

Khối ngoại tiếp tục bán ròng & đồng USD tăng giá gây sức ép ngắn hạn

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 kiểm định lại mốc 1.220 điểm vào tháng 11/2024 với thanh khoản vẫn ở mức thấp do sức ép từ cả trong nước và nước ngoài.
- Trên cơ sở tình hình 11 tháng đầu năm 2024 ảm đạm và những khó khăn trong thời gian tới, HSC giảm 10%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân trong giai đoạn 2024-2026. Theo đó, chúng tôi giảm 2-3%/năm dự báo lợi nhuận của các CTCK, tương đương tăng trưởng trung bình 3 năm đạt 19,7%.
- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào cho SSI, Nắm giữ cho VCI và Tăng tỷ trọng cho VND. SSI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ HĐKD ổn định, định giá hợp lý và lợi suất cổ tức cao.

Phân tích tình hình thị trường 11 tháng đầu năm 2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026

Chỉ số VN-Index đã kiểm định lại mốc 1.220 điểm vào tháng 11/2024, sau khi giảm từ gần 1.300 điểm vào đầu Q4/2024. Thanh khoản thị trường tiếp tục sụt giảm với giá trị giao dịch bình quân giảm xuống 18 nghìn tỷ đồng (giảm 4% so với quý trước và giảm 6% so với cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân dẫn đến sự sụt giảm này bao gồm: 1) khối ngoại tiếp tục bán ròng mạnh trong tháng 10-11/2024 do sức ép trên thị trường ngoại hối và bất ổn địa chính trị và 2) nguồn vốn trong nước chuyển sang các tài sản thay thế, đặc biệt là BĐS. Trong 11 tháng đầu năm 2024, giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 21,7 nghìn tỷ đồng, sát với dự báo cả năm đã điều chỉnh của chúng tôi.

Thời gian tới, HSC dự báo triển vọng ngắn hạn của thị trường chứng khoán sẽ gặp khó khăn trong việc thu hút cả dòng tiền trong nước và nước ngoài. Tuy nhiên, nền tảng cho đợt tăng giá tiếp theo của thị trường vẫn đang được xây dựng vững chắc nhờ sự kiện triển khai giao dịch không yêu cầu ký quỹ (NPF) cùng hoạt động huy động vốn mạnh mẽ của các CTCK.

Ngoài ra, kỳ vọng được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp (có thể vào tháng 9/2024) vẫn là động lực quan trọng trong trung hạn để thu hút ĐĐT NN. Tuy nhiên, triển vọng ngắn hạn của thị trường hiện vẫn khiêm tốn.

Giảm vừa phải dự báo giá trị giao dịch bình quân; điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận của các CTCK

Dựa trên diễn biến thị trường gần đây, HSC hạ dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2024 xuống 21,7 nghìn tỷ đồng (từ 23 nghìn tỷ đồng) do kết quả Q4/2024 thấp hơn dự báo. Cho năm 2025, chúng tôi giảm lần lượt 10% và 12% dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày xuống lần lượt 26 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%) và 32 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%).

Từ đó, HSC giảm nhẹ 2-3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 của các CTCK trong danh sách khuyến nghị. Tuy nhiên, lợi nhuận vẫn tăng trưởng mạnh mẽ trung bình 19,7% trong 3 năm tới (giai đoạn 2023-2026), từ đó cho thấy triển vọng tăng trưởng trung hạn vững chắc của ngành chứng khoán.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ giá mục tiêu của các CTCK trong danh sách khuyến nghị sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và bội số định giá. Theo dự báo mới, chúng tôi định giá SSI & VND dựa trên hệ số P/E và P/S mục tiêu ở mức cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ và VCI ở mức cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ (giảm từ 0,7 độ lệch chuẩn trước đó) để phù hợp với triển vọng giá trị giao dịch bình quân đang suy yếu.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SSI (dựa trên tiềm năng tăng giá vững chắc), khuyến nghị Nắm giữ đối với VCI (do tiềm năng tăng giá hạn chế) và khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND (do triển vọng thận trọng, mặc dù định giá hấp dẫn). SSI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các CTCK nhờ mô hình kinh doanh cân bằng, quy mô lớn, định giá hợp lý và lợi suất cổ tức hấp dẫn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/12.

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	24,450	Mua vào	-	29,500	(13.7)	20.7	16.3	15.7	1.80	1.76	4.09	4.09
VCI	33,150	Nắm giữ	-	33,800	(5.85)	1.96	22.6	22.3	2.42	1.95	2.41	3.62
VND	13,850	Tăng tỷ trọng	-	16,000	(11.1)	15.5	10.8	9.94	1.09	0.95	3.61	3.61

Giá cổ phiếu tại ngày 2/12/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Khối ngoại tiếp tục bán ròng & đồng USD tăng giá gây sức ép ngắn hạn	3
Thanh khoản thị trường sụt giảm trong bối cảnh khối ngoại bán ròng và sức hấp dẫn đối với nhà đầu tư trong nước sụt giảm	3
Triển vọng năm 2025: Thanh khoản gặp khó khăn trong ngắn hạn	4
Điều chỉnh dự báo: Thanh khoản thị trường và lợi nhuận	9
Điều chỉnh triển vọng thị trường và dự báo	9
Định giá và khuyến nghị	11
Điều chỉnh giá mục tiêu do triển vọng giá trị giao dịch bình quân khiêm tốn, tiềm năng tăng giá vẫn tốt	11
Bối cảnh định giá	12
Báo cáo thành phần	
CTCP Chứng khoán SSI (SSI)	14
CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCI)	19
CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND)	24

Khối ngoại tiếp tục bán ròng & đồng USD tăng giá gây sức ép ngắn hạn

Thanh khoản thị trường trong tháng 10 và tháng 11/2024 giảm 4% so với quý trước do khối ngoại liên tục bán ròng trong bối cảnh đồng USD tăng giá, trong khi sự quan tâm của nhà đầu tư trong nước đã chuyển một phần sang BĐS. Chúng tôi hiện dự báo giá trị giao dịch bình quân bình quân ngày trong Q4/2024 đạt 18 nghìn tỷ đồng, tương đương đạt 21,7 nghìn tỷ đồng cho cả năm 2024 (tăng trưởng tăng 10%) nhờ 6 tháng đầu năm 2024 mạnh mẽ. Thời gian tới, HSC dự báo triển vọng ngắn hạn của thị trường chứng khoán sẽ gặp khó khăn trong việc thu hút cả dòng tiền trong nước và nước ngoài. Tuy nhiên, nền tảng cho đợt tăng giá tiếp theo của thị trường vẫn đang được xây dựng vững chắc nhờ sự kiện triển khai giao dịch không yêu cầu ký quỹ (NPF) cùng hoạt động huy động vốn mạnh mẽ của các CTCK. Ngoài ra, kỳ vọng được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp (có thể vào tháng 9/2024) vẫn là động lực quan trọng trong trung hạn để thu hút NĐT NN. Tuy nhiên, triển vọng ngắn hạn của thị trường hiện vẫn khiêm tốn.

Thanh khoản thị trường sụt giảm trong bối cảnh khối ngoại bán ròng và sức hấp dẫn đối với nhà đầu tư trong nước sụt giảm

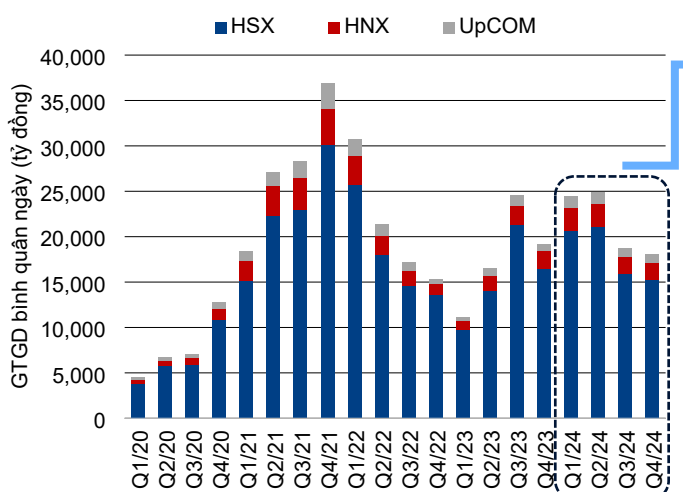
Chỉ số VN-Index đã kiểm định lại mốc 1.220 điểm vào tháng 11/2024, sau khi giảm từ gần 1.300 điểm vào đầu Q4/2024. Thanh khoản thị trường tiếp tục sụt giảm với giá trị giao dịch bình quân giảm xuống 18 nghìn tỷ đồng (giảm 4% so với quý trước và giảm 6% so với cùng kỳ).

Nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm của chỉ số VNIndex và thanh khoản bao gồm: Khối ngoại tiếp tục bán ròng mạnh tổng cộng 22 nghìn tỷ đồng trong tháng 10-11/2024. Trong khi đó, số lượng nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường đã giảm xuống so với 6 tháng đầu năm 2024 do nguồn vốn đã phân bổ sang các loại tài sản tài chính thay thế khác, đặc biệt là đầu tư BĐS.

Tính chung 11 tháng đầu năm 2024, giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 21,5 nghìn tỷ đồng, thấp hơn 5% so với dự báo cả năm trước đó của chúng tôi (22,7 nghìn tỷ đồng).

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

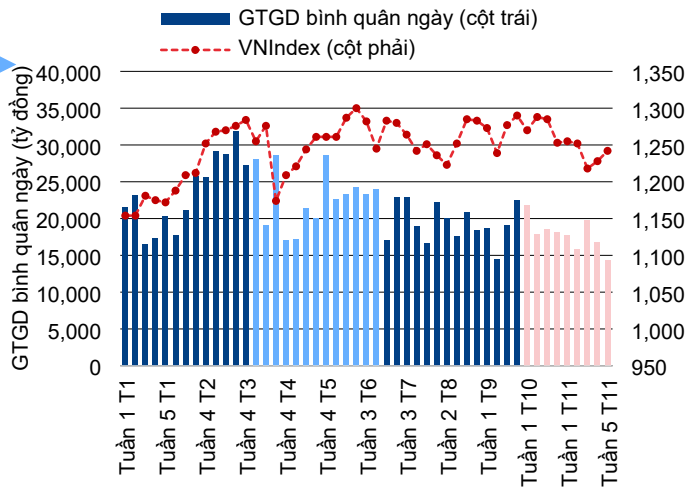
Trong Q4/2024, GTGD bình quân ngày giảm 4% so với quý trước và tương đương với mức trong Q4/2023



Nguồn: HSX, HSC

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

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

Sức ép từ lực bán ròng trong thời gian dài của khối ngoại

Khối ngoại bán ròng lần lượt 10 nghìn tỷ đồng và 12 nghìn tỷ đồng trong tháng 10 và tháng 11/2024. Đợt bán ròng lớn gần đây phản ánh những lo ngại về rủi ro từ chính sách mới của tổng thống Mỹ (kể từ tháng 1/2025) đối với thương mại toàn cầu và

thương mại song phương với Việt Nam. Sức ép trên thị trường ngoại hối cũng là một yếu tố dẫn đến hoạt động bán ròng của NĐT NN.

