

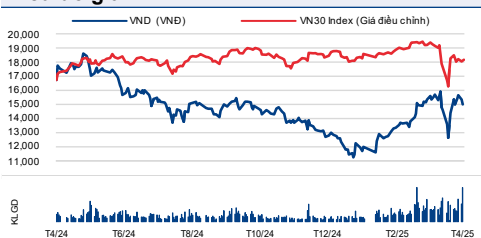
Năm giữ

Giá mục tiêu: VNĐ16,100
Tiềm năng tăng/giảm: 6.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/4/2025)	15,100
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,250-18,604
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,150
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	22,982
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	884
Sig CP lưu hành (tr.đv)	1,522
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,522
Sig CP NN được mua (tr.đv)	1,181
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (25.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



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)	44,295	55,281	62,675
Cho vay ký quỹ (tỷ đồng)	10,344	14,481	19,549
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	5,325	6,787	7,580
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,720	2,081	2,487
BVPS (đồng)	12,744	14,300	14,772
EPS (đồng)	1,150	1,266	1,389
DPS (đồng)	500	500	800
T.trưởng tổng tài sản (%)	6.12	24.8	13.4
T.trưởng c.vay KQ (%)	0.65	40.0	35.0
T.trưởng DT HĐ (%)	(18.8)	27.5	11.7
Tăng trưởng EPS (%)	(30.6)	10.1	9.70
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	60.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	43.5	39.5	57.6
ROAE (%)	9.50	9.18	9.55
ROAA (%)	4.00	4.18	4.22
Tỷ lệ CIR (%)	48.4	48.0	44.8
Lãi suất cho vay BQ (%)	0.12	0.13	0.13
Vòng quay tổng TS (%)	12.4	13.6	12.9
Đòn bẩy vốn (%)	225	216	237
Thị phần môi giới CP (%)	6.10	6.60	7.20
P/E (lần)	13.1	11.9	10.9
P/B (lần)	1.18	1.06	1.02
Lợi suất cổ tức (%)	3.31	3.31	5.30

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VND là một công ty chứng khoán tăng trưởng nhanh, được tiếp lực bởi phát triển công nghệ và mảng khách hàng bán lẻ, công ty có thị phần khoảng 7%.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

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

Phạm Liên Hà, CFA

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

Q1/2025: Cải thiện so với quý trước nhưng giảm so với cùng kỳ

- VND công bố LNTT Q1/2025 đạt 479 tỷ đồng, giảm 38% so với cùng kỳ nhưng tăng 74% so với mức nền thấp quý trước, do tất cả các mảng kinh doanh kém tích cực. Kết quả này chỉ hoàn thành 19% dự báo cả năm và thấp hơn dự báo Q1 của chúng tôi.
- Thị phần mảng nghiệp vụ môi giới tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân của VND đã hồi phục 20 điểm cơ bản so với quý trước lên 5,3%. Trong khi đó, tỷ trọng liên quan tới TPDN có vấn đề với lãi dự thu tiếp tục tăng lên và phản ánh rủi ro đầu tư của Công ty.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua nhưng tăng 26% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần, sát bình quân quá khứ nhưng thấp hơn so với bình quân ngành ở mức 17,4 lần. HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2025

VND đã công bố LNTT Q1/2025 đạt 479 tỷ đồng, giảm 38% so với cùng kỳ nhưng tăng 74% so với mức nền thấp quý trước (do lãi hoạt động tự doanh kém tích cực cùng kỳ năm ngoái). Lợi nhuận sụt giảm so với cùng kỳ do tất cả các mảng kinh doanh chính kém tích cực, bao gồm mảng tự doanh (lãi 489 tỷ đồng, giảm 29% so với cùng kỳ), cho vay ký quỹ (lãi 301 tỷ đồng, giảm nhẹ 5% so với cùng kỳ) và nghiệp vụ môi giới (lãi 34 tỷ đồng, giảm 60% so với cùng kỳ). Lợi nhuận chỉ đạt 19% dự báo năm 2025 và thấp hơn so với dự báo Q1 của chúng tôi.

Mảng tự doanh sụt giảm do diễn biến thị trường cổ phiếu kém tích cực

Lãi hoạt động tự doanh đạt 489 tỷ đồng, giảm 29% so với cùng kỳ nhưng tăng 54% so với quý trước, đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận của VND trong quý – do danh mục đầu tư cổ phiếu kém tích cực giảm xuống 232 tỷ đồng từ 421 tỷ đồng trong Q1/2024. Những cổ phiếu nắm giữ chính bao gồm VPB (Mua vào; giá mục tiêu 23.000đ), C4G (Chưa khuyến nghị) và LTG (Chưa khuyến nghị) có diễn biến kém tích cực trong Q1. Ngược lại, lãi mua bán trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi tương đối ổn định so với cùng kỳ ở mức 258 tỷ đồng, phản ánh xu hướng đi ngang của mặt bằng lãi suất trong kỳ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/4.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q1/2025, VND

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

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2025	% so với cùng kỳ	Dự báo 2025 của HSC	% dự báo
Tổng thu nhập HĐ	1,077	807	-25%	4,004	20%
Môi giới	86	34	-60%	373	9%
HĐ tự doanh	685	489	-29%	2,225	22%
Cho vay ký quỹ	316	301	-5%	1,552	19%
Khác	(10)	(18)	80%	(146)	12%
Lỗ tài chính	(156)	(223)	43%	(983)	23%
Chi phí HĐ	(154)	(105)	-32%	(476)	22%
Thu nhập khác	0	0		0	
LNTT	767	479	-38%	2,538	19%
Lợi nhuận thuần	617	383	-38%	2,081	18%

Nguồn: VND, HSC

Danh mục tài sản tài chính FVTPL của VND tăng 7% so với quý trước (tăng 61% so với cùng kỳ) lên 26,1 nghìn tỷ đồng, bao gồm cổ phiếu (3,4 nghìn tỷ đồng), trái phiếu (14,6 nghìn tỷ đồng) và chứng chỉ tiền gửi (8 nghìn tỷ đồng). Trong đó, trái phiếu nắm giữ vẫn chủ yếu bao gồm các doanh nghiệp năng lượng tái tạo, đặc biệt là Tập đoàn Trung Nam, doanh nghiệp vẫn đang gặp khó khăn về dòng tiền. Trong khi đó, danh mục tài sản tài chính HTM tăng lên 8,9 nghìn tỷ đồng từ 5,5 nghìn tỷ đồng vào cuối Q4/2024, bao gồm các khoản tiền gửi có kỳ hạn (cả trên và dưới 12 tháng). Lợi suất danh mục HTM tiếp tục xu hướng giảm xuống 5,7% trong Q1/2025 từ 6,8% trong Q4/2024 và 7,6% trong Q1/2024.

Cổ tức và lãi dự thu tăng 17% so với quý trước lên 1.267 tỷ đồng, tương đương 8,2% tổng giá trị trái phiếu, chủ yếu bao gồm TPDN liên quan tới Tập đoàn Trung Nam. Lãi dự thu cao tiếp tục hạn chế nguồn vốn của Công ty, đồng thời làm gia tăng rủi ro tín dụng ở các khoản đầu tư này.

Mảng cho vay ký quỹ tiếp tục xu hướng vừa phải

Lãi từ cho vay ký quỹ – đóng góp lợi nhuận lớn thứ 2 cho VND trong quý – giảm 5% so với cùng kỳ (giảm 8% so với quý trước) xuống 301 tỷ đồng, chỉ bằng 19% dự báo cả năm 2025 và thấp hơn dự báo Q1 của chúng tôi.

Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 8% so với quý trước (tăng 12% so với cùng kỳ) lên 11,1 nghìn tỷ đồng, thấp hơn bình quân ngành (tăng 12% so với quý trước và tăng 33% so với cùng kỳ) (tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành đạt 280 nghìn tỷ đồng). Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH của VND ở mức 55%, tăng nhẹ so với 52% trong Q4/2024 nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với bình quân ngành (khoảng 100%) do nguồn vốn ứ đọng ở các khoản đầu tư trái phiếu.

Lãi suất cho vay ký quỹ giảm 70 điểm cơ bản so với quý trước (giảm 130 điểm cơ bản so với cùng kỳ) xuống 11,2%, mức thấp nhất kể từ Q1/2023. Ngoài ra, chi phí huy động tăng 30 điểm cơ bản so với quý trước và so với cùng kỳ lên 3,5%, từ đó tỷ lệ NIM giảm xuống 7,7% từ 8,7% trong Q4/2024 và 9,3% trong Q1/2024.

Mảng nghiệp vụ môi giới ghi nhận kết quả khiêm tốn

Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới đạt 34 tỷ đồng trong kỳ, giảm 60% so với cùng kỳ nhưng tăng 47% so với quý trước. Doanh thu nghiệp vụ môi giới giảm 5% so với quý trước và giảm 41% so với cùng kỳ đạt 135 tỷ đồng trong Q1 trong bối cảnh thanh khoản thị trường ảm đạm với giá trị giao dịch bình quân ngày giảm 3% so với quý trước và giảm 28% so với cùng kỳ xuống 17,4 nghìn tỷ đồng. Thị phần của VND hồi phục nhẹ lên 5,3% từ 5,1% trong Q4/2024 nhưng giảm từ 6% trong Q1/2024. Tuy nhiên, chi phí nghiệp vụ môi giới giảm 30% so với cùng kỳ (giảm 15% so với quý trước) xuống 100 tỷ đồng, một phần nhờ số lượng nhân sự giảm 8% so với quý trước xuống 1.077 người, từ đó giúp tỷ lệ phí giữ lại (phí thuần/phí gộp) tăng lên 26% trong Q1/2025 từ 17% trong Q4/2024 nhưng thấp hơn mức 38% trong Q1/2024.

HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua nhưng tăng 26% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,8 lần, sát bình quân kể từ Q4/2020 nhưng thấp hơn so với bình quân ngành ở mức 17,4 lần.

HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	867	720	1,187	1,457	2,133
Lãi cho vay ký quỹ	1,154	1,255	1,552	2,127	2,683
Doanh thu HĐ tự doanh	4,309	3,180	3,855	3,771	4,126
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	118	65.0	78.0	98.0	128
Thu nhập HĐ khác	113	105	115	127	140
Doanh thu HĐ	6,561	5,325	6,787	7,580	9,210
Chi phí HĐ	(2,624)	(2,575)	(3,260)	(3,395)	(4,051)
Lợi nhuận HĐ	3,937	2,750	3,527	4,185	5,159
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	2,537	3,032	3,784
Chi phí thuế TNDN	(464)	(370)	(457)	(546)	(681)
LNST	2,018	1,719	2,080	2,486	3,103
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	2,019	1,720	2,081	2,487	3,104

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	8,877	9,272	10,075
Phải thu	948	1,728	2,850	3,497	5,119
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	375	195	446	592	956
Tài sản tài chính	34,320	40,302	41,862	48,032	56,392
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	14,481	19,549	24,437
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	123	151	221
Tổng tài sản	41,742	44,295	55,281	62,675	73,905
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	3,875	4,528	6,164
Nợ phải trả	25,239	24,580	29,673	36,221	46,032
Vốn chủ sở hữu	16,503	19,715	25,610	26,456	27,878
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	4,762	5,400	6,573
Quỹ & vốn khác của CSH	0	0	497	705	954
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	55,281	62,675	73,905

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	24.8	13.4	17.9
Tăng trưởng cho vay (%)	13.4	0.65	40.0	35.0	25.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(32.9)	12.4	64.9	22.7	46.4
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	5.99	9.61	15.0	22.9	25.8
Tăng trưởng VCSH (%)	13.7	19.5	29.9	3.30	5.37
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(3.91)	(18.8)	27.5	11.7	21.5
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	37.6	1.87	26.6	4.14	19.3
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	50.1	(30.1)	28.3	18.7	23.3
Tăng trưởng LNTT (%)	61.8	(15.8)	21.4	19.5	24.8
Tăng trưởng LNST (%)	65.5	(14.8)	21.0	19.5	24.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	65.5	(14.8)	21.0	19.5	24.8
Định giá					
P/E (lần)	9.11	13.1	11.9	10.9	8.71
P/B (lần)	1.11	1.18	1.06	1.02	0.97
Lợi suất cổ tức (%)	3.31	3.31	3.31	5.30	5.30
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	1,266	1,389	1,733
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	14,300	14,772	15,566
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					
ROAA (%)	5.01	4.00	4.18	4.22	4.55
ROAE (%)	13.0	9.50	9.18	9.55	11.4
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.9	12.2	12.5	12.5	12.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.80	3.00	4.00	4.20	4.50
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	40.0	48.4	48.0	44.8	44.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.2	43.5	39.5	57.6	46.2
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.00	6.10	6.60	7.20	8.00
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