b>
Vốn điều lệ	4,349	12,178	12,422	12,422	12,422
Thặng dư vốn cổ phần	1,504	0.02	0.01	0.01	0.01
Lợi nhuận giữ lại	3,556	2,335	2,711	3,496	4,422
Quy & vốn khác của CSH	414	1.70	124	242	401
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(0.85)	(1.69)	(2.54)
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>37,095</b>	<b>38,871</b>	<b>41,859</b>	<b>46,842</b>	<b>54,113</b>

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
<b>Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)</b>					
Tăng trưởng tổng TS (%)	148	4.79	7.69	11.9	15.5
Tăng trưởng cho vay (%)	229	(41.4)	20.0	20.0	25.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(59.5)	43.9	(19.4)	18.3	21.5
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	116	(5.56)	18.9	15.2	20.8
Tăng trưởng VCSH (%)	157	47.8	5.11	5.92	6.72
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	183	13.1	(6.46)	16.8	19.2
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	191	60.2	9.80	11.3	13.5
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	177	(23.2)	(1.11)	24.8	26.6
Tăng trưởng LNTT (%)	246	(48.5)	(2.74)	35.3	36.3
Tăng trưởng LNST (%)	244	(48.8)	(3.28)	35.3	36.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	89.7	(48.8)	(3.28)	35.3	36.3
<b>Định giá</b>					
P/E (lần)	5.58	23.5	24.5	18.3	13.4
P/B (lần)	1.87	1.97	1.91	1.81	1.69
Lợi suất cổ tức (%)	2.09	5.96	2.13	2.13	3.40

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
<b>Chỉ số CP</b>					
EPS (đồng)	4,212	1,002	961	1,285	1,751
DPS (đồng)	490	1,400	500	500	800
BVPS (đồng)	12,545	11,917	12,283	13,011	13,885
Sig CP bình quân (triệu đv)	566	1,218	1,228	1,242	1,242
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	783	1,218	1,242	1,242	1,242
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	566	1,218	1,228	1,242	1,242
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAA (%)	9.16	3.21	2.92	3.60	4.31
ROAE (%)	35.0	10.0	7.93	10.2	13.0
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.6	13.0	11.0	11.0	12.0
Chi phí vay nợ BQ (%)	2.60	4.50	5.00	5.00	5.00
Phí môi giới thuần (%)	0.04	0.03	0.03	0.03	0.04
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	43.5	61.6	59.4	56.6	53.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	11.6	140	52.0	38.9	45.7
<b>Thị phần</b>					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.50	7.90	7.00	7.40	7.80
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
<b>Tỷ lệ đòn bẩy</b>					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
<b>Quy mô</b>					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-

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

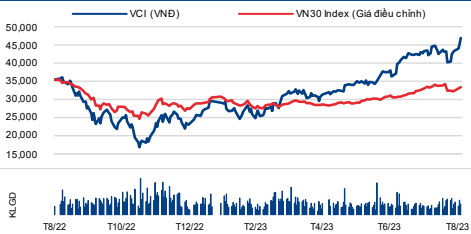
### Năm giữ

Giá mục tiêu: VNĐ48,900  
 Tiềm năng tăng/giảm: 3.8%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (31/8/2023)</b>	<b>47,100</b>
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,903-47,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	45,825
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,489
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	851
Slg CP lưu hành (tr.đv)	435
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	435
Slg CP NN được mua (tr.đv)	328
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	8.28	36.1	32.9
So với chỉ số	7.95	17.6	40.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	1,589	-	N/a
2024F	2,136	-	N/a
2025F	3,113	-	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

Chuyên Viên, 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

## Mô hình hoạt động tinh gọn, tập trung và hiệu quả cao; khuyến nghị lần đầu Năm giữ

- HSC khuyến nghị lần đầu Năm giữ đối với VCI với giá mục tiêu 12 tháng là 48.900đ (tiềm năng tăng giá 4%), tương đương P/E dự phóng năm 2023 ở mức 31 lần – tương đương bình quân doanh nghiệp cùng ngành.
- VCI đã duy trì được thị phần trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt nhờ dịch vụ IB và KHTC mạnh. Công ty sẽ duy trì chiến lược tập trung vào khách hàng cao cấp nhằm duy trì hiệu quả hoạt động vượt trội.
- HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2025 tăng trưởng với tốc độ CAGR 16,3% và hệ số ROE tăng lên 18,4% trong năm 2025. Kết quả thực hiện có thể khả quan hơn dự báo nếu Việt Nam được MSCI nâng hạn số hơn kỳ vọng.

### Duy trì tệp khách hàng cốt lõi và hiệu quả hoạt động cao

VCI là một trong những công ty chứng khoán lớn nhất tại Việt Nam, đứng thứ 5 về thị phần môi giới và đứng thứ 7 về tổng tài sản tại thời điểm cuối năm 2022. VCI nổi bật trong số các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ tài chính tại Việt Nam với thế mạnh trong lĩnh vực IB và KHTC. VCI đã duy trì được thị phần ở mức 5% trong 2 năm qua.

Công ty nhiều khả năng sẽ giữ vững chiến lược duy trì hiệu quả hoạt động ở mức cao trong thời gian tới. Kết quả hoạt động nói chung của VCI, trong đó có thị phần phụ thuộc vào mức độ tham gia thị trường của NĐT tổ chức và các cơ hội trong lĩnh vực IB với triển vọng trung dài hạn HSC đánh giá là tích cực.

### Hiệu quả hoạt động cao sẽ được duy trì

HSC dự báo lợi nhuận thuần của VCI trong năm 2022-2025 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 16,3% nhờ sự cải thiện ở hầu hết các khía cạnh trong HĐKD gồm: thị phần cải thiện, nghiệp vụ IB khởi sắc, nghiệp vụ cho vay ký quỹ & hoạt động đầu tư hồi phục.

Hệ số ROE dự báo tăng mạnh mẽ lên 18,4% trong năm 2025 từ 13,2% trong năm 2022, cao hơn hẳn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành.

### Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Năm giữ đối với VCI với giá mục tiêu 12 tháng là 48.900đ (tiềm năng tăng giá 4%) dựa trên phương pháp P/E và P/S mục tiêu. Tại giá mục tiêu, P/E dự phóng năm 2023 là 31 lần – tương đương bình quân doanh nghiệp cùng ngành.