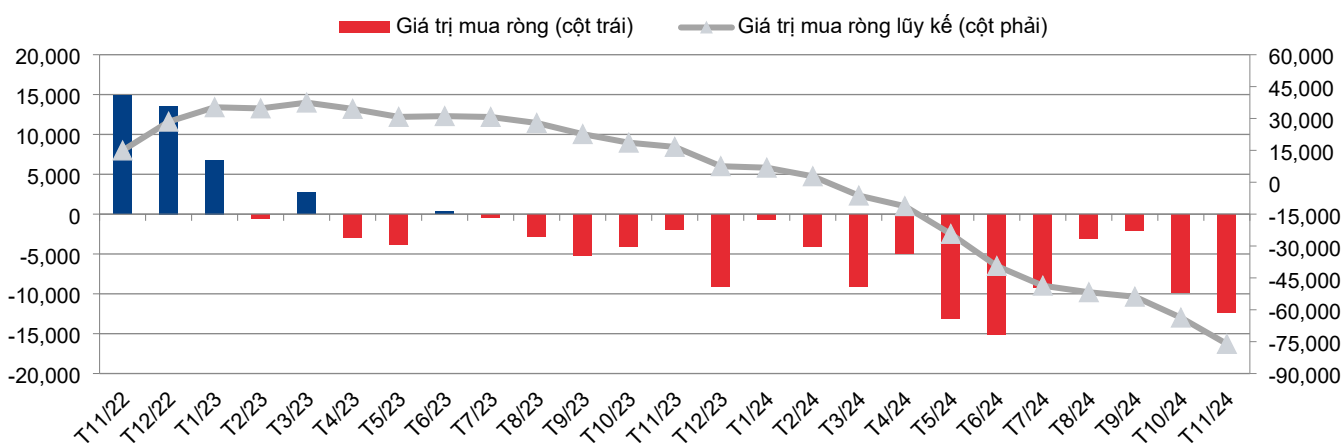
Như đã phân tích trong Báo cáo trước đó ([Ngành chứng khoán: Vượt qua thách thức, sẵn sàng phục hồi](#), ngày 22/10/2024, HSC), giá trị danh mục có thể bán ra của khối ngoại (chúng tôi phân loại vào Nhóm 3 – Nắm giữ để giao dịch) là 232 nghìn tỷ đồng. Sau hai tháng bán ròng, chúng tôi ước tính giá trị nhóm này giảm xuống 210 nghìn tỷ đồng.

Ngoài ra, một phần giá trị bán ròng (Nhóm 3) tại một số cổ phiếu niêm yết hàng đầu trong Q4/2024 sẽ được chuyển vào Nhóm 1 (Nắm giữ chiến lược) thông qua các thương vụ phát hành riêng lẻ, ví dụ: GMD (khuyến nghị Mua vào; giá mục tiêu 79.973đ) và VCI (khuyến nghị Nắm giữ; giá mục tiêu 33.800đ).

Khối ngoại vẫn là bên tham gia quan trọng vào thị trường chứng khoán Việt Nam, nắm giữ khoảng 23% vốn hóa chỉ số VN30 và 16% vốn hóa chỉ số VNIndex tính đến cuối tháng 11/2024.

Biểu đồ 3: Giá trị mua vào/bán ra của khối ngoại, Việt Nam

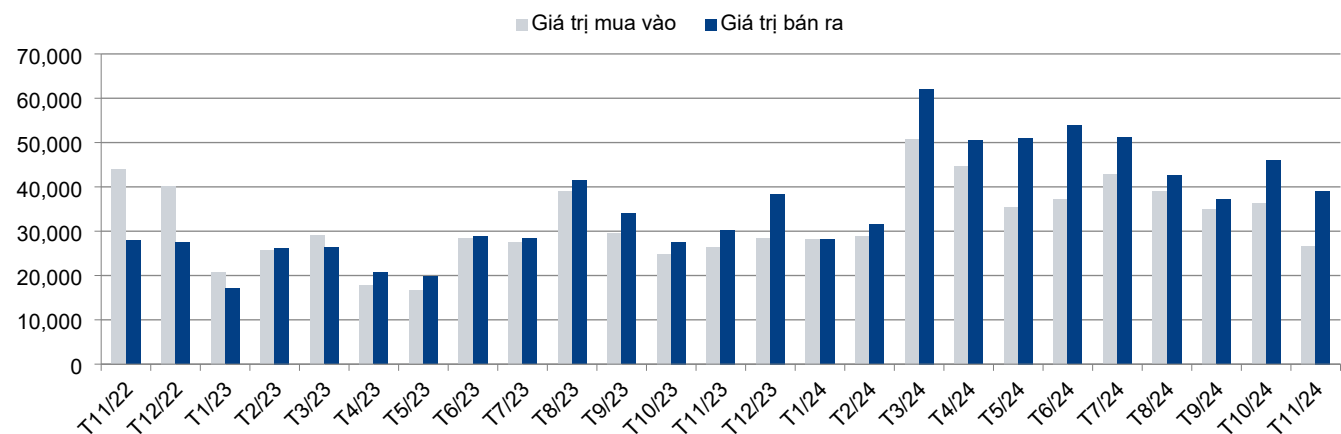
NĐT NN tiếp tục bán ra 22 nghìn tỷ đồng trong tháng 10 & tháng 11 sau 2 tháng tạm nghỉ



Nguồn: HSX, HSC

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

Giao dịch của khối ngoại tăng mạnh trong giai đoạn từ tháng 3 – tháng 11/2024



Nguồn: HSX, HSC

Triển vọng năm 2025: Thanh khoản gặp khó khăn trong ngắn hạn

Mặc dù những khó khăn về thanh khoản thị trường trong ngắn hạn vẫn hiện hữu, triển vọng trung & dài hạn của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn tích cực nhờ sự cải thiện mang tính cấu trúc cùng những sáng kiến chiến lược.

Thách thức ngắn hạn

Trong báo cáo trước đó, HSC đã phân tích hai rủi ro tiềm ẩn đối với thanh khoản thị trường, bao gồm:

- Sự cạnh tranh từ các loại tài sản khác.
- Khối ngoại tiếp tục bán ròng do ảnh hưởng của những yếu tố, bao gồm biến động tỷ giá, sự chậm trễ trong việc ban hành các quy định và lo ngại về tình hình địa chính trị.

Trên thực tế, những rủi ro này có vẻ đều tăng lên trong ngắn hạn.

- Đồng USD tăng giá mạnh và áp lực trên thị trường ngoại hối dưới thời tổng thống Trump

Nguy cơ mất bằng lãi suất tại Mỹ duy trì ở mức cao trong thời gian dài vẫn là một lực cản đáng kể. Mặc dù lập trường của Fed ngày càng ôn hòa, những chính sách thuế quan mới dưới thời tổng thống Trump có thể làm gia tăng áp lực lạm phát, từ đó làm giảm dự địa cắt giảm lãi suất trong năm 2025. Kịch bản này sẽ làm gia tăng sức mạnh của đồng USD, từ đó làm gia tăng sức ép mất giá lên đồng VND. Do đó, sức hấp dẫn của những thị trường mới nổi & cận biên (như Việt Nam) sẽ giảm xuống và khối ngoại có thể tiếp tục bán ròng, từ đó làm gia tăng sức ép lên thanh khoản vốn đã ở mức thấp.

- Sự cạnh tranh từ các loại tài sản khác.

Việt Nam đã duy trì mặt bằng lãi suất thấp để tiếp tục hỗ trợ phục hồi kinh tế & đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng lớn từ các loại tài sản khác (như BĐS, vàng và tiền điện tử) và tất cả những loại tài sản này đều có mức lợi suất rất cao trong năm 2024.

Tuy nhiên, số lượng nhà đầu tư cá nhân vẫn ổn định với số lượng tài khoản đăng ký mới đạt 160 nghìn tài khoản trong tháng 10, đi ngang so với quý trước nhưng tăng 60% so với cùng kỳ. Theo đó, tổng số tài khoản giao dịch tăng 20% kể từ đầu năm tính đến tháng 10/2024.

Động lực trung và dài hạn cho lợi thế cạnh tranh của thị trường

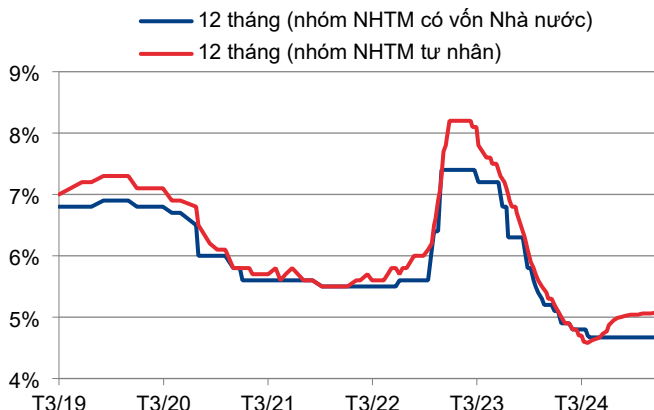
Kỳ vọng FTSE nâng hạng thị trường Việt Nam lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9/2025 sẽ là động lực quan trọng trong ngắn & trung hạn. Cột mốc này có thể làm gia tăng sức hút đối với NĐT NN thông qua việc nâng cao nhận thức & uy tín của thị trường chứng khoán Việt Nam trên toàn cầu.

Ngoài ra, HSC tin rằng những động lực sau đây là cần thiết để thị trường chứng khoán Việt Nam lấy lại sức cạnh tranh và thu hút thanh khoản trong trung và dài hạn:

- Tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết. KQKD mạnh mẽ sẽ củng cố niềm tin của thị trường.
- Tính hiệu quả của những quy định & bộ luật mới. Khung pháp lý minh bạch & thuận lợi sẽ giúp các doanh nghiệp triển khai hiệu quả chiến lược tăng trưởng & thu hút nhà đầu tư.
- Tư nhân hóa và IPO. Đẩy nhanh quá trình tư nhân hóa các doanh nghiệp nhà nước và thực hiện IPO các công ty tư nhân chưa niêm yết sẽ gia tăng cơ hội đầu tư & độ sâu của thị trường.

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi 12 tháng, nhóm NHTM có vốn Nhà nước & nhóm NHTM tư nhân tại Việt Nam

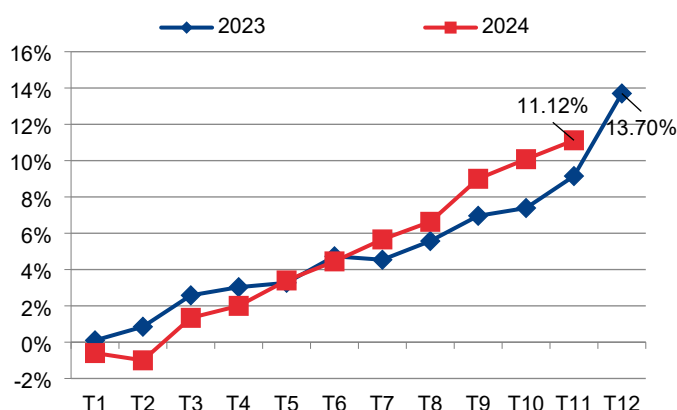
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng mặc dù tăng ở nhóm các NHTM tư nhân nhưng vẫn thấp hơn thời kỳ dịch COVID



Nguồn: Các NHTM, HSC

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

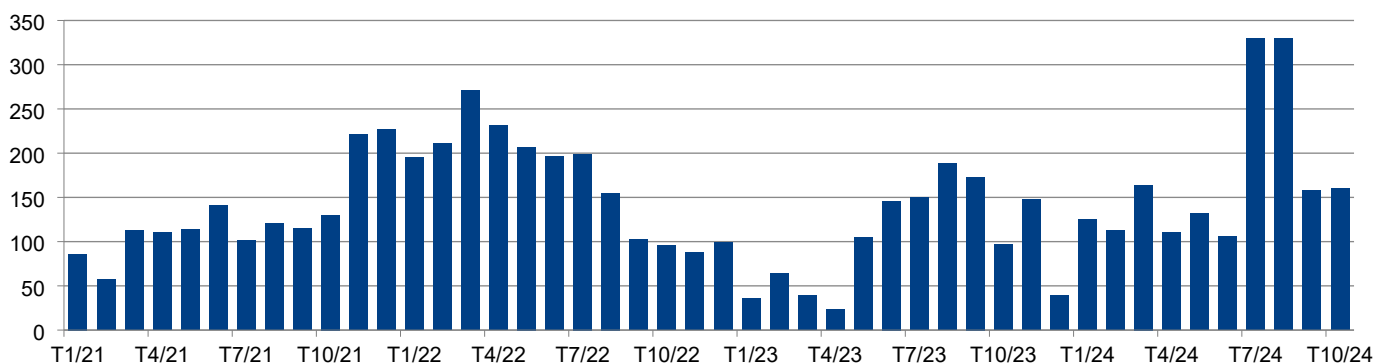
Tính chung 11 tháng đầu năm 2024, tăng trưởng tín dụng đã vượt mức cùng kỳ năm 2023 và tiến tới mục tiêu 15% của NHNN



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 7: Số lượng tài khoản chứng khoán cá nhân mở mới hàng tháng (ngành), Việt Nam

Số lượng tài khoản mở mới trong tháng 10 đã đạt 160.000, tương đương tăng 60% so với cùng kỳ & đi ngang so với cùng kỳ

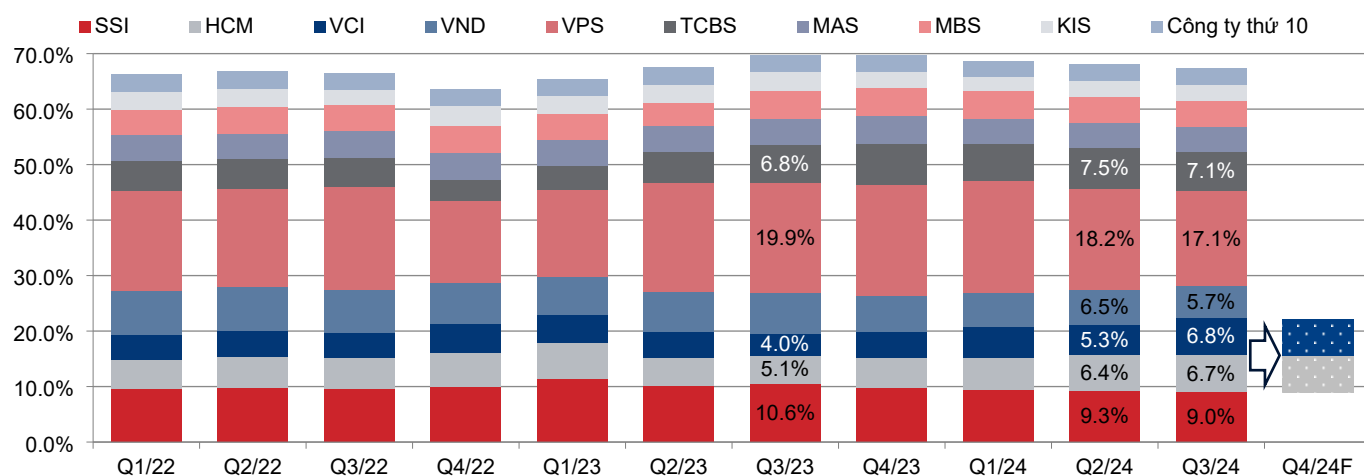


Nguồn: VSD, HSC

Biểu đồ 8: Thị phần của nhóm 10 công ty hàng đầu, HSX

Những công ty có thị phần cao nhất trong Q3/2024 gồm VCI (+1,4% so với quý trước), HCM (+0,3%) và MAS (+0,1%)

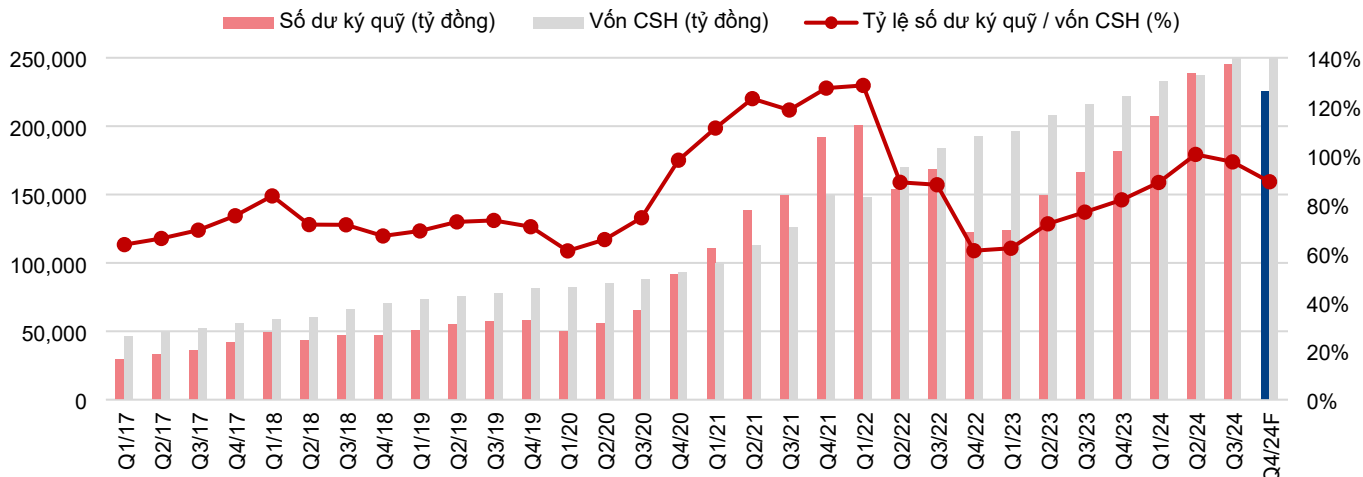
Trong Q4, HSC dự báo thị phần của các công ty tập trung vào nhóm KH doanh nghiệp sẽ duy trì vững chắc hoặc mở rộng, trong khi các công ty tập trung vào nhóm KH cá nhân sẽ thu hẹp thị phần



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 9: Số dư ký quỹ so với vốn CSH, ngành Chứng khoán

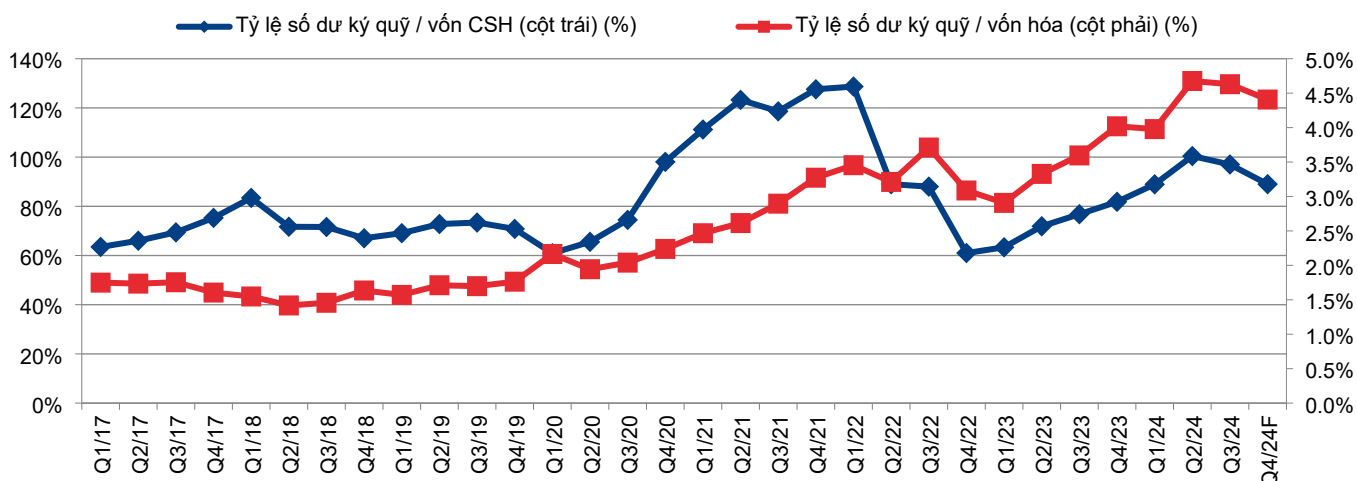
Số dư ký quỹ dự kiến sẽ giảm còn khoảng 225 nghìn tỷ đồng vào cuối Q4/2024; trong khi đó, tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH sẽ giảm còn 89% từ mức 97% trong Q3/2024



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 10: Tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH & tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn hóa, ngành Chứng khoán

Tỷ lệ số dư ký quỹ/vốn CSH tương đương với mức ghi nhận trong Q3/2022, trong khi tỷ lệ số dư ký quỹ/vốn hóa giảm nhẹ từ mức đỉnh trong Q2/2024



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Bảng 11: Kế hoạch tăng vốn trong năm 2024-2025, một số công ty chứng khoán

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, 24,8 nghìn tỷ đồng vốn (tương đương 56% kế hoạch 44,6 nghìn tỷ đồng của toàn ngành) đã được huy động. HCM & TCBS đã công bố một số kế hoạch huy động vốn mới và dự kiến sẽ được thực hiện vào đầu năm 2025

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		
	Phát hành riêng lẻ	7%	104			1,500
	ESOP		10	100		
VND	Phát hành quyền mua	20%	243.6	2,436		
	Phát hành riêng lẻ	20%	286.6			3,439
	ESOP		30			300
HCM	Phát hành quyền mua	50%	228.6	2,286		
	ESOP		16	160		
	Phát hành quyền mua	50%	360			3,600
VCI	Phát hành riêng lẻ	30%	144	2,420		
	ESOP		4.4			44
MBS	Phát hành quyền mua	25%	109.4	1,094		
	Phát hành riêng lẻ	5%	27		765 ←	
ACBS	Phát hành quyền mua	42%	300	3,000		
TCBS	Phát hành riêng lẻ	5%	118			1,376
LPBS	Phát hành quyền mua	1450%	363.8	3,638		
VIX	Phát hành quyền mua	95%	636	6,360		
	ESOP		20	200	←	
SHS	Phát hành quyền mua	100%	813.1			8,131
ORS	Phát hành quyền mua	33%	100	1,000		
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	765	19,790

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

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

Trên cơ sở giá trị giao dịch bình quân ngày giảm nhẹ trong 11 tháng đầu năm 2024 và triển vọng trong thời gian tới, HSC giảm nhẹ dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày, tương đương mức tăng trưởng tốt lần lượt 20% và 25% trong năm 2025-2026. Dựa trên những điều chỉnh này và KQKD thực tế của từng CTCK, chúng tôi điều chỉnh trái chiều dự báo lợi nhuận cho các CTCK trong danh sách khuyến nghị. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận trong 3 năm tới đối với cả SSI & VND trong khi gần như giữ nguyên dự báo cho VCI. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần của SSI, VCI và VND sẽ tăng trưởng trung bình lần lượt 21%, 44% và 10% trong 3 năm tới.

Điều chỉnh triển vọng thị trường và dự báo

Dòng vốn trong nước vẫn chưa trở lại thị trường chứng khoán trong Q4/2024 trong khi cạnh tranh từ các loại tài sản khác có vẻ vẫn sẽ tiếp diễn trong tương lai. Trong khi đó, dòng vốn nước ngoài có vẻ sẽ diễn biến trái chiều, trong đó tác động tích cực từ kỳ vọng nâng hạng thị trường của FTSE bị bù trừ với tác động tiêu cực từ những rủi ro liên quan đến tình hình địa chính trị toàn cầu ngày càng gia tăng.

Trên cơ sở giá trị giao dịch bình quân ngày kém tích cực trong 11 tháng đầu năm 2024, HSC hạ dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2024 xuống 21,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 10% (so với 22,7 nghìn tỷ đồng theo dự báo trước đó), tương đương giá trị giao dịch bình quân ngày Q4/2024 đạt 18 nghìn tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ và giảm 4% so với quý trước).

Trong dài hạn, theo kịch bản cơ sở, HSC giảm lần lượt 10% và 12% dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày cho năm 2025 và 2026 xuống lần lượt 26 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%) và 32,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%).

Theo kịch bản tích cực, giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 sẽ tăng trưởng 40% đạt 30 nghìn tỷ đồng, dựa trên kỳ vọng nhà đầu tư cá nhân sẽ trở lại mạnh mẽ hơn, dòng vốn nước ngoài tích cực, lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ. Ngược lại, theo kịch bản tiêu cực, giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 sẽ đi ngang so với cùng kỳ ở mức 21,7 nghìn tỷ đồng, nếu tăng trưởng/chất lượng lợi nhuận vẫn kém tích cực và rủi ro địa chính trị leo thang.

Bảng 12: Thanh khoản thị trường hàng năm thực tế & dự báo, Việt Nam

HSC giảm 6% giả định GTGD bình quân ngày cho năm 2024 & giảm 10% dự báo cho năm 2025-2026

GTGD bình quân ngày (tỷ đồng)	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024E	2025F	2026F
Kịch bản tiêu cực						21,728	26,074
Tăng trưởng						0%	20%
Kịch bản cơ sở	19,753	22,716	28,849	37,216	21,728	26,074	32,593
Tăng trưởng	-13%	15%	27%	29%	10%	20%	25%
Kịch bản tích cực						30,420	38,025
Tăng trưởng						40%	25%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Sau khi điều chỉnh dự báo giá trị giao dịch bình quân cùng với KQKD gần đây của từng CTCK, chúng tôi điều chỉnh trái chiều dự báo lợi nhuận của các CTCK trong danh sách khuyến nghị như sau:

- Đối với SSI, HSC giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2026, sau khi hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ.
- Đối với VCI, sau KQKD tích cực trong năm 2024, chúng tôi tăng 7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024, trong khi giảm lần lượt 2% và 4% dự báo cho năm 2025-2026. Dự báo tổng thể gần như được giữ nguyên.
- Đối với VND, chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và lãi hoạt động tự doanh.

Dự báo mới như sau:

- Lợi nhuận thuần của SSI được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 22%, 17% và 25% trong giai đoạn 2024-2026.
- Lợi nhuận thuần của SSI được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 71%, 27% và 37% trong giai đoạn 2024-2026.
- Lợi nhuận thuần của VND được dự báo sẽ giảm 5% so với cùng kỳ trong năm 2024 sau đó tăng trưởng lần lượt 20% và 19% trong năm 2025-2026.

Bảng 13: Tăng trưởng LNTT thực tế & dự báo, các công ty Chứng khoán HSC khuyến nghị

Tăng trưởng kép toàn ngành trong giai đoạn 2023-2026 được dự báo ở mức 19,7%

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
SSI	2,874	3,488	4,079	5,098
Tăng trưởng	36.2%	21.8%	16.9%	25.0%
VCI	570	980	1,247	1,713
Tăng trưởng	-46.2%	71.4%	27.2%	37.3%
VND	2,481	2,360	2,824	3,357
Tăng trưởng	61.7%	-5.3%	19.7%	18.9%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu cho các CTCK trong danh sách khuyến nghị chủ yếu sau khi hạ bội số định giá mục tiêu do triển vọng giá trị giao dịch bình quân suy yếu. Theo dự báo mới, bội số P/E và P/S mục tiêu của SSI và VND lần lượt ở mức cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ trong khi VCI ở mức cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho SSI nhờ tiềm năng tăng giá tốt, trong khi giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ cho VCI trên cơ sở tiềm năng tăng giá hạn chế. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND do những khó khăn kéo dài ở mảng đầu tư trái phiếu. SSI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành chứng khoán 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 khiêm tốn, tiềm năng tăng giá vẫn tốt

HSC giảm 14% giá mục tiêu cho SSI xuống 29.500đ (tiềm năng tăng giá 20%), giảm 6% giá mục tiêu cho VCI xuống 33.800đ (tiềm năng tăng giá 2%) và giảm 11% giá mục tiêu cho VND xuống 16.000đ (tiềm năng tăng giá 16%). Những điều chỉnh chính bao gồm:

- **Hạ bội số định giá:** Chúng tôi hiện áp dụng bội số P/E và P/S mục tiêu cho SSI và VND ở mức cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ. Đối với VCI, chúng tôi áp dụng bội số định giá mục tiêu ở mức cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ (từ cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn trước đó) nhờ sự ổn định của VCI trong việc giữ vững thị phần và tỷ lệ pha loãng thấp.
- **Điều chỉnh dự báo:** Chúng tôi giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 của SSI và VND và gần như giữ nguyên dự báo cho VCI. Lưu ý rằng những điều chỉnh này không ảnh hưởng đáng kể tới giá mục tiêu mới của chúng tôi.

Tại giá mục tiêu mới, P/E mục tiêu năm 2025 của SSI, VCI và VND lần lượt là 18,9 lần, 22,7 lần và 11,5 lần. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào cho SSI, Nắm giữ cho VCI và Tăng tỷ trọng cho VND.

Bảng 14: Phương pháp định giá P/E, các công ty ngành Chứng khoán HSC khuyến nghị

	EPS 2024	EPS 2025	P/E mục tiêu	Giá mục tiêu = EPS bình quân * P/E mục tiêu
SSI	1,482	1,562	21.4	33,491
VCI	1,785	1,489	18.8	27,993
VND	1,278	1,392	15.4	21,437

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 15: Phương pháp định giá P/S, các công ty ngành Chứng khoán HSC khuyến nghị

	P/S 2024	P/S 2025	P/S mục tiêu	Giá mục tiêu = SPS bình quân * P/S mục tiêu
SSI	3,830	4,014	6.4	25,529
VCI	5,767	5,175	7.7	39,589
VND	4,247	4,633	3.1	14,223

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 16: Kết hợp phương pháp P/E & P/S, các công ty ngành Chứng khoán HSC khuyến nghị

Công ty CK	P/S	P/E	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm
SSI	25,529	33,491	29,510	20%
VCI	39,589	27,993	33,791	2%
VND*	14,223	21,437	16,047 (*)	16%

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

Bảng 17: So sánh, các công ty ngành 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) 2025F
				2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	
SSI	24,550	Mua vào	29,500	19.0	16.6	15.7	10.2	11.2	11.8	14.6	5.4	18.9
VCI	33,100	Nắm giữ	33,800	38.6	22.5	22.2	7.1	11.1	10.6	71.3	1.4	22.7
VND	13,750	Mua vào	16,000	8.7	10.8	9.9	13.0	10.6	10.0	(19.0)	8.9	11.5
Bình quân ngành				22.1	16.6	15.9	9.7	8.2	8.1	22.3	5.2	17.7

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 1/12
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu các CTCK trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi đã giảm bình quân 6% trong 1 tháng qua trước áp lực bán rông của khối ngoại. Từ đó, P/E trượt dạt phóng 1 năm của những cổ phiếu này hiện bình quân ở mức 15,9 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ với P/S bình quân ở mức 5,2 lần, cũng cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ.

P/E trượt dạt phóng 1 năm hiện tại của từng công ty như sau:

- SSI: 15,8 lần – giao dịch thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ, tương đương mức thấp nhất kể từ tháng 11/2023.
- VCI: 22 lần – giao dịch cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ, mức định giá cao.
- VND: 9,9 lần – giao dịch thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ.

Trong khi định giá của VCI vẫn đang ở mức cao, SSI và VND đang giao dịch với mức định giá hấp dẫn, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị bội số mục tiêu của chúng tôi.

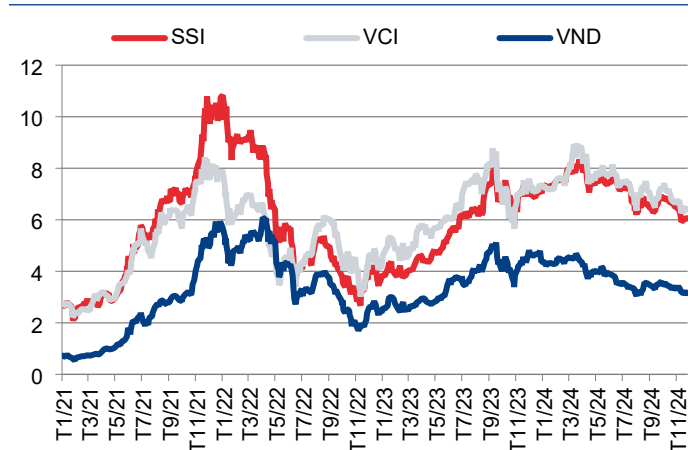
Theo đó, cổ phiếu của các CTCK vẫn còn tiềm năng tăng giá, đặc biệt là SSI & VND, dựa trên kỳ vọng cổ phiếu của các CTCK sẽ được đánh giá lại theo định giá mục tiêu của chúng tôi.

Mặc dù hạ dự báo triển vọng của toàn ngành, HSC nhận thấy cổ phiếu của các CTCK có xu hướng chuyển đổi từ cổ phiếu biến động theo xu hướng thị trường sang cổ phiếu giá trị. Trong đó, lợi suất cổ tức của SSI (thường chỉ trả cổ tức bằng tiền mặt 1.000đ/cp) sẽ tương đương 4,2%, mức lợi suất hấp dẫn cho một ngành đang phát triển.

Cho năm 2025, P/E và P/S mục tiêu bình quân cho 3 CTCK trong danh sách khuyến nghị lần lượt là 17,7 lần và 5,7 lần, tương đương tiềm năng tăng giá khá tốt.

Biểu đồ 18: So sánh P/S trượt dạt phóng 1 năm, ngành CK

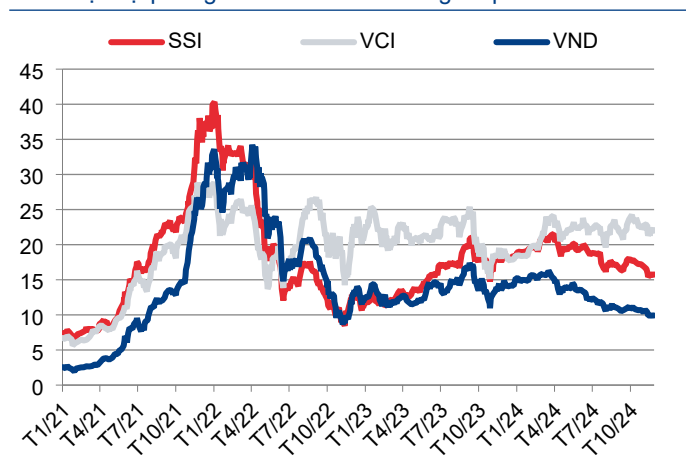
VND đang giao dịch với P/S trượt dạt phóng 1 năm thấp hơn đáng kể so với SSI & VCI



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 19: So sánh P/E trượt dạt phóng 1 năm, ngành CK

P/E trượt dạt phóng 1 năm của VND cũng thấp nhất



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 20: Phân tích độ nhạy, các công ty ngành Chứng khoán HSC khuyến nghị

HSC sử dụng giả định GTGD bình quân ngày năm 2025 là 26 nghìn tỷ đồng làm kịch bản cơ sở để định giá SSI & VND, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, trong khi định giá của VCI cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

	Giả định GTGD bình quân ngày & định giá (+/- độ lệch chuẩn so với bình quân) năm 2025				
	22 nghìn tỷ đồng (đi ngang y/y) (+0.0 độ lệch chuẩn)	26 nghìn tỷ đồng (+20% y/y) (+0.3 độ lệch chuẩn)	28 nghìn tỷ đồng (+30% y/y) (+0.5 độ lệch chuẩn)	30 nghìn tỷ đồng (+40% y/y) (+0.7 độ lệch chuẩn)	32 nghìn tỷ đồng (+50% y/y) (+1.0 độ lệch chuẩn)
SSI					
Giá / Doanh thu	3,981	4,014	4,047	4,080	4,113
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,552	1,562	1,572	1,582	1,592
Giá mục tiêu	24,800 (-16%)	29,500	32,200 (+9%)	35,100 (+19%)	39,500 (+34%)
VCI					
Giá / Doanh thu	5,030	5,102	5,175	5,247	5,319
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,450	1,469	1,489	1,508	1,527
Giá mục tiêu	27,900 (-18%)	31,400 (-7%)	33,800	36,100 (+7%)	39,600 (+17%)
VND					
Giá / Doanh thu	4,572	4,633	4,664	4,694	4,725
Lợi nhuận mỗi cổ phiếu	1,376	1,392	1,399	1,407	1,552
Giá mục tiêu	12,800 (-20%)	16,000	18,200 (+13%)	20,400 (+27%)	23,600 (+47%)

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

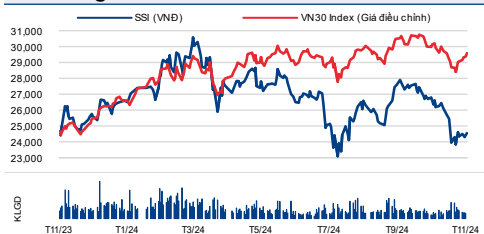
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ29,500 (từ VNĐ34,200)
Tiềm năng tăng/giảm: 20.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	24,550
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,109-30,564
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,450
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	48,167
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,900
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	(8.05)	(7.38)	(0.49)
So với chỉ số	(6.33)	(6.29)	(17.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,505	1,520	(1.0)
2025F	1,564	1,791	(12.7)
2026F	1,945	1,968	(1.2)

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

Hạ giá mục tiêu do thanh khoản giảm; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 14% giá mục tiêu xuống 29.500đ (tiềm năng tăng giá 20%) sau khi hạ bội số định giá của cổ phiếu, từ mức cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn xuống cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.
- Chúng tôi giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, trong đó triển vọng 3 năm tới thay đổi không đáng kể. Theo dự báo mới, lợi nhuận tăng trưởng trung bình 21% trong 3 năm tới và hệ số ROE bình quân giai đoạn 2024-2026 đạt 12,3%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 15,8 lần và 6 lần, tương đương bình quân quá khứ. Cổ phiếu đang mở ra tiềm năng tăng giá tốt để Mua vào cùng mức lợi suất cổ tức 4,2%.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2024-2026

Sau khi phân tích diễn biến thị trường cổ phiếu trong 11 tháng đầu năm 2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026, HSC dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ của SSI sẽ giảm tốc trong bối cảnh thanh khoản thị trường sụt giảm, nhưng mảng tự doanh vẫn vững chắc do lãi suất có xu hướng tăng sẽ tác động tích cực tới chứng chỉ tiền gửi và tiền gửi tiết kiệm.

Trong khi triển vọng trung và dài hạn vẫn vững chắc, những thách thức ngắn hạn đã ảnh hưởng tới giá cổ phiếu.

Tác động: Giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi giảm nhẹ dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ trong khi giữ nguyên dự báo lãi hoạt động tự doanh.

Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 21% trong 3 năm tới nhờ lãi hoạt động tự doanh mạnh mẽ và tăng trưởng mảng cho vay ký quỹ ổn định. Dự báo mới của chúng tôi thấp hơn thị trường trong năm 2025 nhưng sát với dự báo trong năm 2026.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 14% giá mục tiêu xuống 29.500đ, tương đương tiềm năng tăng giá 20%. Tại giá mục tiêu, P/E và P/S dự phóng mục tiêu năm 2024 lần lượt là 21,4 lần và 6,4 lần – cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 15,8 lần và 6 lần, tương đương bình quân quá khứ. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội tốt để Mua vào cổ phiếu.

Tại thị giá, lợi suất cổ tức hiện khá hấp dẫn ở mức 4,2%. Chúng tôi tin rằng cổ phiếu hiện phù hợp cho nhà đầu tư tìm kiếm cổ phiếu vừa biến động theo xu hướng thị trường vừa là cổ phiếu giá trị.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	6,336	7,157	7,202	8,492	11,505
LN thuần (tỷ đồng)	1,699	2,320	2,826	3,304	4,128
EPS (đồng)	1,140	1,552	1,502	1,561	1,942
DPS (đồng)	1,010	1,000	1,000	1,000	1,200
BVPS (đồng)	14,920	15,390	13,580	13,857	14,489
P/E (lần)	21.5	15.8	16.3	15.7	12.6
Lợi suất cổ tức (%)	4.11	4.07	4.07	4.07	4.89
P/B (lần)	1.65	1.60	1.81	1.77	1.69
Thị phần môi giới CP (%)	9.80	10.4	9.50	10.2	10.8
Tăng trưởng EPS (%)	(58.4)	36.2	(3.19)	3.93	24.4
ROAE (%)	9.33	10.2	11.4	11.8	13.7

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

KQKD vẫn mạnh mẽ; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 14% giá mục tiêu xuống 29.500đ sau khi hạ bội số định giá của cổ phiếu từ cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ xuống cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn. Đối với lợi nhuận, HSC giảm bình quân 3% dự báo giai đoạn 2024-2026, cho thấy triển vọng 3 năm tới thay đổi không đáng kể. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 21% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2026 đạt 13,7% nhờ lãi hoạt động tự doanh vững chắc và mảng cho vay ký quỹ mạnh mẽ. Theo giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 20%.

Giảm 3%/năm dự báo giai đoạn 2024-2026

Sau khi phân tích diễn biến thị trường cổ phiếu trong 11 tháng đầu năm 2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026 cùng với tác động từ KQKD Q4/2024 của SSI, HSC giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Tuy nhiên, dự báo tổng thể cho SSI vẫn rất vững chắc với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm lợi nhuận thuần đạt 21%. Những giả định chính như sau:

- **Mảng nghiệp vụ môi giới:** HSC giảm 5%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ giả định giá trị giao dịch bình quân ngày. Chúng tôi giữ nguyên dự báo thị phần của SSI lần lượt ở mức 9,5%, 10,2% và 10,8% trong giai đoạn 2024-2026.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ lệ phí giữ lại ở mức 0,04% cho năm 2024-2025 sau đó giảm xuống 0,03%.

- **Mảng cho vay ký quỹ:** Chúng tôi giảm nhẹ dự báo mảng cho vay ký quỹ sau khi hạ giả định thanh khoản thị trường, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 24%. 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.

- 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 gần như 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.

Dựa trên những điều chỉnh này, lợi nhuận của SSI dự báo tăng trưởng trung bình 21% trong giai đoạn 2023-2026, trong khi hệ số ROE dự báo tăng lên 13,7% vào năm 2026 từ 10,2% vào năm 2023.

Từ đó, LNTT Q4/2024 ước tính đi ngang so với cùng kỳ đạt 610 tỷ đồng.

Các giả định chủ chốt và dự báo lợi nhuận của HSC được trình bày tóm tắt trong Bảng 21-22.

Bảng 21: Các giả định quan trọng cũ & mới, SSI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định GTGD bình quân ngày & giảm nhẹ giả định dư nợ ký quỹ trong giai đoạn 2024-26

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng GTGD	-13.0%	15.0%	27.0%	29.0%	10.0%	20.0%	25.0%
Thị phần	10.4%	9.5%	10.2%	10.8%	9.5%	10.2%	10.8%
Phí môi giới gộp	0.08%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
Tỷ lệ phí giữ lại	0.07%	0.04%	0.04%	0.03%	0.04%	0.04%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại mảng môi giới	12%	30%	37%	48%	30%	37%	48%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	-24.6%	34.6%	24.4%	27.2%	34.1%	22.9%	26.2%
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%	6.7%	6.6%	5.8%	6.7%	6.6%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, SSI

HSC điều chỉnh giảm 3% dự báo cho giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ dự báo mảng nghiệp vụ môi giới & 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	186	369	573	862	360	540	792
Doanh thu cho vay ký quỹ	1,568	1,939	2,413	3,070	1,931	2,373	2,995
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,958	3,018	3,723	4,145	3,018	3,723	4,145
IB & thu nhập khác	36	115	82	93	66	44	64
Thu nhập HĐ	4,749	5,442	6,791	8,170	5,375	6,680	7,996
<i>Tăng trưởng</i>	31%	15%	25%	20%	13%	24%	20%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,514)	(1,611)	(2,228)	(2,469)	(1,563)	(2,228)	(2,469)
Chi phí BH&QL	(362)	(326)	(374)	(431)	(326)	(374)	(431)
Lợi nhuận khác	1	1	1	1	1	1	1
LNTT	2,874	3,506	4,190	5,271	3,488	4,079	5,098
LNST	2,320	2,841	3,394	4,270	2,825	3,304	4,129
<i>Tăng trưởng</i>	36.7%	22.0%	19.0%	26.0%	21.8%	16.9%	25.0%

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 29.500đ dựa trên kịch bản cơ sở với bội số định giá mục tiêu cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá 20%.

