

Ngành Chứng khoán: Nâng dự báo lợi nhuận & giá mục tiêu nhưng biên độ tăng giá đã được phản ánh phần lớn

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

- Chỉ số VNIndex đã vượt mức 1.600 điểm vào tháng 8 với thanh khoản tăng mạnh, sau khi chính sách thuế quan được xác nhận, với lực cầu từ cả NĐT trong nước và nước ngoài. Dư nợ cho vay ký quỹ cũng tăng lên mức kỷ lục mới, cho thấy niềm tin NĐT cải thiện và chính sách mở rộng tiền tệ phát huy hiệu quả.
- Chúng tôi tăng bình quân 10%/năm dự báo thanh khoản thị trường trong giai đoạn 2025-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới. Từ đó, chúng tôi cũng nâng dự báo triển vọng lợi nhuận cho các CTCK, tương đương lợi nhuận tăng trưởng trung bình 21,2% trong giai đoạn này.
- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng đối với SSI (từ Mua vào), xuống Giảm tỷ trọng đối với VND (từ Nắm giữ), trong khi giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VCI. VCI hiện là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi sau khi giá cổ phiếu SSI đã tăng mạnh.

Phân tích diễn biến thị trường 7 tháng đầu năm 2025 và triển vọng

Trong tháng 8, chỉ số VNIndex đã tăng mạnh vượt 1.600 điểm lên mức cao kỷ lục, tăng hơn 26% so với đầu năm, một trong những chỉ số có diễn biến tốt nhất trên toàn cầu trong 7 tháng đầu năm 2025. Ngoài ra, thanh khoản thị trường cũng tăng mạnh với giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 43,8 nghìn tỷ đồng trong tháng 7-8/2025, tăng mạnh so với các quý trước và vượt mức cao kỷ lục của chu kỳ trước (2020-2022). Kết quả ấn tượng này nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ mạnh mẽ, chính sách thuế quan rõ ràng và tâm lý lạc quan hơn về triển vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi.

Dư nợ cho vay ký quỹ ước tính sẽ tăng lên khoảng 329 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 7 từ 304 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/2025. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH vẫn trong tầm kiểm soát ở mức 110% cùng tiềm năng cải thiện sau khi các CTCK tăng vốn.

HSC dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ tiếp tục tăng lên trong nửa cuối năm 2025 nhờ điều kiện thuận lợi hiện tại. Ngoài ra, các đợt IPO sắp tới của các CTCK lớn cùng niềm tin xung quanh triển vọng về thị trường tài sản số cũng giúp củng cố niềm tin NĐT.

Nâng dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày và dự báo lợi nhuận cho các CTCK

Mặc dù thanh khoản 7 tháng đầu năm 2025 sát với giả định của chúng tôi nhưng giá trị giao dịch bình quân ngày trong tháng 7-8/2025 đã vượt đáng kể dự báo và triển vọng thanh khoản thị trường thời gian tới tốt hơn đáng kể so với kỳ vọng của chúng tôi.

Do đó, HSC nâng dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày cho năm 2025 lên 27,3 nghìn tỷ đồng (từ 24,7 nghìn tỷ đồng trước đó), tăng trưởng 30%. Trong năm 2026-2027, chúng tôi nâng dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày lên 34,1 nghìn tỷ đồng (từ 30,9 nghìn tỷ đồng) (tăng trưởng 25%) và 40,9 nghìn tỷ đồng (từ 37,1 nghìn tỷ đồng) (tăng trưởng 20%). Theo đó, thanh khoản sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới.

Do đó, HSC tăng bình quân 7%/năm dự báo lợi nhuận trong 3 năm tới cho SSI, tăng bình quân 2%/năm dự báo cho VCI và bình quân tăng 3%/năm dự báo cho VND, chủ yếu sau khi nâng dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ nhưng bị bù trừ một phần do hạ dự báo mảng hoạt động tự doanh. Nhìn chung, lợi nhuận của ngành chứng khoán được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng vững chắc với tốc độ tăng trưởng trung bình 21,2% trong 3 năm tới.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng dự báo lợi nhuận cho các CTCK, nâng bội số định giá nhờ triển vọng thị trường khởi sắc và nâng giá mục tiêu cho cả 3 CTCK trong phạm vi phân tích. Chúng tôi định giá SSI, VCI và VND ở bội số mục tiêu cao hơn lần lượt 1, 1,2 và 1 lần so với bình quân quá khứ.

Sau khi tăng bình quân lần lượt 25% và 48% trong 1 tháng và 3 tháng qua, HSC hạ khuyến nghị đối với SSI từ Mua vào xuống Giảm tỷ trọng và VND xuống Giảm tỷ trọng từ Nắm giữ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VCI. Mặc dù chúng tôi ưa thích cổ phiếu SSI nhờ nền tảng cơ bản toàn diện nhưng giá cổ phiếu này đã tăng 54% trong 3 tháng qua khiến định giá trở nên kém hấp dẫn hơn. Chúng tôi hiện xác định VCI là lựa chọn hàng đầu nhờ mô hình hoạt động tinh gọn, tỷ suất sinh lời cao và lợi thế trong lĩnh vực IB & PE.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 13/8.

Mã CK	Giá (đồng)		Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L. suất cổ tức (%)	
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
SSI	36,750	Tăng tỷ trọng	Mua vào	39,700	24.8	8.03	25.0	20.3	2.39	2.32	2.72	3.27	
VCI	45,500	Tăng tỷ trọng	-	49,300	21.4	8.35	28.6	21.2	2.50	2.42	2.64	3.08	
VND	24,100	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	22,400	42.7	(7.05)	22.0	19.5	1.70	1.66	2.07	3.32	

Giá cổ phiếu tại ngày 12/8/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Thanh khoản thị trường được hỗ trợ nhờ triển vọng rõ ràng hơn	3
Xu hướng tăng sau khi chính sách thuế trở nên rõ ràng	3
Dự nợ cho vay ký quỹ đạt mức cao kỷ lục nhưng tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn CSH vẫn trong tầm kiểm soát nhờ các đợt huy động vốn mới	5
Diễn biến mới trong ngành	7
Điều chỉnh dự báo: Thanh khoản thị trường và lợi nhuận	8
Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo	8
Định giá và khuyến nghị	10
Điều chỉnh tăng giá mục tiêu sau khi nâng dự báo lợi nhuận & bội số định giá	10
Bối cảnh định giá	11
Động lực/rủi ro dài hạn	12
Báo cáo thành phần	
CTCP Chứng khoán SSI (SSI)	13
CTCP Chứng khoán Vietcap (VCI)	19
CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND)	24

Thanh khoản thị trường được hỗ trợ nhờ triển vọng rõ ràng hơn

Chỉ số VNIndex đã tăng mạnh sau khi Mỹ xác nhận mức thuế suất đối với hàng hóa Việt Nam vào đầu tháng 7, vượt mốc 1.600 điểm trong tháng 8 và lập kỷ lục mới. Giá trị giao dịch bình quân tháng 7-8/2025 tăng mạnh lên 43,8 nghìn tỷ đồng, tăng 69% so với quý trước, nhờ cả NĐT cá nhân và khối ngoại. Dự nợ cho vay ký quỹ tăng 8% so với tháng trước trong tháng 7 nhưng tỷ lệ dự nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH vẫn ở mức có thể kiểm soát. Các biện pháp kích thích tài khóa và tiền tệ được kỳ vọng sẽ giữ vững niềm tin của NĐT trong nước trong khi triển vọng nâng hạng thị trường có thể thu hút dòng vốn nước ngoài trở lại sau một thời gian bị rút ròng.

Xu hướng tăng sau khi chính sách thuế trở nên rõ ràng

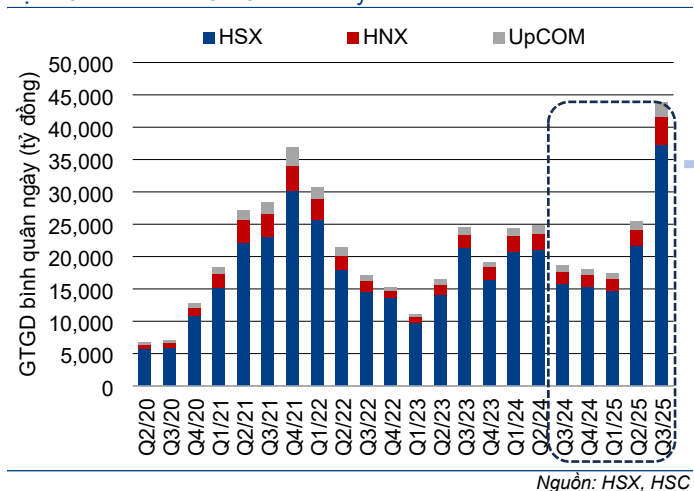
Kể từ khi Bộ trưởng Tài chính Mỹ xác nhận mức thuế suất đối ứng của Mỹ vào ngày 7/7/2025, chỉ số VNIndex đã trải qua một đợt tăng điểm mạnh mẽ. Trong tháng 7-8/2025, chỉ số đã vượt mốc 1.600 điểm, tương đương tăng hơn 26% kể từ đầu năm và giúp Việt Nam trở thành một trong những thị trường tăng điểm mạnh nhất thế giới. Khác với giai đoạn tháng 5-6, khi xu hướng tăng chỉ tập trung vào các cổ phiếu liên quan đến Vingroup, đợt tăng điểm gần đây nhất diễn ra trên diện rộng ở tất cả các ngành, nhờ 3 yếu tố chính như sau:

- **Tâm lý NĐT cải thiện:** Việc mức thuế suất được điều chỉnh và được xác nhận đã thúc đẩy niềm tin của NĐT về triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2025. Chúng tôi đã phân tích chi tiết trong Báo cáo vĩ mô: [Đàm phán thương mại Việt Nam-Mỹ: Đánh giá sơ bộ](#).
- **Chính sách nới lỏng tiền tệ:** Lãi suất ngành ngân hàng vẫn ở mức hỗ trợ kể từ đầu năm 2024 để thúc đẩy mục tiêu tăng trưởng đạt tối thiểu 8% của Chính phủ trong năm 2025. Do đó, tăng trưởng tín dụng đã tăng tốc lên 9,9% tính đến cuối tháng 7 - cao hơn đáng kể so với bình quân quá khứ - từ đó giúp thanh khoản của tất cả các loại tài sản cải thiện, bao gồm cả cổ phiếu.
- **Dòng vốn nước ngoài mạnh mẽ:** NĐT tổ chức nước ngoài đã mua ròng 11 nghìn tỷ đồng trong tháng 7, xây dựng vị thế trước tiềm năng được nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE. Nhờ điều kiện chính sách & vĩ mô thuận lợi, dòng vốn khối ngoại được kỳ vọng sẽ tiếp tục vững mạnh.

Từ đó, thanh khoản thị trường tăng lên mức cao kỷ lục với giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 43,8 nghìn tỷ đồng trong tháng 7-8 - tăng 69% so với quý trước và tăng 141% so với cùng kỳ. Tính chung 7 tháng đầu năm 2025, giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 24,1 nghìn tỷ đồng, trong đó thanh khoản suy yếu trong giai đoạn đầu năm vào Q1/2025 đã ảnh hưởng đến thanh khoản trung bình kể từ đầu năm.

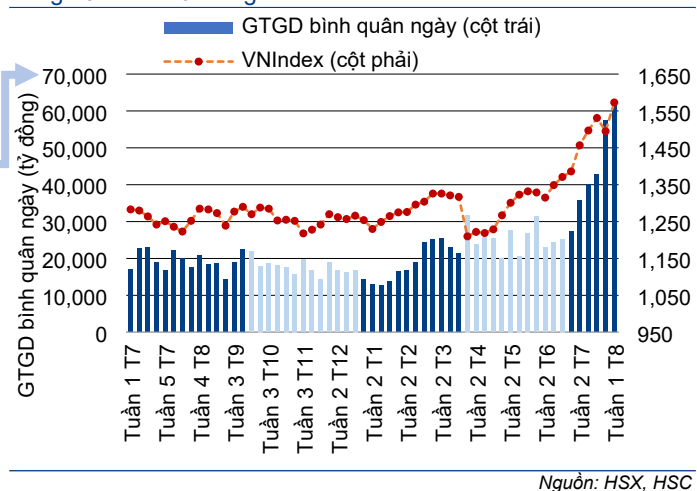
Biểu đồ 1: GTGD bình quân ngày theo quý, Việt Nam

GTGD bình quân ngày trong Q3/2025 tăng 69% so với quý trước, đạt mức cao nhất từ trước tới nay



