

## Chứng khoán Khi gió xoay chiều

- Chúng tôi cho rằng ngành chứng khoán Việt Nam là một trong những ngành đầu tư hấp dẫn nhất với tính thâm nhập thấp và thu nhập gia tăng.
- Chúng tôi thấy dấu hiệu thị trường tăng nhờ chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng, từ đó làm thúc đẩy KQKD ngành chứng khoán.
- Chúng tôi kỳ vọng KQKD tươi sáng cho các CTCK trong nửa cuối 2023, nhờ dòng tiền mạnh đổ vào thị trường và hoạt động cho vay bùng nổ trở lại

### Lĩnh vực tiềm năng nhờ dân số và thu nhập khả dụng ngày càng tăng

Xét quanh khu vực, chúng tôi nhận thấy tiềm năng to lớn của lĩnh vực dịch vụ tài chính (DVTG) ở Việt Nam. Tính đến cuối Q2/23, tỷ lệ nhà đầu tư trên toàn dân số ở Việt Nam chỉ ~ 7,0%, thấp hơn so với mức 7,5% ở Thái Lan (đã loại bỏ các NĐT không hoạt động) và mức 12,5% tại Malaysia. Ngoài ra, thu nhập khả dụng của hộ gia đình tại Việt Nam đã tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm gần đây, cho thấy nhu cầu gia tăng đối với các sản phẩm tài chính cũng như nguồn thu của các công ty môi giới. Chính phủ Việt Nam cũng đang thực hiện các bước hỗ trợ sự phát triển của lĩnh vực chứng khoán (hệ thống giao dịch mới do KRX phát triển). Với tất cả những yếu tố này kết hợp lại, chúng tôi tin rằng triển vọng của lĩnh vực dịch vụ tài chính Việt Nam vẫn tồn tại nhiều tiềm năng lớn chưa được khai thác hết.

### Chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng sẽ thúc đẩy thị trường phục hồi trong nửa cuối năm 2023

Từ giữa T3/23, lãi suất điều hành của NHNN đã có 4 lần giảm, theo đó: lãi suất tái chiết khấu giảm 1,5 điểm % xuống 3,5%/năm, lãi suất tái cấp vốn giảm 1,5 điểm % xuống 4,5%/năm, lãi suất tối đa đối với tiền gửi có kỳ hạn dưới 6 tháng giảm 1,25 điểm % xuống 4,75%/năm. Chúng tôi cho rằng NHNN có thể duy trì mức lãi suất chính sách như hiện nay cho đến cuối năm 2023 nhờ (1) lãi suất thực tại Việt Nam vẫn cao hơn ở Mỹ và (2) kỳ vọng tỷ giá hối đoái được kiểm soát trong nửa cuối 2023. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị giao dịch trung bình hàng ngày (GTGD TB) từ 3 sàn chính có thể đạt 20-25 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối năm 2023 từ mức 16 nghìn tỷ đồng trong Q2/23 – ngang mức với giai đoạn 1H21, nhờ lãi suất huy động ở mức thấp cũng như nhiều cơ hội đầu tư hấp dẫn hơn. Kết hợp với tỷ lệ cho vay ký quỹ toàn ngành trên tổng giá trị tài sản niêm yết trong 3 năm gần đây vào khoảng ~17% đến 20%, chúng tôi dự báo tổng cho vay ký quỹ toàn thị trường có thể đạt 155-180 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối 2023, hàm ý mức tăng 10-30% từ mức 140 nghìn tỷ đồng cuối Q2/23.

### Chúng tôi cho rằng cổ phiếu chứng khoán sẽ có diễn biến tích cực trong nửa cuối 2023

Đến thời điểm hiện tại, định giá ngành đang giao dịch ở mức P/B là 1,6 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình của ngành trong 3 năm gần đây. Chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ tăng tốc trong nửa cuối 2023 nhờ chính sách tiền tệ mở rộng và chính sách tài khóa hỗ trợ. Trong bối cảnh này, lĩnh vực chứng khoán sẽ là đại diện tốt nhất cho sự hồi sinh của thị trường. Chúng tôi cho rằng các công ty môi giới với lợi thế nhà đầu tư nhỏ lẻ và mức độ số hóa cao sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ dòng vốn chảy mạnh vào TTCK bao gồm: SSI, VND, MBS. Ngoài ra, với hoạt động cho vay ký quỹ nhộn nhịp hơn, các công ty dịch vụ tài chính có tiềm năng tăng trưởng cho vay ký quỹ và khả năng duy trì spread (chênh lệch giữa lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí vốn) sẽ có khả năng mở rộng thu nhập ký quỹ như: SHS, AGR, SSI, BSI và MBS. Chúng tôi cũng kỳ vọng thu nhập của toàn thị trường chứng khoán sẽ được cải thiện nhờ hiệu suất đầu tư tốt hơn của các cổ phiếu trong danh mục đầu tư của các CTCK.

#### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Phương Thanh

[thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn](mailto:thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn)

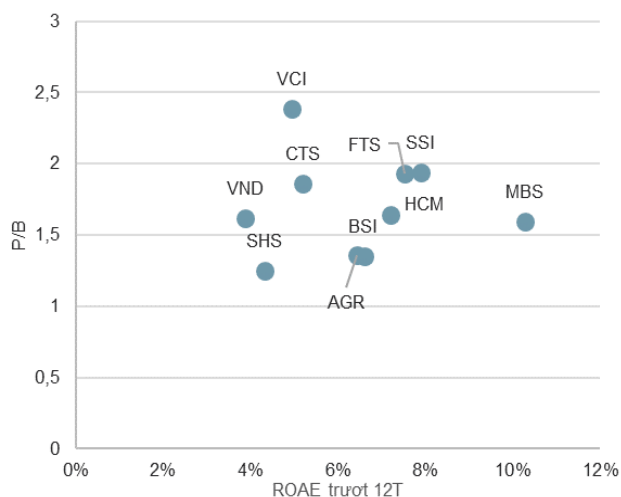
## Khi gió xoay chiều

### Luận điểm đầu tư

Sau một năm 2022 đầu biến động với thị trường chứng khoán, hầu hết các nhà đầu tư đều e ngại cổ phiếu các công ty chứng khoán. Do đó, định giá của ngành này đã bị áp lực đáng kể từ đầu năm 2023. Hiện tại, định giá của ngành này đang ở mức P/B là 1,6 lần, thấp hơn so với mức trung bình trong 3 năm gần đây. Với kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2023 nhờ hỗ trợ chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa mở rộng, chúng tôi cho rằng ngành môi giới sẽ là đại diện tốt nhất cho sự phục hồi của thị trường chứng khoán. Do đó, chúng tôi tin rằng các CTCK sẽ có kết quả hoạt động tốt hơn trong nửa cuối năm 2023. Luận điểm đầu tư của chúng tôi bao gồm:

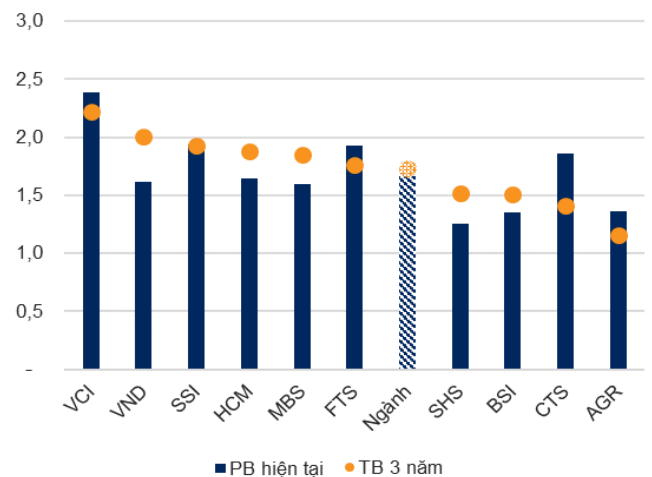
- (i) Việt Nam là một trong những điểm đầu tư hấp dẫn nhất đối với lĩnh vực dịch vụ tài chính, được hưởng lợi từ thị trường chứng khoán với mức độ thâm nhập thấp, tốc độ tăng trưởng thu nhập khả dụng cao và cam kết của Chính phủ phát triển lĩnh vực.
- (ii) Lãi suất tiền gửi thấp sẽ hỗ trợ dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán. Chúng tôi tin rằng các công ty môi giới có lợi thế về nhà đầu tư bán lẻ và mức độ số hóa cao sẽ được hưởng lợi, bao gồm: SSI, VND, MBS.
- (iii) Hoạt động cho vay margin cũng được cải thiện. Các công ty môi giới có tiềm năng cao cho tăng trưởng cho vay margin và spread cao bao gồm: SHS, AGR, SSI, BSI và MBS.
- (iv) Thu nhập của toàn bộ thị trường chứng khoán được cải thiện nhờ lãi suất duy trì ở mức thấp, do đó cải thiện hiệu quả đầu tư trong danh mục đầu tư của các CTCK.

Hình 1: ROAE trượt 12T và P/B của các công ty niêm yết



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Phần lớn các công ty đang giao dịch ở dưới mức P/B trung bình của 3 năm (số liệu tại 18/08/2023)



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các công ty trong khu vực (số liệu tại 18/08/2023)

