

Ngành Chứng khoán: Ổn định trước biến động thị trường

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

- Chỉ số VNIndex hồi phục mạnh lên 1.320 điểm vào cuối tháng 5/2025 với thanh khoản mạnh mẽ, vượt qua những lo ngại về tác động tiêu cực của chính sách thuế quan. Dự nợ cho vay ký quỹ cũng trở lại mức cao và tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho các CTCK trong trung hạn.
- HSC giữ nguyên dự báo thanh khoản thị trường trong giai đoạn 2025-2027 với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 21% trong 3 năm tới. Từ đó, chúng tôi vẫn đánh giá tích cực về triển vọng lợi nhuận của các CTCK với lợi nhuận tăng trưởng trung bình 19,3% trong giai đoạn này.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và nâng khuyến nghị cho VCI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) nhưng duy trì khuyến nghị Nắm giữ cho VND. SSI vẫn là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi nhờ quy mô lớn, KQKD ổn định và lợi suất đầu tư hấp dẫn.

Phân tích KQKD 5 tháng đầu năm 2025 và triển vọng

Chỉ số VN Index đã phục hồi ấn tượng lên mức 1.320 vào cuối tháng 5 sau khi điều chỉnh mạnh vào tháng 4 do thông báo về chính sách thuế quan của Mỹ. Thanh khoản thị trường tăng mạnh với giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 24-25 nghìn tỷ đồng trong tháng 4-5/2025 nhờ giao dịch tích cực của NĐT trong nước trong bối cảnh định giá cổ phiếu thuận lợi. Giá trị giao dịch bình quân ngày tăng mạnh 42% so với quý trước, cho thấy mức tăng mạnh mẽ trong Q2/2024.

Diễn biến giao dịch của NĐT nước ngoài cũng có chuyển biến tích cực, mua ròng 4,1 nghìn tỷ đồng sau khi bán ròng đáng kể trong những tháng trước. Dự nợ cho vay ký quỹ đã phục hồi lên khoảng 248 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 5, chỉ thấp hơn 4% so với mức cao kỷ lục là 275 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2025.

HSC kỳ vọng giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ tiếp tục tăng lên trong nửa cuối năm 2025 nhờ nền tảng cơ bản của nền kinh tế cải thiện cùng triển vọng nâng hạng thị trường. Dòng tiền trong nước có khả năng sẽ mạnh lên khi các tài sản thay thế trở nên kém hấp dẫn hơn.

Gần như giữ nguyên dự báo thanh khoản & lợi nhuận của các CTCK

Do thanh khoản 5 tháng đầu năm 2025 sát với dự báo bất chấp các yếu tố tiêu cực từ bên ngoài, HSC giữ nguyên dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày trong năm 2025 đạt 24,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 18%). Cho năm 2026-2027, chúng tôi giữ nguyên dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày đạt lần lượt 30,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%) và 37,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho SSI và VCI sau KQKD Q1/2025 mạnh mẽ nhưng giảm bình quân khoảng 15%/năm dự báo cho VND sau kế hoạch khiêm tốn cho năm 2025 và KQKD Q1/2025 kém tích cực. Nhìn chung, ngành chứng khoán vẫn giữ vững quỹ đạo tăng trưởng trung hạn thuận lợi với tốc độ tăng trưởng CAGR lợi nhuận thuần 3 năm dự báo đạt 19,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận, HSC nâng giá mục tiêu cho SSI và VCI nhưng gần như giữ nguyên giá mục tiêu cho VND. Chúng tôi vẫn duy trì giá định bội số định giá, trong đó bội số mục tiêu của SSI và VND cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, VCI cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, phù hợp với dự báo thanh khoản của chúng tôi. Sau khi tiềm năng tăng giá mở rộng do thị trường điều chỉnh trước rủi ro về chính sách thuế quan cùng sự ổn định của các CTCK, HSC nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào và VCI lên Tăng tỷ trọng nhưng giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ cho VND. SSI vẫn là lựa chọn ưa thích của chúng tôi với vị thế dẫn đầu thị trường, triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ và lợi suất cổ tức hấp dẫn. VCI cũng có tiềm năng tăng giá hấp dẫn trên cơ sở nền tảng cơ bản vững chắc, mảng nghiệp vụ môi giới mở rộng, danh mục đầu tư vững chắc và vị thế tốt của bộ phận khách hàng tổ chức.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/5.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
SSI	23,500	Mua vào	Tăng tỷ trọng	31,800	2.91	35.3	14.8	12.9	1.69	1.65	4.26	5.11
VCI	36,150	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	40,600	5.18	12.3	22.8	17.5	1.99	1.93	3.32	3.87
VND	15,750	Nắm giữ	-	15,700	(2.48)	(0.32)	14.1	13.3	1.11	1.09	3.17	5.08

Giá cổ phiếu tại ngày 29/5/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Lo ngại về thuế quan đã lắng xuống, dòng vốn bán lẻ đã hồi phục mạnh mẽ	3
Thanh khoản hồi phục mạnh sau khi công bố chính sách thuế quan	3
Dự nợ cho vay ký quỹ hồi phục mạnh	4
Các cập nhật khác	7
Điều chỉnh dự báo: Thanh khoản thị trường và lợi nhuận	8
Cập nhật triển vọng thị trường và dự báo	8
Định giá và khuyến nghị	10
Giá mục tiêu mới sau khi điều chỉnh giả định định giá	10
Bối cảnh định giá	11
Báo cáo thành phần	
CTCP Chứng khoán SSI (SSI)	12
CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCI)	17
CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND)	22

Lo ngại về thuế quan đã lắng xuống, dòng vốn bán lẻ đã hồi phục mạnh mẽ

Mặc dù chỉ số VNIndex đã sụt giảm mạnh sau thông báo về chính sách thuế quan đối ứng của Mỹ, giá trị giao dịch của thị trường trong tháng 4-5/2025 tăng mạnh 42% so với quý trước nhờ lực mua vào đến từ cả NĐT bán lẻ và khối ngoại. Giá trị giao dịch bình quân thực tế đạt 24,7 nghìn tỷ đồng/ngày trong tháng 4-5/2025, sát với dự báo của chúng tôi. Ngoài ra, dư nợ cho vay ký quỹ tại thời điểm cuối tháng 5 giảm 4% so với quý trước nhưng đã phục hồi 12% từ mức đáy vào giữa tháng 4 và tiến sát mức đỉnh trong Q1/2025, điều này cho thấy niềm tin thị trường đã cải thiện đáng kể. Trong nửa cuối năm 2025, HSC dự báo giá trị giao dịch bình quân sẽ tăng trưởng bền vững nhờ triển vọng kinh tế & doanh nghiệp cải thiện cùng khả năng được nâng hạng thị trường. Tiềm năng tăng đối với dự báo của chúng tôi bao gồm dòng vốn mới chuyển hướng từ các thị trường thay thế đã tăng quá nóng, trong khi rủi ro giảm bao gồm sự sụt giảm về niềm tin nhà đầu tư, cả trong nước và nước ngoài do bất ổn từ chính sách thuế quan.

Thanh khoản hồi phục mạnh sau khi công bố chính sách thuế quan

Chỉ số VNIndex, cùng các chỉ số chứng khoán toàn cầu, đã trải qua một đợt điều chỉnh đáng kể vào tháng 4/2025 sau thông báo về chính sách thuế quan đối ứng của chính quyền Tổng thống Trump. Cụ thể, chỉ số VNIndex đã giảm mạnh 8,8% xuống 1.210-1.220 điểm vào đầu tháng 4 và duy trì ở mức này trong 3 tuần.

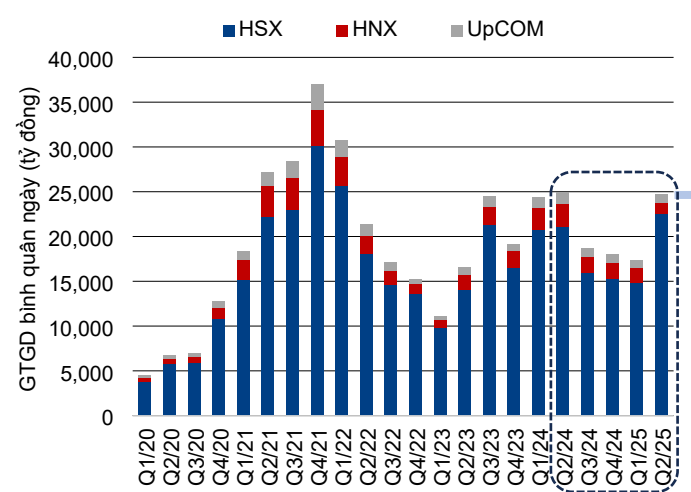
Tuy nhiên, tâm lý thị trường đã phục hồi trong tháng khi chính phủ Mỹ hoãn áp dụng chính sách này và mở cửa cho các cuộc đàm phán. Hoạt động mua vào mạnh mẽ, đặc biệt rõ ràng vào đầu tháng 4, đã hỗ trợ đáng kể cho chỉ số VNIndex quay trở lại mức 1.320 điểm vào tháng 5, phục hồi về mức trước khi công bố chính sách thuế đối ứng. Đáng chú ý, nhóm cổ phiếu liên quan đến Vingroup (VIC, VHM và VRE) đã hỗ trợ đáng kể cho sự phục hồi, tăng lần lượt 41%, 20% và 11% trong 1 tháng qua.

NĐT cá nhân, nhờ định giá thị trường hấp dẫn và lãi suất thuận lợi, đã đóng góp đáng kể vào sự phục hồi này, từ đó nâng giá trị giao dịch bình quân ngày lên lần lượt 26,6 nghìn tỷ đồng và 25,1 nghìn tỷ đồng vào tháng 4-5/2025 sau diễn biến kém tích cực trong những quý trước đó. Diễn biến giao dịch của khối ngoại cũng chuyển biến tích cực, mua ròng 4,1 nghìn tỷ đồng sau khi bán ròng đáng kể trong giai đoạn trước đó.

Giá trị giao dịch bình quân ngày trong tháng 4-5/2025 tăng lên 24,7 nghìn tỷ đồng, tăng 42% so với quý trước, sát với mức đỉnh Q2/2024 và sát với dự báo thanh khoản hàng quý năm 2025 của chúng tôi.