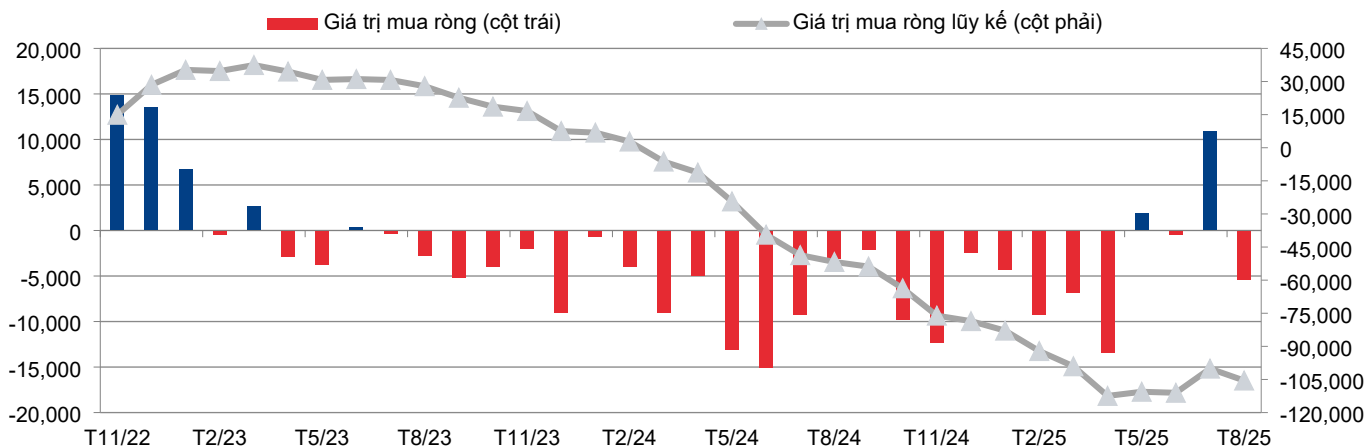
Biểu đồ 2: GTGD bình quân ngày theo tuần, Việt Nam

GTGD bình quân ngày trong tháng 7-8 tăng mạnh nhờ dòng vốn trong nước và nước ngoài



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

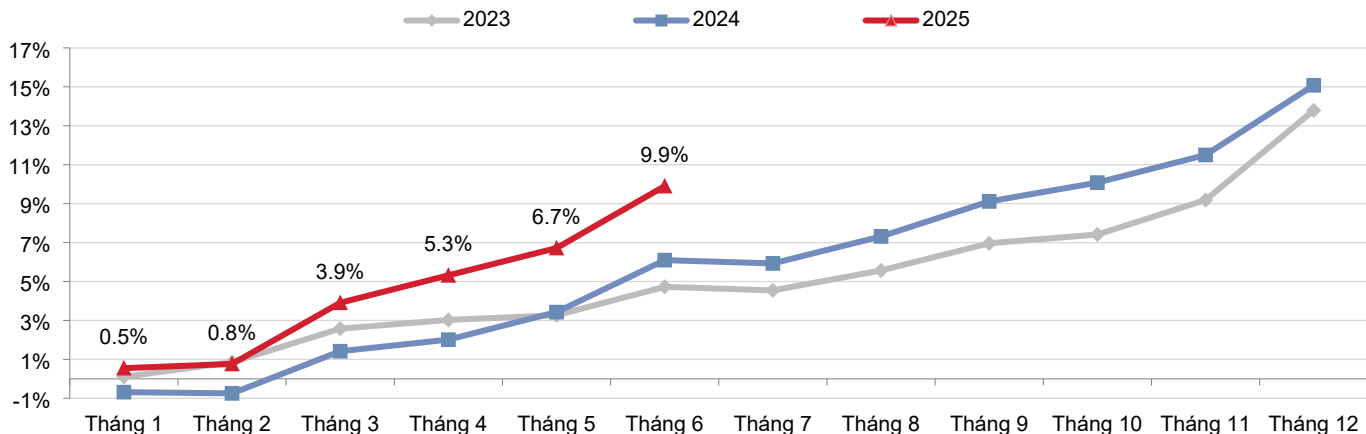
NĐT NN bắt đầu mua ròng trở lại từ T5/2025 sau chuỗi bán ròng trước đó



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 4: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, ngành Chứng khoán

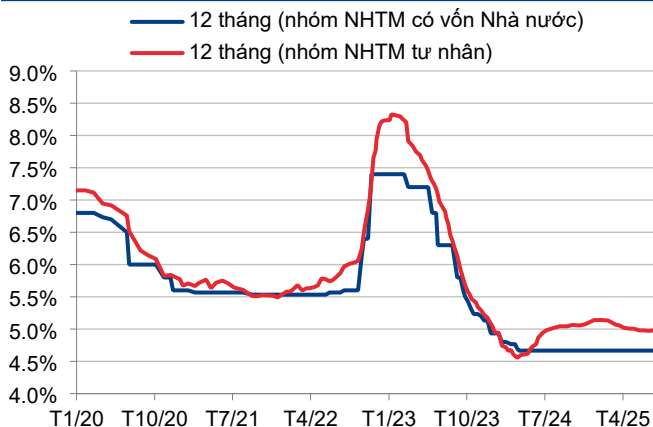
Tăng trưởng tín dụng đạt mức cao nhất trong 3 năm gần đây



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi 12 tháng, 14 NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

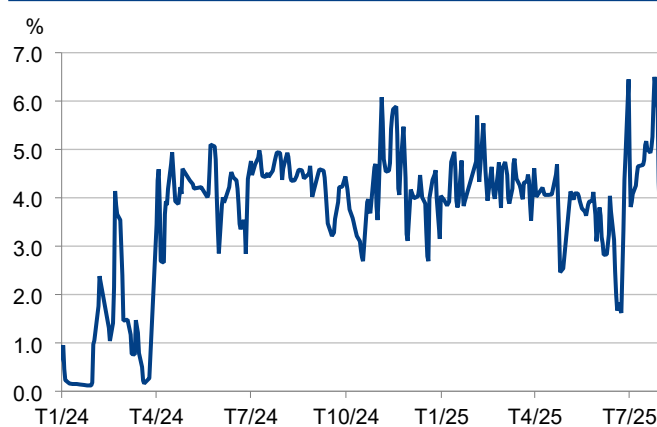
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân của các NHTM tư nhân giảm so với quý trước



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 6: Lãi suất qua đêm, Việt Nam

Lãi suất qua đêm duy trì ở mức cao nhằm giảm bớt áp lực lên đồng VND



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Dư nợ cho vay ký quỹ đạt mức cao kỷ lục nhưng tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn CSH vẫn trong tầm kiểm soát nhờ các đợt huy động vốn mới

Tính đến cuối tháng 7/2025, dư nợ cho vay ký quỹ ước tính đạt 329 nghìn tỷ đồng, tăng 8% so với quý trước, từ 304 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2025 và tăng 33% so với đầu năm, nhờ thanh khoản thị trường đặc biệt mạnh mẽ.

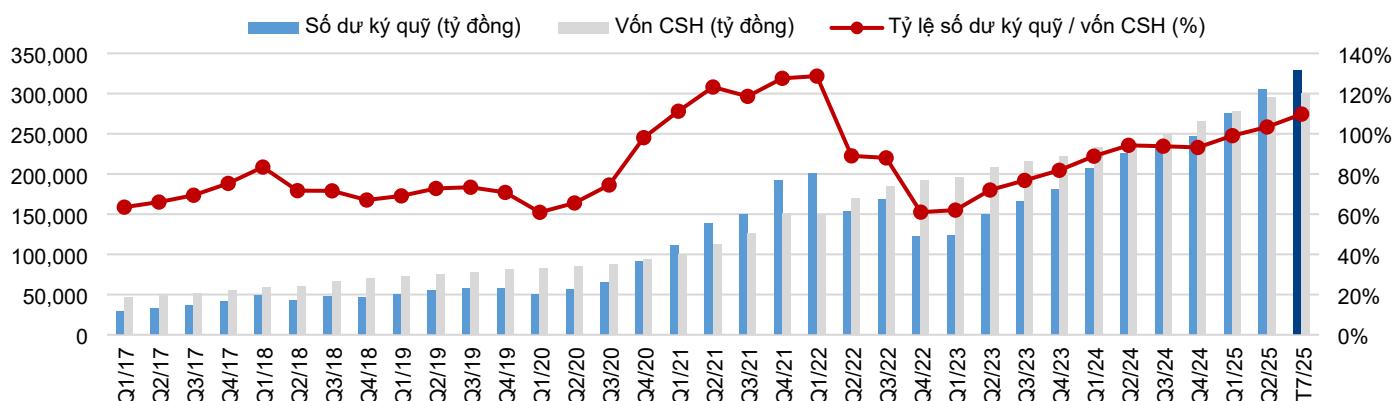
Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH đã tăng từ 110% trong Q2/2025 từ 103% trước đó nhưng vẫn còn nhiều dư địa để tiếp tục tăng lên trong bối cảnh thanh khoản mạnh mẽ hiện tại. Dựa trên kỳ vọng thị trường phục hồi - điều mà hiện tại đã trở thành hiện thực - các CTCK đã chủ động nâng cao nền vốn, huy động được tổng cộng 38 nghìn tỷ đồng trong 18 tháng qua. Ngoài ra, các CTCK sẽ tiếp tục huy động thêm 27,4 nghìn tỷ đồng trong ngắn hạn theo kế hoạch đã được đặt ra, trong đó chủ yếu đến từ đợt IPO sắp tới của TCBS (10,8 nghìn tỷ đồng) và đợt phát hành quyền chọn/phát hành riêng lẻ của SSI (tổng cộng 8,7 nghìn tỷ đồng theo ước tính của chúng tôi). Tuy nhiên, đợt huy động vốn lớn này sẽ gây ra hiệu ứng pha loãng nhất định đối với cổ phiếu của các CTCK trong thời gian tới.

Đòn bẩy thị trường (tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/tổng vốn hóa thị trường) vẫn ổn định ở mức khoảng 4,9-5% trong 4 quý vừa qua nhưng đã tăng lên so với đợt tăng điểm gần nhất của thị trường vào nửa cuối năm 2021.

Diễn biến thanh khoản trong các quý gần đây đã hội tụ với biến động dư nợ cho vay ký quỹ sau khi thanh khoản tăng mạnh vào tháng 7-8. Điều này cho thấy dòng vốn mạnh mẽ từ NĐT bên ngoài (vay nợ ký quỹ để giao dịch) và do đó bù đắp gánh nặng cho các NĐT vay nợ ký quỹ để nắm giữ.

Biểu đồ 7: Số dư ký quỹ & vốn CSH, ngành Chứng khoán

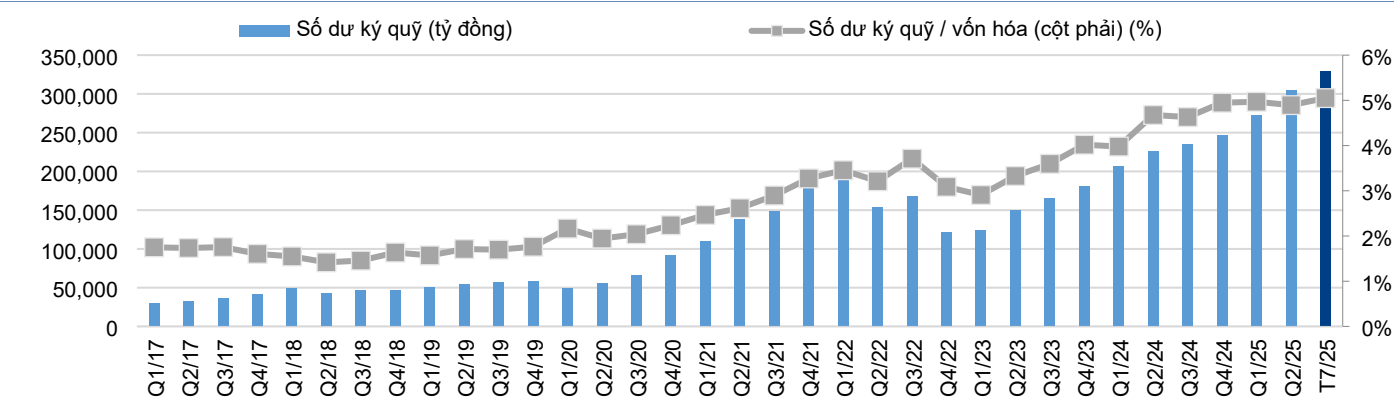
Dư nợ cho vay ký quỹ ước tính đã tăng lên 329 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 7/2025, cao hơn 8% so với cuối Q2/2025. Tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH duy trì quanh mức 110%



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 8: Số dư ký quỹ và vốn hóa, ngành Chứng khoán

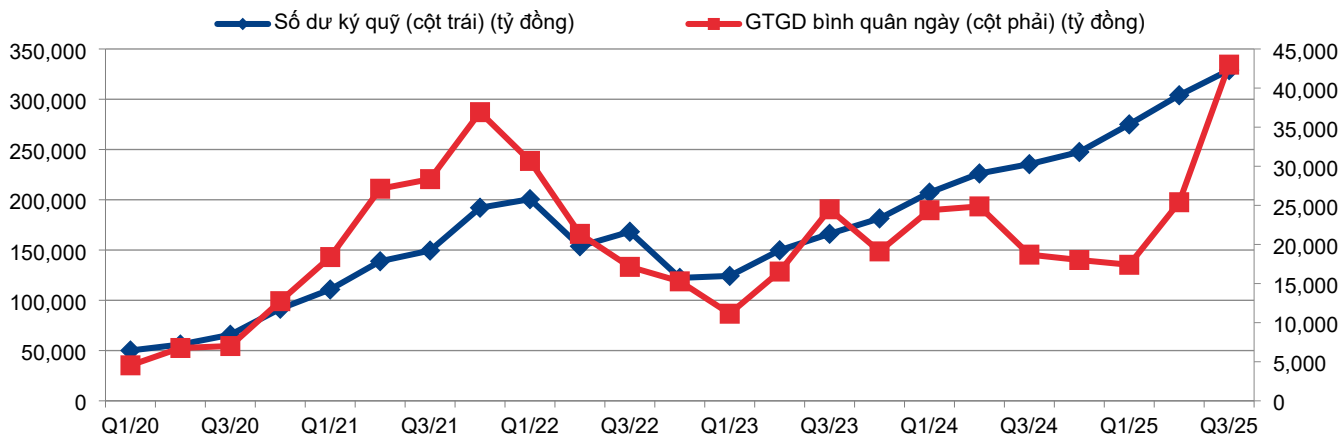
Tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn hóa duy trì quanh mức 5% trong vài quý gần đây