Bảng 23: Phương pháp định giá P/E & P/S, SSI

Đông	2024	2025	Mục tiêu = Bình quân + 0.3 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,482	1,562	21.4	33,491
SPS	3,830	4,014	6.4	25,529
Bình quân				29,510

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 15,8 lần và 6 lần. Do bội số P/E và P/S hiện sát bình quân từ Q4/2024 (lần lượt 17,7 lần và 5,4 lần), chúng tôi tin rằng SSI đang ở vùng giá tốt để mua vào. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với SSI.

Tại thị giá, lợi suất cổ tức hiện khá hấp dẫn ở mức 4,2%. Chúng tôi tin rằng cổ phiếu hiện phù hợp cho nhà đầu tư tìm kiếm cổ phiếu vừa biến động theo xu hướng thị trường vừa là cổ phiếu giá trị.

Biểu đồ 24: P/E trượt dự phóng 1 năm, SSI

P/E trượt dự phóng 1 năm của SSI đã phục hồi lên mức 15,8 lần, tương đương với mức thấp cuối năm 2023...



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 25: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, SSI

...& cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 17,7 lần



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 26: P/S trượt dự phóng 1 năm, SSI

P/S trượt dự phóng 1 năm của SSI đã tăng lại mức 6 lần, tương đương mức thấp cuối năm 2023



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 27: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân, SSI

...và cổ phiếu đang giao dịch cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 5,4 lần



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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	1,201	1,479	1,641
Lãi cho vay ký quỹ	1,801	1,568	1,931	2,373	2,995
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	7,202	8,492	11,505
Chi phí HĐ	(3,001)	(2,771)	(2,152)	(2,187)	(3,941)
Lợi nhuận HĐ	3,335	4,386	5,050	6,305	7,564
Lợi nhuận tài chính	(1,235)	(1,514)	(1,563)	(2,228)	(2,469)
Lợi nhuận khác	10.0	1.00	1.00	1.00	1.00
LNTT	2,110	2,873	3,488	4,078	5,096
Chi phí thuế TNDN	(412)	(554)	(663)	(775)	(969)
LNST	1,698	2,319	2,825	3,303	4,127
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	1,699	2,320	2,826	3,304	4,128

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	1,391	9,447	12,040
Phải thu	416	590	471	581	644
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	1,496	109	40.8	104	141
Tài sản tài chính	45,402	64,562	72,905	79,684	98,232
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	19,977	23,173	31,284
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	316	389	432
Tổng tài sản	52,226	69,241	78,242	93,352	114,668
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	2,262	2,787	3,091
Nợ phải trả	29,843	46,000	51,475	63,811	83,642
Vốn chủ sở hữu	22,245	23,100	26,630	29,405	30,890
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	2,464	3,355	4,410
Quy & vốn khác của CSH	99.7	113	502	784	1,114
Lợi ích cổ đông thiểu số	139	141	137	136	135
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	52,226	69,241	78,242	93,352	114,668

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	13.0	19.3	22.8
Tăng trưởng cho vay (%)	(53.3)	36.9	32.0	16.0	35.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	17.1	(10.0)	(20.1)	23.2	10.9
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	(10.4)	54.8	14.0	24.0	32.0
Tăng trưởng VCSH (%)	57.1	3.84	15.3	10.4	5.05
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(14.9)	13.0	0.63	17.9	35.5
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	12.2	7.66	22.3	1.63	80.2
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(17.1)	31.5	15.1	24.9	20.0
Tăng trưởng LNTT (%)	(37.3)	36.2	21.4	16.9	25.0
Tăng trưởng LNST (%)	(37.0)	36.6	21.8	16.9	24.9
Tăng trưởng LN thuần (%)	(37.0)	36.6	21.8	16.9	24.9

Định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
P/E (lần)	21.5	15.8	16.3	15.7	12.6
P/B (lần)	1.65	1.60	1.81	1.77	1.69
Lợi suất cổ tức (%)	4.11	4.07	4.07	4.07	4.89

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	1,502	1,561	1,942
DPS (đồng)	1,010	1,000	1,000	1,000	1,200
BVPS (đồng)	14,920	15,390	13,580	13,857	14,489
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	3.83	3.85	3.97
ROAE (%)	9.33	10.2	11.4	11.8	13.7
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	3.60	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	29.9	25.8	34.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	88.6	64.4	66.6	64.0	61.8

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

Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ33,800 (từ VNĐ35,900)

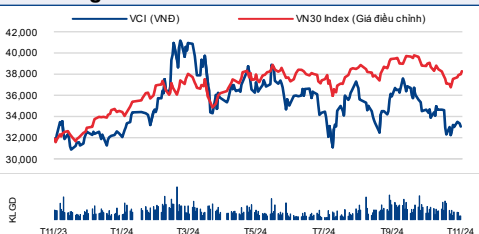
Tiềm năng tăng/giảm: 2.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024) 33,100

Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,878-41,171
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	33,310
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,999
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	750
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	(4.47)	(7.06)	3.74
So với chỉ số	(2.69)	(5.97)	(13.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,470	1,369	7.3
2025F	1,488	1,514	(1.7)
2026F	2,030	2,112	(3.9)

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

Triển vọng vững chắc nhưng đã phản ánh vào giá cổ phiếu; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC giảm 6% giá mục tiêu cho VCI xuống 33.800đ (tiềm năng tăng giá 2%) sau khi điều chỉnh giá định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ do tiềm năng tăng giá không còn nhiều.
- Chúng tôi tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2024 nhưng giảm 3% dự báo năm 2025-2026, dự báo 3 năm gần như được giữ nguyên. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 3 năm 44% và hệ số ROE năm 2026 đạt 11,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 22 lần và 6,4 lần, sát với định giá hợp lý và không còn nhiều tiềm năng tăng giá.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2024-2026

LNTT 9 tháng đầu năm 2024 của VCI đạt 836 tỷ đồng (tăng 99% so với cùng kỳ), bằng 91% dự báo cả năm của chúng tôi. Xu hướng tăng trưởng ở mảng cho vay ký quỹ và đầu tư sẽ giúp Công ty vượt dự báo ban đầu của chúng tôi, trong khi thị phần ở mức 5,8% trong 9 tháng đầu năm 2024.

Mặc dù triển vọng ngành suy yếu, HSC vẫn lạc quan về lợi nhuận năm 2025-2026, trong đó khoản tiền thu được từ phát hành riêng lẻ (2,4 nghìn tỷ đồng) sẽ hỗ trợ thị phần mở rộng, mảng cho vay ký quỹ và dịch vụ không yêu cầu ký quỹ.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2024 trong khi giảm 3% dự báo cho năm 2025-2026, tác động cân bằng giữa việc nâng dự báo lợi nhuận đầu tư và hạ dự báo thanh khoản thị trường và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới.

Theo dự báo mới, lợi nhuận tăng trưởng trung bình 44% trong 3 năm tới từ mức nền thấp năm 2023 và hệ số ROE đạt 11,8% vào năm 2026. Dự báo này nhìn chung sát với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC áp dụng mức bội số mục tiêu cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, cho thấy tiềm năng tăng giá không còn nhiều.

Sau khi giá cổ phiếu đã giảm 4% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 22 lần và 6,4 lần, cao hơn lần lượt 1,5 và 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ lần lượt ở mức 14,8 lần (kể từ Q4/2020 với mức đỉnh là cao hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và 5,8 lần.

HSC giữ nguyên quan điểm rằng nền tảng cơ bản mạnh mẽ và đợt phát hành riêng lẻ thành công đã phản ánh vào định giá cao của VCI. Tiềm năng tăng đối với dự báo và định giá của chúng tôi bao gồm tâm lý tích cực từ việc thị phần mở rộng và các thương vụ tiềm năng mới ở mảng IB, từ đó có thể giúp tăng trưởng phí và thị phần vượt dự báo của chúng tôi.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	3,156	2,473	2,728	3,731	4,147
LN thuần (tỷ đồng)	870	494	845 ▲	1,073	1,474
EPS (đồng)	1,991	867	1,470 ▲	1,488	2,030
DPS (đồng)	700	1,200	800	1,200	1,400
BVPS (đồng)	11,416	12,932	13,715	17,009	17,504
P/E (lần)	16.6	38.2	22.5	22.2	16.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.11	3.63	2.42	3.63	4.23
P/B (lần)	2.90	2.56	2.41	1.95	1.89
Thị phần môi giới CP (%)	4.87	4.60	5.80	6.00	6.30
Tăng trưởng EPS (%)	(42.5)	(56.5)	69.6	1.27	36.4
ROAE (%)	13.3	7.12	11.1	10.6	11.8

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

Triển vọng lợi nhuận vẫn nguyên vẹn với thị phần giành thêm đáng kể

HSC tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2024 trong khi giảm 3% dự báo cho năm 2025-2026, tác động cân bằng giữa việc nâng dự báo lợi nhuận đầu tư và hạ dự báo thanh khoản thị trường và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới. Theo dự báo mới, lợi nhuận tăng trưởng trung bình 44% trong 3 năm tới từ mức nền thấp năm 2023 và hệ số ROE đạt 11,8% vào năm 2026. Dự báo này nhìn chung sát với thị trường. VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 22 lần và 6,4 lần (cao hơn lần lượt 1,5 và 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), sát với giá mục tiêu của chúng tôi là 33.800đ. Theo đó, cổ phiếu đang ở định giá hợp lý với tiềm năng tăng giá không còn nhiều, chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với VCI.

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 tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2024 trong khi giảm 3%/năm dự báo năm 2025-2026. Theo đó, dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2024-2026 biến động không đáng kể. Những giả định chính của chúng tôi như sau.

- **Mảng nghiệp vụ môi giới:** HSC giảm 28%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới giai đoạn 2024-2026 sau khi hạ giả định thanh khoản và tỷ lệ phí giữ lại (giảm xuống lần lượt 23%, 31% và 29% từ lần lượt 31%, 35% và 33% trước đó).

Lưu ý rằng chiến lược mở rộng thị phần mạnh mẽ của VCI sẽ giúp Công ty giành lại thị phần (lần lượt 5,8%, 6% và 6,3% trong năm 2024, 2025 và 2026) nhưng cũng làm giảm một phần phí giao dịch cho dealer.

- **Mảng cho vay ký quỹ:** Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo tăng trưởng mảng cho vay ký quỹ giai đoạn 2024-2026 (tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm). Thị phần gia tăng sẽ giúp mở rộng mảng cho vay ký quỹ. Nhờ nền vốn tăng, chúng tôi dự báo mảng cho vay ký quỹ của VCI sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm tới.

Lãi suất cho vay ký quỹ: Dự báo lần lượt ở mức 10%, 10,3% và 10,5% trong giai đoạn 2024-2026.

- **Mảng tự doanh:** HSC giữ nguyên dự báo trước đó, tương đương lãi hoạt động tự doanh tăng trưởng trung bình 16,4% trong 3 năm tới.
- **Mảng tự doanh:** HSC tăng bình quân 24%/năm dự báo tăng trưởng lợi nhuận đầu tư, sau mức nền cao trong 9 tháng đầu năm 2024, nhờ vốn đầu tư tăng lên sau khi tăng vốn và lãi suất hồi phục bắt đầu từ năm 2025.
- HSC tăng 32%/năm dự báo **chi phí bán hàng & quản lý** do chi phí hoạt động tăng lên trong bối cảnh Công ty đẩy mạnh phân khúc khách hàng cá nhân.

Dựa trên những điều chỉnh này, lợi nhuận của VCI dự báo tăng trưởng trung bình 44% trong giai đoạn 2023-2026, trong khi hệ số ROE dự báo tăng lên 7,1% vào năm 2026 từ 11,8% vào năm 2023. Các giả định chủ chốt và dự báo lợi nhuận của HSC được trình bày tóm tắt trong Bảng 28-29.

Theo dự báo mới, LNTT Q4/2024 sẽ đạt 144 tỷ đồng (giảm 45% so với quý trước nhưng chỉ giảm 3% so với cùng kỳ) do mảng nghiệp vụ môi giới kém tích cực và lãi hoạt động tự doanh giảm tốc. Trong khi đó, mảng cho vay ký quỹ vẫn vững chắc.

Bảng 28: Những giả định quan trọng cũ & mới, VCI

Những thay đổi đối với giả định cho giai đoạn 2024-2026 bao gồm: hạ giả định GTGD & giảm giả định tỷ lệ phí giữ lại

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng GTGD	-13.0%	15.0%	27.0%	29.0%	10.0%	20.0%	25.0%
Thị phần	4.6%	5.8%	6.0%	6.3%	5.8%	6.0%	6.3%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.07%	0.09%	0.09%	0.07%	0.08%	0.09%
Phí môi giới ròng	0.08%	0.05%	0.06%	0.06%	0.02%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	20%	31%	35%	33%	23%	31%	29%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	2.2%	22.0%	20.0%	20.0%	22.0%	20.0%	20.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	10.4%	10.2%	10.3%	10.5%	10.0%	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%	9.3%	8.9%	10.9%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 29: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, VCI

HSC giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận của VCI; với việc nâng giả định thu nhập từ đầu tư giúp bù đắp cho việc hạ giả định mảng môi giới & tăng giả định chi phí BH&QL

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	113	229	293
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	659	917	1,132	1,385	887	1,105	1,351
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	689	634	793	1,039	892	938	1,167
IB & thu nhập khác	(47)	39	60	86	(8)	60	86
Thu nhập HĐ	1,409	1,764	2,290	2,917	1,884	2,332	2,898
<i>Tăng trưởng</i>	-20%	25%	30%	27%	34%	24%	24%
Lãi/(lỗ) tài chính	-716	-725	-868	-957	-751	-924	-1,019
Chi phí BH&QL	-122	-110	-121	-133	-153	-161	-165
Lợi nhuận khác	-	0	0	0	-	-	-
LNTT	570	928	1,301	1,827	981	1,247	1,713
LNST	492	798	1,119	1,571	843	1,073	1,473
<i>Tăng trưởng</i>	-43%	62%	40%	40%	71%	27%	37%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 6% giá mục tiêu xuống 33.800đ. Chúng tôi áp dụng định giá mục tiêu ở mức cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ trước đó sau khi hạ giả định thanh khoản), tương đương tiềm năng tăng giá không còn nhiều.

HSC tin rằng nền tảng mạnh mẽ và sự thành công của kế hoạch phát hành riêng lẻ đã phản ánh vào định giá hiện tại.

Tiềm năng tăng đối với dự báo và định giá của chúng tôi bao gồm tâm lý tích cực từ việc thị phần mở rộng và các thương vụ tiềm năng mới ở mảng IB, từ đó có thể giúp tăng trưởng phí và thị phần vượt dự báo của chúng tôi.

Bảng 30: Phương pháp định giá P/E & P/S, VCI

Đông	2024	2025	Mục tiêu = Bình quân + 0.5 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,785	1,489	18.8	27,993
SPS	5,767	5,175	7.6	39,589
Bình quân				33,791

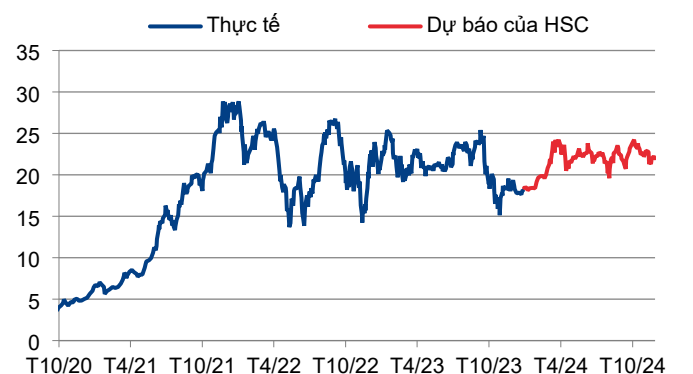
Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu đã giảm 4% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 22 lần và 6,4 lần, cao hơn lần lượt 1,5 và 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ lần lượt ở mức 14,8 lần (kể từ Q4/2020 với mức đỉnh là cao hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và 5,8 lần.

Biểu đồ 31: P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm khoảng 22 lần...



Nguồn: VCI, HSC dự báo

Biểu đồ 32: 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 14,8 lần



Nguồn: VCI, HSC dự báo

Biểu đồ 33: P/S trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,4 lần...



Nguồn: VCI, HSC dự báo

Biểu đồ 34: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân, VCI

... cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 5,8 lần



Nguồn: VCI, 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	1,011	535	488	732	997
Lãi cho vay ký quỹ	708	689	887	1,105	1,351
Doanh thu HĐ tự doanh	1,373	1,196	1,289	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	2,728	3,731	4,147
Chi phí HĐ	(1,475)	(1,186)	(996)	(1,560)	(1,415)
Lợi nhuận HĐ	1,681	1,287	1,732	2,171	2,732
Lợi nhuận tài chính	(665)	(716)	(751)	(924)	(1,019)
Lợi nhuận khác	44.0	0	0	0	0
LNTT	1,060	571	981	1,247	1,713
Chi phí thuế TNDN	(191)	(78.0)	(137)	(175)	(240)
LNST	869	493	844	1,072	1,473
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	870	494	845	1,073	1,474

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	265	2,965	1,796
Phải thu	91.4	849	200	300	409
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	80.6	441	401	608	833
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	52.2	78.3	107
Tổng tài sản	14,243	17,255	18,859	24,158	26,068
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	716	1,073	1,462
Nợ phải trả	7,747	9,884	10,974	11,845	13,311
Vốn chủ sở hữu	6,495	7,371	7,886	12,314	12,760
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	410	659	947
Quỹ & vốn khác của CSH	1,331	1,675	1,724	1,809	1,916
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	18,859	24,158	26,068

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	9.30	28.1	7.91
Tăng trưởng cho vay (%)	(31.4)	51.4	22.0	20.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	13.7	(6.99)	(8.80)	50.0	36.2
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	(0.57)	41.9	14.2	5.00	10.0
Tăng trưởng VCSH (%)	(0.71)	13.5	6.98	56.2	3.62
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(14.9)	(21.6)	10.3	36.8	11.1
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	2.58	19.6	16.0	56.6	9.29
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.3)	(23.4)	34.6	25.3	25.8
Tăng trưởng LNTT (%)	(42.7)	(46.1)	71.8	27.1	37.4
Tăng trưởng LNST (%)	(42.0)	(43.3)	71.2	27.0	37.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	(42.0)	(43.2)	71.1	27.0	37.4

Định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
P/E (lần)	16.6	38.2	22.5	22.2	16.3
P/B (lần)	2.90	2.56	2.41	1.95	1.89
Lợi suất cổ tức (%)	2.11	3.63	2.42	3.63	4.23

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	1,470	1,488	2,030
DPS (đồng)	700	1,200	800	1,200	1,400
BVPS (đồng)	11,416	12,932	13,715	17,009	17,504
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	4.68	4.99	5.87
ROAE (%)	13.3	7.12	11.1	10.6	11.8
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.9	10.4	10.0	10.3	10.5
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.30	7.00	6.00	6.40	6.40
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	36.5	41.8	34.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.2	138	54.4	80.6	69.0

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

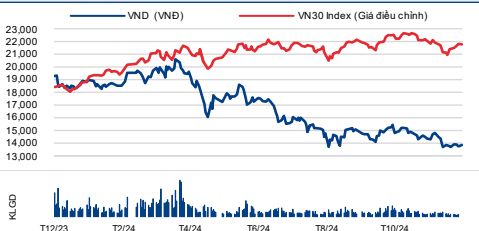
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ16,000 (từ VNĐ18,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/12/2024)	13,850
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,700-20,643
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	13,833
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,080
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	831
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	(3.48)	(7.61)	(23.6)
So với chỉ số	(2.25)	(6.00)	(36.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,279	1,320	(3.2)
2025F	1,393	1,433	(2.8)
2026F	1,518	1,569	(3.3)

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 mạng 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

Triển vọng khiêm tốn nhưng định giá rẻ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND nhưng giảm 11% giá mục tiêu xuống 16.000đ (tiềm năng tăng giá 16%), chủ yếu sau khi hạ bội số định giá.
- Chúng tôi giảm bình quân 3% EPS dự phóng giai đoạn 2024-2026 do mảng nghiệp vụ môi giới suy yếu và thanh khoản thị trường sụt giảm. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 10% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 10,3% trong năm 2026.
- VND đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 9,9 lần và 3,1 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng mục tiêu năm 2025 là 15,4 lần, cho thấy sự phục hồi nhưng vẫn chậm so với ngành.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2024-2026

LNTT 9 tháng đầu năm 2024 đạt 1.836 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ, bằng 74% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi, chủ yếu nhờ đóng góp tích cực từ mảng cho vay ký quỹ và tự doanh, đặc biệt là lãi mua bán trái phiếu. Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng VND có thể hoàn thành dự báo cả năm của chúng tôi.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng đối với nguồn vốn bị ứ đọng ở trái phiếu phát hành bởi các công ty năng lượng gặp khó khăn. Những khoản đầu tư này cản trở khả năng mở rộng cơ sở khách hàng và dư nợ cho vay ký quỹ của VND khi Công ty không huy động thêm vốn. Đây là những lực cản tiềm năng đối với tăng trưởng tương lai của Công ty.

Tác động: Giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi giảm nhẹ dự báo mảng nghiệp vụ môi giới do thanh khoản thị trường suy yếu.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 10% trong 3 năm tới và hệ số ROE đạt 10,3% trong năm 2026. Dự báo mới của chúng tôi thấp hơn 3% so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,9 lần (thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S là 3,1 lần (cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), thấp hơn đáng kể so với SSI (lần lượt 15,8 lần và 6 lần) và VCI (lần lượt 22 lần và 6,4 lần). Mức chiết khấu sâu của VND phần lớn do đầu tư vào những trái phiếu được phát hành bởi các công ty năng lượng tái tạo gặp khó khăn cũng như triển vọng thị phần suy yếu.