Giá cổ phiếu VCI đã tăng mạnh 106% từ đầu năm (so với mức tăng bình quân 85% của các doanh nghiệp cùng ngành) và hiện có P/E dự phóng 1 năm là 24,1 lần (tăng mạnh từ đáy ở mức 11,7 lần vào đầu năm 2023), cao hơn 3% so với bình quân các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị (23,4 lần). Hiện P/E dự phóng 1 năm và P/S dự phóng 1 năm lần lượt cao hơn 1,15 độ lệch chuẩn và 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân giai đoạn Q4/2020-Q1/2022. Chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho VCI ở mức định giá cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ dựa trên xu hướng tăng của thanh khoản thị trường và yếu tố tích cực này đã phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	3,707	3,156	2,520	3,135	4,013
LN thuần (tỷ đồng)	1,500	870	692	935	1,370
EPS (đồng)	3,464	1,991	1,580	2,125	3,100
DPS (đồng)	4,400	700	1,200	1,200	1,500
BVPS (đồng)	15,108	14,864	15,273	16,080	17,523
P/E (lần)	13.6	23.7	29.8	22.2	15.2
Lợi suất cổ tức (%)	9.34	1.49	2.55	2.55	3.18
P/B (lần)	3.12	3.17	3.08	2.93	2.69
Thị phần môi giới CP (%)	4.45	4.87	5.00	5.50	6.00
Tăng trưởng EPS (%)	18.0	(42.5)	(20.6)	34.5	45.9
ROAE (%)	27.1	13.3	10.5	13.6	18.4

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

## VCI: Mô hình hoạt động tinh gọn và tập trung vào KHTC

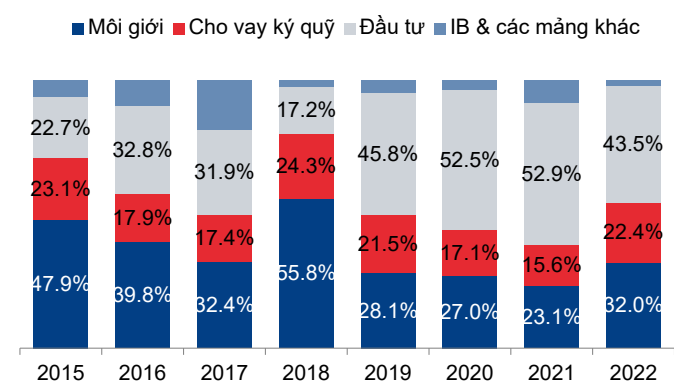
Được thành lập vào năm 2007, VCI nổi bật trong số các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ tài chính tại Việt Nam với thế mạnh trong lĩnh vực IB và dịch vụ KHTC. Công ty đã duy trì được mạng lưới quan hệ mạnh với các NĐT tổ chức và các cá nhân có tài sản ròng cao, tạo điều kiện duy trì thị phần ổn định (ở khoảng 5%) và nằm trong top 10 công ty chứng khoán lớn nhất trong 2 năm qua. VCI nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì mô hình hoạt động với hiệu quả cao hiện tại.

### Tổng quan về HĐKD và chiến lược của Công ty

Nghiệp vụ thuần môi giới và đầu tư đóng góp nhiều nhất vào doanh thu và lợi nhuận gộp của VCI trong khi nghiệp vụ cho vay ký quỹ đóng góp không nhiều. Doanh thu nghiệp vụ IB mặc dù có vẻ chỉ đóng góp khiêm tốn nhưng có ảnh hưởng quan trọng đến cả nghiệp vụ môi giới và đầu tư.

**Biểu đồ 110: Cơ cấu doanh thu, VCI**

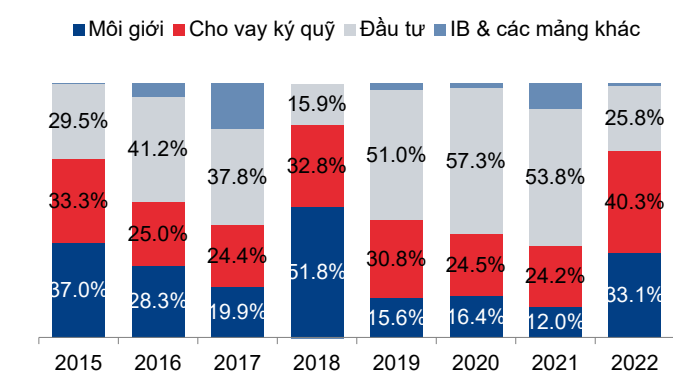
Nghiệp vụ môi giới đóng góp đáng kể vào doanh thu ...



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 111: Cơ cấu lợi nhuận gộp, VCI**

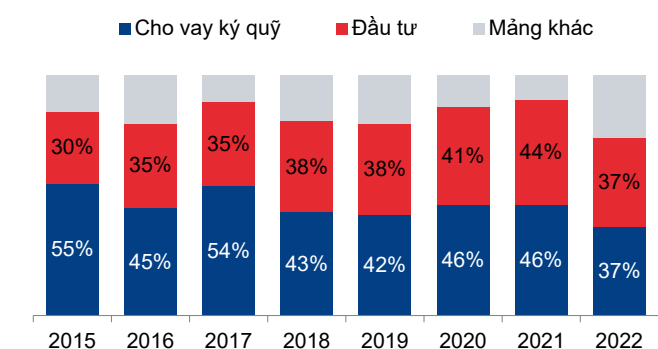
... và lợi nhuận gộp



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 112: Cơ cấu tài sản, VCI**

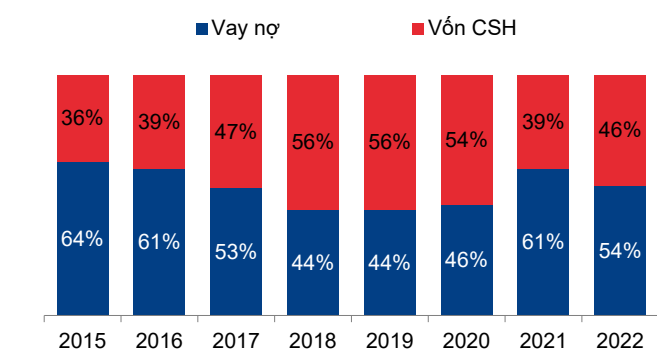
VCI cân bằng giữa cho vay ký quỹ và đầu tư



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 113: Cơ cấu nguồn vốn huy động, VCI**

Tỷ lệ đòn bẩy còn khiêm tốn



Nguồn: VCI, HSC

### Nghiệp vụ môi giới chứng khoán: Duy trì thị phần khá và tập trung vào KHTC

Nhờ mối quan hệ chặt chẽ với các doanh nghiệp và KHTC lớn, VCI đã cung cấp các thương vụ IB và các thương vụ giao dịch lô lớn cho tệp khách hàng cốt lõi, từ đó thị phần của Công ty sẽ phụ thuộc vào hoạt động giao dịch của các NĐT tổ chức.

Trong giai đoạn 2016-2020, VCI có thị phần môi giới cổ phiếu bình quân trên 8%. Trên thực tế, vào năm 2018, thị phần của VCI đạt mức cao kỷ lục là 11% nhờ thương vụ IPO TCB – một trong những thương vụ IPO lớn nhất trong lịch sử thị trường chứng

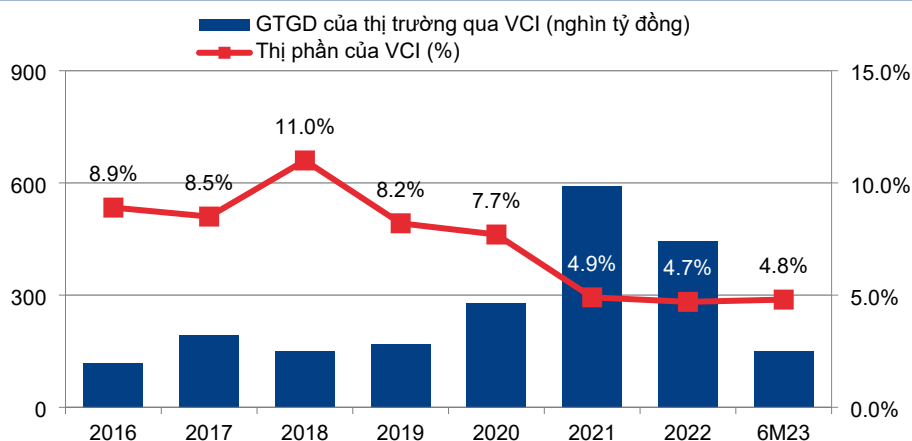
khoản Việt Nam – trong đó VCI là đơn vị phân phối chính. Đây cũng là khoảng thời gian NĐTNN tham gia giao dịch rất tích cực (với tỷ trọng dao động từ 13-15% GTGD bình quân ngày).