Tên công ty	Mã	Giá hiện tại (nội tệ)	Vốn hóa (USDm)	P/B (x)	P/E (x)	NIM trượt 12T	ROE (%)	ROA (%)	
<b>Trung Quốc</b>									
				TTM	TTM		TTM	TTM	
Central China Securities Co Ltd	1375 HK	1,2	2.303	0,4	29,4	0,4%	1,2%	0,3%	
China Galaxy Securities Co Ltd	6881 HK	4,2	13.656	0,4	5,2	1,1%	8,9%	1,4%	
Haitong International Securities Group Ltd	665 HK	0,6	690	0,2	n/a	3,5%	-27,1%	-6,7%	
Guotai Junan International Holdings Ltd	1788 HK	0,6	757	0,4	74,4	2,7%	0,5%	0,1%	
Guosen Securities Co Ltd	002736 CH	9,9	13.087	1,2	14,1	0,7%	9,0%	1,8%	
Haitong Securities Co Ltd	600837 CH	10,5	16.094	0,8	18,2	1,3%	4,5%	1,0%	
SooChow Securities Co Ltd	601555 CH	8,9	6.117	1,1	20,1	1,1%	5,8%	1,4%	
Shenwan Hongyuan Group Co Ltd	000166 CH	4,8	15.410	1,2	32,4	0,0%	3,9%	0,6%	
Huaan Securities Co Ltd	600909 CH	5,4	3.482	1,3	17,5	0,9%	7,3%	1,8%	
Industrial Securities Co Ltd	601377 CH	7,0	8.249	1,1	16,4	1,4%	7,0%	1,4%	
CITIC Securities Co Ltd	600030 CH	24,0	45.417	1,5	16,9	0,7%	8,8%	1,5%	
<b>Trung bình</b>				<b>0,9</b>	<b>24,5</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,4%</b>	
<b>Ấn Độ</b>									
Edelweiss Financial Services Ltd	EDEL IN	50,7	575	0,7	13,2	1,2%	5,2%	0,8%	
Geojit Financial Services Ltd	GEOFSL IN	48,7	140	1,6	12,0	18,6%	13,7%	7,1%	
<b>Trung bình</b>				<b>1,2</b>	<b>12,6</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,4%</b>	<b>3,9%</b>	
<b>Thái Lan</b>									
Srisawad Capital 1969 PCL	BFIT TB	#N/A N/A	n/a	n/a	n/a	25,9%	9,3%	4,2%	
KGI Securities Thailand PCL	KGI TB	4,6	257	1,2	10,5	1,2%	11,2%	4,6%	
UOB Kay Hian Securities Thailand PCL	UOBKH TB	5,0	71	0,6	14,4	2,6%	4,2%	2,9%	
RHB Securities Thailand PCL	OSK TB	#N/A N/A	n/a	n/a	n/a	7,6%	-2,1%	-1,7%	
Maybank Securities Thailand PCL	MST TB	10,8	174	1,3	12,6	n/a	9,9%	2,1%	
<b>Trung bình</b>				<b>1,0</b>	<b>12,5</b>	<b>9,3%</b>	<b>6,5%</b>	<b>2,4%</b>	
<b>Hàn Quốc</b>									
Mirae Asset Securities Co Ltd	006800 KS	6.560	2.964	0,3	7,2	0,8%	4,3%	0,5%	
KIWOOM Securities Co Ltd	039490 KS	96.000	1.879	0,5	3,9	3,4%	13,3%	1,4%	
NH Investment & Securities Co Ltd	005940 KS	10.270	2.542	0,5	7,9	1,8%	6,0%	0,8%	
Samsung Securities Co Ltd	016360 KS	36.200	2.413	0,5	6,0	2,0%	8,6%	0,9%	
Meritz Securities Co Ltd	008560 KS	n/a	n/a	n/a	n/a	2,6%	12,5%	1,2%	
<b>Trung bình</b>				<b>0,4</b>	<b>6,2</b>	<b>2,1%</b>	<b>8,9%</b>	<b>1,0%</b>	
<b>Nhật Bản</b>									
Nomura Holdings Inc	8604 JP	534	11.622	0,5	14,0	-0,1%	3,6%	0,2%	
Daiwa Securities Group Inc	8601 JP	763	8.240	0,8	14,7	0,3%	5,2%	0,3%	
SBI Holdings Inc	8473 JP	2.828	5.301	0,7	12,4	n/a	0,1	0,0	
<b>Trung bình</b>				<b>0,5</b>	<b>9,0</b>	<b>1,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>0,7%</b>	
<b>Việt Nam</b>									
CTCP CK VNDIRECT	VND VN	20.000	1.023	1,6	42,8	0,7%	3,8%	1,3%	
CTCP CK Thành phố Hồ Chí Minh	HCM VN	28.400	545	1,6	22,7	8,6%	7,3%	3,4%	
CTCP Chứng khoán SSI	SSI VN	28.300	1.782	1,9	25,8	1,4%	9,1%	3,5%	
CTCP Chứng khoán Vietcap	VCI VN	40.200	739	2,4	51,4	3,1%	4,7%	2,2%	
CTCP Chứng khoán NH Công thương	CTS VN	24.250	151	1,9	37,1	1,8%	5,1%	1,5%	
CTCP Chứng khoán MB	MBS VN	17.100	314	1,6	17,6	4,1%	10,4%	4,0%	
CTCP Chứng khoán Rồng Việt	VDS VN	15.100	133	1,4	16,4	10,0%	10,2%	4,3%	
CTCP Chứng khoán Thiên Việt	TVS VN	22.400	142	1,7	18,8	4,3%	9,7%	1,7%	
CTCP Chứng khoán Bảo Việt	BVS VN	24.500	74	0,8	10,6	6,4%	8,5%	3,9%	
CTCP Chứng khoán BIDV	BSI VN	30.550	260	1,4	23,2	4,8%	8,2%	3,7%	
CTCP Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội	SHS VN	15.100	516	1,2	26,3	4,7%	4,3%	3,8%	
<b>Trung bình</b>				<b>1,6</b>	<b>25,1</b>	<b>4,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>3,1%</b>	

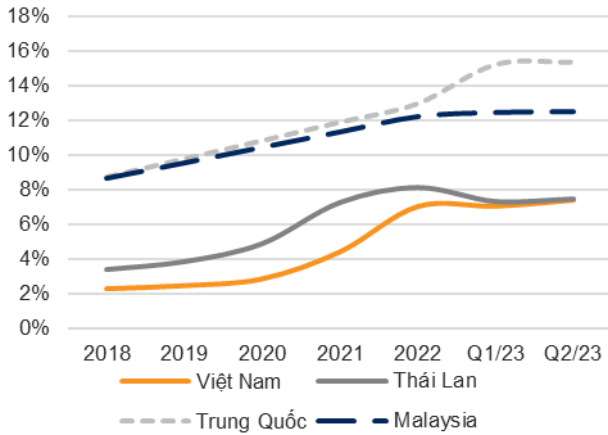
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

## Ngành chứng khoán Việt Nam: tiềm năng hứa hẹn

Việt Nam là một trong những điểm đầu tư hấp dẫn nhất cho lĩnh vực dịch vụ tài chính do những yếu tố sau:

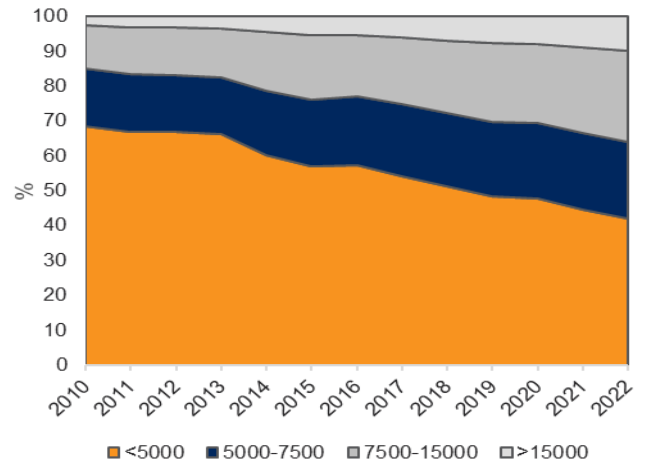
- (i) Mức độ thâm nhập thị trường vẫn ở mức thấp: Số lượng tài khoản môi giới đã tăng trưởng vượt bậc trong những năm gần đây. Tính đến cuối năm tài chính 2015, chỉ có 1,5 triệu tài khoản chứng khoán được mở trên thị trường Việt Nam, nhưng con số này đã tăng lên 6,9 triệu vào cuối năm tài chính 2022, với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 24% trong giai đoạn này. Ngoài ra, tỷ lệ nhà đầu tư chứng khoán trên dân số ở Việt Nam hiện đang ở mức thấp nhất trong khu vực. Tính đến cuối quý 2 năm 2023, tỷ lệ số nhà đầu tư trên dân số ở Việt Nam chỉ ~7,0%, thấp hơn nhiều so với mức 7,5% của Thái Lan (đã lọc bỏ các nhà đầu tư không hoạt động) và 12,5% của Malaysia (Hình 4).
- (ii) Mức tăng trưởng thu nhập khả dụng nhanh nhất trong khu vực: Thu nhập khả dụng của hộ gia đình ở Việt Nam đã tăng trưởng đều đặn trong những năm gần đây, được thúc đẩy bởi tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ của Việt Nam, tăng lương và mức độ đô thị hóa ngày càng tăng. Tỷ lệ thu nhập khả dụng của hộ gia đình Việt Nam ở mức cao hơn 5,000 USD/năm đã liên tục tăng từ 31,5% vào cuối năm 2010 lên 58% vào cuối năm 2022. Khi người dân có nhiều thu nhập khả dụng hơn, họ có nhiều khả năng đầu tư vào các sản phẩm tài chính như cổ phiếu, trái phiếu và quỹ tương hỗ. Điều này sẽ dẫn đến nhu cầu gia tăng đối với các sản phẩm tài chính cũng như nguồn thu nhập cho các công ty môi giới.
- (iii) Cam kết của Chính phủ trong việc phát triển lĩnh vực dịch vụ tài chính: Chính phủ Việt Nam cũng đang thực hiện các bước hỗ trợ sự phát triển của lĩnh vực chứng khoán, chẳng hạn như triển khai hệ thống giao dịch chứng khoán mới do Sở Giao dịch Chứng khoán Hàn Quốc (KRX) phát triển, với ngày ra mắt dự kiến là trong vài tháng tới. Hệ thống KRX được kỳ vọng sẽ giúp thị trường chứng khoán Việt Nam nâng cao năng lực với thanh khoản cao hơn (lên đến 4 tỷ USD mỗi phiên), giảm thời gian thanh toán từ t+2,5 hiện nay (từ đó có thể thúc đẩy tỷ lệ quay vòng vốn), và giải quyết các vấn đề cần thiết để được nâng cấp lên thị trường mới nổi. Ngoài ra, vốn hóa thị trường của Việt Nam/GDP chỉ đạt ~60% vào cuối Q2/23, thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 120% vào cuối năm 2025, và mức hiện tại tương ứng của Thái Lan và Malaysia - 103% và 84% (Hình 6).

**Hình 4: Tỷ lệ nhà đầu tư/tổng dân số ở Việt Nam vẫn ở mức thấp**



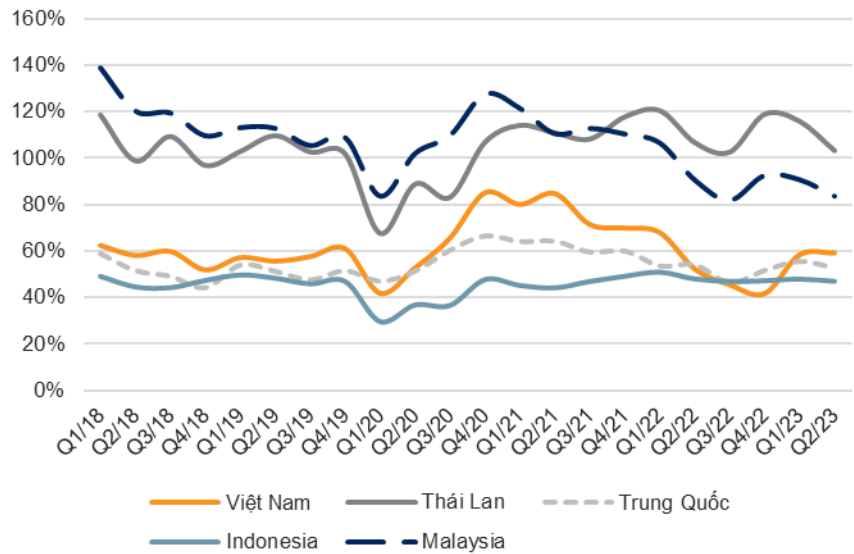
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Cơ cấu thu nhập khả dụng tại các hộ gia đình ở Việt Nam (Đơn vị: \$US/năm)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Vốn hóa thị trường trên GDP của Việt Nam thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 120% vào cuối năm 2025, cũng như của Thái Lan và Malaysia (lần lượt là 116% và 91%).**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

### Lãi suất đảo chiều là yếu tố thúc đẩy cho ngành dịch vụ tài chính

Kể từ giữa T3/23, lãi suất chính sách của NHNN đã giảm 4 lần, cụ thể: lãi suất chiết khấu giảm 1,5% xuống còn 3,5%/năm, lãi suất tái cấp vốn giảm 1,5% xuống còn 4,5%/năm, NHNN cũng giảm 1,25% lãi suất tối đa cho tiền gửi có kỳ hạn dưới 6 tháng xuống còn 4,75%/năm.

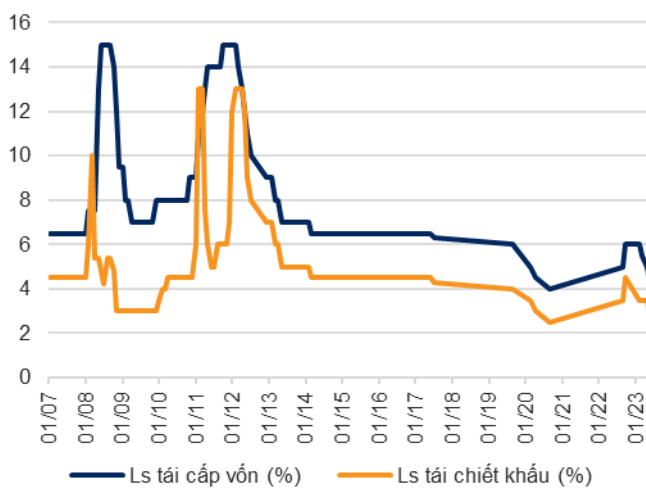
Mặc dù có lo ngại về tỷ giá VND khi Fed vẫn duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ có thể duy trì mức lãi suất chính sách thấp hiện tại cho đến cuối năm tài chính 2023 do:

- (i) Lãi suất thực cao hơn: Nhờ tỷ lệ lạm phát được kiểm soát ở mức tốt, lãi suất thực ở Việt Nam vẫn cao hơn của Hoa Kỳ. Theo ước tính của chúng tôi vào cuối T6/23, lãi suất thực ở Việt Nam vẫn ở mức 4,6%, cao hơn nhiều so với mức 2,5% của Mỹ, tạo cho NHNN đủ

không gian để kiểm soát chính sách tiền tệ của mình, phù hợp với động thái của Fed về lãi suất.