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

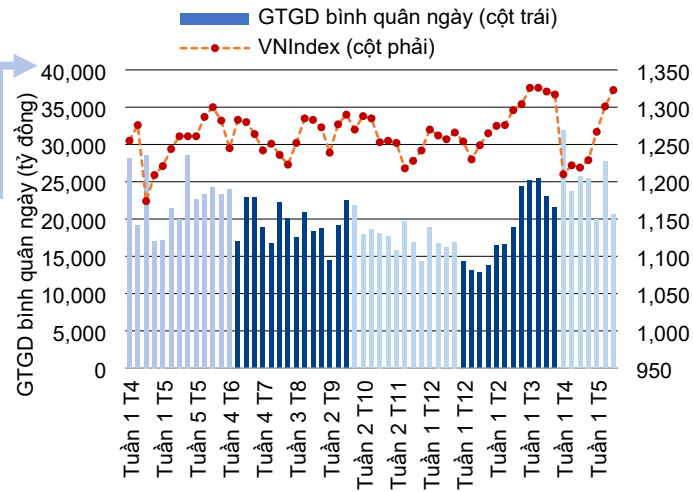
GTGD bình quân ngày tăng 42% so với quý trước trong Q1/25 và đi ngang so với Q2/24



Nguồn: HSX, HSC

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

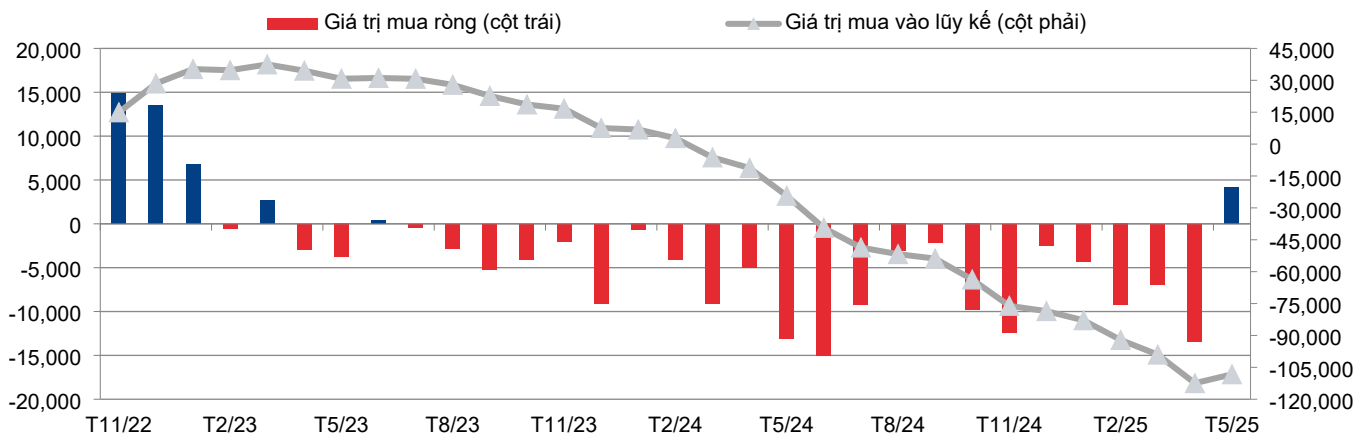
GTGD bình quân ngày tăng mạnh trong tháng 4-5, phản ánh tâm lý mua vùng giá rẻ của NĐT



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 3: Giá trị mua vào/bán ra của NĐT NN, Việt Nam

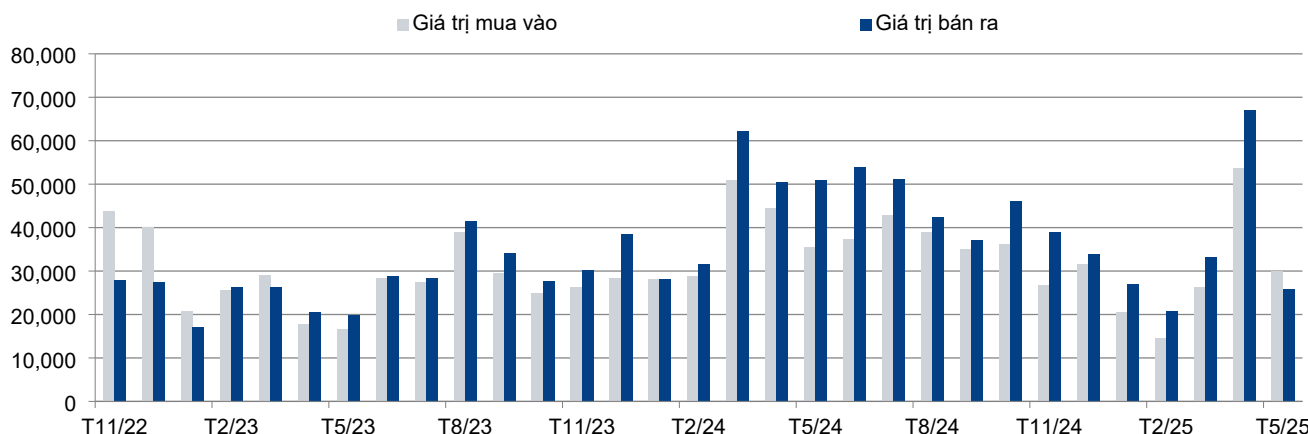
Khối ngoại quay lại mua ròng 4 nghìn tỷ đồng trong tháng 5/2025 sau chuỗi bán ròng liên tiếp trước đó



Nguồn: HSX, HSC

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

Giá trị giao dịch của NĐT NN tăng mạnh kể từ tháng 3/2024 đến nay



Nguồn: HSX, HSC

Dư nợ cho vay ký quỹ hồi phục mạnh

Tại thời điểm cuối tháng 5/2025, dư nợ cho vay ký quỹ ước tính đạt 248 nghìn tỷ đồng, giảm 4% so với mức đỉnh 275 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2025 nhưng tăng 4% so với tháng 4/2025. Dư nợ cho vay ký quỹ chạm đáy vào giữa tháng 4 trước khi Mỹ tạm dừng chính sách thuế đối ứng và phục hồi mạnh mẽ sau đó. HSC tin rằng niềm tin thị trường và dư nợ cho vay ký quỹ đã hồi phục, đặc biệt là đối với các cổ phiếu vốn hóa lớn (bluechip), trong khi diễn biến phục hồi ở nhóm cổ phiếu KCN và xuất khẩu có xu hướng chậm hơn.

Tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn CSH giảm xuống 93% từ 99% tại thời điểm cuối Q1/2025, tỷ lệ an toàn cho thấy dư địa tăng trưởng dồi dào nếu thanh khoản thị trường tiếp tục cải thiện. Các CTCK cũng đã huy động đủ vốn, tổng cộng khoảng 25,6 nghìn tỷ đồng kể từ năm 2024, chủ yếu qua các đợt phát hành quyền mua, với các thương vụ phát hành riêng lẻ bổ sung (khoảng 13 nghìn tỷ đồng) phụ thuộc vào các quyết định quản lý chiến lược.

Tỷ lệ đòn bẩy thị trường (dư nợ cho vay ký quỹ/vốn hóa thị trường) đã trở về mức lành mạnh hơn trước những lo ngại về rủi ro thuế quan, giảm xuống 4,59% từ 5,02% tại thời điểm cuối Q1/2025.

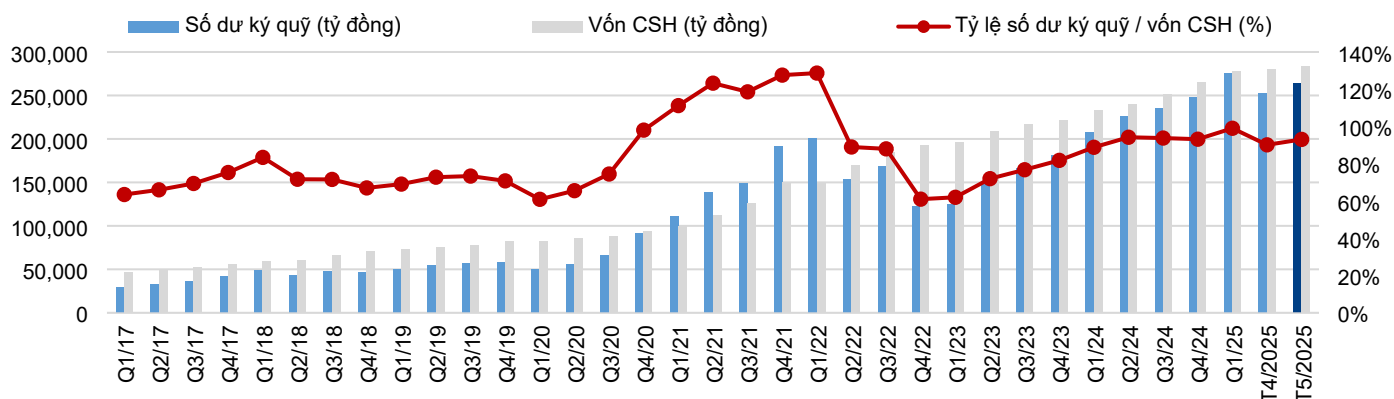
Động lực chính đối với dự báo giá trị giao dịch bình quân mạnh mẽ của chúng tôi bao gồm: thanh khoản tăng trưởng mạnh trong tháng 4-5/2025, áp lực dư nợ cho vay ký

quỹ hạ nhiệt, tâm lý NĐT cá nhân cải thiện cùng sự lạc quan xung quanh các cuộc đàm phán thuế quan.

Thanh khoản tăng trưởng trong tháng 4-5/2025 nhờ dư nợ cho vay ký quỹ phục hồi vừa phải và niềm tin nhà đầu tư dần hồi phục, đặc biệt là đối với các cổ phiếu bluechip. Điều này cho thấy tâm lý NĐT cá nhân đã được cải thiện cùng sự lạc quan nhất định về các cuộc đàm phán thuế quan, từ đó củng cố dự báo tích cực hơn của chúng tôi cho giá trị giao dịch bình quân ngày.

Biểu đồ 5: Số dư ký quỹ & vốn CSH, ngành Chứng khoán

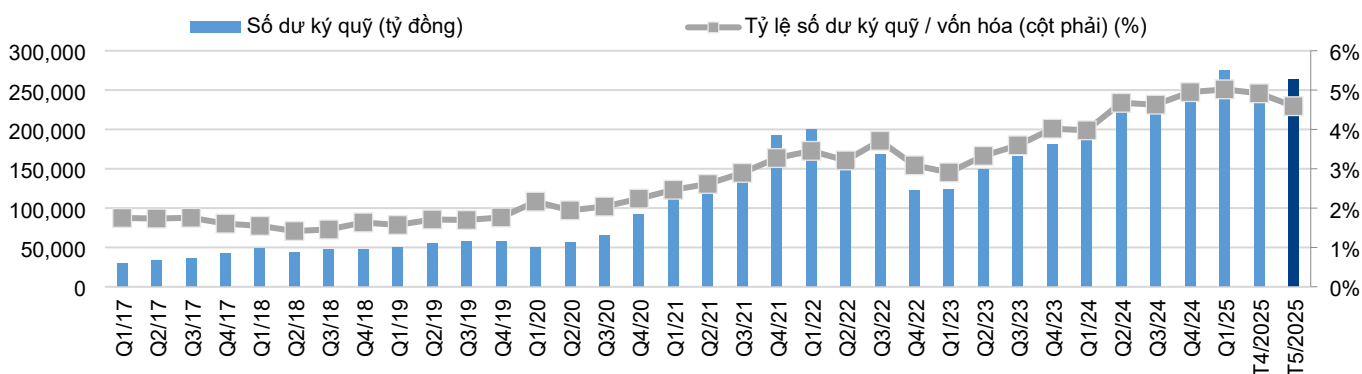
Dư nợ cho vay ký quỹ ước tính giảm nhẹ xuống còn 264 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 5/2025, giảm 4% so với mức cuối Q1/2025. Tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH duy trì ở mức khoảng 93%



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 6: Số dư ký quỹ và vốn hóa, ngành Chứng khoán

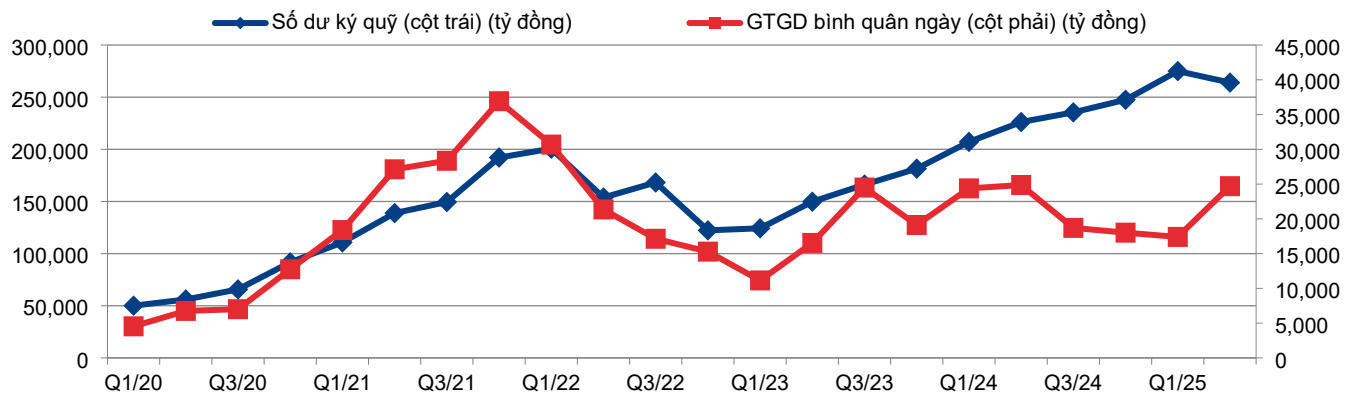
Tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn hóa đã giảm so với mức đỉnh 5% trong Q1/2025



