

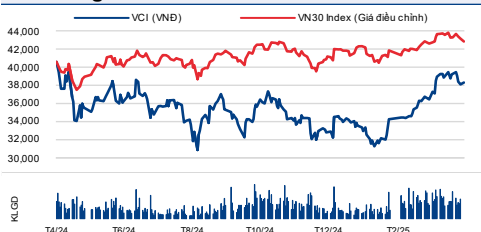
Năm giữ

Giá mục tiêu: VNĐ38,600
Tiềm năng tăng/giảm: 0.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/3/2025)	38,300
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,883-40,572
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	38,233
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,984
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	860
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
Tổng tài sản (tỷ đồng)	26,592	25,056	28,052
Cho vay kỳ quỹ (tỷ đồng)	11,222	12,905	15,228
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	3,696	4,071	4,413
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	912	1,142	1,499
BVPS (đồng)	18,003	18,207	18,722
EPS (đồng)	1,478	1,584	2,065
DPS (đồng)	800	1,200	1,400
T.trưởng tổng tài sản (%)	54.1	(5.78)	12.0
T.trưởng c.vay KQ (%)	40.4	15.0	18.0
T.trưởng DT HĐ (%)	49.5	10.1	8.40
Tăng trưởng EPS (%)	70.6	7.16	30.4
Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	50.0	16.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	54.1	75.8	67.8
ROAE (%)	8.98	8.74	11.2
ROAA (%)	4.16	4.42	5.65
Tỷ lệ CIR (%)	50.4	41.0	33.4
Lãi suất cho vay BQ (%)	0.09	0.10	0.10
Vòng quay tổng TS (%)	16.9	15.8	16.6
Đòn bẩy vốn (%)	205	190	206
Thị phần môi giới CP (%)	6.10	6.50	6.70
P/E (lần)	25.9	24.2	18.5
P/B (lần)	2.13	2.10	2.05
Lợi suất cổ tức (%)	2.09	3.13	3.66

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

ĐHCĐ: Kế hoạch lạc quan cho năm 2025 & KQKD mạnh mẽ trong Q1

- VCI đặt kế hoạch LNTT năm 2025 đạt 1.420 tỷ đồng, tăng trưởng 30% và cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi. Trong khi đó, LNTT sơ bộ Q1 đạt 400 tỷ đồng (tăng 76%) nhờ thực hiện hóa lợi nhuận từ danh mục đầu tư.
- Kế hoạch phân phối lợi nhuận của Công ty bao gồm: tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức 5-10% và phát hành 4,5 triệu ESOP, tương đương các năm trước đó.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, định giá VCI có vẻ đắt với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,1 lần, cao hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14,8 lần. HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ, giá mục tiêu 38.600đ và dự báo cho đến khi hoàn thành đánh giá toàn diện hơn.

Sự kiện: ĐHCĐ năm 2025 tổ chức ngày 1/4/2025

VCI đã tổ chức ĐHCĐ năm 2025 vào ngày 1/4/2025. Tài liệu đại hội bao gồm kế hoạch kinh doanh cả năm, KQKD sơ bộ Q1 và phương án phân phối lợi nhuận năm 2024. Cổ đông tham dự đầy đủ và đã thông qua tất cả các tờ trình.

Kế hoạch LNTT năm 2025 cao hơn dự báo của chúng tôi

VCI lạc quan đối với triển vọng thị trường và HĐKD năm 2025 của Công ty, cụ thể như sau:

- Chỉ số VNIndex: Dự kiến đạt 1.400 điểm vào cuối năm (HSC dự báo 1.468 điểm trong Báo cáo: [Vươn mình vượt sóng gió](#), HSC, 19/12/2024).
- Doanh thu: 4.325 tỷ đồng, tăng trưởng 15% và cao hơn 6% so với dự báo của chúng tôi ở mức 4.072 tỷ đồng (tăng trưởng 10%).
- LNTT: 1.420 tỷ đồng, tăng trưởng 30% và cao hơn 4% so với dự báo của chúng tôi ở mức 1.358 tỷ đồng (tăng trưởng 25%).

Chênh lệch giữa kế hoạch của VCI và dự báo của chúng tôi (Biểu đồ 1) nhiều khả năng đến từ những giả định tham vọng hơn ở mảng tự doanh và cho vay kỳ quỹ.

KQKD sơ bộ Q1 mạnh mẽ nhờ lãi đầu tư

LNTT sơ bộ Q1/2025 đạt khoảng 400 tỷ đồng, tăng mạnh 76% so với cùng kỳ và tăng 58% so với quý trước. BLĐ chia sẻ tăng trưởng mạnh xuất phát từ việc thực hiện hóa lợi nhuận tích lũy trước đó của danh mục đầu tư.