Kể từ năm 2020, khi số lượng NĐT cá nhân tăng mạnh, thị phần của VCI (phân khúc KHTC) đã giảm còn 5% và duy trì ở mức này; đồng thời GTGD của NĐTNN cũng đã giảm xuống còn 7-8% trong giai đoạn 2022-Q1/2023.

Trong thời gian tới, VCI sẽ vẫn duy trì tệp khách hàng cốt lõi của mình (KHCN có tài sản ròng lớn và KHTC) thay vì tham gia vào cuộc chiến giá với những công ty chứng khoán tập trung vào KHCN. Kết quả hoạt động nói chung của VCI, trong đó có thị phần phụ thuộc vào mức độ tham gia thị trường của NĐT tổ chức và các cơ hội trong lĩnh vực IB với triển vọng trung dài hạn HSC đánh giá là tích cực.

#### Biểu đồ 114: Giá trị giao dịch và thị phần (2016-6M23), VCI

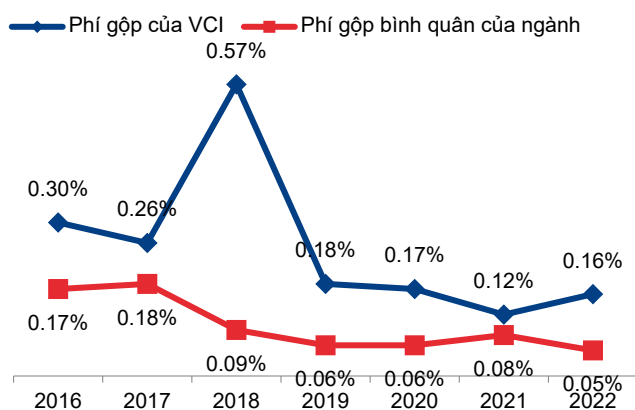
GTGD tăng lên với CAGR giai đoạn 2016- 6T/23 là 14,2%



Lưu ý: Chúng tôi đã nhân đôi giá trị giao dịch 6T23 để chuyển thành giá trị giao dịch cả năm 2023.  
 Nguồn: VCI, HSC

#### Biểu đồ 115: Phí gộp dịch vụ môi giới giai đoạn 2016-22, VCI

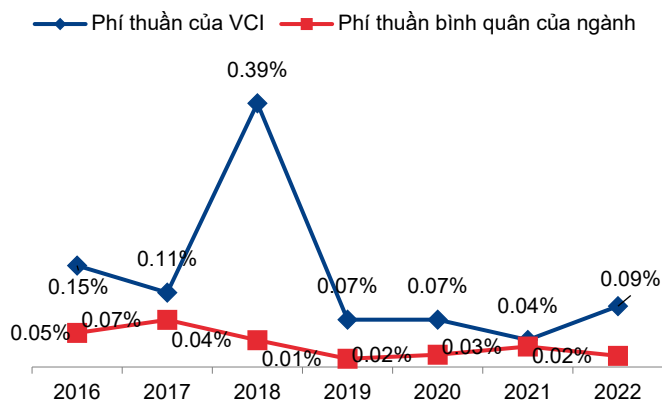
VCI luôn duy trì mức phí gộp cao hơn bình quân ngành ...



Nguồn: VCI, HSC

#### Biểu đồ 116: Phí thuần dịch vụ môi giới giai đoạn 2016-22, VCI

... và tương tự với phí thuần



Nguồn: VCI, HSC

VCI vẫn duy trì được mức phí gộp và phí ròng cao hơn bình quân ngành (Biểu đồ 115-116) mặc dù chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các công ty chứng khoán áp dụng mức phí giao dịch thấp nhờ Công ty tập trung vào NĐT tổ chức và NĐT cá nhân có tài sản ròng cao – là những đối tượng khách hàng ưu tiên chất lượng dịch vụ và sản phẩm nghiên cứu phân tích hơn là phí giao dịch. Trên thực tế, các dịch vụ chất lượng – đem lại phí giao dịch cao – đã đem lại lợi nhuận cao cho các cổ đông của Công ty.

Trong năm 2018, VCI có mức phí vượt trội (phí gộp 0,57% và phí ròng 0,38%) so với các năm khác, một phần nhờ thương vụ giao dịch lô lớn cổ phiếu TCB.

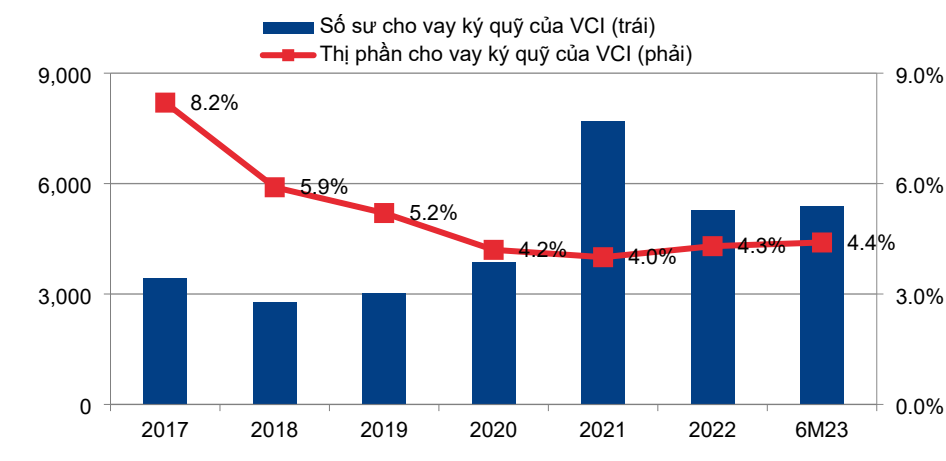
### Nghiệp vụ cho vay ký quỹ ổn định

VCI đã duy trì được thị phần cho vay ký quỹ khoảng 4-6% (đứng thứ 8 trong ngành) dựa trên chiến lược cấp margin có chọn lọc và dựa trên nhu cầu của khách hàng.

Là một công ty chứng khoán có mô hình tinh gọn, VCI dường như không có thế mạnh trong tiếp cận nguồn vốn cho vay ký quỹ với chi phí huy động thấp (nếu so với những công ty chứng khoán có quy mô tài sản lớn như SSI và VND). Chi phí huy động của VCI trong giai đoạn 2016-2022 tương đương bình quân ngành. Do vậy, lãi suất cho vay ký quỹ của Công ty cũng tương đương bình quân ngành (Biểu đồ 118).