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 9: Mối tương quan giữa số dư ký quỹ và GTGD bình quân ngày trong giai đoạn 2020-2025, ngành Chứng khoán

Sau 6-7 quý chênh lệch, số dư ký quỹ và GTGD thị trường đã đồng pha trở lại trong tháng 7-8, phản ánh dòng vốn mạnh mẽ từ NĐT cũng như xu hướng gia tăng sử dụng margin để giao dịch



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Bảng 10: Kế hoạch tăng vốn trong năm 2024-2025, một số công ty chứng khoán

Các công ty chứng khoán đã huy động 38 nghìn tỷ đồng vốn và dự kiến sẽ tiếp tục huy động thêm 27,4 nghìn tỷ đồng trong thời gian tới

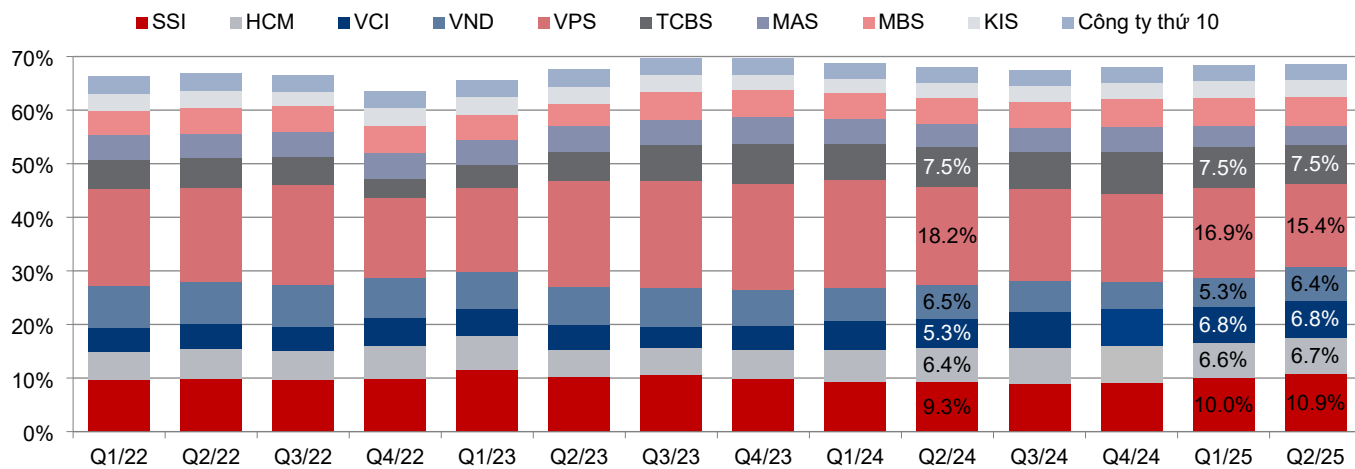
Công ty	Hình thức phát hành	% số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Phát hành (triệu cổ phiếu)	Hoàn thành (tỷ đồng)	UBCKNN phê duyệt (tỷ đồng)	Kế hội của ĐHĐCĐ (tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền mua	10%	151	1,510		
	Phát hành quyền mua	20%	392			
	Phát hành riêng lẻ	5%	104			
	ESOP		10			
VND	Phát hành quyền mua	20%	243.6	2,436		3,439
	Phát hành riêng lẻ	20%	286.6			
	ESOP		30			
HCM	Phát hành quyền mua	50%	228.6	2,286		
	ESOP		16			
	Phát hành quyền mua	50%	360			
VCI	Phát hành riêng lẻ	30%	144	2,420		44
	ESOP		4.4			
MBS	Phát hành quyền mua	25%	109.4	1,094		687
	Phát hành riêng lẻ	5%	27			
	Phát hành quyền mua	12%	68.7			
ACBS	Phát hành quyền mua	75%	300	3,000		
	Phát hành quyền mua	42%	300			
TCBS	Phát hành riêng lẻ	5%	119	1,377		
	IPO	11%	231.1			
LPBS	Phát hành quyền mua	1450%	363.8	3,638		
VIX	Phát hành quyền mua	95%	636	6,360		
	ESOP		20			
ORS	Phát hành quyền mua	33%	100	1,000		2,000
	Phát hành quyền mua	60%	200			
TCI	Phát hành quyền mua	100%	115.6	50		1,156
	ESOP	4%	5			
DSE	IPO	10%	30	900		126
	ESOP		12.6			
Kafi	Phát hành quyền mua	100%	250	2,500		
OCBS	Phát hành quyền mua	300%	90	900		
PBSV	Phát hành quyền mua	640%	86.5	865		
Tổng				38,036	-	27,388

(*) ước tính

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 11: Thị phần nhóm 10 công ty chứng khoán hàng đầu, HSX

Những công ty giành được thị phần nhiều nhất trong Q2/2025 gồm: SSI (+0,9% so với quý trước), HCM (+0,1% so với quý trước) và VND (1,1% so với quý trước); trong khi VPS đánh mất thị phần (-1,5%)



Nguồn: HSX, HSC

Diễn biến mới trong ngành

Quy định về tài sản số: Quan điểm quản lý của Việt Nam về tài sản số đã có sự cải tiến đáng kể. Luật Công nghiệp công nghệ số, được thông qua vào tháng 6/2025 và có hiệu lực từ tháng 1/2026, chính thức công nhận khái niệm tài sản ảo và tiền điện tử, đặt nền móng cho một thị trường có kiểm soát.

Trong tháng 8, lĩnh vực này đã tiếp tục đón nhận sự thúc đẩy phát triển mạnh mẽ. Trong đó, sự kiện GM Vietnam 2025 đã thu hút sự quan tâm lớn từ cả các bên liên quan trong ngành. Bên cạnh đó, Bộ Tài chính cũng công bố dự thảo nghị định đề xuất khuôn khổ pháp lý cho hoạt động quản lý các sàn giao dịch tài sản số trong nước. Nếu được ban hành, nghị định này có thể cấp phép hoạt động cho các sàn giao dịch tại Việt Nam, tạo ra các nguồn doanh thu mới tiềm năng cho các CTCK như SSI và TCBS với cơ sở hạ tầng và cơ sở khách hàng vững mạnh để hưởng lợi từ các dịch vụ tài sản số.

TCBS sắp IPO: Chứng khoán Techcom (TCBS, Chưa niêm yết) đang trong quá trình IPO, dự kiến phát hành 11% số lượng cổ phiếu đang lưu hành (10% sau đầu tư) và niêm yết trên sàn HSX vào Q4 năm nay. Với mức giá chào bán dự kiến 46.800đ/cp, P/E trượt dự phóng 12 tháng của TCBS sẽ ở mức 24 lần (giá trị trước đầu tư) so với bình quân các CTCK niêm yết khác ở mức 27,6 lần. Nếu thương vụ IPO và niêm yết này diễn ra theo đúng kế hoạch, TCBS sẽ trở thành CTCK có vốn hóa thị trường lớn nhất Việt Nam với giá trị chào bán lần đầu ra công chứng khoảng 108 nghìn tỷ đồng (4,1 tỷ USD).

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

Mặc dù giá trị giao dịch bình quân ngày trong 7 tháng đầu năm 2025 sát với dự báo, HSC tăng bình quân 10%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày cho giai đoạn 2025-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới. Từ đó, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần cho cả 3 CTCK, tương đương tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm tới lần lượt ở mức 23%, 26% và 15% cho SSI, VCI và VND.

Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo

Giá trị giao dịch bình quân 7 tháng đầu năm 2025 đạt khoảng 24,1 nghìn tỷ đồng (910 triệu USD), tăng 15% so với cùng kỳ, sát với dự báo của chúng tôi, nhưng giá trị giao dịch đã tăng mạnh trong tháng 7-8 lên 43,8 nghìn tỷ đồng, do đó chúng tôi lạc quan hơn về triển vọng thanh khoản thị trường trong 6 tháng cuối năm 2025.

Từ đó, chúng tôi nâng dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày cho năm 2025 lên 27,3 nghìn tỷ đồng (từ 24,7 nghìn tỷ đồng trước đó), tăng trưởng 30%. Trong đó, chúng tôi dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày trong Q3 và Q4 đạt lần lượt 35 nghìn tỷ đồng (từ 28 nghìn tỷ đồng trước đó) và 33 nghìn tỷ đồng (từ 30 nghìn tỷ đồng trước đó).

Chúng tôi tin rằng thanh khoản thị trường, sau khi tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhiều động lực, sẽ dần đạt điểm cân bằng vào cuối năm dựa trên những yếu tố sau:

- Nguồn lực tài chính trên thị trường sẽ chuyển dịch một phần sang lĩnh vực sản xuất/thương mại trong bối cảnh các gói kích thích tài khóa mạnh mẽ được triển khai. Điều này sẽ có lợi cho TTCK trong dài hạn (các công ty niêm yết hàng đầu của nền kinh tế) nhưng sẽ gây sức ép lên thanh khoản thị trường ngắn hạn.
- Khối ngoại tích cực đã bắt đầu chốt lời trong tháng 8 sau khi chỉ số VNIndex tăng mạnh chỉ trong 2 tháng. Động thái này sẽ giúp tâm lý thị trường xoay quanh triển vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi trở nên thực tế hơn.
- Các CTCK đang tăng vốn đáng kể để thúc đẩy mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ. Điều này có thể pha loãng ở một mức độ nhất định giá trị cổ phiếu của các CTCK và khiến NĐT lo ngại khi mua cổ phiếu của những công ty này trong ngắn hạn. Thanh khoản trên thị trường thứ cấp cũng sẽ bị ảnh hưởng.

Dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày trong dài hạn vẫn tích cực với thanh khoản năm 2026 và 2027 dự báo đạt lần lượt 34,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%) và 40,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Tăng trưởng lợi nhuận, được củng cố nhờ các biện pháp kích thích tiền tệ & tài khóa, cùng các đợt IPO & tư nhân hóa sắp tới, sẽ tiếp tục nâng cao định giá và thanh khoản thị trường.

Dựa trên phân tích độ nhạy của chúng tôi, chênh lệch giữa các kịch bản so với kịch bản cơ sở ở mức vừa phải. Trong đó, giá trị giao dịch bình quân ngày trong năm 2025 có thể tăng trưởng 40% lên 31,4 nghìn tỷ đồng (kịch bản tích cực nếu thanh khoản 6 tháng cuối năm 2025 vẫn ở mức 42 nghìn tỷ đồng như trong tháng 7-8) hoặc tăng trưởng 10% lên 21 nghìn tỷ đồng (kịch bản tiêu cực).

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

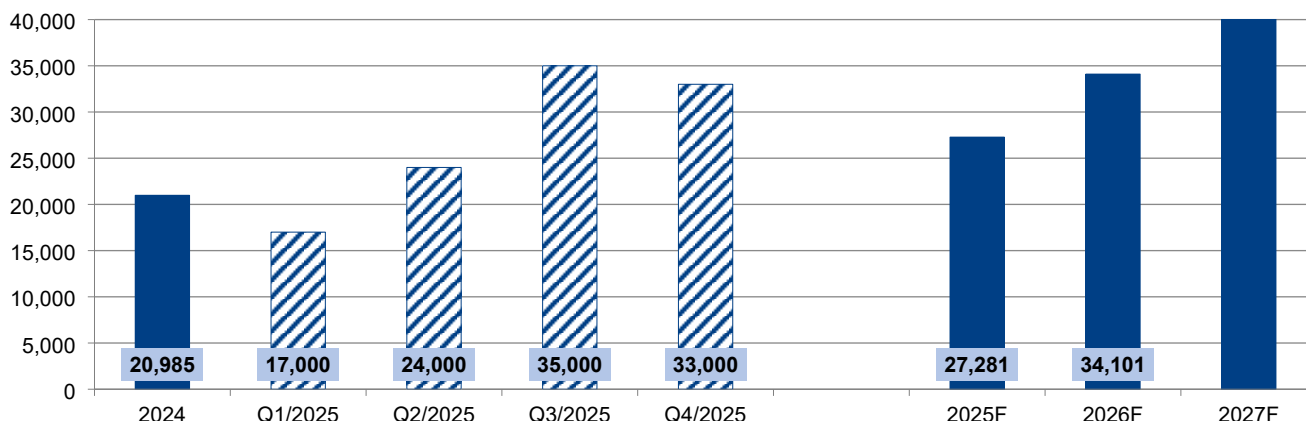
HSC nâng dự báo GTGD bình quân ngày thêm 10% mỗi năm cho giai đoạn 2025-2027 với tốc độ tăng trưởng kép là 25%

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Kịch bản tiêu cực					23,084	28,855	34,626
Tăng trưởng					10%	25%	20%
Kịch bản cơ sở	20,985	24,763	30,954	37,144	27,281	34,101	40,922
Tăng trưởng	20%	18%	25%	20%	30%	25%	20%
Kịch bản tích cực					31,478	39,348	47,217
Tăng trưởng					50%	25%	20%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 13: Dự báo thanh khoản thị trường hàng năm theo quý, Việt Nam

GTGD bình quân ngày trong nửa cuối năm 2025 được kỳ vọng sẽ cao hơn đáng kể so với 6 tháng đầu năm nhờ dòng vốn mạnh mẽ từ NĐT trong nước



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Đối với KQKD riêng lẻ của từng CTCK, HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần cho 3 CTCK trong giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi nâng dự báo mảng cho vay ký quỹ và nghiệp vụ môi giới.