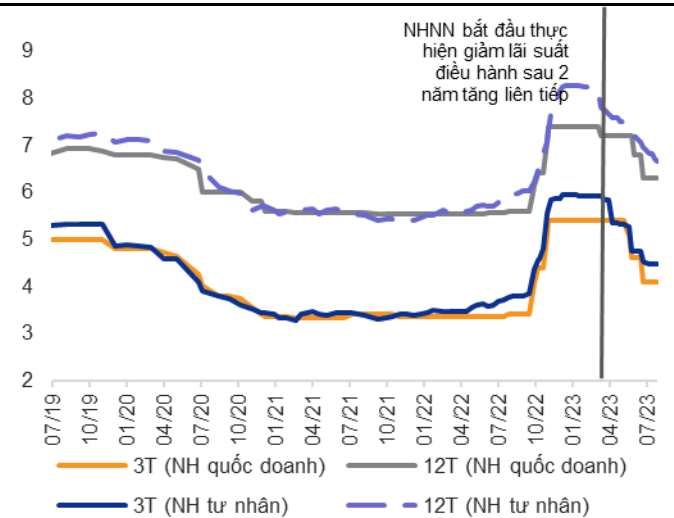
- (ii) Tỷ giá được kiểm soát trong nửa cuối năm 2023 nhờ:
  - o NHNN đã bổ sung khoảng 6 tỷ USD trong nửa đầu năm 2023, nâng dự trữ ngoại hối lên khoảng 93 tỷ USD.
  - o Chúng tôi dự kiến xuất khẩu của Việt Nam sẽ phục hồi trong Q4/23 do: (i) việc giảm lượng hàng tồn kho ở các nước phát triển sẽ kích thích nhu cầu đối với xuất khẩu của Việt Nam, (ii) chu kỳ thay thế điện thoại thông minh cũ bằng điện thoại thông minh mới là 25,3 tháng, hoặc khoảng 2 năm (theo nghiên cứu của China Mobile Terminal Lab), điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu xuất khẩu điện thoại thông minh của Việt Nam từ Q4/23.

**Hình 7: NHNN liên tục cắt giảm lãi suất điều hành lần thứ 4 kể từ T3/23 trong nỗ lực vực dậy thị trường vốn (%) ...**



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

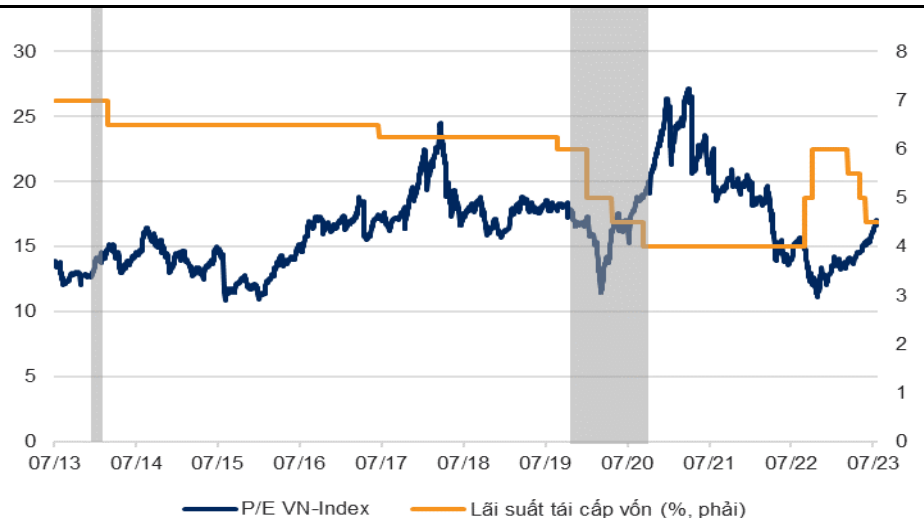
**Hình 8: ...Kéo theo đó, lãi suất huy động cũng đã giảm đáng kể (%)**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

VN-INDEX đã phục hồi đáng kể kể từ T3/23, đạt 1.132,0 điểm (+12,4% so với đầu năm) vào ngày 26/06/2023. Đả hồi phục của thị trường được hỗ trợ bởi: (i) NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ với 4 lần cắt giảm mạnh lãi suất điều hành và (ii) Hàng loạt quy định được chính phủ đưa ra nhằm tháo gỡ những “điểm nghẽn” của nền kinh tế.

**Hình 9: Nhìn lại 10 năm qua, thị trường thường định giá lại mỗi khi lãi suất điều hành giảm**

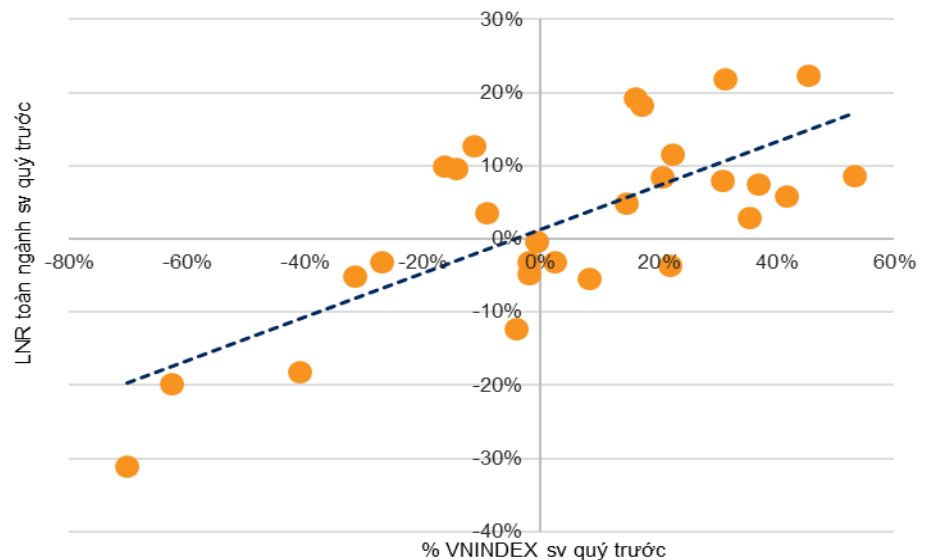


Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng ngành Chứng khoán sẽ là một trong những lĩnh vực được hưởng lợi nhiều nhất khi lãi suất giảm bởi:

- Lãi suất huy động thấp hơn sẽ hỗ trợ dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán: Với mặt bằng lãi suất thấp hơn, nhà đầu tư sẽ có xu hướng đầu tư vào các tài sản rủi ro hơn, chẳng hạn như chứng khoán khi chi phí cơ hội giảm. Điều này cũng cải thiện nhu cầu cho dịch vụ môi giới, thúc đẩy giá trị giao dịch, từ đó tăng doanh thu phí giao dịch cho các công ty chứng khoán.
- Hoạt động cho vay margin cũng cải thiện: Với chi phí vốn thấp hơn, công ty sẽ có nhiều dư địa để giảm lãi suất cho vay margin, giúp đẩy mạnh hoạt động giao dịch chứng khoán, cũng như hoạt động giao dịch và gia tăng doanh thu cho các công ty môi giới.
- Lợi nhuận được cải thiện, từ đó nâng hiệu quả đầu tư của danh mục đầu tư.

**Hình 10: Tương quan giữa lợi nhuận thị trường và KQKD của ngành chứng khoán (dữ liệu theo quý từ 2016)**



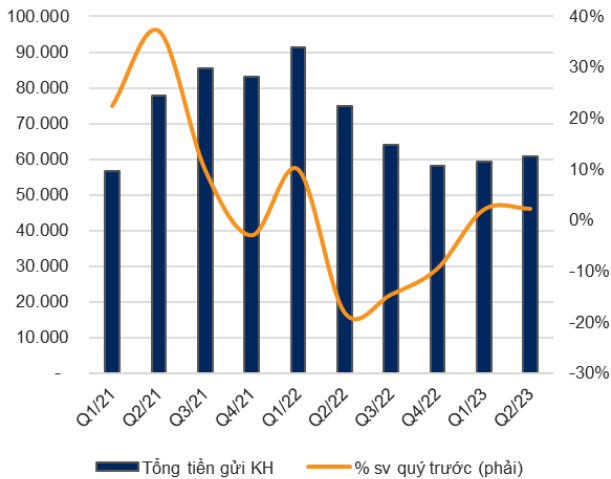
ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

## Lãi suất huy động thấp hơn hỗ trợ dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán

### Dấu hiệu tích cực từ dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán

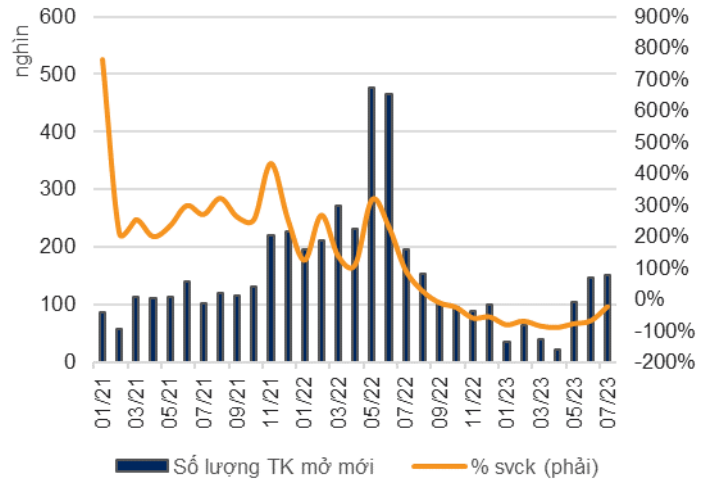
Bắt đầu từ cuối Q2/23, chúng tôi thấy các dấu hiệu tích cực từ dòng vốn vào thị trường chứng khoán. Tổng lượng tiền nhận rồi của các nhà đầu tư (bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất về tổng tài sản) đạt khoảng 61 nghìn tỷ đồng, giảm 36% so với mức đỉnh cuối Q1/22, nhưng tăng nhẹ 3,2% sv quý trước. Điểm đáng chú ý khác là sự đảo chiều trong tốc độ tăng trưởng tài khoản chứng khoán mở mới. Sau khi chạm đỉnh vào T5/22, số lượng tài khoản chứng khoán mở mới đã giảm đáng kể khi khách hàng chuyển sang kênh đầu tư tiền gửi kỳ hạn để hưởng lợi trong bối cảnh lãi suất cao. Tuy nhiên, số lượng tài khoản chứng khoán mở mới đã tăng lên xấp xỉ 105.000 tài khoản trong T5/23 (vẫn -78% svck nhưng +360% so với quý trước). Số lượng tài khoản chứng khoán mở mới trong T6 và T7/2023 tiếp tục đà tăng trưởng lên 150.619 tài khoản.

**Hình 11: Tổng tiền mặt nhàn rỗi của nhà đầu tư trong top 30 công ty chứng khoán tăng nhẹ sv quý trước.... (Đơn vị: tỷ đồng)**



ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: ...và tốc độ tăng trưởng của tài khoản chứng khoán mới chứng kiến sự đảo chiều tăng**

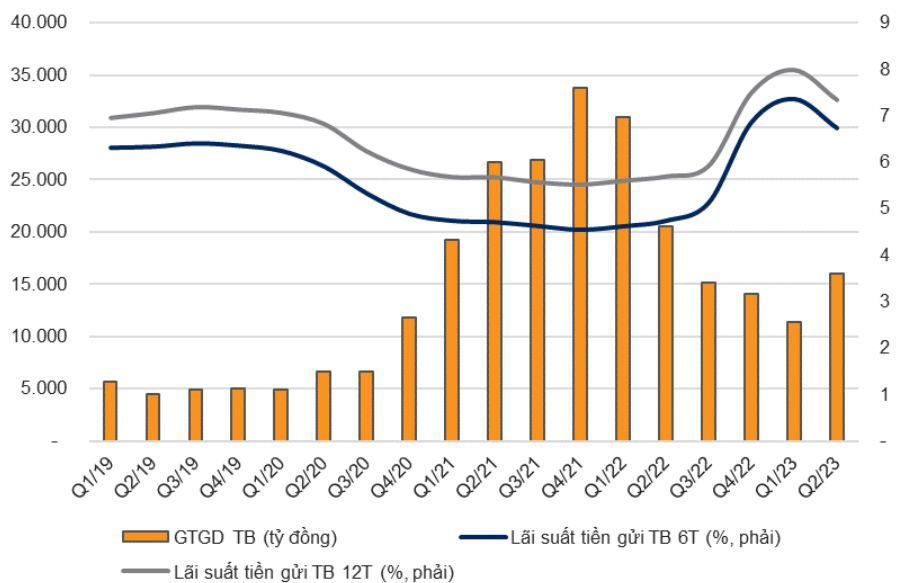


Nguồn: Trung tâm Lưu ký Chứng khoán, VNDIRECT RESEARCH

**Khối lượng giao dịch trung bình đang tăng lên**

Chúng tôi tin rằng dòng tiền đã dịch chuyển từ tiết kiệm ngân hàng sang các kênh tài sản khác bao gồm thị trường chứng khoán. Với mặt bằng lãi suất thấp, nhà đầu tư sẽ có xu hướng đầu tư vào các tài sản rủi ro hơn, chẳng hạn như chứng khoán khi chi phí cơ hội giảm. Điều này cũng cải thiện nhu cầu cho dịch vụ môi giới, thúc đẩy giá trị giao dịch, từ đó tăng doanh thu phí giao dịch cho các công ty chứng khoán.

**Hình 13: Lãi suất huy động và giá trị giao dịch trung bình hàng ngày của 3 sàn chính**



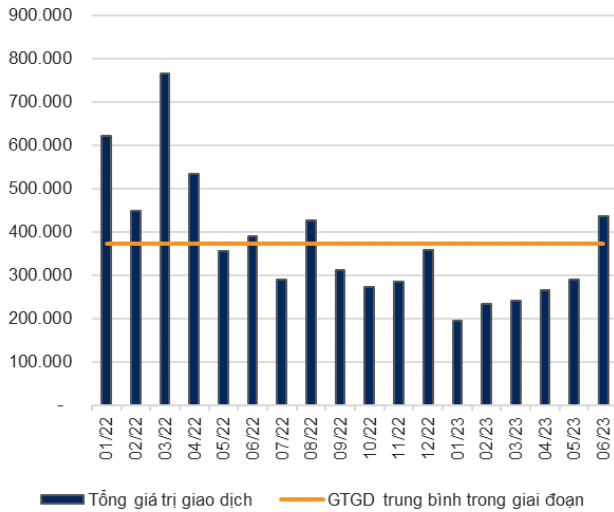
Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Do đó, thanh khoản của thị trường chứng khoán cũng đã tăng lên kể từ tháng 4/2023. Giá trị giao dịch trung bình hàng ngày trên 3 sàn chính đạt ~16 nghìn tỷ đồng trong Q2/23, vẫn giảm 20,7% svck nhưng tăng 27,2% sv quý trước. Tính theo tháng, thanh khoản thị trường có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ khi tăng mạnh



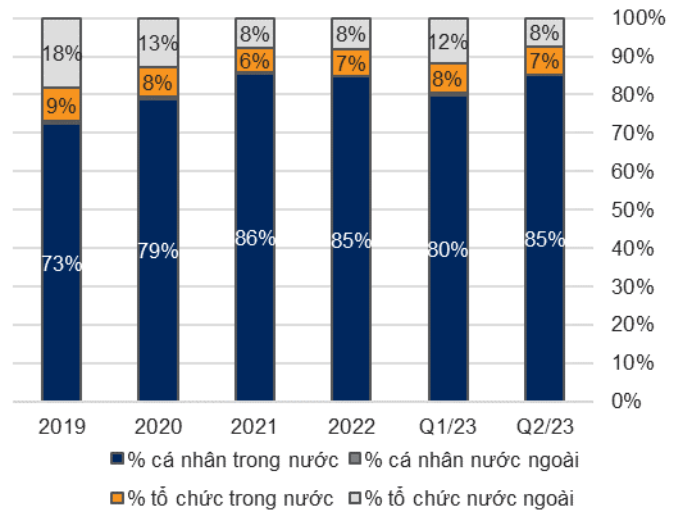
5 tháng liên tiếp sau đợt cắt giảm lãi suất điều hành đầu tiên của NHNN vào tháng 3/2023. Sự gia tăng mạnh mẽ chủ yếu đến từ các nhà đầu tư trong nước, khi giá trị giao dịch hàng ngày của họ chiếm 85% tổng giá trị trong Q2/23, so với mức 80% trong Q1/23. Ngược lại, các cá nhân và tổ chức nước ngoài đã quay trở lại trạng thái bán ròng sau khi mua ròng trong tháng 3/2023 (do Fubon, VNM, FTSE giải ngân), chủ yếu do chênh lệch lãi suất giữa đồng USD và VND sau khi NHNN chuyển sang chính sách tiền tệ mở rộng.

Hình 14: Giá trị giao dịch (Đơn vị: tỷ đồng) đã tăng lên đáng kể ....



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECTRESEARCH

Hình 15: ...đến từ nhà đầu tư cá nhân trong nước



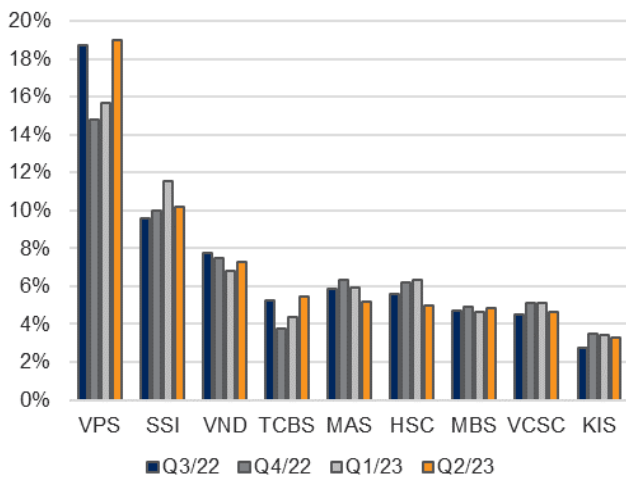
Nguồn: Fiinpro, VNDIRECTRESEARCH

Với kỳ vọng về lãi suất chính sách sẽ duy trì ở cùng mức với giai đoạn 6T21 cho đến cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng giá trị giao dịch bình quân hàng ngày (GTGD TB hàng ngày) sẽ đạt 20-25 nghìn tỷ đồng trong nửa cuối năm 2023 – cùng mức trong 6T21.

**Các công ty môi giới chứng khoán có lợi thế trong mảng khách hàng cá nhân và số hóa sẽ tận dụng tốt cơ hội này**

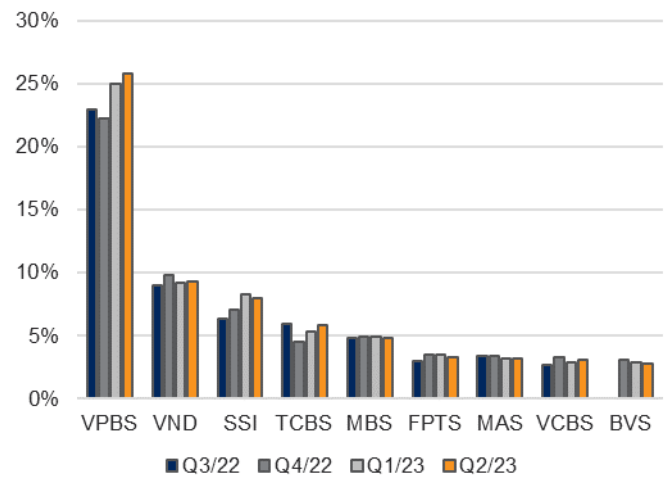
Với gần 90 công ty chứng khoán trên thị trường, ngành chứng khoán đang rất phân mảnh. Top 5 công ty chứng khoán có thị phần lớn nhất tại HOSE trong Q2/23 bao gồm: Chứng khoán VPS (VPS), SSI, VND, Chứng khoán Techcom (TCBS) và Chứng khoán Mirae Asset (MAS). Cùng với sự gia tăng của các nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán trong Q2/23, các công ty chứng khoán có lợi thế về tệp khách hàng cá nhân lớn đã có sự cải thiện về thị phần so với quý trước, cụ thể là VPS, VND và MBS. Trong khi đó, các công ty chứng khoán có tỷ trọng nhiều về nhà đầu tư tổ chức lại giảm thị phần so với quý trước như HSC, VCI.

**Hình 16: Thị phần của các công ty tại HOSE trong 4 quý gần nhất**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

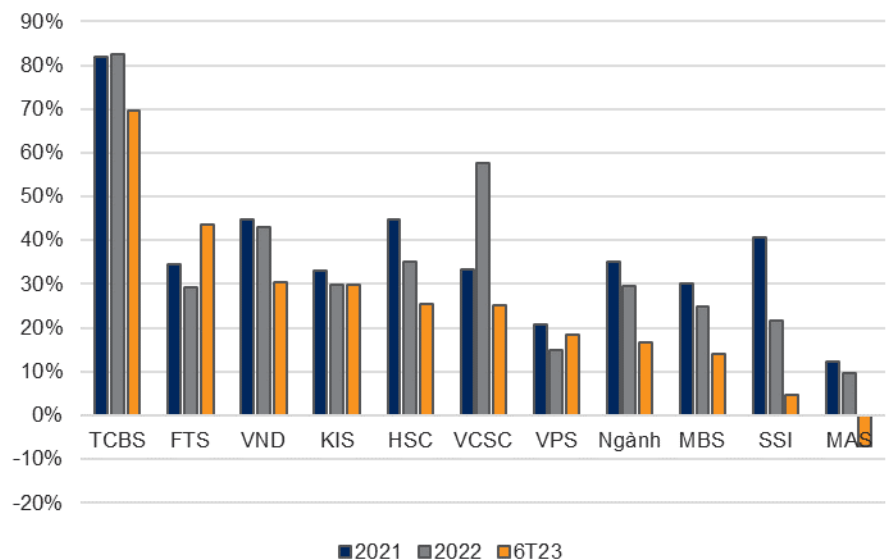
**Hình 17: Thị phần của các công ty trên sàn HNX trong 4 quý gần nhất**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

Mặc dù là một cái tên nổi bật trong mảng môi giới, VPS đã ghi nhận lợi nhuận gộp từ hoạt động môi giới trong giai đoạn 2020-22 thấp hơn nhiều do chiến lược chi mạnh tay cho mảng môi giới, gồm phí giao dịch thấp và hoa hồng hấp dẫn cho các chuyên viên môi giới. Trong khi đó, TCBS với chiến lược tập trung vào số hóa và mô hình hoạt động không môi giới giúp giảm thiểu chi phí trung gian cũng như tăng biên lợi nhuận mảng này.

**Hình 18: Biên lợi nhuận môi giới của top 10 công ty chứng khoán có thị phần lớn nhất HOSE**



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECTRESEARCH

Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt, một số công ty cũng đã giảm phí giao dịch bằng cách thực hiện “chính sách phí 0 đồng” như SSI, VND hoặc tặng tiền mặt cho tài khoản mở mới để thu hút khách hàng mới. Theo chúng tôi, chính sách phí 0 đồng sẽ là một trong những yếu tố thay đổi cuộc chơi để định hình hoạt động kinh doanh dịch vụ tài chính trong tương lai. Do đa phần người dân chưa có sự tham gia sâu vào thị trường vốn, các nhà đầu tư cá nhân sẽ có xu hướng chọn công ty cung cấp gói phí hấp dẫn nhất hoặc giao diện người dùng thân thiện nhất.

Ngoài ra, các công ty chứng khoán có thể tối ưu doanh thu từ tệp khách hàng bằng cách bán chéo các sản phẩm tài chính khác như trái phiếu, cho vay ký quỹ, qua đó bù đắp cho sự sụt giảm thu nhập từ phí môi giới.

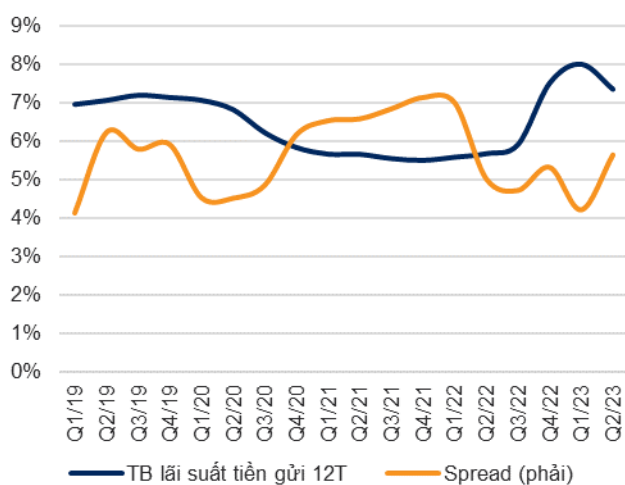
Trước tình hình này, chúng tôi ưa thích các công ty chứng khoán có lượng khách hàng cá nhân lớn như SSI, MBS với lợi thế cạnh tranh là tệp KH cá nhân lớn để tăng thị phần trong tương lai. Bên cạnh đó, mức độ số hóa sẽ là yếu tố quyết định công ty nào sẽ có sự cải thiện lớn nhất về thị phần. Một số công ty chứng khoán đã tung ra nhiều sản phẩm dựa trên công nghệ để hỗ trợ và tư vấn cho nhà đầu tư như trí tuệ nhân tạo (AI), môi giới ảo và sao chép giao dịch. Ví dụ: sản phẩm i-Invest của BSI sử dụng dữ liệu giao dịch, chỉ số tài chính và chỉ số định giá để giới thiệu cổ phiếu tiềm năng cho nhà đầu tư. TCBS và MBS cũng cung cấp dịch vụ sao chép giao dịch, cho phép nhà đầu tư sao chép hoạt động giao dịch của nhà đầu tư khác.

### Lãi suất thấp hơn sẽ hỗ trợ hoạt động cho vay ký quỹ

#### Những công ty nào sẽ có lợi suất cho vay cao hơn các công ty khác?

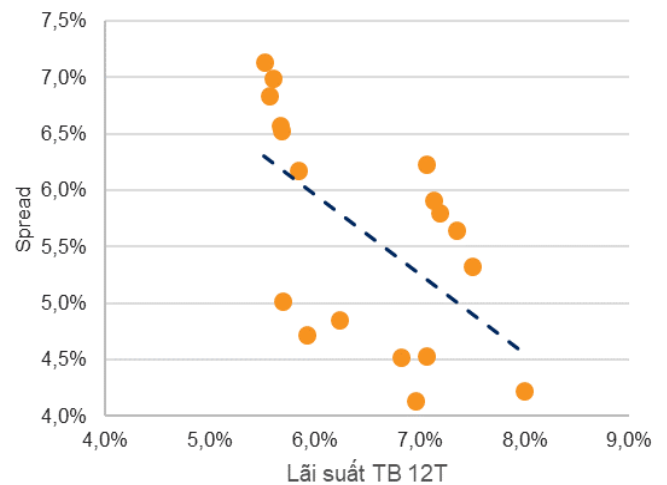
Để hiểu rõ hơn về xu hướng của lợi suất cho vay, chúng tôi quyết định xem xét biên độ chênh lệch giữa lãi suất cho vay và chi phí vốn. Theo quan sát của chúng tôi, biên độ chênh lệch của toàn ngành thường rơi vào khoảng 4,0% – 7,0%, tùy thuộc vào điều kiện thị trường. Chúng tôi nhận thấy có mối quan hệ trái chiều giữa lợi suất cho vay và lãi suất tiền gửi, tức là môi trường lãi suất thấp hơn có thể hỗ trợ các công ty chứng khoán có lợi suất tốt hơn. Điều này là do việc hạ lãi suất tiền gửi khiến cho thị trường chứng khoán hấp dẫn hơn, thúc đẩy các nhà đầu tư giao dịch và tận dụng đòn bẩy để nắm bắt cơ hội đầu tư. Trong Q2/23, lợi suất cho vay toàn ngành đã tăng lên 5,6% từ mức 4,2% trong Q1/23, chủ yếu do lãi suất giảm khi lãi suất tiền gửi trung bình 12 tháng giảm từ 8,0% Q1/23 xuống 7,3%. Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng lợi suất cho vay của ngành có thể cải thiện đáng kể từ mức 5,6% trong Q2/23 do lãi suất tiếp tục giảm kể từ khi NHNN cắt giảm lãi suất chính sách lần thứ 4 vào cuối Q2/23. Các công ty chứng khoán có lợi suất cho vay cao hơn so với các công ty cùng ngành trong 6T23 bao gồm: AGR, MBS, BSI, SSI và SHS.

**Hình 19: Diễn biến của lợi suất cho vay toàn ngành và lãi suất tiền gửi kể từ năm 2019**



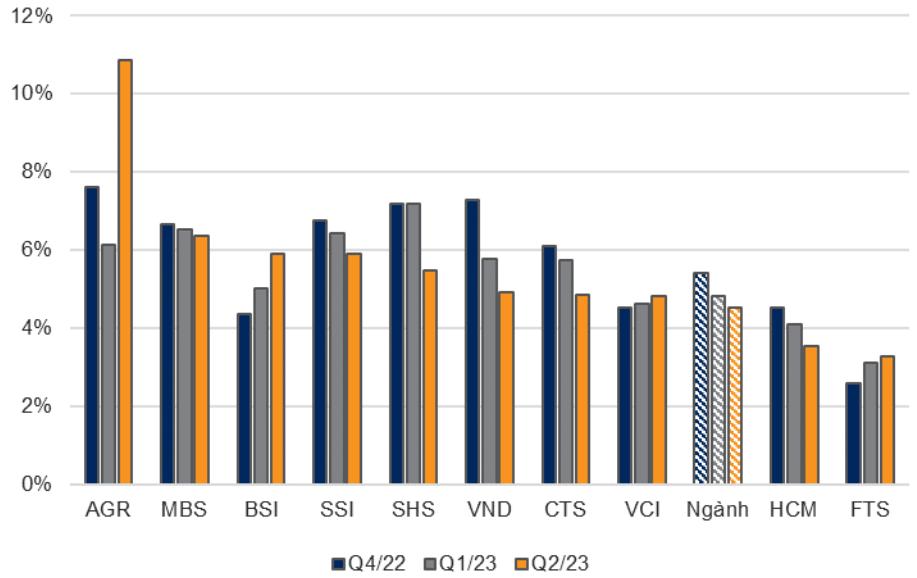
ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 20: Tương quan nghịch giữa lợi suất cho vay và lãi suất tiền gửi 12 tháng**



ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 21: Ước tính spread cho vay của các CTCK niêm yết lớn**

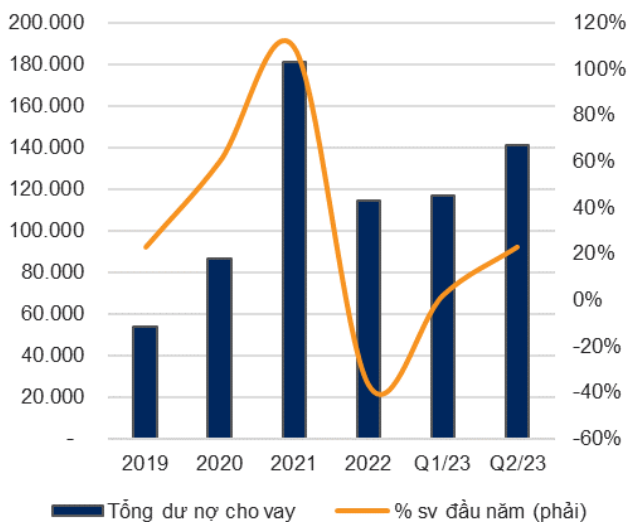


ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Finpro, VNDIRECT RESEARCH

**Công ty nào có thể tận dụng được cơ hội từ lãi suất cho vay mới?**

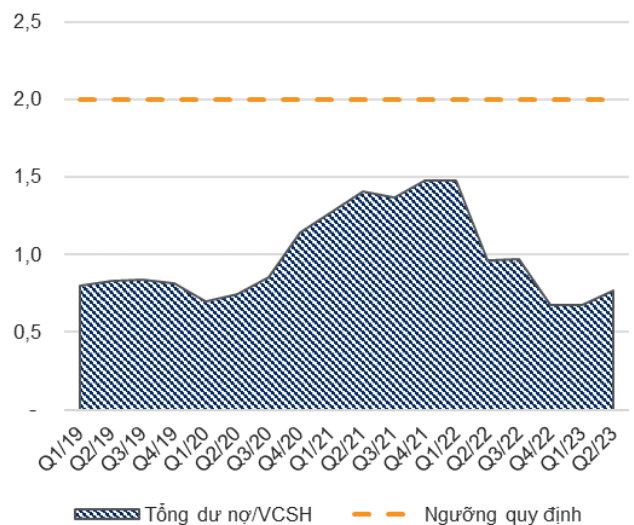
Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng tổng dư nợ cho vay ký quỹ của ngành sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ sự phục hồi của thị trường chứng khoán và tỷ lệ ký quỹ thấp hơn. Giá trị giao dịch trung bình trong Q2/23 tại ba sàn chứng khoán đã cải thiện ấn tượng 48,4% so với quý trước lên 16,5 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, tính đến cuối Q2/23, tổng dư nợ ký quỹ/vốn chủ sở hữu chỉ đạt 0,77 lần, dư địa tăng trưởng cho vay ký quỹ vẫn còn rất lớn vì ngưỡng quy định là 2,0 lần.

**Hình 22: Tổng dư nợ cho vay toàn ngành đang phục hồi (tỷ đồng)**



ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

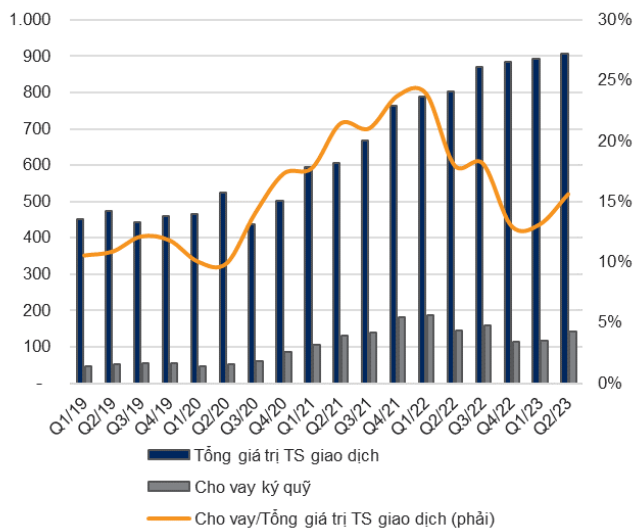
**Hình 23: Tổng dư nợ cho vay toàn ngành/VCSH đã giảm mạnh kể từ mức đỉnh tại Q1/22**



ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

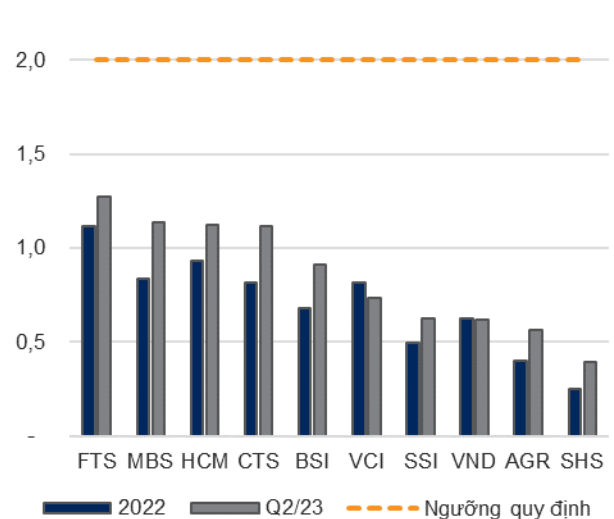
Để tìm ra ngưỡng tối ưu cho tổng giá trị vay ký quỹ của ngành, chúng tôi quyết định thực hiện phương pháp tiếp cận từ dưới lên từ tổng giá trị tài sản tài chính được giao dịch của 30 CTCK lớn nhất và mối tương quan tuyến tính của nó với các khoản vay ký quỹ của ngành. Với kỳ vọng VN-Index sẽ đạt ~1.300 điểm trong nửa cuối năm 2023 ([BCCL 6T cuối năm 2023: Đủ nắng, hoa sẽ nở](#)), tương ứng mức tăng 16% so với mức 1.120 điểm vào cuối Q2/23. Do đó, chúng tôi dự báo tổng giá trị giao dịch tài sản tài chính tại Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (TTLKCK) sẽ tăng với tốc độ tương tự (~16%) lên khoảng 910 nghìn tỷ đồng từ 784 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/23 (dữ liệu được thu thập từ top 30 công ty môi giới về quy mô tài sản). Kết hợp với tỷ lệ cho vay ký quỹ ngành trên tổng giá trị tài sản niêm yết trong 3 năm gần đây thường rơi vào khoảng ~17% đến 20%, chúng tôi kỳ vọng tổng cho vay ký quỹ toàn thị trường có thể đạt 155-180 nghìn tỷ đồng trong 2H23, tăng 10-30% so với mức 140 nghìn tỷ đồng vào cuối Q2/23. Với tổng VCSH của 30 công ty đạt ~183 nghìn tỷ đồng vào cuối quý 2 năm 2023, con số này cho thấy tỷ lệ cho vay margin/VCSH toàn ngành sẽ rơi vào khoảng 0,85 – 1,0 lần.

**Hình 24: Cho vay ký quỹ/Tổng giá trị tài sản giao dịch (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 25: Cho vay ký quỹ/VCSH của top 10 CTCK niêm yết**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng những ngân hàng có tỷ lệ cho vay ký quỹ thấp/VCSH, margin spread cao, cùng với chiến lược không tập trung mở rộng danh mục đầu tư có thể mở rộng thu nhập từ cho vay ký quỹ, bao gồm: SHS, AGR, SSI, BSI và MBS.

### Ngân hàng đầu tư vẫn là mảnh đất màu mỡ cho các CTCK

#### Thị trường TPDN trì trệ do nhiều quy định hạn chế hơn

Sau vài năm tăng trưởng mạnh, Chính phủ đã giám sát chặt chẽ việc phát hành TPDN với việc sửa đổi Nghị định 65 vào Q2/22, dẫn đến sự thu hẹp của thị trường này. Theo ước tính của chúng tôi, có 29 đợt phát hành mới trong 6T23 với tổng giá trị phát hành là 19 nghìn tỷ đồng (-34,4% so với quý trước và -83,1% svck). Ngành BĐS chiếm tỷ trọng phát hành TPDN lớn nhất trong Q2/23, chiếm hơn 34,9% tổng giá trị, tiếp theo là ngành ngân hàng với 29% tổng giá trị.

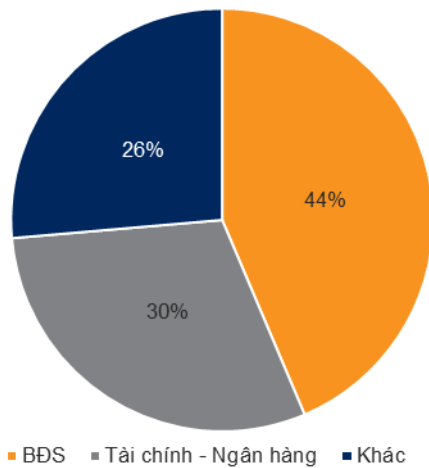
Chúng tôi thấy rằng đã có một số đợt phân phối trái phiếu mới với giá trị cao trong T3/23 (ngay sau khi Nghị định 08/23 được ban hành), tuy nhiên thị trường đã trở lại trạng thái trầm lắng trong Q2/2. Điều này chứng tỏ niềm tin của NĐT vẫn chưa quay trở lại khi một số tổ chức phát hành vẫn đang gặp khó khăn trong quản lý

dòng tiền dẫn đến việc chậm trả nghĩa vụ nợ. Tính đến ngày 26/06, có 59 doanh nghiệp nằm trong danh sách quá hạn nộp thuế do HNX công bố. Chúng tôi ước tính tổng dư nợ trái phiếu của các công ty này là ~160 nghìn tỷ đồng, chiếm 14,6% tổng dư nợ TPDN.

**Quan điểm của chúng tôi về triển vọng ngắn hạn và dài hạn của thị trường TPDN**

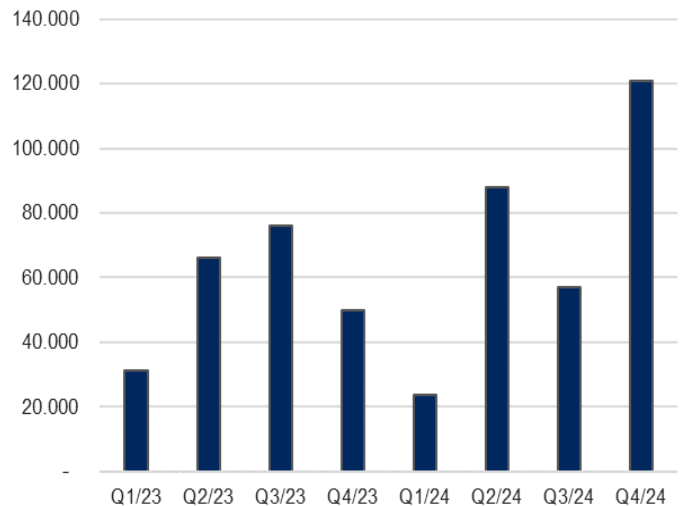
Trong nửa cuối 2023, chúng tôi không kỳ vọng thị trường TPDN sẽ phục hồi trở lại mức tăng trưởng mạnh như những năm trước do áp lực đáo hạn trái phiếu vẫn kéo dài cho đến cuối năm. Trong Q3/23, ước tính của chúng tôi cho thấy sẽ có hơn 75,9 nghìn tỷ đồng TPDN đáo hạn (+14,9% so với Q2/23). Ngành BĐS tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất, chiếm gần 43,6% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn trong Q3/23. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy các chủ đầu tư vẫn đang phải đối mặt với sự chậm trễ trong xây dựng do vấn đề thanh khoản, điều này có thể khiến người mua nhà từ chối thanh toán các khoản thế chấp và làm tổn thương tâm lý thị trường nhiều hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường TPDN ảm đạm sẽ tiếp tục phủ bóng đen lên chất lượng tài sản của các công ty môi giới trong nửa cuối 2023 bằng việc tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lời của danh mục đầu tư.

**Hình 26: TPDN sắp đáo hạn theo ngành trong Q3/23 (ước tính loại trừ TPDN mua trước hạn đến 26/06/2023)**



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 27: Giá trị TPDN đáo hạn theo quý trong năm 2023 (Đơn vị: tỷ đồng) - ước tính không bao gồm TPDN mua trước hạn đến 26/06/2023**



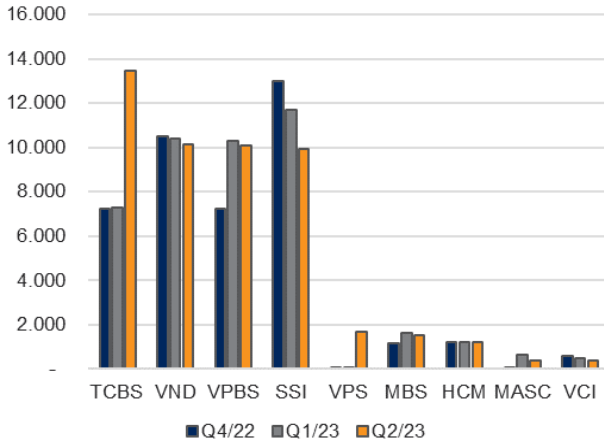
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tin tưởng vào sự tăng trưởng dài hạn của thị trường TPDN Việt Nam. Tại cuối năm 2022, tổng dư nợ tín dụng/GDP tại Việt Nam (theo ước tính của chúng tôi) đạt ~140%, tương tự như Thái Lan và Malaysia. Với điều kiện tăng trưởng tín dụng và GDP sẽ có thể lần lượt đạt được 13% và 6%/năm trong thời gian tới, Việt Nam sẽ trên đà đạt tỷ lệ tín dụng/GDP 180% trong 3-4 năm nữa, tương đương với mức của Trung Quốc hiện nay, hàm ý chúng ta đang tiến đến điểm bão hòa. Ngược lại, điều này sẽ hạn chế tăng trưởng dư nợ tín dụng và có thể khiến doanh nghiệp gặp khó khăn hơn trong việc huy động vốn thông qua các kênh truyền thống như vay ngân hàng.

Do đó, thị trường TPDN ở Việt Nam có thể trở thành một nguồn vốn quan trọng hơn cho các doanh nghiệp. Thị trường TPDN vẫn còn tương đối nhỏ ở Việt Nam, nhưng đã phát triển nhanh chóng trong những năm gần đây. Vào cuối Q2/23, vốn hóa thị trường TPDN vào khoảng 11,8% GDP, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ

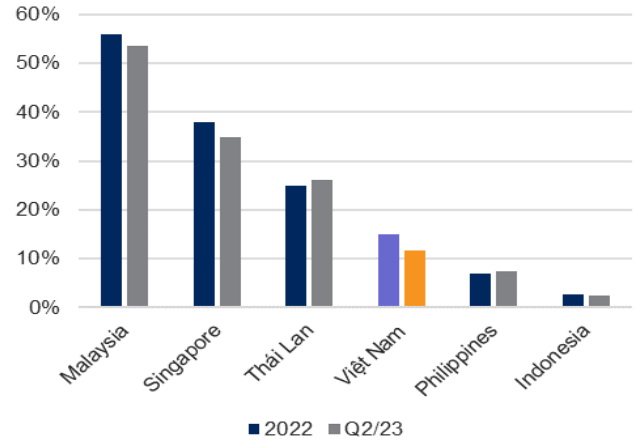
vốn hóa thị trường TPDN/GDP của các quốc gia khác trong khu vực như Thái Lan (26,1%) và Malaysia (53,6%).

**Hình 28: Ngoại trừ TCBS và VPS, hầu hết các CTCK hạ tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu trong Q2/23 trước những trở ngại hiện tại (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 29: Vốn hóa thị trường TPDN/GDP theo khu vực**



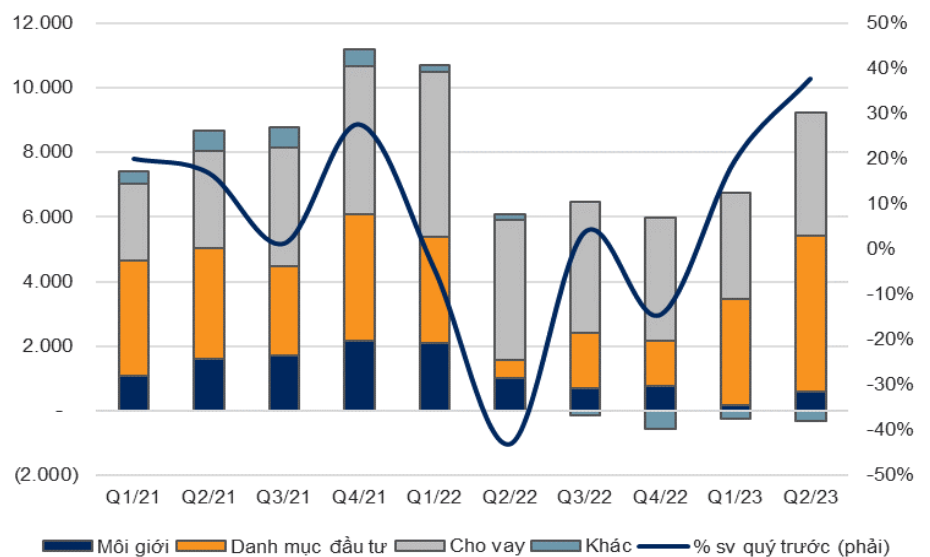
Nguồn: Asianbonds, VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD của ngành Chứng khoán Q2/23: vượt qua giai đoạn khó khăn

### Cho vay ký quỹ và đầu tư sẽ là động lực doanh thu chính

Vào Q2/23, LN gộp của 30 CTCK hàng đầu đạt xấp xỉ 8.800 tỷ đồng (+38,5% so với quý trước) chủ yếu nhờ lãi hoạt động đầu tư tăng đột biến. Đặc biệt, doanh thu hoạt động đầu tư đóng vai trò động lực với mức đóng góp tăng vọt lên 54,4% sau khi dao động khoảng 10-30% trong năm 2022, nhờ sự phục hồi của thị trường trong Q2/23. Tỷ suất LN gộp của hoạt động đầu tư theo lĩnh vực cũng được cải thiện lên 11,1%, so với mức 5,05% trong năm 2022 và mức 8,1% trong Q1/23.

**Hình 30: Cơ cấu LN gộp theo từng lĩnh vực**

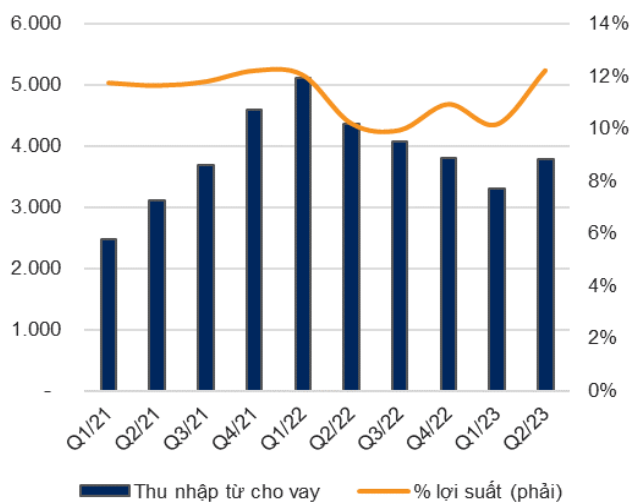


ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Về lợi suất cho vay ký quỹ, chúng tôi đã nhận thấy sự phục hồi nhẹ kể từ Q1/23 sau khi chạm đáy vào Q2/22 do áp lực của chi phí huy động vốn cao hơn. Lợi suất biên của ngành cải thiện đáng kể 2 điểm % so với quý trước từ 12,2% lên 10,2%. Do đó, mức lãi suất thấp hơn hiện tại sẽ giảm bớt gánh nặng chi phí huy động vốn của các công ty dịch vụ tài chính. Bên cạnh đó, do chúng tôi giả định rằng thị trường chứng khoán sẽ nhộn nhịp trong nửa cuối 2023, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cho vay ký quỹ sẽ phục hồi, từ đó sẽ thúc đẩy mảng môi giới cải thiện lợi suất cho vay.

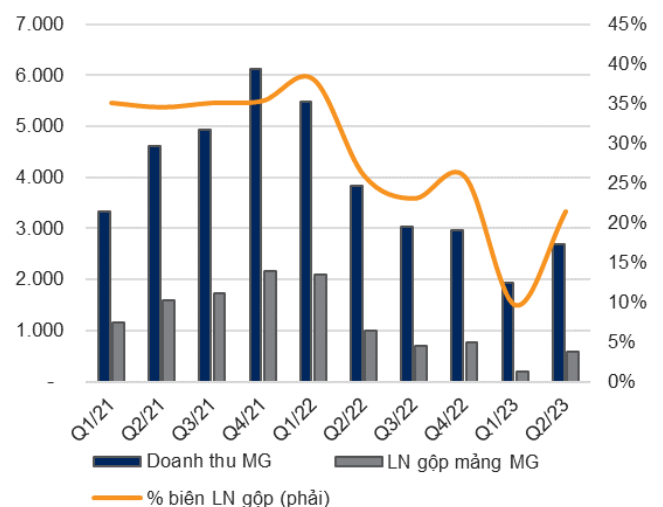
Một điểm đáng chú ý là LN gộp hoạt động môi giới có xu hướng giảm khi đóng góp của mảng này giảm xuống chỉ còn 6,5% tổng LN gộp toàn ngành trong Q2/23. Chúng tôi coi đây là môi trường kinh doanh cạnh tranh cao giữa các công ty dịch vụ tài chính để tìm kiếm khách hàng mới. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận môi giới của ngành đã tăng trở lại mức 21% sau khi chạm đáy ở mức 10% trong Q1/23 nhờ sự phục hồi của thị trường. Trong thời gian còn lại của năm 2023, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của mảng môi giới sẽ cải thiện nhờ thanh khoản thị trường tốt hơn. Tuy nhiên, với mật độ cạnh tranh ngày càng chặt chẽ, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các công ty môi giới sẽ phụ thuộc chủ yếu vào hoạt động cho vay ký quỹ và hoạt động đầu tư. Do đó, các công ty có tỷ lệ khách hàng bán lẻ cao, tỷ lệ cho vay ký quỹ/Vốn chủ sở hữu thấp và hoạt động đầu tư lành mạnh sẽ có thể nắm bắt cơ hội trong quá trình phục hồi của thị trường và ghi nhận khả năng phục hồi lợi nhuận tốt hơn so với các công ty cùng ngành.

**Hình 31: Lợi suất cho vay ký quỹ của ngành đang tăng lên**



ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 32: Tuy nhiên, biên LN môi giới đang bị siết chặt do cạnh tranh chặt chẽ**

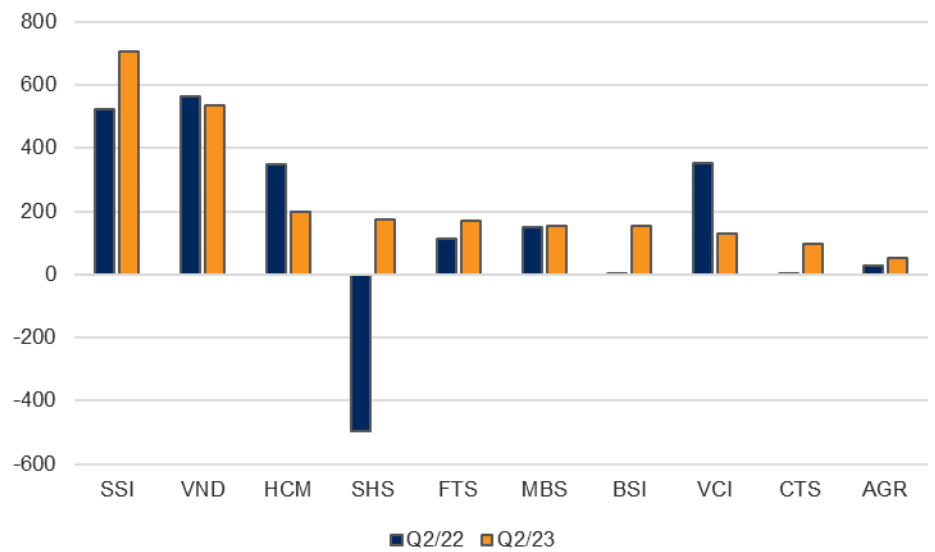


ngành: 30 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất  
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

Về khả năng sinh lời, LNTT của top 30 công ty đạt ~5,5 nghìn tỷ đồng (+83% svck và +61,5% so với quý trước). Đặc biệt, hầu hết các công ty vốn hóa nhỏ đều ghi nhận hiệu quả hoạt động tốt hơn nhiều trong Q2/23 svck nhờ sự phục hồi từ lãi hoạt động đầu tư khi thị trường tăng trở lại, điều mà theo chúng tôi sẽ khó duy trì trong nửa cuối 2023. Trong khi đó, các công ty môi giới vốn hóa lớn vẫn ghi nhận LNTT thấp hơn svck do hoạt động cho vay ký quỹ vẫn chưa hồi phục về mức Q2/20. SSI bị loại nhờ thu nhập lãi cao từ hoạt động góp vốn đầu tư (436 tỷ đồng: +162% yoy). BSI ghi nhận KQKD ấn tượng nhất svck trong Q2/23 sau khi phát hành thành công cổ phiếu mới cho CTCK Hana trong năm 2022.



**Hình 33: Kết quả LNTT Q2/23 (Đvt: tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

### Kế hoạch tăng vốn trong năm 2023: tích cực cải thiện nguồn vốn

Theo cơ sở dữ liệu của chúng tôi, hầu hết các CTCK đang duy trì CAR (tỷ lệ an toàn vốn) ở mức cao hơn nhiều so với ngưỡng yêu cầu. Tuy nhiên, do tỷ lệ tối đa đầu tư vào TPDN được quy định ở mức 70%, hầu hết các công ty dịch vụ tài chính đều tham vọng tăng vốn để chớp lấy cơ hội tiếp xúc nhiều hơn trong một thị trường đang phát triển.