**Biểu đồ 117: Số dư và thị phần cho vay ký quỹ (2017-Q1/2023), VCI**

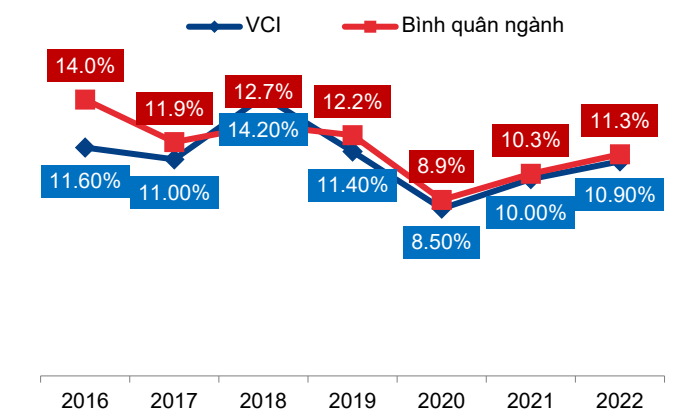
VCI đã duy trì được thị phần cho vay ký quỹ khoảng 4-6%



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 118: Lãi suất cho vay ký quỹ (2016-22), VCI**

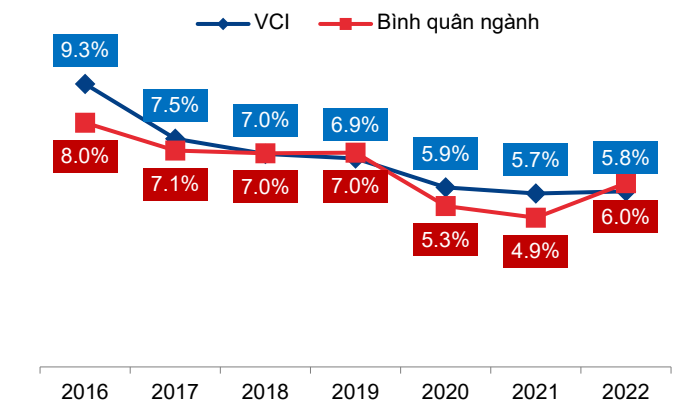
VCI đưa ra lãi suất cho vay ký quỹ ngành bình quân ngành ...



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 119: Chi phí huy động (2016-22), VCI**

...do chi phí huy động tương đương



Nguồn: VCI, HSC

### Hoạt động đầu tư

VCI duy trì danh mục đầu tư nhỏ, chỉ 5 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022 (SSI có quy mô danh mục đầu tư lớn nhất là 35 nghìn tỷ đồng).

Tài sản AFS chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của VCI. Cụ thể, trong cơ cấu tài sản AFS có 3 khoản đầu tư là CTCP Sữa Quốc tế (IDP, không khuyến nghị, có giá trị thị trường là 1.617 tỷ đồng), CTCP Thanh toán Quốc gia Việt Nam (NAPAS, chưa niêm yết với giá trị 595 tỷ đồng) và FE Credit (có giá trị 161 tỷ đồng và nằm trong thương vụ thoái vốn FE Credit mà VCI là đơn vị tư vấn). Nói chung, lợi suất đầu tư lũy kế của danh mục AFS đạt 52,7% (giá trị sổ sách là 2.446 tỷ đồng và giá trị thị trường là 3.734 tỷ đồng) tại thời điểm cuối năm 2022.

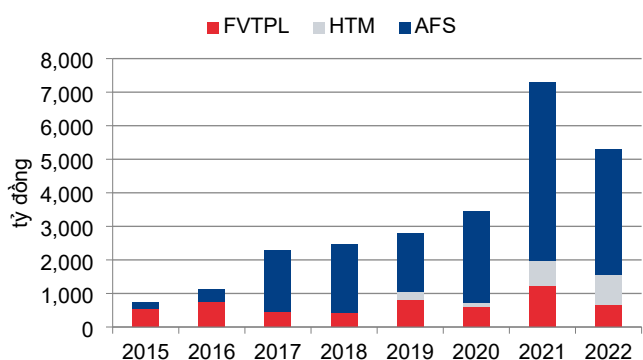
Tài sản HTM chiếm gần 20% tổng danh mục đầu tư, chủ yếu gồm tiền gửi có kỳ hạn dưới 1 năm. Tài sản FVTPL chủ yếu là TPDN, trong đó VCI có 600 tỷ đồng trái phiếu

chưa niêm yết, bao gồm trái phiếu do MSN, PC1 và PDR phát hành. Tài sản đảm bảo số trái phiếu trên là cổ phiếu của doanh nghiệp phát hành (trái phiếu của MSN không có tài sản đảm bảo).

HSC tin rằng rủi ro từ danh mục đầu tư trái phiếu của VCI không lớn vì chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng tài sản của Công ty. Trên thực tế, cổ tức/lãi phải thu (thể hiện các khoản phải thu từ danh mục trái phiếu đầu tư) của tổng danh mục đầu tư rất thấp (chỉ ở mức 59 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022 – bằng 1% tổng giá trị danh mục đầu tư) trong năm ngoài.

**Biểu đồ 120: Danh mục đầu tư (2015-22), VCI**

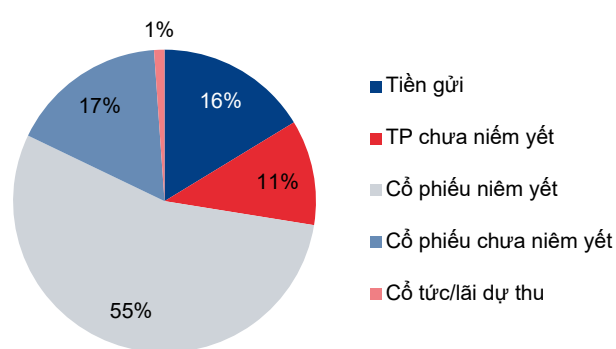
Tài sản AFS chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư của VCI



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 121: Cơ cấu tài sản FVTPL (cuối-2022), VCI**

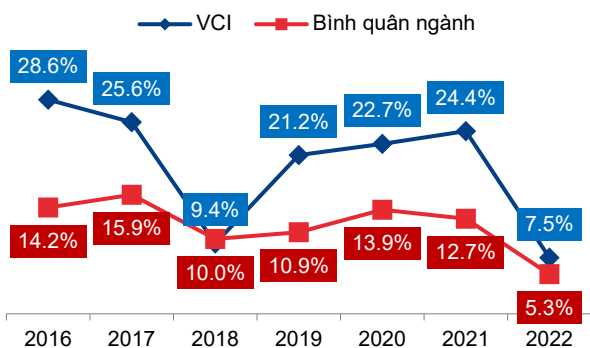
Cổ phiếu niêm yết là thành phần chiếm ưu thế trong danh mục đầu tư của VCI



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 122: Lợi suất đầu tư, VCI so với bình quân ngành**

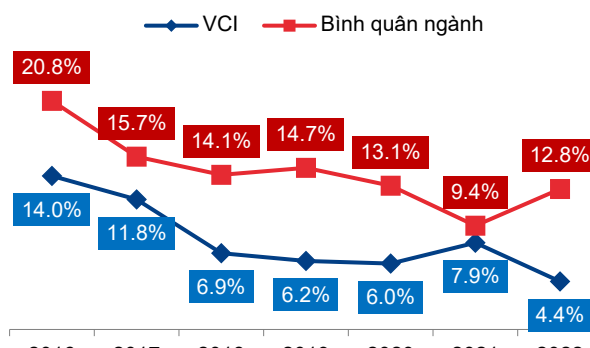
Hệ số ROI của VCI vượt trội so với bình quân ngành



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 123: Chi phí BH&QL trên tổng thu nhập HĐ (hệ số CIR), VCI so với bình quân ngành**

VCI có hiệu quả hoạt động vượt trội so với bình quân ngành



Nguồn: VCI, HSC

Với danh mục đầu tư chủ yếu bao gồm một số cổ phiếu được lựa chọn kỹ lưỡng, lợi suất đầu tư của VCI vượt trội so với bình quân ngành. Trong giai đoạn 2016-2022, hệ số ROI bình quân của VCI đạt 19,9%/năm; cao hơn nhiều mức 11,8% (tương đương mức tăng của VN Index). Kết quả trên phản ánh triết lý đầu tư của Công ty là theo sát các thương vụ đặc biệt để đem lại lợi suất đầu tư cao trong dài hạn.