Dự báo mới của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của SSI tăng trưởng lần lượt 27%, 23% và 18% trong năm 2025, 2026 và 2027 nhờ hoạt động cho vay ký quỹ mạnh mẽ & lãi hoạt động tự doanh vững chắc, trong khi thu nhập đầu tư vẫn sẽ tăng trưởng khiêm tốn.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của VCI tăng trưởng lần lượt 25%, 36% và 18% trong năm 2025, 2026 và 2027 nhờ lãi từ cho vay ký quỹ và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của VND chỉ tăng trưởng 4% trong năm 2025 nhưng sau đó tăng trưởng lần lượt 23% và 19% trong năm 2026 và 2027. Khoản lỗ đầu tư, do trích lập dự phòng cho TPDN (chủ yếu là trái phiếu của Tập đoàn Trung Nam, được phân tích cụ thể trong Báo cáo cập nhật của từng công ty bên dưới) sẽ được bù đắp bằng lãi từ cho vay ký quỹ & lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng trưởng vững chắc.

Bảng 14: 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 21,2%

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
SSI	3,544	4,517	5,575	6,568
Tăng trưởng	22%	27%	23%	18%
VCI	1,089	1,363	1,854	2,173
Tăng trưởng	85%	25%	36%	17%
VND	2,088	2,192	2,701	3,221
Tăng trưởng	-15%	4%	23%	19%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng giá mục tiêu cho các CTCK trong danh sách khuyến nghị, nâng bội số định giá mục tiêu dựa trên triển vọng thanh khoản khởi sắc và nâng dự báo lợi nhuận cho các CTCK. Chúng tôi định giá SSI ở bội số P/E và P/S mục tiêu cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, VCI ở mức cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn và VND ở mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với SSI từ Mua vào xuống Tăng tỷ trọng và VND xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ), trong khi vẫn giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VCI. Mặc dù chúng tôi ưa thích cổ phiếu SSI nhờ nền tảng cơ bản toàn diện nhưng giá cổ phiếu đã tăng mạnh 54% trong 3 tháng qua và định giá hiện tại không còn hấp dẫn. Do đó, chúng tôi hiện xác định VCI là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu với mô hình hoạt động tinh gọn, tỷ suất sinh lời cao cùng lợi thế trong lĩnh vực IB & PE.

Điều chỉnh tăng giá mục tiêu sau khi nâng dự báo lợi nhuận & bội số định giá

HSC tăng 25% giá mục tiêu cho SSI lên 39.700đ (tiềm năng tăng giá 7%), tăng 22% giá mục tiêu cho VCI lên 49.300đ (tiềm năng tăng giá 8%) và tăng 43% giá mục tiêu cho VND lên 22.400đ (rủi ro giảm giá 6%). Những điều chỉnh chính bao gồm:

- **Nâng bội số định giá:** Chúng tôi lạc quan hơn đối với triển vọng thanh khoản thị trường trong năm 2025 do giá trị giao dịch bình quân ngày của thị trường trong tháng 7-8 cao hơn đáng kể so với dự báo, chúng tôi nâng bội số định giá mục tiêu P/E và P/S cho VCI lên cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ 0,7 độ lệch chuẩn trước đó), cho SSI lên cao hơn 1 độ lệch chuẩn (từ 0,3 độ lệch chuẩn trước đó) và cho VND lên cao hơn 1 độ lệch chuẩn (từ 0,3 độ lệch chuẩn trước đó). Chúng tôi tin rằng VCI xứng đáng được định giá cao hơn so với các ngành nhờ nền tảng cơ bản vững chắc, tiềm năng tăng từ danh mục đầu tư và rủi ro pha loãng thấp.
- **Điều chỉnh lợi nhuận:** Chúng tôi tăng bình quân lần lượt 7%, 2% và 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn năm 2025-2027 cho SSI, VCI và VND.

Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm mục tiêu năm 2025 của SSI, VCI và VND lần lượt ở mức 28,5 lần, 24,7 lần và 22,5 lần. Dựa trên triển vọng tăng trưởng hiện tại, chúng tôi hạ khuyến nghị cho SSI từ Mua vào xuống Tăng tỷ trọng và cho VND từ Nắm giữ xuống Giảm tỷ trọng trong khi vẫn giữ khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VCI.

Bảng 15: 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	Giá mục tiêu = EPS bình quân * P/E mục tiêu
SSI	1,470	1,807	1,620	28.5	46,243
VCI	1,589	2,146	1,868	24.7	46,090
VND	1,094	1,237	1,166	22.5	26,282

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 16: 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	Giá mục tiêu = Doanh thu/cp bình quân * P/S mục tiêu
SSI	3,681	4,438	4,030	8.2	33,248
VCI	5,529	6,013	5,771	9.1	52,632
VND	4,110	4,541	4,326	4.3	18,621

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 17: 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	33,248	46,243	39,745	8%
VCI	52,632	46,090	49,361	9%
VND	18,621	26,282	22,452	-6%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 18: So sánh các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	Thị giá VND	Khuyến nghị	Giá mục tiêu VND	P/E (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/E tại giá mục tiêu (lần)
				2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F
SSI	36,750	Tăng tỷ trọng	39,700	23.5	24.1	19.6	11.4	11.6	12.3	(2.8)	22.9	27.0
VCI	47,000	Tăng tỷ trọng	49,300	35.9	28.6	21.2	9.0	8.8	11.6	25.3	35.1	31.0
VND	23,850	Giảm tỷ trọng	22,400	20.8	21.8	19.3	9.5	8.0	8.6	(4.8)	13.1	20.5
Bình quân ngành				26.7	24.9	20.0	7.5	7.1	8.1	5.9	23.7	26.2

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 13/8.
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã tăng bình quân lần lượt 25% và 48% trong 1 tháng và 3 tháng vừa qua, nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ. Tại định giá hiện tại, thị trường vừa qua giai đoạn giữa của chu kỳ tăng giá với bình quân P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm của các CTCK tăng mạnh lên lần lượt 21,8 lần và 7,3 lần, tương đương cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Nhìn lại chu kỳ tăng giá trước đó trong nửa cuối năm 2021 (Biểu đồ 19), P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm của các CTCK cao hơn bình quân lần lượt 1,5 độ lệch chuẩn và 1,1 độ lệch chuẩn, chu kỳ đó có vẻ thu hút sự quan tâm của nhiều NĐT hơn so với chu kỳ hiện tại do (1) mặt bằng lãi suất thấp hơn từ cả trong nước và toàn cầu; (2) đại dịch COVID-19 đã hạn chế dòng tiền chảy vào các kênh đầu tư công & HDKD khác và thay vào đó chảy vào các kênh đầu tư tài chính. Những đặc điểm này không tái hiện ở chu kỳ hiện tại.

Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy các kênh đầu tư/kinh doanh cạnh tranh với kênh đầu tư chứng khoán ở thời điểm hiện tại đa dạng hơn so với nửa cuối năm 2021, do đó thanh khoản cao hiện tại không đủ để đáp ứng mức định giá cao như trong chu kỳ trước đó. Tính đến hiện tại, chúng tôi tin rằng mức bội số định giá mục tiêu cao hơn 1-1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là hợp lý cho các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi (so với cao hơn 1,3-1,4 độ lệch chuẩn trong nửa cuối năm 2021).

Bảng 19: So sánh mặt bằng định giá của các CTCK, giai đoạn Q4/2021 và T7-T8/2025

Định giá của các công ty chứng khoán hiện khá tương đồng với Q4/2021, giai đoạn đỉnh của chu kỳ trước

	Q4/2021	T7-T8/2025
GTGD bình quân ngày (tỷ đồng)	36,300	43,800
Lãi suất Mỹ	Thấp	Cao
Lãi suất trong nước	Thấp	Thấp
Tăng trưởng GDP	2.58% (2021)	7.30% (ước tính cho năm 2025)
Số dư ký quỹ (tỷ đồng)	192,000	329,000
Số dư ký quỹ / vốn CSH	128%	110%
Số dư ký quỹ / vốn hóa	2.9%	5.1%
P/E	24.8x (+ 1.5 SD)	21.7x (+1.0 SD)
SSI	30.1x (+1.1 SD)	21.3x (+0.3 SD)
VCI	24.8x (+1.7 SD)	23.7x (+1.5 SD)
VND	19.7x (+1.6 SD)	20.2x (+1.1 SD)
P/S	6.7x (+ 1.1 SD)	7.3x (+1.4 SD)
SSI	8.7x (+1.1 SD)	8.6x (+1.1 SD)
VCI	7.3x (+1.3 SD)	7.8x (+1.5 SD)
VND	4.2x (+1.0 SD)	5.5x (+1.7 SD)

Ghi chú: SD = Độ lệch chuẩn
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Sau khi giá cổ phiếu SSI, VCI và VND tăng lần lượt 54%, 23% và 65% trong 3 tháng qua, P/E trượt dự phóng 1 năm của từng công ty hiện ở mức:

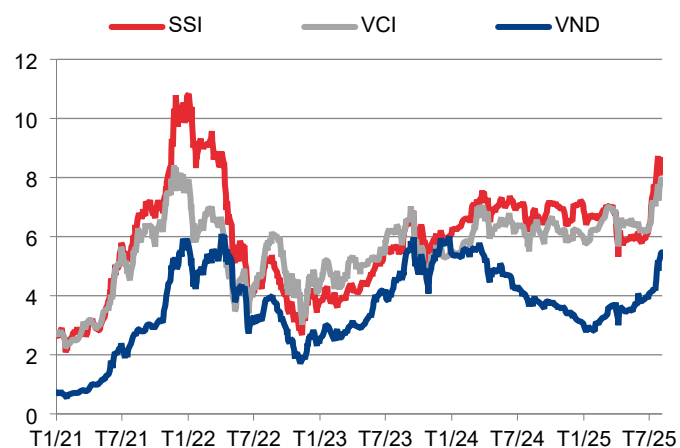
- SSI: 21,3 lần – đang giao dịch cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, so với thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ tại thời điểm tháng 5/2025.
- VCI: 23,7 lần – đang giao dịch cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, tăng nhẹ so với tháng 5/2025.
- VND: 20,2 lần – đang giao dịch cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ 13,1 lần tại thời điểm tháng 5/2025) nhờ triển vọng thanh khoản của Tập đoàn Trung Nam (Chưa niêm yết) cải thiện.

VCI tăng yếu nhất trong số các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, do đó cổ phiếu này hiện đang có định giá tương đối hấp dẫn hơn so với các cổ phiếu còn lại, cùng lợi thế trong phân khúc khách hàng tổ chức và IB, hoạt động môi giới bán lẻ mở rộng và rủi ro pha loãng thấp.

Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu SSI nhờ quy mô, tình hình tài chính vững chắc và lợi suất cổ tức hấp dẫn. Tuy nhiên, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu này đã thu hẹp đáng kể sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 54% trong 3 tháng qua.

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

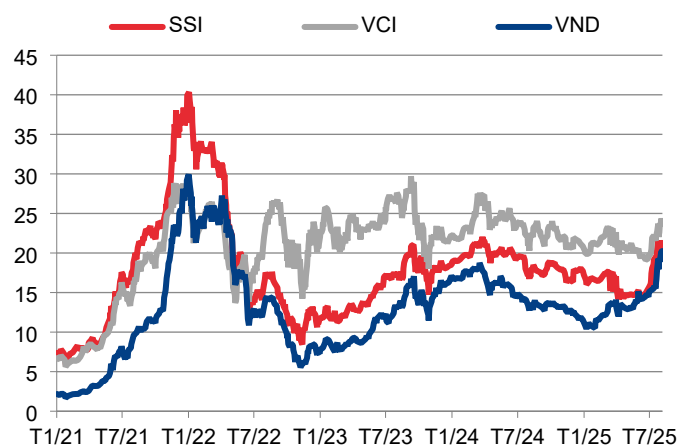
Hệ số P/S của các công ty chứng khoán đã tăng tiệm cận mức đỉnh giai đoạn 2020-2022



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

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

...trong khi hệ số P/E vẫn duy trì thấp hơn đáng kể so với các mức đỉnh trước đây



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Động lực/rủi ro dài hạn

Động lực

- Lãi suất duy trì ở mức thấp: Lãi suất nếu được duy trì ở mức hỗ trợ trong 12-18 tháng tới sẽ tiếp tục thúc đẩy dòng tiền vào tất cả các loại hình tài sản, đặc biệt là BĐS và cổ phiếu, đồng thời thúc đẩy thanh khoản thị trường mạnh mẽ hơn so với giai đoạn hiện tại. Điều này sẽ giúp thị trường cũng như định giá của các CTCK được định giá lại ở mặt bằng cao hơn.

Rủi ro

- Lãi suất tăng: Lãi suất ngân hàng đang chịu sức ép từ tình hình thanh khoản hệ thống và đồng VND mất giá. Trên thực tế, chúng tôi đã quan sát thấy xu hướng tăng của lãi suất huy động ở các NHTM tư nhân và lãi suất LNH kể từ giữa năm 2024.
- Trong trường hợp ngành ngân hàng cần tiếp tục nâng lãi suất tiền gửi (và cả lãi suất cho vay), điều đó sẽ gây ra tâm lý tiêu cực cho thị trường.

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ39,700 (từ VNĐ31,800)
Tiềm năng tăng/giảm: 8.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/8/2025)	36,750
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,600-37,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	36,583
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	72,104
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,745
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	23.9	58.4	47.1
So với chỉ số	12.6	23.8	6.56
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,473	1,588	(7.3)
2026F	1,809	1,816	(0.4)
2027F	2,122	2,173	(2.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

Tái định giá nhanh chóng; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị cho SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 25% giá mục tiêu lên 39.700đ (tiềm năng tăng giá 8%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận & bội số định giá (hiện cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ).
- Chúng tôi tăng bình quân 7%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, tương đương LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 23% trong 3 năm tới nhờ lợi nhuận nghiệp vụ môi giới mạnh mẽ & tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ vững chắc. Hệ số ROE dự phóng năm 2027 dự báo đạt 13,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 54% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,3 lần và P/S trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Ngoài ra, lợi suất cổ tức của SSI cũng giảm xuống 2,8% từ 4,2%.

Sự kiện: Phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2025 và triển vọng

LNTT Q2/2025 của SSI đạt 1.144 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 12% so với quý trước, nhờ lãi từ cho vay ký quỹ mạnh mẽ (tăng 62% so với cùng kỳ năm trước) và lãi hoạt động tự doanh vững chắc (tăng 18% so với cùng kỳ), trong khi lợi nhuận nghiệp vụ môi giới khiêm tốn (giảm 35% so với cùng kỳ).

LNTT 6 tháng đầu năm 2025 đạt 2.161 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ, hoàn thành 51% dự báo cả năm và sát với dự báo 6 tháng của chúng tôi.

Doanh thu 6 tháng cuối năm 2025 thậm chí có thể vượt trội so với 6 tháng đầu năm 2025 nhờ thanh khoản thị trường tăng mạnh và cơ sở cho vay ký quỹ cao.

Tác động: Tăng bình quân 7%/năm dự báo giai đoạn 2025-2027

HSC tăng bình quân 7%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 sau khi nâng dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ nhưng bị bù trừ một phần do thu nhập đầu tư tăng trưởng chậm lại.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 23% trong 3 năm tới với hệ số ROE năm 2027 đạt 13,8%. Dự báo của chúng tôi thấp hơn một chút so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 24% và 58% trong 1 tháng và 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 21,3 lần và 8,6 lần, đều cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 lần lượt ở mức 17,7 lần và 5,4 lần, nằm ở phía trên giữa của chu kỳ cổ phiếu.

Tiềm năng tăng giá của SSI đã thu hẹp đáng kể. Tại thị giá hiện tại, lợi suất cổ tức giảm xuống 2,8% từ hơn 4% tại thời điểm tháng 5/2025 và khiến cổ phiếu này kém hấp dẫn hơn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của SSI nhờ mảng nghiệp vụ môi giới cốt lõi vững chắc và tiềm năng tăng trưởng từ lĩnh vực tiền điện tử.

HSC hạ khuyến nghị đối với SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 25% giá mục tiêu lên 39.700đ, tương đương tiềm năng tăng giá 8%. Tại giá mục tiêu, P/E và P/S dự phóng mục tiêu năm 2025 của SSI lần lượt là 26,8 lần và 7,8 lần – cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	7,157	8,528	9,050	10,956	13,348
LN thuần (tỷ đồng)	2,320	2,845	3,616 ▲	4,461 ▲	5,255 ▲
EPS (đồng)	1,552	1,511	1,471 ▼	1,807	2,120
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200
BVPS (đồng)	15,390	13,583	15,347 ▲	15,845 ▲	16,633 ▲
P/E (lần)	23.7	24.3	25.0	20.3	17.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.72	2.72	2.72	3.27	3.27
P/B (lần)	2.39	2.71	2.39	2.32	2.21
Thị phần môi giới CP (%)	10.4	9.50	10.3	10.5	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	36.2	(2.64)	(2.67)	22.9	17.3
ROAE (%)	10.2	11.4	11.2	11.6	13.0

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

Tốc độ định giá lại nhanh hơn tốc độ lợi nhuận cải thiện

HSC hạ khuyến nghị đối với SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 25% giá mục tiêu lên 39.700đ (tiềm năng tăng giá 8%) sau khi nâng bội định giá và dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tăng bình quân 7%/năm dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 23% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 13,8%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 24% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,3 lần và lợi suất cổ tức giảm xuống 2,8% từ hơn 4% vài tháng trước đó. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong dài hạn nhờ mảng nghiệp vụ môi giới cốt lõi mạnh mẽ và động lực tăng trưởng tiềm năng từ lĩnh vực tiền điện tử.

Tăng bình quân 7%/năm dự báo giai đoạn 2025-2027 nhờ triển vọng khởi sắc

LNTT Q2/2025 đạt 1.144 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 12% so với quý trước, nhờ lãi từ cho vay ký quỹ tăng 62% so với cùng kỳ (đạt 830 tỷ đồng) và lãi hoạt động tự doanh tăng 18% so với cùng kỳ (đạt 829 tỷ đồng), trong khi lợi nhuận nghiệp vụ môi giới chỉ đạt 132 tỷ đồng (giảm 35% so với cùng kỳ).

Tính đến hết 6 tháng đầu năm 2025, LNTT đạt 2.161 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ, hoàn thành 51% dự báo cả năm và sát với dự báo 6 tháng của chúng tôi.

- Dự nợ cho vay ký quỹ của SSI tăng mạnh 51% so với đầu năm lên 33,1 nghìn tỷ đồng, đứng thứ 2 thị trường chỉ sau Techcom Securities (Tư nhân/Chưa niêm yết) với dự nợ cho vay ký quỹ đạt 33,8 nghìn tỷ đồng.
- Thị phần cổ phiếu của SSI tăng từ 9,3% trong Q2/2024 lên 10,9% trong Q2/2025, trong khi thị phần của VPS giảm từ 18,2% xuống 15,4%.
- Tỷ lệ phí giữ lại (phí thuần/phí gộp) tăng từ 20% trong Q1/2025 lên 27% trong Q2/2025 nhưng giảm từ 36% trong Q2/2024, nhờ chiến lược phí thấp. Tỷ lệ phí giữ lại được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện nhờ thị phần mở rộng và thanh khoản gia tăng trong 6 tháng cuối năm 2025.

Bảng 22: Tóm tắt KQKD Q2/2025, SSI

LNTT của SSI bằng 51% dự báo cả năm và sát với ước tính 6 tháng của chúng tôi

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T24	6T25	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC
Tổng thu nhập HĐ	1,438	1,816	26%	2,822	3,327	18%	53%
Môi giới	203	132	-35%	305	196	-36%	42%
Cho vay ký quỹ	513	830	62%	960	1458	52%	56%
Hoạt động tự doanh	700	829	18%	1522	1637	8%	51%
Khác	23	26	13%	36	37	3%	57%
Lỗ tài chính	(323)	(607)	88%	(689)	(1,055)	53%	58%
Chi phí HĐ	(56)	(66)	18%	(133)	(112)	-16%	37%
Thu nhập khác	0	0		0	2		
LNTT	1,059	1,144	8%	2,001	2,161	8%	51%
Lợi nhuận thuần	853	923	8%	1,623	1,742	7%	52%

Nguồn: SSI, HSC

Sau KQKD 6 tháng đầu năm 2025 sát với dự báo và triển vọng 6 tháng cuối năm 2025 khởi sắc, HSC tăng bình quân 7%/năm dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027. Các giả định chính như sau:

- **Nghiệp vụ môi giới:** Tăng nhẹ 3%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới nhờ thanh khoản thị trường cải thiện (giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 30% so với cùng kỳ từ 18% trước đó).

Giữ nguyên 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 ước tính đạt lần lượt 29%, 36% và 34% trong giai đoạn này.

- **Cho vay ký quỹ:** Lãi từ cho vay ký quỹ được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 31% (từ 26% trước đó). SSI đang sử dụng nguồn vốn đáng kể cho hoạt động cho vay ký quỹ nhằm mở rộng thị phần và nâng cao lợi nhuận.
 - Dự nợ cho vay ký quỹ: Dự báo tăng trưởng lần lượt 54% (từ 27%), 31% (từ 26%) và 17% (từ 26%) trong giai đoạn 2025-2027.
 - Lãi suất cho vay ký quỹ: Giảm xuống lần lượt 10,7% (từ 11%), 10,8% (từ 11%) trong năm 2025-2026 và giữ nguyên ở mức 10,8% trong năm 2027. SSI đang giảm lãi suất cho vay ký quỹ để thu hút thêm khách hàng và nâng cao dự nợ cho vay ký quỹ.
- **Hoạt động tự doanh:** Chúng tôi dự báo thu nhập đầu tư sẽ tăng trưởng trung bình 13% trong 3 năm tới (từ 16% trong dự báo trước đó).

Trong xu hướng tăng sắp tới, chúng tôi nhận thấy nguồn lực đầu tư của SSI, chủ yếu bao gồm chứng chỉ tiền gửi và tiền gửi tiết kiệm, sẽ được chuyển sang cho vay ký quỹ có lãi suất cao hơn. Do đó, lợi nhuận chung của SSI sẽ được cải thiện trong giai đoạn thuận lợi này.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 23% trong giai đoạn 2024-2027 trong khi hệ số ROE năm 2027 ước tính sẽ tăng lên 13,8% từ 11,4% trong năm 2024.

Theo dự báo mới, HSC giả định SSI sẽ tăng vốn sớm hơn trước đó. Cụ thể, chúng tôi giả định SSI sẽ tăng 5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành thông qua phát hành riêng lẻ và 20% số lượng cổ phiếu đang lưu hành thông qua phát hành quyền chọn mua trong năm 2025, so với giả định trước đó là phát hành 10% trong năm 2025 và 7% trong năm 2026. Điều này sẽ làm EPS của SSI trong giai đoạn 2025-2026 giảm nhẹ.

HSC tóm tắt các giả định chính và dự báo lợi nhuận trong các Bảng dưới đây.

Bảng 23: Các giả định quan trọng cũ và mới, SSI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm tăng nhẹ giả định dự nợ ký quỹ, nâng giả định tỷ lệ phí giữ lại mảng môi giới và giảm giả định tăng trưởng đầu tư 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%	20.0%	30.0%	25.0%	20.0%
Thị phần	9.5%	10.3%	10.5%	11.0%	10.3%	10.5%	11.0%
Phí môi giới gộp	0.11%	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.08%	0.09%
Phí môi giới thuần	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	21%	28%	34%	33%	29%	36%	34%
Tăng trưởng dự nợ ký quỹ	41.8%	27.4%	25.7%	26.4%	54.0%	30.5%	17.3%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.2%	11.0%	11.0%	10.8%	10.7%	10.8%	10.8%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	14.9%	4.2%	14.7%	13.3%	2.0%	10.7%	11.6%
Lợi suất đầu tư	6.0%	6.3%	6.4%	6.3%	6.3%	6.4%	6.3%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 24: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, SSI

HSC điều chỉnh tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận mỗi năm của SSI, đồng thời nâng giả định mảng nghiệp vụ môi giới và 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	357	467	698	812	480	725	845
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	2,079	2,601	3,270	4,057	3,060	4,029	4,726
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,719	3,196	3,767	4,221	3,133	3,567	3,941
IB & thu nhập khác	86	65	81	113	43	57	86
Thu nhập hoạt động	5,241	6,330	7,816	9,203	6,715	8,379	9,598
Tăng trưởng	10%	21%	23%	18%	28%	25%	15%
Lợi nhuận/(lỗ) hoạt động tài chính	(1,396)	(1,827)	(2,303)	(2,612)	(1,941)	(2,509)	(2,706)
Chi phí BH&QL	(302)	(302)	(347)	(382)	(256)	(295)	(324)
Lợi nhuận khác	-	0	0	0	-	-	-
LNTT	3,544	4,201	5,165	6,209	4,517	5,575	6,568
LNST	2,845	3,361	4,132	4,967	3,614	4,460	5,254
Tăng trưởng	23%	18%	23%	20%	27%	23%	18%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 25: Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu trong giai đoạn 2024-2027, SSI

Việc SSI thực hiện tăng vốn quy mô lớn sẽ phần nào làm giảm tốc độ tăng trưởng EPS

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Dự báo cũ				
LNST	2,845	3,361	4,132	4,967
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,963	2,121	2,281	2,291
Tỷ lệ tăng vốn (%)	0%	10%	7%	0%
EPS	1,511	1,589	1,816	2,173
Dự báo mới				
LNST	2,845	3,614	4,460	5,254
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,963	2,464	2,474	2,484
Tỷ lệ tăng vốn (%)	0%	25%	0%	0%
EPS	1,511	1,470	1,807	2,120

Nguồn: SSI, HSC

Định giá và khuyến nghị
Phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp P/E và P/S mục tiêu để xác định giá trị hợp lý của SSI. Tại giá mục tiêu của chúng tôi là 39.700đ/cp, dựa trên kịch bản cơ sở, chúng tôi xác định định giá mục tiêu cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá 8%.

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

Đồng	2025	2026	Bình quân	Mục tiêu = bình quân + 1.0 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,470	1,807	1,639	28.5	46,243
SPS	3,681	4,438	4,060	8.2	33,248
Bình quân					39,745

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 24% và 58% trong 1 tháng và 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 21,3 lần và 8,6 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân Q4/2020 lần lượt ở mức 17,7 lần và 5,4 lần, đã đi qua giai đoạn chu kỳ của cổ phiếu. P/E của SSI cũng thấp hơn đáng kể so với chu kỳ trước do Công ty đã huy động vốn rất lớn trong năm 2022 & 2024 làm pha loãng đáng kể giá trị cổ phiếu. Ngoài ra, việc tiếp tục phát hành cổ phiếu trong tương lai sẽ gây ra một số lo ngại cho NĐT.

Tiềm năng tăng giá của SSI đã thu hẹp đáng kể. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu SSI xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Tại thị giá hiện tại, lợi suất cổ tức của SSI là 2,8%, kém hấp dẫn hơn so với thời điểm tháng 5/2025 (4,2%).

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của Công ty nhờ mảng nghiệp vụ môi giới cốt lõi vững chắc và động lực tăng trưởng tiềm năng từ HĐKD tiền điện tử.

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

SSI đã điều chỉnh về mức P/E 21,3 lần, tương ứng vùng trung bình trong chu kỳ



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

Cổ phiếu đang giao dịch với P/E cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

P/S của SSI đã điều chỉnh về mức 8,6 lần, phản ánh vị thế ở vùng trên trung bình trong chu kỳ



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

Cổ phiếu đang giao dịch với P/S cao hơn 1,1 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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,502	1,667	1,679	2,031	2,477
Lãi cho vay ký quỹ	1,568	2,079	3,060	4,029	4,726
Doanh thu HĐ tự doanh	3,647	4,355	4,114	4,677	5,900
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	157	173	190
Doanh thu HĐ	7,157	8,528	9,050	10,956	13,348
Chi phí HĐ	(2,771)	(3,590)	(2,591)	(2,872)	(4,074)
Lợi nhuận HĐ	4,386	4,938	6,459	8,084	9,274
Lợi nhuận tài chính	(1,514)	(1,396)	(1,941)	(2,509)	(2,706)
Lợi nhuận khác	1.00	0	0	0	0
LNTT	2,873	3,542	4,518	5,575	6,568
Chi phí thuế TNDN	(554)	(698)	(903)	(1,115)	(1,314)
LNST	2,319	2,844	3,615	4,460	5,254
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	2,320	2,845	3,616	4,461	5,255

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	8,287	5,275	2,977
Phải thu	590	801	806	976	1,190
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	109	1,055	1,064	1,336	1,681
Tài sản tài chính	64,562	68,838	86,432	96,464	111,641
FVTPL	44,072	42,438	46,682	52,284	58,558
HTM	4,973	3,894	4,089	4,293	4,508
Cho vay ký quỹ	15,134	21,999	35,198	39,421	48,094
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	723	875	1,067
Tổng tài sản	69,241	73,507	99,192	106,830	120,491
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	43,169	45,502	60,039	66,043	77,271
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	2,832	1,179	1,187	1,436	1,752
Nợ phải trả	46,000	46,681	61,226	67,479	79,023
Vốn chủ sở hữu	23,100	26,676	37,829	39,216	41,333
Vốn điều lệ	15,011	19,639	24,648	24,748	24,848
Thặng dư vốn cổ phần	3,299	1,094	8,716	8,716	8,716
Lợi nhuận giữ lại	4,696	5,856	3,679	4,604	6,175
Quỹ & vốn khác của CSH	113	107	786	1,147	1,593
Lợi ích cổ đông thiểu số	141	151	136	135	135
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	69,241	73,507	99,192	106,830	120,491

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	34.9	7.70	12.8
Tăng trưởng cho vay (%)	36.9	45.4	60.0	12.0	22.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(10.0)	81.6	0.70	21.0	22.0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	54.8	5.40	31.9	10.0	17.0
Tăng trưởng VCSH (%)	3.84	15.5	41.8	3.66	5.40
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	13.0	19.2	6.12	21.1	21.8
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	7.66	29.6	27.8	10.8	41.9
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	31.5	12.6	30.8	25.2	14.7
Tăng trưởng LNTT (%)	36.2	23.3	27.6	23.4	17.8
Tăng trưởng LNST (%)	36.6	22.6	27.1	23.4	17.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	36.6	22.6	27.1	23.4	17.8

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	23.7	24.3	25.0	20.3	17.3
P/B (lần)	2.39	2.71	2.39	2.32	2.21
Lợi suất cổ tức (%)	2.72	2.72	2.72	3.27	3.27

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	1,511	1,471	1,807	2,120
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200
BVPS (đồng)	15,390	13,583	15,347	15,845	16,633
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,495	1,883	2,459	2,469	2,479
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,501	1,964	2,465	2,475	2,485
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,794	1,883	2,459	2,469	2,479

Chỉ số lợi nhuận	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
ROAA (%)	3.82	3.99	4.19	4.33	4.62
ROAE (%)	10.2	11.4	11.2	11.6	13.0
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.0	11.2	10.7	10.8	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	0.02	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	38.7	42.1	28.6	26.2	30.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	64.4	66.2	68.0	66.4	56.6

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

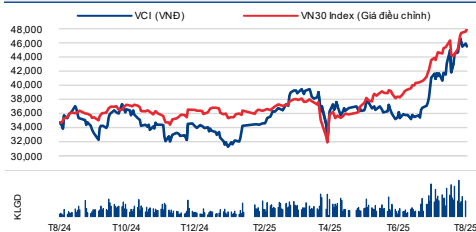
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ49,300 (từ VNĐ40,600)
Tiềm năng tăng/giảm: 8.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/8/2025)	45,500
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,273-46,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	45,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	26,117
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	994
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	10.8	24.8	31.0
So với chỉ số	0.66	(2.42)	(5.14)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,589	1,584	0.4
2026F	2,145	2,063	3.9
2027F	2,499	2,421	3.2

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 lợi nhuận nguyên vẹn; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VCI nhưng tăng 22% giá mục tiêu lên 49.300đ sau khi nâng bội số định giá và dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi tăng bình quân 2%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 26% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 13%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 11% và 25% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,7 lần và P/S trượt dự phóng 1 năm là 7,8 lần, cao hơn so với mức trung bình trong chu kỳ.

Sự kiện: Phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2025 & triển vọng tương lai

LNTT 6 tháng đầu năm 2025 của VCI (567 tỷ đồng, giảm 1% so với cùng kỳ) đã hoàn thành 42% dự báo cả năm và thấp hơn dự báo 6 tháng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực cho triển vọng 6 tháng cuối năm 2025 nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ, có thể thúc đẩy tất cả các mảng kinh doanh của VCI.

Sau khi huy động 4.000 tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ vào cuối năm 2024, VCI đang mở rộng chiến lược thị phần mảng môi giới và dư nợ cho vay ký quỹ, đồng thời củng cố danh mục đầu tư. Chiến lược này được kỳ vọng sẽ tiếp tục mang lại hiệu quả trong 6 tháng cuối năm 2025 với diễn biến thị trường thuận lợi cho các CTCK.

Tác động: Tăng bình quân 2%/năm dự báo giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 2%/năm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 sau khi nâng dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ nhưng bị bù trừ một phần do giảm dự báo lãi hoạt động tự doanh.

Tại dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 26% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 13%.

Dự báo của chúng tôi cao hơn một chút so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 11% và 25% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 23,7 lần và 7,8 lần, tương đương cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 lần lượt ở mức 14,8 lần và 5,2 lần.

Chúng tôi tăng 22% giá mục tiêu cho VCI lên 49.300đ/cp (tiềm năng tăng giá 8%), từ đó nâng bội số định giá của cổ phiếu. Chúng tôi xác định bội số mục tiêu của VCI cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn trước đó). Chúng tôi tin rằng cổ phiếu VCI xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn so với ngành nhờ nền tảng cơ bản vững chắc, tiềm năng tăng giá lớn từ danh mục đầu tư và rủi ro pha loãng thấp.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	2,473	3,696	3,987	4,365	5,409
LN thuần (tỷ đồng)	494	912	1,146	1,557	1,827
EPS (đồng)	867	1,478	1,589	2,145	2,499
DPS (đồng)	1,200	800	1,200	1,400	1,400
BVPS (đồng)	12,932	18,003	18,212	18,808	19,718
P/E (lần)	52.5	30.8	28.6	21.2	18.2
Lợi suất cổ tức (%)	2.64	1.76	2.64	3.08	3.08
P/B (lần)	3.52	2.53	2.50	2.42	2.31
Thị phần môi giới CP (%)	4.60	6.10	6.50	6.70	6.80
Tăng trưởng EPS (%)	(56.5)	70.6	7.53	34.9	16.5
ROAE (%)	7.12	8.98	8.77	11.6	13.0

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

Triển vọng lợi nhuận nguyên vẹn & định giá tăng lên

HSC duy trì khuyến nghị Nâng tỷ trọng cho VCI nhưng tăng 22% giá mục tiêu lên 49.300đ (tiềm năng tăng giá 8%) sau khi nâng bội số định giá và dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tăng bình quân 2%/năm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 26% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 13%. VCI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 23,7 lần (cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và 7,8 lần (cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Mặc dù định giá hiện tại cao hơn so với trước đó, chúng tôi vẫn nhận thấy tiềm năng tăng giá của cổ phiếu VCI nhờ tỷ lệ free-float thấp, rủi ro pha loãng thấp và tiềm năng hiện thực hóa lợi nhuận từ các khoản đầu tư dài hạn.

Phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2025 & triển vọng tương lai

VCI đã công bố LNTT Q2/2025 đạt 211 tỷ đồng, giảm 38% so với cùng kỳ và giảm 40% so với quý trước. Lợi nhuận chịu ảnh hưởng do lãi hoạt động tự doanh giảm 73% so với cùng kỳ (đạt 72 tỷ đồng) trong khi lãi từ cho vay ký quỹ và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới vẫn ở mức khiêm tốn (tăng lần lượt 10% và 33% so với cùng kỳ). LNTT Q2/2025 thấp hơn 35% so với dự báo của chúng tôi.

Cơ cấu KQKD theo từng phân khúc như sau:

- Thị phần mảng cổ phiếu đạt 6,8%, đi ngang so với quý trước nhưng tăng 1,5% so với cùng kỳ, nhờ tăng trưởng cơ sở khách hàng cá nhân & dư nợ cho vay ký quỹ.
- Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 12% so với quý trước (tăng 42% so với cùng kỳ) lên 11,3 nghìn tỷ đồng.
- Chi phí tài chính chỉ bằng 31% dự báo cả năm của chúng tôi, cho thấy khoản chi phí này đã được cắt giảm sau khi huy động thêm vốn từ đợt phát hành riêng lẻ.

Tính chung 6 tháng đầu năm 2025, LNTT đạt 567 tỷ đồng, giảm 1% so với cùng kỳ, hoàn thành 42% dự báo cả năm và thấp hơn so với dự báo 6 tháng của chúng tôi.

Bảng 31: Tóm tắt KQKD Q2/2025, VCI

LNTT của VCI bằng 42% dự báo cả năm và thấp hơn so với ước tính 6 tháng của HSC

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T24	6T25	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC
Tổng thu nhập HĐ	557	387	-31%	993	925	-7%	36%
Môi giới	46	61	33%	61	78	28%	33%
Cho vay ký quỹ	234	258	10%	415	515	24%	44%
Hoạt động tự doanh	271	72	-73%	527	325	-38%	30%
Khác	6	(3)		(10)	29		-48%
Lỗ tài chính	(181)	(149)	-18%	(360)	(324)	-10%	31%
Chi phí HĐ	(34)	(27)	-21%	(64)	(49)	-23%	32%
Thu nhập khác	3	0		0	1		33%
LNTT	344	211	-39%	571	567	-1%	42%
Lợi nhuận thuần	279	184	-34%	477	479	0%	42%

Nguồn: VCI, HSC

Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi tin rằng KQKD sẽ cải thiện đáng kể nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ sẽ thúc đẩy tất cả các mảng kinh doanh của VCI.

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2025 nhưng tăng bình quân 3%/năm dự báo cho năm 2026-2027. Các giả định chính của chúng tôi như sau:

- **Nghiệp vụ môi giới:** Chúng tôi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới trong năm 2025 nhưng tăng dự báo cho năm 2026-2027 nhờ thanh khoản thị trường cải thiện, đồng thời giữ nguyên giả định thị phần trong giai đoạn 2025-2027 lần lượt ở mức 6,5%, 6,7% và 6,8%. VCI có thể tận dụng nguồn vốn bổ sung để mở rộng thị phần trong tương lai.
- **Cho vay ký quỹ:** Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng lãi từ cho vay ký quỹ lên bình quân 27% trong 3 năm tới (từ 25% trước đó).

Dư nợ cho vay ký quỹ dự báo tăng trưởng lần lượt 20%, 18% và 20% trong giai đoạn 2025-2027 (từ lần lượt 15%, 18% và 20% trước đó) nhờ nền vốn cải thiện.

Lãi suất cho vay ký quỹ lần lượt ở mức 9,8%, 10% và 10,2% trong giai đoạn 2025-2027.

- **Hoạt động tự doanh:** Chúng tôi dự báo lãi hoạt động tự doanh sẽ tăng trưởng trung bình 5% trong 3 năm tới từ mức nền cao trong năm 2024.
- **Chi phí tài chính:** Giảm bình quân 17%/năm dự báo nhờ nền vốn tăng lên sau đợt chào bán riêng lẻ.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 26%, trong khi hệ số ROE dự phóng năm 2027 tăng lên 13% từ 9% trong năm 2024.