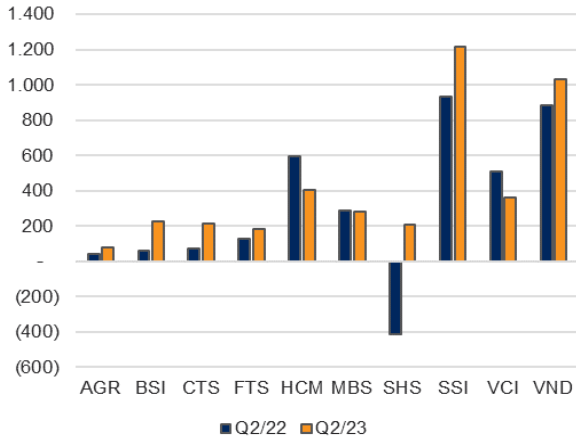
**Hình 34: Kế hoạch tăng vốn năm 2023 của các CTCK**

Công ty	Kế hoạch tăng vốn 2023
SSI	- phát hành thêm 104tr cổ phiếu (đã được phê duyệt từ ĐHCĐ 2022)
VCI	- 2 triệu ESOP tại mức giá 12.000đ/cổ phiếu
TCBS	phát hành mới cho TCB với tổng giá trị ước tính ~10 nghìn tỷ đồng - nâng mức tối đa sở hữu nước ngoài lên 100%
VPBS	- phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 16,82:1 - phát hành riêng lẻ 20% cho 1-5 NĐT (243,5tr cổ phiếu) - 20% ESOP tại mức giá 10.000đ/cổ phiếu (243,5tr cổ phiếu) - 10% cổ phiếu thưởng cho nhân viên (121tr cổ phiếu)
VND	- 20% phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu (243,5tr cổ phiếu) - quyền mua cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1 hoặc 2:1 với mức giá không thấp hơn 10.000đ/cổ phiếu
TPS	- phát hành riêng lẻ tối đa 200tr cổ phiếu, với mức giá không thấp hơn mệnh giá

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

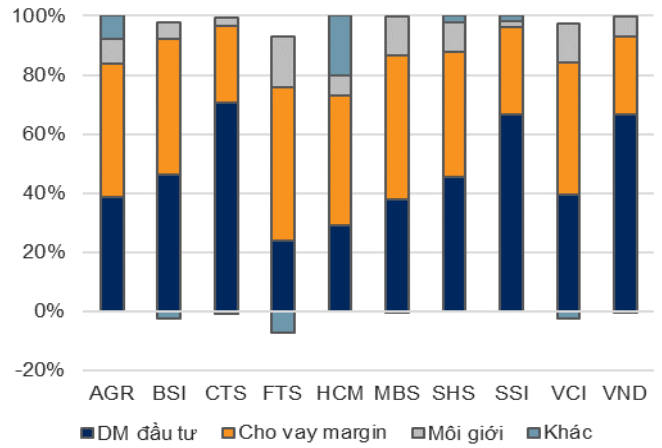
**So sánh tương quan giữa các công ty chứng khoán niêm yết**

**Hình 35: Lợi nhuận gộp Q2/23 svck (Đơn vị: tỷ đồng)**



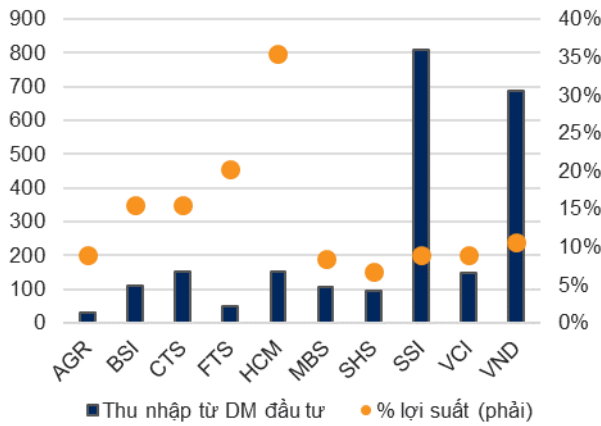
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 36: LN gộp mảng môi giới chỉ đóng góp một phần nhỏ trong tổng cấu trúc LN gộp các công ty**



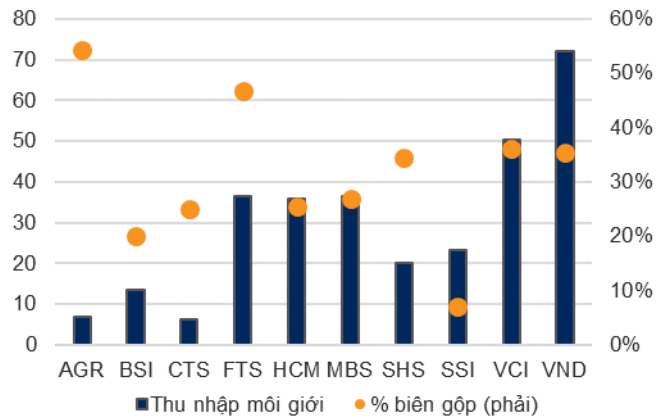
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 37: Thu nhập từ danh mục (DM) đầu tư và lợi suất trong Q2/23 (tỷ đồng)**



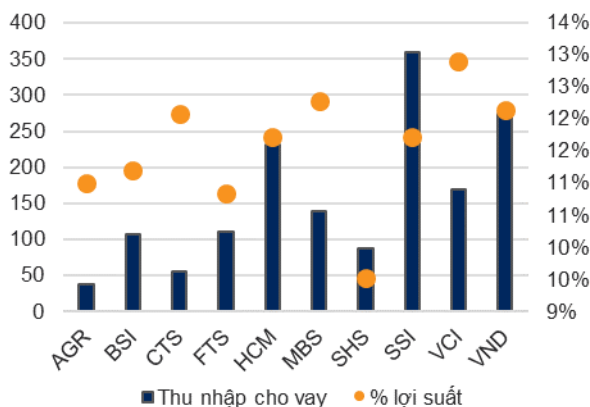
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 38: Thu nhập từ mảng môi giới và biên gộp mảng này trong Q2/23 (tỷ đồng)**



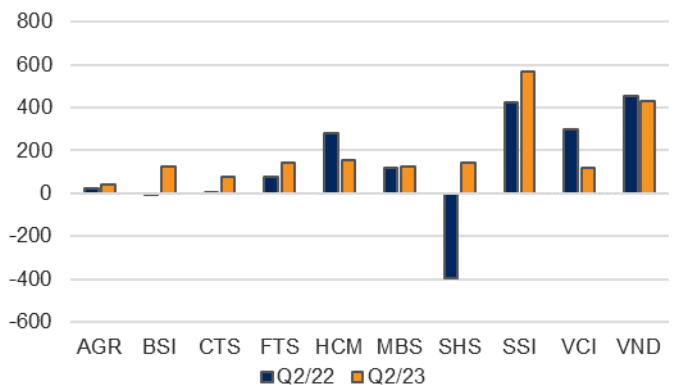
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 39: Thu nhập từ cho vay ký quỹ và lợi suất trong Q2/23 (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

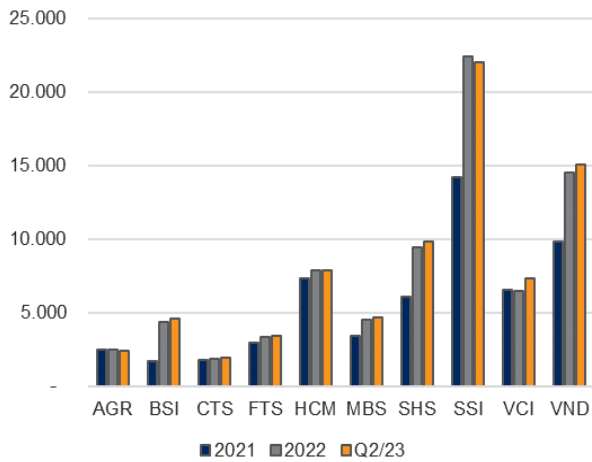
**Hình 40: Hầu hết các CTCK vốn hóa nhỏ ghi nhận mức LN ròng cải thiện mạnh trong Q2/23 svck trong khi các CTCK vốn hóa lớn vẫn ghi nhận LN ròng suy giảm (tỷ đồng)**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

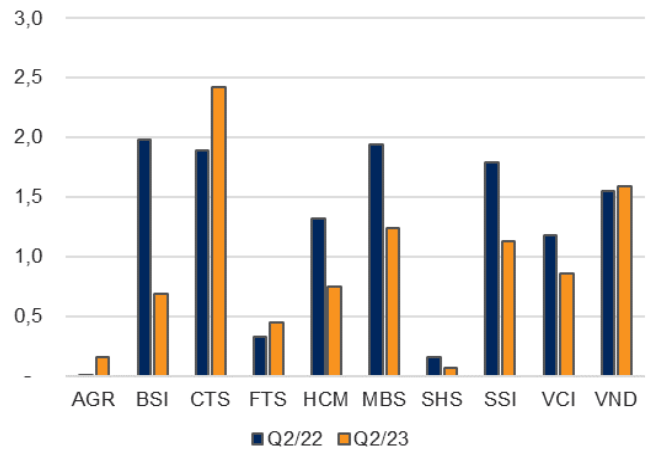
**So sánh tương quan giữa các công ty chứng khoán niêm yết (tiếp)**

**Hình 41: Nhiều CTCK đã tận dụng thị trường bùng nổ giai đoạn 2021-22 để cải thiện vốn...(tỷ đồng)**



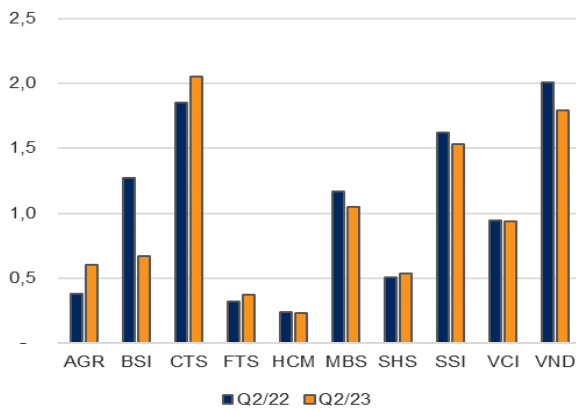
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 42: ...từ đó cải thiện tỷ lệ nợ/VCSH**



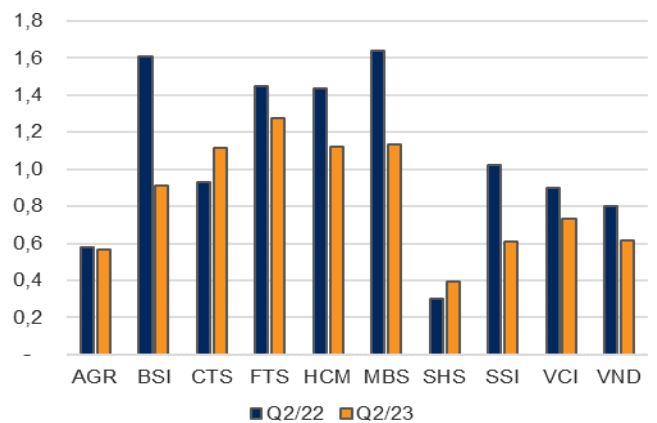
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 43: Danh mục đầu tư (FVTPL + AFS +HTM) /VCSH**



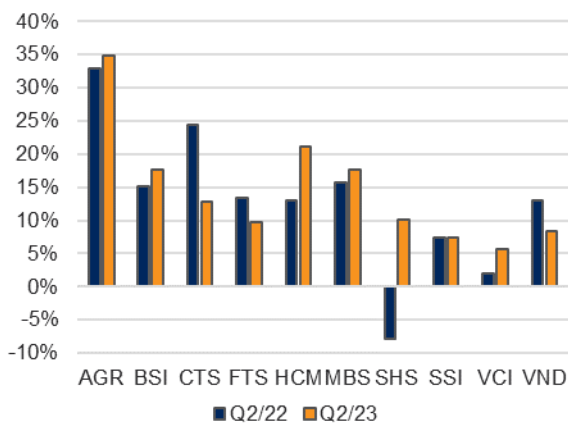
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 44: Cho vay ký quỹ /VCSH**



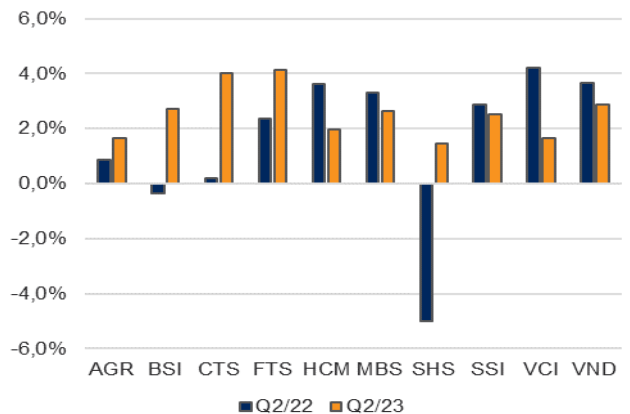
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 45: Opex/LN gộp**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

**Hình 46: ROAE trượt 12T**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECTRESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Dũng - Trưởng phòng

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn](mailto:thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>