**Hiệu quả hoạt động vượt trội**

VCI đã duy trì được tỷ lệ CIR thấp (chi phí bán hàng & quản lý/lợi nhuận gộp). Theo HSC, có 2 nguyên nhân chính lý giải cho điều này: (1) chi phí đầu tư của VCI cho công nghệ khiêm tốn hơn so với các công ty chứng khoán khác, và (2) cổ phiếu ESOP chiếm tỷ trọng đáng kể trong thu nhập của nhân viên (bình quân ở mức 0,7% số lượng cổ phiếu lưu hành mỗi năm).

## Dự báo: Lợi nhuận thuần 3 năm tăng trưởng với tốc độ CAGR 16%

HSC dự báo lợi nhuận thuần của VCI tăng trưởng với tốc độ CAGR 16,3% trong giai đoạn 2022-2025 nhờ tất cả các nghiệp vụ chính hồi phục trong bối cảnh mặt bằng định giá của thị trường hấp dẫn và mức độ tham gia thị trường của NĐTNN tăng. Lợi nhuận thuần dự báo giảm nhẹ trong năm 2023 nhưng hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024-2025. Hiện VCI là một cổ phiếu tăng trưởng nổi bật với lợi suất cổ tức không cao, khoảng 3-4%/năm.

### Dự báo cho các nghiệp vụ

#### Nghiệp vụ môi giới chứng khoán: Hồi phục vững chắc từ năm 2024

HSC dự báo doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới chứng khoán giảm 20% trong năm 2023, sau đó tăng trưởng 27% trong năm 2024 và tăng trưởng 40% trong năm 2025. Doanh thu năm 2022-2025 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 12,9% từ nền thấp năm 2022.

Chúng tôi dự báo động lực tăng trưởng chính gồm: thị phần cải thiện (nhờ GTGD của NĐTNN hồi phục) mặc dù phí môi giới dự báo giảm từ nền cao trong năm 2022.

#### Bảng 124: KQKD dịch vụ môi giới thực tế và dự báo, VCI

Các công ty chứng khoán sẽ có tỷ suất lợi nhuận môi giới tăng từ năm 2024, nhờ GTGD hồi phục; trong khi doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới của VCI được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 12,9%

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng GTGD cổ phiếu	-29%	60%	257%	-15%	-10%	20%	25%
Thị phần môi giới của VCI	7.27%	7.50%	4.45%	4.87%	5.0%	5.5%	6.0%
Phí gộp	0.178%	0.167%	0.124%	0.156%	0.130%	0.130%	0.140%
Tổng doanh thu môi giới	434	466	857	1,011	804	1,029	1,467
Phí thuần	0.069%	0.071%	0.042%	0.090%	0.070%	0.070%	0.080%
<b>Doanh thu thuần môi giới</b>	<b>168</b>	<b>198</b>	<b>286</b>	<b>582</b>	<b>432</b>	<b>554</b>	<b>838</b>
Tăng trưởng	-	18%	44%	103%	-20%	27%	40%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

#### Bảng 125: Số dư cho vay ký quỹ cuối năm thực tế và dự báo, VCI

HSC dự báo doanh thu nghiệp vụ cho vay ký quỹ sẽ giảm 20% trong năm 2023 từ nền cao trong năm 2022, sau đó tăng trưởng 26% trong năm 2024 và tăng trưởng 28% trong năm 2025; trong khi doanh thu cho vay ký quỹ vào năm 2024 sẽ trở lại mức của năm 2022 (sau khi giảm mạnh vào năm 2023)

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Số dư cho vay ký quỹ cuối năm	3,032	3,881	7,701	5,279	6,071	6,981	8,378
Số dư cho vay ký quỹ bình quân	2,911	3,456	5,791	6,490	5,675	6,526	7,680
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.4%	8.5%	10.0%	10.9%	10.0%	11.0%	12.0%
<b>Doanh thu cho vay ký quỹ</b>	<b>332</b>	<b>295</b>	<b>577</b>	<b>708</b>	<b>567</b>	<b>718</b>	<b>922</b>
Tăng trưởng	-	-11%	95%	23%	-20%	26%	28%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

#### Bảng 126: Danh mục đầu tư và lợi suất đầu tư thực tế và dự báo, VCI

Lãi thuần HĐ đầu tư dự báo tăng trưởng với CAGR 3 năm là 7%. Với lợi suất đầu tư sẽ duy trì ở mức 8-10%; trong khi đó, doanh thu thuần HĐ đầu tư dự kiến sẽ tăng với tốc độ CAGR 13,6% trong 3 năm

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Danh mục đầu tư cuối năm	2,785	3,431	7,297	5,283	5,745	6,057	6,400
Lợi suất đầu tư	21.2%	22.7%	24.5%	7.5%	8.0%	9.3%	10.7%
<b>Lãi thuần HĐ đầu tư</b>	<b>549</b>	<b>691</b>	<b>1,282</b>	<b>453</b>	<b>442</b>	<b>550</b>	<b>665</b>
Tăng trưởng	-	26%	85%	-65%	-3%	25%	21%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

### Nghiệp vụ cho vay ký quỹ

Nói chung, HSC dự báo doanh thu nghiệp vụ cho vay ký quỹ sẽ giảm 20% trong năm 2023 từ nền cao trong năm 2022, sau đó tăng trưởng 26% trong năm 2024 và tăng trưởng 28% trong năm 2025. Số dư cho vay ký quỹ bình quân sẽ hồi phục từ năm

2024 trong khi lãi suất cho vay ký quỹ sẽ duy trì ở mức 10-12% trong giai đoạn 2023-2025.

### Hoạt động đầu tư: Dự báo ổn định

HSC dự báo lãi thuần hoạt động đầu tư giảm 3% trong năm 2023, sau đó tăng trưởng 25% trong năm 2024 và tăng trưởng 21% trong năm 2025. Lợi suất đầu tư sẽ duy trì ở mức 8-10% trong giai đoạn 2023-2025.

### Lợi nhuận cải thiện

Sau khi tổng hợp dự báo KQKD tất cả các nghiệp vụ, HSC dự báo lợi nhuận thuần của VCI tăng trưởng với tốc độ CAGR 16,3% trong giai đoạn 2022-2025. Lợi nhuận dự báo giảm 20% trong năm 2023; sau đó tăng trưởng mạnh 35% trong năm 2024 và 46% trong năm 2025.

Lợi nhuận năm 2025 (năm giữa của chu kỳ sắp tới) sẽ quay trở lại mức đỉnh năm 2021 (năm đỉnh của chu kỳ trước).

