

Ngành chứng khoán: Vượt qua thách thức, sẵn sàng phục hồi

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

- Chỉ số VNIndex kết thúc Q3/2024 ở mốc 1.290 điểm với giá trị giao dịch bình quân giảm mạnh trong quý. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo thanh khoản thị trường sẽ hồi phục nhờ sự trở lại của khối ngoại và dòng vốn trong nước tăng lên trong bối cảnh các công ty chứng khoán (CTCK) đang tích cực tăng vốn.
- Thanh khoản kém tích cực trong Q3 sẽ gây sức ép lên giá trị giao dịch bình quân ngày trong cả năm 2024, từ đó chúng tôi giảm 10%/năm dự báo thanh khoản trong giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi cũng giảm 2-3%/năm dự báo lợi nhuận của các CTCK, theo đó lợi nhuận của các CTCK trong danh sách khuyến nghị sẽ tăng trưởng trung bình 21,1% trong 3 năm tới.
- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào cho SSI, Nắm giữ cho VCI và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng đối với VND. SSI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ quy mô lớn, HĐKD cân bằng và định giá hợp lý.

Phân tích thị trường Q3/2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026

Chỉ số VNIndex kết thúc Q3 ở 1.290 điểm, thử nghiệm ngưỡng kháng cự mạnh 1.300 điểm lần thứ 5 kể từ tháng 3/2024. Thanh khoản thị trường sụt giảm với giá trị giao dịch bình quân giảm 23% so với quý trước và giảm 4% so với cùng kỳ xuống 18,7 nghìn tỷ đồng. Sự sụt giảm này là do 1) dòng tiền phải hấp thụ lực bán rông mạnh của khối ngoại trong Q2 và Q3/2024, 2) dòng vốn chuyển dịch tạm thời sang quyền mua cổ phiếu được các CTCK phát hành và 3) dòng vốn luân chuyển sang các tài sản khác như vàng và BĐS.

Kể từ Q4/2024, HSC dự báo thanh khoản thị trường sẽ cải thiện dựa trên giả định những thách thức kể trên sẽ hạ nhiệt. Kỳ vọng về việc FTSE nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi đã tăng lên sau những chính sách tiền tệ như cho phép giao dịch không yêu cầu ký quỹ. Các CTCK, với dòng vốn bổ sung sau khi phát hành quyền chọn, có vị thế tốt để nâng cao dự nợ cho vay ký quỹ và triển khai dịch vụ không yêu cầu ký quỹ cho NĐT.

Hạ dự báo thanh khoản & lợi nhuận của các CTCK

Dựa trên tất cả các động lực và rủi ro hiện tại, HSC hạ giả định giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2024 xuống 23 nghìn tỷ đồng (từ 26 nghìn tỷ đồng, do thanh khoản Q3/2024 thấp), tương đương thanh khoản Q4/2024 đạt 23 nghìn tỷ đồng, vẫn ở mức tốt. Cho năm 2025 và 2026, HSC giảm lần lượt 9% và 10% giả định giá trị giao dịch bình quân ngày xuống lần lượt 29 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27%) và 37 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29%).

Chúng tôi giảm bình quân 2-3%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21,1%.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ giá mục tiêu đối với các CTCK trong danh sách khuyến nghị sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần và hạ bội số định giá. Theo dự báo mới, chúng tôi định giá SSI và VCI với P/E và P/S mục tiêu cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn trong khi VND cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ (từ mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn trước đó), do triển vọng giá trị giao dịch bình quân ngày giảm xuống.

HSC giữ nguyên khuyến nghị Mua vào đối với SSI nhờ tiềm năng tăng giá tốt trong khi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VCI do tiềm năng tăng giá thấp. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VND xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào do triển vọng kém tích cực hơn mặc dù định giá hấp dẫn. SSI vẫn là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi nhờ quy mô lớn, HĐKD cân bằng và định giá hợp lý.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/10.

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 (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
SSI	27,650	Mua vào	-	34,200	(5.84)	23.7	18.3	17.2	2.03	1.99	4.34	5.42
VCI	36,700	Nắm giữ	-	35,900	(5.72)	(2.18)	26.8	24.2	2.70	2.16	2.18	3.27
VND	15,150	Tăng tỷ trọng	-	18,000	-	18.8	11.5	10.6	1.18	1.04	3.30	3.30

Giá cổ phiếu tại ngày 14/10/2024.

Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Triển vọng thị trường ổn định trước sức ép rút vốn	3
Thanh khoản thị trường sụt giảm trong Q3/2024 do khối ngoại rút vốn và chuyển dịch một phần sang các tài sản thay thế	3
Triển vọng Q4/2024: Thanh khoản được kỳ vọng hồi phục trong bối cảnh dòng vốn nước ngoài ổn định trở lại	3
Những động lực chính trong Q4/2024 và tương lai	5
Những rủi ro về thanh khoản và hiệu suất của thị trường	6
Ước tính lợi nhuận Q3/2024: Điều kiện thị trường khó khăn	8
Tình hình cạnh tranh ngày càng đa dạng	8
Dư nợ cho vay ký quỹ: Dự báo đạt mức kỷ lục mới, ổn định về mặt tỷ lệ	9
Quá trình tăng vốn: Hoàn thành lộ trình ngắn hạn	10
Ước tính lợi nhuận Q3/2024: Giảm so với quý trước do điều kiện thị trường âm ảm	11
Điều chỉnh dự báo: Thanh khoản thị trường và lợi nhuận	13
Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo	13
Định giá và khuyến nghị	15
Điều chỉnh giá mục tiêu do triển vọng giá trị giao dịch bình quân ngày suy yếu, nhưng vẫn duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn	15
Bối cảnh định giá	16
Báo cáo thành phần	
CTCP Chứng khoán SSI (SSI)	18
CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND)	23
CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCI)	31

Triển vọng thị trường ổn định trước sức ép rút vốn

Thanh khoản thị trường giảm 23% so với quý trước trong Q3 do tâm lý thị trường vẫn kém tích cực, chủ yếu do khối ngoại tiếp tục bán ròng cũng như môi trường đầu tư ngày càng cạnh tranh, với nhu cầu mua BĐS và quyền chọn ngày càng lớn. Tuy nhiên, HSC dự báo thanh khoản sẽ hồi phục từ Q4/2024 nhờ những yếu tố tích cực bao gồm: triển khai dịch vụ không yêu cầu ký quỹ, lợi nhuận của các doanh nghiệp khởi sắc và mặt bằng lãi suất thấp. Cho năm 2024, HSC hiện ước tính giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 23 nghìn tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ mặc dù thanh khoản Q3 thấp. Nhìn chung, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng thị trường trong thời gian tới.

Thanh khoản thị trường sụt giảm trong Q3/2024 do khối ngoại rút vốn và chuyển dịch một phần sang các tài sản thay thế

Tính đến cuối Q3/2024, chỉ số VNIndex đóng cửa tại 1.290 điểm, thử nghiệm ngưỡng kháng cự mạnh 1.300 điểm lần thứ 5 kể từ tháng 3/2024. Thanh khoản thị trường sụt giảm mạnh với giá trị giao dịch bình quân giảm 23% so với quý trước và giảm 4% so với cùng kỳ xuống 18,7 nghìn tỷ đồng. Sự sụt giảm này có 3 nguyên nhân như sau:

- Hoạt động trên thị trường sơ cấp: Một lượng vốn lớn đã chuyển sang giao dịch trên thị trường sơ cấp, cụ thể là các đợt tăng vốn của các CTCK. Giá trị quyền mua được các CTCK phát hành, ước tính đạt 12,4 nghìn tỷ đồng, đã hấp thụ một phần thanh khoản trên thị trường thứ cấp (chúng tôi sẽ phân tích hoạt động tăng vốn của các CTCK ở phần sau).
- Lực bán ròng mạnh của khối ngoại: Sức mua của NĐT trong nước suy giảm sau khi hấp thụ lực bán ròng mạnh của khối ngoại. Khối ngoại bán ròng 33 nghìn tỷ đồng trong Q2/2024 và tiếp tục bán ròng thêm 12 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024, từ đó làm tăng thêm sức ép lên thanh khoản.
- Sự chuyển dịch sang BĐS: Một phần sức mua của NĐT trong nước đã chuyển hướng sang đầu tư BĐS, dẫn dắt bởi thị trường BĐS miền Bắc, với mức lợi nhuận cao trong năm 2024.

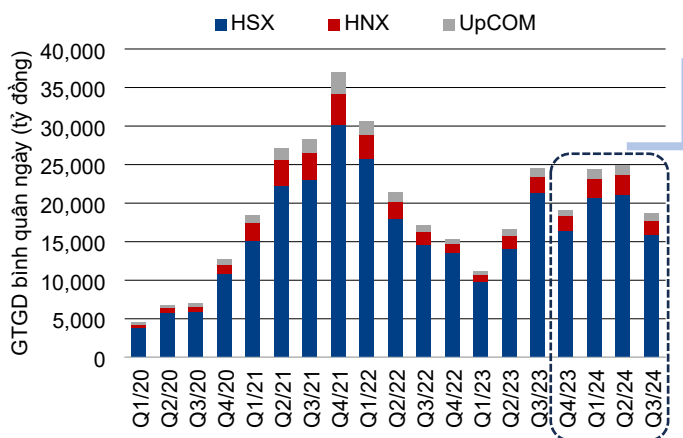
Trong tháng 9/2024, thanh khoản bắt đầu có dấu hiệu hồi phục với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng lên 22,5 nghìn tỷ đồng trong tuần cuối tháng từ mức thấp 14,4 nghìn tỷ đồng trong tuần thứ hai. Điều này được hỗ trợ nhờ sức ép bán ròng của khối ngoại hạ nhiệt.

Triển vọng Q4/2024: Thanh khoản được kỳ vọng hồi phục trong bối cảnh dòng vốn nước ngoài ổn định trở lại

Trong Q4/2024, HSC dự đoán thanh khoản sẽ hồi phục do dòng vốn chảy vào nhiều khả năng sẽ lớn hơn dòng vốn rút ra. Chúng tôi ước tính giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ hồi phục lên khoảng 23 nghìn tỷ đồng, từ đó nâng giá trị giao dịch bình quân ngày trong cả năm 2024 lên mức tương đương.

Biểu đồ 1: GTGD bình quân ngày theo quý, Q1/20-Q2/24

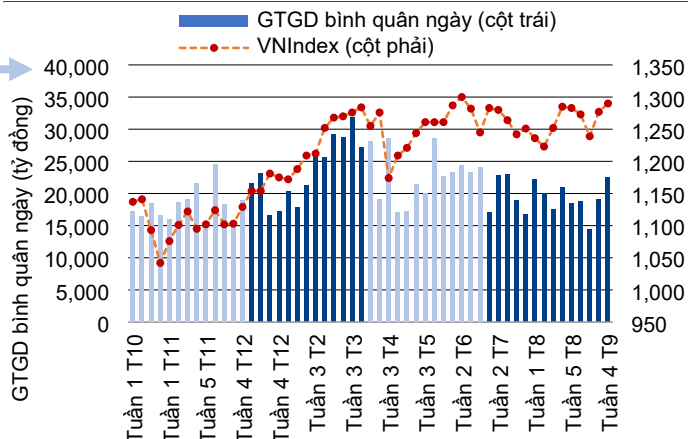
GTGD bình quân ngày Q4/2024 giảm 23% so với quý trước và tương đương với mức Q4/2023



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 2: GTGD bình quân ngày theo tuần, Q3/23-Q2/24

GTGD bình quân ngày trong tháng 9 ghi nhận 1 tuần ở mức rất thấp, tuy nhiên đã phục hồi nhanh chóng



Nguồn: HSX, HSC

Cơ cấu sở hữu nước ngoài: Định lượng sức ép bán ra trong tương lai (nếu có)

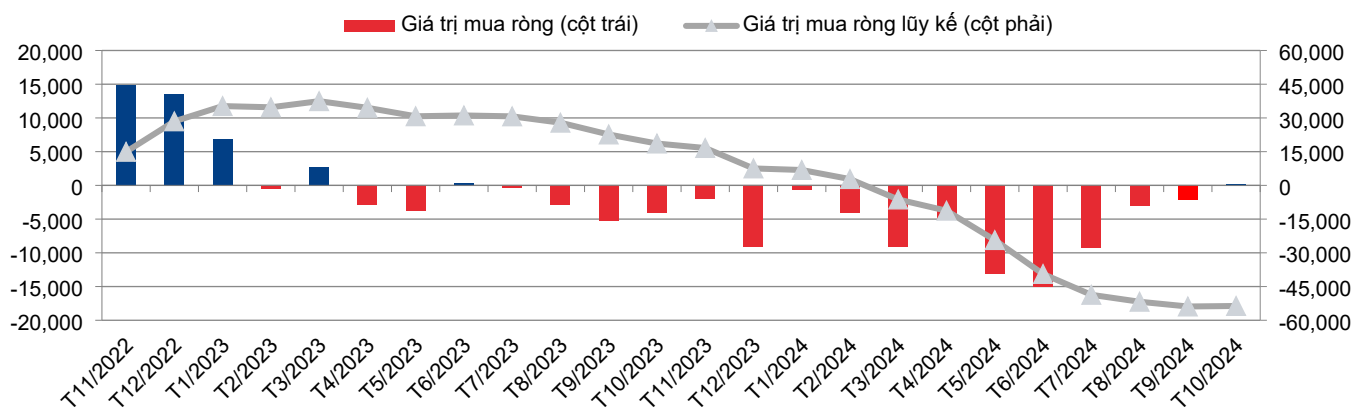
Từ năm 2023 đến Q3/2024, khối ngoại đã bán ròng tổng cộng 87 nghìn tỷ đồng với tổng giá trị sở hữu cổ phiếu trong giỏ chỉ số VN30 là 840 nghìn tỷ đồng, tương đương 23,5% vốn hóa thị trường của giỏ chỉ số VN30 và 16,3% vốn hóa thị trường của VNIndex. Mặc dù tổng giá trị sở hữu nước ngoài vẫn còn khá lớn nhưng không có nhiều khả năng khối ngoại sẽ bán ra toàn bộ cổ phần đang sở hữu. Để đánh giá về khả năng khối ngoại tiếp tục bán ra, HSC phân loại sở hữu của khối ngoại thành ba nhóm như sau:

- **Nhóm 1: Nắm giữ chiến lược (8,5% vốn hóa chỉ số VN30):** Nhóm này bao gồm các khoản đầu tư chiến lược dài hạn như cổ phần của khối ngoại tại các NHTM có vốn nhà nước và các thương vụ mua bán lớn của khối ngoại trong những ngành như nước giải khát. Đây là những khoản đầu tư dài hạn và không nhiều khả năng sẽ bán ra.
- **Nhóm 2: Nắm giữ cốt lõi (8,5% vốn hóa chỉ số VN30):** Những khoản đầu tư này, chủ yếu nằm ở những ngành chất lượng cao như Ngân hàng, Bán lẻ và CNTT, thường ổn định và giao dịch chỉ diễn ra giữa các NĐT NN thỏa thuận với nhau thay vì bán trực tiếp ra thị trường. Chúng tôi cho rằng sức ép bán ra từ nhóm này trong trung hạn là không lớn.
- **Nhóm 3 – Nắm giữ để giao dịch (6,5% vốn hóa VN30):** Nhóm này đại diện cho những vị thế chiến thuật, linh hoạt hơn do các quỹ đầu tư nắm giữ. Cổ phiếu nắm giữ bởi nhóm này có thể được bán ra trước tiên nếu các quỹ đầu tư phải hoàn trả tiền cho khách hàng hoặc quyết định phân bổ lại tài sản. Đây là nhóm sở hữu nước ngoài có biến động lớn nhất với giá trị ước tính 232 nghìn tỷ đồng (6,5% vốn hóa chỉ số VN30). Tuy nhiên, HSC cho rằng nhóm này sẽ không bán ra toàn bộ cổ phiếu, đặc biệt là trong bối cảnh Fed đang có lập trường ôn hòa hơn và sức ép lên tỷ giá giảm.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng lực bán của khối ngoại sẽ giảm xuống trong thời gian tới.

