

NGÀNH CHỨNG KHOÁN

**CƠ HỘI LỚN TỪ NÂNG HẠNG
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**



Hiếu Nguyễn – hieu1.nm@vdsc.com.vn





Tổng quan

Ngành chứng khoán Việt Nam đang có sự chuyển mình mạnh mẽ khi quy mô thị trường tăng trưởng nhanh chóng, đồng thời sự cạnh tranh vẫn ngày càng gay gắt giữa các công ty trong ngành. Cuộc đua giành thị phần đang diễn ra quyết liệt khi các công ty cạnh tranh bằng cách tăng vốn điều lệ, giảm phí giao dịch, đẩy mạnh hoạt động môi giới và ứng dụng công nghệ. Về mặt triển vọng, nền kinh tế trong nước tiếp tục tăng trưởng ổn định và bền vững sẽ tạo ra dư địa để thị trường chứng khoán phát triển. Ngoài ra, hệ thống giao dịch KRX kỳ vọng đi vào hoạt động kể từ tháng 5/2025 sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động của thị trường. Đây cũng là mảnh ghép quan trọng cho cơ chế bù trừ trung tâm CCP, yếu tố then chốt để nâng hạng thị trường. Hệ thống mới này hứa hẹn mở ra cơ hội cho các sản phẩm đầu tư mới.

Hơn nữa, TTCK trong nước kỳ vọng ở kịch bản thận trọng sẽ được nâng hạng lên nhóm mới nổi cân biên của FTSE trong tháng 3/2026, là điểm cộng tích cực cho các CTCK khi khả năng cao Việt Nam sẽ đón nhận dòng vốn lớn từ các quỹ chủ động và thụ động quốc tế tham gia đầu tư. Trong bối cảnh này, những công ty chứng khoán sở hữu tiềm lực tài chính vững mạnh và năng lực công nghệ vượt trội sẽ nắm bắt tốt hơn các cơ hội tăng trưởng. Tuy nhiên, các công ty chứng khoán vẫn phải đối mặt với những rủi ro như cạnh tranh cao trong ngành, thanh khoản thị trường sụt giảm, biến động kinh tế vĩ mô, địa chính trị.

Kỳ vọng thanh khoản giao dịch cải thiện nhờ triển vọng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tích cực, hệ thống KRX đưa vào vận hành và nâng hạng thị trường

- Lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết dự báo sẽ tăng trưởng 18,8% trong năm 2025 là cơ sở để thu hút nhà đầu tư tham gia và hỗ trợ cho đà tăng thanh khoản chung.
- Lãi suất tiền gửi thấp, hệ thống KRX dự kiến đi vào hoạt động vào T5/2025 và TTCK trong nước khả năng được nâng hạng lên thị trường mới nổi cân biên của FTSE vào T3/2026 là điều kiện cần thiết thu hút dòng vốn mới từ trong và ngoài nước tham gia. Trong đó, kỳ vọng NĐTNN sẽ quay trở lại mua ròng mạnh mẽ từ nửa cuối năm 2025.

Cho vay ký quỹ tiếp tục tăng trưởng khá khi thanh khoản thị trường cải thiện

- Kỳ vọng cho vay ký quỹ của ngành trong 4 quý tới sẽ tăng trưởng trung bình từ 19% - 31% svck khi thanh khoản trung bình/phần/tháng có thể đạt 17.000 – 28.000 tỷ đồng. Trong đó, động lực gia tăng thanh khoản đến từ (1) Nhiều CTCK hay các doanh nghiệp có kế hoạch tăng vốn, (2) Thông tư 68/2024/TT-BTC tạo cơ sở pháp lý cho giao dịch mua cổ phiếu không yêu cầu có đủ tiền cho NĐTTCNN có hiệu lực hay (3) Mặt bằng lãi suất duy trì thuận lợi.

Định giá của ngành không quá hấp dẫn nhưng vẫn có cơ hội mở rộng nhờ thanh khoản cải thiện

- Thanh khoản giao dịch thị trường tăng cao là cơ sở để định giá của ngành chứng khoán tiếp tục mở rộng trong thời gian tới. Trong đó, các công ty chứng khoán với nền tảng vốn vững mạnh sẽ được hưởng lợi hơn cả.

Cổ phiếu khuyến nghị

- Chúng tôi khuyến nghị SSI (Mua- upside 19%) , HCM (Tích lũy- upside 13%) và VCI (Nắm giữ).

Rủi ro

- Thanh khoản thị trường sụt giảm, khối ngoại tiếp tục bán ròng và cạnh tranh trong ngành tiếp tục gia tăng.

Phần I:

KQKD tăng trưởng chậm lại, mảng cho vay ký quỹ là điểm sáng trong 9T2024

<u>Lợi nhuận sau thuế ngành chứng khoán tăng trưởng giảm tốc</u>	5
<u>Cho vay ký quỹ là điểm sáng</u>	7

Phần II:

Cạnh tranh giữa các công ty ngày càng khốc liệt

<u>Cạnh tranh từ phí giao dịch và tăng hoa hồng môi giới</u>	10
<u>Nguồn thu từ cho vay ký quỹ bù đắp cho mảng môi giới</u>	12
<u>Tăng vốn và đầu tư vào công nghệ là phương thức cạnh tranh chính</u>	13
<u>Áp lực cạnh tranh định hình cơ cấu tài sản sinh lãi</u>	14

Phần III:

Dư địa tăng trưởng trong dài hạn đến từ các yếu tố nội tại

<u>Thị trường cổ phiếu là kênh đầu tư hấp dẫn trong dài hạn</u>	19
<u>Ngành chứng khoán hưởng lợi theo đà mở rộng của TTCK trong nước</u>	20
<u>Xu hướng định giá của ngành thuận chiều với thanh khoản Vnindex</u>	22
<u>Nguồn cung cổ phiếu mới tiềm năng trong 2025-2026</u>	23
<u>CTCK hưởng lợi từ dư địa phát triển của thị trường TPDN</u>	24
<u>Chính sách thay đổi nhằm hướng đến TTCK lành mạnh</u>	25

Phần IV:

Cơ hội lớn từ nâng hạng TTCK

<u>Lợi ích của nâng hạng TTCK</u>	28
<u>Các tiêu chí nâng hạng và so sánh với các quốc gia khác</u>	29
<u>Các giải pháp đã thực hiện để tiến tới nâng hạng TTCK</u>	34
<u>Tiềm năng thu hút vốn đầu tư khi nâng hạng</u>	36

Phần V:

Triển vọng năm 2025 và khuyến nghị cổ phiếu

<u>Thanh khoản sẽ được cải thiện</u>	39
<u>Dòng vốn ngoại sẽ quay trở lại từ giữa năm</u>	41
<u>Khuyến nghị SSI, HCM và VCI</u>	45

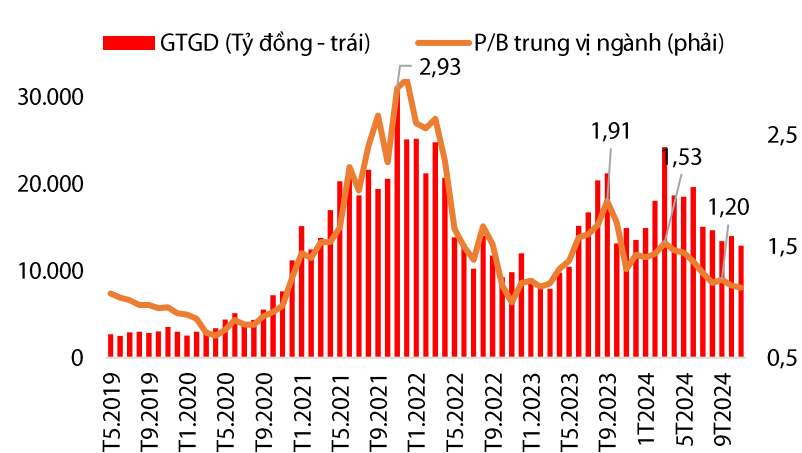
KQKD TĂNG TRƯỞNG CHẬM LẠI, MẢNG CHO VAY KÝ QUỸ LÀ ĐIỂM SÁNG TRONG 9T2024



Thanh khoản thị trường suy giảm và khối ngoại liên tiếp bán ròng

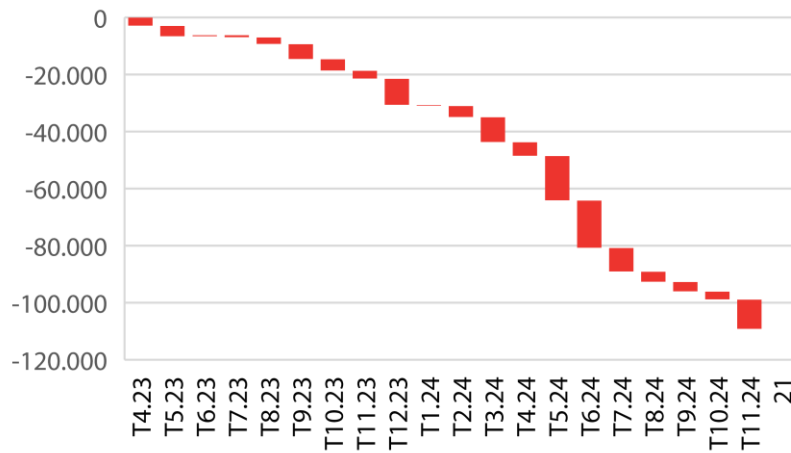
- Giá trị giao dịch sau khi duy trì xu hướng phục hồi trong nửa đầu năm với thanh khoản trên mỗi phiên dao động chủ yếu từ 18.000 – 20.000 tỷ đồng/phiên (thanh khoản trung bình cao nhất đạt 24.262 tỷ đồng/phiên vào tháng 3) sau đó đã giảm trở lại trong nửa cuối năm, với khối lượng giao dịch bình quân trên sàn HSX giảm xuống dưới 15.000 tỷ đồng/phiên. Trong đó, thanh khoản thị trường đã rơi xuống mức thấp nhất kể từ đầu năm đến nay trong tháng 11/2024, khi giá trị giao dịch trung bình/phiên còn 12.879 tỷ đồng.
- Ngoài ra, khối ngoại cũng liên tục bán ròng trong 11 tháng qua, cụ thể tính tới ngày 25/11/2024, khối ngoại đã bán 71.506 tỷ đồng trên sàn HSX (Hình 2). Nếu tính từ tháng 4/2023, khi bắt đầu có sự phân kỳ điều hành chính sách lãi suất giữa SBV và FED, thì khối ngoại đã bán ròng 101.439 tỷ đồng trên sàn HSX. Trong đó Q2/2024 là khoảng thời gian khối ngoại tập trung bán mạnh nhất, khi diễn biến tỷ giá USD/VND tăng mạnh, NHNN phải bán USD để kìm hãm đà tăng tỷ giá trong nước và môi trường vĩ mô thế giới khó đoán định trước xung đột địa chính trị gia tăng và chính sách lãi suất của FED.
- Trước bối cảnh khối ngoại liên tiếp bán ròng, nhưng nhờ lực cầu từ nhóm NĐT trong nước đã giúp thị trường cân bằng, chỉ số Vnindex không có nhiều biến động lớn trước đà bán ròng mạnh của nhóm NĐTNN, thậm chí còn duy trì đà tăng điểm nhẹ trong những tháng cao điểm bán ròng của khối ngoại. Theo số liệu công bố của Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam, số lượng tài khoản mở mới của NĐT cá nhân trong nước trong 11 tháng qua vẫn duy trì đều đặn trung bình gần 170.000 tài khoản/tháng, cao hơn so với mức trung bình 102.000 tài khoản/tháng của 9 tháng đầu năm 2023 (loại trừ tháng 10&11/2023 do sự kiện MBS đóng các TK chứng khoán mở qua ứng dụng của ngân hàng MBB) (Hình 3).
- Chúng tôi cho rằng, yếu tố mặt bằng lãi suất tiền gửi thấp, là cơ sở để NĐT cá nhân có thể tiếp tục tham gia thị trường tìm kiếm cơ hội mới ở các kênh đầu tư khác hấp dẫn hơn kênh tiền gửi ngân hàng, trong đó chứng khoán là một kênh rất tiềm năng.

Hình 1: GTGD của VNINDEX và P/B ngành chứng khoán



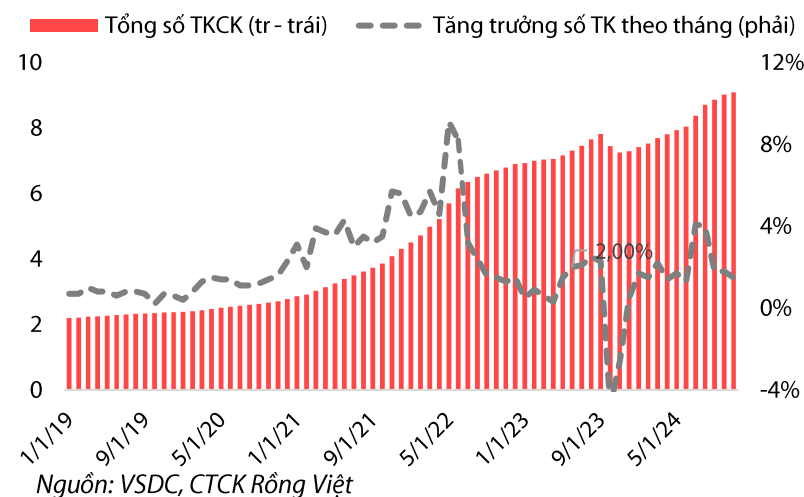
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Mua/bán ròng của khối ngoại qua từng tháng (tỷ đồng)



Nguồn: FiinproX, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tốc độ tăng trưởng số tài khoản mở mới



Nguồn: VSDC, CTCK Rồng Việt

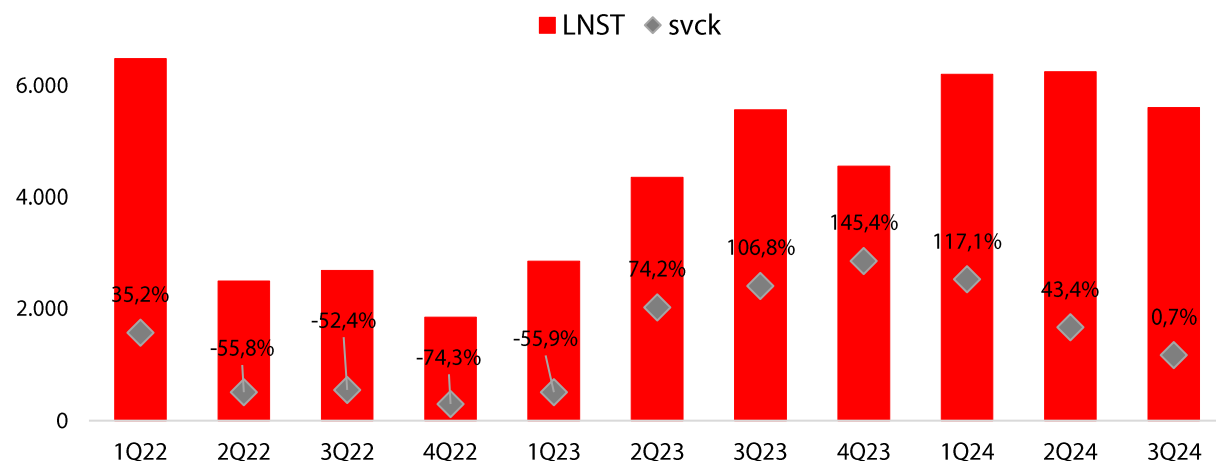
Lợi nhuận sau thuế đi ngang sau năm quý tăng trưởng liên tiếp

- Lợi nhuận sau thuế của ngành chứng khoán đã tăng trưởng chậm lại (Hình 4) sau năm quý liên tiếp tăng trưởng mạnh mẽ. Trong đó, xét trên lợi nhuận hoạt động của ngành (tăng trưởng +3,12% svck, -4,71% QoQ), mảng môi giới đang là yếu tố khiến KQKD của ngành yếu đi khi Q3/2024 ghi nhận giảm 51,56% svck, giảm 27,74% QoQ. Ngoài ra, chi phí tài chính tăng cao, +159,32% svck khi các CTCK gia tăng nợ vay 37,47% svck, là hai nguyên nhân khiến LNST gần như đi ngang so với cùng kỳ.

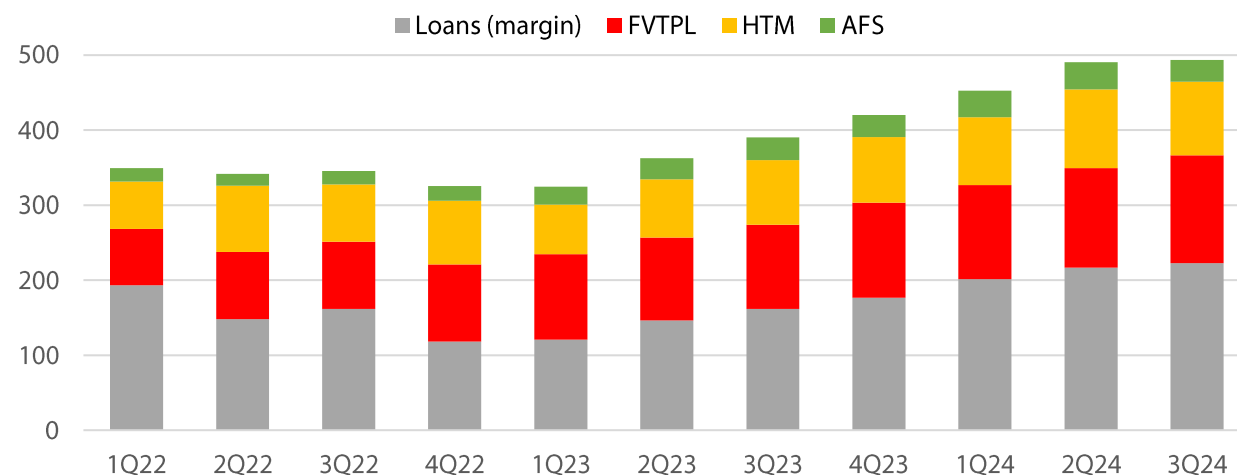
Tài sản sinh lãi tập trung ở cho vay ký quỹ và đầu tư giấy tờ có giá

- Trong Q3/2024, quy mô tài sản sinh lãi của ngành tiếp tục tăng trưởng 26,43% svck, tăng 0,63% QoQ, trong đó cho vay ký quỹ (+37,78% svck và +2,72% QoQ) và đầu tư giấy tờ có giá (bao gồm trái phiếu và giấy tờ có giá +25,03% svck và +8,64% QoQ) là cấu phần tăng trưởng chính.
- Tại thời điểm cuối Q3/2024 cơ cấu nguồn vốn của ngành đã có sự giảm nhẹ trong vay nợ ngân hàng khi nợ vay ngắn hạn của ngành giảm xuống còn 264,4 nghìn tỷ đồng so với 266,0 nghìn tỷ ở quý trước. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ vay/VCSH vẫn còn khá lớn khi các CTCK gia tăng vay nợ trong 3 quý gần đây, tại thời điểm cuối Q3/2024 đang là 108,5% (giảm nhẹ so với 114,2% so với quý trước). Chúng tôi cho rằng việc lãi suất huy động thấp (chi phí huy động bình quân của ngành là 4,25% trong Q3/2024) trong khi nhu cầu cho vay ký quỹ cho nhóm khách hàng lớn (theo deal) khiến các CTCK gia tăng vay nợ.
- Hơn nữa, các CTCK có sự hậu thuẫn bởi các ngân hàng phía sau như TCBS, MBS, BSI, AGR,... có sự đóng góp lớn vào tăng trưởng cho vay, do các công ty này có lợi thế trong việc tiếp cận nguồn vốn có chi phí vốn thấp, dưới mức trung bình ngành. Các công ty chứng khoán này có tốc độ gia tăng vay nợ khá lớn và liên tục có mức tăng trưởng cao hàng đầu kể từ khi chỉ số Vnindex tạo đáy ở Q4/2022.

Hình 4: LNST của ngành chứng khoán (tỷ đồng)



Hình 5: Quy mô tài sản sinh lãi của ngành (nghìn tỷ đồng)

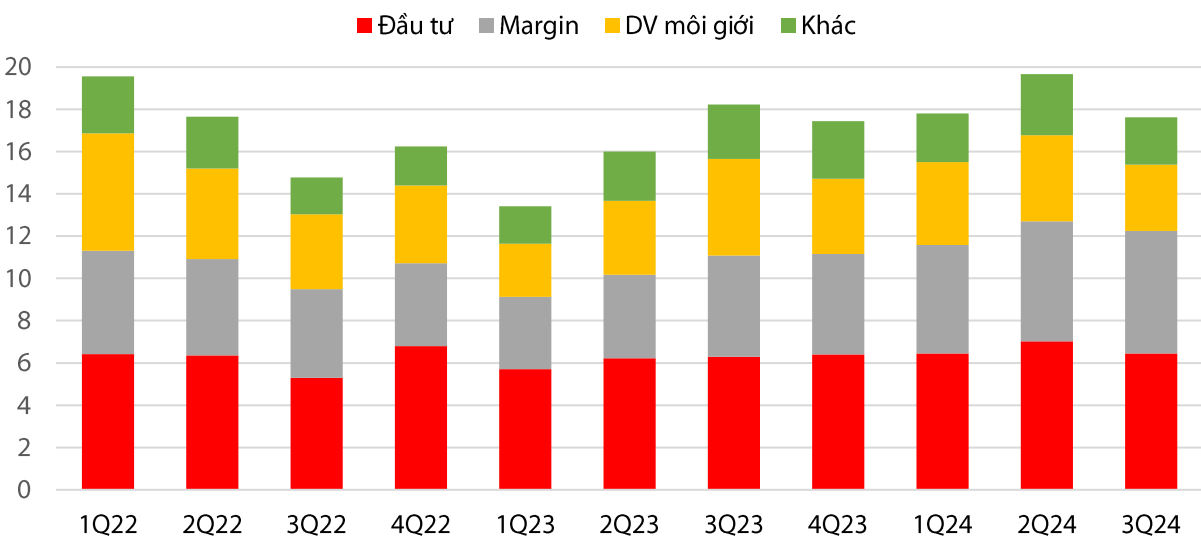


Nguồn: FiinX, CTCK Rồng Việt

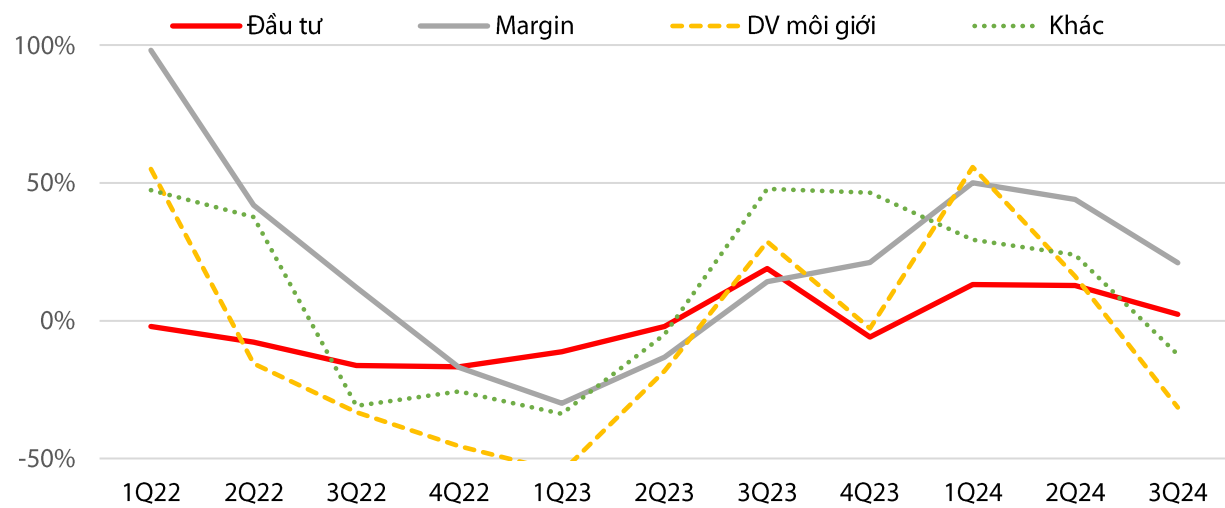
Doanh thu ngành chứng lại trước bối cảnh ảm đạm của thị trường chứng khoán

- Thanh khoản thị trường chứng khoán trong nước đã sụt giảm mạnh trong Q3/2024 (Hình 1) là nguyên nhân dẫn tới diễn biến gần như đi ngang của chỉ số và trên diện rộng của giá cổ phiếu trong thời gian qua. Doanh thu của ngành chứng khoán ngay lập tức bị ảnh hưởng trước bối cảnh ảm đạm và bất định này, số liệu trong Q3/2024 của 45 CTCK có tổng tài sản lớn nhất cho thấy, tổng doanh thu của ngành giảm 3,28% svck và giảm 10,38% QoQ.
- Chi tiết hơn, mảng dịch vụ môi giới là nguyên nhân chính dẫn tới đà suy giảm của doanh thu khi mảng này ghi nhận giảm 27,8% svck và giảm 22,9% QoQ trong Q3/2024. Ngoài ra, môi trường lãi suất thấp gây ảnh hưởng tiêu cực tới hoạt động gửi tiền và đầu tư chứng chỉ tiền gửi, cộng thêm thị trường ảm đạm khiến cho hoạt động đầu tư của các CTCK ghi nhận kết quả không khả quan. Doanh thu mảng đầu tư của ngành chỉ tăng 2,3% svck và giảm 8,2% QoQ trong Q3/2024.
- Trái ngược với mảng môi giới và đầu tư, doanh thu mảng cho vay ký quỹ của ngành vẫn tăng trưởng 21% svck và tăng 1,9% QoQ, khi giá trị cho vay ký quỹ tăng trưởng 37,8% svck và 2,7% QoQ. Trong đó, lãi suất cho vay ký quỹ bình quân của ngành giảm xuống còn 10,56%/năm trong Q3/2024 so với 12,45% cùng kỳ và 10,89% của quý trước là nguyên nhân khiến doanh thu cho vay ký quỹ tăng trưởng chậm hơn giá trị cho vay ký quỹ.

Hình 6: Doanh thu của ngành chứng khoán (nghìn tỷ đồng)



Hình 7: Tăng trưởng doanh thu theo mảng kinh doanh của ngành (% svck)

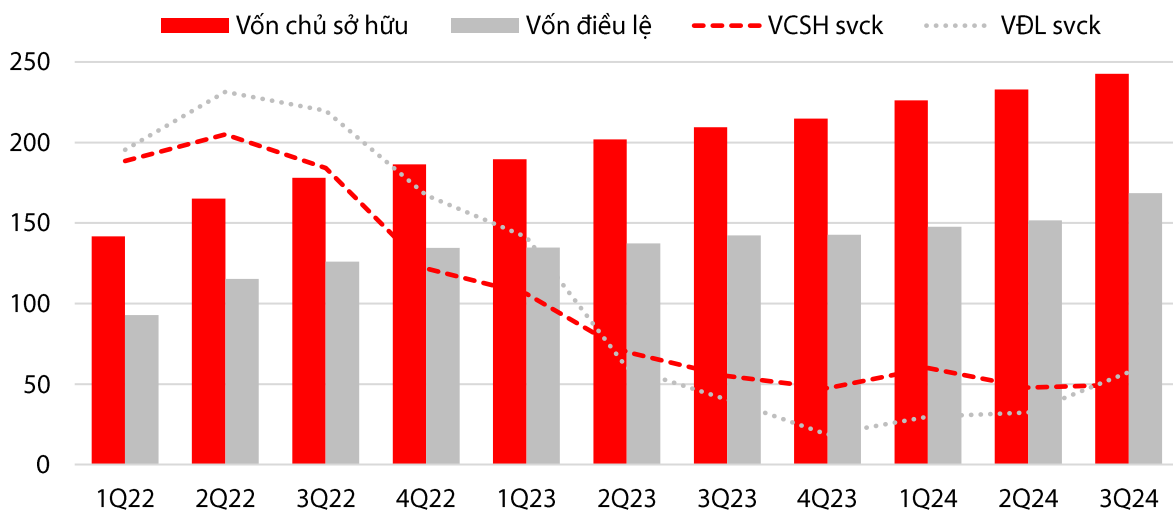


Nguồn: FiinX, CTCK Rồng Việt

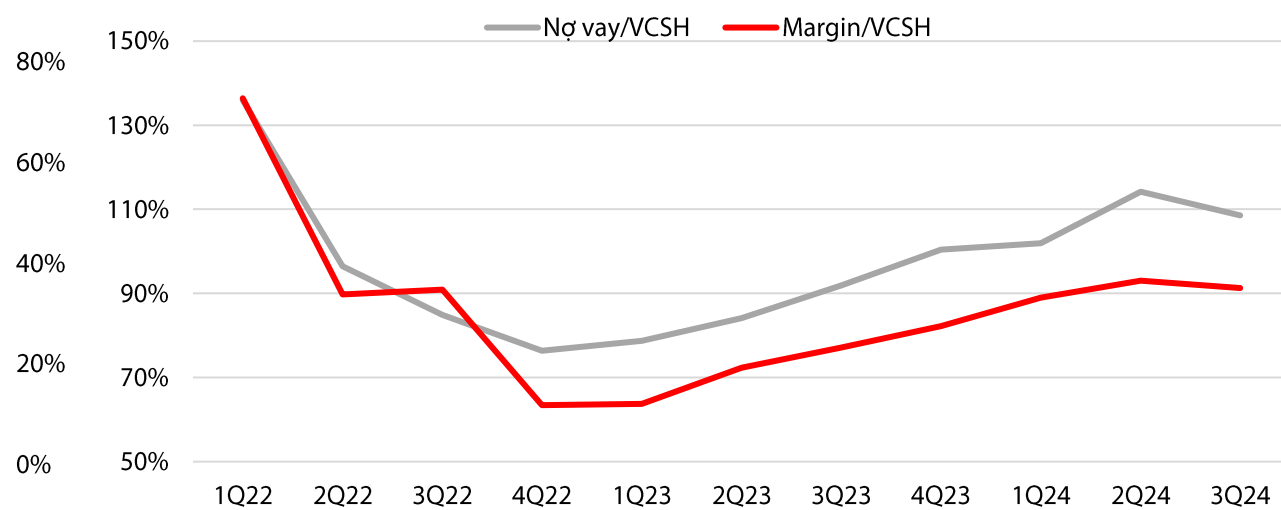
Các CTCK liên tục mở rộng vốn chủ giúp quy mô cho vay ký quỹ tăng trưởng cao

- Quy mô vốn điều lệ của ngành liên tục tăng cao trong những năm qua và tiếp tục tăng mạnh trong 2 quý gần đây, đặc biệt là trong Q3/2024. Theo thống kê từ 45 CTCK có tổng tài sản lớn nhất, quy mô vốn điều lệ của ngành đã tăng 16.906 tỷ đồng (+11,1% QoQ) và tăng 25.835 tỷ đồng so với đầu năm (+18,1% YTD). Trong đó, thống kê sơ bộ vốn điều lệ huy động mới của 10 CTCK lớn (Bảng 4) thông qua phát hành Esop, chào bán cho cổ đông hiện hữu và phát hành riêng lẻ đã tăng thêm gần 12.000 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm, trong đó gần nửa giá trị huy động mới được thực hiện trong Q3/2024.
- Hiện tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu của ngành tại thời điểm Q3/2024 đang là 91,3% dù hiện đang thấp hơn so với trung bình 93% trong 5 năm qua, đồng thời vẫn thấp hơn đáng kể so với 138,6% ở Q4/2021. Như vậy, với nguồn vốn bổ sung mới trong thời gian qua sẽ là cơ sở để các CTCK tiếp tục tăng quy mô cho vay ký quỹ trong điều kiện tỷ lệ đòn bẩy vẫn trong ngưỡng cho phép (Hình 9 – UBCKNN quy định mức trần là 200%).
- Ngoài ra, nhiều CTCK tiếp tục có kế hoạch tăng vốn khủng ở ngay nửa đầu năm 2025 như chứng khoán **VCI, SSI, LPBS, ACBS và KAFI** ... nếu thành công thị trường sẽ tiếp tục có thêm lượng vốn mới bổ sung vào dư địa cho vay ký quỹ của ngành ngay trong năm sau. Ngoài ra, xét trong ngắn hạn quy mô cho vay ký quỹ vẫn sẽ có nhiều dư địa để duy trì đà tăng, khi hiệu lực cho phép thực hiện nghiệp vụ no-prefunding đối với các Nhà đầu tư tổ chức nước ngoài (NĐTTCNN) được thực thi trong đầu tháng 11/2024, sẽ là yếu tố thúc đẩy quy mô cho vay ký quỹ toàn ngành tăng lên, đặc biệt là 3 công ty dẫn đầu về tập khách hàng nước ngoài như **SSI, HCM và VCI**.

Hình 8: Quy mô vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu của ngành (nghìn tỷ đồng)



Hình 9: Đòn bẩy của ngành chứng khoán



Nguồn: FiinproX, CTCK Rồng Việt

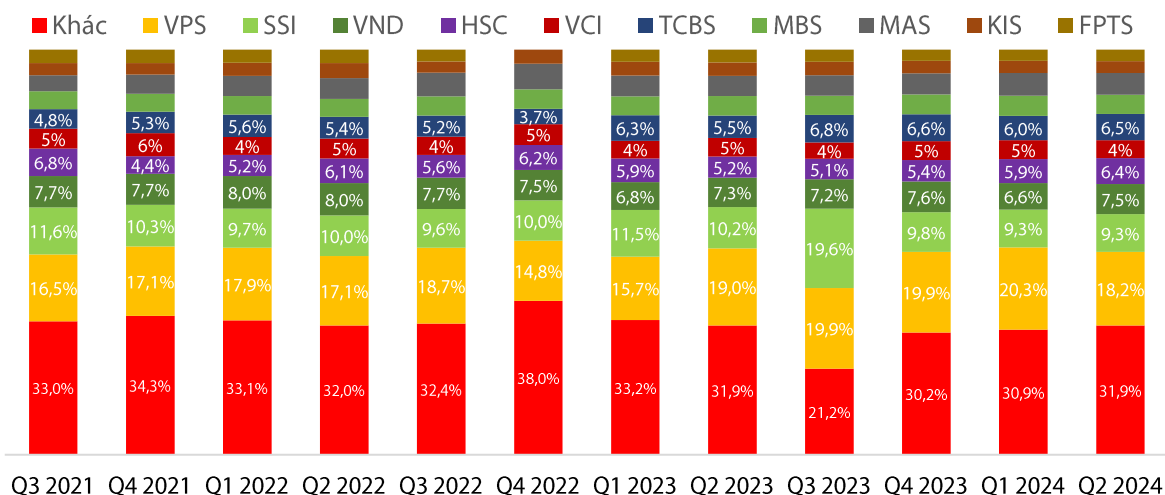
CẠNH TRANH GIỮA CÁC CÔNG TY NGÀY Càng KHỐC LIỆT



Xuất hiện thêm các công ty chứng khoán mới với sự hậu thuẫn từ các tập đoàn lớn mạnh ở trong và ngoài nước

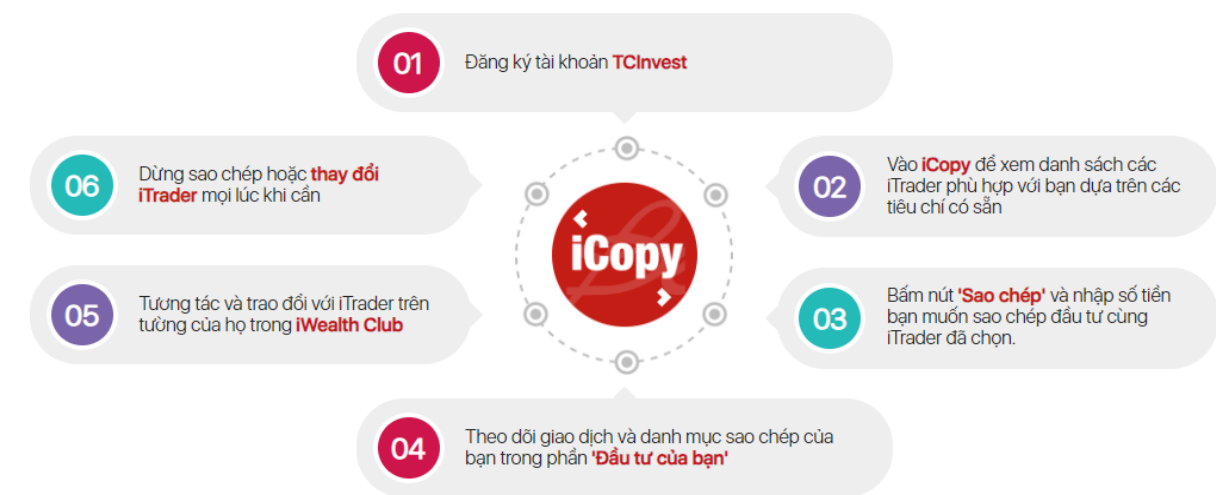
- Hiện cả nước có khoảng 85 CTCK lớn nhỏ được cấp phép hoạt động, trong đó ở giai đoạn 2017-2019 đã chứng kiến nhiều thay đổi trong chiến lược kinh doanh của các công ty trong ngành. Nổi bật là có sự tham gia của các CTCK vốn ngoại, vừa được mua lại và tăng vốn mạnh mẽ từ các tập đoàn tài chính nước ngoài như Chứng khoán KB ra mắt đầu năm 2018 (được Tập đoàn tài chính KB Hàn Quốc mua lại T10/2017), chứng khoán Pinetree ra mắt đầu năm 2019 (Hanwha Investment & Securities mua lại), Chứng khoán JB Việt Nam năm 2020 (Tập đoàn tài chính JB mua lại). Với nguồn vốn rẻ từ công ty mẹ, các công ty này đã đi đầu trong xu thế giảm lãi margin và phí môi giới để giành thị phần. Điển hình như chứng khoán Pinetree khi mới ra mắt, đã áp dụng lãi vay margin chỉ 9%/năm (trước năm 2022, hiện lãi suất là 9,9%/năm) thấp hơn nhiều so với mức 12-14%/năm của các CTCK trong nước khác.
- Ngoài ra, với sự phát triển mạnh mẽ của thị trường TPDN và thị trường cổ phiếu, trong thời gian gần đây các ngân hàng đã mạnh tay đầu tư cho mảng chứng khoán hơn để nắm bắt cơ hội tăng trưởng cũng như để tối ưu hệ sinh thái KH của mình. Trong đó, một số ngân hàng chưa có CTCK trong hệ sinh thái đã có chiến lược mua lại, điển hình như ngân hàng VPB hay gần đây đã mua lại CTCP Chứng khoán ASC hay SeAbank (SSB) đã có kế hoạch mua lại CTCK. Ngoài ra, trong 3 năm qua, hàng loạt các CTCK có ngân hàng hỗ trợ đã thực hiện tăng vốn mạnh mẽ như MBS, ACBS, SHS và ORS... với vốn điều lệ của các CTCK này đều tăng tối thiểu 100% so với đầu năm 2021.
- Nhờ lợi thế về nguồn vốn rẻ và dồi dào, đến năm 2023 Pinetree ghi nhận tốc độ tăng trưởng thị phần 2 chữ số mỗi năm trong 4 năm liên tiếp và hiện đã thuộc top 20 công ty có thị phần lớn nhất. Còn TCBS hiện là một trong 3 công ty chứng khoán có thị phần môi giới chứng khoán hàng đầu và có nguồn thu phí môi giới khá lớn từ các sản phẩm số như icopy, iWealth Pro.

Hình 10: Top 10 thị phần giao dịch trên sàn HSX



Nguồn: SSC, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Sản phẩm công nghệ icopy của TCBS

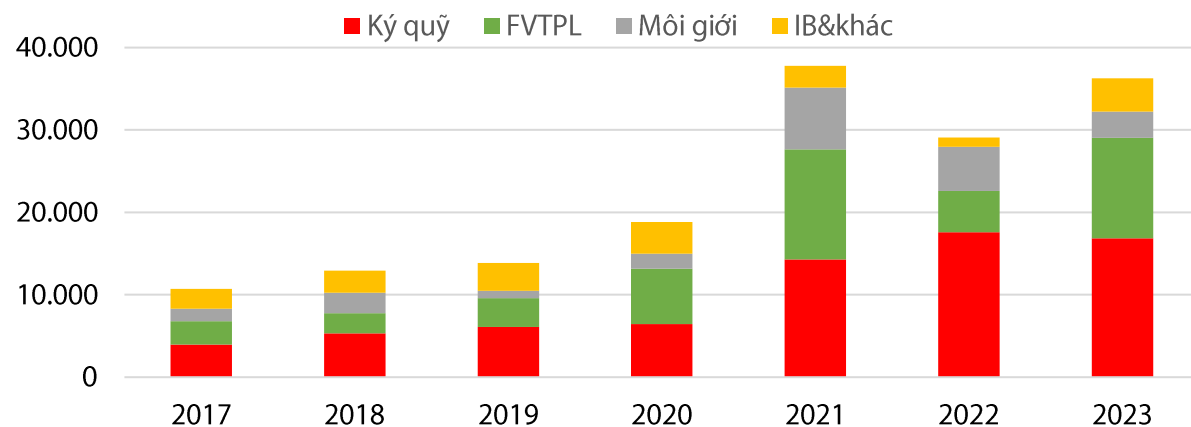


Nguồn: TCBS, CTCK Rồng Việt

Động lực tăng trưởng ngành đến từ mảng cho vay ký quỹ trong khi mảng môi giới ngày càng cạnh tranh cao

- Trước năm 2018, doanh thu của ngành chứng khoán được đóng góp chủ yếu từ ba hoạt động là cho vay ký quỹ (margin), đầu tư (FVPTL) và môi giới. Hoạt động IB đóng góp không đáng kể. Từ năm 2020 đến nay, lợi nhuận hoạt động của ngành được đóng góp lớn từ hoạt động cho vay ký quỹ và hoạt động đầu tư (kinh doanh nguồn vốn và đầu tư chứng khoán), mảng môi giới chiếm tỷ trọng nhỏ dần do sự cạnh tranh gia tăng.
- Cụ thể hơn, trong khoảng 3 năm trở lại đây, tỷ trọng lợi nhuận từ hoạt động môi giới đang có xu hướng giảm và tốc độ tăng trưởng doanh thu của mảng này không tương xứng với mức tăng của thanh khoản thị trường. Nguyên nhân là do một số công ty chứng khoán đã áp dụng chính sách miễn phí phí giao dịch (zero fee), giảm lãi vay margin và tăng mức hoa hồng cho đội ngũ môi giới. Trong đó, tiên phong của xu hướng này là chứng khoán VPS, công ty này đã áp dụng cả ba chính sách kể từ năm 2018 để giành thị phần (Chứng khoán Pinetree không có đội ngũ môi giới và VPS chỉ áp dụng miễn phí giao dịch được khoảng 1 năm sau đó công ty này tiếp tục thu phí giao dịch).
- Sau đó, một số công ty sử dụng chiến lược giảm phí giao dịch và lãi vay để giành thị phần khiến thị phần môi giới liên tiếp có sự xáo trộn, nhiều công ty trong nhóm 10 công ty dẫn đầu về thị phần môi giới trong nhiều năm liên tiếp đã bị thay thế. Thậm chí nhóm 3 công ty dẫn đầu là SSI, HCM, VND cũng chịu sự biến động và mất thị phần. Hệ quả của việc cạnh tranh này khiến tất cả các công ty trong ngành đều phải giảm phí giao dịch và chi phí lãi vay (Bảng 1).
- Cụ thể, nếu như ở giai đoạn trước năm 2019, với giá trị giao dịch/phiên từ 500 triệu đến 1 tỷ đồng thì phí giao dịch thông thường đều giao động từ 0,2% đến 0,45%, đến nay gần như tất cả các CTCK đều đưa về mức dưới 0,25%. Mức lãi vay ký quỹ cùng giai đoạn thường giao động từ 14-15%/năm, đến nay mức phí cao nhất cũng chỉ là 13,5%/năm. Ngoài ra, mức hoa hồng môi giới, trước đây mức phổ biến các công ty áp dụng quanh 30% đến dưới 50%, hiện nay có biệt có những công ty chi trả đến 80%, thậm chí với cộng tác viên đã tăng lên 90%.

Hình 12: Cơ cấu lợi nhuận hoạt động của 45 CTCK có tổng tài sản lớn nhất



Nguồn: FiinproX, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Mức hoa hồng, phí giao dịch và chi phí lãi vay của một số CTCK

Mảng môi giới	VPS	SSI	HSC	MBS	VPBS	Mirea Asset	KIS
Hoa hồng cho môi giới	63%	30-33%	NA	30%	80%	50%	50%
Hoa hồng cho CTV	65%	Max 50%	75%	Max 90%	68%	50%	Min 68%
Phí giao dịch cơ sở (500tr - 1 tỷ)	0,22%	0,25%	0,20%	0,2% - 0,25%	0,15% - 0,3%	0,15%	0,17%
Lãi vay ký quỹ/năm	13,50%	13,50%	13,00%	13,50%	13,50%	13,00%	10,40%

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp, trong đó lãi vay ký quỹ được tổng hợp tại thời điểm cuối tháng 9/2024

Nhìn chung giá trị cho vay ký quỹ của các CTCK ghi nhận đà tăng trưởng khá cao qua các năm, tính từ 2016 đến hết 2023, mỗi năm tăng trưởng cho vay ký quỹ của ngành đạt trung bình 28,6%/năm, trong đó các công ty có hỗ trợ của ngân hàng và có vốn nước ngoài đã duy trì đà tăng trưởng vượt trội hơn ngành. Ngoài ra, tốc độ cho vay ký quỹ của ngành có phụ thuộc vào biến động của chỉ số, trong những năm chỉ số tăng tốt (Bảng 5) thì quy mô cho vay ký quỹ ghi nhận đà tăng trưởng cao. Hơn nữa, ngay cả những năm chỉ số giảm nhẹ thì quy mô cho vay cũng ghi nhận đà tăng trưởng dương (như năm 2018) và chỉ khi có những cú sốc khiến thị trường giảm điểm mạnh thì tăng cho vay mới giảm mạnh (như năm 2022).

Bảng 2: Tăng trưởng cho vay ký quỹ của ngành (45 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất)

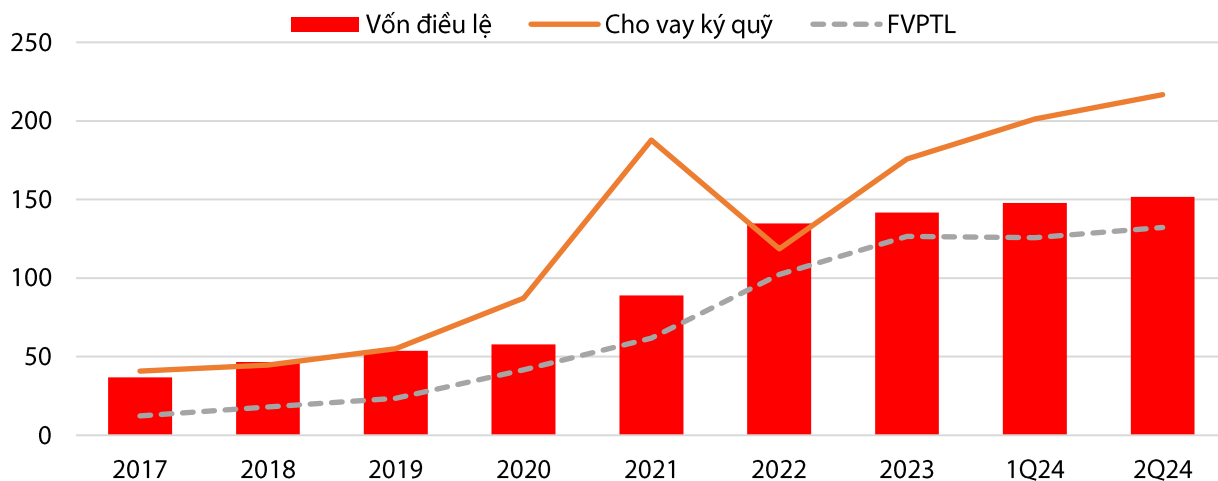
Tăng trưởng margin năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR/năm
Toàn ngành	10,7%	55,6%	9,6%	23,1%	58,7%	115,3%	-36,9%	49,1%	28,6%
SSI	4,0%	52,5%	3,5%	-10,2%	72,2%	156,9%	-53,3%	36,9%	19,5%
HCM	5,4%	63,6%	-27,5%	44,0%	83,6%	58,7%	-46,1%	64,5%	21,2%
VCI	2,5%	146,0%	-18,8%	8,6%	28,0%	98,4%	-31,4%	51,4%	24,7%
VND	9,6%	63,8%	-17,5%	11,8%	63,0%	228,8%	-41,4%	13,5%	24,8%
MBS	83,9%	29,6%	-12,1%	16,9%	53,3%	73,4%	-47,4%	145,2%	30,5%
TCBS	27,7%	238,6%	66,1%	30,8%	144,3%	261,7%	-41,0%	77,7%	74,8%
VPBS								118,5%	
VCBS	21,1%	38,0%	-16,8%	49,7%	40,8%	152,5%	-25,4%	60,4%	31,3%
ORS	-87,6%	889,2%	-95,9%	1801,8%	8860,9%	1329,0%	-45,8%	10,3%	128,3%
BSI	-25,5%	51,0%	13,1%	44,0%	53,2%	85,7%	-10,4%	45,1%	27,1%
CTS	106,5%	58,6%	8,5%	-8,0%	40,3%	72,8%	-5,3%	83,9%	38,8%
SHS	46,9%	35,5%	-11,7%	-19,7%	31,8%	167,9%	-59,5%	62,8%	16,0%
AGR	85,6%	-4,8%	46,2%	-13,3%	-11,7%	129,3%	-41,0%	41,2%	18,1%
FTS	4,5%	27,3%	11,6%	15,5%	37,5%	152,3%	-40,3%	44,4%	22,7%
VDS	69,4%	52,4%	20,8%	3,0%	-11,0%	85,7%	-15,0%	20,8%	23,6%
BVS	21,7%	51,7%	50,7%	-10,0%	45,6%	53,0%	-33,2%	42,3%	23,2%
VPS	-9,1%	66,4%	17,6%	67,8%	142,8%	81,6%	-41,6%	88,4%	39,7%
MBKE	9,6%	69,6%	-0,5%	35,6%	17,3%	93,1%	-36,1%	64,2%	25,0%
KBS	-44,8%	89,5%	110,9%	104,9%	30,9%	65,9%	6,2%	-7,5%	32,7%
KIS	-46,4%	74,2%	40,5%	43,5%	60,4%	66,5%	-35,2%	34,9%	20,3%
MIRE	221,3%	292,4%	234,1%	106,1%	50,7%	55,3%	-21,3%	7,9%	90,4%
Pinetree		8177,9%	38,2%	175,3%	484,6%	329,8%	-48,3%	77,8%	

Nguồn: CTCK Rong Việt

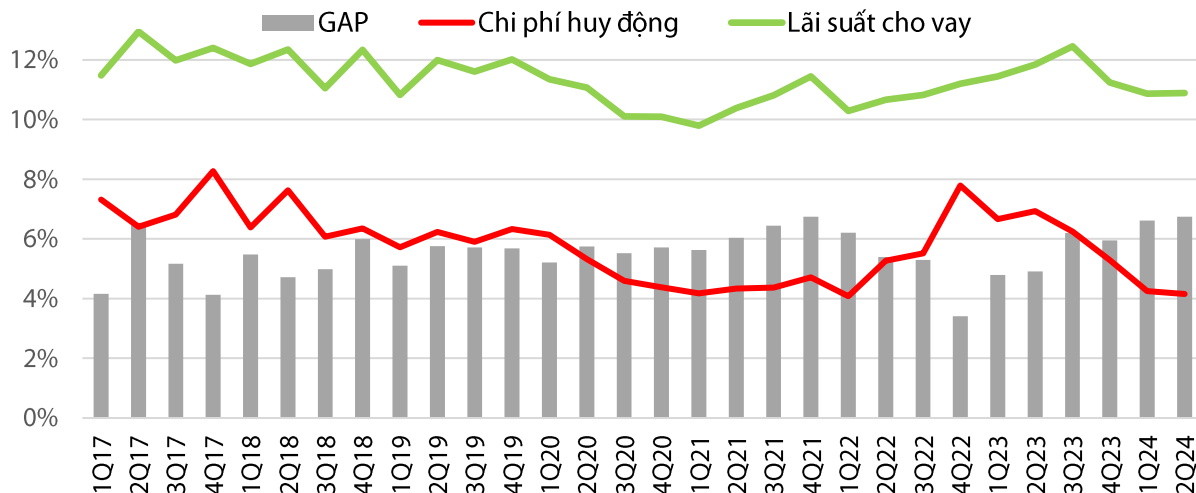
Chiến lược tăng vốn, giảm phí giao dịch, tăng hoa hồng và đầu tư vào công nghệ đang là phương thức giành thị phần của các CTCK

- Nhờ tận dụng vốn rẻ và thanh khoản thị trường bùng nổ ở giai đoạn 2021 – quý 1/2022, các CTCK đã mạnh tay tăng vốn để đẩy mạnh cho vay ký quỹ trước bối cảnh gia tăng mạnh mẽ của nhóm NĐT cá nhân. Theo số liệu thống kê từ 45 CTCK có tổng tài sản lớn nhất, vốn điều lệ của ngành hết Q2/2022 đã tăng 100% so với cuối năm 2020, trong đó VND, SHS, VIX, VPBS, SSI và DSE là những công ty tăng vốn nhanh nhất, trong đó SSI, VND, VPB là những công ty có dư nợ cho vay ký quỹ tăng mạnh nhất trong giai đoạn này.
- Tiếp theo, một trong những phương thức phổ biến được các CTCK sử dụng như một công cụ để gia tăng thị phần là tăng mức hoa hồng cho đội ngũ môi giới. Tiên phong trong xu hướng này là chứng khoán VPS, với chính sách hoa hồng cao cho đội ngũ môi giới và cộng tác viên, cơ chế cho vay margin thông thoáng, cùng sản phẩm linh hoạt giúp công ty này nhanh chóng vươn lên số 1 thị phần từ Q1/2021.
- Cũng trong giai đoạn 2017-2019, ngành chứng khoán trong nước cũng xuất hiện thêm mô hình mới theo đuổi chiến lược của mô hình fintech - áp dụng công nghệ qua nền tảng AI (trí tuệ nhân tạo) và Machine Learning (máy học) để đưa ra những dịch vụ và sản phẩm tới KH mà gần như không có sự tiếp xúc trực tiếp của con người với KH. Đi đầu trong mô hình này là Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương – TCBS với chiến lược kinh doanh không cần đội ngũ môi giới để tiếp cận/tư vấn cho khách hàng, công ty này đã xây dựng các platforms để khách hàng có thể tự tương tác, giao dịch... Tương tự, Pinetree đã định hướng kinh doanh không sử dụng môi giới để tiếp cận khách hàng. Do chi phí cho bộ phận môi giới thấp, nên cả hai công ty đều thực hiện miễn phí phí giao dịch cũng như có chính sách lãi vay margin thấp.

Hình 13: Quy mô vốn điều lệ của 45 CTCK có tổng tài sản lớn nhất (nghìn tỷ đồng)



Hình 14: Lãi suất cho vay ký quỹ bình quân ngành (%)

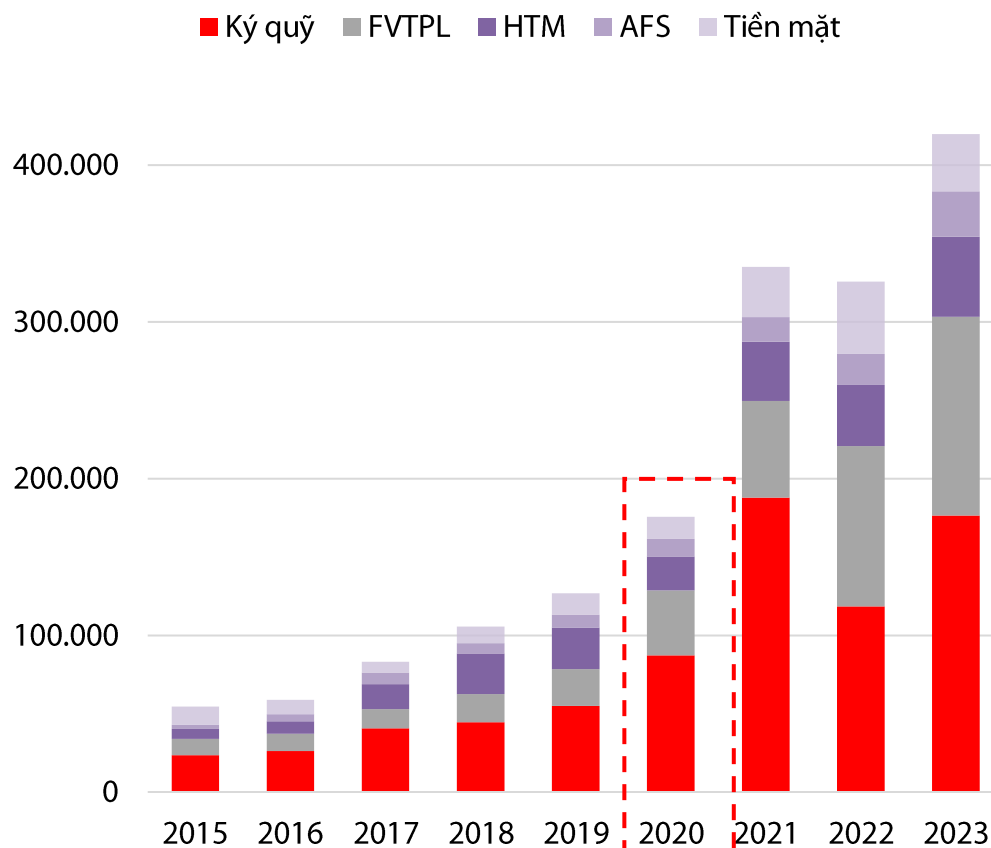


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Danh mục cho vay ký quỹ và FVTPL ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tài sản sinh lãi

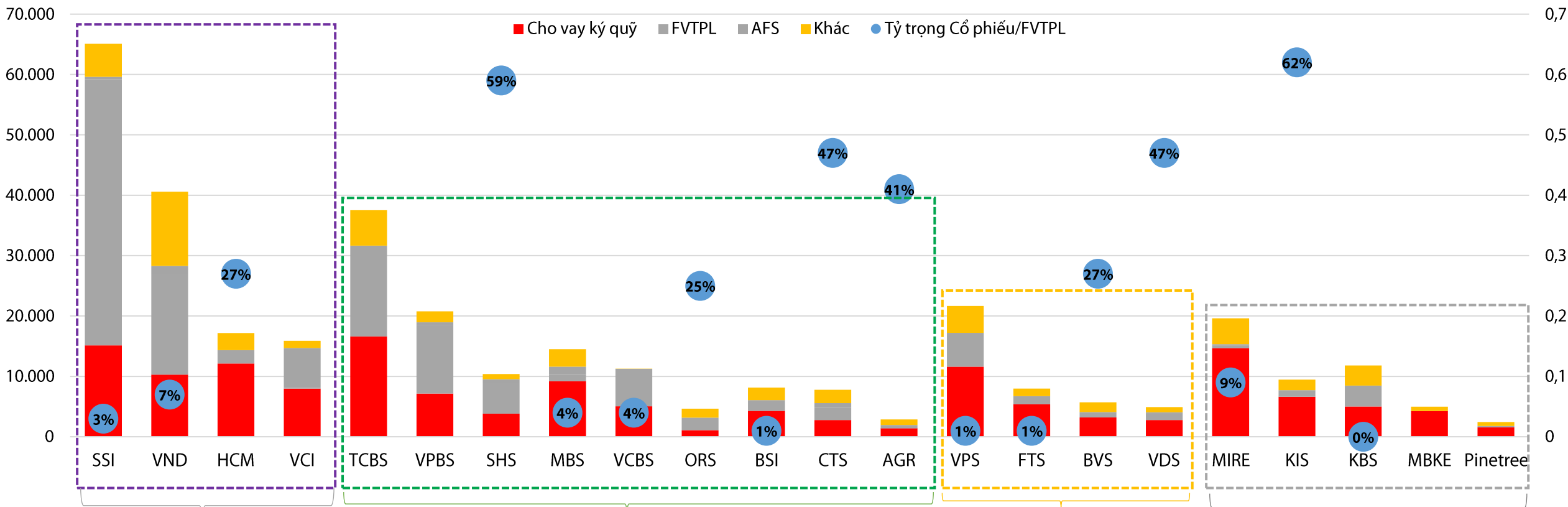
- CTCK có 4 nghiệp vụ kinh doanh chính là cho vay ký quỹ, đầu tư, môi giới và ngân hàng đầu tư (IB). Trong đó, xu hướng gần đây nguồn thu nhập của các CTCK dần phụ thuộc vào hai hoạt động chính là cho vay ký quỹ và mảng đầu tư.
- Ngoài ra, tùy theo chiến lược, khẩu vị rủi ro và thể mạnh của mình mà các CTCK có thể lựa chọn phân bổ tỷ trọng danh mục đầu tư như thế nào so với tổng tài sản sinh lãi, điều này đồng nghĩa với việc xu hướng KQKD của các CTCK thường sẽ khác nhau ở từng thời điểm thị trường do phụ thuộc vào tỷ trọng phân bổ của cơ cấu các tài sản sinh lãi (TSSL). Đối với nghiệp vụ đầu tư, các CTCK sẽ có 3 hoạt động đầu tư chính là (1) tài sản FVTPL (tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ) thường giữ tỷ trọng lớn nhất trong danh mục đầu tư (2) tài sản HTM (các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn) và (3) tài sản AFS (tài sản tài chính sẵn sàng để bán). Trong đó:
 1. FVTPL: Danh mục tài sản này thường là cổ phiếu niêm yết/chưa niêm yết, trái phiếu. Trong đó, đa số các CTCK (trừ SSI, VND, VPBS, TCBS) thường có tỷ trọng cổ phiếu niêm yết lớn nhất trong danh mục này.
 2. HTM: Đây chủ yếu là các khoản tiền gửi kỳ hạn ngắn hoặc chứng chỉ tiền gửi.
 3. AFS: Thường là các khoản đầu tư trái phiếu và cổ phiếu tương tự FVTPL với lãi/lỗ của danh mục này sẽ đi thẳng vào vốn chủ sở hữu của CTCK.
- Kể từ năm 2019 đến nay, các CTCK đã đẩy mạnh đầu tư vào tài sản FVTPL và giảm tỷ trọng HTM, tỷ trọng trong TSSL của tài sản FVTPL đã tăng lên 30,2% trong năm 2023 từ 18,5% năm 2019. Trong đó, đà tăng trưởng nổi bật đến từ các CTCK có ngân hàng hỗ trợ, nổi bật là chứng khoán VPBS, dù mới được ngân hàng VPBank mua lại nhưng công ty này đã có chiến lược kinh doanh chính là đẩy mạnh mua bán trái phiếu khi nhận thấy tiềm năng của mảng này. Nhìn lại giai đoạn bùng nổ của thị trường TPDN trong năm 2017-2021, lợi nhuận mảng kinh doanh trái phiếu của TCBS đã tăng mạnh trong cùng thời gian, thậm chí đà tăng trưởng còn cao hơn hẳn mảng cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán chỉ tập trung vào thị trường cổ phiếu.

Hình 15: Cơ cấu tài sản sinh lãi của 45 CTCK có tổng tài sản lớn nhất (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Cơ cấu tài sản sinh lãi của một số CTCK lớn năm 2023 (tỷ đồng)



- ✓ SSI & VND có thể mạnh kinh doanh nguồn vốn, danh mục FVTPL chủ yếu là đầu tư chứng chỉ tiền gửi.
- ✓ HCM bắt đầu đẩy mạnh tự doanh cổ phiếu trong năm 2023.

- ✓ TCBS, VPBS, SHS, VCBS có danh mục TSSL đa dạng hơn, trong khi các CTCK còn lại chủ yếu tập trung cho vay margin.
- ✓ TCBS, VPBS & VCBS danh mục FVTPL và AFS chủ yếu là trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi.
- ✓ SHS, CTS, AGR có tỷ trọng danh mục tự doanh cổ phiếu lớn nhất

- ✓ VPS FVTPL chủ yếu là trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi.
- ✓ FTS, BVS, VDS tập trung cho vay margin.
- ✓ BVS và VDS có AGR có tỷ trọng danh mục đầu tư cổ phiếu lớn.

- ✓ Các CTCK nước ngoài đều tập trung cho vay margin.
- ✓ Mire và KBS thì có đầu tư thêm CCTG.
- ✓ KIS danh mục có tỷ trọng danh mục cổ phiếu lớn trong FVTPL, nhưng dùng để phòng ngừa rủi ro cho chứng quyền.

Cạnh tranh giành khách hàng trong hoạt động tư vấn (IB) cao nhưng tiềm năng còn lớn

- Nghiệp vụ IB của các CTCK tập trung vào hoạt động tư vấn (M&A, phát hành cổ phiếu, trái phiếu, tái cấu trúc doanh nghiệp, IPO), trong đó hoạt động tư vấn M&A và IPO là hai dịch vụ có khoảng cách nhất định giữa các công ty chứng khoán. Trong đó, VCI, HCM, SSI và VND là những CTCK có thế mạnh trong lĩnh vực này với nhiều thương vụ M&A và IPO lớn, trong đó nổi bật là VCI và SSI. Ví dụ như IPO VHM, VGI, PLX, VNM đều do SSI thực hiện, hay các thương vụ thoái vốn FE Credit của VPB, IPO TCB, phát hành trái phiếu quốc tế cho MSN, VIC đều do VCI thực hiện.
- Ngoài ra, với sự bùng nổ của thị trường TPDN trong giai đoạn 2018 – 2021, xuất hiện thêm 2 CTCK là TCBS và VPBS có chiến lược kinh doanh tập trung vào tư vấn phát hành TPDN. Nhờ có tệp khách hàng lớn từ ngân hàng mẹ, 2 CTCK này đang dẫn đầu về hoạt động này, trong đó với TCBS trong giai đoạn 2018-2021 nguồn thu từ hoạt động này là động lực tăng trưởng lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng nguồn thu của mảng này tốt hơn so với tốc độ tăng trưởng ở mảng cho vay ký quỹ.
- Về nguồn thu, đóng góp từ hoạt động IB tới cơ cấu lợi nhuận hoạt động (Hình 26) của ngành là không lớn và tỷ trọng đóng góp có xu hướng ngày càng giảm trong những năm qua so với nguồn thu từ dịch vụ cho vay ký quỹ và mảng đầu tư trong cơ cấu tài sản sinh lãi. Trong đó, nguồn thu của nghiệp vụ IB thường tăng mạnh trong những năm thị trường tăng tốt như năm 2017, 2020 và 2021 hay trùng với thời gian nguồn cung cổ phiếu mới cho thị trường chứng khoán tăng mạnh, do các công ty niêm yết thực hiện kế hoạch tăng vốn, phát hành trái phiếu, hay thực hiện các thương vụ M&A hoặc các công ty chưa niêm yết tiến hành IPO.
- Dù tỷ trọng nguồn thu không lớn nhưng nhìn chung lợi ích tổng thể từ nghiệp vụ IB là không nhỏ khi các CTCK có thể gia tăng được tệp khách hàng lớn cho mảng môi giới, cho vay ký quỹ và tăng cường hoạt động đầu tư từ chính các nguồn doanh nghiệp tiềm năng này. Theo chúng tôi quan sát, các CTCK như SSI hay VCI sau khi thực hiện hoạt động tư vấn các công ty này nhận được thêm rất nhiều khách hàng từ các tập đoàn lớn nhờ lượng cổ phiếu lưu ký mà họ sở hữu.

Bảng 3: Một số thương vụ tư vấn IPO, M&A và thoái vốn tiêu biểu

Doanh nghiệp	Tổ chức tư vấn	Năm	Doanh nghiệp	Tổ chức tư vấn	Năm
IPO			M&A và Thoái vốn		
PLX	SSI	2017	Fecredit	VCI	2021
VHM	SSI	2018	SAB	VCBS	2017
VPB	VCI	2018	VNM	SSI	2016
VNM	SSI	2016	POW	VCI	2018
VRE	SSI	2018	BSR	PSI&BSI	2018
TCB	VCI	2018	DGC	HSC	2021
HDB	HSC	2018	IDC	MBS	2020
VJC	HSC	2017	BVH	VCI	2018

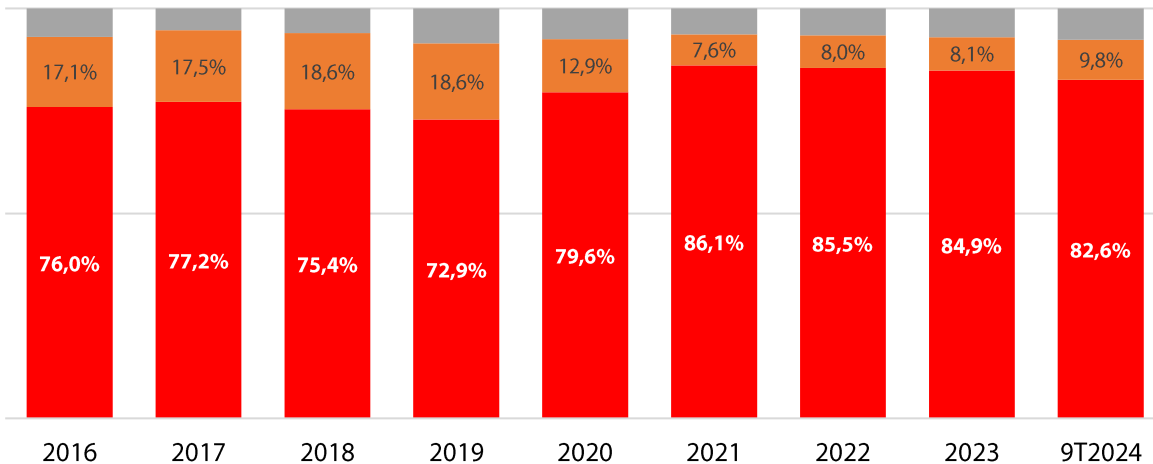
Nguồn: CTCK Rong Viet tổng hợp

Tăng vốn, tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược là câu chuyện chung của ngành chứng khoán trong 2-3 năm tới

- Dựa trên số liệu từ 45 CTCK có tổng tài sản lớn nhất, thì chỉ trong 2 năm (cuối 2020 - 2022) quy mô vốn điều lệ của ngành đã tăng là 133,3% tương đương với giá trị tăng thêm là 76.953 tỷ đồng (năm 2021 tăng thêm 31.218 tỷ đồng và năm 2022 tăng thêm 45.735 tỷ đồng) (Hình 13). Sau hai năm liên tiếp tăng vốn, tính tới cuối Q3/2024, dư nợ cho vay ký quỹ của ngành đã tăng trưởng vượt bậc, quy mô cho vay ký quỹ của ngành đã tăng 196,4% so với cuối năm 2020 lên 222,56 nghìn tỷ đồng.
- Theo số liệu từ UBCK nhà nước, tần suất giao dịch của nhóm NĐT cá nhân trong nước thường cao hơn nhiều so với nhóm NĐT tổ chức nước ngoài hay nếu nhìn tỷ lệ giao dịch theo nhóm NĐT thì nhóm NĐT cá nhân trong nước chiếm hơn 80% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường (Hình 17). Như vậy, việc tăng quy mô vốn điều lệ của ngành 2 năm trước chủ yếu đến từ nhu cầu về vốn tăng cao để giành thị phần giữa các công ty trong ngành khi nhóm NĐT cá nhân trong nước tham gia TTCK tăng mạnh.
- Chúng tôi cho rằng sau giai đoạn siết chặt điều kiện phát hành trái phiếu doanh nghiệp, cùng với nhu cầu vốn để thực hiện nghiệp vụ Non-prefunding - các NĐTTCNN có thể thực giao dịch mà không cần phải có đủ tiền trên tài khoản giao dịch (**chi tiết tại đây**) thì CTCK sẽ cần phải tiếp tục tăng vốn để để có thể cạnh tranh giành thị phần. Cùng với kỳ vọng khi TTCK trong nước được nâng hạng lên thị trường mới nổi và nhiều doanh nghiệp tiếp tục IPO hay phát hành tăng vốn, thanh khoản thị trường sẽ có sự cải thiện đáng kể.
- Hơn nữa, chúng tôi nhận thấy rằng bên cạnh kế hoạch tăng vốn mạnh, thì nhiều CTCK cũng có chủ trương tìm kiếm đối tác chiến lược (chứng khoán DSE, VND, MBS,...) có năng lực về vốn, khách hàng, kinh nghiệm hay công nghệ để hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh.

Hình 17: Tỷ trọng giao dịch của các nhóm nhà đầu tư

■ Tỷ lệ GD của cá nhân trong nước ■ Tỷ lệ GD của NĐTNN ■ Khác



Nguồn: McKinsey, Asianbond, SBV, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Kế hoạch tăng vốn của một số CTCK

Công ty	Kế hoạch	Thời gian	Quy mô (tỷ đ)
SSI	Phát hành ESOP	2024	100
	Chào bán riêng lẻ	2025	1.040
VND	Phát hành cho CĐ hiện hữu	2024	1.511
	Phát hành ESOP	2024	300
	Chào bán riêng lẻ	2025	2.866
	Chào bán cho CĐ hiện hữu	2024	2.436
HCM	Phát hành cho CĐ hiện hữu	2024	2.286
	Phát hành ESOP	2024	160
VCI	Phát hành ESOP	2024	44
	Chào bán riêng lẻ	2025	4.022
MBS	Phát hành cho CĐ hiện hữu	2024	1.094
	Chào bán riêng lẻ	2024 - 2025	283
LPBS	Phát hành cho CĐ hiện hữu	2025	3.684
ORS	Phát hành cho CĐ hiện hữu	2024	949
TCI	Phát hành cho CĐ hiện hữu	2025	509
	Phát hành ESOP	2025	50
ACBS	Tăng vốn	2024	3.000
Kafi	Phát hành cho CĐ hiện hữu	2025	2.500

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ các CTCK, CTCK Rồng Việt

DỰ ĐOÁN TĂNG TRƯỞNG TRONG DÀI HẠN ĐẾN TỪ CÁC YẾU TỐ NỘI TẠI



Bảng 5: Biến động của chỉ số Vnindex hàng tháng

Năm/tháng	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	Cả năm
2007	38,5%	9,3%	-5,8%	-13,8%	17,1%	-5,3%	-11,4%	0,0%	15,2%	1,7%	-8,7%	-4,7%	23,3%
2008	-8,9%	-21,4%	-22,1%	1,1%	-20,7%	-3,5%	13,0%	21,3%	-16,6%	-24,0%	-9,3%	0,3%	-66,0%
2009	-3,9%	-19,0%	14,2%	14,6%	28,0%	8,9%	4,1%	17,1%	6,2%	1,1%	-14,1%	-1,8%	56,8%
2010	-2,6%	3,1%	0,5%	8,7%	-6,5%	-0,1%	-2,6%	-7,9%	-0,1%	-0,4%	-0,2%	7,3%	-2,0%
2011	5,3%	-9,6%	-0,1%	4,1%	-12,2%	2,6%	-6,2%	4,9%	0,5%	-1,6%	-9,5%	-7,7%	-27,5%
2012	10,4%	9,2%	4,1%	7,4%	-9,4%	-1,6%	-1,9%	-4,5%	-0,9%	-1,1%	-2,7%	9,5%	17,7%
2013	16,0%	-1,1%	3,5%	-3,4%	9,2%	-7,2%	2,2%	-3,9%	4,2%	1,0%	2,1%	-0,6%	22,0%
2014	10,3%	5,4%	0,9%	-2,3%	-2,8%	2,9%	3,1%	6,8%	-5,9%	0,3%	-5,7%	-3,7%	8,1%
2015	5,6%	2,9%	-7,0%	2,0%	1,3%	4,1%	4,7%	-9,1%	-0,4%	8,0%	-5,6%	1,0%	6,1%
2016	-5,8%	2,6%	0,3%	6,6%	3,4%	2,2%	3,2%	3,4%	1,6%	-1,4%	-1,6%	0,0%	14,8%
2017	4,9%	1,9%	1,6%	-0,6%	2,8%	5,2%	0,9%	-0,1%	2,8%	4,1%	13,5%	3,6%	48,0%
2018	12,8%	1,3%	4,4%	-10,6%	-7,5%	-1,1%	-0,5%	3,5%	2,8%	-10,1%	1,3%	-3,7%	-9,3%
2019	2,0%	6,0%	1,6%	-0,1%	-2,0%	-1,0%	4,4%	-0,8%	1,3%	0,2%	-2,8%	-1,0%	7,7%
2020	-2,5%	-5,8%	-24,9%	16,1%	12,4%	-4,6%	-3,2%	10,4%	2,7%	2,2%	8,4%	10,0%	14,9%
2021	-4,3%	10,6%	2,0%	4,0%	7,2%	6,1%	-7,0%	1,6%	0,8%	7,6%	2,4%	1,3%	35,7%
2022	-1,3%	0,8%	0,1%	-8,4%	-5,4%	-7,4%	0,7%	6,1%	-11,6%	-9,2%	2,0%	-3,9%	-32,8%
2023	10,3%	-7,8%	3,9%	-1,5%	2,5%	4,2%	9,2%	0,1%	-5,7%	-10,9%	6,4%	3,3%	12,2%
2024	3,0%	7,6%	2,5%	-5,8%	4,3%	-1,3%	0,5%	2,6%	0,3%	-1,8%	-1,1%	2,0%	12,9%

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp, dữ liệu đến ngày 27/12/2024

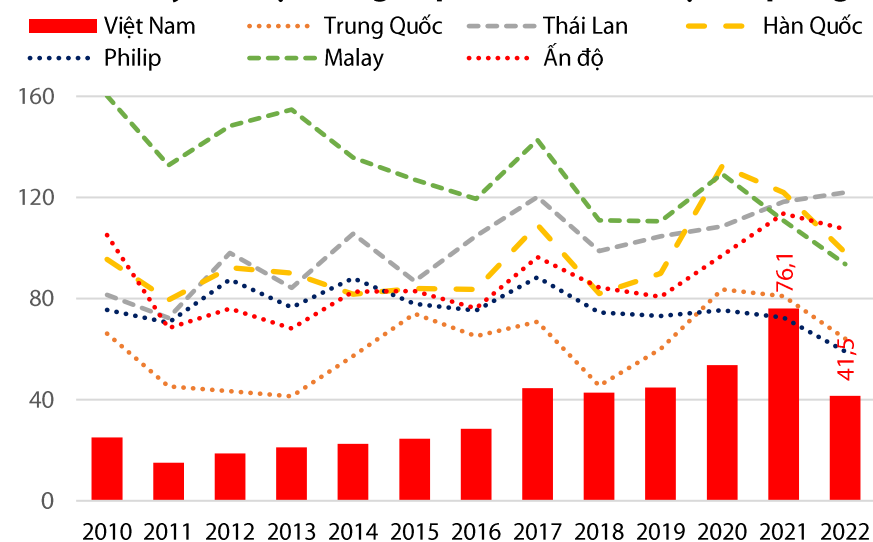
Mức sinh lời hấp dẫn của thị trường là yếu tố thu hút các nhà đầu tư mới tham gia

- Thị trường chứng khoán Việt Nam đã hoạt động được hơn 24 năm (tính từ phiên giao dịch đầu tiên 28/07/2000), qua số liệu thống kê ở Bảng 5 có thể thấy rõ rằng thị trường cổ phiếu trong nước luôn biến động, có lúc tăng trưởng mạnh mẽ, có lúc điều chỉnh giảm mạnh. Tuy nhiên, nhìn chung xu hướng dài hạn của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn đang trên đà phát triển và tăng đều qua các năm.
- Ngoài ra, nếu loại trừ các năm thị trường biến động giảm mạnh như năm 2008, 2011, 2018 và 2022 – năm mà tăng trưởng kinh tế trong nước yếu, cùng lạm phát và tỷ giá tăng cao hoặc bất ổn địa chính trị thế giới. Mức sinh lời của thị trường chứng khoán luôn ghi nhận mức tăng trưởng hấp dẫn so với các kênh đầu tư khác như gửi tiết kiệm, đầu tư vào vàng hay ngoại tệ (thực tế giá vàng đã đi ngang trong nhiều năm và chỉ tăng mạnh từ năm 2023 đến nay khi bối cảnh vĩ mô/chính trị thế giới trở nên bất ổn).
- Như vậy, với mức sinh lời hấp dẫn từ đà tăng trưởng của thị trường, chúng tôi tin rằng dư địa gia tăng số lượng nhà đầu tư mới sẽ còn tăng cao trong dài hạn và sớm tiệm cận với tỷ lệ tương đương của các quốc gia trong khu vực.

Quy mô thị trường chứng khoán sẽ cần phải tăng trưởng mạnh để đạt mục tiêu đề ra

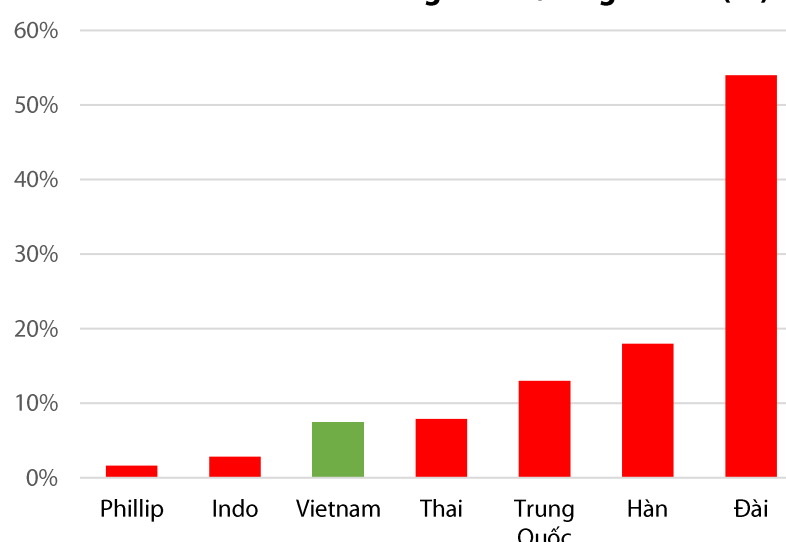
- Theo quyết định 1726/QĐ-TTg về chiến lược phát triển thị trường chứng khoán đến năm 2030, Chính phủ đặt mục tiêu nâng quy mô thị trường TPDN tối thiểu đạt 47% GDP vào năm 2025 và tối thiểu 58% GDP vào năm 2030, TTCK phải sinh tăng trưởng trung bình khoảng 20-30% mỗi năm trong giai đoạn 2021 – 2030; đồng thời **quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt 100% GDP vào năm 2025 và 120% GDP vào năm 2030**.
- Như vậy, có thể thấy rằng chỉ còn hơn 1 năm nữa sẽ đến thời điểm mục tiêu năm 2025, nhưng nhìn chung hiện tại cả hai thị trường cổ phiếu và trái phiếu vẫn còn cách khá xa ngưỡng này. Hiện quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu chỉ đạt gần 70% GDP (ngày 11/07/2024), trong khi thị trường trái phiếu theo số liệu của Asianbond đến hết năm 2023 cũng chỉ đạt 10,29% GDP. Như vậy, để đạt được mục tiêu này, thị trường cổ phiếu và trái phiếu sẽ phải tăng trưởng lần lượt khoảng 40% và hơn 300% so với mốc đã nêu.
- Ngoài ra, nếu so sánh với các quốc gia trong khu vực về quy mô vốn hóa/GDP (Hình 18) hay số tài khoản chứng khoán/tổng dân số (Hình 19) và quy mô thị trường TPDN/GDP (Hình 20) thì có thể thấy rằng cơ hội tăng trưởng của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn rất lớn, khi cả ba tiêu chí này vẫn còn khiêm tốn so với các nước trong khu vực như Thái Lan, Malaysia hay Hàn Quốc và Trung Quốc. Đơn cử như thị trường cổ phiếu, quy mô vốn hóa/GDP của Việt Nam vẫn còn thấp so với Thái Lan trong khi số lượng tài khoản chứng khoán/tổng dân số thì tương đương.

Hình 18: Quy mô thị trường cổ phiếu/GDP của một số quốc gia (%)



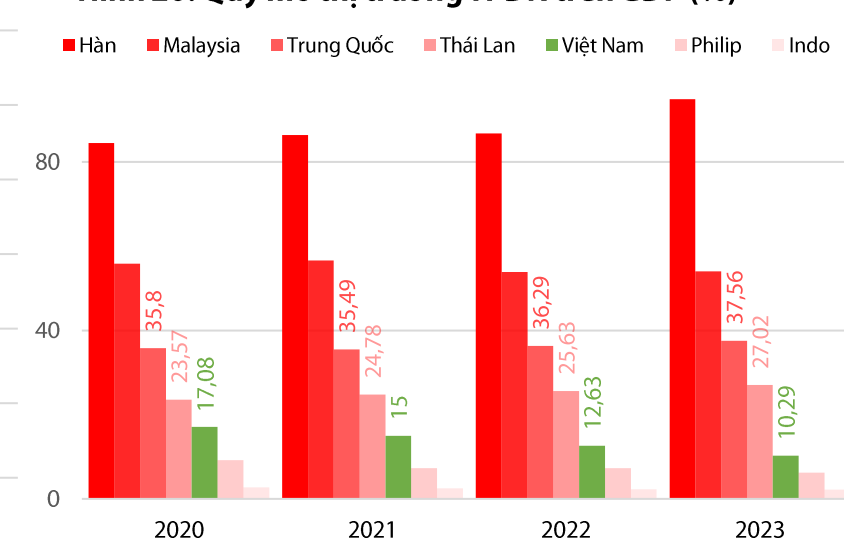
Nguồn: Worldbank, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Số tài khoản chứng khoán/tổng dân số (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 20: Quy mô thị trường TPDN trên GDP (%)

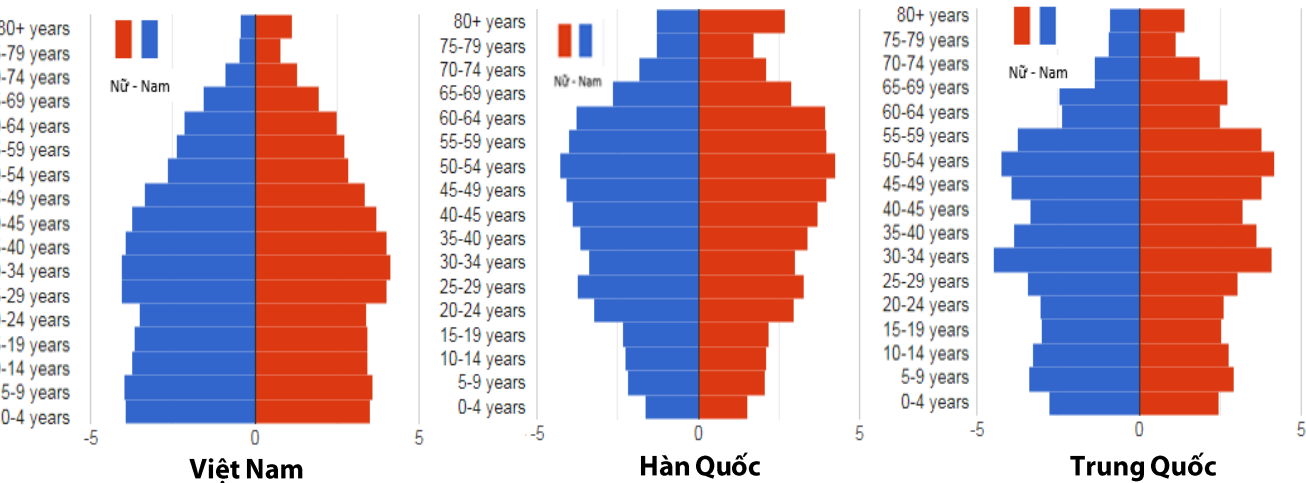


Nguồn: Asianbond, CTCK Rồng Việt

Độ mở của nền kinh tế cao và cơ cấu dân số trẻ tiếp tục là hai động lực quan trọng

- Trong quá khứ một số nền kinh tế như ở Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Singapore và Trung Quốc, đã sớm mở cửa, cải cách để vươn mình trở thành quốc gia nằm trong nhóm nền kinh tế phát triển và có thu nhập cao, sau 2-3 thập kỷ tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ, với tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm dao động từ 7-15%/năm ở những năm 1950-1990. Hiện tại, tính tới cuối tháng 11/2024 Việt Nam đã thiết lập quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với 9 quốc gia, đối tác chiến lược với 10 quốc gia lớn trên thế giới và thiết lập quan hệ sâu rộng với nhiều khu vực/nhóm nước thông qua các hiệp định đa phương lớn như CP TPP hay RCEP....
- Chúng tôi cho rằng, tỷ trọng người trong độ tuổi lao động lớn hơn là cơ hội để nước ta tiếp tục duy trì đà tăng trưởng kinh tế cao trong dài hạn (GDP Việt Nam duy trì tăng trưởng đều đặn từ 6-7% trong 20 năm qua - Hình 26). Như vậy, với dư địa tăng trưởng kinh tế còn nhiều sẽ là cơ hội để Việt Nam phấn đấu trở thành nền kinh tế phát triển, xếp vào các nhóm có thu nhập cao vào năm 2045 theo Nghị quyết Đại hội Đảng lần thứ 13 từ năm 2021.
- Dư địa tăng trưởng của thị trường chứng khoán song hành cùng nền kinh tế là rõ ràng, thêm vào đó tỷ lệ tham gia của người dân sẽ tăng dần theo mức độ tăng của thu nhập. IMF dự báo thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình 12,2%/năm từ năm 2023 đến 2026). Bên cạnh đó, tiềm năng thu hút đầu tư từ dòng vốn ngoại cũng sẽ lớn theo quy mô của thị trường.

Hình 21: Cơ cấu dân số của Việt Nam – Hàn Quốc – Trung Quốc



Nguồn: COUNTRYECONOMY, CTCK RỒNG VIỆT

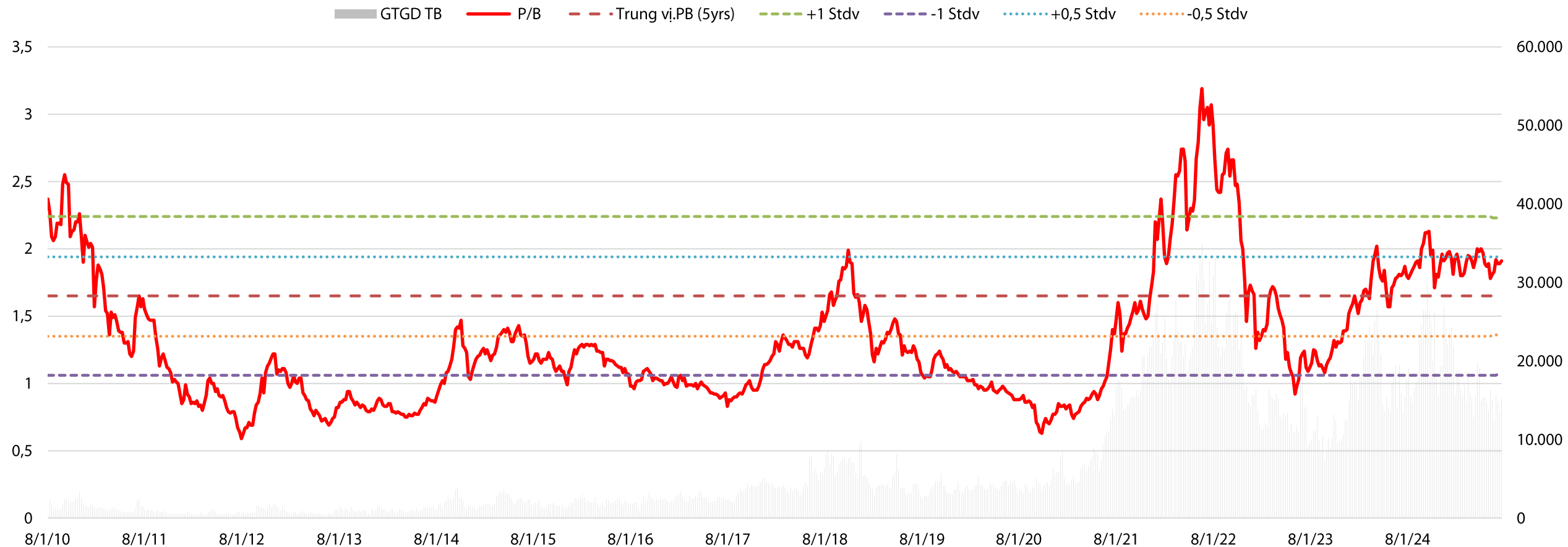
Bảng 6: Các đối tác chiến lược/chiến lược toàn diện với Việt Nam

Đối tác chiến lược toàn diện		Đối tác chiến lược			
Quốc gia	Năm	Quốc gia	Năm	Quốc gia	Năm
Trung Quốc	2008	Tây Ban Nha	2009	Thái Lan	2013
Nga	2012	Anh	2010	Philip	2015
Ấn Độ	2016	Đức	2011	Úc	2018
Hàn Quốc	2022	Italya	2013	New Zealand	2020
Mỹ	2023	Indo	2013		
Nhật Bản	2023	Singa	2013		
Úc	2024				
Pháp	2024				
Malaysia	2024				

Thanh khoản thị trường là yếu tố chính quyết định mặt bằng định giá của ngành chứng khoán

- Nhìn lại dữ liệu giao dịch quá khứ của ngành chứng khoán cùng với giá trị giao dịch (thanh khoản) trên sàn HSX (Hình 22), có thể thấy rằng mặt bằng định giá theo P/B của ngành chứng khoán gần như có mối tương quan thuận chiều theo biến động của thanh khoản thị trường. Hơn nữa, chúng tôi nhận thấy kể từ sau quãng thời gian biến động theo bối cảnh chung của kinh tế thế giới (nợ dưới chuẩn ở Mỹ và nợ công ở Châu Âu từ 2008-2013), mặt bằng thanh khoản thị trường cùng mức định giá P/B của ngành chứng khoán nhìn chung có xu hướng cải thiện từ năm 2014 đến nay, theo sự gia tăng của tỷ lệ tham gia của các NĐT và từ nguồn cung cổ phiếu niêm yết mới.

Hình 22: Biến động định giá theo P/B của ngành chứng khoán và thanh khoản VNIndex(tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng 7: Nguồn cung cổ phiếu mới cho thị trường chứng khoán qua các năm

	2016	2017				2018		2019	2020		2021		2022	2023	2024	2025-2026	
IPO	NVL	VGC	IDC	PLX	FRT	TCB	IDC	PGB	TDH	DXS	IDP	GDA			DSE	Thaco Auto	BH xanh
	VISSAN	VPI	VPB	VJC	VGI	VHM		ABB	NAB	SSB	KHG					TCBS	Vinpearl
		VCI		HDB	VTP	POW		BVB	SGB							Nhựa HSG	Kafi
		VGR		VRE	GVR	OIL											
					CRE	HVN											
Tăng vốn	MBB						VIC		CTG	VIC	HTN			SSI	HCM	ACBS	
							VRE			ACB	VPB		ACB	VND	SSI	LPBS	
							MBB			NLG	NVL			TCB	Kafi		
										AGG	HCM		EIB				
										MBS, ORS, DSE, VND...							
Phát hành riêng lẻ		NKG	PC1	PNJ			DHG		TID	SSI	KBC			KDH	BIDV	FRT	
				Ricon					PDR					MBS	VCB	BAF	
														MSN	KBC		
Thoái vốn	VEAM	DIC		SAB	SAB	BSR		VTP	IMP						BCM	PVI	
	VNM	BMP		MWG				SAB	SJS						BVH		
	DHG								IDC								
Chuyển sàn							VGC	VIB	ACB		PLX	CTR		VTP			
							POW	ACB	VIX								
							HVN		LPB								
Khác			ACB		NVL	MSN	MSN	PLX	DIG	MSN	DNP	VCB	AGG		MCH	VDS	
								Ricons	VHM	FMC	VLC	HTN			MBS	AGR	
									PC1	SHB	GEX				VCB	BID	

Nguồn: CTCK Rổng Việt tổng hợp

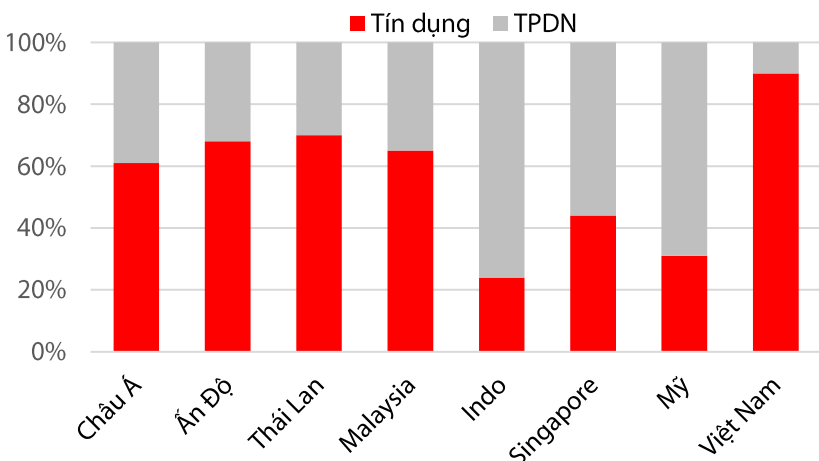
Nhiều doanh nghiệp chất lượng niêm yết mới giúp thanh khoản thị trường ngày càng tăng

- Kể từ năm 2016 đến nay, nguồn cung cổ phiếu trên thị trường đã được bổ sung đáng kể sau khi các doanh nghiệp và ngân hàng lớn được niêm yết mới, ngoài ra bản thân nhiều doanh nghiệp đã niêm yết trên sàn cũng có tần suất trả cổ tức bằng cổ phiếu/phát hành riêng lẻ/Esop/thoái vốn của cổ đông lớn... nhiều hơn giúp thanh khoản thị trường cải thiện đáng kể khi có thêm nguồn cung cổ phiếu mới. Theo quan sát, thanh khoản thị trường thường gia tăng mạnh ở những năm có nhiều doanh nghiệp lên sàn (IPO) như năm 2016-2017 & 2020-2021 và sau đó giữ ở mức ổn định với mặt bằng thanh khoản cao hơn những năm trước khi các doanh nghiệp này lên sàn (Hình 22).
- Nguồn cung cổ phiếu mới tăng mang đến cơ hội kinh doanh cho các công ty chứng khoán. Chẳng hạn sẽ có nhiều doanh nghiệp cần đến các dịch vụ tư vấn của công ty chứng khoán liên quan đến việc phát hành, tư vấn lên sàn, tư vấn tái cấu trúc, thoái vốn... Ngoài ra, nguồn cung cổ phiếu tăng đồng nghĩa với thanh khoản thị trường sẽ tăng lên và điều này giúp các CTCK vẫn được hưởng lợi nhất khi tăng được nguồn thu từ phí giao dịch hay phí cho vay ký quỹ.
- Chúng tôi nhận thấy rằng với nhiều doanh nghiệp tư nhân lớn trong nước hiện vẫn chưa nhưng có kế hoạch niêm yết (Thaco, Vinpearl, TCBS, chứng khoán Kafi...) hay kế hoạch thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước đã bị trì hoãn lâu (Satra, BCM, Agribank, PVI...) có thể sẽ được thực hiện trong thời gian tới. Điều này tiếp tục là yếu tố làm tăng cung cổ phiếu trong dài hạn, qua đó giúp các CTCK tiếp tục hưởng lợi.

Thị trường TPDN nâng cao tính minh bạch tạo điều kiện cho thị trường phát triển dài hạn

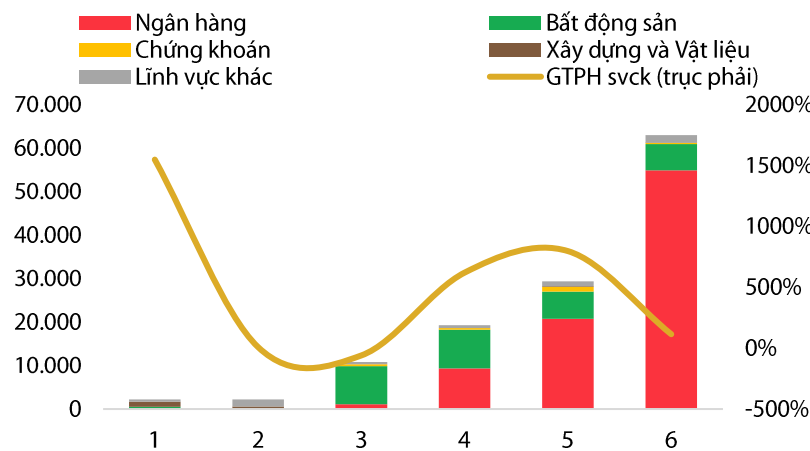
- Như đã trình bày chi tiết trong báo cáo thị trường TPDN: [Áp lực trên con đường dài](#), thị trường TPDN trong nước dù đã hoạt động từ những năm 2000, nhưng thực tế mới chỉ phát triển mạnh từ năm 2018-2022. Trong đó, việc phát triển quá nhanh trong thời gian ngắn khi quy định pháp lý lỏng lẻo, đã dẫn đến nhiều sai phạm trong huy động và phân phối trái phiếu. Điều này, đã gây hệ lụy xấu cho thị trường và niềm tin nhà đầu tư, đặc biệt là đối tượng nhóm NĐT cá nhân. Kể từ cuối năm 2022, cơ quan quản lý bắt đầu điều tra những vi phạm, ban hành các quy định để siết chặt điều kiện phát hành và nhóm đối tượng mua trái phiếu, điều này khiến thị trường TPDN gần như đóng băng ngay sau đó.
- Từ nửa cuối năm 2023, thị trường TPDN bắt đầu phục hồi khi niềm tin của NĐT dần ổn định sau khi Nghị định 08/2023/NĐ-CP nới lỏng một số quy định về phát hành so với Nghị định 65/2022/NĐ-CP được ban hành. Tuy nhiên, số lượng và quy mô phát hành tại thời điểm này vẫn tương đối khiêm tốn so với giai đoạn trước năm 2022, đồng thời số lượng doanh nghiệp trong nền kinh tế phát hành chủ yếu là các Ngân hàng và tập đoàn Vingroup, với gần 85% giá trị (6 tháng đầu năm 2024) phát hành.
- Nhìn chung, khi so sánh với các quốc gia trong khu vực thì tỷ trọng nguồn vốn vay qua kênh ngân hàng vẫn còn lớn (Hình 23), nên có thể thấy rằng tiềm năng phát triển mạnh mẽ thị trường trái phiếu trong tương lai còn lớn. Trong đó, các CTCK nhờ tập khách hàng rộng lớn, đi kèm với kinh nghiệm, sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhiều trong các hoạt động tư vấn, bảo lãnh phát hành và phân phối trái phiếu.
- Như vậy, ngoài nguồn thu nhập từ nghiệp vụ ngân hàng đầu tư (IB) khi thực hiện các hợp đồng tư vấn, thì chúng tôi còn nhận thấy tiềm năng rất lớn từ hoạt động đầu tư của CTCK vào các TPDN mà họ tư vấn phát hành. Đồng thời, tận dụng khai thác nhiều khoản phí và dịch vụ khác từ hệ sinh thái của chính khách hàng đó, ví dụ như các giao dịch thỏa thuận cổ phiếu hay lưu ký chứng khoán...

Hình 23: Cơ cấu dư nợ cho vay ngân hàng và TPDN năm 2020



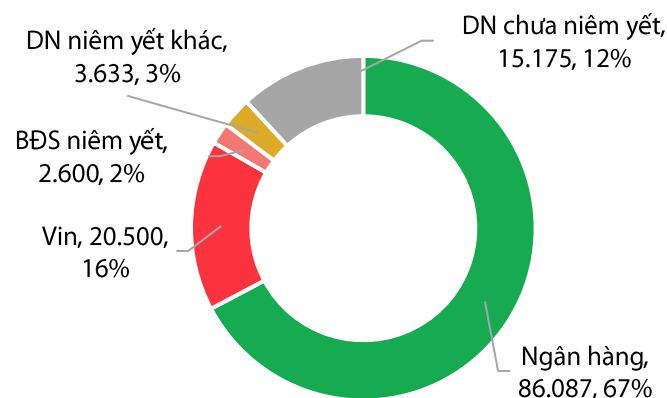
Nguồn: McKinsey, Asianbond, SBV, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Giá trị TPDN phát hành 6 tháng 2024 (nghìn tỷ.đ)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Giá trị mua lại trái phiếu trước hạn (tỷ đồng)

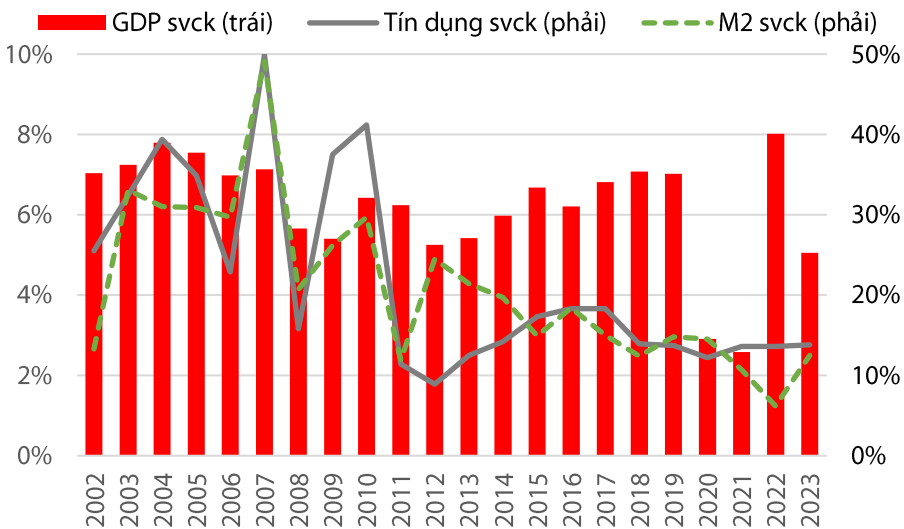


Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Nhờ tính chất dài hạn, thị trường chứng khoán trong nước ngày càng được chú trọng phát triển

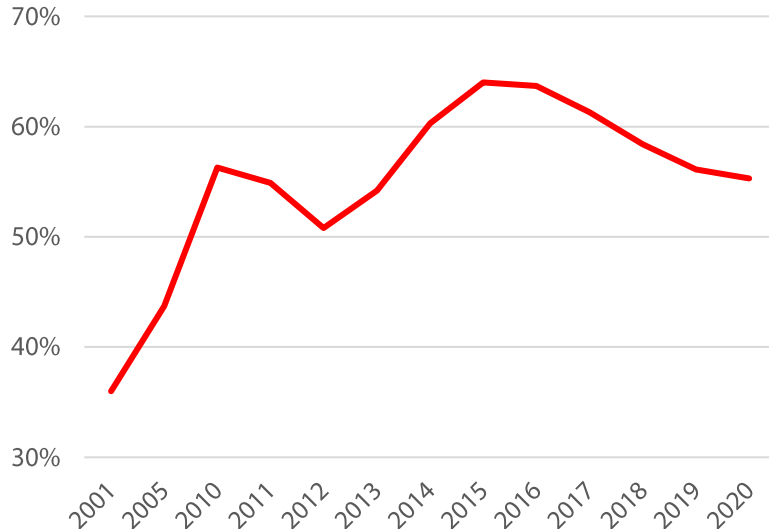
- Kể từ những năm 2000 cho đến hết khủng hoảng tài chính thế giới 2007 – 2010, dòng vốn tín dụng là nguồn tài trợ chính nhằm thúc đẩy kinh tế Việt Nam tăng trưởng. Kinh tế trong nước đã duy trì được tốc độ tăng trưởng cao và đều đặn, với mức tăng trung bình gần 7%/năm trong cả thập kỷ từ năm 2000 – 2010. Ở giai đoạn này, chúng tôi thấy rằng vốn tín dụng và đầu tư từ khu vực công là hai nguồn lực chính tài trợ cho đà tăng trưởng của kinh tế trong nước, khi nguồn vốn huy động từ thị trường chứng khoán còn hạn chế và nguồn vốn FDI cũng đóng góp khiêm tốn (chỉ tăng trưởng mạnh ở 2 năm cuối thập niên sau khi Việt Nam gia nhập WTO).
- Cụ thể hơn, tín dụng giai đoạn từ năm 2000 – 2010, tăng trưởng với tốc độ CAGR hàng năm khoảng 33%/năm, tức lớn gấp hơn 4 lần tốc độ tăng trưởng của GDP. Thâm hụt ngân sách cũng liên tục gia tăng khi Chính phủ đẩy mạnh chi đầu tư phát triển thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Thâm hụt ngân sách tăng cao, kéo theo nợ công tăng mạnh trong giai đoạn này, tỷ trọng Nợ công/GDP tăng từ khoảng 35,9% GDP cuối năm 2001 lên 56,3% GDP vào năm 2010 (Hình 27). Cung tiền M2 cùng giai đoạn cũng tăng với tốc độ trung bình khoảng 29%/năm (Hình 26).
- Việc cung tiền tăng nhanh đã để lại nhiều hệ quả cho kinh tế trong nước sau giai đoạn này, với lạm phát tăng cao, đồng VND liên tục mất giá (Hình 28), thị trường BĐS đóng băng kéo nợ xấu toàn nền kinh tế tăng cao và nhiều doanh nghiệp phá sản do kinh doanh không hiệu quả. Hệ quả là Chính phủ và NHNN đã định hướng điều hành chính sách có mục tiêu và hướng tới tăng trưởng ổn định hơn. Trong đó, NHNN theo đuổi hai mục tiêu chính sách quan trọng là kiểm soát lạm phát và điều hành cung tiền phù hợp với mục tiêu tăng trưởng kinh tế. **Từ đây, thị trường chứng khoán đã được quan tâm, chú trọng phát triển hơn trong thập kỷ tiếp theo, ngày càng trở thành kênh huy động vốn dài hạn quan trọng cho nền kinh tế.**

Hình 26: Tăng trưởng cung tiền, tín dụng và GDP của Việt Nam



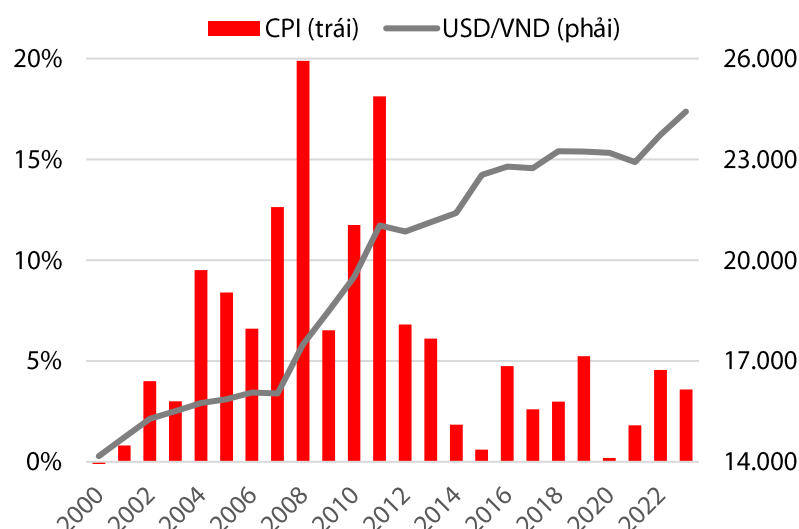
Nguồn: Fiinpro, SBV, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Nợ công/GDP của Việt Nam (%)



Nguồn: Worldbank, CTCK Rồng Việt

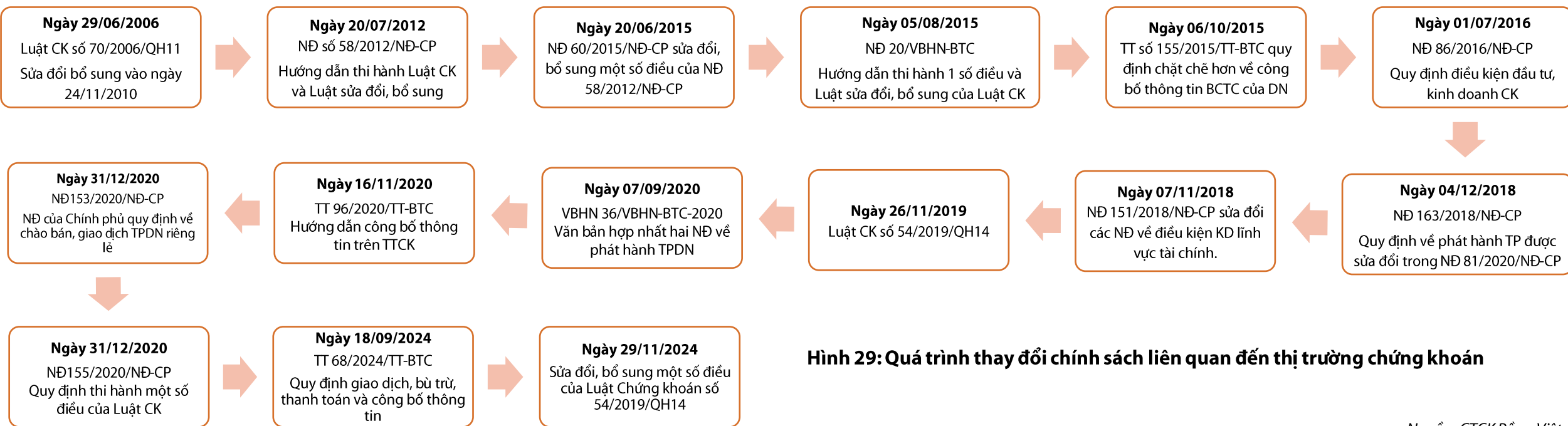
Hình 28: Tỷ giá và lạm phát của Việt Nam



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Các quy định pháp lý được sửa đổi chặt chẽ nhằm hướng tới một thị trường chứng khoán phát triển bền vững

- Sau 10 năm hoạt động, TTCK trong nước đã có những thay đổi đáng kể, nhiều quy định pháp lý chặt chẽ được Chính phủ bổ sung nhằm hướng tới sự phát triển bền vững được của thị trường vốn. Trong đó, điển hình là Luật chứng khoán sửa đổi lần đầu tiên đã được Quốc Hội thông qua vào cuối tháng 11/2010, quy định những nội dung thể hiện sự minh bạch trong hành vi giao dịch và công bố thông tin trên thị trường chứng khoán. Cùng với đó, thời gian giao dịch trên hai sàn HSX và HNX cũng được nới rộng trong thời gian này.
- Đến năm 2015, Chính phủ đã ban hành Nghị định 60/2015/NĐ-CP, quy định về việc tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài. Trong đó, quy định này đã tháo gỡ một phần vấn đề về dòng vốn đầu tư cho các công ty niêm yết, khi NĐT nước ngoài được phép tăng tỷ lệ SHNN vượt mức 49% hoặc có thể lên đến 100% đối với một số ngành nghề không có điều kiện. Ngoài ra, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 42/2015/NĐ-CP quy định về chứng khoán phái sinh, mở ra nền tảng pháp lý quan trọng để phát triển thị trường này và tiếp tục ban hành Thông tư số 155/2015/TT-BTC quy định chặt chẽ hơn về công bố thông tin BCTC của doanh nghiệp.
- Như vậy, những thay đổi này cho thấy Chính phủ đang ngày càng quyết tâm phát triển TTCK phù hợp với sự hội nhập của đất nước và nỗ lực mở cửa thị trường tài chính như đã cam kết với WTO và các hiệp định EVFTA. Ngoài ra, khi phát triển TTCK thành kênh huy động vốn trung và dài hạn cho đầu tư thay vì chỉ tập trung vào nguồn lực vốn từ tín dụng ngắn hạn và nợ công- yếu tố gây ra ảnh hưởng tiêu cực cho lạm phát.



Hình 29: Quá trình thay đổi chính sách liên quan đến thị trường chứng khoán

Nguồn: CTCK Rồng Việt

CƠ HỘI LỚN TỪ NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN





Nâng hạng là chìa khóa thu hút dòng vốn mới dồi dào

- Nâng hạng là chìa khóa mở cánh cửa thu hút dòng vốn đầu tư của khối ngoại, cùng nhiều lợi ích khác cho thị trường vốn và nền kinh tế nói chung. Trong đó, chỉ số Thị trường chứng khoán (TTCK) của mỗi quốc gia sẽ được xếp hạng dưới các bộ tiêu chí khác nhau nhằm phân loại TTCK phù hợp với bản chất của bối cảnh thị trường và nền kinh tế của quốc gia đó.
- MSCI và FTSE là hai bộ chỉ số nổi bật, được nhiều quỹ (bao gồm chủ động và thụ động) sử dụng làm cơ sở lựa chọn cổ phiếu đầu tư hay làm tham chiếu cho danh mục, đo lường hiệu suất đầu tư. Theo Trackinsight đến cuối tháng 8/2024, có tổng cộng 122 quỹ ETF lấy chỉ số mới nổi MSCI với tổng tài sản là gần 220 tỷ USD làm cơ sở, trong khi có 17 quỹ ETF với tổng tài sản là gần 98 tỷ USD lấy chỉ số mới nổi FTSE làm cơ sở. Do đó, việc nâng hạng thị trường giúp thu hút vốn từ các quỹ ETF đầu tư vào chỉ số thị trường mới nổi của FTSE và MSCI.

Sự khác nhau giữa phân loại của FTSE và MSCI

- Về tiêu chí xếp hạng thị trường của hai bộ chỉ số đều hướng đến việc đánh giá tình hình phát triển kinh tế và thị trường chứng khoán của mỗi quốc gia (Bảng 8). Sự khác biệt lớn nhất giữa hai chỉ số nằm ở cách phân nhóm giữa các thị trường (cận biên/mới nổi/phát triển, ví dụ MSCI phân loại Hàn Quốc và Ba Lan là quốc gia mới nổi, nhưng FTSE chia hai quốc gia này vào nhóm thị trường phát triển) và số lượng cổ phiếu ở mỗi thị trường. Nội dung cụ thể được thể hiện chi tiết ở bảng 8.
- Ngoài ra, số lượng quỹ đầu tư sử dụng phân loại xếp hạng của MSCI cao hơn nhiều so với FTSE.

Bảng 8: So sánh đặc điểm của MSCI và FTSE

Nội dung	MSCI	FTSE
1) Nhóm cổ phiếu hướng đến	Tập trung vào cổ phiếu vốn hóa lớn và trung bình	Tương tự như MSCI nhưng số lượng cổ phiếu hướng đến nhiều hơn
2) Phân loại các nhóm thị trường	1. Thị trường phát triển (developed market) 2. Thị trường mới nổi (emerging market) 3. Thị trường cận biên (frontier market)	1. Thị trường phát triển (developed market) 2. Thị trường mới nổi thứ cấp (secondary emerging) 3. Thị trường mới nổi phát triển (advanced emerging) 4. Thị trường cận biên (frontier market)
3) Phân nhóm giữa các thị trường	Cổ phiếu vốn hóa lớn & trung bình của 24 nước và chiếm khoảng 85% vốn hóa thị trường (đã điều chỉnh free float). Tiêu chí phân loại các nhóm thị trường chặt chẽ hơn FTSE.	Tập trung vào 24 thị trường nhưng bao gồm 99% vốn hóa thị trường có thể đầu tư và tiêu chí phân loại các nhóm được đánh giá là lỏng hơn MSCI. Ví dụ điển hình về sự khác biệt là MSCI phân loại Hàn Quốc và Ba Lan là quốc gia mới nổi, nhưng FTSE chia hai quốc gia này vào nhóm thị trường phát triển.
4) Số cổ phiếu ở mỗi thị trường	1.328	2.216
5) Vốn hóa ròng (tỷ USD)	7.541	7.317
6) Tỷ trọng 5 ngành trọng tâm	Phân ngành theo GICS: Công nghệ (24,34%), Tài chính (22,3%), Tiêu dùng không thiết yếu (12,26%), Dịch vụ truyền thông (8,81%), Công nghiệp (6,95%).	Phân ngành theo ICB: Công nghệ (26,11%), Ngân hàng (17,14%), Hàng hóa và Dịch vụ công nghiệp (6,19%), Năng lượng (6,54%), tài nguyên cơ bản (4,26%).

Nguồn: MSCI, FTSE tại cuối tháng 6/2024, CTCK Rồng Việt

Các tiêu chí xếp hạng thị trường chứng khoán của FTSE

➤ Việt Nam đã được thêm vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE từ tháng 9 năm 2018, tuy nhiên đến nay vẫn chưa có nhiều tiến triển trong quá trình nâng hạng thị trường. Nguyên nhân là do, Việt Nam vẫn còn hai chỉ chưa đạt theo khung đánh giá của FTSE, cùng với việc cải thiện thêm (không bắt buộc) một số yêu cầu ở các tiêu chí khác. Trong đó, Việt Nam vẫn chưa đáp ứng được các tiêu chí quan trọng:

- 1. Chu kỳ thanh toán (DvP):** Điều kiện về các NĐTNN phải đảm bảo có đủ tiền trước khi thực hiện giao dịch. Hiện tiêu chí này được đánh giá là 'hạn chế', do thông lệ thị trường là tiến hành kiểm tra trước giao dịch để đảm bảo có sẵn tiền trước khi thực hiện giao dịch.
 - 2. Thanh toán - chi phí liên quan đến giao dịch thất bại:** Tiêu chí này không được xếp hạng vì theo mặc định, thị trường không gặp phải các giao dịch không thành công (nhà đầu tư tổ chức nước ngoài không hoàn thành nghĩa vụ thanh toán tiền vay).
 - 3. Khác:** Ngoài ra, FTSE nhận định Việt Nam nên (không bắt buộc) cải tiến quy trình đăng ký tài khoản mới và tạo điều kiện thuận lợi cho NĐTNN giao dịch đối với những cổ phiếu đã hoặc sắp đạt đến giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) và nâng cao tính minh bạch, tăng khả năng tiếp cận thông tin và công bố các thông tin bằng tiếng Anh.
- Trong các tiêu chí này, việc gỡ bỏ quy định yêu cầu NĐTNN phải có đủ tiền trong tài khoản trước khi thực hiện giao dịch là **vấn đề trọng yếu nhất**, mang tính quyết định để Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp. Hiện, Bộ Tài Chính đã ban hành Thông tư 68/2024/TT-BTC nhằm giải quyết vấn đề này.

Bảng 9: Các tiêu chí xếp hạng thị trường chứng khoán của FTSE

Tiêu chí	Phát triển	Mới nổi phát triển	Mới nổi thứ cấp	Cận biên	Tiêu chí Việt Nam cần khắc phục
Thu nhập bình quân đầu người (GNI) theo số liệu WorldBank					
Đánh giá tín nhiệm					
Thị trường và môi trường pháp lý					
Cơ quan quản lý tích cực giám sát thị trường	X	X	X	X	
Đối xử công bằng với nhà đầu tư nhỏ lẻ	X	X			
Không hoặc hạn chế có chọn lọc sở hữu nước ngoài	X	X			
Không có trở ngại khi đầu tư hay rút vốn ra khỏi thị trường	X	X	X	X	
Quy trình đăng ký đơn giản đối với nhà đầu tư nước ngoài	X	X			Cần phải cải tiến quy trình đăng ký tài khoản mới
Thị trường ngoại hối					
Thị trường ngoại hối phát triển	X	X			
Thị trường cổ phiếu					
Hoạt động môi giới - có sự cạnh tranh để đảm bảo chất lượng	X	X	X		
Chi phí giao dịch - Chi phí hợp lý và cạnh tranh	X	X	X		
Thuế - hợp lý và nhất quán giữa NĐT trong và ngoài nước	X	X			
Được phép vay cổ phiếu	X				
Được phép bán khống	X				
Thị trường phái sinh phát triển	X				
Được phép giao dịch ngoài sàn	X				
Cơ chế giao dịch hiệu quả	X	X			Tạo điều kiện thuận lợi cho NĐTNN giao dịch đối với những cổ phiếu đã hoặc sắp đạt đến giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL)
Minh bạch - thông tin thị trường và báo cáo giao dịch kịp thời	X	X	X	X	Nâng cao tính minh bạch, tăng khả năng tiếp cận thông tin và công bố thông tin bằng tiếng Anh
Lưu ký và thanh toán bù trừ					
Thanh toán - chi phí liên quan đến giao dịch thất bại	X	X	X	X	Không được xếp hạng vì theo mặc định, thị trường không gặp phải các giao dịch không thành công
Chu kỳ thanh toán (DvP)	X	X	X	X	FTSE đánh giá là 'hạn chế' do Việt Nam yêu cầu trước khi giao dịch cần phải có đủ tiền.
Trung tâm lưu ký chứng khoán	X	X	X		
Trung tâm thanh toán bù trừ	X	X			
Thanh toán - không cần chuyển giao tiền đối ứng	X				
Lưu ký - có cạnh tranh để đảm bảo chất lượng dịch vụ	X	X	X		
Cấu trúc tài khoản hoạt động ở cấp độ giám sát	X				

Nguồn: FTSE, CTCK Rong Viet



TIÊU CHÍ ĐỂ NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG THEO TIÊU CHUẨN CỦA MSCI (1)

Các tiêu chí xếp hạng thị trường chứng khoán của MSCI

- MSCI chia TTCK toàn cầu thành 3 nhóm chính gồm: thị trường phát triển (Developed market), thị trường mới nổi (Emerging market) và thị trường cận biên (Frontier market), đối với các thị trường không thuộc 3 nhóm này thì được xếp vào thị trường độc lập (Standalone Market).
- Nhìn chung, Việt Nam đã đáp ứng đầy đủ những yêu cầu trong hai tiêu chí đầu là (1) phát triển kinh tế và (2) quy mô và yêu cầu thanh khoản (Bảng 10) nhưng cần phải cải thiện một số yêu cầu ở tiêu chí cuối cùng tiếp cận thị trường (chúng tôi sẽ đánh giá chi tiết trong nội dung phía sau). Hơn nữa, trong báo cáo đánh giá khả năng tiếp cận thị trường của MSCI tháng 6/2024, Việt Nam vẫn chưa được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi và còn 8 nội dung (giảm một nội dung so với kỳ đánh giá trước đó – Bảng 11) như giới hạn sở hữu của NĐTNN, yêu cầu về vốn trước giao dịch và thiếu công bố thông tin thị trường bằng tiếng Anh... cần phải cải thiện để nâng hạng thị trường.
- Nếu nhìn vào một số quốc gia đã được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi như Thái Lan, Philippines, Ả Rập Xê-út và Kuwait có thể thấy rằng MSCI đưa ra rất nhiều tiêu chí để xem xét nâng hạng TTCK của một nước. Nhưng rõ ràng, một quốc gia sẽ không cần phải đáp ứng mọi tiêu chí để được MSCI công nhận nâng hạng. Đơn cử như Thái Lan thiếu 3 tiêu chí, Philippines thiếu 5 tiêu chí, Kuwait thiếu 3 tiêu chí và Ả Rập Xê-út thiếu 5 tiêu chí, trong khi Việt Nam còn 8 tiêu chí chưa đạt (Bảng 11).

Bảng 10: Các tiêu chí xếp hạng thị trường chứng khoán của MSCI

Tiêu chí		Cận biên	Mới nổi	Phát triển
Tiêu chí về phát triển kinh tế				
Sự bền vững trong phát triển kinh tế		Không yêu cầu	Không yêu cầu	GNI per capital cao hơn 25% so với ngưỡng cao của World Bank 3 năm liên tiếp
Tiêu chí về quy mô và yêu cầu thanh khoản				
Số doanh nghiệp đáp ứng được các tiêu chí sau		2	3	5
1) Vốn hóa công ty		126 tr.USD	2,066 tỷ USD	4,133 tỷ USD
2) Vốn hóa cổ phiếu lưu hành (float market cap)		63 tr.USD	1,033 tr.USD	2,066 tr.USD
3) Thanh khoản cổ phiếu		2,5% GTGD năm (Annual Traded Value Ratio)	15% GTGD năm	20% GTGD năm
Tiêu chí về tiếp cận thị trường				
Mức độ mở cửa cho NĐT nước ngoài		Không quá khắt khe	Đáng kể	Rất cao
Mức độ dễ dàng của dòng vốn ra/vào		Không quá khắt khe	Đáng kể	Rất cao
Mức độ hiệu quả của khung hoạt động		Vừa phải	Tốt và được kiểm chứng	Rất tốt
Sự đa dạng công cụ đầu tư		Cao	Cao	Không hạn chế
Sự ổn định của khung thể chế		Vừa phải	Vừa phải	rất cao

Nguồn: MSCI, CTCK Rong Việt

Bảng 11: Đánh giá khả năng tiếp cận toàn cầu của MSCI

Tiêu chí	Philippines	Thái Lan	Ả Rập Xê-út	Kuwait	Việt Nam**	Tiêu chí Việt Nam cần khắc phục
Mức độ mở cửa cho NĐT nước ngoài						
1. Yêu cầu về năng lực của NĐT	++	++	+	++	++	
2. Giới hạn sở hữu của NĐTNN (FOL)	-	-	-	++	-	Công ty thuộc một số ngành, ảnh hưởng tới hơn 10% vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam phải chịu giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài từ 0-51%.
3. Hạn mức sở hữu của NĐTNN (Room)	-	-	++	++	-	Hơn 1% chỉ số MSCI có thể đầu tư của Việt Nam bị ảnh hưởng bởi tỷ lệ FOL thấp
4. Quyền bình đẳng cho NĐTNN	+	-	-	+	-	Thông tin công bố bằng tiếng Anh và quyền của NĐTNN bị hạn chế từ quy định giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài.
Mức độ dễ dàng của dòng vốn ra/vào						
1. Mức độ hạn chế của dòng vốn	++	++	++	++	++	
2. Mức độ tự do của thị trường ngoại hối	-	+	++	++	-	Đồng VND không được giao dịch trên thị trường ngoại hối quốc tế và có những hạn chế ở thị trường ngoại hối trong nước
Mức độ hiệu quả của khung hoạt động						
Gia nhập thị trường						
Đăng ký và mở tài khoản	++	++	+	+	+	Đăng ký là bắt buộc và thiết lập tài khoản cần có sự chấp thuận của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán
Tổ chức thị trường						
1. Quy định thị trường	++	++	++	++	+	Nhiều quy định chưa có văn bản bằng tiếng Anh
2. Luồng thông tin	++	++	+	+	-	Thông tin TTCK không phải lúc nào cũng công bố bằng tiếng Anh và đôi khi không đủ chi tiết.
Hạ tầng thị trường						
1. Hệ thống thanh toán bù trừ	+	+	+	+	-	Không có dịch vụ thấu chi và cần phải nộp đủ tiền trước giao dịch.
2. Lưu ký	++	++	+	+	++	
3. Đăng ký	++	++	++	++	++	
4. Giao dịch	++	++	++	++	++	
5. Khả năng chuyển nhượng	++	++	-	-	+	Đã cải thiện nhờ những thay đổi quy định về các giao dịch ngoài sàn và chuyển nhượng tài sản
6. Cho vay cổ phiếu	-	+	-	-	-	
7. Bán khống	-	+	-	-	-	Chưa có
Sẵn có của cấu trúc đầu tư	++	++	++	++	++	
Sự ổn định của khung tổ chức	+	+	+	+	+	
Tổng số tiêu chí cần cải thiện	5	3	5	3	8	

Nguồn: MSCI, CTCK Rông Việt ** Việt Nam ở thị trường cận biên, trong khi các quốc gia còn lại xếp ở thị trường mới nổi

Nhìn lại khả năng hoàn thành các tiêu chí xếp hạng của các thị trường mới nổi

Như đã đề cập, một quốc gia cần hoàn thành đa số các tiêu chí, chứ không cần đáp ứng đầy đủ các tiêu chí để được nâng hạng TTCK. Trong đó, sau khi liệt kê lại toàn bộ các tiêu chí cùng khả năng hoàn thành theo thang ++/+/+/- ở các thị trường mới nổi và nhìn nhận hai chiều ngang - dọc theo hướng tập trung vào những điểm khác biệt ở cột “-” trong Bảng 12.

Chúng tôi nhận thấy các thị trường mới nổi có những đặc điểm sau:

➤ **Nhìn trên các điều kiện cần đáp ứng:** Chúng tôi nhận thấy các tiêu chí khoanh được khoanh vùng màu xanh trong Bảng 12 là những tiêu chí có điểm khác biệt, **khi mới có số ít các thị trường còn chưa đạt tiêu chuẩn**. Trong đó, hiện các thị trường mới nổi đã có những giải pháp bổ sung cho các tiêu chí “-” (cần cải thiện) bằng cách xoay quanh hai vấn đề chính là **(1) sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và (2) thông tin công bố**.

- Về sở hữu của NĐTNN:** Hiện có 4 thị trường chưa đạt tiêu chí hạn mức sở hữu của NĐTNN (Room) là Trung Quốc, Ấn Độ, Philippines và Thái Lan. Trong đó, có hai thị trường đã đưa ra giải pháp thay thế là Philippines với sản phẩm biên lai lưu ký (DRs) và Thái Lan với sản phẩm biên lai lưu ký không hưởng quyền (NVDRs). Cả hai sản phẩm này cho phép NĐTNN mua cổ phần của công ty đã đạt mức giới hạn sở hữu nước ngoài, nhưng NĐT chỉ được hưởng tất cả các lợi ích tài chính của cổ phiếu cơ sở, ngoại trừ quyền biểu quyết. Ngoài ra, gần đây Ấn Độ cũng đưa ra một số giải pháp nâng giới hạn danh mục đầu tư nước ngoài (FPI) nhưng nhìn chung một số công ty vẫn phải tuân theo giới hạn sở hữu nước ngoài từ 0 đến 74%.
- Về thông tin công bố:** Liên quan đến tiêu chí quyền bình đẳng cho NĐTNN và luồng thông tin, trong đó các thị trường chưa đạt được hai tiêu chí này chủ yếu là do thiếu sót trong công bố thông tin bằng tiếng Anh. Ngoài ra, tiêu chí quyền bình đẳng cho NĐTNN còn liên quan đến các thị trường sử dụng DRs & NVDR (hay CPOs của Mexico) không có quyền biểu quyết và giới hạn sở hữu nước ngoài thấp.

Bảng 12: Số thị trường mới nổi đã/chưa hoàn thành theo thang ++/+/+/- của MSCI

Tiêu chí	Số thị trường hoàn thành			Việt Nam
	++	+	-	
Mức độ mở cửa cho NĐT nước ngoài				
Yêu cầu về năng lực của NĐT	21	4	0	++
Giới hạn sở hữu của NĐTNN (FOL)	12	5	8	-
Hạn mức sở hữu của NĐTNN	19	2	4	-
Quyền bình đẳng cho NĐTNN	2	19	4	-
Mức độ dễ dàng của dòng vốn ra/vào				
Mức độ hạn chế của dòng vốn	22	3	0	++
Mức độ tự do của thị trường ngoại hối	12	5	8	-
Mức độ hiệu quả của khung hoạt động				
Gia nhập thị trường				
Đăng ký và mở tài khoản	9	10	6	+
Tổ chức thị trường				
Quy định thị trường	14	10	1	+
Luồng thông tin	9	14	2	-
Hạ tầng thị trường				
Hệ thống thanh toán bù trừ	5	14	6	-
Lưu ký	21	4	0	++
Đăng ký	23	2	0	++
Giao dịch	23	2	0	++
Khả năng chuyển nhượng	8	8	9	+
Cho vay cổ phiếu	7	9	9	-
Bán khống	3	10	12	-
Sẵn có của cấu trúc đầu tư	20	1	4	++
Sự ổn định của khung tổ chức	5	17	3	+

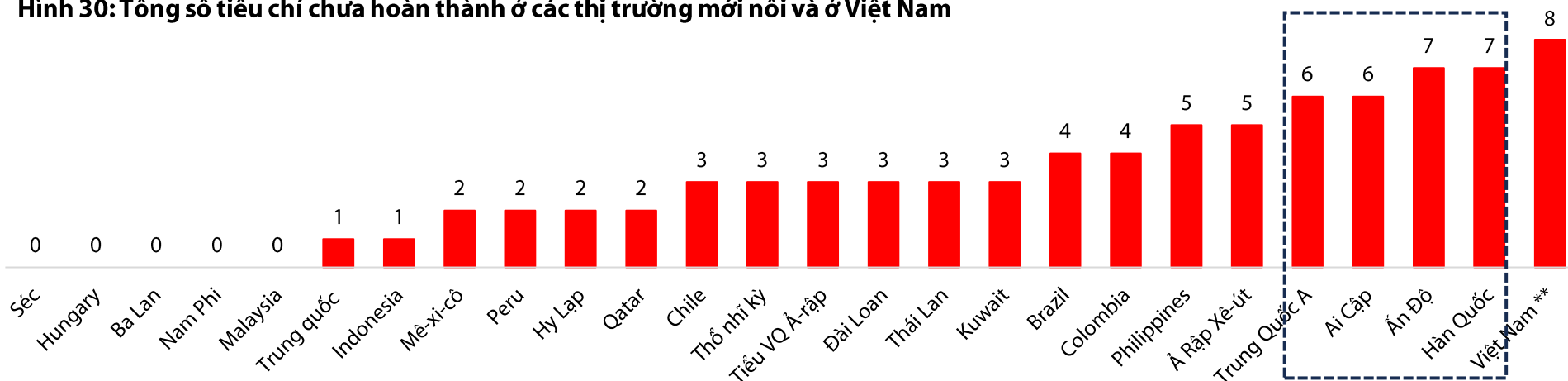
Nguồn: MSCI, CTCK Rong Viet. “++”: không có vấn đề; “+”: không có vấn đề lớn, có thể cải thiện; “-”: cần cải thiện.

Lưu ý: Có 24 quốc gia thuộc MSCI, nhưng MSCI chia thành 25 thị trường. Trong đó, Trung Quốc được chia làm 2 loại, một phần niêm yết ở Hồng Kông và hai là phần Trung Quốc đại lục.

Quy mô thị trường là điểm khác biệt để được xem xét nâng hạng

- **Nhìn trên tổng thể các quốc gia:** Qua số liệu đánh của MSCI vào cuối tháng 6/2024, có thể thấy rằng để được nâng hạng lên thị trường mới nổi, thì đa số các thị trường (21/25 thị trường) đều đạt trên 70% tổng số tiêu chí đánh giá nâng hạng của MSCI, tức các thị trường phải hoàn thành ít nhất 13 tiêu chí trên tổng 15 tiêu chí của MSCI. Tuy nhiên, có 4 thị trường đặc biệt, có nhiều hơn 5 tiêu chí (trên 30%) chưa đạt là Trung Quốc A (6 tiêu chí), Ai Cập (6 tiêu chí), Ấn Độ (7 tiêu chí) và Hàn Quốc (7 tiêu chí). Trong đó:
 - ✓ **Thị trường Ấn Độ:** Tính đến tháng 6/2024, Ấn Độ vẫn còn 7 tiêu chí chưa đạt (chỉ ít hơn Việt Nam 1 tiêu chí), xét về tổng thể các tiêu chí, hiện Ấn Độ đang có điểm chung với một số ít thị trường trong nhóm chưa hoàn thành tiêu chí, thị trường này gặp phải vấn đề liên quan đến **sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (FOL & Room)**. Trong khi, Ấn Độ không gặp phải vấn đề liên quan đến thông tin công bố. Như vậy, theo quan điểm của chúng tôi, dù còn khá nhiều tiêu chí chưa đạt nhưng Ấn Độ vẫn được nâng hạng là bởi vì (1) nước này đã hoàn thành được đa số các tiêu chí được coi là trọng yếu để được nâng hạng, trong khi các tiêu chí chưa đạt còn lại được coi là ít quan trọng hơn vì nhiều thị trường mới nổi khác cũng chưa hoàn thành các tiêu chí này, (2) xét về quy mô, TTCK Ấn Độ có quy mô rất lớn với thanh khoản cao, vốn hóa TTCK nước này quanh 5.000 tỷ USD (lớn hơn rất nhiều Việt Nam với khoảng 300 tỷ USD) và kỳ vọng còn nhiều dư địa tăng trưởng trong dài hạn.
 - ✓ **Thị trường Trung Quốc A:** Hiện còn 6 tiêu chí chưa đạt và cũng có điểm chung là gặp phải vấn đề liên quan đến **sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài (FOL & Room)** và không gặp phải vấn đề liên quan đến thông tin công bố. Như vậy, tương tự Trung Quốc A nhờ quy thị trường mô lớn và đã hoàn thành được phần lớn các tiêu chí quan trọng nên được nâng hạng.
 - ✓ **Thị trường Hàn Quốc:** Cũng còn 7 tiêu chí chưa hoàn thành, tuy nhiên quy mô của thị trường này lớn và đã hoàn thành được nhiều tiêu chí quan trọng. Hiện thị trường này gặp vấn đề ở tiêu chí luồng thông tin do vấn đề về công bố thông tin bằng tiếng Anh và chính sách chi trả cổ tức.

Hình 30: Tổng số tiêu chí chưa hoàn thành ở các thị trường mới nổi và ở Việt Nam



Nguồn: MSCI, CTCK Rồng Việt.

Ghi chú:

Trung Quốc - phần niêm yết ở Hồng Kông

Trung Quốc A - niêm yết tại Trung Quốc đại lục

*Việt Nam** - thị trường mới nổi*

TTCK Việt Nam cần phải tháo gỡ những khó khăn liên quan đến sở hữu của NĐTNN, thông tin công bố và việc ký quỹ trước giao dịch. Hiện chúng tôi nhận thấy, các nhà hoạch định chính sách đang nỗ lực tháo gỡ những khó khăn đang tồn tại. Cụ thể:

Các hành lang pháp lý từng bước được điều chỉnh để phù hợp với thông lệ của MSCI và FTSE

Hiện cơ quan quản lý trong nước đang nỗ lực từng bước để sửa đổi/bổ sung những vấn đề còn tồn đọng sao cho phù hợp với thông lệ của FTSE và MSCI, nhằm đưa TTCK trong nước sớm được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE và xa hơn là MSCI. Trong đó, mới đây vào ngày 18/09/2024 UBCKNN đăng tải Thông tư (TT) 68/2024/TT-BTC (có hiệu lực vào ngày 2/11/2024) sửa 04 thông tư của BTC là TT số 119, 120, 121 và TT số 96, với nội dung chủ yếu liên quan đến ba vấn đề chính 1) quy định liên quan đến ký quỹ trước khi giao dịch dành cho NĐT tổ chức nước ngoài (NĐTTCNN), 2) quy định về công bố thông tin trên TTCK và 3) làm rõ quy trình bù trừ thanh toán giao dịch chứng khoán tại VSDC của NĐTTCNN. Trong đó:

Quy định liên quan đến ký quỹ trước khi giao dịch và quy trình bù trừ thanh toán

- Theo TT120/2020 cũ, NĐTTCNN không được giao dịch ký quỹ để mua chứng khoán (CK), do đó khi đặt lệnh mua CK phải có đủ 100% tiền trên tài khoản mới được thực hiện giao dịch. Lợi ích của cơ chế này giúp thị trường vận hành hiệu quả, an toàn. Tuy nhiên, hạn chế của phương thức này sẽ cản trở tính linh hoạt trong giao dịch của khối ngoại và không phù hợp với thông lệ quốc tế của MSCI và FTSE, bởi trên thực tế nhiều quốc gia đã cho phép giao dịch không cần ký quỹ đối với NĐTNN.
- Quy định mới của Thông tư 68/2024/BTC đã giải quyết được vấn đề trên, khi cho phép các CTCK có thể thực hiện các lệnh mua của NĐTTCNN mà không cần có đủ tiền trên tài khoản giao dịch. Trong đó, CTCK sẽ cho khách hàng vay số tiền còn thiếu bằng cách mua qua tài khoản tự doanh theo hạn mức phù hợp (theo khoản 10 điều 3 của TT). Ngoài ra, quy định này cũng đưa ra quy trình bù trừ thanh toán chi tiết giữa các bên gồm NĐTTCNN, CTCK, Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam. Đây cũng là chìa khóa gỡ nút thắt liên quan đến vấn đề về giao dịch thất bại (nhà đầu tư tổ chức nước ngoài không hoàn thành nghĩa vụ thanh toán tiền vay). Hiện các bên liên quan đang làm việc để đưa ra quy trình chi tiết, cụ thể có thể tham khảo từ bản Dự thảo gần nhất như sau:
 - **Ngày T + 0:** NĐTTCNN đặt lệnh mua cổ phiếu với giá trị mua có thể lớn hơn số tiền sẵn có trên tài khoản giao dịch.
 - **Ngày T + 1:** TVLK xác nhận KQGD và VSDC xác định, thông báo nghĩa vụ thanh toán ròng của TVLK vào phút đầu của phiên ATC. Sau đó, TVLK sẽ xác nhận khả năng thanh toán GDCK vào 4h30 cùng ngày.
 - **Ngày T + 2:** Từ xác nhận khả năng thanh toán GDCK ở cuối ngày trước, sẽ có hai kịch bản xảy ra như sau:
 - (1) Nếu NĐTTCNN đủ tiền trên tài khoản thì giao dịch sẽ được thực hiện như bình thường, tức tiền đã bị trừ trên tài khoản vào ngày T và cổ phiếu về tài khoản của họ vào ngày T + 2,5.
 - (2) Nếu NĐTTCNN không đủ tiền trên tài khoản thì CTCK sẽ thay mặt khách hàng thanh toán số tiền khách hàng còn thiếu để mua cổ phiếu còn lại qua tài khoản tự doanh vào ngày T. Đến ngày T+2,5 cổ phiếu mua từ tài khoản tự doanh của CTCK sẽ về tài khoản của CTCK, trong khi số cổ phiếu mua ở phần tiền của NĐTTCNN sẽ về tài khoản của chính họ. Theo thỏa thuận, số tiền CTCK bù ra mua sẽ được NĐTTCNN thanh toán lại cho CTCK theo thỏa thuận và quyền sở hữu cổ phiếu sẽ được CTCK chuyển lại cho khách hàng sau đó thông qua hình thức giao dịch thỏa thuận trên sàn hoặc ngoài sàn. Trong trường hợp NĐTTCNN không thanh toán tiền cho CTCK, thì CTCK sẽ được chủ động bán cổ phiếu này ra thị trường để thu hồi tiền.

➤ Ngoài ra, theo khoản 10, điều 3 của TT68/2024 có đưa ra hạn mức có thể mua như sau:

$$\text{Hạn mức mua cổ phiếu của CTCK} = \text{Max}[(2 \times \text{VCSH} - \text{dư nợ giao dịch ký quỹ}); (\text{các khoản có khả năng chuyển đổi thành tiền})]$$

Trong đó, các khoản có khả năng chuyển đổi thành tiền bao gồm: Tiền & tương đương tiền, hạn mức thấu chi/bảo lãnh thanh toán được tổ chức tín dụng cấp, tiền bán chứng khoán chờ về, các khoản phải thu từ ứng trước tiền bán và tiền của NĐTTCNN ứng trước để đảm bảo khả năng thanh toán cho giao dịch mua cổ phiếu.

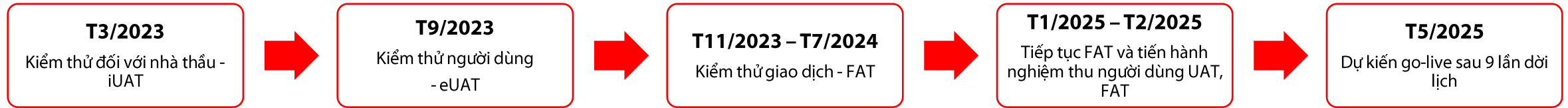
Quy định về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán

Như đã đề cập ở trước đó, một trong những yêu cầu còn thiếu đối với TTCK trong nước là việc nâng cao khả năng tiếp cận thông tin cho NĐT nước ngoài bằng cách công bố thông tin bằng tiếng Anh. Trong TT68/2024 này, đã sửa đổi, bổ sung “**điều 5 - ngôn ngữ công bố thông tin**” ở Thông tư số 96/2020 của BTC để giải quyết vấn đề này.

Bảng 13: Lộ trình công bố thông tin bằng tiếng anh

Sửa đổi, bổ sung:	Thông tư số 68/2024/TT-BTC
Điều 5	Ngôn ngữ công bố thông tin trên thị trường chứng khoán
Khoản 1	Ngôn ngữ thông tin công bố trên thị trường chứng khoán là tiếng Việt. Tổ chức niêm yết, công ty đại chúng, Sở giao dịch chứng khoán, Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam thực hiện công bố thông tin đồng thời bằng tiếng Anh theo quy định tại khoản 2, khoản 3 Điều này. Thông tin công bố bằng tiếng Anh phải bảo đảm thống nhất với nội dung thông tin công bố bằng tiếng Việt. Trường hợp có sự khác biệt hoặc có cách hiểu khác giữa thông tin bằng tiếng Việt và tiếng Anh thì thông tin bằng tiếng Việt được áp dụng.
Khoản 2	Tổ chức niêm yết, công ty đại chúng thực hiện công bố thông tin đồng thời bằng tiếng Anh theo lộ trình như sau:
	a) Tổ chức niêm yết, công ty đại chúng quy mô lớn công bố thông tin định kỳ đồng thời bằng tiếng Anh kể từ ngày 01 tháng 01 năm 2025;
	b) Tổ chức niêm yết, công ty đại chúng quy mô lớn công bố thông tin bất thường, công bố thông tin theo yêu cầu và công bố thông tin về các hoạt động khác của công ty đại chúng đồng thời bằng tiếng Anh kể từ ngày 01 tháng 01 năm 2026;
	c) Công ty đại chúng không thuộc đối tượng quy định tại điểm a, b khoản này công bố thông tin định kỳ đồng thời bằng tiếng Anh kể từ ngày 01 tháng 01 năm 2027;
	d) Công ty đại chúng không thuộc đối tượng quy định tại điểm a, b khoản này công bố thông tin bất thường, công bố thông tin theo yêu cầu và công bố thông tin về các hoạt động khác của công ty đại chúng đồng thời bằng tiếng Anh kể từ ngày 01 tháng 01 năm 2028.
Khoản 3	Sở giao dịch chứng khoán, Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ chứng khoán Việt Nam công bố thông tin bằng tiếng Việt và tiếng Anh.

Thời điểm vận hành hệ thống giao dịch KRX đang tới gần

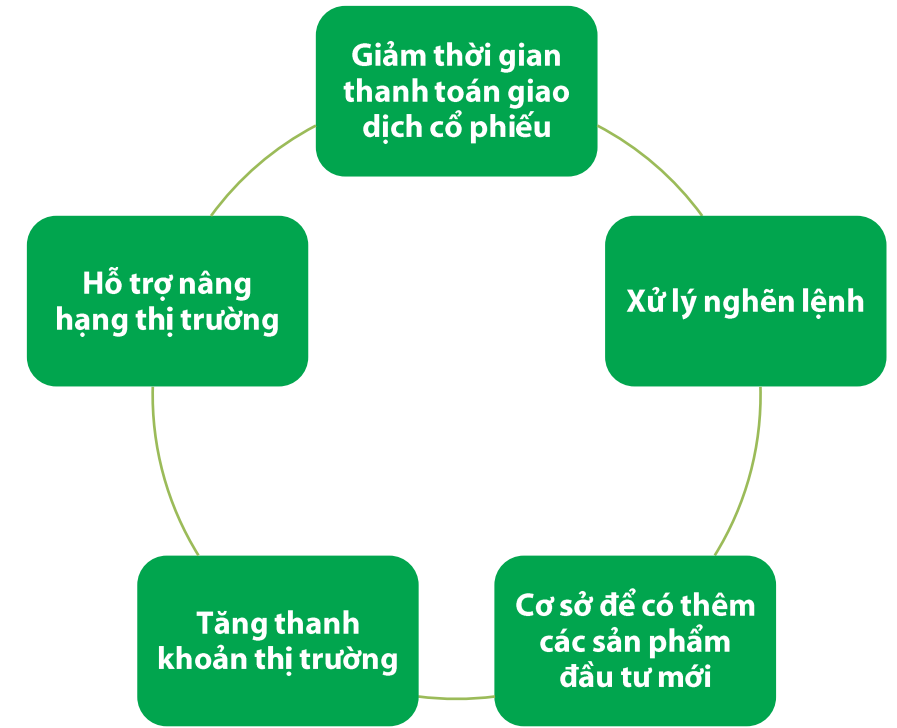


Sau thời gian dài chờ đợi, hệ thống giao dịch KRX mới được kỳ vọng sẽ sớm đi vào vận hành, điều này mang đến nhiều kỳ vọng cho thị trường khi các sản phẩm mới sẽ được ra mắt ngay sau khi hệ thống này vào vận hành (giao dịch bán khống, hợp đồng tương lai VN100, rút ngắn thời gian thanh toán và tăng khả năng tiếp nhận giao dịch...). Ngoài ra, hệ thống mới cùng với cơ chế thanh toán bù trừ trung tâm (CCP) là điều kiện cần và đủ để kiểm soát rủi ro thanh toán, hỗ trợ việc nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam theo FTSE. ***Chúng tôi kỳ vọng hệ thống KRX sẽ được tiến hành nghiệm thu trong đầu năm 2025 và sau đó sẽ Go-live ngay trong đầu tháng 5/2025.***

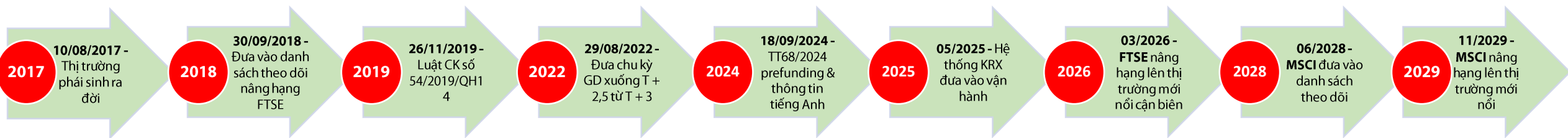
Có nhiều lợi ích sau khi hệ thống KRX vào hoạt động

Hệ thống giao dịch mới KRX khi đi vào hoạt động mang đến nhiều tính năng nổi bật, mang tới những tác động tích cực cho thị trường bao gồm:

- (1) Giảm thời gian thanh toán giao dịch:** Chu kỳ giao dịch cổ phiếu được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm xuống thấp hơn mức T + 2,5 hiện tại, cho phép nhà đầu tư mua và bán chứng khoán với tần suất nhiều hơn ngày hiện tại.
- (2) Xử lý lệnh nhanh:** Số lượng lệnh giao dịch và tốc độ khớp lệnh cũng được tăng lên, hệ thống KRX có thể đáp ứng được nhu cầu thị trường trong giai đoạn thanh khoản gia tăng đột biến, giảm tình trạng quá tải.
- (3) Cơ sở để có thêm sản phẩm mới:** Giao dịch bán khống - cho phép nhà đầu tư vay chứng khoán để bán trước và mua lại sau, hay hợp đồng tương lai VN100 kỳ vọng có thể được triển khai góp phần làm tăng khả năng phòng ngừa rủi ro và thúc đẩy thị trường phát triển..
- (4) Tăng thanh khoản thị trường:** Thanh khoản khớp lệnh trong phiên được các chuyên gia kỳ vọng có thể lên tới 96 nghìn tỷ đồng, gấp ít nhất 3 lần so với hệ thống cũ.
- (5) Hỗ trợ nâng hạng thị trường:** Hệ thống KRX cùng với ***cơ chế thanh toán bù trừ trung tâm (CCP)*** là điều kiện cần và đủ để kiểm soát rủi ro thanh toán, hỗ trợ việc nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam theo FTSE.



Thời điểm nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE đang tới gần



Tiềm năng thu hút được nhiều dòng vốn ngoại hơn khi được nâng hạng lên thị trường mới nổi

Bảng 14: Ước tính tổng vốn tiềm năng từ các quỹ ETF khi FTSE nâng hạng

		Dòng vốn thu hút					
Tỷ trọng phân bổ		98.000	100.940	103.968	107.087	110.300	113.609
	0,3%	196	202	208	214	221	227
	0,4%	392	404	416	428	441	454
	0,5%	490	505	520	535	551	568
	0,6%	588	606	624	643	662	682
	0,7%	686	707	728	750	772	795
	0,8%	784	808	832	857	882	909
	0,9%	882	908	936	964	993	1.022

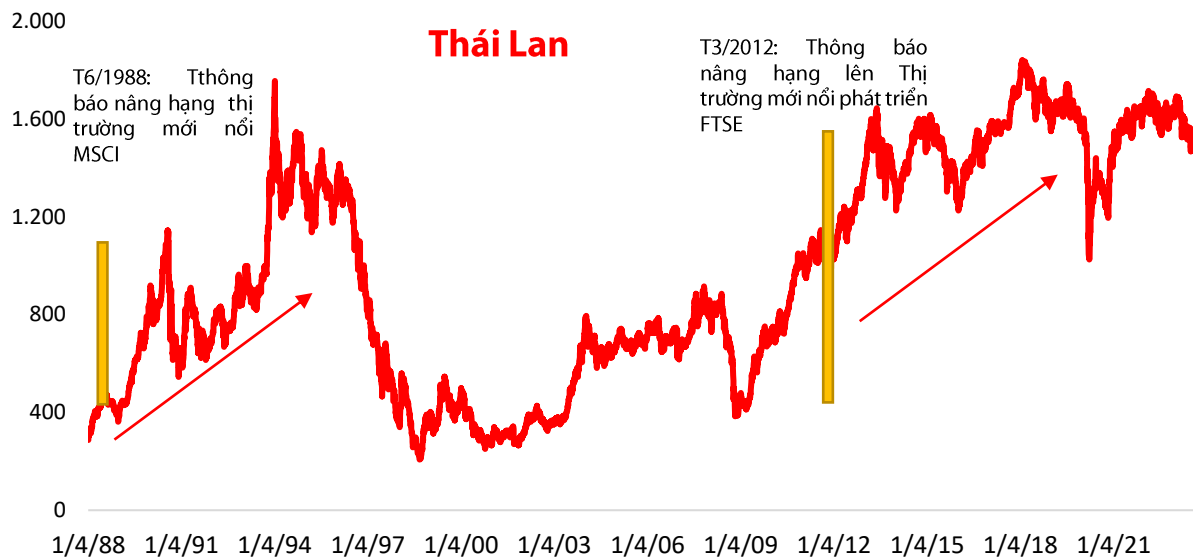
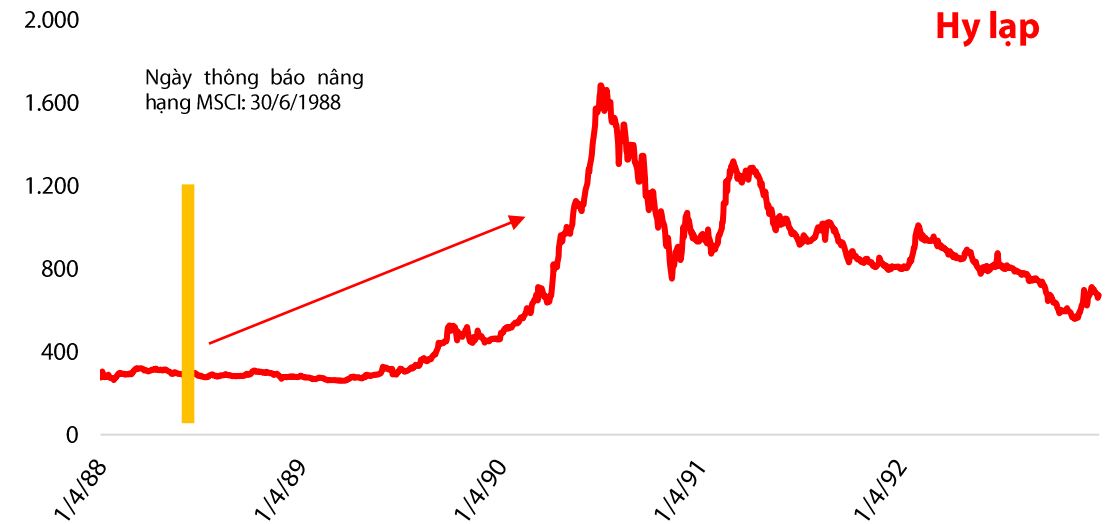
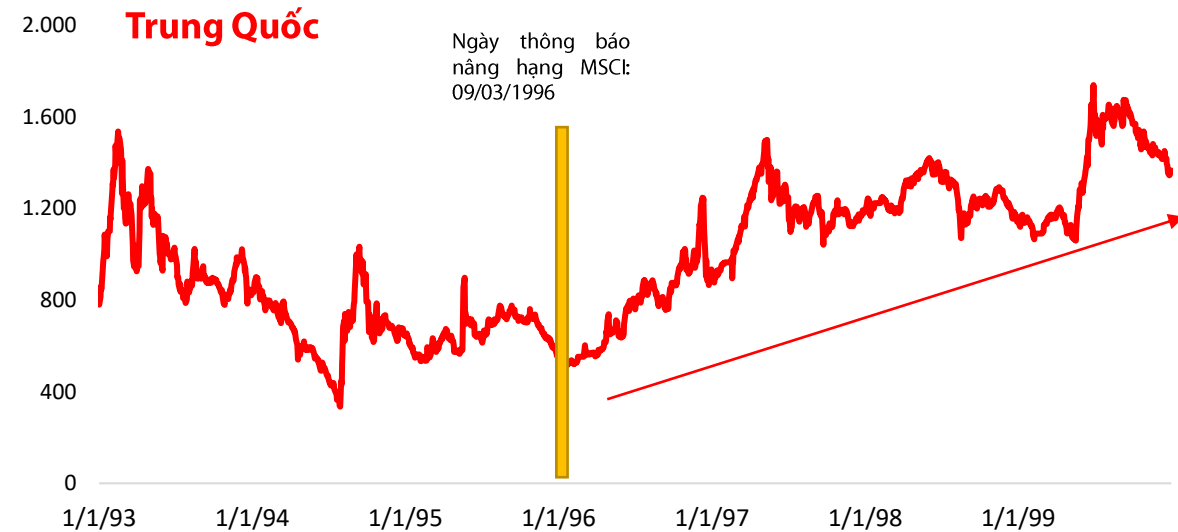
Bảng 15: Ước tính tổng vốn tiềm năng từ các quỹ ETF khi MSCI nâng hạng

		Dòng vốn thu hút					
Tỷ trọng phân bổ		216.000	218.000	220.000	222.000	224.000	226.000
	0,3%	432	436	440	444	448	452
	0,4%	864	872	880	888	896	904
	0,5%	1.080	1.090	1.100	1.110	1.120	1.130
	0,6%	1.296	1.308	1.320	1.332	1.344	1.356
	0,7%	1.512	1.526	1.540	1.554	1.568	1.582
	0,8%	1.728	1.744	1.760	1.776	1.792	1.808
	0,9%	1.944	1.962	1.980	1.998	2.016	2.034

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Một trong những lợi ích nổi bật nhất khi được nâng hạng là thu hút được dòng vốn ở các quỹ thụ động (passive) từ các quỹ ETF lấy chỉ số MSCI và FTSE làm cơ sở hoặc dòng vốn ở các quỹ chủ động (active) từ các quỹ tương hỗ. Trong đó, theo số liệu thống kê thì có khoảng 17 quỹ ETF, có tổng tài sản là 98 tỷ USD chỉ lấy chỉ số FTSE làm cơ sở và 122 quỹ ETF, với tổng tài sản là gần 220 tỷ USD chỉ lấy chỉ số mới nổi MSCI làm cơ sở. Nếu tính riêng số lượng quỹ ETF lấy 1 trong 2 chỉ số FTSE hoặc MSCI làm cơ sở thì Việt Nam có thể thu hút dòng vốn đầu tư với giá trị lên đến hàng trăm triệu USD (như các trường hợp trong bảng 14& 15).
- Ngoài ra, nếu tính thêm các quỹ ETF không trực tiếp theo dõi hai chỉ số MSCI và FTSE nhưng vẫn dựa trên hai chỉ số này làm cơ sở đầu tư hoặc các quỹ chủ động dựa trên hai chỉ số này, thì dòng vốn có thể đầu tư còn lớn hơn nhiều so với giá trị ước tính dòng vốn thu hút từ các quỹ ETF.

Hình 31: Biến động một số TTCK trước và sau khi được nâng hạng



TRIỂN VỌNG NĂM 2025 VÀ KHUYẾN NGHỊ CỔ PHIẾU



Mặt bằng lãi suất thấp cùng triển vọng nâng hạng thị trường là điểm nhấn tích cực ngành chứng khoán trong năm 2025

- Điểm tích cực nhất với thị trường chứng khoán trong nước lúc này là có mặt bằng lãi suất tiền gửi thấp và mức định giá phù hợp, đây là yếu tố dẫn dắt các NĐT tham gia thị trường nhằm tìm kiếm lợi nhuận cao hơn so với tiền gửi ngân hàng trong thời gian tới. Ngoài ra, mặt bằng lãi suất thấp cũng làm tăng kỳ vọng về giảm chi phí tài chính và tăng nhu cầu đầu tư qua đó doanh nghiệp có thể cải thiện lợi nhuận. Điều này, tiếp tục làm tăng sự hấp dẫn của đầu tư chứng khoán.
- Hơn nữa, FED đã có 3 lần cắt giảm lãi suất và dự kiến sẽ còn tiếp tục cắt giảm nhẹ trong năm sau. Điều này có thể làm giảm bớt áp lực về tỷ giá cho nhiều quốc gia, trong đó có Việt Nam sau yếu tố khó lường khi ông Donald Trump đắc cử và căng thẳng chiến tranh tại Trung Đông gia tăng khiến chỉ số DXY tăng mạnh.
- Mới đây, FED đã cắt giảm lãi suất điều hành lần thứ 3 và dự kiến sẽ tiếp tục cắt giảm nhẹ trong năm sau. Đây có thể là yếu tố giúp xu hướng dòng tiền từ các quỹ ETF hay từ các quỹ chủ động khác quay trở lại Việt Nam trong thời gian tới đây khi mặt bằng lãi suất hạ nhiệt và vĩ mô trong nước tiếp đà phục hồi.
- Ngoài ra, với kịch bản cơ sở là hệ thống KRX sẽ đưa vào hoạt động trong tháng 5/2025 và TTCK Việt Nam sẽ được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 3/2026. Cùng với đó, năm 2025 trong nước cũng diễn ra nhiều sự kiện quan trọng, nổi bật là việc kỷ niệm 80 năm thành lập nước, 50 năm thống nhất đất nước, 95 năm thành lập Đảng. Đây sẽ là thời điểm để Chính phủ thể hiện rõ những quyết tâm, những định hướng để Việt Nam sẽ đạt được nhiều thành tựu lớn hơn nữa trong 20 năm sau đó khi tròn 100 năm ngày thành lập nước. Như vậy, sẽ có nhiều điểm tựa cho tâm lý NĐT cả trong và ngoài nước hơn trong 2025 tới, đặc biệt là dòng vốn của khối ngoại.

Bảng 16: Giá trị mua bán ròng của một số quỹ ETF tới ngày 27/12/2024 (triệu VND)

ĐVT: Triệu VND	WTD	2WTD	3WTD	MTD	QTD	YTD
Quỹ trong nước	20/12/24	13/12/24	06/12/24	01/12/24	01/04/24	01/01/24
Quỹ ETF DCVFMVN30	(57.557)	(73.660)	(73.660)	(73.660)	(1.678.433)	(2.567.477)
Quỹ ETF KIM Growth VN30	0	0	0	0	1.148.194	1.147.796
Quỹ ETF MAFM VN30	0	0	0	0	0	0
Quỹ ETF SSIAM VN30	0	0	0	0	11.277	(4.558)
Quỹ SSIAM VNX50 ETF	0	0	0	0	(42.113)	(71.972)
Quỹ ETF SSIAM VNX50	0	0	0	0	(42.113)	(71.972)
Quỹ ETF DCVFMVNMIDCAP	0	0	0	0	87.655	133.387
Quỹ ETF IPAAM VN100	0	0	0	0	0	0
Quỹ ETF VINACAPITAL VN100	0	0	0	0	0	0
Quỹ ETF BVFVN DIAMOND	0	0	0	0	0	0
Quỹ ETF MAFM VNDIAMOND	(15.225)	(15.225)	(15.225)	(15.225)	(81.902)	(42.370)
Quỹ ETF DCVFMVN DIAMOND	(59.322)	(26.338)	(29.680)	(26.438)	(4.917.721)	(9.213.526)
Quỹ ETF SSIAM VNFIN LEAD	(4.235)	(4.235)	(4.235)	(4.235)	(1.514.531)	(2.026.416)
Quỹ ETF KIM Growth VNFINSELECT	0	0	0	0	(41.439)	(42.575)
Quỹ nước ngoài	20/12/24	13/12/24	06/12/24	01/12/24	01/04/24	01/01/24
Fubon FTSE Vietnam ETF	(41.101)	(77.762)	(133.155)	(133.155)	(5.482.845)	(6.220.504)
iShares MSCI Frontier 100 ETF	(69.196)	(69.196)	(104.250)	(104.250)	(6.791.100)	(9.000.281)
Global X MSCI Vietnam ETF	0	0	0	0	0	47.573
Premia MSCI Vietnam ETF	0	0	0	0	(148.385)	(192.287)
VanEck Vietnam ETF	0	(315.037)	(315.037)	(315.037)	(1.457.899)	(1.473.458)
Asian Growth CUBS ETF	0	0	0	0	0	0
KIM KINDEX VIETNAM	0	0	0	0	(764.987)	(1.755.135)
Xtrackers FTSE Vietnam Swap UCITS ETF	0	(22.102)	(41.432)	(41.432)	(1.117.414)	(1.722.977)
CSOP FTSE Vietnam 30 ETF	0	0	0	0	0	0
Premia Vietnam ETF	0	0	0	0	(290.427)	(334.333)
CGS Fullgoal Vietnam 30 Sector Cap ETF	0	(1.777)	(1.777)	(1.777)	(50.714)	(53.758)

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rống Việt

Tiềm năng thu hút dòng vốn ngoại và các sản phẩm đầu tư mới

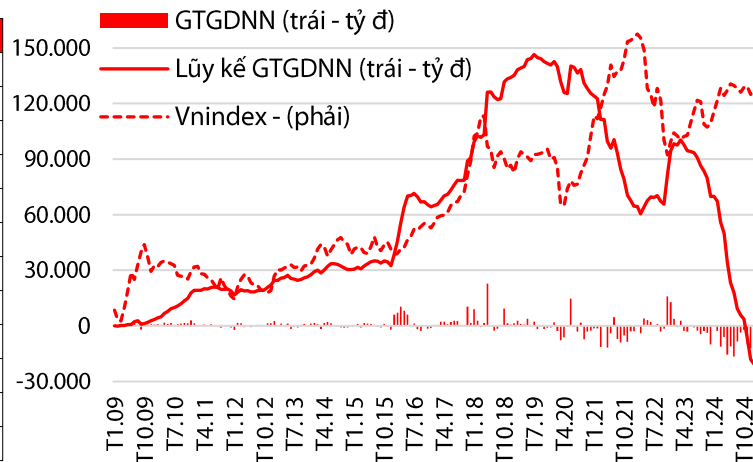
- Trong hơn 3 năm qua, TTCK Việt Nam và nhiều thị trường chứng khoán mới nổi khác đều có điểm chung là chịu áp lực bán ròng của NĐT nước ngoài (Bảng 17), khi thế giới phải trải qua 2 năm Covid bùng phát trên diện rộng, tăng trưởng kinh tế chậm lại, rủi ro xung đột địa chính trị leo thang và môi trường lãi suất cao tại các nước phát triển. Theo số liệu từ Fiinpro, kể từ đầu năm 2020 đến nay, giá trị bán ròng của khối ngoại trên sàn HSX lên đến 161,2 nghìn tỷ đồng, tức đã lớn hơn tổng giá trị mua ròng lũy kế trong giai đoạn năm 2009 – 2019 (140,7 nghìn tỷ đồng). Tuy vậy, trước kỳ vọng kinh tế trong nước khởi sắc hơn, câu chuyện tăng trưởng lợi nhuận và nâng hạng được duy trì sẽ thu hút dòng vốn ngoại quay trở lại.
- Riêng ở câu chuyện nâng hạng thị trường chứng khoán, như đã trình bày TTCK trong nước khả năng cao sẽ được nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE trong giai đoạn 2025-2026, trong đó kịch bản cơ sở chúng tôi đưa ra là vào tháng 3/2026. Theo đó, chúng tôi cho rằng đây sẽ là yếu tố hỗ trợ lớn nhất để dòng tiền ngoại quay trở lại mua ròng mạnh mẽ kể từ Q3/2025. Ngoài ra, phản ứng quay trở lại mua ròng nhanh hơn cả được kỳ vọng ở nhóm quỹ chỉ số ETF, thông tin sắp được nâng hạng có thể khiến đà rút vốn sớm ngưng ngay ở những tháng đầu năm 2025 và trạng thái mua ròng trở lại có thể sớm diễn ra kể từ Q2/2025.
- Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy với sản phẩm đầu tư còn sơ khai, thị trường chứng khoán Việt Nam còn nhiều dư địa phát triển khi các sản phẩm đầu tư mới, đa dạng hơn sẽ dần được ra mắt, phù hợp theo xu hướng chung của thế giới. Đơn cử, chúng tôi nhận thấy rằng hiện nhiều CTCK đã đưa ra nhiều sản phẩm đầu tư đa dạng hơn như đầu tư theo hướng bền vững ESG, hay ứng dụng công nghệ (AI, Blockchain) vào hoạt động tư vấn đầu tư, dịch vụ quản lý tài sản cho khách hàng hay là các sản phẩm phái sinh khác, bán khống cũng được nhiều quốc gia sử dụng..... Gần nhất, như đã đề cập trước đó ([chi tiết tại đây](#)), việc sớm đưa hệ thống giao dịch KRX mới vào hoạt động sẽ là cơ sở để thị trường có thêm một số sản phẩm mới. Điều này đồng nghĩa với việc, các CTCK sẽ hưởng lợi khi lượng khách hàng mới (cả trong và ngoài nước) tham gia sản phẩm mới tăng lên qua thời gian.

Bảng 17: Đầu tư FII ròng của một số nước (tr USD)

Quốc Gia	Ngày	MTD	QTD	YTD	12M
Trung Quốc	30/06/2024	(26.000)	(14.623)	(17.979)	(92.253)
Indonesia	14/08/2024	253	664	237	(402)
Philippines	14/08/2024	(19)	41	(487)	(1.167)
Đài Loan	14/08/2024	(3.006)	(14.568)	(10.186)	(8.451)
Thái Lan	14/08/2024	(29)	(76)	(3.307)	(4.978)
Việt Nam	14/08/2024	(74)	(398)	(2.074)	(2.753)
Brazil	12/08/2024	357	1.003	(6.915)	(1.141)
Canada	31/05/2024	(6.976)	(2.152)	(6.673)	(19.138)
Đức	30/06/2024	1.577	360	(4.710)	(8.050)
Qatar	14/08/2024	(40)	15	(368)	(464)
Nam Phi	13/08/2024	(281)	(402)	(4.599)	(8.323)
Thổ Nhĩ Kỳ	02/08/2024	(169)	(75)	(1.164)	(104)

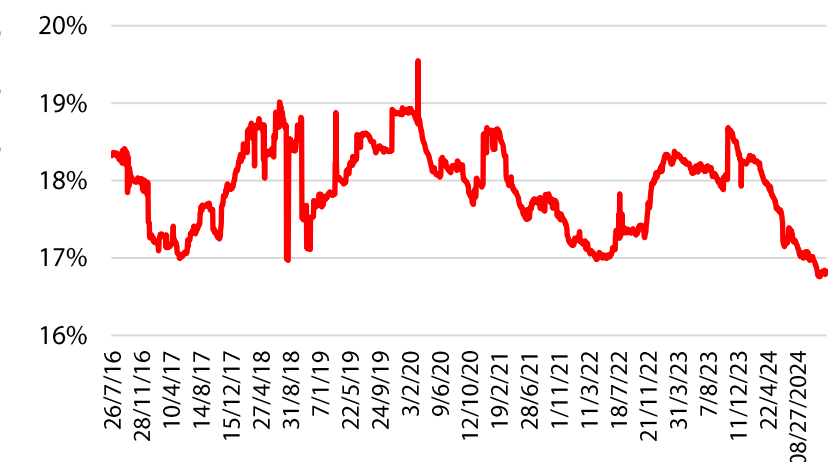
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Giá trị giao dịch của NĐTNN và Vnindex



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt (số liệu đến ngày 27/12/2024)

Hình 33: Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài

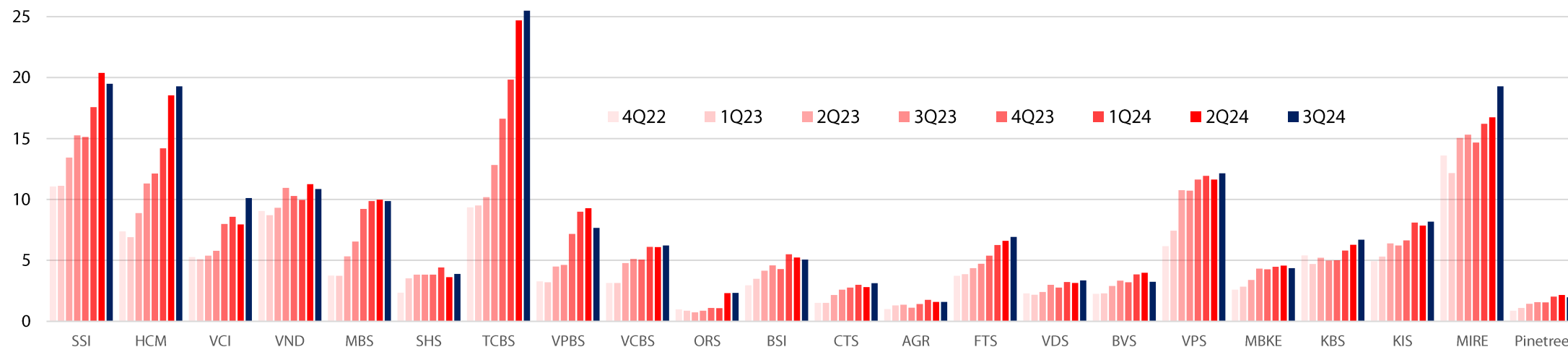


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt (số liệu đến ngày 27/12/2024)

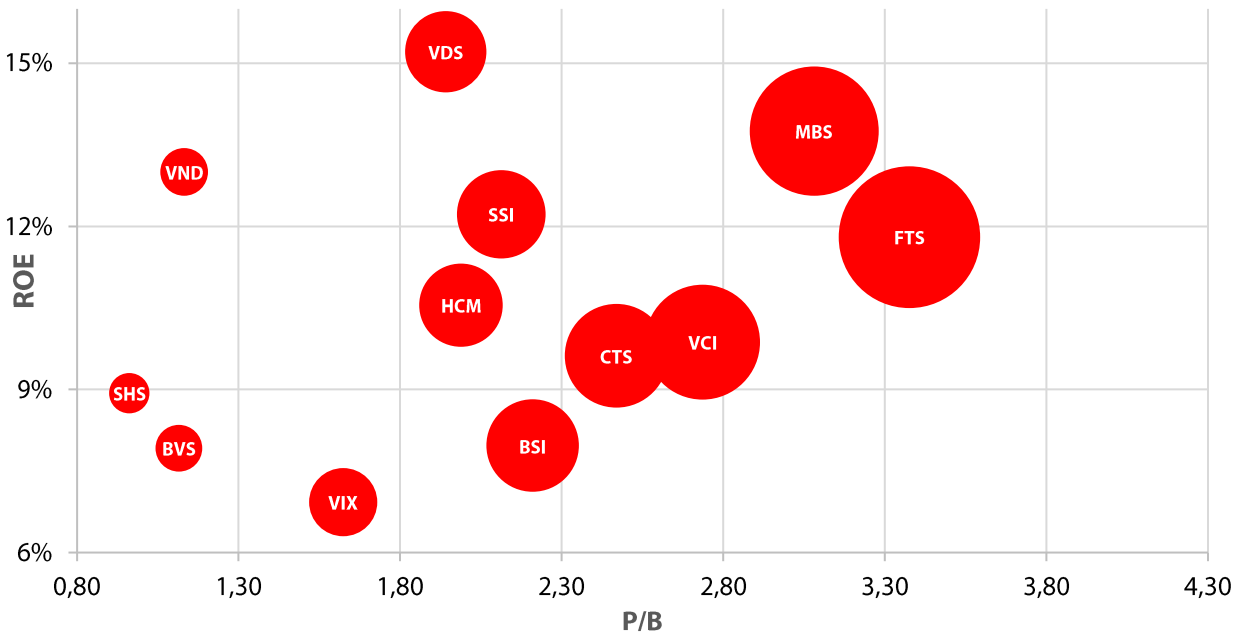
Tăng trưởng cho vay ký quỹ thời gian tới vẫn tốt nhưng tốc độ tăng có thể giảm dần do nền cao của cùng kỳ

- Quy mô cho vay ký quỹ của ngành đã tăng trưởng rất cao trong 4 quý qua (trung bình mỗi quý tăng 50,48% svck) do nền thấp ở giai đoạn trước và nhiều CTCK liên tục tăng vốn. Như vậy, dù kế hoạch tăng vốn của nhiều CTCK được thực thi trong năm 2025 nhưng với nền cao của những quý trước khiến tốc độ tăng trưởng cho vay ký quỹ của ngành có phần hạ nhiệt kể từ Q4/2024.
- Theo quan điểm của chúng tôi, thanh khoản thị trường sụt giảm do vòng quay giao dịch của nhóm NĐT cá nhân chậm lại nhưng quy mô cho vay ký quỹ vẫn duy trì đà tăng là do một vài nguyên nhân chính như 1) Lượng vay ký quỹ thị trường tăng lên để hấp thụ đà bán của khối ngoại, 2) Nhiều CTCK đẩy mạnh cho vay theo deal (cho doanh nghiệp hoặc các nhóm NĐT vay với quy mô lớn) và 3) Chi phí đi vay ký quỹ thấp khi các CTCK đưa ra nhiều gói vay ưu đãi.
- Chúng tôi kỳ vọng, cho vay ký quỹ của ngành trong 4 quý tới sẽ tăng trưởng trung bình từ 19% - 31% svck dựa trên giả định TTCK Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong giai đoạn 2025 – 2026, giá trị giao dịch trung bình/phiên/tháng có thể đạt 17.000 – 28.000 tỷ đồng. Trong đó, nếu so sánh với giai đoạn Q4/2021 - Q1/2022 thì quy mô cho vay ký quỹ của ngành 4 quý tới đang cao hơn 32,3%, trong khi thanh khoản giao dịch trung bình đang thấp hơn so với 21.000 – 30.000 tỷ đồng/phiên/tháng ở cùng giai đoạn này.
- Trong 4 quý tới chúng tôi kỳ vọng việc (1) Nhiều CTCK hay các doanh nghiệp có kế hoạch tăng vốn, (2) Thông tư 68/2024/TT-BTC yêu cầu về dịch vụ giao dịch không yêu cầu ký quỹ cho NĐTTCNN có hiệu lực hay (3) Mặt bằng lãi suất duy trì thuận lợi và 4) TTCK trong nước có thể được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong tháng 3 năm 2026 là động lực để nhu cầu vay ký quỹ tiếp tục tăng.

Hình 34: Quy mô cho vay ký quