

Năm giữ

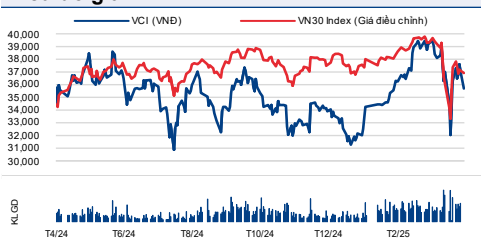
Giá mục tiêu: VNĐ38,600

Tiềm năng tăng/giảm: 8.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/4/2025)	35,700
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,883-39,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	36,783
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,492
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	792
Sig CP lưu hành (tr.đv)	574
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	574
Sig 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 ký 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)	24.2	22.5	17.3
P/B (lần)	1.98	1.96	1.91
Lợi suất cổ tức (%)	2.24	3.36	3.92

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

Q1/2025: LNTT tăng 56%, sát với dự báo

- VCI đã công bố LNTT Q1/2025 đạt 355 tỷ đồng – tăng 56% và bằng 26% dự báo cả năm của chúng tôi – chủ yếu nhờ mảng cho vay ký quỹ mạnh mẽ (257 tỷ đồng, tăng 43%) và kiểm soát chi phí hiệu quả (chi phí hoạt động giảm 23%).
- Thị phần môi giới của VCI giảm nhẹ so với quý trước xuống 6,77% nhưng vẫn nằm trong top 4 công ty có thị phần lớn nhất. Dư nợ cho vay ký quỹ giảm 10% so với quý trước xuống 10,1 nghìn tỷ đồng, từ đó tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH giảm xuống 80%, từ đó tạo ra một vùng đệm thận trọng trước những ảnh hưởng tiềm ẩn từ chính sách thuế quan.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,8 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2025 và ngày 20/4/2025

VCI công bố LNTT Q1/2025 đạt 355 tỷ đồng, tăng mạnh 56% so với cùng kỳ và tăng 40% so với quý trước. Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ chủ yếu nhờ lãi từ cho vay ký quỹ (257 tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ), trong khi lợi nhuận nghiệp vụ môi giới (17 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ) và lãi hoạt động tự doanh (giảm 2% so với cùng kỳ) vừa phải hơn. Nhìn chung, LNTT thực hiện Q1 đạt 26% dự báo cả năm của chúng tôi.

Mảng nghiệp vụ môi giới khiêm tốn trong bối cảnh điều kiện thị trường kém thuận lợi

Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới khiêm tốn do điều kiện thị trường không thuận lợi. Doanh thu nghiệp vụ môi giới giảm 18% so với cùng kỳ và giảm 19% so với quý trước xuống 149 tỷ đồng do thanh khoản thị trường sụt giảm - giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 17,4 nghìn tỷ đồng, giảm 3% so với quý trước và giảm 28% so với cùng kỳ. Thị phần môi giới chung của VCI giảm nhẹ 26 điểm cơ bản so với quý trước xuống 6,77%.

Chi phí nghiệp vụ môi giới giảm 21% so với cùng kỳ nhưng tăng 5% so với quý trước lên 132 tỷ đồng. Do đó, lợi nhuận nghiệp vụ môi giới đạt 17 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ nhưng giảm mạnh 70% so với quý trước. Tỷ lệ phí giữ lại ở mức 12%, cải thiện so với Q1/2024 (8%) nhưng thấp hơn so với Q4/2024 (32%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/4.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q1/2025, VCI

VCI hoàn thành 26% dự báo cả năm của HSC - đúng như kỳ vọng

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2025	% so với cùng kỳ	2025F của HSC	% dự báo
Tổng thu nhập HĐ	436	537	23%	2,556	21%
Môi giới	15	17	13%	234	7%
HĐ tự doanh	256	252	-2%	1073	23%
Cho vay ký quỹ	180	257	43%	1182	22%
Khác	(15)	33		60	55%
Lỗ tài chính	(179)	(174)	-3%	(1,048)	17%
Chi phí HĐ	(30)	(23)	-23%	(152)	15%
Thu nhập khác	0	1		3	
LNTT	228	355	56%	1,359	26%
Lợi nhuận thuần	198	295	49%	1,141	26%