Biểu đồ 3: Giá trị mua vào/bán ra của khối ngoại, giai đoạn Q4/2022 – Q3/2024

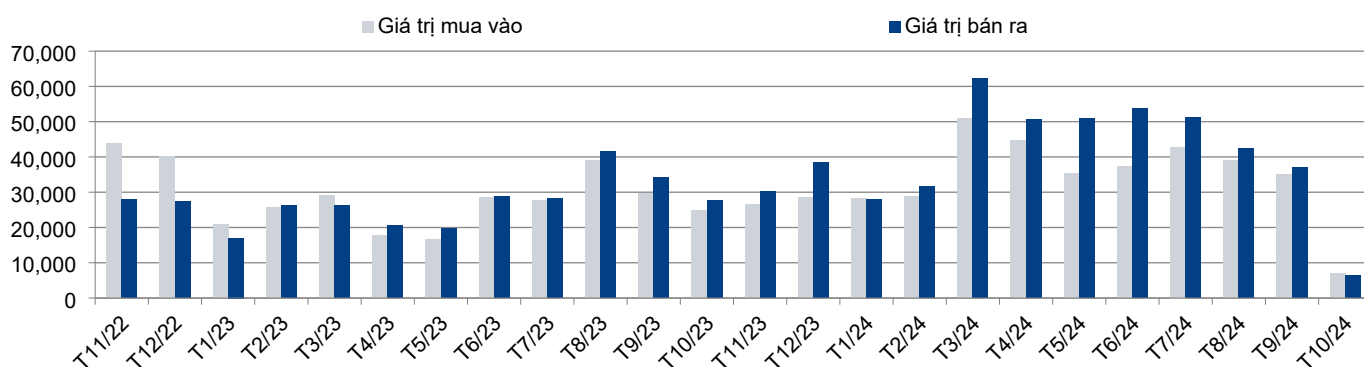
NDT NN mua ròng trở lại trong tháng 10/2024 sau chuỗi bán ròng kéo dài từ tháng 4/2023



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 4: Giá trị mua vào/bán ra của khối ngoại, giai đoạn Q4/2022 – Q3/2024

Giao dịch của khối ngoại tăng mạnh trong giai đoạn từ tháng 3 – tháng 9/2024



Nguồn: HSX, HSC

Những động lực chính trong Q4/2024 và tương lai

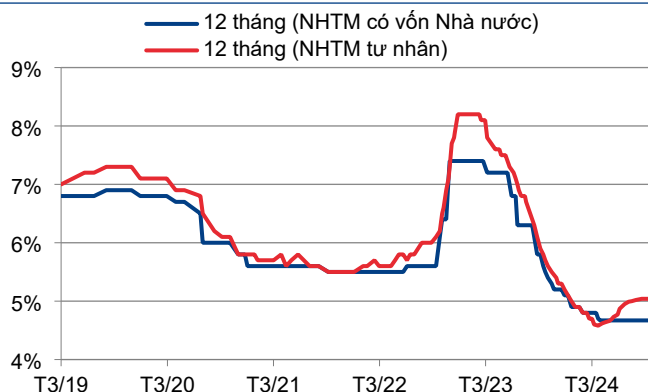
Động lực 1: Mặt bằng lãi suất thuận lợi trong dài hạn (thu hút dòng vốn trong nước)

Mặt bằng lãi suất thấp ở Việt Nam, kể từ đầu năm 2024, tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế phục hồi. Fed nhiều khả năng sẽ duy trì lập trường ôn hòa, HSC dự báo mặt bằng lãi suất sẽ vẫn thuận lợi, từ đó tiếp tục giúp thu hút dòng vốn trong nước. Chúng tôi cho rằng các chính sách thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, hỗ trợ thị trường BĐS phục hồi và đẩy mạnh sản xuất sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp, lợi nhuận được dự báo sẽ tăng trưởng 15-16% trong năm 2024-2025.

Tâm lý đầu tư cũng khởi sắc, trong đó đã có 330.000 nhà đầu tư mới đăng ký mở tài khoản trong tháng 7-8/2024, tương đương tăng 75% so với cùng kỳ, và tổng số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán tính đến tháng 9/2024 cũng tăng 20% kể từ đầu năm.

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, NHTM có vốn Nhà nước & NHTM tư nhân

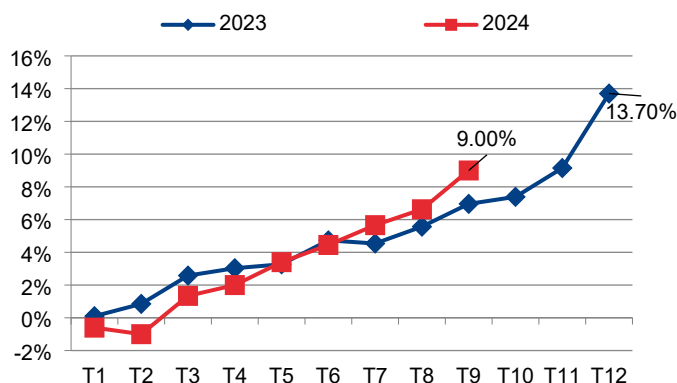
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng hiện thấp hơn thời kỳ đại dịch



Nguồn: Các NHTM, HSC

Biểu đồ 6: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, hệ thống ngân hàng

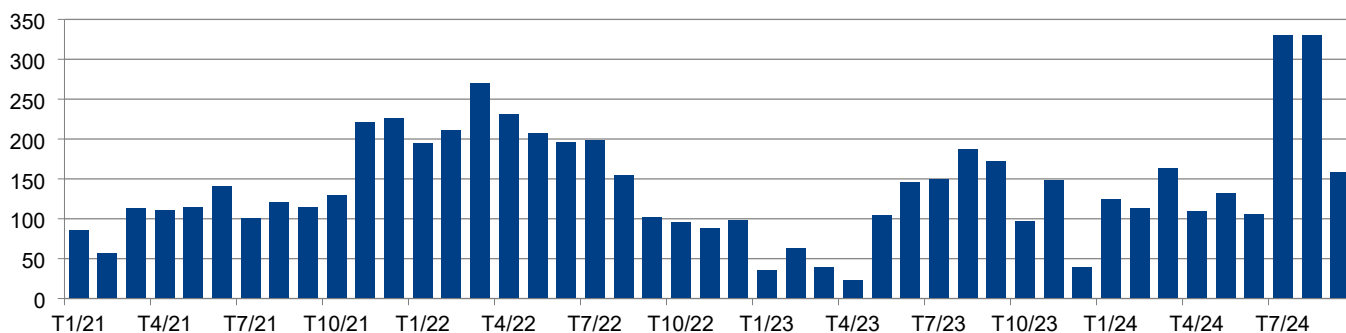
Tăng trưởng tín dụng Q3/2024 đã vượt mức trong Q3/2023



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 7: Số lượng tài khoản chứng khoán cá nhân mở mới hàng tháng (nghìn)

Số lượng tài khoản mở mới trong tháng 8 đã đạt mức 330.000 (tăng 75% so với cùng kỳ & đi ngang so với tháng trước)



Nguồn: VSD, HSC

Động lực 2: Kỳ vọng nâng hạng thị trường và quy định về giao dịch không yêu cầu ký quỹ (thu hút dòng vốn nước ngoài)

Vào ngày 18/9/2024, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 68 cho phép giao dịch không yêu cầu ký quỹ đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài (NĐTTCNN), có hiệu lực từ ngày 2/11/2024. Những thay đổi về chính sách này là bước tiến đáng kể đến việc nâng hạng thị trường của FTSE. Thủ tục cho giao dịch không yêu cầu ký quỹ được phân tích trong Báo cáo: [Dự thảo mới nhất về giao dịch không yêu cầu ký quỹ: Cụ thể và toàn diện hơn](#).

Theo ước tính thận trọng của chúng tôi, nếu Việt Nam được phân bổ tỷ trọng 0,5-1% trong giỏ chỉ số FTSE EM, tổng dòng vốn vào ròng từ các quỹ ETF và các quỹ đầu tư bị động sẽ dao động trong khoảng 387-821 triệu USD. Dòng vốn từ các quỹ chủ động, mặc dù khó để ước tính hơn, sẽ lớn hơn nhiều (gấp hơn 5 lần so với dòng vốn từ các quỹ bị động).

Các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng tổ chức như SSI, VCI và HCM sẽ hưởng lợi đáng kể nếu triển khai dịch vụ không yêu cầu ký quỹ, cùng dòng vốn dự kiến chảy vào thị trường Việt Nam, nhờ năng lực tài chính được chuẩn bị sẵn để triển khai giao dịch này rất lớn.

Những rủi ro về thanh khoản và hiệu suất của thị trường

HSC đánh giá có 2 rủi ro tiềm năng đối với thanh khoản thị trường bao gồm:

- Sự cạnh tranh từ các nhóm tài sản khác như BĐS và vàng do người Việt Nam ưa thích sở hữu những tài sản này để đầu tư dài hạn.

- Khối ngoại tiếp tục bán ròng. Mặc dù biến động tỷ giá đã hạ nhiệt, những yếu tố khác như sự chậm trễ triển khai các quy định, khó khăn về cơ sở hạ tầng và lo ngại về tình hình địa chính trị có thể tiếp tục tác động tiêu cực lên tâm lý NĐT.

Bảng 8: Dòng vốn tiềm năng từ việc nâng hạng lên thị trường mới nổi

HSC ước tính dòng vốn ròng từ các quỹ ETF chảy vào thị trường Việt Nam dựa trên các kịch bản khác nhau về tỷ trọng tiềm năng (từ 0,5% - 1%)

Triệu USD	Tỷ trọng của thị trường Việt Nam trong giỏ chỉ số FTSE / MSCI EM					
	0.50%	0.60%	0.70%	0.80%	0.90%	1.0%
Vốn hóa thuần trên FTSE EM	31,860	38,232	44,604	50,976	57,349	63,721
Dòng vốn chảy vào từ việc nâng hạng thị trường mới nổi	434	521	607	694	781	868
Dòng vốn rút ròng sau khi Việt Nam thoát khỏi thị trường cận biên			47			
Dòng vốn hút ròng từ việc nâng hạng thị trường mới nổi của FTSE	387	474	560	647	734	821
Vốn hóa mới trên MSCI EM	33,805	40,566	47,327	54,088	60,849	67,610
Dòng vốn chảy vào từ việc nâng hạng thị trường mới nổi	721	865	1,009	1,153	1,297	1,441
Dòng vốn rút ròng sau khi Việt Nam thoát khỏi thị trường cận biên			351			
Dòng vốn hút ròng từ việc nâng hạng thị trường mới nổi của MSCI EM	370	514	658	802	946	1,090

Nguồn: FTSE, MSCI, HSC

Ước tính lợi nhuận Q3/2024: Điều kiện thị trường khó khăn

Trong Q3/2024, chỉ số VNIndex đi ngang với thanh khoản giảm 23% so với quý trước. Điều này đã tác động tiêu cực lên các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân (CTCK bán lẻ) và khiến những công ty này đánh mất thị phần cho các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng tổ chức cũng như các CTCK có quy mô nhỏ. Dư nợ cho vay ký quỹ ước tính tăng nhẹ 3% so với quý trước đạt 245 nghìn tỷ đồng. Mảng nghiệp vụ môi giới & lãi hoạt động tự doanh làm giảm đà tăng trưởng lợi nhuận trong khi mảng cho vay ký quỹ bù đắp một phần sự sụt giảm. HSC ước tính LNTT Q3/2024 của SSI đạt 800 tỷ đồng (giảm 23% so với quý trước), VCI đạt 200 tỷ đồng (giảm 44% so với quý trước) và VND đạt 550 tỷ đồng (tăng 29% so với mức nền thấp quý trước).

Tình hình cạnh tranh ngày càng đa dạng

Các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng tổ chức giành lại thị phần

Trong Q3/2024, thị phần của các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng tổ chức tiếp tục tăng lên:

- VCI: Giành thêm 1,5% so với quý trước lên 6,8% thị phần
- HCM: Giành thêm 0,3% so với quý trước lên 6,7% thị phần.

Điều này là nhờ hai yếu tố như sau:

- Số lượng NĐT NN tham gia thị trường tăng lên: Tỷ trọng giao dịch của khối ngoại tăng lên 10% trong Q3/2024 từ 8% trong Q2/2024.
- Dư nợ cho vay ký quỹ tăng lên: các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng tổ chức đã mở rộng hoạt động cho vay và cải thiện vị thế ở phân khúc khách hàng cá nhân.

Các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân mất thị phần nhưng vẫn duy trì vị trí thống trị

Mặc dù thị phần của các CTCK bán lẻ vẫn thống trị nhưng đã có sự sụt giảm:

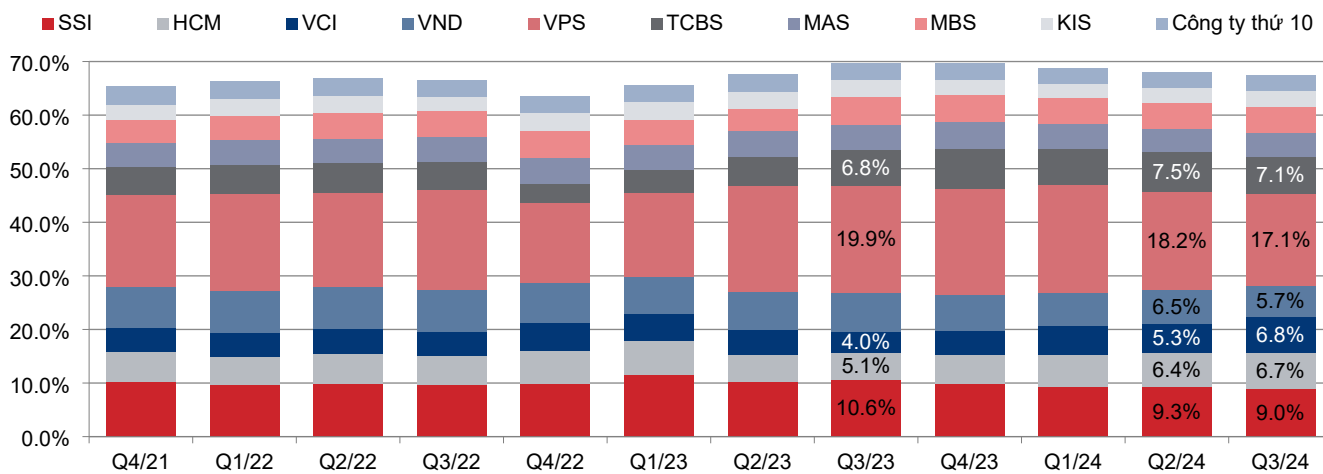
- VPS: Giảm 1% so với quý trước xuống 17,1% thị phần, nhưng vẫn duy trì vị trí dẫn đầu.
- SSI: Giảm 0,3% so với quý trước xuống 9% thị phần.
- TCBS (Chưa khuyến nghị): Giảm 0,4% so với quý trước xuống 7,1% thị phần.

Cạnh tranh gia tăng giữa các CTCK quy mô nhỏ

Như chúng tôi đã dự đoán, cơ cấu thị trường đã trở nên đa dạng hơn, đặc biệt là với sự tập trung trở lại của các CTCK có ngân hàng hậu thuẫn. Xu hướng này thể hiện ở mức độ tập trung của 10 CTCK hàng đầu: Giảm xuống **67,4%** trong Q3/2024, giảm từ **68,1%** trong Q2/2024 và 70% trong Q3/2023. Điều này cho thấy môi trường kinh doanh trở nên cạnh tranh hơn với thị phần được phân bổ đồng đều hơn giữa các CTCK tham gia thị trường.