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 7: Mối tương quan giữa số dư ký quỹ và GTGD bình quân ngày trong giai đoạn 2020-2024, ngành Chứng khoán

Trong tháng 4-5, biến động dư nợ ký quỹ & thanh khoản thị trường bắt đầu thu hẹp khoảng cách sau khi chênh lệch tăng lên trong Q1/2025, phản ánh xu hướng sử dụng margin cho mục đích giao dịch của NĐT cá nhân



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Bảng 8: Kế hoạch tăng vốn trong năm 2024-2025, một số công ty chứng khoán

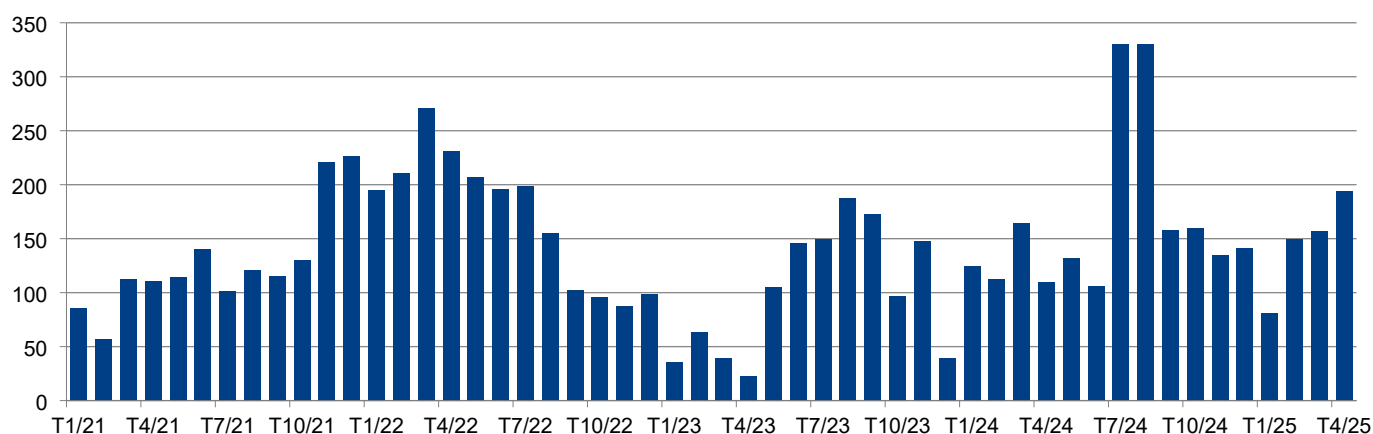
Các công ty chứng khoán đã huy động 25,6 nghìn tỷ đồng vốn và dự kiến sẽ tiếp tục huy động thêm 17,4 nghìn tỷ đồng trong thời gian tới

Công ty	Hình thức phát hành	% Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Phát hành (triệu cp)	Hoàn thành (tỷ đồng)	UBCKNN phê duyệt (tỷ đồng)	Kế hoạch của ĐHĐCĐ (tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền mua	10%	151	1,510		
	Phát hành riêng lẻ	7%	104			1,500
	ESOP		10	100		
VND	Phát hành quyền mua	20%	243.6	2,436		
	Phát hành riêng lẻ	20%	286.6			3,439
	ESOP		30			300
HCM	Phát hành quyền mua	50%	228.6	2,286		
	ESOP		16	160		
	Phát hành quyền mua	50%	360			3,600
VCI	Phát hành riêng lẻ	30%	144	2,420		
	ESOP		4.4			44
MBS	Phát hành quyền mua	25%	109.4	1,094		
	Phát hành riêng lẻ	5%	27	765		
	Phát hành quyền mua	12%	68.7			687
ACBS	Phát hành quyền mua	75%	300	3,000		
	Phát hành quyền mua	42%	300		3,000	
TCBS	Phát hành riêng lẻ	5%	119		1,377	
LPBS	Phát hành quyền mua	1450%	363.8	3,638		
VIX	Phát hành quyền mua	95%	636	6,360		
	ESOP		20	200		
ORS	Phát hành quyền mua	33%	100	1,000		
	Phát hành quyền mua	60%	200			2,000
TCI	Phát hành quyền mua	44%	50.9			509
	ESOP	4%	5	50		
DSE	IPO	10%	30	900		
	ESOP		12.6			126
VDS	Phát hành riêng lẻ	38%	81			891
PBSV	Phát hành quyền mua	640%	86.5	865		
Tổng				25,659	4,377	13,096

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 9: Số lượng tài khoản chứng khoán cá nhân mở mới hàng tháng (nghìn), Việt Nam

Số lượng tài khoản mở mới trong tháng 4 đạt 194.000 tài khoản, tăng 76% so với cùng kỳ và tăng 23,85% so với tháng trước

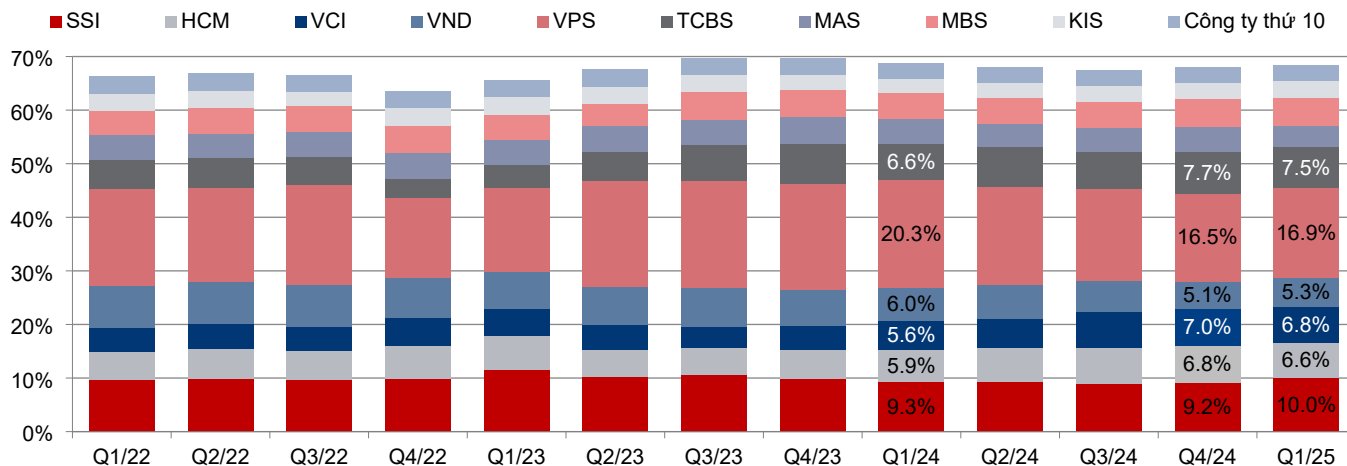


Nguồn: VSD, HSC

Biểu đồ 10: Thị phần nhóm 10 công ty chứng khoán hàng đầu, HSX

Những công ty giành được thị phần nhiều nhất trong Q1/2025 gồm SSI (+0,8%), VND (+0,2%) và VPS (+0,4%)

Các công ty tập trung vào phân khúc khách hàng tổ chức giữ vững thị phần trong Q1, chỉ giảm nhẹ không đáng kể



Nguồn: HSX, HSC

Các cập nhật khác

Ra mắt hệ thống giao dịch KRX: Vào ngày 5/5/2025, hệ thống mới đã nâng cao đáng kể công suất giao dịch truyền thống. Chúng tôi kỳ vọng giá trị giao dịch bình quân sau khi hệ thống hoạt động trơn tru sẽ vượt 30 nghìn tỷ đồng/ngày, ngưỡng thanh khoản mà hệ thống cũ đã gặp khó khăn vào giai đoạn 2021-2022. Ngoài ra, hệ thống mới được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các sản phẩm giao dịch mới ra mắt **trong thời gian tới, từ đó cung cấp nhiều cơ hội đầu tư đa dạng hơn cho NĐT.**

Tiến triển về quy định quản lý tiền điện tử: Vào tháng 3/2025, Thủ tướng đã giao cho Bộ Tài chính soạn thảo khuôn khổ và cơ chế quản lý cho hoạt động giao dịch tiền điện tử. Hướng dẫn sơ bộ dự kiến sẽ sớm được ban hành, từ đó hỗ trợ tâm lý cho cổ phiếu của các CTCK dồi dào vốn như SSI và TCBS, hiện đang đẩy mạnh phát triển năng lực trên lĩnh vực tiền điện tử.

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

Do giá trị giao dịch bình quân trong 5 tháng đầu năm 2025 sát với dự báo, HSC giữ nguyên dự báo thanh khoản cho giai đoạn 2025-2027 với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 29%. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận của SSI và VCI nhưng giảm 15% dự báo cho VND. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần của SSI, VCI và VND sẽ tăng trưởng lần lượt 20%, 24% và 14%.

Cập nhật triển vọng thị trường và dự báo

Giá trị giao dịch bình quân ngày trong 5 tháng đầu năm 2025 đạt khoảng 21 nghìn tỷ đồng (820 triệu USD), tăng 20% so với cùng kỳ, nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi. HSC giữ nguyên dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày trong năm 2025 đạt 24,7 nghìn tỷ đồng (960 triệu USD), tăng trưởng 18%, trong đó thanh khoản từng quý lần lượt ở mức 17 nghìn tỷ đồng, 24 nghìn tỷ đồng, 28 nghìn tỷ đồng và 30 nghìn tỷ đồng.

Bất chấp những bất ổn bên ngoài và lực bán ra của khối ngoại trong nửa đầu năm 2025, giá trị giao dịch bình quân được kỳ vọng sẽ hồi mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2025 nhờ điều kiện kinh tế cải thiện, tâm lý tích cực từ triển vọng nâng hạng thị trường cùng dòng vốn mới trong nước chuyển hướng từ các khoản đầu tư thay thế kém hấp dẫn hơn.

Chúng tôi dự báo thanh khoản dài hạn vẫn sẽ mạnh mẽ đạt lần lượt 30,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%) và 37,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%) trong năm 2026 và 2027. Tăng trưởng lợi nhuận, nhờ các chính sách kích thích tiền tệ & tài khóa, cùng các đợt IPO và tư nhân hóa, sẽ tiếp tục nâng cao định giá thị trường và thanh khoản.

Phân tích độ nhạy cho thấy độ lệch vừa phải so với kịch bản cơ sở. Trong đó, giá trị giao dịch bình quân sẽ tăng trưởng 40% (theo kịch bản tích cực) hoặc đi ngang so với cùng kỳ ở mức 21 nghìn tỷ đồng (theo kịch bản tiêu cực).

Dựa trên kịch bản tích cực, giá trị giao dịch bình quân năm 2025 sẽ tăng trưởng 40% (đạt 35 nghìn tỷ đồng). Trong khi đó, theo kịch bản tiêu cực, thanh khoản sẽ đi ngang so với cùng kỳ ở mức 21 nghìn tỷ đồng. Từ đó, chúng tôi hiện cho rằng độ lệch so với kịch bản cơ sở của chúng tôi sẽ tương đối nhỏ.

Bảng 11: Thanh khoản thị trường hàng năm thực tế & dự báo, Việt Nam

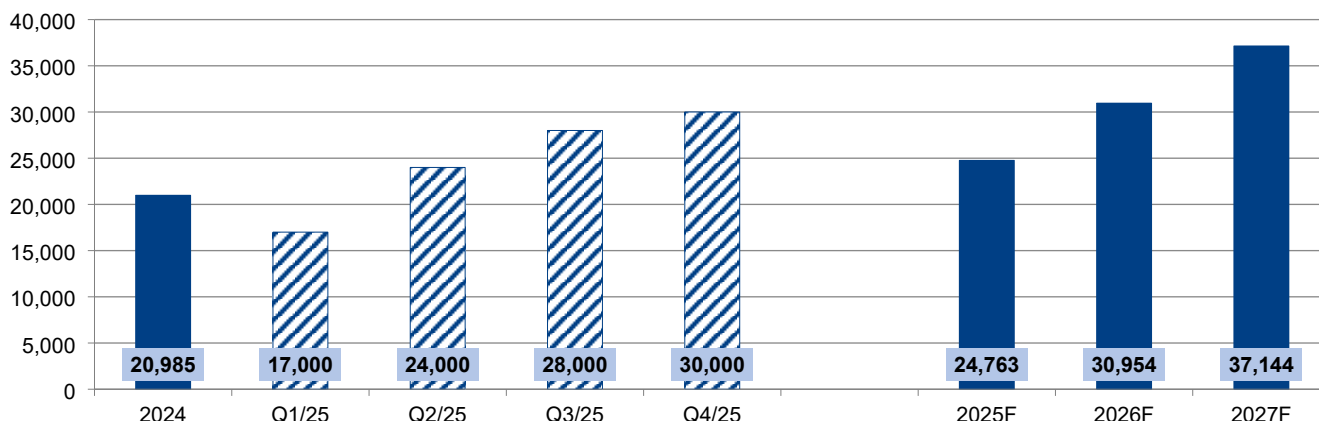
HSC giữ nguyên giả định GTGD bình quân ngày cho giai đoạn 2025-2027 với tốc độ CAGR dự báo đạt 21%

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

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 12: Dự báo thanh khoản thị trường hàng năm theo quý, Việt Nam

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



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Đối với KQKD của từng CTCK, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 cho SSI & VCI trong khi giảm 15%/năm dự báo cho VND, chủ yếu do hạ dự báo lãi hoạt động tự doanh và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới.

Dự báo mới của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của SSI sẽ tăng trưởng lần lượt 18%, 23% và 20% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ mảng cho vay ký quỹ mạnh mẽ và lãi hoạt động tự doanh vững chắc.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của VCI sẽ tăng trưởng lần lượt 25%, 31% và 18% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ lãi từ cho vay ký quỹ & thu nhập đầu tư tăng trưởng mạnh mẽ.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của VND tăng trưởng lần lượt 7%, 15% và 20% trong giai đoạn 2025-2027.

Bảng 13: Tăng trưởng LNTT thực tế & dự báo, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

HSC dự báo các công ty sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-27 là 19,3%

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
SSI	3,544	4,201	5,158	6,205
Tăng trưởng	22%	18%	23%	20%
VCI	1,089	1,359	1,783	2,106
Tăng trưởng	85%	25%	31%	18%
VND	2,088	2,239	2,585	3,096
Tăng trưởng	-15%	7%	15%	20%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng giá mục tiêu cho cổ phiếu của các CTCK chủ yếu do chuyển thời điểm định giá trong khi vẫn giữ nguyên giá định bội số định giá mục tiêu do triển vọng thanh khoản vẫn nguyên vẹn. Chúng tôi tiếp tục định giá SSI và VND ở bội số P/E và P/S mục tiêu cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và VCI ở mức cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và cho VCI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), trong khi vẫn giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ cho VND. SSI vẫn là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi trong ngành chứng khoán nhờ quy mô lớn, KQKD bền vững và lợi suất cổ tức cao. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu VCI nhờ mô hình hoạt động tinh gọn, tỷ suất lợi nhuận tốt cùng lợi thế trong lĩnh vực ngân hàng đầu tư & PE.

Giá mục tiêu mới sau khi điều chỉnh giả định định giá

HSC tăng 3% giá mục tiêu cho SSI lên 31.800đ (tiềm năng tăng giá 34%), tăng 5% giá mục tiêu cho VCI lên 40.600đ (tiềm năng tăng giá 12%) nhưng giảm 2% giá mục tiêu cho VND xuống 15.700đ (tiềm năng tăng giá 0%). Những nguyên nhân chính như sau:

- **EPS và SPS trượt dự phóng:** HSC chuyển giả định EPS/SPS từ bình quân năm 2025-2026 (từ EPS/SPS năm 2025 trước đó) để xác định bội số khi thị trường bước sang năm 2026.
- **Giữ nguyên bội số định giá mục tiêu:** Sau khi giữ nguyên dự báo thanh khoản trong năm 2025 (do giá trị giao dịch bình quân thực tế của thị trường trong 5 tháng đầu năm 2025 sát với dự báo), HSC giữ nguyên giả định bội số P/E và P/S mục tiêu ở mức cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ đối với SSI và VND, và ở mức cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ đối với VCI.
- **Điều chỉnh dự báo lợi nhuận:** Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 cho SSI và VCI trong khi giảm 15% dự báo cho VND.

Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2025 của SSI là 20 lần, của VCI là 25,6 lần và của VND là 14,1 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), VCI lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), trong khi giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ đối với VND.

Bảng 14: Phương pháp định giá P/E, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Đồng	EPS 2025	EPS 2026	EPS bình quân	P/E mục tiêu	= EPS bình quân * P/E mục tiêu	Giá mục tiêu * P/E mục tiêu
SSI	1,589	1,816	1,703	21.4		35,369
VCI	1,584	2,064	1,824	20.0		36,589
VND	1,119	1,183	1,151	15.4		18,232

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 15: Phương pháp định giá P/S, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Đồng	Doanh thu/cp 2025	Doanh thu/cp 2026	Doanh thu/cp bình quân	P/S mục tiêu	= Doanh thu/cp bình quân * P/S mục tiêu	Giá mục tiêu * P/S mục tiêu
SSI	4,386	4,812	4,599	6.3		28,284
VCI	5,400	5,805	5,603	8.0		44,624
VND	4,053	4,322	4,188	3.1		13,174

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 16: Phương pháp P/E, P/S, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	P/S	P/E	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm
SSI	28,284	35,369	31,827	34%
VCI	44,624	36,589	40,607	12%
VND	13,174	18,232	15,703	0%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 17: So sánh các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/E (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/E tại giá mục tiêu (lần)
				2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F
SSI	23,700	Mua vào	31,800	15.7	14.9	12.2	11.4	12.0	13.7	5.0	22.2	20.0
VCI	37,000	Tăng tỷ trọng	40,600	29.2	23.4	17.9	9.0	9.1	12.0	24.8	30.4	25.6
VND	16,200	Nắm giữ	15,700	14.1	14.5	13.7	9.5	8.1	8.3	(2.8)	6.0	14.1
Bình quân ngành				19.6	17.6	14.6	7.5	7.3	8.5	9.0	19.5	19.9

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 28/5.
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã tăng bình quân 9% kể từ đầu năm nhờ thanh khoản thị trường cải thiện. Theo đó, P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm bình quân của những CTCK này hiện lần lượt là 16,1 lần và 5,2 lần, đều cao hơn 0,4-0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Đối với từng công ty cụ thể, giá cổ phiếu VCI và VND tăng lần lượt 11% và 25% kể từ đầu năm, trong khi giá cổ phiếu SSI giảm 9% kể từ đầu năm.

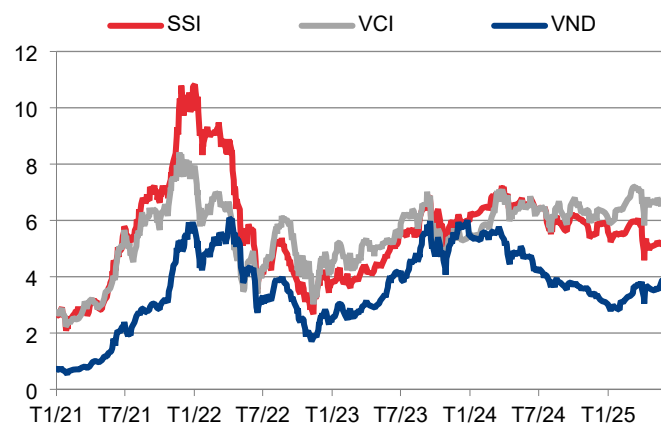
P/E trượt dự phóng 1 năm hiện tại của từng công ty như sau:

- SSI: 14,1 lần – thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, mức chiết khấu đáng kể.
- VCI: 21 lần – cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, thấp hơn một chút so với mức đỉnh vào tháng 3/2025.
- VND: 13,1 lần – cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, tăng nhanh từ khoảng 10 lần vào đầu năm. Giá cổ phiếu VND đã sát với giá trị nhờ hồi phục mạnh sau khi chính sách thuế quan được công bố.

SSI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho ngành chứng khoán nhờ quy mô lớn, KQKD vững chắc và lợi suất cổ tức hấp dẫn. Cổ phiếu VCI cũng hấp dẫn nhờ triển vọng tăng trưởng mảng nghiệp vụ môi giới, danh mục đầu tư tốt và sức mạnh ở mảng khách hàng tổ chức cùng tiềm năng tăng giá lớn.

Biểu đồ 18: So sánh P/S trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

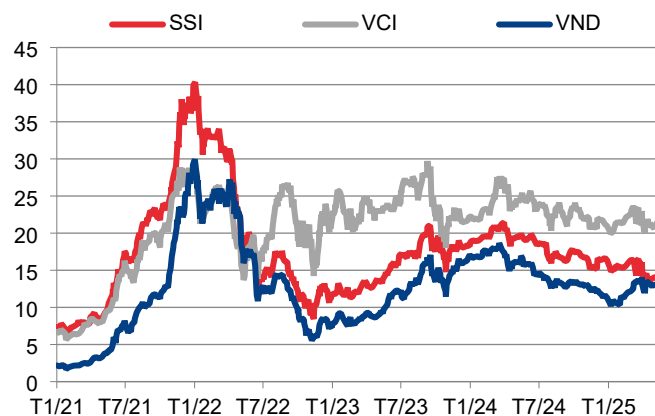
VND đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm thấp hơn đáng kể so với SSI và VCI



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 19: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

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



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

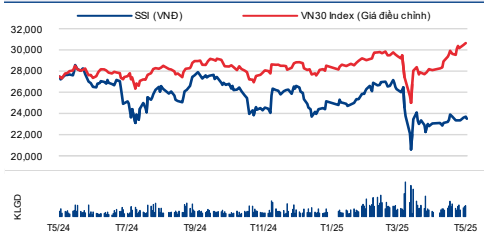
Giá mục tiêu: VNĐ31,800 (từ VNĐ30,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 35.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2025)	23,500
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,600-28,574
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,625
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	46,107
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,773
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	2.40	(10.6)	(14.5)
So với chỉ số	(6.32)	(15.3)	(23.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,591	1,588	0.2
2026F	1,819	1,816	0.1
2027F	2,176	2,173	0.1

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

Triển vọng vẫn vững chắc; nâng khuyến nghị lên Mua vào trên cơ sở định giá

- HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 3% giá mục tiêu lên 31.800đ (tiềm năng tăng giá 35%) sau khi chuyển thời điểm định giá. Chúng tôi tiếp tục định giá SSI với bội số định giá cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới nhờ lãi hoạt động tự doanh mạnh mẽ và tăng trưởng vững chắc ở mảng cho vay ký quỹ. Hệ số ROE dự phóng năm 2027 dự báo đạt 15,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm là 14,1 lần và 5,2 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ. Trong khi đó, chúng tôi ước tính lợi suất cổ tức của Công ty ở mức 4,2%.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2025 & triển vọng giai đoạn 2025-2027

Do KQKD và diễn biến thị trường trong Q1/2025 sát với dự báo, HSC kỳ vọng động lực tăng trưởng lợi nhuận của Công ty kể từ năm 2025 sẽ tiếp tục đến từ mảng cho vay ký quỹ và lãi hoạt động tự doanh. Trong đó, mảng tự doanh của SSI, chủ yếu bao gồm tiền gửi tiết kiệm và chứng chỉ tiền gửi, được dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại do mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp.