#### Bảng 127: Lợi nhuận thực tế và dự báo, VCI

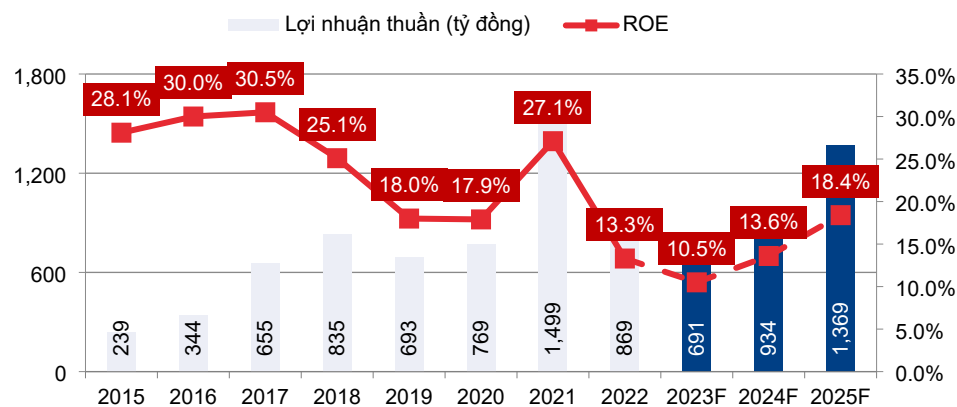
Dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 20% và sẽ tăng lại lên mức đỉnh của năm 2021

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần môi giới	168	199	287	582	432	554	838
Doanh thu cho vay ký quỹ	550	691	1282	453	442	551	665
Doanh thu thuần HĐ đầu tư	332	295	577	708	568	718	922
Doanh thu IB & các mảng khác	29	22	235	14	40	44	49
<b>Thu nhập HĐ</b>	<b>1,079</b>	<b>1,207</b>	<b>2,381</b>	<b>1,757</b>	<b>1,482</b>	<b>1,867</b>	<b>2,474</b>
Tăng trưởng	-20%	12%	97%	-26%	-16%	26%	32%
Lãi (lỗ) tài chính ròng	-156	-185	-342	-665	-555	-635	-702
Chi phí BH&QL	-67	-72	-188	-77	-84	-93	-102
Lợi nhuận khác	0	1	0	44	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>855</b>	<b>951</b>	<b>1,851</b>	<b>1,060</b>	<b>842</b>	<b>1,139</b>	<b>1,669</b>
<b>LNST</b>	<b>693</b>	<b>769</b>	<b>1,499</b>	<b>869</b>	<b>690</b>	<b>934</b>	<b>1,369</b>
Tăng trưởng	-17%	11%	95%	-42%	-20%	35%	46%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

#### Biểu đồ 128: Lợi nhuận thực tế và dự báo theo năm (Tỷ đồng), VCI

Hệ số ROE dự báo hồi phục lên 18,4% vào năm 2025



Nguồn: VCI, HSC

Hệ số ROE dự báo chạm đáy ở mức 10,5% vào năm 2023, sau đó hồi phục lên 15,2% vào năm 2024 và 18,4% vào năm 2025. Hệ số ROE của VCI giữ được ở mức cao vì không bị ảnh hưởng pha loãng do tăng vốn như các công ty chứng khoán khác.

### Lợi suất cổ tức vừa phải do định giá cao

VCI đã trả cổ tức ổn định trong 4 năm qua (Bảng 129). HSC tin rằng Công ty sẽ tiếp tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ở mức vừa phải trong 3 năm tới. Cổ tức chi trả cho năm 2023-2024 dự báo là 1.200đ/cp và cho năm 2025 là 1.500đ/cp.



Tỷ lệ lợi nhuận dùng để trả cổ tức tiền mặt năm 2023-2025 dự báo duy trì ở khoảng 50% so với bình quân 70% giai đoạn 2019-2022 vì VCI sẽ dành nhiều ngân sách hơn để mở rộng ở phân khúc KHCN.

Nguồn để trả cổ tức tiền mặt sẽ từ nguồn lợi nhuận giữ lại (ở mức 800 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022) và lượng tiền mặt lớn (3,4 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2022).

Tuy nhiên, do thị giá cổ phiếu cao (định giá cao nhờ HĐKD vững chắc), lợi suất cổ tức của VCI chỉ ở mức khiêm tốn là 3-4%.

**Bảng 129: Cổ tức thực tế và dự báo, VCI**

HSC tin rằng Công ty sẽ tiếp tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt 1.200đ/cp - 1.500đ/cp cho giai đoạn 2023-25

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Cổ tức bằng tiền (đồng/cp)	1,400	2,510	4,410	700	1,200	1,200	1,500
Cổ tức thanh toán (Tỷ đồng)	228	413	731	233	523	525	659
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	86%	140%	127%	35%	64%	49%	44%
Lợi suất cổ tức	3.8%	6.8%	11.9%	1.9%	3.2%	3.2%	4.1%

*Nguồn: VCI, HSC dự báo*

## Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Nắm giữ đối với VCI. Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi là 48.900đ, được tính dựa trên phương pháp P/E và P/S, tương đương tiềm năng tăng giá 4%. Tại giá mục tiêu và dự báo của HSC, VCI P/E dự phóng năm 2023 là 31 lần, tương đương bình quân doanh nghiệp cùng ngành và P/S dự phóng năm 2023 là 8,5 lần, cao hơn 23% so với bình quân doanh nghiệp cùng ngành. Hiện VCI có P/E dự phóng 1 năm là 24,1 lần; cao hơn 3% so với bình quân doanh nghiệp cùng ngành và P/S dự phóng 1 năm là 7,03 lần; cao hơn 30% so với bình quân doanh nghiệp cùng ngành (5,38 lần). HSC cho rằng chênh lệch định giá giữa VCI với các doanh nghiệp cùng ngành sẽ thu hẹp.

### Phương pháp định giá

HSC sử dụng P/E và P/S mục tiêu để tính ra giá trị nội tại cho VCI. Tại giá mục tiêu 48.900đ, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu VCI là 4%.

Thông tin chi tiết về tính toán giá mục tiêu của chúng tôi được trình bày trong Bảng 130 dưới đây.

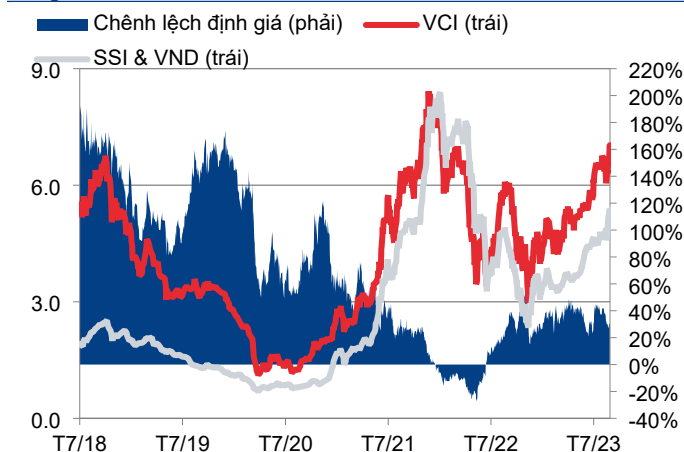
**Bảng 130: Phương pháp định giá P/E & P/S, VCI**

VND	2023	2024	2023-2024 bình quân	Mục tiêu	Bình quân gđ Q4/20-Q1/22	Độ lệch chuẩn (+/-)	Giá mục tiêu (BQ + 1 độ lệch chuẩn)
EPS	1,576	2,122	1,849	range 10-25	14.60	8.10	41,972
SPS	5,748	7,121	6,435	Range 4 - 7	6.60	2.10	55,980
<b>Bình quân</b>							<b>48,976</b>