Biểu đồ 9: Thị phần của nhóm 10 công ty hàng đầu, HSX

Những công ty có thị phần cao nhất trong Q3/2024 bao gồm VCI, HCM & MAS với mức tăng lần lượt là 1,4%/0,3%/0,1% so với quý trước



Nguồn: HSX, HSC

Dư nợ cho vay ký quỹ: Dự báo đạt mức kỷ lục mới, ổn định về mặt tỷ lệ

HSC ước tính dư nợ cho vay ký quỹ đạt 245 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q3/2024, tương đương:

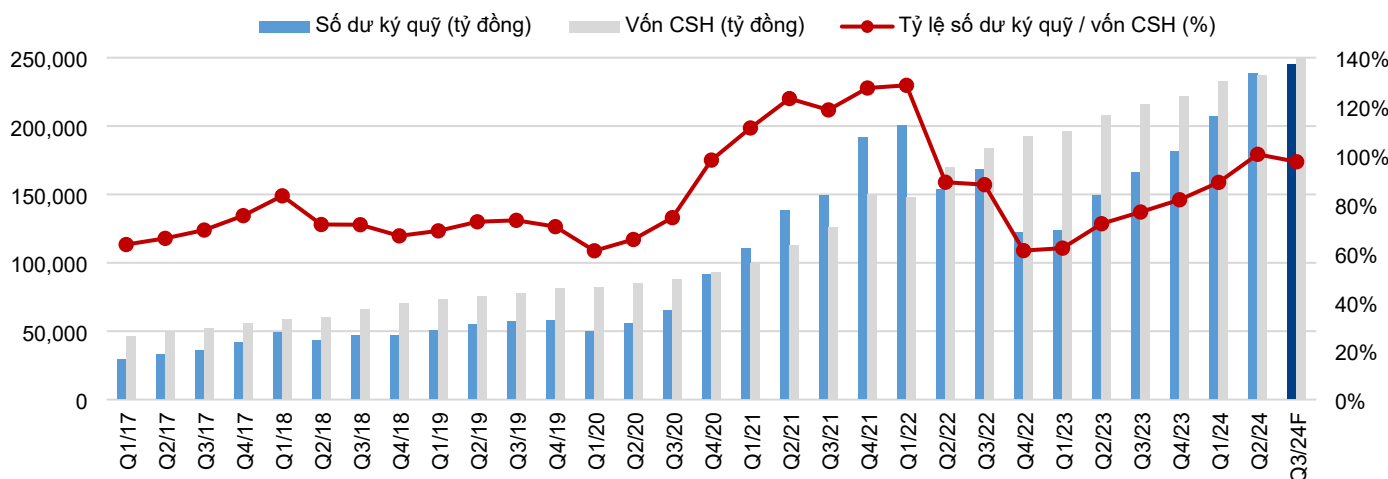
- Tăng 3% so với quý trước từ khoảng 238 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2024.
- Tăng 22% so với mức đỉnh 200 nghìn tỷ đồng trong Q1/2022.

Ngoài ra, chúng tôi ước tính tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH giảm xuống 97% từ 100% trong Q2/2024, vẫn thấp hơn đáng kể so với mức 130% vào Q1/2022.

Sự cải thiện này là nhờ việc đẩy mạnh phát hành quyền chọn của các CTCK hàng đầu – SSI, VCI và VND – từ đó giúp nâng cao năng lực tài chính, cho phép tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ bền vững đồng thời giảm thiểu rủi ro đòn bẩy.

Biểu đồ 10: Số dư ký quỹ so với vốn CSH, ngành Chứng khoán

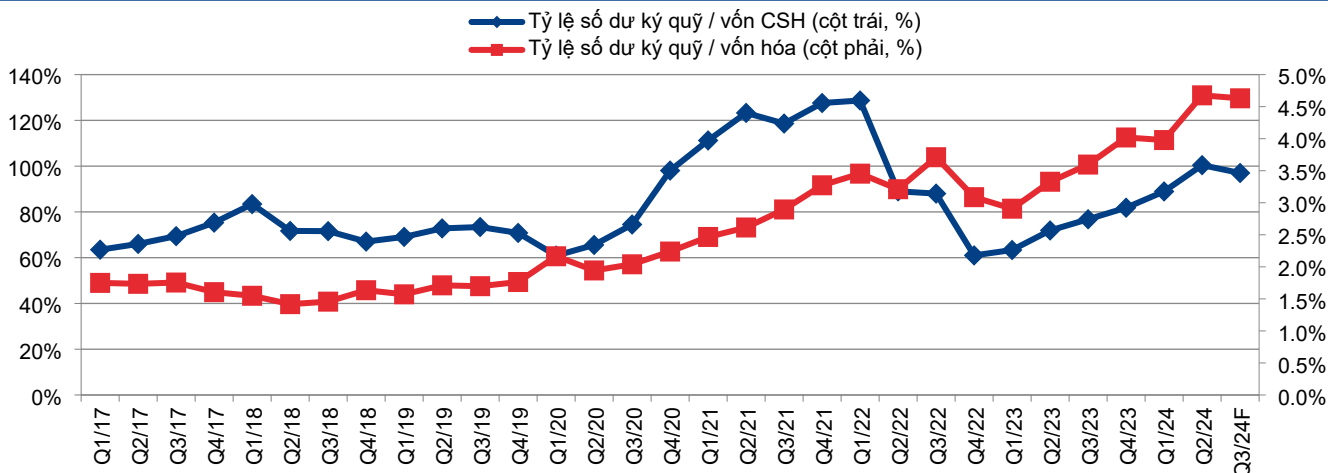
HSC ước tính số dư ký quỹ đã tăng lên khoảng 245 nghìn tỷ đồng vào cuối Q3/2024; trong khi đó, tỷ lệ số dư ký quỹ/vốn CSH giảm còn 97% (từ 100% trong Q2/2024) sau khi các công ty chứng khoán tăng nền vốn đáng kể



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 11: Tỷ lệ số dư ký quỹ/vốn CSH & số dư ký quỹ/vốn hóa, ngành Chứng khoán

Tỷ lệ số dư ký quỹ/vốn CSH vẫn thấp hơn so với mức đỉnh trong Q1/2022 trong khi tỷ lệ số dư ký quỹ/vốn hóa ghi nhận mức cao nhất vào cuối Q2/2024



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Quá trình tăng vốn: Hoàn thành lộ trình ngắn hạn

Các CTCK đã có những bước tiến đáng kể trong hoạt động tăng vốn trong Q3/2024. HSC ước tính nguồn vốn mới 13,8 nghìn tỷ đồng đã được bơm thông qua quyền chọn phát hành bởi các CTCK, từ đó nâng tổng số tiền thu được lên 24,8 nghìn tỷ đồng – bằng 60% kế hoạch cho giai đoạn 2024-2025.

Kế hoạch tăng vốn này nhằm mục đích:

- Nâng cao nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu ngày càng lớn của NĐT.
- Hỗ trợ giao dịch không yêu cầu ký quỹ với những CTCK đi đầu trong hoạt động này bao gồm SSI, VCI và HCM (Chưa khuyến nghị).

HSC tin rằng hầu hết các CTCK hiện đã đảm bảo đủ nguồn vốn trong trung hạn. Phần còn lại trong nỗ lực tăng vốn chủ yếu bao gồm các đợt phát hành riêng lẻ, dự kiến sẽ diễn ra trong dài hạn.

Hoạt động huy động vốn của các CTCK diễn ra rất tích cực trong Q3/2024. Cụ thể, nguồn vốn bổ sung 13,8 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành quyền chọn đã được bơm vào các CTCK lớn, nâng tổng số tiền thu được của tất cả các CTCK lên 24,8 nghìn tỷ đồng (bằng 60% tổng kế hoạch trong giai đoạn 2024-2025). Hoạt động này nhằm chuẩn bị đủ nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu giao dịch ngày càng lớn của NĐT và hỗ trợ dịch vụ không yêu cầu ký quỹ, trong đó dẫn đầu là SSI, VCI và HCM.

Bảng 12: Kế hoạch tăng vốn trong năm 2024-2025, một số công ty chứng khoán

Trong Q3/2024, 13,8 nghìn tỷ đồng đã được huy động thành công.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, số vốn huy động đạt 24,8 nghìn tỷ đồng, bằng 60% kế hoạch toàn ngành là 40,7 nghìn tỷ đồng.

Công ty	Hình thức phát hành	% Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Phát hành (triệu cp)	Hoàn thành (tỷ đồng)	Được UBCKNN phê duyệt (tỷ đồng)	Kế hoạch của ĐHĐCĐ (tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền mua	10%	151	1,510	←	1,500
	Phát hành riêng lẻ	7%	104			
	ESOP		10	100		
VND	Phát hành quyền mua	20%	243.6	2,436	←	3,439
	Phát hành riêng lẻ	20%	286.6			
	ESOP		30	300		
HCM	Phát hành quyền mua	50%	228.6	2,286		160
	ESOP		16			
VCI	Phát hành riêng lẻ	30%	144	2,420	←	44
	ESOP		4.4			
MBS	Phát hành quyền mua	25%	109.4	1,094	←	765
	Phát hành riêng lẻ	5%	27			
ACBS	Phát hành quyền mua	42%	300	3,000		
LPBS	Phát hành quyền mua	1450%	363.8	3,638		
VIX	Phát hành quyền mua	95%	636	6,360	←	200
	ESOP		20			
SHS	Phát hành quyền mua	100%	813.1			8,131
ORS	Phát hành quyền mua	33%	100	1,000		
TCI	Phát hành quyền mua	44%	50.9			509
	ESOP	4%	5	50		
DSE	IPO	10%	30	900		
VDS	Phát hành riêng lẻ	38%	81			891
Tổng				24,794	0	15,939

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Ước tính lợi nhuận Q3/2024: Giảm so với quý trước do điều kiện thị trường âm ảm

HSC dự đoán mảng nghiệp vụ môi giới và lãi hoạt động tự doanh sẽ vừa phải trong Q3/2024 do thanh khoản thị trường khiêm tốn, biến động chỉ số VNIndex kém tích cực tác động đến các khoản đầu tư cổ phiếu của các CTCK và mặt bằng lãi suất thấp ảnh hưởng đến lợi nhuận từ tiền gửi & chứng chỉ tiền gửi. Tuy nhiên, mảng cho vay ký quỹ dự kiến sẽ giữ vững xu hướng tăng nhờ dư nợ cho vay ký quỹ ngày càng tăng. Nhìn chung, lợi nhuận của các CTCK được dự báo sẽ giảm nhẹ so với quý trước.

Đối với những CTCK trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi:

- SSI: HSC ước tính LNTT Q4/2024 giảm 23% so với quý trước xuống 800 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ) do tỷ lệ phí môi giới giữ lại giảm và lợi suất đầu tư tiếp tục thấp. Dư nợ cho vay ký quỹ, đặc biệt là đối với SSI, có vẻ cũng giảm do thị phần giảm.

Tuy nhiên, lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2024 của SSI dự báo đạt 82% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi, tương đương tăng 24% so với cùng kỳ. Chúng tôi lạc quan rằng SSI sẽ vượt kế hoạch này.

- VCI: Chúng tôi dự báo LNTT Q3/2024 của VCI đạt 200 tỷ đồng, giảm 44% so với mức nền cao trong Q2/2024 và giảm 4% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sụt giảm do tỷ lệ phí môi giới giữ lại giảm và lãi hoạt động tự doanh vừa phải trong bối cảnh biến động VNIndex kém thuận lợi trong quý nhưng dư nợ cho vay ký quỹ tăng lên dự kiến sẽ giảm thiểu một phần tác động lên doanh thu hoạt động.

Lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2024 của VCI (tăng 83% so với cùng kỳ) dự báo đạt 83% dự báo cả năm của chúng tôi.

- VND: Chúng tôi dự báo LNTT Q3/2024 của VND đạt 550 tỷ đồng, tăng 29% từ mức nền thấp trong Q2/2024 nhưng giảm 30% so với cùng kỳ do lãi hoạt động tự doanh hồi phục và mảng cho vay ký quỹ cải thiện. Đóng góp của khoản lãi mua bán trái phiếu không thường xuyên có thể sẽ giảm xuống trong quý này mặc dù vẫn ở mức cao.

Lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2024 của VND (tăng 18% so với cùng kỳ) dự báo đạt 70% dự báo cả năm của chúng tôi.

Nhìn chung, mặc dù ngắn hạn gặp nhiều thách thức nhưng các CTCK trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi được dự báo sẽ ghi nhận tăng trưởng tích cực trong 9 tháng đầu năm 2024 so với 9 tháng đầu năm 2023 nhờ giá trị giao dịch bình quân ngày cải thiện. Kết quả này cho thấy sự ổn định và khả năng vượt qua biến động thị trường của các CTCK.

Bảng 13: Ước tính Q3/2024 & cả năm 2024, ngành Chứng khoán

SSI và VCI đã hoàn thành hơn 80% dự báo cả năm của HSC trong khi VND hoàn thành khoảng 70%

	Q3/24 ước tính (tỷ đồng)	Q2/2024 (tỷ đồng)	% so với quý trước	Ước tính 9T2024 (tỷ đồng)	9T2023 (tỷ đồng)	% so với cùng kỳ	LNTT 2024 HSC dự báo (tỷ đồng)	% đạt dự báo
SSI	800	1,041	-24%	2,741	2,204	+24%	3,315	82%
VCI	200	344	-42%	771	421	+83%	928	83%
VND	550	426	+29%	1,763	1,496	+18%	2,525	70%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

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

Do giá trị giao dịch bình quân ngày sụt giảm trong Q3 và tiến độ triển khai dịch vụ không yêu cầu ký quỹ chậm hơn dự báo, HSC giảm nhẹ giả định giá trị giao dịch bình quân ngày cho năm 2024 nhưng vẫn dự báo mức tăng trưởng mạnh lần lượt 27% và 29% trong năm 2025-2026. Chúng tôi điều chỉnh trái chiều dự báo lợi nhuận của các CTCK trong danh sách khuyến nghị sau khi thực hiện những điều chỉnh kể trên cùng KQKD gần đây của từng CTCK. Cụ thể, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho SSI và VCI trong khi giảm 6% dự báo cho VND. Theo đó, lợi nhuận thuần của SSI, VCI và VND tăng trưởng trung bình lần lượt 22%, 26% và 12% trong 3 năm tới.

Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo

HSC giữ nguyên quan điểm dòng vốn trong nước sẽ trở lại vào Q4/2024 do nguồn vốn, trước đó đã phân bổ vào quyền chọn và thị trường BĐS, nhiều khả năng sẽ trở lại thị trường. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng khối ngoại sẽ giảm rút ròng và có thể sẽ quay trở lại mua ròng. Tuy nhiên, do giá trị giao dịch bình quân ngày sụt giảm trong Q3 và tiến độ triển khai dịch vụ không yêu cầu ký quỹ chậm hơn dự báo, chúng tôi giảm nhẹ giả định giá trị giao dịch bình quân ngày.

HSC giảm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2024 xuống 23 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 15%, từ 26 nghìn tỷ đồng trước đó. Theo đó, giá trị giao dịch bình quân ngày Q4/2024 ước tính đạt 23 nghìn tỷ đồng.

Trong dài hạn, chúng tôi giảm lần lượt 12% và 10% dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày cho năm 2025 và 2026 xuống lần lượt 29 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27%) và 37 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29%).

Đối với thị trường tương lai, chúng tôi kỳ vọng số lượng giao dịch sẽ tăng trưởng lần lượt 15% và 20% và năm 2024 và 2025-2026.

Bảng 14: GTGD thực tế & dự báo hàng năm, giai đoạn 2023-2026F

Chúng tôi giảm lần lượt 12% & 8% giả định GTGD bình quân ngày trong năm 2024 & trong giai đoạn 2025-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tổng GTGD (tỷ đồng)	4,938,291	6,419,778	8,024,723	10,432,140	5,679,035	7,212,374	9,303,962
GTGD bình quân ngày (tỷ đồng)	19,753	25,679	32,099	41,729	22,716	28,849	37,216
Tăng trưởng	-13%	30%	25%	30%	15%	27%	29%
Hợp đồng tương lai (triệu)	50.9	58.5	70.2	84.3	58.5	70.3	84.3
Tăng trưởng	-25%	15%	20%	20%	15%	20%	20%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

HSC điều chỉnh trái chiều dự báo của các CTCK trong danh sách khuyến nghị sau khi điều chỉnh dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày cùng với KQKD gần đây của từng CTCK, cụ thể như sau.

- Cho SSI, HSC tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhờ mảng cho vay ký quỹ cải thiện và các biện pháp cắt giảm chi phí hiệu quả. Chúng tôi giảm 2%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do thị phần tăng chậm hơn dự báo trong bối cảnh có thêm nhiều công ty tham gia thị trường. Nhìn chung, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026.
- Cho VCI, cũng ghi nhận kết quả vững chắc, HSC gần như giữ nguyên dự báo
- Cho VND: HSC giảm bình quân 6% dự báo do mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ giảm tốc.

Dự báo mới của chúng tôi như sau:

- Lợi nhuận thuần của SSI tăng trưởng lần lượt 22%, 20% và 26% trong năm 2024, 2025 và 2026.

- Lợi nhuận thuần của VCI dự báo tăng trưởng lần lượt 60%, 39% và 40% trong năm 2024, 2025 và 2026.
- Lợi nhuận thuần của VND dự báo giảm 2% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng lần lượt 19% và 19% trong năm 2025-2026.