Chúng tôi chưa bao gồm HĐKD tiền điện tử vào mô hình dự báo do Công ty sẽ cần thêm nhiều thời gian để phát triển lĩnh vực mới này. Tuy nhiên, những bước tiến trong quá trình phát triển thị trường tiền điện tử của Việt Nam sẽ tác động tích cực đến tâm lý NĐT đối với cổ phiếu SSI.

Tác động: Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới nhờ lãi hoạt động tự doanh vững chắc và lãi từ cho vay ký quỹ tăng trưởng mạnh mẽ.

Dự báo của chúng tôi nhìn chung sát với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 14,1 lần và 5,2 lần, thấp hơn so với bình quân từ Q4/2020 lần lượt ở mức 17,7 lần và 5,4 lần, tiềm năng tăng giá của SSI đã mở rộng một phần.

Chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 3% giá mục tiêu lên 31.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 35%. Tại giá mục tiêu mới, P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 20 lần và 7,2 lần - thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Chúng tôi nhận thấy giá trị ở cổ phiếu SSI và tiếp tục lựa chọn SSI là cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi trong ngành chứng khoán.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	7,157	8,528	9,279	10,949	13,354
LN thuần (tỷ đồng)	2,320	2,845	3,361	4,133	4,968
EPS (đồng)	1,552	1,512	1,588	1,816 ▼	2,173 ▼
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200
BVPS (đồng)	15,390	13,603	13,893	14,227	15,074
P/E (lần)	15.1	15.5	14.8	12.9	10.8
Lợi suất cổ tức (%)	4.26	4.26	4.26	5.11	5.11
P/B (lần)	1.53	1.73	1.69	1.65	1.56
Thị phần môi giới CP (%)	10.4	9.50	10.3	10.5	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	36.2	(2.54)	5.02	14.3	19.7
ROAE (%)	10.2	11.4	12.0	13.3	14.8

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

Nền tảng vẫn nguyên vẹn nhưng giá cổ phiếu sụt giảm; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 3% giá mục tiêu lên 31.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 35%, sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng. Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 20% trong 3 năm tới và hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 15,5%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua và P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức 14,1 lần, chúng tôi cho rằng cổ phiếu SSI đã trở nên hấp dẫn hơn cùng mức lợi suất cổ tức 4,2%, bên cạnh tiềm năng tăng dài hạn từ HĐKD tiền điện tử. SSI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành chứng khoán ở cả khía cạnh giá trị & tăng trưởng.

Phân tích KQKD Q1/2025 và gần như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2025-2027

LNTT của SSI đạt 1.047 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ, hoàn thành 24% dự báo cả năm và sát với dự báo Q1 của chúng tôi. KQKD các mảng chính như cho vay ký quỹ và tự doanh cũng sát với dự báo, trong khi mảng nghiệp vụ môi giới thấp hơn một chút so với dự báo do giá trị giao dịch bình quân Q1 thấp nhưng chúng tôi kỳ vọng thanh khoản sẽ cải thiện mạnh mẽ kể từ Q2/2025.

Bảng 20: Tóm tắt KQKD Q1/2025, SSI

LNTT của SSI bằng 24% dự báo cả năm của HSC, đúng với kỳ vọng

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	2025 HSCF	% dự báo
Tổng thu nhập HĐ	1,095	1,510	9%	6,330	24%
Môi giới	17	64	-37%	467	14%
Cho vay ký quỹ	439	628	40%	2,601	24%
Hoạt động tự doanh	683	808	-2%	3,196	25%
Khác	(44)	11	-15%	65	17%
Lãi/(lỗ) tài chính	(382)	(448)	22%	(1,827)	25%
Chi phí HĐ	(98)	(46)	-39%	(302)	15%
Thu nhập khác	1	2		0	
LNTT	616	1,047	8%	4,201	24%
Lợi nhuận thuần	489	843	6%	3,361	24%

Nguồn: SSI, HSC

Do KQKD Q1 và triển vọng thời gian tới của SSI sát với dự báo, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027. Các giả định chính như sau:

- **Mảng nghiệp vụ môi giới:** Chúng tôi giả định thị phần của SSI trong giai đoạn 2025-2027 lần lượt ở mức 10,3%, 10,5% và 11%. Tỷ lệ phí giữ lại dự báo đạt khoảng 0,03% trong giai đoạn này.
- **Mảng cho vay ký quỹ:** Lãi từ cho vay ký quỹ được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 26% trong 3 năm tới. Nhờ nền vốn lớn, SSI có vị thế tốt để đẩy mạnh dự nợ cho vay ký quỹ nhằm giành lại thị phần và nâng cao lợi nhuận.
 - Tăng trưởng dự nợ cho vay ký quỹ đạt lần lượt 27%, 26% và 26% cho giai đoạn 2025-2027.
 - Lãi suất cho vay ký quỹ 11% trong năm 2025-2026 và 10,8% cho năm 2027.
- **Mảng tự doanh:** Chúng tôi dự báo thu nhập đầu tư của SSI sẽ tăng trưởng lần lượt 18%, 18% và 12% trong giai đoạn 2025-2027. Trong giai đoạn lãi suất thấp, danh mục đầu tư tập trung vào các tài sản thu nhập cố định của SSI sẽ gặp khó khăn. Theo đó, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ tập trung nhiều hơn vào cho vay ký quỹ nhằm nâng cao lợi suất.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 20% trong giai đoạn 2024-2027, trong khi hệ số ROE dự báo đạt 15,5% trong năm 2027, từ 11,4% trong năm 2024.

Chúng tôi tóm tắt giả định chính và dự báo lợi nhuận trong Bảng 21-22.

Bảng 21: Các giả định chính, SSI

HSC giữ nguyên toàn bộ các giả định trọng yếu đối với SSI

	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng GTGD	20.0%	18.0%	25.0%	20.0%
Thị phần	9.5%	10.3%	10.5%	11.0%
Phí môi giới gộp	0.11%	0.09%	0.09%	0.09%
Phí môi giới ròng	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	21%	28%	34%	33%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	41.8%	27.4%	25.7%	26.4%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.2%	11.0%	11.0%	10.8%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	14.9%	4.2%	14.7%	13.3%
Lợi suất đầu tư	6.0%	6.3%	6.4%	6.3%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận, SSI

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận với tốc độ CAGR 3 năm là 20%

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	357	467	698	812
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	2,079	2,601	3,270	4,057
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,719	3,196	3,767	4,221
IB & thu nhập khác	86	65	81	113
Thu nhập HĐ	5,241	6,330	7,816	9,203
Tăng trưởng	10%	21%	23%	18%
Lãi/(lỗ) tài chính	(1,396)	(1,827)	(2,303)	(2,612)
Chi phí BH&QL	(302)	(302)	(347)	(382)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
LNTT	3,544	4,201	5,165	6,209
LNST	2,845	3,361	4,132	4,967
Tăng trưởng	22.6%	18.1%	23.0%	20.2%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

Đồng	2025	2026	Bình quân	Mục tiêu = bình quân + 0.3 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,589	1,816	1,703	21.4	35,369
SPS	4,386	4,812	4,599	6.4	28,284
Bình quân					31,827

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp bội số P/E và P/S mục tiêu để xác định giá trị hợp lý cho SSI. Theo kịch bản cơ sở, giá mục tiêu của chúng tôi là 31.800đ/cp, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá 35%.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 14,1 lần và 5,2 lần, thấp hơn so với bình quân từ Q4/2020 lần lượt ở mức 17,7 lần và 5,4 lần, tiềm năng tăng giá của SSI đã mở rộng một phần. Theo đó, chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Tại thị giá hiện tại, lợi suất cổ tức của SSI đạt 4,2%. Chúng tôi nhận thấy giá trị ở cổ phiếu SSI và tiếp tục lựa chọn SSI là cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi trong ngành chứng khoán.

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

P/E trượt dự phóng 1 năm của SSI đã điều chỉnh về mức 14,1 lần, tương đương với mức trong tháng 4/2025...



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

... và thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân 0,3 lần kể từ Q4/2020



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 điều chỉnh về mức 5,2 lần, vẫn nằm trong vùng định giá hợp lý



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

Định giá hiện thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân 5,4 lần kể từ Q4/2020



Nguồn: SSI, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,502	1,667	1,682	2,050	2,436
Lãi cho vay ký quỹ	1,568	2,079	2,601	3,270	4,057
Doanh thu HĐ tự doanh	3,647	4,355	4,564	5,152	6,331
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	50.0	35.0	40.0	46.0	55.0
Thu nhập HĐ khác	390	392	392	431	475
Doanh thu HĐ	7,157	8,528	9,279	10,949	13,354
Chi phí HĐ	(2,771)	(3,590)	(3,252)	(3,481)	(4,533)
Lợi nhuận HĐ	4,386	4,938	6,027	7,468	8,821
Lợi nhuận tài chính	(1,514)	(1,396)	(1,827)	(2,303)	(2,612)
Lợi nhuận khác	1.00	0	0	0	0
LNTT	2,873	3,542	4,200	5,165	6,209
Chi phí thuế TNDN	(554)	(698)	(840)	(1,033)	(1,242)
LNST	2,319	2,844	3,360	4,132	4,967
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	2,320	2,845	3,361	4,133	4,968

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	494	239	4,267	4,147	4,703
Phải thu	590	801	808	985	1,170
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	109	1,055	1,066	1,351	1,648
Tài sản tài chính	64,562	68,838	78,654	95,524	109,378
FVTPL	44,072	42,438	48,804	56,612	63,406
HTM	4,973	3,894	4,089	4,293	4,508
Cho vay ký quỹ	15,134	21,999	25,298	34,153	40,983
AFS	416	562	609	730	876
Dự phòng	(32.7)	(55.1)	(145)	(265)	(395)
Đầu tư dài hạn	2,821	1,626	1,626	1,626	1,626
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	650	687	687	687	687
Đầu tư dài hạn khác	2,172	938	938	938	938
Tài sản cố định	269	231	254	280	308
Tài sản khác	395	718	724	883	1,049
Tổng tài sản	69,241	73,507	87,400	104,795	119,882
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	43,169	45,502	56,594	70,743	83,477
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	2,832	1,179	1,189	1,450	1,722
Nợ phải trả	46,000	46,681	57,784	72,193	85,199
Vốn chủ sở hữu	23,100	26,676	29,480	32,467	34,548
Vốn điều lệ	15,011	19,639	21,216	22,817	22,917
Thặng dư vốn cổ phần	3,299	1,094	4,050	4,050	4,050
Lợi nhuận giữ lại	4,696	5,856	3,428	4,478	6,046
Quỹ & vốn khác của CSH	113	107	786	1,122	1,535
Lợi ích cổ đông thiểu số	141	151	136	135	135
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	69,241	73,507	87,400	104,795	119,882

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	32.6	6.16	18.9	19.9	14.4
Tăng trưởng cho vay (%)	36.9	45.4	15.0	35.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(10.0)	81.6	0.90	21.9	18.8
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	54.8	5.40	24.4	25.0	18.0
Tăng trưởng VCSH (%)	3.84	15.5	10.5	10.1	6.41
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	13.0	19.2	8.81	18.0	22.0
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	7.66	29.6	9.42	7.04	30.2
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	31.5	12.6	22.1	23.9	18.1
Tăng trưởng LNTT (%)	36.2	23.3	18.6	23.0	20.2
Tăng trưởng LNST (%)	36.6	22.6	18.1	23.0	20.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	36.6	22.6	18.1	23.0	20.2

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	15.1	15.5	14.8	12.9	10.8
P/B (lần)	1.53	1.73	1.69	1.65	1.56
Lợi suất cổ tức (%)	4.26	4.26	4.26	5.11	5.11

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,552	1,512	1,588	1,816	2,173
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200
BVPS (đồng)	15,390	13,603	13,893	14,227	15,074
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,495	1,881	2,116	2,276	2,286
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,501	1,961	2,122	2,282	2,292
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,794	1,881	2,116	2,276	2,286