Nguồn: VCI, HSC dự báo

**Biểu đồ 131: P/S trượt dự phóng 1 năm, VCI so với bình quân ngành**

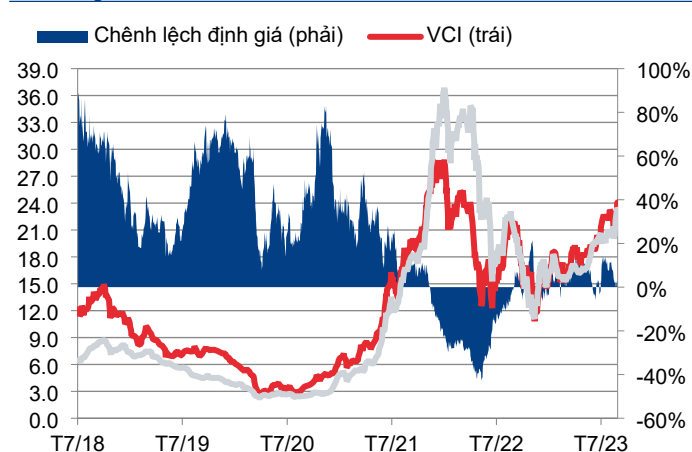
Chênh lệch P/S của VCI và ngành đã thu hẹp do thị phần giảm trong năm 2020-21



Nguồn: VCI, HSC

**Biểu đồ 132: P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI so với bình quân ngành**

... tương tự với chênh lệch P/E



Nguồn: VCI, HSC

### Bối cảnh định giá

HSC đưa khuyến nghị lần đầu đối với VCI là Nắm giữ. Tại giá mục tiêu 48.900đ (được tính dựa trên phương pháp P/S và P/E mục tiêu), tiềm năng tăng giá là 4%, P/E dự phóng năm 2023 là 31 lần và P/S dự phóng năm 2023 là 8,51 lần.

Giá cổ phiếu VCI đã tăng mạnh 102% từ đầu năm, cao hơn mức tăng bình quân là 85% của cổ phiếu cùng ngành (SSI & VND). Theo đó, hiện VCI có P/S dự phóng 1 năm là 7,03 lần (tăng mạnh từ mức 3,94 lần vào đầu năm 2023); cao hơn 30% so với bình quân SSI & VND (5,38 lần) và P/E dự phóng 1 năm là 24,1 lần, cao hơn 3% so với bình quân SSI & VND (23,4 lần). Định giá của VCI cao hơn bình quân ngành nhờ mô hình hoạt động tinh gọn, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực và rủi ro pha loãng thấp.

Hiện P/E và P/S của cổ phiếu VCI lần lượt cao hơn 1,15 độ lệch chuẩn và 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 lần lượt ở mức 14,6 lần và 6,6 lần. Tuy vậy, HSC cho rằng định giá đã sát giá trị hợp lý (giá trị hợp lý được xác định ở mức định giá cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) dựa trên tình hình thanh khoản thị trường hiện nay. Hiện P/S vẫn thấp hơn nhiều mức đỉnh khi cổ phiếu tăng nóng (8,3 lần; cao hơn 2,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) trong giai đoạn 2021-2022.

### **Rủi ro/tiềm năng đối với dự báo và định giá của HSC**

So với các công ty chứng khoán khác, KQKD của VCI sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào sự tham gia thị trường của NĐTNN và các cơ hội ở lĩnh vực IB. Vì vậy, ở đây có thể có cả rủi ro và tiềm năng đối với dự báo của HSC.

## Phụ lục

Lịch sử hình thành và các cột mốc quan trọng Được thành lập vào năm 2007, CTCP Chứng khoán VIETCAP (mã chứng khoán: VCI) với tên gọi cũ là CTCP Chứng khoán Bản Việt là một công ty chứng khoán đặc biệt với mô hình hoạt động tinh gọn, chủ yếu cung cấp dịch vụ IB và các thương vụ đầu tư lớn cho KHTC. Tại thời điểm cuối năm 2022, VCI đứng thứ 7 về cả tổng tài sản (14,2 nghìn tỷ đồng) và thị phần môi giới cổ phiếu (4,8% thị phần).

Qua 16 năm hình thành và phát triển, Công ty đã trở thành một trong những công ty chứng khoán lớn nhất trên thị trường chứng khoán. Nhưng cột mốc quan trọng trong quá trình hình thành và phát triển của Công ty như sau:

**Năm 2007: Thành lập công ty:** VCI do doanh nhân Nguyễn Thanh Phương sáng lập. Bà Phương có hơn 16 năm kinh nghiệm trong ngành tài chính/ngân hàng. Bà đã từng giữ các vị trí cao cấp tại Công ty Holcim Vietnam Ltd và Vietnam Holding Asset Management trước khi thành lập VCI.

Bà Phương còn là thành viên HĐQT của NHTMCP Bản Việt, một NHTM quy mô trung bình có trụ sở tại TP. HCM.

**Năm 2021: Đã tổ chức Hội nghị đầu tư nổi bật cho KHTC:** VCI đã lần đầu tiên tổ chức Vietnam Access Day (VAD) – một trong những hội nghị đầu tư thường niên lớn nhất tại Việt Nam. Sự kiện tiếp tục cho thấy mạng lưới quan hệ mạnh của VCI với các tổ chức tài chính toàn cầu, đặt nền tảng để Công ty trở thành một đơn vị cung cấp dịch vụ IB mạnh.

**Năm 2017-2020: Niêm yết trên HSX và mở rộng dịch vụ IB:** VCI đã niêm yết trên SGDCK TP. HCM (HSX) vào năm 2017; trở thành công ty chứng khoán có thị phần lớn thứ 3 trong năm. Trong năm 2017-2018, VCI trở thành đơn vị tư vấn chính cho sự kiện IPO VPB và TCB, từ đó nâng cao tên tuổi của Công ty trong lĩnh vực IB (IPO, M&A...). VCI còn là đơn vị tư vấn chính cho các thương vụ lớn như IPO PV Power (mã chứng khoán: POW), tìm NĐT chiến lược cho FE Credit Credit (năm 2021)...

VCI đứng thứ 3 về thị phần môi giới cổ phiếu trong thời gian này, chỉ đứng sau SSI và TP. HCM.

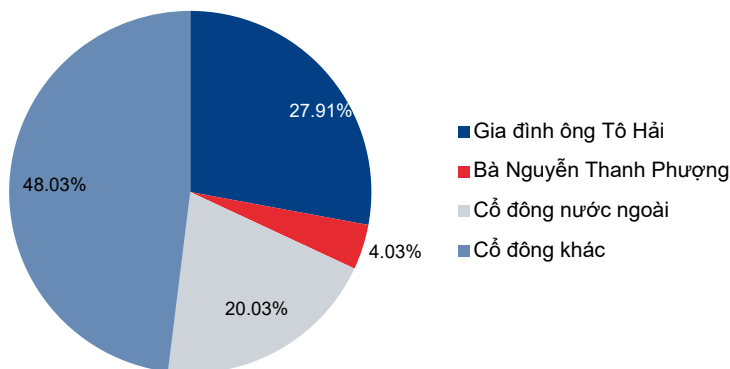
**Năm 2021 – đến nay: Có khả năng rơi xuống nhóm CTCK thứ 2:** Do sự phát triển mạnh mẽ của những công ty chứng khoán tập trung vào KHCN (dẫn đầu là VPS), thị phần của VCI – tập trung vào KHTC – đã giảm từ 8,2% trong năm 2020 xuống còn 4,7% trong Q1/2023. Cho đến nay, VCI đang xếp thứ 6-7 về thị phần.