Bảng 15: Tăng trưởng LNTT thực tế & dự báo, các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị

HSC dự báo tốc độ tăng trưởng CAGR toàn ngành trong giai đoạn 2023-2026 là 21,1%

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
SSI	2,874	3,506	4,189	5,271
Tăng trưởng	36.2%	22.0%	19.5%	25.8%
VCI	570	914	1,269	1,782
Tăng trưởng	-46.2%	60.0%	39.0%	40.0%
VND	2,481	2,437	2,906	3,470
Tăng trưởng	61.7%	-2.2%	19.2%	19.4%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ giá mục tiêu cho các CTCK trong danh sách khuyến nghị sau khi hạ dự báo lợi nhuận và bội số định giá. Theo dự báo mới, chúng tôi hiện định giá SSI và VCI dựa trên P/E và P/S mục tiêu cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn và VND cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ (từ 1 độ lệch chuẩn trước đó) sau khi hạ giá định giá trị giao dịch bình quân ngày. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SSI nhờ tiềm năng tăng giá cao, trong khi giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ đối với VCI do không còn nhiều tiềm năng tăng giá. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào đối với VND do triển vọng thận trọng hơn mặc dù định giá vẫn hấp dẫn. SSI vẫn là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi nhờ quy mô lớn, HĐKD cân bằng và định giá hợp lý.

Điều chỉnh giá mục tiêu do triển vọng giá trị giao dịch bình quân ngày suy yếu, nhưng vẫn duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn

HSC giảm 6% giá mục tiêu cho SSI xuống 34.200đ (tiềm năng tăng giá 23%), giảm 5% giá mục tiêu cho VCI xuống 35.900đ (tiềm năng tăng giá 0%) và giảm 22% giá mục tiêu cho VND xuống 18.000đ (tiềm năng tăng giá 18%). Giá định cụ thể như sau:

- Giảm bội số định giá: HSC hiện áp dụng P/E và P/S mục tiêu cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ (từ 1 độ lệch chuẩn trước đó). Cho VND, chúng tôi hiện áp dụng bội số thận trọng hơn ở mức cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ do những hạn chế hiện hữu về nguồn vốn vì các khoản đầu tư trái phiếu.
- Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Chúng tôi giảm bình quân 6%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Cho SSI, chúng tôi tăng 6% dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng giảm 2%/năm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 cho SSI, trong khi gần như giữ nguyên dự báo cho VCI. Tác động của những điều chỉnh này lên giá mục tiêu mới không lớn như tác động từ việc điều chỉnh bội số.

Tại giá mục tiêu mới, P/E mục tiêu 2024 cho SSI, VCI và VND lần lượt là 24,3 lần, 29,8 lần và 15,1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SSI nhờ tiềm năng tăng giá cao, trong khi giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ đối với VCI do không còn nhiều tiềm năng tăng giá. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào đối với VND do triển vọng thận trọng hơn mặc dù định giá vẫn hấp dẫn.

Bảng 16: Phương pháp định giá P/E, các công ty chứng khoán

	EPS 2024	EPS 2025	EPS bình quân	P/E mục tiêu	Giá mục tiêu = EPS bình quân * P/E mục tiêu
SSI	1,511	1,605	1,558	25.2	39,285
VCI	1,370	1,514	1,442	20.9	30,138
VND	1,339	1,419	1,379	17.6	24,270

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 17: Phương pháp định giá P/S, các công ty chứng khoán

	P/S 2024	P/S 2025	P/S bình quân	P/S mục tiêu	Giá mục tiêu = Tỷ lệ giá/doanh thu bình quân * P/S mục tiêu
SSI	3,849	4,075	3,962	7.3	29,121
VCI	4,866	5,336	5,101	8.2	41,701
VND	4,440	4,735	4,588	3.5	15,827

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 18: Kết hợp phương pháp P/E & P/S, các công ty chứng khoán

Công ty	P/S	P/E	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá
SSI	29,121	39,285	34,203	23%
VCI	41,701	30,138	35,919	0%
VND*	15,827	24,270	18,044 (*)	18%

Ghi chú: *HSC áp dụng chiết khấu 10% đối với định giá của VND do nguồn lực bị "tắc nghẽn" ở trái phiếu có vấn đề
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 19: So sánh các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị

	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/E (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/E tại giá mục tiêu (lần)	
				2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
SSI	27,250	Mua vào	34,200	21.3	19.7	17.5	10.2	10.6	12.0	8.1	12.9	24.5	21.7
VCI	36,000	Nắm giữ	35,900	42.5	26.8	24.3	7.1	8.5	9.9	58.4	10.7	26.6	24.1
VND	15,150	Tăng tỷ trọng	18,000	9.6	11.3	10.4	13.0	11.3	10.8	(14.8)	9.1	13.4	12.3
Bình quân ngành				24.5	19.3	17.4	9.7	7.6	8.2	17.2	10.9	21.5	19.3

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 14/10/2024
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu các CTCK trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi tăng bình quân 7% trong 1 tháng qua. Từ đó, P/E trượt dự phóng 1 năm của các công ty này hiện đang ở mức 18,3 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ, với P/S bình quân là 6,2 lần – cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ.

Đối với từng công ty, P/E trượt dự phóng 1 năm hiện như sau:

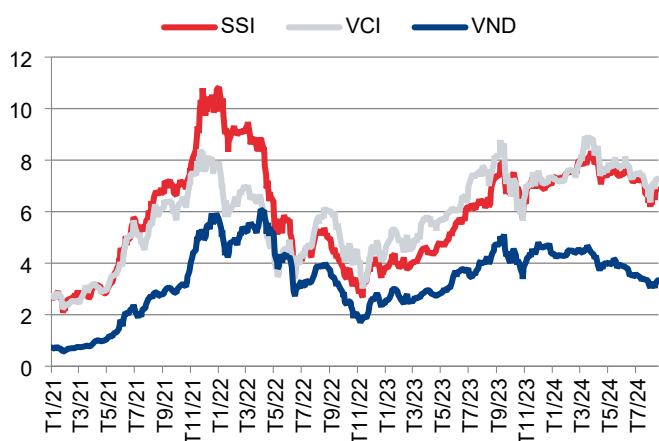
- SSI: 18 lần – sát trung vị quá khứ.
- VCI: 25,8 lần – cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ, mức định giá tương đối cao.
- VND: 10,8 lần – sát trung vị quá khứ.

Trong khi VCI đang giao dịch với định giá cao hơn quá khứ, cả SSI và VND đều đang có P/E trượt dự phóng 1 năm thấp hơn so với P/E mục tiêu của chúng tôi (thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ). Điều này cho thấy SSI và VND vẫn còn dư địa tăng giá khi mặt bằng cổ phiếu chứng khoán định giá lại sát với mục tiêu của chúng tôi.

HSC giữ nguyên quan điểm tích cực về ngành chứng khoán nhờ tiềm năng từ dịch vụ không yêu cầu ký quỹ và dòng vốn trong nước mạnh mẽ. Cho năm 2024, P/E và P/S mục tiêu bình quân của chúng tôi cho 3 CTCK trong danh sách khuyến nghị lần lượt là 22,6 lần và 6,7 lần, vẫn còn tiềm năng tăng giá so với định giá hiện tại.

Biểu đồ 20: So sánh P/S trượt dự phóng 1 năm, các công ty chứng khoán

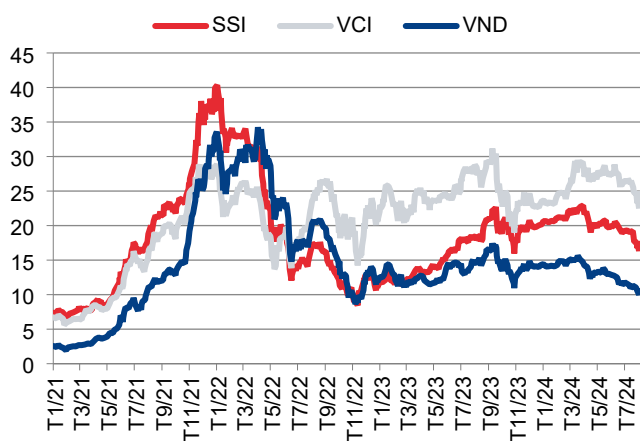
VND đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm thấp hơn đáng kể so với SSI và VCI



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 21: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty chứng khoán

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND cũng thấp nhất trong số 3 công ty



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 22: Phân tích độ nhạy, các công ty chứng khoán HSC khuyến nghị

HSC giả định GTGD bình quân ngày năm 2024 là 23 nghìn tỷ đồng làm kịch bản cơ sở để định giá VCI & SSI, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, trong khi định giá của VND cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

	Giá định GTGD bình quân ngày & định giá (+/- độ lệch chuẩn so với bình quân) năm 2024				
	16 nghìn tỷ đồng (-20% y/y) (+0,0 độ lệch chuẩn)	20 nghìn tỷ đồng (đi ngang y/y) (+0,5 độ lệch chuẩn)	23 nghìn tỷ đồng (+15% y/y) (+0,7 độ lệch chuẩn)	27 nghìn tỷ đồng (+35% y/y) (+1 độ lệch chuẩn)	31 nghìn tỷ đồng (+55% y/y) (+1,5 độ lệch chuẩn)
SSI					
Giá / Doanh thu	3,729	3,789	3,849	3,909	3,969
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,383	1,397	1,511	1,525	1,539
Giá mục tiêu	24,000 (-30%)	31,100 (-9%)	34,200	38,200 (+12%)	45,300 (+33%)
VCI					
Giá / Doanh thu	4,615	4,758	4,866	5,009	5,153
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,301	1,339	1,367	1,405	1,442
Giá mục tiêu	28,000 (-23%)	33,800 (-7%)	35,900	39,600 (+9%)	45,500 (+25%)
VND					
Giá / Doanh thu	4,367	4,440	4,456	4,507	4,558
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,324	1,339	1,344	1,356	1,367
Giá mục tiêu	12,800 (-28%)	18,000	20,500 (+10%)	23,700 (+25%)	29,200 (+52%)

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Mua vào (giữ nguyên)

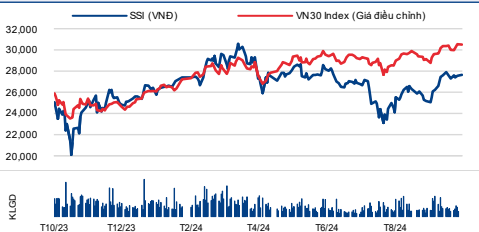
Giá mục tiêu: VNĐ34.200 (từ VNĐ36,321)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/10/2024)	27,650
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,103-30,564
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	54,249
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,183
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,962
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,962
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,112
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (15.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.65	2.81	5.56
So với chỉ số	4.45	(1.50)	(9.36)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,513	1,519	(0.4)
2025F	1,607	1,692	(5.0)
2026F	2,011	1,947	3.3

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

Triển vọng vẫn ổn định; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SSI nhưng giảm 6% giá mục tiêu xuống 34.200đ (tiềm năng tăng giá 23%) sau khi hạ bội số định giá mục tiêu của cổ phiếu (từ cao hơn 1 độ lệch chuẩn xuống cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ).
- Chúng tôi tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 trong khi giảm bình quân 2%/năm dự báo năm 2025-2026, từ đó tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm lợi nhuận thuần không có nhiều thay đổi (22%). Hệ số ROE bình quân giai đoạn 2024-2026 dự báo đạt 12,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm và P/S lần lượt là 18 lần và 7,1 lần, vẫn tương đối hấp dẫn.

Sự kiện: Ước tính KQKD Q3/2024, đánh giá lại triển vọng

Trong Q3/2024, thị phần của SSI giảm xuống 8,8% do thanh khoản sụt giảm và phân khúc khách hàng cá nhân thu hẹp. HSC ước tính mảng cho vay ký quỹ cũng sụt giảm trong quý nhưng vẫn ở mức nền cao. LNTT sơ bộ Q3/2024 dự báo đạt 800 tỷ đồng, giảm 9% so với cùng kỳ và giảm 23% so với quý trước.

Thời gian tới, chúng tôi dự báo kết quả Q4/2024 sẽ khởi sắc nhờ thanh khoản cải thiện, từ đó giúp mảng nghiệp vụ môi giới khách hàng cá nhân và cho vay ký quỹ hồi phục. Ngoài ra, dịch vụ giao dịch không yêu cầu ký quỹ ra mắt cũng sẽ hỗ trợ phân khúc khách hàng tổ chức của SSI.

Do LNTT 9 tháng đầu năm 2024 đạt 2.741 tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ) đã bằng 83% dự báo cả năm trước đó, chúng tôi lạc quan rằng SSI sẽ không chỉ hoàn thành mà còn vượt dự báo lợi nhuận cả năm của chúng tôi (3.315 tỷ đồng).

Tác động: HSC nâng dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng hạ dự báo năm 2025-2026

HSC tăng 6% dự báo lợi nhuận năm 2024 sau khi hạ dự báo chi phí tài chính và chi phí bán hàng & quản lý. Trong khi đó, chúng tôi chỉ giảm bình quân 2%/năm dự báo năm 2025-2026 sau khi đưa ra giả định thận trọng hơn đối với thị phần mảng nghiệp vụ môi giới trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 22% trong 3 năm tới nhờ lãi hoạt động tự doanh mạnh mẽ và tăng trưởng mảng cho vay ký quỹ ổn định. Tuy nhiên, thị phần mảng nghiệp vụ môi giới của SSI được dự báo sẽ tăng chậm lại do cạnh tranh gia tăng. Dự báo mới của chúng tôi nhìn chung sát với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SSI nhưng giảm 7% giá mục tiêu xuống 34.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 23%. Tại giá mục tiêu, P/E và P/S mục tiêu năm 2024 lần lượt là 24,3 lần và 8,8 lần – cao hơn khoảng 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm và P/S lần lượt là 18 lần và 7,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020. Chúng tôi tin rằng SSI đang có định giá hấp dẫn và có thêm dư địa để tăng giá.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	6,336	7,157	7,238	8,621	11,725
LN thuần (tỷ đồng)	1,699	2,320	2,841 ▲	3,394	4,270
EPS (đồng)	1,140	1,552	1,510 ▲	1,604	2,008
DPS (đồng)	1,010	1,000	1,200 ▲	1,500 ▲	1,500 ▲
BVPS (đồng)	14,920	15,390	13,587 ▲	13,906 ▲	14,601 ▲
P/E (lần)	24.3	17.8	18.3	17.2	13.8
Lợi suất cổ tức (%)	3.65	3.62	4.34	5.42	5.42
P/B (lần)	1.85	1.80	2.03	1.99	1.89
Thị phần môi giới CP (%)	9.80	10.4	9.50	10.2	10.8
Tăng trưởng EPS (%)	(58.4)	36.2	(2.67)	6.20	25.2
ROAE (%)	9.33	10.2	11.4	12.1	14.1

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

KQKD vẫn vững chắc; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 6% giá mục tiêu xuống 34.200đ sau khi hạ bội số định giá của cổ phiếu (từ cao hơn 1 độ lệch chuẩn xuống cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Đối với lợi nhuận, chúng tôi tăng 6% dự báo năm 2024 nhưng giảm bình quân 2%/năm dự báo năm 2025-2026, từ đó triển vọng lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 gần như giữ nguyên. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 22% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2026 đạt 14,1% nhờ lãi hoạt động tự doanh và mảng cho vay ký quỹ mạnh mẽ. Sau khi giá cổ phiếu SSI tăng 10% trong 1 tháng qua, tiềm năng tăng giá là 23% so với giá mục tiêu mới của chúng tôi.

Ước tính KQKD Q3/2024 & 9 tháng đầu năm 2024: Mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ kém tích cực nhưng tổng thể vẫn vững chắc

SSI nhiều khả năng sẽ có mức nền thấp trong Q3/2024 do thị phần của Công ty giảm 0,5% so với quý trước xuống 8,8%, từ đó làm giảm tỷ lệ phí giữ lại và dư nợ cho vay ký quỹ giảm tương đối. Ngoài ra, lợi suất đầu tư vẫn thấp sẽ gây sức ép lên mảng nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ. Tuy nhiên, lãi hoạt động tự doanh được dự báo sẽ vững chắc nhờ danh mục đầu tư được mở rộng sau những nỗ lực tăng vốn gần đây. Chi phí tài chính và chi phí bán hàng & quản lý, tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2024, được dự báo sẽ vừa phải trong Q3, từ đó sẽ hỗ trợ lợi nhuận của Công ty.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận của SSI ước tính đạt 2.741 tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ và bằng 82% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi (3.315 tỷ đồng). Nhờ thanh khoản dự kiến cải thiện trong Q4/2024 và dịch vụ giao dịch không yêu cầu ký quỹ được ra mắt, HSC tin rằng SSI sẽ hoàn thành mục tiêu tài chính cả năm của Công ty, từ đó củng cố kết quả vững chắc trong giai đoạn thị trường khó khăn.