Chỉ số lợi nhuận	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
ROAA (%)	3.82	3.99	4.18	4.30	4.42
ROAE (%)	10.2	11.4	12.0	13.3	14.8
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.0	11.2	11.0	11.0	10.8
Chi phí vay nợ BQ (%)	4.40	3.40	4.00	4.50	4.60
Phí môi giới thuần (%)	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	38.7	42.1	35.0	31.8	33.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	64.4	66.1	63.0	66.1	55.2

Thị phần	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	10.4	9.50	10.3	10.5	11.0
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-

Quy mô	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
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

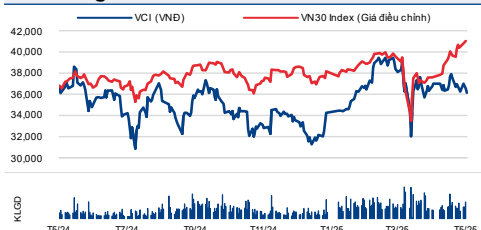
Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ40,600 (từ VNĐ38,600)
Tiềm năng tăng/giảm: 12.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2025)	36,150
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,883-39,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	36,675
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,750
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	798
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	(2.30)	(0.82)	(1.73)
So với chỉ số	(10.6)	(6.03)	(11.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,584	1,584	0.0
2026F	2,063	2,063	0.0
2027F	2,421	2,421	0.0

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 trở nên hấp dẫn hơn; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 8% giá mục tiêu cho VCI lên 40.600đ sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) nhờ tiềm năng tăng giá tăng lên.
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong 3 tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 12,6%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 2% và 1% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21 lần và P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần. Chúng tôi cho rằng định giá cổ phiếu đã trở nên hấp dẫn hơn.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2025 và triển vọng giai đoạn 2025-2027

Trên cơ sở KQKD Q1/2025 và triển vọng thị trường sát với dự báo, chúng tôi xác định lãi hoạt động tự doanh và lãi cho vay ký quỹ sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho VCI.

Sử dụng vốn huy động (4 nghìn tỷ đồng) từ đợt phát hành riêng lẻ vào cuối năm 2024, VCI sẽ mở rộng chiến lược thị phần mảng nghiệp vụ môi giới, đẩy mạnh tăng trưởng cho vay ký quỹ và củng cố danh mục đầu tư, từ đó củng cố tăng trưởng lợi nhuận.

Tác động: Giữ nguyên dự báo EPS giai đoạn 2025-2027 với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 25%

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 với LNTT tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới và hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 12,6%. Động lực tăng trưởng bao gồm: Mảng cho vay ký quỹ tăng trưởng mạnh và lãi hoạt động tự doanh vững chắc.

HSC là CTCK duy nhất đưa ra cho dự báo cho VCI.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 2% và 1% trong 1 tháng và 3 tháng qua, điều chỉnh nhẹ sau khi Mỹ công bố chính sách thuế quan, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14,8 lần (mức đỉnh là cao hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 5,2 lần. Trong khi đó, chúng tôi giả định lợi suất cổ tức tiền mặt của VCI lần lượt là 2,8%, 3,9% và 3,9% trong 3 năm tới.

Chúng tôi tăng 8% giá mục tiêu lên 40.600đ (tiềm năng tăng giá 12%) và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ). Chúng tôi tiếp tục áp dụng bội số mục tiêu định giá cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ nhờ nền tảng cơ bản vững chắc cùng tiềm năng tăng từ danh mục đầu tư AFS của Công ty. Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VCI nhờ nền tảng cơ bản vững chắc và tâm lý tích cực sau khi hoàn tất thương vụ phát hành riêng lẻ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	2,473	3,696	3,893	4,215	5,225
LN thuần (tỷ đồng)	494	912	1,142	1,498	1,770
EPS (đồng)	867	1,478	1,584	2,063	2,421
DPS (đồng)	1,200	800	1,200	1,400	1,400
BVPS (đồng)	12,932	18,003	18,207	18,722	19,561
P/E (lần)	41.7	24.5	22.8	17.5	14.9
Lợi suất cổ tức (%)	3.32	2.21	3.32	3.87	3.87
P/B (lần)	2.80	2.01	1.99	1.93	1.85
Thị phần môi giới CP (%)	4.60	6.10	6.50	6.70	6.80
Tăng trưởng EPS (%)	(56.5)	70.6	7.16	30.3	17.3
ROAE (%)	7.12	8.98	8.74	11.2	12.6

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

Định giá tốt hơn + nền tảng nguyên vẹn = khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC tăng 8% giá mục tiêu cho VCI lên 40.600đ (tiềm năng tăng giá 12%) sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới và hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 12,6%. VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21 lần (cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần (cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Chúng tôi cho rằng định giá đã trở nên hấp dẫn hơn sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây.

Phân tích KQKD Q1/2025 & gần như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2025-2027

VCI đã công bố LNTT Q1/2025 đạt 355 tỷ đồng, tăng mạnh 56% so với cùng kỳ và tăng 40% so với quý trước chủ yếu nhờ lãi từ cho vay ký quỹ (tăng 43% so với cùng kỳ), trong khi lợi nhuận nghiệp vụ môi giới (tăng 13% so với cùng kỳ) và lãi hoạt động tự doanh (giảm 2% so với cùng kỳ) vừa phải hơn.

Nhìn chung, LNTT đã hoàn thành 26% dự báo năm 2025 và sát với dự báo Q1 của chúng tôi. Trong khi mảng cho vay ký quỹ và tự doanh nhìn chung sát với dự báo, mảng nghiệp vụ môi giới thấp hơn một chút so với dự báo do giá trị giao dịch bình quân thấp trong Q1/2025 nhưng chúng tôi kỳ vọng thanh khoản sẽ cải thiện vững chắc kể từ Q2/2025.

Bảng 28: Tóm tắt KQKD Q1/2025, VCI

LNTT của VCI bằng 26% dự báo cả năm của HSC, đúng như kỳ vọng

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	2025 HSCF	% dự báo
Tổng thu nhập HĐ	436	537	23%	2,556	21%
Môi giới	15	17	13%	234	7%
Cho vay ký quỹ	256	252	-2%	1,073	23%
Hoạt động tự doanh	180	257	43%	1,182	22%
Khác	(15)	33	-320%	60	55%
Lãi/(lỗ) tài chính	(179)	(174)	-3%	(1,048)	17%
Chi phí HĐ	(30)	(23)	-23%	(152)	15%
Thu nhập khác	0	1		3	33%
LNTT	228	355	56%	1,359	26%
Lợi nhuận thuần	198	295	49%	1,141	26%

Nguồn: VCI, HSC

Trên cơ sở KQKD Q1/2025 vững chắc và triển vọng thị trường, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Những giả định chính cho dự báo của chúng tôi bao gồm:

- **Mảng nghiệp vụ môi giới:** Chúng tôi dự báo thị phần của VCI trong giai đoạn 2025-2027 lần lượt ở mức 6,5%, 6,7% và 6,8%. Thị phần sẽ mở rộng nhờ nền vốn tăng lên sau khi hoàn tất hoạt động huy động vào cuối năm 2024.

Tỷ lệ phí giữ lại dự báo đạt khoảng 0,03% trong giai đoạn này.

- **Mảng cho vay ký quỹ:** HSC dự báo lãi từ cho vay ký quỹ sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 25%.

Dư nợ cho vay ký quỹ: Sau khi tăng mạnh 40% so với cùng kỳ (so với tăng 22% so với cùng kỳ trong dự báo trước đó của chúng tôi), chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ lên lần lượt 15%, 18% và 20% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ nền vốn được tăng cường.

Lãi suất cho vay ký quỹ dự báo ở mức 9,8% trong năm 2025, 10% trong năm 2026 và 10,2% trong năm 2027.

- Mảng tự doanh:** Chúng tôi dự báo lãi hoạt động tự doanh sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 12% từ mức nền cao trong năm 2024 nhờ quy mô danh mục đầu tư tăng lên sau khi hoàn tất huy động vốn cùng động lực thuận lợi cho thị trường cổ phiếu trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp.

Nhìn chung, theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong giai đoạn 2024-2027, trong khi hệ số ROE dự báo sẽ tăng từ 9% trong năm 2024 lên 12,6% vào năm 2027.

Chúng tôi giả định cổ tức bằng tiền mặt cho giai đoạn 2025-2027 lần lượt là 1.000đ, 1.400đ và 1.400đ, tương đương lợi suất cổ tức lần lượt ở mức 2,8%, 3,9% và 3,9%.

Chúng tôi tóm tắt giả định chính và dự báo lợi nhuận trong Bảng 29-30.

Bảng 29: Các giả định quan trọng, VCI

HSC giữ nguyên toàn bộ các giả định trọng yếu đối với VCI

	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng GTGD	20.0%	18.0%	25.0%	20.0%
Thị phần	6.1%	6.5%	6.7%	6.8%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.08%	0.09%	0.09%
Phí môi giới ròng	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	19%	31%	29%	29%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	40.4%	15.0%	18.0%	20.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	9.1%	9.8%	10.0%	10.2%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	36.9%	18.0%	3.3%	3.6%
Lợi suất đầu tư	9.6%	9.1%	10.8%	10.8%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 30: Dự báo lợi nhuận, VCI

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận với tốc độ CAGR 3 năm là 25%

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	134	234	296	356
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	873	1,182	1,407	1,709
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	985	1,073	1,300	1,380
IB & thu nhập khác	(14)	66	92	130
Thu nhập HĐ	1,978	2,556	3,094	3,575
Tăng trưởng	40%	29%	21%	16%
Lãi/(lỗ) tài chính	-747	-1,048	-1,158	-1,299
Chi phí BH&QL	-145	-152	-156	-172
Lợi nhuận khác	3	3	3	3
LNTT	1,089	1,359	1,783	2,106
LNST	911	1,141	1,498	1,769
Tăng trưởng	85%	25%	31%	18%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 31: Phương pháp định giá P/E & P/S, VCI

Đồng	2025	2026	Bình quân	Mục tiêu = bình quân + 0.7 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,584	2,064	1,824	20.6	36,589
SPS	5,400	5,805	5,603	7.9	44,624
Bình quân					40,607

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tăng 8% giá mục tiêu cho VCI lên 40.600đ/cp (tiềm năng tăng giá 12%) sau khi chuyển thời điểm định giá. Chúng tôi tiếp tục giả định bội số định giá mục tiêu cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Chúng tôi tin rằng VCI xứng đáng với mặt bằng định giá cao hơn so với các ngành nhờ nền tảng cơ bản vững chắc và tâm lý tích cực sau đợt phát hành riêng lẻ thành công.

Tiềm năng tăng đối với dự báo và định giá của chúng tôi bao gồm thanh khoản thị trường vượt dự báo, tiến triển từ sự kiện nâng hạng thị trường và tiềm năng từ các thương vụ IB mới.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 2% và 1% trong 1 tháng và 3 tháng qua, điều chỉnh nhẹ sau khi chính sách thuế quan được công bố, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14,8 lần, và P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần, cao hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 5,2 lần.

HSC nhận thấy tiềm năng tăng giá đáng kể từ cổ phiếu VCI và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

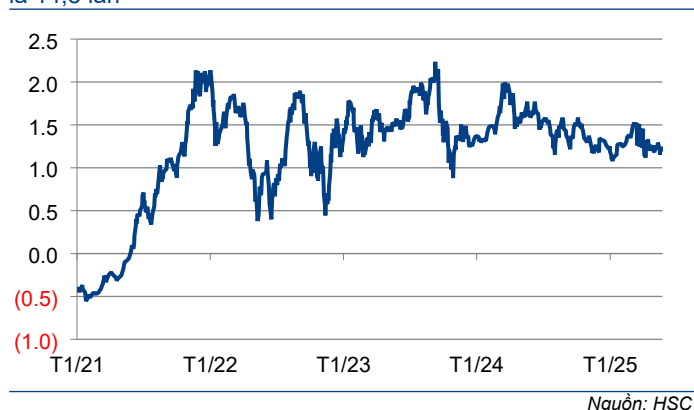
Biểu đồ 32: P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/E quanh mức 21 lần...



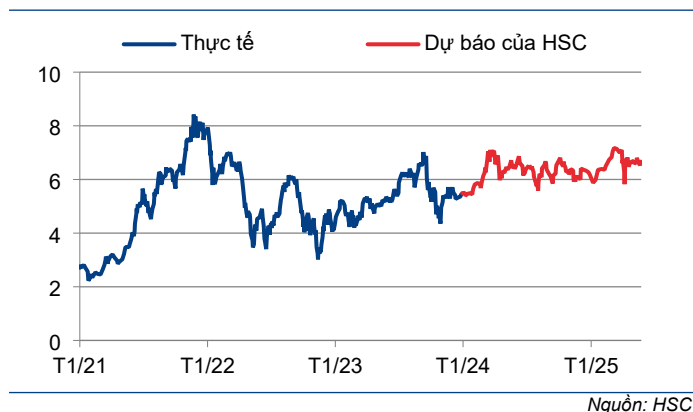
Biểu đồ 33: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCI

...cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 14,8 lần



Biểu đồ 34: P/S trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,7 lần...



Biểu đồ 35: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCI

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



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKDK (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	535	730	750	1,006	1,210
Lãi cho vay ký quỹ	689	873	1,182	1,407	1,709
Doanh thu HĐ tự doanh	1,196	2,027	1,868	1,677	2,134
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	27.0	34.0	57.0	86.0	129
Thu nhập HĐ khác	26.0	32.0	36.0	39.0	43.0
Doanh thu HĐ	2,473	3,696	3,893	4,215	5,225
Chi phí HĐ	(1,186)	(1,862)	(1,490)	(1,278)	(1,823)
Lợi nhuận HĐ	1,287	1,834	2,403	2,937	3,402
Lợi nhuận tài chính	(716)	(747)	(1,048)	(1,158)	(1,299)
Lợi nhuận khác	0	3.00	3.00	3.00	3.00
LNTT	571	1,090	1,358	1,782	2,106
Chi phí thuế TNDN	(78.0)	(179)	(217)	(285)	(337)
LNST	493	911	1,141	1,497	1,769
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	494	912	1,142	1,498	1,770

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	788	4,744	1,189	1,244	2,465
Phải thu	849	393	404	542	652
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	441	282	291	396	480
Tài sản tài chính	15,097	21,073	23,066	25,738	29,187
FVTPL	122	846	931	1,043	1,199
HTM	381	598	658	724	796
Cho vay ký quỹ	7,992	11,222	12,905	15,228	18,273
AFS	6,604	8,409	8,575	8,746	8,921
Dự phòng	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	23.4	37.3	41.0	45.1	49.6
Tài sản khác	57.3	63.0	64.8	86.9	105
Tổng tài sản	17,255	26,592	25,056	28,052	32,939
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	8,979	12,574	10,771	12,926	16,804
Trái phiếu ngắn hạn	120	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	785	1,074	1,104	1,480	1,781
Nợ phải trả	9,884	13,648	11,876	14,406	18,585
Vốn chủ sở hữu	7,371	12,944	13,182	13,646	14,358
Vốn điều lệ	4,375	7,181	7,242	7,292	7,342
Thặng dư vốn cổ phần	13.5	2,594	2,606	2,606	2,606
Lợi nhuận giữ lại	1,308	797	755	1,057	1,566
Quỹ & vốn khác của CSH	1,675	2,372	2,580	2,694	2,844
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0.01	(1.69)	(2.54)	(3.38)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	17,255	26,592	25,056	28,052	32,939

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	21.2	54.1	(5.78)	12.0	17.4
Tăng trưởng cho vay (%)	51.4	40.4	15.0	18.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(6.99)	10.1	2.81	34.1	20.3
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	41.9	40.0	(14.3)	20.0	30.0
Tăng trưởng VCSH (%)	13.5	75.6	1.84	3.54	5.20
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(21.6)	49.5	5.33	8.27	24.0
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	19.6	57.0	20.0	14.2	42.6
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.4)	42.5	31.0	22.2	15.8
Tăng trưởng LNTT (%)	(46.1)	90.9	24.6	31.2	18.2
Tăng trưởng LNST (%)	(43.3)	84.8	25.2	31.2	18.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	(43.2)	84.6	25.2	31.2	18.2

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	41.7	24.5	22.8	17.5	14.9
P/B (lần)	2.80	2.01	1.99	1.93	1.85
Lợi suất cổ tức (%)	3.32	2.21	3.32	3.87	3.87

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	867	1,478	1,584	2,063	2,421
DPS (đồng)	1,200	800	1,200	1,400	1,400
BVPS (đồng)	12,932	18,003	18,207	18,722	19,561
Sig CP bình quân (triệu đv)	570	617	721	726	731
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	439	719	724	729	734
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	570	719	721	726	731

Chỉ số lợi nhuận	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
ROAA (%)	3.14	4.16	4.42	5.64	5.80
ROAE (%)	7.12	8.98	8.74	11.2	12.6
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.4	9.10	9.80	10.0	10.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	7.00	7.10	6.40	6.40	6.50
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	48.0	50.4	38.3	30.3	34.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	138	54.1	75.8	67.9	57.8

Thị phần	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	4.60	6.10	6.50	6.70	6.80
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-

Quy mô	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
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: VNĐ15,700 (từ VNĐ16,100)

Tiềm năng tăng/giảm: -0.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2025)	15,750
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,250-17,553
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,963
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	23,972
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	922
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	I.P.A Invest Group (25.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.88	15.8	(10.5)
So với chỉ số	(1.30)	9.73	(19.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,119	1,266	(11.6)
2026F	1,183	1,389	(14.8)
2027F	1,411	1,733	(18.6)

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

Hồi phục về đúng giá trị; khuyến nghị Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ cho VND nhưng giảm 2% giá mục tiêu xuống 15.700đ (tiềm năng tăng giá 0%) do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận nhưng lớn hơn tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi giảm 15%/năm dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 14% trong 3 năm tới với hệ số ROE năm 2027 đạt 9,6%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 8% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 13 lần và P/S trượt dự phóng 1 năm là 3,9 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng mục tiêu là 14,1 lần, vẫn thấp hơn bình quân ngành do triển vọng lợi nhuận kém tích cực.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2025 & triển vọng

LNTT Q1/2025 của VND giảm 38% so với cùng kỳ xuống 479 tỷ VND, chỉ hoàn thành 19% dự báo năm 2025 của chúng tôi và thấp hơn dự báo Q1 của chúng tôi, do KQKD kém tích cực ở tất cả các mảng kinh doanh chính, đặc biệt là mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ.

VND sẽ cần thêm thời gian để giải phóng nguồn vốn đang ứ đọng ở trái phiếu của các danh nghiệp điện tái tạo, mặc dù có một số cải thiện về chính sách. Trong khi đó, cạnh tranh từ những CTCK mới gia nhập với nguồn vốn dồi dào ngày càng gay gắt, từ đó tác động tiêu cực lên tỷ lệ phí giữ lại và lãi suất cho vay ký quỹ của VND.

Tác động: Giảm bình quân 15% dự báo giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 15%/năm dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi hạ dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 14% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 9,6%. Dự báo của chúng tôi thấp hơn 15% so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 8% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua, nhờ triển vọng khởi sắc ở lĩnh vực điện tái tạo, VND đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 13 lần (cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 3,9 lần (cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Bộ số định giá của VND đã tương đương SSI (P/E 14,1 lần) nên chúng tôi cho rằng cổ phiếu VND sẽ kém hấp dẫn hơn do SSI có triển vọng lợi nhuận vượt trội, thanh khoản tốt và cổ tức cao.

Mặc dù triển vọng ngành điện tái tạo có sự khởi sắc, nguồn vốn ứ đọng và KQKD của VND vẫn chưa thể được giải phóng. Thời gian tới, VND sẽ cần củng cố HĐKD cốt lõi để nâng cao định giá.

Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 0% và P/E dự phóng mục tiêu năm 2025 là 14,1 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	6,561	5,325	6,661	7,741	8,377 ▼
LN thuần (tỷ đồng)	2,019	1,720	1,839 ▼	2,119 ▼	2,527 ▼
EPS (đồng)	1,658	1,150	1,119 ▼	1,183 ▼	1,411 ▼
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	14,165	14,445	14,937
P/E (lần)	9.50	13.7	14.1	13.3	11.2
Lợi suất cổ tức (%)	3.17	3.17	3.17	5.08	5.08
P/B (lần)	1.16	1.24	1.11	1.09	1.05
Thị phần môi giới CP (%)	7.00	6.10	5.80	6.50	7.00
Tăng trưởng EPS (%)	65.5	(30.6)	(2.71)	5.77	19.3
ROAE (%)	13.0	9.50	8.16	8.27	9.60

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

Triển vọng lợi nhuận suy yếu + định giá đúng giá trị = khuyến nghị **Nắm giữ**

HSC giữ nguyên khuyến nghị **Nắm giữ** nhưng giảm 2% giá mục tiêu xuống 15.700đ (tiềm năng tăng giá 0%) sau khi hạ dự báo lợi nhuận nhưng được bù đắp một phần nhờ chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Chúng tôi giảm bình quân 15%/năm dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi hạ dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 14% trong 3 năm với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 9,6%. Sau diễn biến khả quan gần đây nhờ tâm lý tích cực từ ngành điện tái tạo, VND đang giao dịch với P/E và P/S cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ – chúng tôi cho rằng mức định giá này đã sát với giá trị.

Giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

LNTT Q1/2025 của VND đạt 479 tỷ đồng, giảm 38% so với cùng kỳ, do sự sụt giảm ở tất cả các mảng kinh doanh chính, bao gồm mảng tự doanh (489 tỷ đồng, giảm 29% so với cùng kỳ), cho vay ký quỹ (giảm 5% so với cùng kỳ) và nghiệp vụ môi giới (giảm 60% so với cùng kỳ). Lợi nhuận chỉ hoàn thành 19% dự báo năm 2025 và thấp hơn dự báo Q1 của chúng tôi.

Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới thấp hơn so với dự báo của chúng tôi (chỉ hoàn thành 9% dự báo cả năm) với thị phần giảm xuống 5,3% từ 5,8% trong cả năm 2024 nhưng cải thiện so với 5,1% trong Q4/2024.

Lãi từ cho vay ký quỹ cũng thấp hơn dự báo Q1 và hoàn thành 19% dự báo cả năm 2025 của chúng tôi, do dư nợ cho vay ký quỹ tăng chậm (chỉ tăng 8% so với quý trước so với bình quân ngành là tăng 12% so với quý trước). Nguồn vốn ứ đọng ở các khoản đầu tư trái phiếu tiếp tục hạn chế khả năng cho vay ký quỹ của VND. Trong khi đó, lãi suất cho vay ký quỹ giảm 70 điểm cơ bản so với quý trước xuống 11,2% do cạnh tranh gay gắt từ các CTCK mới gia nhập ngành, đặc biệt là những công ty có nguồn vốn dồi dào được các NHTM hậu thuẫn.

Bảng 36: Tóm tắt KQKD Q1/2025, VND

Lợi nhuận Q1 của VND hoàn thành 19% dự báo cả năm của HSC, thấp hơn so với kỳ vọng

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	Dự báo của HSC	% dự báo
Tổng thu nhập HĐ	1,077	807	-25%	4,004	20%
Môi giới	86	34	-60%	373	9%
Cho vay ký quỹ	316	301	-5%	1,552	19%
Hoạt động tự doanh	685	489	-29%	2,225	22%
Khác	(10)	(18)	80%	(146)	12%
Lãi/(lỗ) tài chính	(156)	(223)	43%	(983)	23%
Chi phí HĐ	(154)	(105)	-32%	(476)	22%
Thu nhập khác	0	0		0	
LNTT	767	478	-38%	2,538	19%
Lợi nhuận thuần	617	383	-38%	2,081	18%

Nguồn: VND, HSC

Do triển vọng ở mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ suy yếu, HSC giảm bình quân 15%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Những thông tin cụ thể như sau:

- Mảng nghiệp vụ môi giới: HSC giảm bình quân 32%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới dựa trên giả định thị phần và tỷ lệ phí giữ lại sụt giảm trong kỳ.