Nguồn: VCI, HSC

Mảng cho vay ký quỹ mở rộng vừa phải so với quý trước

Lãi từ cho vay ký quỹ Q1 tăng 43% so với cùng kỳ và tăng 2% so với quý trước đạt 257 tỷ đồng nhờ dư nợ cho vay ký quỹ tăng 18% so với cùng kỳ (nhưng giảm 10% so với quý trước) đạt 10,1 nghìn tỷ đồng. Biến động dư nợ cho vay ký quỹ của VCI có sự khác biệt so với xu hướng chung của ngành (đạt 280 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/2025, tăng 12% so với quý trước và tăng 33% so với cùng kỳ) có thể do cách tiếp cận thận trọng hơn trong bối cảnh tỷ lệ đòn bẩy trên thị trường gia tăng trong 4-5 quý gần đây.

Lãi suất cho vay ký quỹ tăng nhẹ lên 9,6% từ 8,7% trong Q1/2024 và 9,5% trong Q4/2024), trong khi chi phí huy động giảm mạnh xuống 6% từ 7,3% trong Q1/2024 và 6,9% trong Q4/2024 sau khi VCI giảm nợ xuống 10,3 nghìn tỷ đồng từ 12,6 nghìn tỷ đồng trong Q4/2024 (một phần nhờ nguồn tiền thu được sau khi huy động vốn). Do đó, tỷ lệ NIM mảng cho vay ký quỹ của VCI đã tăng lên 3,6% từ 2,6% trong Q4/2024.

Ngoài ra, tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH cải thiện lên mức an toàn hơn là 80% (từ 87% trong Q4/2024), thấp hơn nhiều so với bình quân ngành (khoảng 95%), từ đó tạo ra một vùng đệm thận trọng trước những ảnh hưởng tiềm ẩn từ chính sách thuế quan tới thị trường vào đầu tháng 4.

Lãi hoạt động tự doanh đi ngang so với cùng kỳ nhưng tăng 62% so với quý trước

Lãi hoạt động tự doanh Q1/2025 giảm nhẹ 2% so với cùng kỳ nhưng tăng mạnh 62% so với quý trước đạt 252 tỷ đồng chủ yếu nhờ lãi thuần bán tài sản tài chính FVTPL (200 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ) trong khi lãi thuần bán tài sản AFS giảm mạnh xuống 54 tỷ đồng (giảm 32% so với cùng kỳ).

Danh mục đầu tư FVTPL của VCI tăng mạnh 42% so với cùng kỳ và tăng 41% so với quý trước đạt 1.195 tỷ đồng, chủ yếu bao gồm cổ phiếu (823 tỷ đồng) và trái phiếu (298 tỷ đồng). Giá trị cổ phiếu nắm giữ tăng mạnh từ 197 tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2024, khiến VCI dễ bị tổn thương hơn trong Q2/2025 trong bối cảnh thị trường cổ phiếu biến động trước những ảnh hưởng của chính sách thuế quan.

Trong khi đó, danh mục đầu tư AFS giảm nhẹ 2% so với quý trước và giảm 10% so với cùng kỳ xuống 7,5 nghìn tỷ đồng do sự phân bổ lại mang tính chiến lược. Trong Q1/2025, VCI đã nâng giá trị nắm giữ một số cổ phiếu vốn hóa lớn như FPT (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 160.800đ) và MBB (Mua vào, giá mục tiêu 29.500đ), đồng thời giảm đáng kể giá trị nắm giữ ở KDH (Mua vào, giá mục tiêu 42.000đ), từ đó thực hiện hóa lãi thuần bán tài sản AFS. Những khoản đầu tư dài hạn, bao gồm CTCP Sữa Quốc tế (IDP, Chưa khuyến nghị) và Tổng công ty Thanh toán Việt Nam (NAPAS; Chưa khuyến nghị), vẫn nguyên vẹn.

Bước sang Q2/2025, chúng tôi dự báo lãi hoạt động tự doanh sẽ chứng lại do tâm lý tiêu cực của thị trường trước những lo ngại về rủi ro thuế quan.

HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,8 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14,8 lần. Dựa trên định giá hiện tại và tình hình thị trường gần đây, HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

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)	41.2	24.2	22.5	17.3	14.7
P/B (lần)	2.76	1.98	1.96	1.91	1.83
Lợi suất cổ tức (%)	3.36	2.24	3.36	3.92	3.92
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