Bảng 23: Ước tính lợi nhuận Q3/2024, SSI

KQKD Q3/2024 được ước tính giảm 23% so với quý trước & giảm 9% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Tổng thu nhập HĐ	1,289	1,420	1,150-1,280	Giảm	Giảm
Nghiệp vụ môi giới	141	203	50-100	Giảm	Giảm
Cho vay ký quỹ	431	513	450-480	Tăng	Giảm
HĐ tự doanh	705	692	650-700	Đi ngang	Đi ngang
Khác	12	13	13	Đi ngang	Đi ngang
Chi phí tài chính thuần	(327)	(323)	(300)-(320)	Giảm	Đi ngang
Chi phí HĐ	(81)	(56)	(50)-(60)	Giảm	Đi ngang
Thu nhập khác	0	0	0		
LNTT	880	1,041	800	-9%	-23%

Nguồn: SSI, HSC

Nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhưng hạ dự báo năm 2025-2026

Sau khi phân tích KQKD sơ bộ Q3/2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026, HSC tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 trong khi giảm 2%/năm dự báo năm 2025-2026. Tuy nhiên, dự báo lợi nhuận thuần 3 năm tới gần như được giữ nguyên. Những giả định chính như sau:

- **Mảng nghiệp vụ môi giới:** HSC giảm 15%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới giai đoạn 2024-2026 dựa trên giả định thị phần của SSI tăng chậm lại trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng từ các đối thủ có nguồn vốn dồi dào mới gia nhập thị trường. Chúng tôi hiện dự báo thị phần của SSI lần lượt là 9,5%, 10,2% và 10,8% trong giai đoạn 2024-2026 (từ lần lượt 10,5%, 11% và 11,2% trước đó). Giả định tỷ lệ phí giữ lại được giữ nguyên ở mức lần lượt 0,04% và 0,03% trong năm 2024-2025 và 2026.

- Mảng cho vay ký quỹ:** Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo mảng cho vay ký quỹ với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 25%. Sau khi tăng vốn đáng kể, SSI đang có vị thế tốt để nâng cao dư nợ cho vay ký quỹ để giành thêm thị phần và đẩy mạnh lợi nhuận.
 - Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ dự báo đạt lần lượt 34%, 24% và 27% cho năm 2024, 2025 và 2026, cao hơn một chút so với dự báo trước đó của chúng tôi.
 - Lãi suất cho vay ký quỹ được giữ nguyên, bình quân ở mức 11%/năm trong giai đoạn 2024-2026.
- Mảng hoạt động tự doanh:** HSC giữ nguyên dự báo tăng trưởng thu nhập đầu tư đạt lần lượt 13%, 26% và 23% cho năm 2024, 2025 và 2026 nhờ quy mô danh mục đầu tư tăng lên sau khi tăng vốn và mặt bằng lãi suất phục hồi kể từ năm 2025.
 - Tăng trưởng quy mô danh mục đầu tư dự báo đạt lần lượt 22%, 7% và 13% trong giai đoạn 2024-2026.
 - Lợi suất đầu tư dự báo đạt lần lượt 5,8%, 6,7% và 6,6% trong giai đoạn 2024-2026.
- Chi phí bán hàng & quản lý:** HSC giảm lần lượt 18%, 15% và 10% dự báo chi phí bán hàng & quản lý giai đoạn 2024-2026 với sự cắt giảm này bù đắp một phần cho việc điều chỉnh giảm doanh thu hoạt động.

Từ đó, lợi nhuận của SSI dự báo tăng trưởng trung bình 22% trong giai đoạn 2023-2026, trong khi hệ số ROE dự báo tăng lên 14,1% vào năm 2026 từ 10,2% vào năm 2023. Các giả định chủ chốt và dự báo lợi nhuận của HSC được trình bày tóm tắt trong Bảng 24-25.

Bảng 24: Giả định quan trọng cũ và mới, SSI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định GTGD, hạ giả định thị phần trong khi tăng nhẹ giả định số dư ký quỹ trong giai đoạn 2024-2026

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng GTGD	-13.0%	30.0%	25.0%	30.0%	15.0%	27.0%	29.0%
Thị phần	10.4%	10.5%	11.0%	11.2%	9.5%	10.2%	10.8%
Phí môi giới gộp	0.08%	0.06%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
Tỷ lệ phí trả trước	0.07%	0.04%	0.04%	0.03%	0.04%	0.04%	0.03%
Tỷ lệ phí rớt từ mảng môi giới	12%	30%	38%	50%	30%	37%	48%
Tăng trưởng số dư ký quỹ	-24.6%	32.9%	24.3%	28.2%	34.6%	24.4%	27.2%
Lãi suất cho vay ký quỹ	12.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	54.0%	22.3%	7.1%	13.0%	22.3%	7.1%	13.0%
Lợi suất đầu tư	7.1%	5.8%	6.8%	6.6%	5.8%	6.7%	6.6%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 25: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, SSI

HSC điều chỉnh tăng 6% dự báo cho năm 2024 & giảm 2% dự báo mỗi năm cho giai đoạn 2025-2026, phản ánh việc chúng tôi hạ giả định mảng nghiệp vụ môi giới & hạ giả định chi phí bán hàng & quản lý

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận thuần mảng NV môi giới	186	417	696	1022	369	573	862
Thu nhập mảng cho vay ký quỹ	1,568	1,914	2,381	3,051	1,939	2,413	3,070
Lợi nhuận thuần HĐ đầu tư	2,958	3,018	3,772	4,201	3,018	3,723	4,145
IB & thu nhập khác	36	115	82	93	115	82	93
Thu nhập HĐ	4,749	5,465	6,931	8,367	5,442	6,791	8,170
<i>Tăng trưởng</i>	<i>31%</i>	<i>15%</i>	<i>27%</i>	<i>21%</i>	<i>15%</i>	<i>25%</i>	<i>20%</i>
Lợi nhuận/(chi phí) tài chính thuần	(1,514)	(1,754)	(2,228)	(2,469)	(1,611)	(2,228)	(2,469)
Chi phí BH&QL	(362)	(398)	(438)	(481)	(326)	(374)	(431)
Lợi nhuận khác	1	1	1	1	1	1	1
LNTT	2,874	3,315	4,266	5,418	3,507	4,190	5,271
LNST	2,320	2,685	3,456	4,389	2,841	3,394	4,270
<i>Tăng trưởng</i>	<i>37%</i>	<i>16%</i>	<i>29%</i>	<i>27%</i>	<i>22%</i>	<i>19%</i>	<i>26%</i>

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp P/E và P/S mục tiêu để xác định giá trị hợp lý cho SSI. Giá mục tiêu của chúng tôi là 34.200đ dựa trên kịch bản cơ sở với bội số định giá mục tiêu cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá 23%.

Bảng 26: Phương pháp định giá P/E & P/S, SSI

Đồng	2024	2025	Bình quân 2024-2025	Định giá mục tiêu = Bình quân + 0,7 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
Lợi nhuận của cổ phiếu	1,511	1,605	1,558	25.8	39,285
Doanh thu của cổ phiếu	3,849	4,075	3,962	7.5	29,121
Bình quân					34,203

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm và P/S lần lượt là 18 lần và 7,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 lần lượt ở mức 14,9 lần và 4,7 lần. Chúng tôi tin rằng SSI đang có định giá hấp dẫn và duy trì khuyến nghị Mua vào.

Biểu đồ 27: P/E trượt dự phóng 1 năm, SSI

P/E trượt dự phóng 1 năm của SSI đã tăng trở lại mức 18 lần từ mức thấp gần đây là 15,5 lần...



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 28: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, SSI

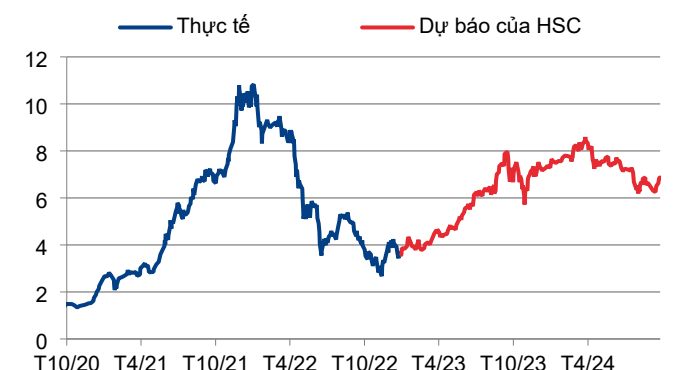
...và đang giao dịch sát với giá trị bình quân từ Q4/2020



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

P/S trượt 1 năm của SSI đã tăng trở lại mức 7,1 lần từ mức thấp gần đây là 2,9 lần



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

...và đang giao dịch cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 4,7 lần



Nguồn: SSI, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,707	1,502	1,229	1,568	1,786
Lãi cho vay ký quỹ	1,801	1,568	1,939	2,413	3,070
Doanh thu HĐ tự doanh	2,440	3,647	3,547	4,108	6,281
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	77.0	50.0	55.0	64.0	73.0
Thu nhập HĐ khác	311	390	468	468	515
Doanh thu HĐ	6,336	7,157	7,238	8,621	11,725
Chi phí HĐ	(3,001)	(2,771)	(2,122)	(2,205)	(3,986)
Lợi nhuận HĐ	3,335	4,386	5,116	6,416	7,739
Lợi nhuận tài chính	(1,235)	(1,514)	(1,611)	(2,228)	(2,469)
Lợi nhuận khác	10.0	1.00	1.00	1.00	1.00
LNTT	2,110	2,873	3,506	4,189	5,271
Chi phí thuế TNDN	(412)	(554)	(666)	(796)	(1,002)
LNST	1,698	2,319	2,840	3,393	4,269
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	1,699	2,320	2,841	3,394	4,270

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	1,418	494	1,284	9,062	11,646
Phải thu	416	590	482	616	701
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	1,496	109	47.3	124	174
Tài sản tài chính	45,402	64,562	73,056	80,262	99,012
FVTPL	30,493	44,072	47,598	50,930	61,116
HTM	3,508	4,973	4,973	5,222	5,483
Cho vay ký quỹ	11,057	15,134	20,128	23,751	32,064
AFS	382	416	460	552	662
Dự phòng	(37.3)	(32.7)	(103)	(193)	(313)
Đầu tư dài hạn	2,773	2,821	2,821	2,821	2,821
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	617	650	650	650	650
Đầu tư dài hạn khác	2,156	2,172	2,172	2,172	2,172
Tài sản cố định	282	269	296	326	359
Tài sản khác	439	395	323	413	470
Tổng tài sản	52,226	69,241	78,311	93,624	115,183
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	27,892	43,169	49,213	61,024	80,551
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,950	2,832	2,316	2,955	3,366
Nợ phải trả	29,843	46,000	51,529	63,979	83,917
Vốn chủ sở hữu	22,245	23,100	26,645	29,509	31,130
Vốn điều lệ	14,911	15,011	19,615	21,216	21,316
Thặng dư vốn cổ phần	3,299	3,299	4,050	4,050	4,050
Lợi nhuận giữ lại	3,954	4,696	2,479	3,457	4,639
Quy & vốn khác của CSH	99.7	113	502	786	1,125
Lợi ích cổ đông thiểu số	139	141	137	136	135
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	52,226	69,241	78,311	93,624	115,183

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	2.82	32.6	13.1	19.6	23.0
Tăng trưởng cho vay (%)	(53.3)	36.9	33.0	18.0	35.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	17.1	(10.0)	(18.2)	27.6	13.9
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	(10.4)	54.8	14.0	24.0	32.0
Tăng trưởng VCSH (%)	57.1	3.84	15.3	10.7	5.49
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(14.9)	13.0	1.13	19.1	36.0
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	12.2	7.66	23.4	3.91	80.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(17.1)	31.5	16.6	25.4	20.6
Tăng trưởng LNTT (%)	(37.3)	36.2	22.0	19.5	25.8
Tăng trưởng LNST (%)	(37.0)	36.6	22.5	19.5	25.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	(37.0)	36.6	22.5	19.5	25.8

Định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
P/E (lần)	24.3	17.8	18.3	17.2	13.8
P/B (lần)	1.85	1.80	2.03	1.99	1.89
Lợi suất cổ tức (%)	3.65	3.62	4.34	5.42	5.42

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,140	1,552	1,510	1,604	2,008
DPS (đồng)	1,010	1,000	1,200	1,500	1,500
BVPS (đồng)	14,920	15,390	13,587	13,906	14,601
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,491	1,495	1,881	2,116	2,126
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,491	1,501	1,961	2,122	2,132
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,789	1,794	1,881	2,116	2,126

Chỉ số lợi nhuận	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
ROAA (%)	3.30	3.82	3.85	3.95	4.09
ROAE (%)	9.33	10.2	11.4	12.1	14.1
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.4	12.0	11.0	11.0	11.0
Chi phí vay nợ BQ (%)	3.50	4.40	3.70	4.60	4.60
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.01	0.02	0.02	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	47.4	38.7	29.3	25.6	34.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	88.6	64.4	79.5	93.5	74.7

Thị phần	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	9.80	10.4	9.50	10.2	10.8
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-

Quy mô	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
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 (từ Mua vào)

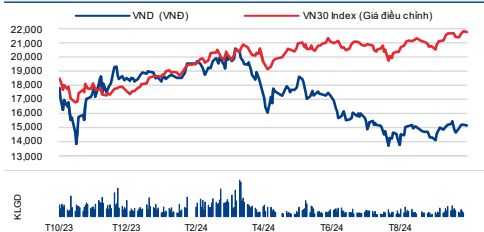
Giá mục tiêu: VNĐ18,000 (từ VNĐ23,015)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/10/2024)	15,150
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,733-20,643
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,150
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	23,058
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	928
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,522
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,522
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,181
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (25.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.94	(4.77)	(18.9)
So với chỉ số	0.92	(8.76)	(30.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,320	1,368	(3.5)
2025F	1,433	1,514	(5.4)
2026F	1,570	1,719	(8.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

Vượt qua thách thức nhưng cần thời gian để phục hồi

- HSC hạ khuyến nghị đối với VND xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 22% giá mục tiêu xuống 18.000đ (tiềm năng tăng giá 19%) sau khi hạ dự báo lợi nhuận và bội số định giá mục tiêu.
- Chúng tôi giảm bình quân 6% dự báo EPS giai đoạn 2024-2026 do mảng nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ suy yếu. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 12% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 10,5% vào năm 2026.
- VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần và P/S là 3,2 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/E và P/S mục tiêu 2024 lần lượt là 13,4 lần và 4 lần, có sự phục hồi nhưng vẫn chậm hơn các CTCK khác trong ngành.

Sự kiện: Ước tính KQKD Q3/2024 và phân tích triển vọng giai đoạn 2024-2026

Thị phần của VND giảm xuống 5,7% trong Q3/2024 do giá trị giao dịch bình quân giảm và sự phát triển của các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng tổ chức. Năng lực cho vay ký quỹ của Công ty cũng đối mặt với thách thức do hoạt động đầu tư trái phiếu kém tích cực trong khi lãi hoạt động tự doanh từ trái phiếu nhiều khả năng sẽ sụt giảm do mất bằng lãi suất thấp duy trì trong thời gian lâu.

HSC ước tính LNTT Q3/2024 đạt 550 tỷ đồng (giảm 30% so với cùng kỳ và tăng 29% so với mức nền thấp quý trước) do mảng nghiệp vụ môi giới và lãi hoạt động tự doanh sụt giảm.

Lợi thế ở phân khúc khách hàng cá nhân của VND gặp sức ép từ các đối thủ có nguồn vốn dồi dào, từ đó làm giảm tỷ lệ phí giữ lại và tỷ lệ NIM của Công ty. Thị phần và lợi nhuận sẽ cần thêm thời gian để hồi phục trong bối cảnh tranh giành gia tăng.

Tác động: Giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 6%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 12% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 10,5% trong năm 2026.

Trong khi mảng nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ được dự báo sẽ dần cải thiện, lãi hoạt động tự doanh được dự báo sẽ giảm xuống từ mức nền cao năm 2023. Dự báo của chúng tôi vẫn thấp hơn 6% so với thị trường, điều này cho thấy quan điểm thận trọng về triển vọng của Công ty.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần (thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S là 3 lần (cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), thấp hơn đáng kể so với SSI (lần lượt 18,1 lần và 8 lần) và VCI (lần lượt 25,2 lần và 7,2 lần).