Chúng tôi cho rằng VND sẽ cần thời gian để cải thiện HĐKD cốt lõi. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2025 là 15,4 lần, cho thấy đà hồi phục có độ trễ 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	6,353	7,618	9,082
LN thuần (tỷ đồng)	1,220	2,019	1,913	2,290	2,719
EPS (đồng)	1,002	1,658	1,279	1,393	1,518
DPS (đồng)	1,400	500	500	500	800
BVPS (đồng)	11,917	13,549	12,746	14,516	15,106
P/E (lần)	13.8	8.36	10.8	9.94	9.12
Lợi suất cổ tức (%)	10.1	3.61	3.61	3.61	5.78
P/B (lần)	1.16	1.02	1.09	0.95	0.92
Thị phần môi giới CP (%)	7.90	7.00	6.10	6.60	7.20
Tăng trưởng EPS (%)	(76.2)	65.5	(22.9)	8.93	8.99
ROAE (%)	10.0	13.0	10.6	10.0	10.3

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

Nguồn lực hạn chế tiếp tục cản trở giá trị của cổ phiếu

HSC giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 chủ yếu do thanh khoản thị trường suy yếu ảnh hưởng đến mảng nghiệp vụ môi giới. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 10% trong 3 năm tới và hệ số ROE năm 2026 đạt 10,3%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND với giá mục tiêu mới là 16.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 16%, sau khi điều chỉnh giá định giá. Trong 1 tháng qua, giá cổ phiếu đã giảm 6%, VND đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 9,9 lần và 3,1 lần, sát bình quân quá khứ. Tuy nhiên, VND vẫn đang có chiết khấu định giá sâu do hoạt động đầu tư trái phiếu ảm đạm và thị phần sụt giảm gần đây. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng VND sẽ cần thời gian để cải thiện HĐKD cốt lõi. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/E dự phóng năm 2025 của VND là 15,4 lần, từ đó cho thấy tiềm năng phục hồi không lớn.

Giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Thời gian tới, mặc dù VND được kỳ vọng sẽ giữ vững lợi thế cạnh tranh, tăng trưởng ở mảng nghiệp vụ môi giới & cho vay ký quỹ nhiều khả năng sẽ hạn chế do cạnh tranh gia tăng và nguồn vốn ứ đọng ở các khoản đầu tư trái phiếu. Từ đó, HSC giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026.

Dựa trên dự báo mới, lợi nhuận của VND tăng trưởng trung bình 10% trong giai đoạn 2023-2026 với hệ số ROE bình quân là 10,3% vào năm 2026. Chi tiết dự báo như sau:

- **Dự báo mảng nghiệp vụ môi giới:** HSC giảm bình quân 5%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới giai đoạn 2024-2026 do thanh khoản thị trường sụt giảm. Chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ lệ phí giữ lại (RFR) lần lượt ở mức 28%, 31% và 36% trong giai đoạn 2024-2026.
- **Mảng cho vay ký quỹ:** Chúng tôi giữ nguyên dự báo mảng cho vay ký quỹ tăng trưởng 22%/năm.
 - Dư nợ cho vay ký quỹ: Tăng trưởng lần lượt 16%, 23% và 29% trong năm 2024, 2025 và 2026 từ lần lượt 22%, 27% và 28% trước đó.
 - Lãi suất cho vay ký quỹ: Dự báo bình quân ở mức lần lượt 10,8%, 11,5% và 12% trong giai đoạn 2024-2026.
 - Tỷ lệ NIM mảng cho vay ký quỹ: Được dự báo ổn định ở mức 6-7%, hồi phục từ mức 5% trong năm 2023 nhờ chi phí đi vay hạ nhiệt.
- **Mảng tự doanh:** Tăng trưởng tài sản đầu tư được dự báo đạt lần lượt 4,3%, 10,7% và 11,1% trong giai đoạn 2024-2026 nhờ sự chuyển dịch trọng tâm đầu tư từ trái phiếu sang cổ phiếu. Lãi mua bán trái phiếu được dự báo chiếm lần lượt 36%, 24% và 12% LNTT giai đoạn 2024-2026.

Lợi suất đầu tư: Dự báo đạt lần lượt 8,5%, 8,8% và 7,8% trong giai đoạn 2024-2026

Nhìn chung, lợi nhuận của VND giai đoạn 2023-2026 dự báo tăng trưởng trung bình 10%, trong khi hệ số ROE dự báo đạt 10,3% vào năm 2026. Giá định và dự báo lợi nhuận của chúng tôi được tóm tắt trong Bảng 35-36.

Theo dự báo năm 2024, LNTT Q4/2024 đạt 524 tỷ đồng (giảm 16% so với quý trước và giảm 47% so với mức nền cao Q4/2023) do lợi nhuận nghiệp vụ môi giới kém tích cực và lãi từ cho vay ký quỹ giảm nhẹ, được bù đắp với lãi hoạt động tự doanh.

Bảng 35: Các giả định quan trọng cũ và mới, VND

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định GTGD & hạ giả định lợi suất đầu tư trong giai đoạn 2024-2026

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng GTGD	-13.0%	15.0%	27.0%	29.0%	10.0%	20.0%	25.0%
Thị phần	10.4%	6.1%	6.6%	7.2%	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 giữ lại	12%	28%	31%	36%	28%	31%	36%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	-24.6%	15.9%	22.9%	28.7%	15.9%	22.9%	28.7%
Lãi suất cho vay ký quỹ	12.0%	10.8%	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%	8.7%	9.0%	8.0%	8.5%	8.8%	7.8%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bảng 36: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, VND

HSC điều chỉnh giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận mỗi năm của VND sau khi hạ giả định mảng nghiệp vụ môi giới & HD tự doanh

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận thuần mảng NV môi giới	252	254	403	577	249	383	535
Doanh thu cho vay ký quỹ	1,154	1,210	1,583	2,125	1,210	1,583	2,125
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,868	2,213	2,518	2,497	2,141	2,456	2,426
IB & thu nhập khác	85	110	133	166	110	133	166
Thu nhập HĐ	4,367	3,797	4,647	5,377	3,720	4,565	5,264
<i>Tăng trưởng</i>	<i>45%</i>	<i>-13%</i>	<i>22%</i>	<i>16%</i>	<i>-15%</i>	<i>23%</i>	<i>15%</i>
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,448)	(902)	(1,254)	(1,383)	(902)	(1,254)	(1,383)
Chi phí BH&QL	(430)	(452)	(474)	(498)	(452)	(474)	(498)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	-	-
LNTT	2,482	2,437	2,906	3,470	2,360	2,824	3,357
LNST	2,018	1,974	2,354	2,810	1,911	2,287	2,719
<i>Tăng trưởng</i>	<i>65.3%</i>	<i>-2.2%</i>	<i>19.2%</i>	<i>19.4%</i>	<i>-5.3%</i>	<i>19.7%</i>	<i>18.9%</i>

Nguồn: VND, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC giảm 11% giá mục tiêu cho VND xuống 16.000đ (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:

- Điều chỉnh định giá: Chúng tôi hạ P/E và P/S mục tiêu năm 2024 xuống mức cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với trung vị quá khứ (từ 0,5 độ lệch chuẩn trước đó) do triển vọng thanh khoản thị trường suy yếu.
- Dự báo lợi nhuận: HSC giảm bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Lưu ý rằng điều chỉnh này không ảnh hưởng đáng kể tới giá mục tiêu của chúng tôi.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND.

Bảng 37: Phương pháp định giá P/E & P/S, VND

Đông	2024	2025	Mục tiêu = Bình quân + 0.3 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,278	1,392	15.4	21,437
SPS	4,247	4,633	3.1	14,223
Bình quân				16,047

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,9 lần (thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S là 3,1 lần (cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), thấp hơn đáng kể so với SSI (lần lượt 15,8 lần và 6 lần) và VCI (lần lượt 22 lần và 6,4 lần).

Mức chiết khấu sâu của VND phần lớn do hoạt động đầu tư trái phiếu khó khăn và thị phần sụt giảm gần đây. Chúng tôi cho rằng VND sẽ cần thời gian để cải thiện HĐKD cốt lõi. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2025 là 15,4 lần.

Biểu đồ 38: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND đã giảm còn 9,9 lần (so với 14,6 lần trong Q1/2024...)



Nguồn: VND, HSC dự báo

Biểu đồ 39: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, VND

... thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 11,9 lần



Nguồn: VND, HSC dự báo

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

P/S trượt dự phóng 1 năm của VND giảm còn khoảng 3,1 lần từ mức 4 lần...



Nguồn: VND, HSC dự báo

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

...cổ phiếu đang giao dịch cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 2,5 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	877	1,218	1,498
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	6,353	7,618	9,082
Chi phí HĐ	(4,205)	(2,624)	(3,084)	(3,526)	(4,316)
Lợi nhuận HĐ	2,623	3,937	3,269	4,092	4,766
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	2,360	2,825	3,356
Chi phí thuế TNDN	(315)	(464)	(448)	(536)	(638)
LNST	1,219	2,018	1,912	2,289	2,718
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	1,220	2,019	1,913	2,290	2,719

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	5,760	11,339	11,167
Phải thu	2,246	948	959	1,331	1,637
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	357	375	380	538	668
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	67.2	93.3	115
Tổng tài sản	38,871	41,742	46,066	58,370	66,605
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	5,018	6,577	7,859
Nợ phải trả	24,356	25,239	26,350	32,375	39,553
Vốn chủ sở hữu	14,515	16,503	19,718	25,998	27,056
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	3,921	5,130	5,959
Quỹ & vốn khác của CSH	1.70	0	325	517	745
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	46,066	58,370	66,605

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	10.4	26.7	14.1
Tăng trưởng cho vay (%)	(41.4)	13.4	18.0	27.0	30.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	43.9	(32.9)	1.21	38.8	23.0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	(5.56)	5.99	4.22	20.9	22.9
Tăng trưởng VCSH (%)	47.8	13.7	19.5	31.8	4.07
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	13.1	(3.91)	(3.17)	19.9	19.2
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	60.2	37.6	17.5	14.3	22.4
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.2)	50.1	(17.0)	25.2	16.5
Tăng trưởng LNTT (%)	(48.5)	61.8	(4.92)	19.7	18.8
Tăng trưởng LNST (%)	(48.8)	65.5	(5.25)	19.7	18.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	(48.8)	65.5	(5.25)	19.7	18.7
Định giá					
P/E (lần)	13.8	8.36	10.8	9.94	9.12
P/B (lần)	1.16	1.02	1.09	0.95	0.92
Lợi suất cổ tức (%)	10.1	3.61	3.61	3.61	5.78

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	1,279	1,393	1,518
DPS (đồng)	1,400	500	500	500	800
BVPS (đồng)	11,917	13,549	12,746	14,516	15,106
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					
ROAA (%)	3.21	5.01	4.36	4.39	4.35
ROAE (%)	10.0	13.0	10.6	10.0	10.3
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	48.5	46.3	47.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	140	30.2	39.1	35.9	52.7
Thị phần					
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					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Quy mô					
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