## Cơ cấu sở hữu

Ông Tô Hải là TGD và là cổ đông lớn nhất của VCI với 28% thị phần (bao gồm cả cổ phần do gia đình ông Hải nắm giữ). Chủ tịch HĐQT Nguyễn Thanh Phương nắm 4% cổ phần. Tổng số cổ phần do HĐQT nắm giữ là trên 30% trong khi NĐTNN sở hữu trên 20% cổ phần.

**Biểu đồ 133: Cơ cấu cổ đông cuối-2022, VCI**

HĐQT nắm giữ là trên 30% trong khi NĐTNN sở hữu trên 20% cổ phần



Nguồn: VCI, HSC

HSC đánh giá cơ cấu cổ đông của VCI hơi nghiêng về ban lãnh đạo vì sở hữu cổ phần lớn trong khi cổ phần sở hữu của các cổ đông khác khá phân mảnh. Điều này cho thấy rằng thể mạnh của VCI trong lĩnh vực IB được dựa trên mạng lưới quan hệ kinh doanh mạnh của các lãnh đạo cấp cao của Công ty. Nói chung, HSC cho rằng cơ cấu cổ đông của VCI là hợp lý.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F	Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu HĐ môi giới CK	857	1,011	804	1,030	1,468	<b>Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)</b>					
Lãi cho vay ký quỹ	577	708	568	718	922	Tăng trưởng tổng TS (%)	98.5	(14.4)	16.3	9.04	11.4
Doanh thu HĐ tự doanh	1,962	1,373	1,078	1,310	1,539	Tăng trưởng cho vay (%)	98.4	(31.4)	15.0	15.0	20.0
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-	Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(3.06)	13.7	(20.5)	28.1	42.5
Thu nhập dịch vụ tư vấn	275	45.0	49.0	54.0	59.0	Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	136	(0.57)	44.8	(0.92)	11.1
Thu nhập HĐ khác	36.0	19.0	21.0	23.0	25.0	Tăng trưởng VCSH (%)	44.7	(0.71)	3.23	5.76	9.47
<b>Doanh thu HĐ</b>	<b>3,707</b>	<b>3,156</b>	<b>2,520</b>	<b>3,135</b>	<b>4,013</b>	Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	115	(14.9)	(20.2)	24.4	28.0
Chi phí HĐ	(1,514)	(1,475)	(1,121)	(1,361)	(1,641)	Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	155	2.58	24.0	21.4	20.6
<b>Lợi nhuận HĐ</b>	<b>2,193</b>	<b>1,681</b>	<b>1,399</b>	<b>1,774</b>	<b>2,372</b>	Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	93.4	(23.3)	(16.8)	26.8	33.7
Lợi nhuận tài chính	(342)	(665)	(556)	(635)	(702)	Tăng trưởng LNTT (%)	94.8	(42.7)	(20.5)	35.1	46.6
Lợi nhuận khác	0	44.0	0	0	0	Tăng trưởng LNST (%)	95.2	(42.0)	(20.5)	35.2	46.6
<b>LNTT</b>	<b>1,851</b>	<b>1,060</b>	<b>843</b>	<b>1,139</b>	<b>1,670</b>	Tăng trưởng LN thuần (%)	19.4	(42.0)	(20.5)	35.1	46.5
Chi phí thuế TNDN	(352)	(191)	(152)	(205)	(301)	<b>Định giá</b>					
<b>LNST</b>	<b>1,499</b>	<b>869</b>	<b>691</b>	<b>934</b>	<b>1,369</b>	P/E (lần)	13.6	23.7	29.8	22.2	15.2
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	P/B (lần)	3.12	3.17	3.08	2.93	2.69
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,500</b>	<b>870</b>	<b>692</b>	<b>935</b>	<b>1,370</b>	Lợi suất cổ tức (%)	9.34	1.49	2.55	2.55	3.18
						<b>Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác</b>					
						<b>Chỉ số CP</b>					
<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22A</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>	<b>12-25F</b>	EPS (đồng)	3,464	1,991	1,580	2,125	3,100
<b>Tài sản</b>						DPS (đồng)	4,400	700	1,200	1,200	1,500
Tiền & tương đương tiền	1,132	3,424	4,533	4,752	4,965	BVPS (đồng)	15,108	14,864	15,273	16,080	17,523
Phải thu	236	91.4	72.6	93.1	133	Sig CP bình quân (triệu đv)	433	437	438	440	442
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	203	80.6	63.7	82.1	118	Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	433	437	439	441	443
<b>Tài sản tài chính</b>	<b>14,998</b>	<b>10,562</b>	<b>11,814</b>	<b>13,037</b>	<b>14,776</b>	Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	433	437	438	440	442
FVTPL	1,222	665	832	956	1,100	<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
HTM	754	886	1,107	1,218	1,340	ROAA (%)	12.0	5.63	4.49	5.40	7.18
Cho vay ký quỹ	7,701	5,279	6,071	6,982	8,378	ROAE (%)	27.1	13.3	10.5	13.6	18.4
AFS	5,324	3,734	3,806	3,883	3,960	Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.0	10.9	10.0	11.0	12.0
Dự phòng	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)	Chi phí vay nợ BQ (%)	5.70	6.30	6.30	6.50	6.50
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	Phí môi giới thuần (%)	0.04	0.09	0.07	0.07	0.08
HTM	-	-	-	-	-	Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0	Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0	0	Tỷ lệ CIR (%)	40.8	46.7	44.5	43.4	40.9
Tài sản cố định	13.2	23.5	25.9	28.4	31.3	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	127	35.2	76.0	56.5	48.4
Tài sản khác	54.1	61.6	48.9	62.7	89.3	<b>Thị phần</b>					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>16,636</b>	<b>14,243</b>	<b>16,558</b>	<b>18,055</b>	<b>20,112</b>	Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	4.45	4.87	5.00	5.50	6.00
<b>Nợ phải trả và vốn CSH</b>						Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Vay ngắn hạn	6,363	6,326	9,159	9,075	10,083	Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Trái phiếu ngắn hạn	1,964	547	0	0	0	<b>Tỷ lệ đòn bẩy</b>					
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-	Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-	Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,768	874	695	1,890	2,268	<b>Quy mô</b>					
<b>Nợ phải trả</b>	<b>10,094</b>	<b>7,747</b>	<b>9,854</b>	<b>10,965</b>	<b>12,351</b>	Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,542</b>	<b>6,495</b>	<b>6,705</b>	<b>7,091</b>	<b>7,763</b>	Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-
Vốn điều lệ	3,330	4,355	4,395	4,415	4,435						
Thặng dư vốn cổ phần	4.50	9.50	9.50	9.50	9.50						
Lợi nhuận giữ lại	1,241	800	883	1,180	1,738						
Quỹ & vốn khác của CSH	1,966	1,331	1,418	1,487	1,580						
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(0.85)	(1.69)	(2.54)						
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>16,636</b>	<b>14,243</b>	<b>16,558</b>	<b>18,055</b>	<b>20,112</b>						

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

## 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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)