Mức chiết khấu sâu của VND phần lớn do hoạt động đầu tư trái phiếu ảm đạm và ảnh hưởng của đợt tấn công mạng gần đây. Trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu VND đã giảm 19%, kém tích cực hơn SSI (tăng 4%) và VCI (tăng 11%). Mặc dù triển vọng không quá bi quan nhưng chúng tôi cho rằng VND sẽ cần thời gian để cải thiện HKKD cốt lõi. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2024 là 13,4 lần, mặc dù có sự hồi phục nhưng vẫn chậm hơn so với ngành.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	6,828	6,561	6,371 ▼	7,682	9,199 ▼
LN thuần (tỷ đồng)	1,220	2,019	1,975	2,356 ▼	2,811 ▼
EPS (đồng)	1,002	1,658	1,320	1,433	1,570
DPS (đồng)	1,400	500	500 ▲	500 ▼	800 ▲
BVPS (đồng)	11,917	13,549	12,786 ▲	14,586 ▲	15,224 ▲
P/E (lần)	15.1	9.14	11.5	10.6	9.65
Lợi suất cổ tức (%)	9.24	3.30	3.30	3.30	5.28
P/B (lần)	1.27	1.12	1.18	1.04	1.00
Thị phần môi giới CP (%)	7.90	7.00	6.10	6.60	7.20
Tăng trưởng EPS (%)	(76.2)	65.5	(20.4)	8.55	9.52
ROAE (%)	10.0	13.0	10.9	10.3	10.5

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

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi hạ dự báo lợi nhuận và bội số định giá

HSC giảm bình quân 6%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 12% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2026 đạt 10,5%. Mặc dù lợi thế về công nghệ & cơ sở khách hàng cá nhân được xây dựng trong dài hạn của VND vẫn ổn định, thị phần mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp do cạnh tranh từ nhiều công ty mới gia nhập thị trường, bên cạnh danh mục đầu tư trái phiếu gặp khó khăn. VND sẽ cần thêm các đợt tăng vốn tiếp theo để giữ vững vị thế trên thị trường.

Phân tích lợi thế cạnh tranh của VND

Mảng nghiệp vụ môi giới: Thị phần gặp sức ép

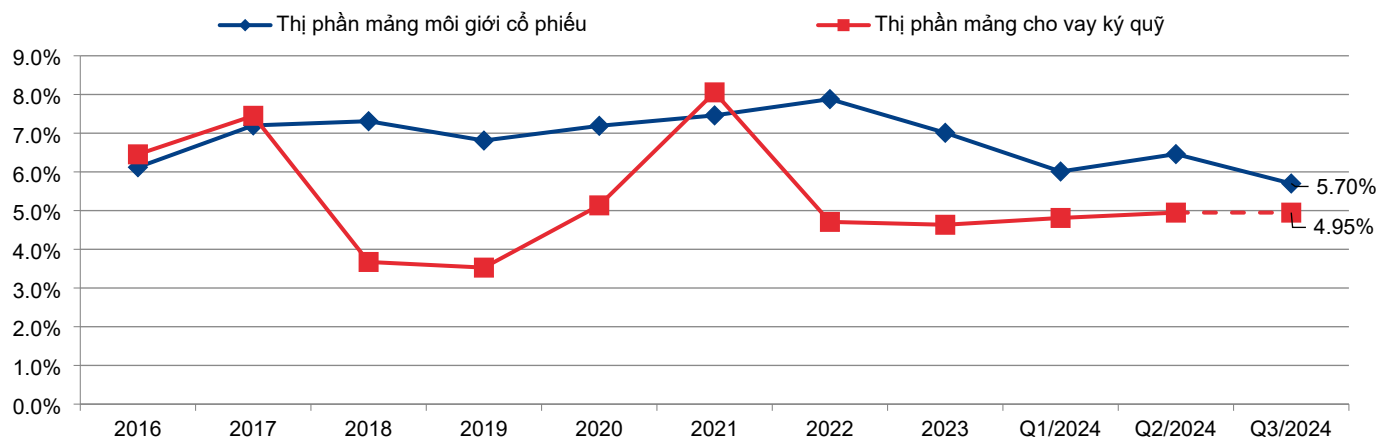
Thị phần mảng nghiệp vụ môi giới của VND giảm xuống 5,7% trong Q3/2024, mức thấp nhất kể từ năm 2016 do giá trị giao dịch bình quân ngày giảm xuống và sự phát triển của các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng tổ chức. Hoạt động đầu tư trái phiếu gặp khó khăn cũng làm giảm năng lực cho vay ký quỹ của VND, từ đó giúp các công ty có quy mô nhỏ hơn nhưng sở hữu nguồn vốn dồi dào (vẫn chưa nằm trong 10 công ty lớn nhất) giành được thị phần.

VND từ lâu đã được biết đến với nền tảng công nghệ và lợi thế ở phân khúc khách hàng cá nhân, với thị phần trên thị trường cổ phiếu và cho vay ký quỹ lần lượt đứng thứ 4 và thứ 6 trong giai đoạn 2016-2022. Ngoài ra, tỷ lệ phí giữ lại của VND (40%) và tỷ lệ NIM mảng cho vay ký quỹ (8%) vượt trội đáng kể so với bình quân ngành lần lượt ở mức 25% và 5%, từ đó cho thấy lợi thế kinh tế được xây dựng vững chắc của Công ty.

Tuy nhiên, do tình hình cạnh tranh gia tăng, khả năng tăng phí & duy trì tỷ lệ NIM của VND sẽ gặp khó khăn. Để giữ vững thị phần, VND sẽ cần đưa ra mức phí giao dịch và lãi suất cho vay ký quỹ thuận lợi hơn hoặc đổi mặt với rủi ro tiếp tục đánh mất vị thế cạnh tranh.

Biểu đồ 31: Thị phần của VND trên thị trường môi giới cổ phiếu & cho vay ký quỹ, giai đoạn 2016 – 6 tháng đầu năm 2024

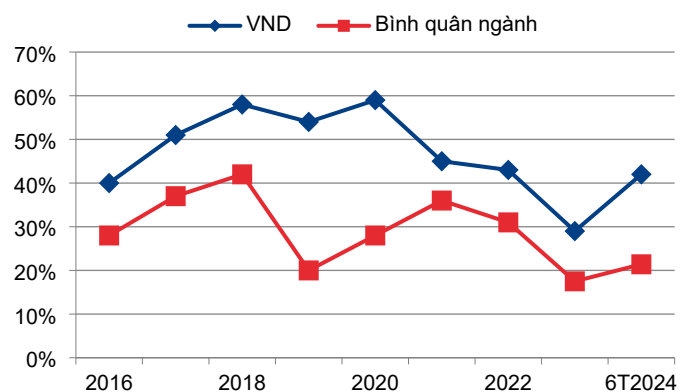
VND từ lâu đã duy trì vị thế vượt trội trong mảng môi giới và cho vay ký quỹ; tuy nhiên, thị phần của Công ty có xu hướng giảm từ năm 2022 khi nguồn lực bị hạn chế vào mảng đầu tư trái phiếu doanh



Nguồn: VND, HSC

Biểu đồ 32: So sánh tỷ lệ phí trả trước, theo năm

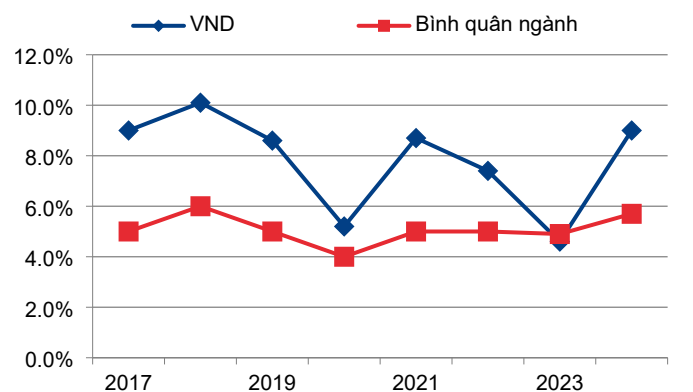
VND vượt trội hơn các công ty cùng ngành về tỷ lệ phí trả trước...



Nguồn: VND, HSC

Biểu đồ 33: So sánh tỷ lệ NIM mãng cho vay ký quỹ, theo năm

...cũng như lợi nhuận mãng cho vay ký quỹ



Nguồn: VND, HSC

Mãng cho vay ký quỹ: Công suất hạn chế do thiếu nguồn vốn khả dụng

Trong Q3/2024, mãng cho vay ký quỹ của VND ước tính tăng nhẹ 3-5% so với quý trước trong bối cảnh thanh khoản thị trường thấp và không có nguồn vốn bổ sung. Trong khi lãi từ cho vay ký quỹ nhiều khả năng vẫn vững chắc nhờ dư nợ cho vay ký quỹ cao (11,5 nghìn tỷ đồng) và lãi suất cho vay ký quỹ ổn định ở mức 12%. Để giữ vững kết quả này trong dài hạn, Công ty sẽ cần hạ lãi suất cho vay ký quỹ để duy trì lợi thế cạnh tranh so với các công ty mới gia nhập ngành.

Tính đến Q2/2024, tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH của VND là 65%, thấp hơn đáng kể so với năm 2021 là 160% (thời điểm Công ty rất tích cực trong hoạt động cho vay ký quỹ) và bình quân ngành ở mức 100%. Mặc dù vốn CSH đã tăng lên 17,3 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2024, nguồn vốn ứ đọng ở TPDN tiếp tục cản trở khả năng mở rộng mãng cho vay ký quỹ của VND.

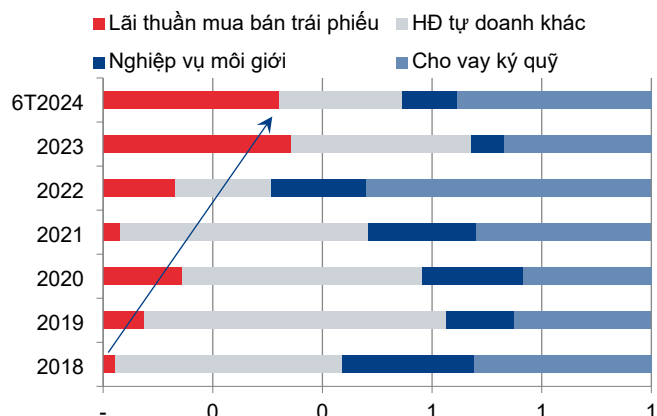
Phụ thuộc đáng kể vào hoạt động mua bán trái phiếu – ảnh hưởng tới chất lượng lợi nhuận

Trong 6 tháng đầu năm 2024, lãi mua bán trái phiếu đạt 556 tỷ đồng, chiếm 33% tổng thu nhập hoạt động của VND – cao hơn đáng kể so với SSI (10%) và VCI (không đáng kể). Kể từ năm 2018, lãi mua bán trái phiếu của VND đã tăng trưởng nhanh chóng do tỷ trọng trái phiếu lớn của Công ty (10,7 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2024, bằng 40% tổng giá trị đầu tư và 25% tổng tài sản).

Tuy nhiên, những vấn đề về thanh khoản của tổ chức phát hành trong lĩnh vực năng lượng tái tạo đã làm suy yếu thanh khoản của những trái phiếu này, từ đó làm ứ đọng nguồn vốn của Công ty. Sự phụ thuộc ngày càng lớn vào lãi mua bán trái phiếu, trong khi danh mục đầu tư trái phiếu vẫn gặp khó khăn, đã làm giảm đáng kể chất lượng lợi nhuận của VND, từ đó khiến Công ty dễ bị tổn thương trước rủi ro thị trường & thanh khoản.

Biểu đồ 34: Cơ cấu tổng thu nhập HĐ của VND, 2018-6T2024

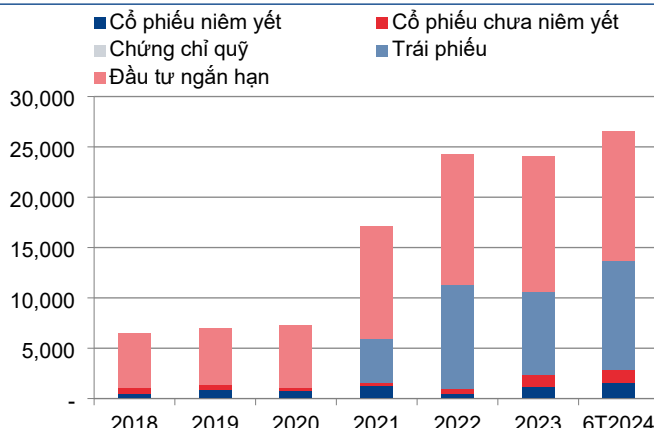
Tỷ trọng lãi thuần mua bán trái phiếu tăng đáng kể từ năm 2018



Nguồn: VND, HSC

Biểu đồ 35: Cơ cấu đầu tư của VND, 2018-6T2024

Trái phiếu cũng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu đầu tư của VND



Nguồn: VND, HSC

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Ước tính KQKD Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024: Sức ép lên mảng nghiệp vụ môi giới và lãi hoạt động tự doanh

HSC ước tính LNTT Q3/2024 đạt 550 tỷ đồng, giảm 30% so với cùng kỳ nhưng tăng 29% so với mức nền thấp Q2/2024. Điều này là do lợi nhuận nghiệp vụ môi giới thấp, mảng cho vay ký quỹ đi ngang và lãi hoạt động tự doanh hồi phục khiêm tốn từ mức nền thấp Q2/2024.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, HSC dự báo LNTT đạt 1.763 tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ và bằng 70% dự báo trước đó của chúng tôi (2.525 tỷ đồng). Thời gian tới, chúng tôi dự báo LNTT Q4 hồi phục lên 670 tỷ đồng (giảm 32% so với quý trước nhưng tăng 22% so với cùng kỳ) nhờ mảng cho vay ký quỹ cải thiện và lãi hoạt động tự doanh khởi sắc.

Bảng 36: Ước tính lợi nhuận Q3/2024, VND

LNTT Q3/2024 được ước tính giảm 29% so với quý trước nhưng tăng 30% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Tổng thu nhập HĐ	1,233	655	640-780	Giảm	Đi ngang
Nghiệp vụ môi giới	122	84	60-80	Giảm	Giảm
Cho vay ký quỹ	358	299	280-300	Giảm	Đi ngang
HĐ tự doanh	766	269	300-400	Giảm	Tăng
Khác	(12)	2	6	Đi ngang	Đi ngang
Chi phí tài chính thuần	(368)	(150)	(150)-(160)	Giảm	Đi ngang
Chi phí HĐ	(74)	(79)	(70)-(80)	Đi ngang	Đi ngang
Thu nhập khác	0	0	0		
LNTT	788	426	550	Giảm	Tăng

Nguồn: VND, HSC

Giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Thời gian tới, trong khi VND dự báo sẽ duy trì lợi thế cạnh tranh, tăng trưởng mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ nhiều khả năng sẽ gặp khó khăn do cạnh tranh gia tăng trên thị trường và nguồn vốn của Công ty ứ đọng ở các khoản đầu tư trái phiếu. Từ đó, chúng tôi giảm bình quân 6%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026.

Dựa trên dự báo mới, lợi nhuận của VND trong giai đoạn 2023-2026 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 12%, với hệ số ROE bình quân đạt 10,5% trong giai đoạn 2024-2026. Cụ thể như sau:

- **Dự báo mảng nghiệp vụ môi giới:** HSC hạ giả định thị phần của VND xuống lần lượt 6,1%, 6,6% và 7,2% từ lần lượt 6,4%, 7,2% và 7,5% trước đó do KQKD suy yếu trong 9 tháng đầu năm 2024. Tỷ lệ phí môi giới giữ lại dự báo đạt lần lượt 28%,

31% và 36% trong giai đoạn 2024-2026 và VND nhiều khả năng đạt mục tiêu duy trì tỷ lệ này trong trung hạn, giảm từ mức nền cao (50%) trong giai đoạn 2019-2021.

- **Dự báo mảng cho vay ký quỹ:** HSC giảm 6%/năm dự báo mảng cho vay ký quỹ do năng lực tài chính hạn chế tăng trưởng.
 - Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ đạt lần lượt 16%, 23% và 29% trong giai đoạn 2024-2026 (từ lần lượt 22%, 27% và 28%).
 - Lãi suất cho vay ký quỹ: Dự báo đạt bình quân lần lượt 10,8%, 11,5% và 12% trong giai đoạn 2024-2026.
 - Tỷ lệ NIM cho vay ký quỹ được dự báo ổn định trong khoảng 6-7%, hồi phục từ 5% trong năm 2025 do chi phí đi vay hạ nhiệt.
- **Mảng tự doanh:** Tăng trưởng thu nhập đầu tư của VND dự báo đạt lần lượt 4,3%, 10,7% và 11,1% trong giai đoạn 2024-2026, với sự chuyển dịch chiến lược từ tập trung vào trái phiếu sang tập trung vào cổ phiếu. Lãi mua bán trái phiếu ước tính đóng góp lần lượt 36%, 24% và 12% LNTT giai đoạn 2024-2026.

Lợi suất đầu tư: Tăng lên lần lượt 8,7%, 9% và 8% trong năm 2024, 2025 và 2026.

Bảng 37: Giả định quan trọng cũ & mới, VND

Điều chỉnh quan trọng bao gồm việc HSC hạ giả định tăng trưởng GTGD, hạ giả định thị phần cũng như giả định tăng trưởng số dư cho vay ký quỹ trong giai đoạn 2024-2026

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng GTGD	-13.0%	30.0%	25.0%	30.0%	15.0%	27.0%	29.0%
Thị phần	10.4%	6.4%	7.2%	7.5%	6.1%	6.6%	7.2%
Phí môi giới gộp	0.08%	0.06%	0.07%	0.07%	0.06%	0.07%	0.07%
Phí môi giới ròng	0.07%	0.04%	0.05%	0.05%	0.04%	0.05%	0.05%
Tỷ lệ phí ròng từ mảng môi giới	12%	28%	31%	36%	28%	31%	36%
Tăng trưởng số dư cho vay ký quỹ	-24.6%	22.2%	27.2%	27.8%	15.9%	22.9%	28.7%
Lãi suất cho vay ký quỹ	12.0%	10.5%	11.5%	12.0%	10.8%	11.5%	12.0%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	54.0%	4.3%	10.7%	11.1%	4.3%	10.7%	11.1%
Lợi suất đầu tư	7.1%	9.8%	9.4%	8.8%	8.7%	9.0%	8.0%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bảng 38: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VND

HSC giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận mỗi năm của VND sau khi hạ giả định mảng nghiệp vụ môi giới & mảng tự doanh, tuy được bù lại nhờ việc tiết giảm chi phí tài chính

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận thuần mảng NV môi giới	252	276	448	633	254	403	577
Doanh thu cho vay ký quỹ	1,154	1,241	1,728	2,305	1,210	1,583	2,125
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,868	2,483	2,621	2,735	2,213	2,518	2,497
IB & thu nhập khác	85	110	133	166	110	133	166
Thu nhập HĐ	4,367	4,120	4,941	5,851	3,797	4,647	5,377
<i>Tăng trưởng</i>	45%	-6%	20%	18%	-13%	22%	16%
Lợi nhuận thuần/(chi phí) tài chính	(1,448)	(1,137)	(1,383)	(1,525)	(902)	(1,254)	(1,383)
Chi phí BH&QL	(430)	(452)	(474)	(498)	(452)	(474)	(498)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	-	-
LNTT	2,482	2,525	3,071	3,801	2,437	2,906	3,470
LNST	2,018	2,045	2,487	3,079	1,974	2,354	2,810
<i>Tăng trưởng</i>	65.3%	1.4%	21.6%	23.8%	-2.2%	19.2%	19.4%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị cho VND xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 22% giá mục tiêu xuống 18.000đ (tiềm năng tăng giá 19%) sau khi hạ dự báo lợi nhuận và giá định định giá. Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm và P/S lần lượt là 10,7 lần và 3,2 lần (sát bình quân quá khứ) trong khi P/E cốt lõi là 14,1 lần. Cổ phiếu VND đang có chiết khấu sâu do các khoản đầu tư bế tắc & ảnh hưởng của cuộc tấn công hệ thống; chúng tôi tin rằng VND sẽ cần thêm nhiều thời gian để cải thiện KQKD cốt lõi. Tại giá mục tiêu mới, P/E và P/S dự phóng của VND lần lượt là 13,4 lần và 4 lần.

Giảm giá mục tiêu sau khi hạ bội số định giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận

HSC giảm 22% giá mục tiêu cho VND xuống 18.000đ (tiềm năng tăng giá 19%) sau khi hạ bội số định giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận. Những điều chỉnh chính như sau:

- Dự báo lợi nhuận: HSC giảm bình quân 6%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do triển vọng tăng trưởng hạn chế.
- Điều chỉnh định giá: Chúng tôi hạ P/E và P/S mục tiêu năm 2024 xuống mức cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ (từ 1 độ lệch chuẩn trước đó) do tỷ trọng cao đối với các khoản đầu tư rủi ro, thị phần mảng nghiệp vụ môi giới sụt giảm và sự phụ thuộc vào lãi mua bán trái phiếu.

Từ đó, HSC hạ khuyến nghị đối với VND xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) dựa trên giá định triển vọng thận trọng hơn mặc dù định giá vẫn hần dãn.

Bảng 39: Phương pháp định giá P/E & P/S, VND

VND	2024	2025	Bình quân 2024-2025	Định giá mục tiêu = Giá trị bình quân + 0.5 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
Lợi nhuận của cổ phiếu	1,339	1,419	1,379	17.6	24,270
Doanh thu của cổ phiếu	4,440	4,735	4,588	3.5	15,827
Bình quân					18,044

Nguồn: VND, HSC dự báo

Định giá vẫn tiếp tục chiết khấu

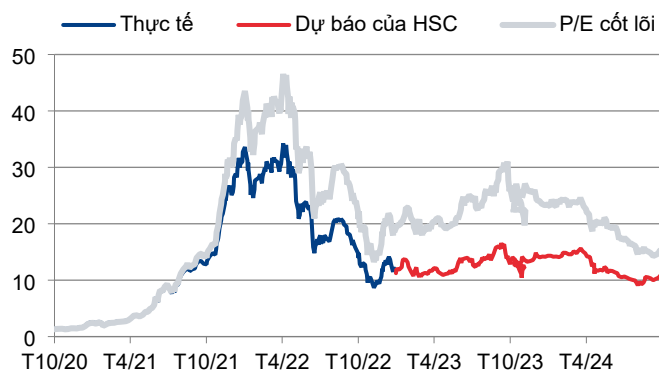
Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần (thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S là 3 lần (cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), thấp hơn đáng kể so với SSI (lần lượt 18,1 lần và 8 lần) và VCI (lần lượt 25,2 lần và 7,2 lần). Nếu loại ra lãi mua bán trái phiếu, P/E trượt dự phóng 1 năm cốt lõi của VND là 14,1 lần.

Mức chiết khấu sâu của VND phần lớn do hoạt động đầu tư trái phiếu âm đạm và ảnh hưởng của đợt tấn công mạng gần đây. Trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu VND đã giảm 19%, kém tích cực hơn SSI (tăng 4%) và VCI (tăng 11%). Chúng tôi kỳ vọng VND sẽ cần thời gian để cải thiện HĐKD cốt lõi.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi (18.000đ), P/E dự phóng năm 2024 của VND là 13,4 lần. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lưu ý về rủi ro thị trường tiềm ẩn trong bối cảnh thanh khoản thị trường thấp và dư nợ cho vay ký quỹ cao. Do mô hình kinh doanh của VND tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân, thị trường điều chỉnh có thể khiến cổ phiếu biến động mạnh do tài sản của các CTCK thường có hệ số beta cao – trong đó beta của VND là 1,5.

Biểu đồ 40: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND đã giảm còn 10,7 lần (từ mức 14,6 lần trong Q1/2024) ...



Nguồn: VND, HSC dự báo

Biểu đồ 41: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, VND

...thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 11,9 lần



Nguồn: VND, HSC dự báo

Biểu đồ 42: P/S trượt dự phóng 1 năm, VND

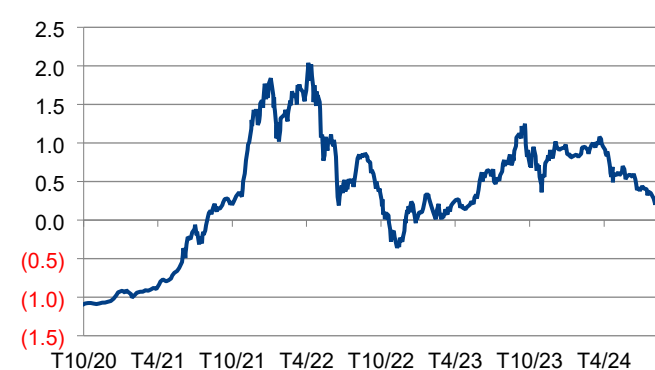
VND giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm khoảng 3,2 lần (giảm từ 4 lần) ...



Nguồn: VND, HSC dự báo

Biểu đồ 43: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân, VND

... cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 2,7 lần



Nguồn: VND, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,249	867	895	1,282	1,615
Lãi cho vay ký quỹ	1,600	1,154	1,210	1,583	2,125
Doanh thu HĐ tự doanh	3,693	4,309	4,012	4,524	5,114
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	196	118	130	156	195
Thu nhập HĐ khác	90.0	113	124	137	150
Doanh thu HĐ	6,828	6,561	6,371	7,682	9,199
Chi phí HĐ	(4,205)	(2,624)	(3,025)	(3,508)	(4,320)
Lợi nhuận HĐ	2,623	3,937	3,346	4,174	4,879
Lợi nhuận tài chính	(1,089)	(1,448)	(902)	(1,254)	(1,383)
Lợi nhuận khác	0	(7.00)	(7.00)	(13.0)	(27.0)
LNTT	1,534	2,482	2,437	2,907	3,469
Chi phí thuế TNDN	(315)	(464)	(463)	(552)	(659)
LNST	1,219	2,018	1,974	2,355	2,810
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	1,220	2,019	1,975	2,356	2,811

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,557	5,701	5,874	11,651	11,720
Phải thu	2,246	948	978	1,401	1,765
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	357	375	388	568	722
Tài sản tài chính	33,511	34,320	38,557	44,715	52,652
FVTPL	19,062	16,730	19,239	22,125	25,444
HTM	5,618	7,432	7,432	7,432	7,432
Cho vay ký quỹ	9,061	10,277	12,127	15,401	20,021
AFS	0	0	(122)	(124)	(127)
Dự phòng	(230)	(119)	(119)	(119)	(119)
Đầu tư dài hạn	23.9	226	226	226	226
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	23.9	23.9	23.9	23.9	23.9
Đầu tư dài hạn khác	0	202	202	202	202
Tài sản cố định	77.7	106	117	128	141
Tài sản khác	99.0	66.4	68.5	98.1	124
Tổng tài sản	38,871	41,742	46,208	58,786	67,349
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	19,312	20,468	21,332	25,798	31,694
Trái phiếu ngắn hạn	850	400	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	4,194	4,370	5,097	6,867	8,393
Nợ phải trả	24,356	25,239	26,429	32,665	40,086
Vốn chủ sở hữu	14,515	16,503	19,780	26,123	27,266
Vốn điều lệ	12,178	12,178	15,471	17,911	17,911
Thặng dư vốn cổ phần	0.02	(0.04)	0.01	2,440	2,440
Lợi nhuận giữ lại	2,335	4,325	3,984	5,249	6,157
Quỹ & vốn khác của CSH	1.70	0	325	523	758
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(1.69)	(2.54)	(3.38)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	38,871	41,742	46,208	58,786	67,349

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	4.79	7.39	10.7	27.2	14.6
Tăng trưởng cho vay (%)	(41.4)	13.4	18.0	27.0	30.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	43.9	(32.9)	3.21	43.2	26.0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	(5.56)	5.99	4.22	20.9	22.9
Tăng trưởng VCSH (%)	47.8	13.7	19.9	32.1	4.38
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	13.1	(3.91)	(2.90)	20.6	19.7
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	60.2	37.6	15.3	16.0	23.1
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.2)	50.1	(15.0)	24.7	16.9
Tăng trưởng LNTT (%)	(48.5)	61.8	(1.81)	19.3	19.3
Tăng trưởng LNST (%)	(48.8)	65.5	(2.18)	19.3	19.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	(48.8)	65.5	(2.18)	19.3	19.3

Định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
P/E (lần)	15.1	9.14	11.5	10.6	9.65
P/B (lần)	1.27	1.12	1.18	1.04	1.00
Lợi suất cổ tức (%)	9.24	3.30	3.30	3.30	5.28

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,002	1,658	1,320	1,433	1,570
DPS (đồng)	1,400	500	500	500	800
BVPS (đồng)	11,917	13,549	12,786	14,586	15,224
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,218	1,218	1,496	1,644	1,791
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,218	1,218	1,547	1,791	1,791
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,279	1,279	1,496	1,644	1,791

Chỉ số lợi nhuận	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
ROAA (%)	3.21	5.01	4.49	4.49	4.46
ROAE (%)	10.0	13.0	10.9	10.3	10.5
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	13.0	11.9	10.8	11.5	12.0
Chi phí vay nợ BQ (%)	4.50	6.80	4.00	5.00	5.00
Phí môi giới thuần (%)	0.03	0.02	0.02	0.02	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	61.6	40.0	47.5	45.7	47.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	140	30.2	37.9	34.9	51.0

Thị phần	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.90	7.00	6.10	6.60	7.20
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-

Quy mô	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
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 (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ35,900 (từ VNĐ38,077)

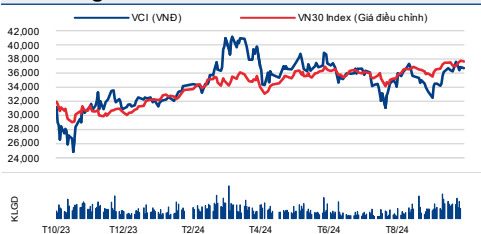
Tiềm năng tăng/giảm: -2.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/10/2024) 36,700

Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,855-41,171
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	36,650
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,066
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	848
Slg CP lưu hành (tr.đv)	574
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	574
Slg CP NN được mua (tr.đv)	433
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (27.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.88	0.49	13.5
So với chỉ số	4.67	(3.72)	(2.52)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,370	1,391	(1.5)
2025F	1,515	1,553	(2.5)
2026F	2,112	2,165	(2.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

Định giá vẫn ở mức cao; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC giảm 5% giá mục tiêu xuống 35.900đ (tiềm năng tăng giá 0%) sau khi điều chỉnh một số giả định định giá. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Năm giữ do tiềm năng tăng giá không còn.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do tác động tích cực từ việc nâng giả định thị phần mảng nghiệp vụ môi giới cân bằng với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thanh khoản thị trường. Theo đó, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 48% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 13,2% vào năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,1 lần và P/S là 7,1 lần, giá cổ phiếu đã sát giá trị và tiềm năng tăng giá không còn nhiều.

Sự kiện: Ước tính KQKD Q3/2024 và đánh giá lại triển vọng giai đoạn 2024-2026

HSC dự báo mảng nghiệp vụ môi giới của VCI sẽ ghi nhận kết quả tích cực trong Q3/2024 với thị phần ước tính tăng 1,4% so với quý trước lên 6,8% mặc dù thanh khoản thị trường sụt giảm. Dự nợ cho vay ký quỹ được dự báo sẽ đi ngang so với quý trước với dự nợ duy trì ở mức cao trong cả giai đoạn. Chúng tôi ước tính LNTT Q3/2024 ước tính đạt 200 tỷ đồng (giảm 44% so với mức nền cao Q2/2024 và giảm 9% so với cùng kỳ), từ đó LNTT 9 tháng đầu năm 2024 đạt 771 tỷ đồng (tăng 83% so với cùng kỳ) và bằng 83% dự báo cả năm của chúng tôi.

Kế hoạch phát hành riêng lẻ của VCI đã hoàn thành với 143,6 triệu cổ phiếu (25% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) đã được đăng ký mua. Nguồn vốn bổ sung này sẽ nâng cao vị thế của VCI để mở rộng phân khúc khách hàng cá nhân và triển khai dịch vụ không yêu cầu ký quỹ trong thời gian tới, từ đó giúp đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trong tương lai.

Tác động: HSC gần như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2024-2026

HSC giảm nhẹ bình quân 1% dự báo lợi nhuận của VCI trong giai đoạn 2024-2026 do tác động tích cực từ việc nâng giả định thị phần mảng nghiệp vụ môi giới cân bằng với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thanh khoản thị trường.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 48% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 13,2% vào năm 2026. Dự báo này thấp hơn một chút so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Theo kịch bản cơ sở, định giá của HSC cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, tại đó giá cổ phiếu đã sát giá trị.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14,9 trong khi mức định giá cao nhất là cao hơn 2 lần độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, và P/S là 7,1 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 4,3 lần.

HSC giữ nguyên quan điểm rằng nền tảng mạnh mẽ và kỳ vọng về phương án phát hành riêng lẻ đã phản ánh vào mức định giá cao hiện tại. Hiện tại, VCI có vẻ sẽ phù hợp hơn đối với NĐT tìm kiếm cổ phiếu có biến động theo xu hướng của thị trường hơn là tìm kiếm một cổ phiếu đang được chiết khấu. Tiềm năng tăng có thể đến từ tâm lý tích cực của thị trường khi giao dịch không yêu cầu ký quỹ được ra mắt và phân khúc khách hàng cá nhân mở rộng, từ đó giúp Công ty giành thêm nhiều thị phần hơn so với dự báo.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	3,156	2,473	2,799	3,848	4,337
LN thuần (tỷ đồng)	870	494	788	1,092	1,533
EPS (đồng)	1,991	867	1,370	1,515	2,112
DPS (đồng)	700	1,200	800 ▼	1,200	1,400 ▲
BVPS (đồng)	11,416	12,932	13,615 ▼	16,960 ▲	17,536 ▲
P/E (lần)	18.4	42.3	26.8	24.2	17.4
Lợi suất cổ tức (%)	1.91	3.27	2.18	3.27	3.81
P/B (lần)	3.21	2.84	2.70	2.16	2.09
Thị phần môi giới CP (%)	4.87	4.60	5.80	6.00	6.30
Tăng trưởng EPS (%)	(42.5)	(56.5)	58.1	10.5	39.4
ROAE (%)	13.3	7.12	10.4	10.9	12.2

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

Triển vọng lợi nhuận vẫn nguyên vẹn nhờ thị phần gia tăng

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do tác động tích cực từ việc nâng giá định thị phần mảng nghiệp vụ môi giới cân bằng với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo thanh khoản thị trường. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 48% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 13,2% vào năm 2026. VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,1 lần (cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S là 7,1 lần (cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), sát với định giá ở giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi là 35.900đ. Do giá cổ phiếu đã sát giá trị với tiềm năng tăng giá không còn nhiều, HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VCI.

Ước tính KQKD Q3/2024: Mảng nghiệp vụ môi giới & tự doanh nhiều khả năng sẽ khiêm tốn nhưng KQKD tổng thể trong 9 tháng đầu năm 2024 sẽ tăng mạnh từ mức nền thấp

HSC dự báo mảng nghiệp vụ môi giới của VCI sẽ ghi nhận kết quả tích cực trong Q3/2024 với thị phần ước tính tăng 1,4% so với quý trước lên 6,8% mặc dù thanh khoản thị trường sụt giảm. Tuy nhiên, do VCI mở rộng sang phân khúc khách hàng cá nhân, tỷ lệ phí giữ lại nhiều khả năng sẽ giảm xuống trong khi thanh khoản thị trường sụt giảm cũng có thể sẽ gây sức ép lên dự nợ cho vay ký quỹ (được dự báo sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ so với quý trước). Chúng tôi cũng dự báo lãi hoạt động tự doanh sẽ giảm nhẹ do điều kiện thị trường khó khăn. LNTT Q3/2024 ước tính đạt 200 tỷ đồng (giảm 44% so với mức nền cao Q2/2024 và giảm 9% so với cùng kỳ).

Mặc dù kết quả quý này nhiều khả năng sẽ khiêm tốn, HSC dự báo LNTT 9 tháng đầu năm 2024 vẫn tăng 83% so với cùng kỳ đạt 771 tỷ đồng, bằng 83% dự báo cả năm của chúng tôi (928 tỷ đồng) và vượt kế hoạch năm 2024 của VCI là 700 tỷ đồng. Nhờ thanh khoản dự kiến sẽ cải thiện trong Q4/2024 và việc triển khai dịch vụ không yêu cầu ký quỹ, chúng tôi kỳ vọng VCI sẽ đạt hoặc thậm chí vượt dự báo ban đầu của chúng tôi.

Đối với phương án phát hành riêng lẻ của VCI, thương vụ đã hoàn thành và 143,6 triệu cổ phiếu (25% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) đã được đăng ký mua. Giá bán chính thức là 28.000đ/cp (P/B trượt là 1,9 lần), sát với giá định trước đó của chúng tôi là 30.000đ. Nguồn vốn bổ sung này sẽ nâng cao vị thế của VCI để mở rộng phân khúc khách hàng cá nhân và triển khai dịch vụ không yêu cầu ký quỹ trong thời gian tới.

Bảng 44: Ước tính lợi nhuận Q3/2024, VCI

KQKD Q3/2024 được ước tính giảm 44% so với quý trước & giảm 4% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Tổng thu nhập HĐ	398	556	400-480	Đi ngang	Giảm
Nghiệp vụ môi giới	42	46	20-40	Giảm	Giảm
Cho vay ký quỹ	177	234	200-220	Tăng	Đi ngang
HĐ tự doanh	190	271	180-200	Đi ngang	Giảm
Khác	(11)	6	6	Tăng	Đi ngang
Chi phí tài chính thuần	(162)	(181)	(180)-(200)	Tăng	Tăng
Chi phí HĐ	(27)	(34)	(30)-(40)	Đi ngang	Đi ngang
Thu nhập khác	0	0	0		
LNTT	209	344	200	Đi ngang	Giảm

Nguồn: VCI, HSC

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Dựa trên quan điểm của chúng tôi về triển vọng thị trường, vị thế của VCI và KQKD gần đây, HSC chỉ điều chỉnh nhẹ dự báo giai đoạn 2024-2026, giảm 1%/năm dự báo lợi nhuận. Những giả định chính của chúng tôi như sau:

- **Mảng nghiệp vụ môi giới:** HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới trong giai đoạn 2024-2026 nhưng nâng dự báo thị phần của VCI lên lần lượt 5,8%, 6% và 6,3% (từ lần lượt 5,2%, 5,5% và 5,8%) sau KQKD 9 tháng đầu năm 2024.

Tác động tích cực từ việc thị phần tăng lên sẽ bị bù trừ một phần với tác động tiêu cực từ việc thanh khoản thị trường giảm xuống.

- **Mảng cho vay ký quỹ:** HSC hạ dự báo tăng trưởng cho vay ký quỹ năm 2024 xuống 22% từ 25% và giữ nguyên dự báo mảng này tăng trưởng 20% trong năm 2025-2026 do dư nợ cho vay ký quỹ trong 9 tháng đầu năm 2024 thấp hơn dự báo. Nhờ nền vốn cải thiện, chúng tôi kỳ vọng VCI sẽ tích cực hơn trong việc mở rộng dư nợ cho vay ký quỹ kể từ năm sau.

Lãi suất cho vay ký quỹ: Dự báo lần lượt ở mức 10,2%, 10,3% và 10,5% trong năm 2024, 2025 và 2026.

- **Mảng tự doanh:** HSC giữ nguyên dự báo trước đó với thu nhập đầu tư tăng trưởng trung bình 16,4% trong 3 năm tới.

Từ đó, HSC dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2026 tăng trưởng trung bình 48% từ mức nền thấp năm 2023. Hệ số ROE dự báo tăng lên 13,2% vào năm 2026 từ 7,1% vào năm 2023. Chúng tôi giả định kế hoạch phát hành riêng lẻ sẽ hoàn thành vào đầu năm 2025 do kế hoạch sẽ cần thời gian để được UBCKNN phê duyệt.

Các giả định chủ chốt và dự báo lợi nhuận của HSC được trình bày tóm tắt trong Bảng 45-46.

Bảng 45: Những giả định chủ chốt cũ và mới, VCI

Những điều chỉnh quan trọng trong giai đoạn 2024-2026 bao gồm hạ giả định GTGD & hạ giả định số dư ký quỹ, nhưng tăng giả định thị phần

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng GTGD	-13.0%	30.0%	25.0%	30.0%	15.0%	27.0%	29.0%
Thị phần	4.6%	5.2%	5.5%	5.8%	5.8%	6.0%	6.3%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.07%	0.09%	0.09%	0.07%	0.09%	0.09%
Phí môi giới thuần	0.08%	0.05%	0.06%	0.06%	0.05%	0.06%	0.06%
Tỷ lệ phí ròng	20%	31%	35%	33%	31%	35%	33%
Tăng trưởng số dư ký quỹ	2.2%	25.0%	20.0%	20.0%	22.0%	20.0%	20.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	10.4%	10.2%	10.3%	10.5%	10.2%	10.3%	10.5%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	-1.5%	23.3%	9.0%	4.1%	23.3%	9.0%	4.1%
Lợi suất đầu tư	8.5%	5.9%	7.1%	9.5%	5.9%	7.1%	9.5%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 46: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VCI

HSC điều chỉnh giảm bình quân 1% dự báo lợi nhuận mỗi năm của VCI sau khi hạ giả định mảng cho vay ký quỹ

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận thuần mảng NV môi giới	108	174	305	407	172	300	396
Thu nhập mảng cho vay ký quỹ	659	917	1,132	1,385	905	1,105	1,351
Lợi nhuận thuần HĐ đầu tư	689	634	793	1,039	634	793	1,039
IB & thu nhập khác	(47)	39	60	86	39	60	86
Thu nhập HĐ	1,409	1,764	2,290	2,917	1,749	2,258	2,872
Tăng trưởng	-20%	25%	30%	27%	24%	29%	27%
Lợi nhuận/(chi phí) tài chính thuần	-716	-725	-868	-957	-725	-868	-957
Chi phí BH&QL	-122	-110	-121	-133	-110	-121	-133
Lợi nhuận khác	-	0	0	0	-	-	-
LNTT	570	928	1,301	1,827	914	1,269	1,782
LNST	492	798	1,119	1,571	786	1,091	1,533
Tăng trưởng	-43.4%	62%	40%	40%	60%	39%	40%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 5% giá mục tiêu cho VCI xuống 35.900đ. Theo kịch bản cơ sở, định giá của chúng tôi cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (giảm từ mức 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ trước đó sau khi hạ giả định thanh khoản thị trường) và giá hiện đã sát giá trị.

HSC tin rằng nền tảng mạnh mẽ và kỳ vọng về phương án phát hành riêng lẻ đã phản ánh vào định giá hiện tại. Hiện tại, VCI có vẻ sẽ phù hợp hơn đối với NĐT tìm kiếm cổ phiếu có biến động theo xu hướng của thị trường thay vì một cổ phiếu giá trị.

Tiềm năng tăng bao gồm tâm lý thị trường tích cực nhờ ra mắt dịch vụ không yêu cầu ký quỹ và phân khúc cá nhân mở rộng, từ đó Công ty có thể giành nhiều thị phần hơn so với dự báo.

Bảng 47: Phương pháp định giá P/E & P/S, VCI

Đồng	2024	2025	Bình quân 2024-2025	Định giá mục tiêu = Bình quân + 0,7 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
Lợi nhuận của cổ phiếu	1,370	1,514	1,442	25.2	30,138
Doanh thu của cổ phiếu	4,866	5,336	5,101	8.3	41,701
Bình quân					35,919

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Biểu đồ 48: P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm khoảng 25,1 lần...



Nguồn: VCI, HSC dự báo

Biểu đồ 49: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, VCI

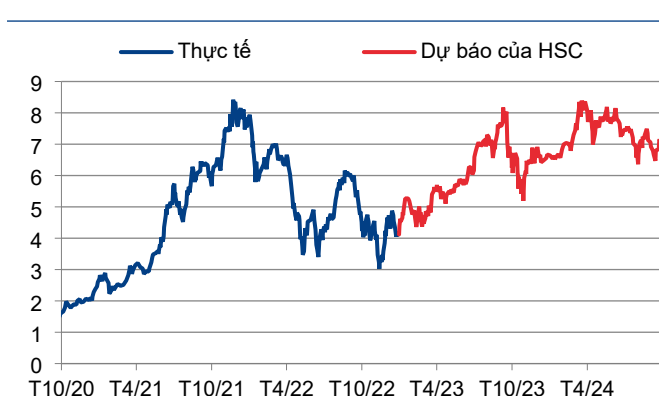
... cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 14,9 lần



Nguồn: VCI, HSC dự báo

Biểu đồ 50: P/S trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm là 7,1 lần...



Nguồn: VCI, HSC dự báo

Biểu đồ 51: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân, VCI

... cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn giá trị bình quân từ Q4/2020 là 4,3 lần



Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14,9 lần trong khi mức định giá cao nhất là cao hơn 2 lần độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, và P/S là 7,1 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 4,3 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,011	535	561	849	1,187
Lãi cho vay ký quỹ	708	689	905	1,105	1,351
Doanh thu HĐ tự doanh	1,373	1,196	1,269	1,804	1,676
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	45.0	27.0	35.0	59.0	88.0
Thu nhập HĐ khác	19.0	26.0	29.0	31.0	35.0
Doanh thu HĐ	3,156	2,473	2,799	3,848	4,337
Chi phí HĐ	(1,475)	(1,186)	(1,159)	(1,711)	(1,598)
Lợi nhuận HĐ	1,681	1,287	1,640	2,137	2,739
Lợi nhuận tài chính	(665)	(716)	(725)	(868)	(957)
Lợi nhuận khác	44.0	0	0	0	0
LNTT	1,060	571	915	1,269	1,782
Chi phí thuế TNDN	(191)	(78.0)	(128)	(178)	(250)
LNST	869	493	787	1,091	1,532
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	870	494	788	1,092	1,533

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3,424	788	245	2,987	1,902
Phải thu	91.4	849	200	302	423
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	80.6	441	463	707	994
Tài sản tài chính	10,562	15,097	17,916	20,178	22,894
FVTPL	665	122	672	773	927
HTM	886	381	762	838	922
Cho vay ký quỹ	5,279	7,992	9,751	11,701	14,041
AFS	3,734	6,604	6,734	6,868	7,006
Dự phòng	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	23.5	23.4	25.8	28.4	31.2
Tài sản khác	61.6	57.3	60.1	90.8	127
Tổng tài sản	14,243	17,255	18,910	24,294	26,370
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	6,326	8,979	10,259	10,771	11,849
Trái phiếu ngắn hạn	547	120	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	874	785	823	1,244	1,740
Nợ phải trả	7,747	9,884	11,082	12,016	13,588
Vốn chủ sở hữu	6,495	7,371	7,829	12,279	12,784
Vốn điều lệ	4,355	4,375	5,752	7,242	7,292
Thặng dư vốn cổ phần	9.50	13.5	0	2,606	2,606
Lợi nhuận giữ lại	800	1,308	353	629	975
Quy & vốn khác của CSH	1,331	1,675	1,724	1,803	1,912
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(0.85)	(1.69)	(2.54)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	14,243	17,255	18,910	24,294	26,370

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	(14.4)	21.2	9.59	28.5	8.55
Tăng trưởng cho vay (%)	(31.4)	51.4	22.0	20.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	13.7	(6.99)	4.91	51.2	39.8
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	(0.57)	41.9	14.2	5.00	10.0
Tăng trưởng VCSH (%)	(0.71)	13.5	6.21	56.8	4.11
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(14.9)	(21.6)	13.2	37.5	12.7
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	2.58	19.6	2.28	47.6	6.60
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.3)	(23.4)	27.4	30.3	28.2
Tăng trưởng LNTT (%)	(42.7)	(46.1)	60.2	38.7	40.4
Tăng trưởng LNST (%)	(42.0)	(43.3)	59.6	38.6	40.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	(42.0)	(43.2)	59.5	38.6	40.4

Định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
P/E (lần)	18.4	42.3	26.8	24.2	17.4
P/B (lần)	3.21	2.84	2.70	2.16	2.09
Lợi suất cổ tức (%)	1.91	3.27	2.18	3.27	3.81

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,991	867	1,370	1,515	2,112
DPS (đồng)	700	1,200	800	1,200	1,400
BVPS (đồng)	11,416	12,932	13,615	16,960	17,536
Sig CP bình quân (triệu đv)	437	570	473	721	726
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	437	439	575	724	729
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	569	570	575	721	726

Chỉ số lợi nhuận	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
ROAA (%)	5.63	3.14	4.36	5.06	6.05
ROAE (%)	13.3	7.12	10.4	10.9	12.2
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.9	10.4	10.2	10.3	10.5
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.30	7.00	6.00	6.50	6.50
Phí môi giới thuần (%)	0.09	0.02	0.02	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	46.7	48.0	41.4	44.5	36.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.2	138	58.4	79.2	66.3

Thị phần	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	4.87	4.60	5.80	6.00	6.30
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-

Quy mô	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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