Chúng tôi dự báo thị phần của VND trong giai đoạn 2025-2027 sẽ lần lượt ở mức 5,8%, 6,5% và 7% (từ lần lượt 6,4%, 7,2% và 7,5% trước đó). Lợi thế cạnh tranh của VND ở mảng nghiệp vụ môi giới sẽ suy yếu do cạnh tranh gay gắt từ các CTCK mới với nguồn vốn dồi dào.

Tỷ lệ phí giữ lại ước tính đạt lần lượt 0,01%, 0,02% và 0,02%, từ lần lượt 0,02%, 0,02% và 0,03% trước đó.

- **Mảng cho vay ký quỹ:** HSC dự báo lãi từ cho vay ký quỹ sẽ tăng trưởng trung bình 21% trong 3 năm tới, từ 28% trước đó.

Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ đạt lần lượt 10% trong năm 2025 (từ 20% trước đó), 25% trong năm 2026 (từ 37% trước đó) và 27% trong năm 2027 (từ 29% trước đó). Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ sẽ chậm lại do nguồn vốn tiếp tục ứ đọng ở các khoản đầu tư trái phiếu.

Lãi suất cho vay ký quỹ dự báo đạt bình quân 12,5% trong năm 2025-2026 và đạt 12% trong năm 2027.

- **Mảng tự doanh:** HSC giữ nguyên dự báo tăng trưởng thu nhập đầu tư lần lượt ở mức 6,4%, 2,4% và 8,2% trong giai đoạn 2025-2027 do Công ty sẽ sử dụng nguồn vốn để tài trợ cho mảng cho vay ký quỹ kể từ năm 2026.

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

Nhìn chung, theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 14% trong giai đoạn 2024-2027 với hệ số ROE bình quân đạt 9,6% vào năm 2027.

Chúng tôi tóm tắt giả định chính và dự báo lợi nhuận trong Bảng 37-38.

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

Các điều chỉnh quan trọng bao gồm giảm nhẹ giả định mảng cho vay ký quỹ & hạ giả định tỷ lệ phí giữ lại mảng môi giới trong giai đoạn 2025-2027

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng GTGD	20.0%	18.0%	25.0%	35.0%	18.0%	25.0%	35.0%
Thị phần	6.1%	6.6%	7.2%	8.0%	5.8%	6.5%	7.0%
Phí môi giới gộp	0.05%	0.07%	0.07%	0.08%	0.06%	0.07%	0.07%
Phí môi giới ròng	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.01%	0.02%	0.02%
Tỷ lệ phí giữ lại	34%	31%	36%	36%	20%	31%	29%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	6.6%	20.4%	37.1%	29.3%	10.4%	25.5%	27.2%
Lãi suất cho vay ký quỹ	12.2%	12.5%	12.5%	12.2%	12.5%	12.5%	12.2%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	11.4%	6.4%	-2.4%	8.2%	6.4%	-2.4%	8.2%
Lợi suất đầu tư	7.1%	7.7%	7.8%	7.9%	7.7%	7.8%	7.9%

Nguồn: VND, HSC dự báo

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

HSC điều chỉnh giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận mỗi năm sau khi hạ giả định mảng môi giới & cho vay ký quỹ

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	252	373	520	766	208	414	530
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	1,255	1,552	2,127	2,683	1,422	1,784	2,215
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	1,864	2,225	2,188	2,382	2,225	2,188	2,382
IB & thu nhập khác	25	67	83	108	67	83	108
Thu nhập HĐ	3,203	4,004	4,685	5,682	3,709	4,236	4,979
<i>Tăng trưởng</i>							
<i>Tăng trưởng</i>	-27%	25%	17%	21%	16%	14%	18%
Lãi/(lỗ) tài chính	(658)	(983)	(1,139)	(1,347)	(983)	(1,139)	(1,347)
Chi phí BH&QL	(453)	(476)	(500)	(525)	(476)	(500)	(525)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	-	-
LNTT	2,088	2,538	3,032	3,783	2,243	2,583	3,079
LNST	1,718	2,081	2,486	3,102	1,839	2,118	2,525
<i>Tăng trưởng</i>							
<i>Tăng trưởng</i>	-15%	21%	19%	25%	7%	15%	19%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Chính sách năng lượng tích cực đã phản ánh một phần vào giá cổ phiếu

Như đã đề cập trong báo cáo trước đó: '[Ngành Chứng khoán: Lạc quan một cách thận trọng về thanh khoản thị trường](#)', Quy hoạch phát triển điện VIII sửa đổi đã cho phép nâng công suất cùng với việc đưa ra cơ chế giá mới cho các dự án điện mặt trời và điện gió. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp các dự án điện tái tạo được kiểm tra và

có khả năng giải phóng nguồn lực đang bị ứ đọng của VND ở TPĐN của các doanh nghiệp điện tái tạo kể từ năm 2022.

Mặc dù tâm lý thị trường đối với cổ phiếu VND đã cải thiện mạnh mẽ (giá cổ phiếu tăng lần lượt 8% và 6% trong 1 tháng và 3 tháng qua), tình hình pháp lý có thể sẽ không khôi phục ngay lập tức dòng tiền của các tổ chức phát hành trái phiếu cho VND hoặc của chính VND. Cho đến lúc đó, thị phần và năng lực cho vay ký quỹ của Công ty vẫn sẽ chịu sức ép cạnh tranh trong ngành.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC giảm 2% giá mục tiêu xuống 15.700đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Tại giá mục tiêu mới, VND có rủi ro giảm giá rất nhỏ và P/E dự phóng năm 2025 ở mức 14,1 lần.

Giá mục tiêu mới của chúng tôi điều chỉnh dựa trên những thay đổi như sau:

- Chúng tôi giảm bình quân 15%/năm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027.
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).
- Chúng tôi giữ nguyên bội số định giá mục tiêu của VND ở mức cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020.

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

Đông	2025	2026	Bình quân	Mục tiêu = bình quân + 0.3 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,119	1,183	1,151	15.8	18,232
SPS	4,053	4,322	4,188	3.1	13,174
Bình quân					15,703

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 8% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua từ mức nền thấp đầu năm 2025, nhờ tâm lý tích cực từ sự cải thiện ở lĩnh vực điện tái tạo, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần (cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 3,9 lần (cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Do bội số định giá của VND đã tương đương SSI (P/E 14,1 lần), chúng tôi cho rằng cổ phiếu VND sẽ kém hấp dẫn hơn do SSI có triển vọng lợi nhuận vượt trội, thanh khoản tốt và cổ tức cao.

Mặc dù triển vọng ngành điện tái tạo đã cải thiện, khó khăn về nguồn lực và HĐKD của VND nhiều khả năng sẽ chưa thể sớm tháo gỡ. Thời gian tới, VND sẽ cần củng cố HĐKD cốt lõi để nâng cao định giá.

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

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND đã phục hồi về mức 13 lần (từ mức đáy 9,9 lần hồi tháng 2/2025) ...



Nguồn: HSC

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

... cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 11,6 lần



Nguồn: HSC

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

P/S trượt dự phóng 1 năm của VND đã phục hồi về mức 3,9 lần (từ mức 3 lần) ...



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

... cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 2,4 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	867	720	958	1,282	1,768
Lãi cho vay ký quỹ	1,154	1,255	1,422	1,784	2,215
Doanh thu HĐ tự doanh	4,309	3,180	4,088	4,450	4,126
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	118	65.0	78.0	98.0	128
Thu nhập HĐ khác	113	105	115	127	140
Doanh thu HĐ	6,561	5,325	6,661	7,741	8,377
Chi phí HĐ	(2,624)	(2,575)	(3,429)	(4,005)	(3,922)
Lợi nhuận HĐ	3,937	2,750	3,232	3,736	4,455
Lợi nhuận tài chính	(1,448)	(658)	(983)	(1,139)	(1,347)
Lợi nhuận khác	(7.00)	(3.00)	(7.00)	(14.0)	(28.0)
LNTT	2,482	2,089	2,242	2,583	3,080
Chi phí thuế TNDN	(464)	(370)	(404)	(465)	(554)
LNST	2,018	1,719	1,838	2,118	2,526
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	2,019	1,720	1,839	2,119	2,527

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4,862	881	10,846	12,208	13,443
Phải thu	948	1,728	2,300	3,078	4,244
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	375	195	323	498	759
Tài sản tài chính	34,320	40,302	39,794	44,618	52,125
FVTPL	16,730	24,519	22,067	23,171	26,646
HTM	7,432	5,561	5,561	5,561	5,561
Cho vay ký quỹ	10,277	10,344	12,412	16,136	20,170
AFS	0	0	(125)	(127)	(130)
Dự phòng	(119)	(122)	(122)	(122)	(122)
Đầu tư dài hạn	1,065	1,030	1,030	1,030	1,030
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	863	996	996	996	996
Đầu tư dài hạn khác	202	34.2	34.2	34.2	34.2
Tài sản cố định	106	84.1	92.5	102	112
Tài sản khác	66.4	74.6	99.3	133	183
Tổng tài sản	41,742	44,295	54,485	61,666	71,897
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	20,468	22,436	25,798	31,694	39,867
Trái phiếu ngắn hạn	400	400	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	4,370	1,743	3,321	4,105	5,282
Nợ phải trả	25,239	24,580	29,119	35,799	45,149
Vốn chủ sở hữu	16,503	19,715	25,369	25,871	26,752
Vốn điều lệ	12,178	15,223	17,911	17,911	17,911
Thặng dư vốn cổ phần	(0.04)	(0.17)	2,440	2,440	2,440
Lợi nhuận giữ lại	4,325	4,492	4,520	4,839	5,508
Quỹ & vốn khác của CSH	0	0	497	681	893
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(2.54)	(3.38)	(4.23)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	41,742	44,295	54,485	61,666	71,897

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	7.39	6.12	23.0	13.2	16.6
Tăng trưởng cho vay (%)	13.4	0.65	20.0	30.0	25.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(32.9)	12.4	33.1	33.8	37.9
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	5.99	9.61	15.0	22.9	25.8
Tăng trưởng VCSH (%)	13.7	19.5	28.7	1.98	3.41
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(3.91)	(18.8)	25.1	16.2	8.22
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	37.6	1.87	33.2	16.8	2.07
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	50.1	(30.1)	17.5	15.6	19.2
Tăng trưởng LNTT (%)	61.8	(15.8)	7.32	15.2	19.2
Tăng trưởng LNST (%)	65.5	(14.8)	6.92	15.2	19.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	65.5	(14.8)	6.92	15.2	19.3

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	9.50	13.7	14.1	13.3	11.2
P/B (lần)	1.16	1.24	1.11	1.09	1.05
Lợi suất cổ tức (%)	3.17	3.17	3.17	5.08	5.08

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,658	1,150	1,119	1,183	1,411
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	14,165	14,445	14,937
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,218	1,496	1,644	1,791	1,791
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,218	1,547	1,791	1,791	1,791
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,279	1,496	1,644	1,791	1,791

Chỉ số lợi nhuận	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
ROAA (%)	5.01	4.00	3.72	3.65	3.78
ROAE (%)	13.0	9.50	8.16	8.27	9.60
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.9	12.2	12.5	12.5	12.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.80	3.00	4.00	4.20	4.50
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	40.0	48.4	51.5	51.7	46.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.2	43.5	44.7	67.6	56.7

Thị phần	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.00	6.10	5.80	6.50	7.00
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-

Quy mô	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
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