Dựa trên phân tích của chúng tôi về danh mục của VCI trong Q4/2024 – chủ yếu bao gồm chứng khoán AFS và tài sản tài chính FVTPL (Bảng 2) – chúng tôi tin rằng lợi nhuận nhiều khả năng đến từ việc bán một phần danh mục chứng khoán niêm yết như FPT (Mua vào, giá mục tiêu 157.100đ) và KDH (Mua vào, giá mục tiêu 41.800đ). Khoản đầu tư lớn hơn ở Công ty cổ phần Sữa Quốc tế Lof (IDP; Chưa khuyến nghị) vẫn chưa được thực hiện hóa trong Q1/2025. Tuy nhiên, BLĐ xác nhận đang tích cực tìm kiếm người mua tài sản này.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/4.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2025 của VCI

	2024	2025 kế hoạch	Tăng trưởng	Dự báo 2025 của HSC	Tăng trưởng	Kế hoạch/ Dự báo
Doanh thu	3,695	4,325	15%	4,072	10%	6.2%
Chi phí	(2,659)	(2,905)	9%	(2,716)	4%	7.0%
LNTT	1,089	1,420	30%	1,358	25%	4.6%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Phân phối lợi nhuận năm 2024: Cổ tức và ESOP

Cổ tức: ĐHCĐ đã thông qua kế hoạch chi trả cổ tức 5-10% lợi nhuận và BLĐ được ủy quyền quyết định giữa tiền mặt và cổ phiếu dựa trên điều kiện kinh doanh năm 2025.

Lưu ý rằng số dư tiền của VCI ở mức 4,7 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2024 (so với 2,5 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2024), điều này cho thấy Công ty vẫn chưa phân phối hết 4 nghìn tỷ đồng vốn huy động vào cuối năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng BLĐ sẽ ưu tiên sử dụng hết nguồn vốn này trước khi quyết định về chính sách cổ tức. Nếu cổ tức bằng tiền mặt, số tiền chi trả cho NĐT sẽ dao động từ 350-700 tỷ đồng, tương đương 3-6% vốn CSH của VCI.

Kế hoạch ESOP: ĐHCĐ thông qua kế hoạch phát hành 4,5 triệu cổ phiếu ESOP (0,62% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) với giá 12.000đ/cp, thời gian hạn chế giao dịch 1 năm.

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ và giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua và tăng 18% trong 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,1 lần, cao hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14,8 lần và sát giá mục tiêu của chúng tôi. HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ và giá mục tiêu trong khi đang xem xét lại dự báo.

Bảng 2: Danh mục đầu tư cuối Q4/2024, VCI

AFS của VCI có tiềm năng thực hiện hóa một khoản lãi hoạt động tự doanh lớn

	Chi phí đầu tư	Giá trị thị trường	Lợi nhuận chưa thực hiện
Tổng FVTPL	831	839	8
HPG	18	18	-
CTG	5	5	-
Cổ phiếu khác	382	390	8
Trái phiếu	426	426	-
Tổng AFS	5,443	8,408	2,974
Các cổ phiếu đã niêm yết	4,769	7,458	2,785
KDH	884	1,184	299
IDP	440	2,117	1,677
STB	152	167	15
FPT	519	695	176
TDM	648	772	124
Trái phiếu	497	543	47
Khác	1,629	2,070	447
Các cổ phiếu chưa niêm yết	665	853	188
Napas	408	596	188
FE Credit	161	161	-
Khác	96	96	-

Ghi chú: FVTPL = Các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ; AFS = Tài sản tài chính sẵn sàng để bán.
Nguồn: VCI, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKĐK (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	2,046	1,875	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	4,071	4,413	5,225
Chi phí HĐ	(1,186)	(1,862)	(1,668)	(1,475)	(1,823)
Lợi nhuận HĐ	1,287	1,834	2,403	2,938	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	1,783	2,106
Chi phí thuế TNDN	(78.0)	(179)	(217)	(285)	(337)
LNST	493	911	1,141	1,498	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	1,499	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	10.1	8.40	18.4
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	19.6	57.0	10.4	11.6	23.6
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.4)	42.5	31.0	22.3	15.8
Tăng trưởng LNTT (%)	(46.1)	90.9	24.6	31.3	18.1
Tăng trưởng LNST (%)	(43.3)	84.8	25.2	31.3	18.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	(43.2)	84.6	25.2	31.3	18.1
Định giá					
P/E (lần)	44.2	25.9	24.2	18.5	15.8
P/B (lần)	2.96	2.13	2.10	2.05	1.96
Lợi suất cổ tức (%)	3.13	2.09	3.13	3.66	3.66
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	2,065	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					
ROAA (%)	3.14	4.16	4.42	5.65	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	41.0	33.4	34.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	138	54.1	75.8	67.8	57.8
Thị phần					
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					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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