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

HSC tóm tắt các giả định chính và dự báo lợi nhuận trong các Bảng dưới đây.

Bảng 32: Các giả định quan trọng cũ và mới, VCI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm: tăng nhẹ giả định GTGD thị trường, giả định cho vay ký quỹ, nhưng giảm nhẹ giả định lợi suất đầu tư 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%	20.0%	30.0%	25.0%	20.0%
Thị phần	6.1%	6.5%	6.7%	6.8%	6.5%	6.7%	6.8%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.08%	0.09%	0.09%	0.08%	0.09%	0.09%
Phí môi giới thuần	0.08%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	19%	31%	29%	29%	28%	29%	29%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	44.8%	15.0%	18.0%	20.0%	20.0%	18.0%	20.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	9.1%	9.8%	10.0%	10.2%	9.8%	10.0%	10.2%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	36.9%	18.0%	3.3%	3.6%	18.0%	3.3%	3.6%
Lợi suất đầu tư	9.6%	9.1%	10.8%	10.8%	7.1%	8.4%	8.7%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 33: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VCI

HSC điều chỉnh tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận mỗi năm sau khi nâng giả định mảng nghiệp vụ môi giới và 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	134	234	296	356	224	322	388
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	873	1,182	1,407	1,709	1,210	1,468	1,783
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	985	1,073	1,300	1,380	869	1,053	1,156
IB & thu nhập khác	(14)	66	92	130	66	92	130
Thu nhập hoạt động	1,978	2,556	3,094	3,575	2,369	2,935	3,457
<i>Tăng trưởng</i>	<i>40%</i>	<i>29%</i>	<i>21%</i>	<i>16%</i>	<i>20%</i>	<i>24%</i>	<i>18%</i>
Lợi nhuận/(lỗ) hoạt động tài chính	-747	-1,048	-1,158	-1,299	-857	-928	-1,114
Chi phí BH&QL	-145	-152	-156	-172	-152	-156	-172
Lợi nhuận khác	3	3	3	3	3	3	3
LNTT	1,089	1,359	1,783	2,106	1,363	1,854	2,173
LNST	911	1,141	1,498	1,769	1,145	1,557	1,826
<i>Tăng trưởng</i>	<i>85%</i>	<i>25%</i>	<i>31%</i>	<i>18%</i>	<i>26%</i>	<i>36%</i>	<i>17%</i>

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tăng 22% giá mục tiêu cho VCI lên 49.300đ/cp (tiềm năng tăng giá 8%) sau khi nâng bội số định giá. Cụ thể, chúng tôi định giá VCI ở bội số mục tiêu cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn trước đó). Chúng tôi tin rằng cổ phiếu VCI xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn so với ngành nhờ nền tảng cơ bản vững chắc và tiềm năng tăng từ danh mục đầu tư.

Bảng 34: Phương pháp định giá P/E & P/S, VCI

Đông	2025	2026	Bình quân	= bình quân + 1.2 độ lệch chuẩn	Mục tiêu	Giá mục tiêu
EPS	1,589	2,146	1,868		24.7	46,090
SPS	5,529	6,013	5,771		9.1	52,632
Bình quân						49,361

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

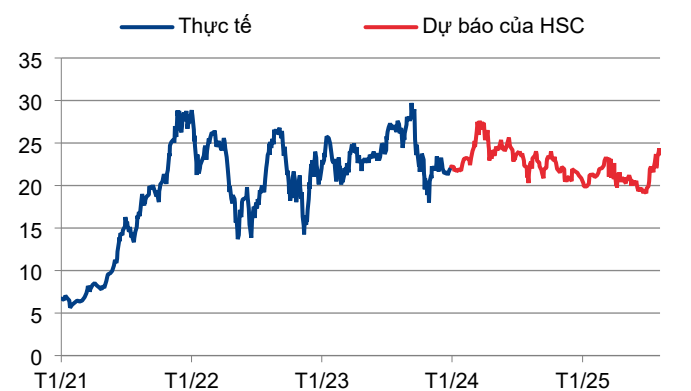
Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 11% và 25% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 23,7 lần và 7,8 lần, tương đương cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 lần lượt ở mức 14,8 lần và 5,2 lần.

Mặc dù giá cổ phiếu đã tăng đáng kể, chúng tôi vẫn nhận thấy tiềm năng tăng giá của cổ phiếu VCI nhờ tỷ lệ free-float thấp, rủi ro pha loãng thấp và tiềm năng hiện thực hóa lợi nhuận từ các khoản đầu tư dài hạn.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VCI.

Biểu đồ 35: P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm quanh mức 23,7 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 36: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCI

...cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 14,8 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 37: P/S trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm là 7,8 lần...



Nguồn: HSC

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

...cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 5,2 lần



Nguồn: HSC

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	535	730	816	1,095	1,320
Lãi cho vay ký quỹ	689	873	1,210	1,468	1,783
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	3,987	4,365	5,409
Chi phí HĐ	(1,186)	(1,862)	(1,770)	(1,587)	(2,124)
Lợi nhuận HĐ	1,287	1,834	2,217	2,778	3,285
Lợi nhuận tài chính	(716)	(747)	(857)	(928)	(1,114)
Lợi nhuận khác	0	3.00	3.00	3.00	3.00
LNTT	571	1,090	1,363	1,853	2,174
Chi phí thuế TNDN	(78.0)	(179)	(218)	(297)	(348)
LNST	493	911	1,145	1,556	1,826
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	494	912	1,146	1,557	1,827

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	147	68.2	1,034
Phải thu	849	393	440	591	712
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	441	282	318	433	525
Tài sản tài chính	15,097	21,073	23,627	26,400	29,982
FVTPL	122	846	931	1,043	1,199
HTM	381	598	658	724	796
Cho vay ký quỹ	7,992	11,222	13,466	15,890	19,068
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	70.5	94.6	114
Tổng tài sản	17,255	26,592	24,643	27,631	32,416
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	8,979	12,574	10,259	12,310	16,003
Trái phiếu ngắn hạn	120	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	785	1,074	1,201	1,613	1,943
Nợ phải trả	9,884	13,648	11,459	13,923	17,946
Vốn chủ sở hữu	7,371	12,944	13,185	13,711	14,473
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	758	1,119	1,676
Quỹ & vốn khác của CSH	1,675	2,372	2,580	2,695	2,850
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	24,643	27,631	32,416

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	(7.33)	12.1	17.3
Tăng trưởng cho vay (%)	51.4	40.4	20.0	18.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(6.99)	10.1	11.8	34.3	20.5
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	41.9	40.0	(18.4)	20.0	30.0
Tăng trưởng VCSH (%)	13.5	75.6	1.86	3.99	5.56
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(21.6)	49.5	7.87	9.48	23.9
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	19.6	57.0	4.94	10.3	33.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.4)	42.5	20.9	25.3	18.3
Tăng trưởng LNTT (%)	(46.1)	90.9	25.0	36.0	17.3
Tăng trưởng LNST (%)	(43.3)	84.8	25.7	35.9	17.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	(43.2)	84.6	25.7	35.9	17.3

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	52.5	30.8	28.6	21.2	18.2
P/B (lần)	3.52	2.53	2.50	2.42	2.31
Lợi suất cổ tức (%)	2.64	1.76	2.64	3.08	3.08

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)	867	1,478	1,589	2,145	2,499
DPS (đồng)	1,200	800	1,200	1,400	1,400
BVPS (đồng)	12,932	18,003	18,212	18,808	19,718
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	4.47	5.96	6.09
ROAE (%)	7.12	8.98	8.77	11.6	13.0
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	6.00	6.40	6.50
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	48.0	50.4	44.4	36.4	39.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	138	54.1	75.5	65.3	56.0

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

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

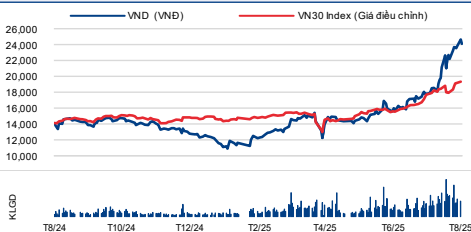
Giá mục tiêu: VNĐ22,400 (từ VNĐ15,700)

Tiềm năng tăng/giảm: -7.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/8/2025)	24,100
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,906-24,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	36,680
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,396
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	34.6	65.2	70.8
So với chỉ số	22.3	29.1	23.7
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,094	1,119	(2.2)
2026F	1,237	1,183	4.6
2027F	1,475	1,411	4.6

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 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

Thông tin tích cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị cho VND xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) nhưng tăng 43% giá mục tiêu lên 22.400đ (rủi ro giảm giá 7%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận & bội số định giá.
- Chúng tôi tăng bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi nâng dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới và hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 10%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng lần lượt 32% và 65% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,2 lần và P/S trượt dự phóng 1 năm là 5,5 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/E mục tiêu của VND là 20,9 lần và sát với định giá hiện tại.

Sự kiện: Phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2025 & triển vọng tương lai

VND đã công bố LNTT 6 tháng đầu năm 2025 khiêm tốn ở mức 966 tỷ đồng, giảm 19% so với cùng kỳ, do lãi hoạt động tự doanh thấp (do trích lập dự phòng trái phiếu), trong khi lợi nhuận các mảng kinh doanh cốt lõi bao gồm cho vay ký quỹ và nghiệp vụ môi giới cũng giảm lần lượt 31% và 3% so với cùng kỳ.

Mặc dù KQKD 6 tháng đầu năm 2025 (bằng 43% dự báo cả năm) không đạt dự báo, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của Công ty nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ sẽ tăng tốc trong 6 tháng cuối năm 2025 và bù đắp cho thu nhập đầu tư thấp.

Tác động: Tăng bình quân 3%/năm dự báo giai đoạn 2025-2027

HSC giảm 2% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 nhưng tăng 5%/năm dự báo cho năm 2026-2027 nhờ tác động tích cực từ việc nâng dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ lớn hơn so với tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lãi hoạt động tự doanh (lỗi do trích lập dự phòng trái phiếu).

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 10%. Dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi cao hơn 3% so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu VND đã tăng lần lượt 32% và 65% trong 1 tháng và 3 tháng qua nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ và tín hiệu phục hồi tích cực tại Tập đoàn Trung Nam. Theo đó, VND đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm trượt 1 năm lần lượt là 20,2 lần (cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và 5,5 lần (cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ).

Tại định giá hiện tại, VND tương đối kém hấp dẫn so với các cổ phiếu cùng ngành như SSI (P/E 21,3 lần) và VCI (P/E 23,7 lần) dựa trên tỷ suất sinh lời, thanh khoản và chất lượng lợi nhuận.

HSC hạ khuyến nghị đối với VND xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) với giá mục tiêu là 22.900đ (rủi ro giảm giá 7%), tương đương định giá mục tiêu cao hơn 1,0 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2025 là 20,9 lần, tương đương rủi ro giảm giá nhẹ.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	6,561	5,325	6,758	8,133 ▲	8,594
LN thuần (tỷ đồng)	2,019	1,720	1,798	2,216	2,642
EPS (đồng)	1,658	1,150	1,094	1,237	1,475
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	14,141	14,478	15,029
P/E (lần)	14.5	21.0	22.0	19.5	16.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.07	2.07	2.07	3.32	3.32
P/B (lần)	1.78	1.89	1.70	1.66	1.60
Thị phần môi giới CP (%)	7.00	6.10	5.80	6.50	7.00
Tăng trưởng EPS (%)	65.5	(30.6)	(4.88)	13.1	19.2
ROAE (%)	13.0	9.50	7.98	8.65	10.00

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

Triển vọng thị trường hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

HSC hạ khuyến nghị đối với VND xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) nhưng tăng 43% giá mục tiêu lên 22.400đ (rủi ro giảm giá 7%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và bội số định giá. Chúng tôi tăng bình quân 3%/năm dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi nâng dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 10%. Nhờ triển vọng thanh khoản thị trường vững chắc và sự phục hồi của Tập đoàn Trung Nam (tỷ trọng trái phiếu nắm giữ chính của VND), VND đang giao dịch với P/E và P/S cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ – chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý.

Giảm 2% dự báo năm 2025 nhưng tăng 5% dự báo năm 2026-2027

VND đã công bố LNTT 6 tháng đầu năm 2025 khiêm tốn ở mức 966 tỷ đồng, giảm 19% so với cùng kỳ, do lãi hoạt động tự doanh thấp, trong khi lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và lãi hoạt động tự doanh cũng giảm lần lượt 31% và 3% so với cùng kỳ. Cơ cấu từng mảng như sau:

- Thị phần mảng cổ phiếu đã phục hồi lên 6,4% từ mức thấp 5,3% trong Q1/2025, có thể nhờ khối ngoại đẩy mạnh giao dịch, trong khi hoạt động cho vay ký quỹ (cho NĐT cá nhân) vẫn ở mức khiêm tốn trong Q2. Theo đó, thị phần của VND trong nửa đầu năm 2025 (5,9%) vẫn chưa phục hồi trở lại mức 6,2% của nửa đầu năm 2024, thời điểm VND bị tấn công mạng (cuối tháng 3/2024). Nhìn chung, khả năng mở rộng thị trường của VND (trong lĩnh vực bán lẻ) sẽ vẫn còn nhiều thách thức do ảnh hưởng uy tín của VND sau vụ tấn công mạng năm ngoái.
- Dư nợ cho vay ký quỹ giảm nhẹ 4% so với quý trước xuống 10,6 nghìn tỷ đồng.
- Lỗ dự phòng cho các khoản phải thu 134 tỷ đồng từ CTCP Xây dựng Trung Nam trong Q2/2025 (trong tổng số 1.695 tỷ đồng phải thu quá hạn tính đến cuối Q2/2025, tăng đáng kể từ 230 tỷ đồng vào cuối Q4/2024), cho thấy việc chuyển đổi một phần TPDN thành các khoản phải thu để trích lập dự phòng trong tương lai.

Lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 43% dự báo cả năm và thấp hơn so với dự báo 6 tháng của chúng tôi.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ sẽ giúp VND phục hồi sớm hơn dự kiến. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ sẽ tăng tốc trong 6 tháng cuối năm 2025 bù đắp cho thu nhập đầu tư sụt giảm (do trích lập dự phòng trái phiếu).

Cập nhật về tình hình Tập đoàn Trung Nam

Kể từ báo cáo trước đó, tình hình tại Tập đoàn Trung Nam (TN Group, Chưa niêm yết) – đơn vị phát hành trái phiếu mà VND nắm giữ tỷ trọng lớn – đã cải thiện đáng kể. Cụ thể như sau:

- **Tiếp tục mua lại trái phiếu cho dự án điện gió:** Vào cuối tháng 7/2025, Trung Nam Đắc Lắc 1 (Chưa niêm yết) (dự án điện gió thuộc Tập đoàn Trung Nam) - đơn vị phát hành trái phiếu mà VND nắm giữ - đã công bố mua lại 200 tỷ đồng trái phiếu. Đây là đợt mua lại trái phiếu thứ 2 của TNDL, sau đợt mua lại đầu tiên vào tháng 1/2025 (200 tỷ đồng). Sau đợt mua lại này, tổng dư nợ trái phiếu còn lại của đơn vị này là 6.736 tỷ đồng, theo Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).
- **Dự án điện mặt trời ghi nhận lợi nhuận dương trong năm 2024:** Tháng 7/2025, Trung Nam Thuận Nam (Chưa niêm yết) (dự án điện mặt trời của Tập đoàn Trung Nam) công bố lợi nhuận thuần đạt 138 tỷ đồng trong năm 2024 sau khi lỗ 1.000 tỷ đồng vào năm 2023. Với diễn biến tích cực của ngành điện mặt trời, sau khi Chính phủ ban hành giá điện mới cho các dự án bị đình trệ (bao gồm cả TNTN), dòng tiền của TNTN đã cải thiện và hỗ trợ tình hình thanh khoản chung của tập đoàn.

Mặc dù thanh khoản của Tập đoàn Trung Nam đã phục hồi ở một mức độ nhất định nhưng các khoản trái phiếu của VND sẽ cần một thời gian để phản ánh. Chúng tôi sẽ

theo dõi hoạt động cho vay ký quỹ và nghiệp vụ môi giới của VND trong nửa cuối năm 2025 để đánh giá mức độ cải thiện thanh khoản của Công ty.

Tăng bình quân 3%/năm dự báo giai đoạn 2025-2027

Dựa trên tất cả các yếu tố này, chúng tôi điều chỉnh dự báo như sau:

- **Nghiệp vụ môi giới:** HSC tăng 11%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới nhờ thanh khoản thị trường tăng mạnh và tỷ lệ phí giữ lại cải thiện.

Chúng tôi nâng giả định tỷ lệ phí giữ lại dự báo lên 25% cho năm 2025 (từ 22% như dự báo trước đó) trong khi giữ nguyên giả định cho năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 32% và 30%.

Chúng tôi giữ nguyên giả định thị phần của VND trong giai đoạn 2025-2027 lần lượt ở mức 5,8%, 6,5% và 7%.

- **Lãi từ cho vay ký quỹ:** Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng lãi từ cho vay ký quỹ lên trung bình 22% trong 3 năm tới (từ tăng trưởng 21% như dự báo trước đó).

Dư nợ cho vay ký quỹ: Dự báo tăng trưởng lần lượt 16% (từ 10% trước đó), 28% (từ 25% trước đó) và 25% (không đổi) cho giai đoạn 2025-2027. Dư nợ cho vay ký quỹ tăng trưởng nhanh hơn cho thấy VND đang có chiến lược tích cực hơn nhờ nguồn vốn ở trái phiếu đình trệ bắt đầu được giải phóng dần dần.

Lãi suất cho vay ký quỹ giai đoạn 2025-2027: Giảm xuống lần lượt 11,5%, 12%, 12% từ lần lượt 12,5%, 12,5% và 12,2% trước đó, mức lãi suất hỗ trợ hơn để thu hút khách hàng.

- **Hoạt động tự doanh:** HSC duy trì dự báo tăng trưởng thu nhập đầu tư của VND ở mức 6,4% trong năm 2025 sau đó giảm xuống 2,4% trong năm 2026 và tăng lên 8,2% trong năm 2027 do Công ty sử dụng nguồn vốn cho hoạt động cho vay ký quỹ trong năm 2026.

Lợi suất đầu tư: Dự báo đạt 6,7% (giảm từ 7,7% trước đó) trong năm 2025, 7% (từ 7,8% trước đó) trong năm 2026 và 7% (từ 7,9% trước đó) trong năm 2027, phản ánh giả định chi phí dự phòng khoảng 260 tỷ đồng/năm cho khoản đầu tư vào trái phiếu Trung Nam.

Nhìn chung, HSC giảm 2% dự báo cho năm 2025 nhưng tăng 5% dự báo cho năm 2026-2027, tương đương tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận trong 3 năm tới. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới với hệ số ROE đạt 10% vào năm 2027.

Bảng 39: Tóm tắt KQKD Q2/2025, VND

LNTT của VND bằng 43% dự báo cả năm và thấp hơn so với ước tính 6 tháng của HSC

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T24	6T25	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC
Tổng thu nhập HĐ	655	828	26%	1,732	1,635	-6%	44%
Môi giới	84	83	-1%	170	117	-31%	56%
Cho vay ký quỹ	299	298	0%	615	599	-3%	42%
Hoạt động tự doanh	270	280	4%	955	769	-19%	35%
Khác	1	168	167x	-8	150		-103%
Lỗ tài chính	-150	-250	67%	-305	-473	55%	48%
Chi phí HĐ	-79	-90	14%	-233	-195	-16%	41%
Thu nhập khác	0	0		0	0		
LNTT	426	488	15%	1,193	966	-19%	43%
Lợi nhuận thuần	345	369	7%	962	751	-22%	41%

Nguồn: VND, HSC

Bảng 40: Các giả định quan trọng cũ và mới, VND

Những điều chỉnh chính bao gồm tăng nhẹ giả định GTGD, nâng giả định tỷ lệ phí giữ lại mảng môi giới & giả định tăng trưởng cho vay ký quỹ 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 thuần	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 41: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VND

HSC điều chỉnh tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận mỗi năm sau khi nâng giả định mảng nghiệp vụ môi giới và 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	208	414	530	251	436	562
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	1,255	1,422	1,784	2,215	1,380	1,843	2,304
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	1,864	2,225	2,188	2,382	1,922	1,961	2,133
IB & thu nhập khác	25	67	83	108	89	98	108
Thu nhập hoạt động	3,203	3,709	4,236	4,979	3,599	4,292	5,055
<i>Tăng trưởng</i>	-27%	16%	14%	18%	12%	19%	18%
Lợi nhuận/(lỗ) hoạt động tài chính	(658)	(983)	(1,139)	(1,347)	(983)	(1,139)	(1,347)
Chi phí BH&QL	(453)	(476)	(500)	(525)	(417)	(438)	(460)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	-	-
LNTT	2,088	2,243	2,583	3,079	2,192	2,701	3,221
LNST	1,718	1,839	2,118	2,525	1,797	2,215	2,641
<i>Tăng trưởng</i>	-14.8%	7.0%	15.2%	19.2%	4.6%	23.2%	19.2%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tăng 43% giá mục tiêu cho VND lên 22.400đ nhưng hạ khuyến nghị từ Nắm giữ xuống Giảm tỷ trọng với rủi ro giảm giá nhẹ so với giá mục tiêu hiện tại và P/E dự phóng năm 2025 ở mức 20,9 lần.

Chúng tôi thực hiện một số điều chỉnh trái chiều như sau:

- Dự báo lợi nhuận: Tăng bình quân 3%/năm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027.
- Chúng tôi nâng bội số định giá mục tiêu của chúng tôi cho VND lên cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ cùng nguồn vốn nhiều khả năng sẽ được giải phóng của VND sau khi Tập đoàn Trung Nam (Chưa niêm yết) phục hồi.

Bảng 42: Phương pháp định giá P/E & P/S, VND

Đồng	2025	2026	Bình quân	Mục tiêu = bình quân + 1.0 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,094	1,237	1,166	23.1	26,282
SPS	4,110	4,541	4,326	4.4	18,621
Bình quân					22,452

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 32% và 65% trong 1 tháng và 3 tháng qua trong bối cảnh thanh khoản mạnh mẽ và tín hiệu hồi phục tích cực từ Tập đoàn Trung Nam, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,2 lần (cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn

so với bình quân quá khứ) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 5,5 lần (cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ).

Cổ phiếu VND kém hấp dẫn hơn so với các CTCK khác như SSI (P/E là 21,2 lần) và VCI (P/E là 23,7 lần), những công ty này có tỷ suất sinh lời, thanh khoản và chất lượng lợi nhuận tốt hơn.

Biểu đồ 43: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND đã tăng lên 20,2 lần (từ mức đáy 9,9 lần trong tháng 2/2025) ...



Biểu đồ 44: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VND

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



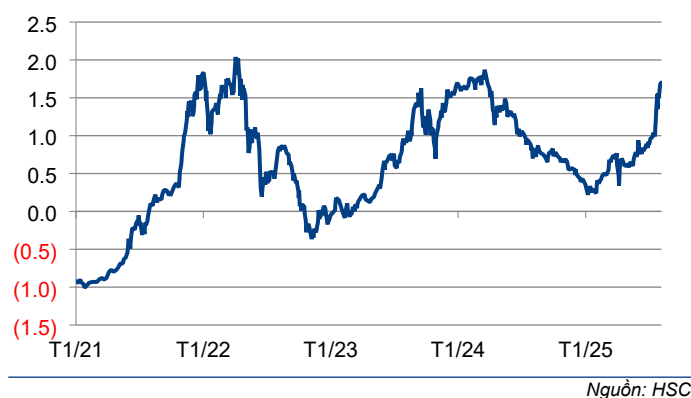
Biểu đồ 45: P/S trượt dự phóng 1 năm, VND

P/S trượt dự phóng 1 năm của VND đã tăng từ mức 3,9 lần lên 5,5 lần...



Biểu đồ 46: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VND

..., cao hơn 1,7 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 HKDK (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	867	720	1,002	1,349	1,872
Lãi cho vay ký quỹ	1,154	1,255	1,380	1,843	2,304
Doanh thu HĐ tự doanh	4,309	3,180	4,135	4,676	4,126
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	118	65.0	105	115	127
Thu nhập HĐ khác	113	105	136	150	165
Doanh thu HĐ	6,561	5,325	6,758	8,133	8,594
Chi phí HĐ	(2,624)	(2,575)	(3,576)	(4,279)	(3,998)
Lợi nhuận HĐ	3,937	2,750	3,182	3,854	4,596
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	2,192	2,701	3,221
Chi phí thuế TNDN	(464)	(370)	(395)	(486)	(580)
LNST	2,018	1,719	1,797	2,215	2,641
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	2,019	1,720	1,798	2,216	2,642

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	9,535	11,294	12,379
Phải thu	948	1,728	2,406	3,238	4,494
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	375	195	347	534	815
Tài sản tài chính	34,320	40,302	41,035	45,549	53,289
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	13,654	17,067	21,334
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	104	140	194
Tổng tài sản	41,742	44,295	54,549	61,887	72,314
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	3,427	4,267	5,534
Nợ phải trả	25,239	24,580	29,225	35,961	45,401
Vốn chủ sở hữu	16,503	19,715	25,327	25,929	26,917
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	4,478	4,901	5,667
Quỹ & vốn khác của CSH	0	0	497	677	899
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	54,549	61,887	72,314

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	23.2	13.5	16.8
Tăng trưởng cho vay (%)	13.4	0.65	32.0	25.0	25.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(32.9)	12.4	39.2	34.6	38.8
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	5.99	9.61	15.0	22.9	25.8
Tăng trưởng VCSH (%)	13.7	19.5	28.5	2.38	3.81
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(3.91)	(18.8)	26.9	20.3	5.67
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	37.6	1.87	38.9	19.7	6.57
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	50.1	(30.1)	15.7	21.1	19.3
Tăng trưởng LNTT (%)	61.8	(15.8)	4.93	23.2	19.3
Tăng trưởng LNST (%)	65.5	(14.8)	4.54	23.3	19.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	65.5	(14.8)	4.53	23.2	19.2

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	14.5	21.0	22.0	19.5	16.3
P/B (lần)	1.78	1.89	1.70	1.66	1.60
Lợi suất cổ tức (%)	2.07	2.07	2.07	3.32	3.32

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	1,094	1,237	1,475
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	14,141	14,478	15,029
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	3.64	3.81	3.94
ROAE (%)	13.0	9.50	7.98	8.65	10.00
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.9	12.2	11.5	12.0	12.0
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.80	3.00	4.00	4.20	4.50
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	40.0	48.4	52.9	52.6	46.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.2	43.5	45.7	64.7	54.2

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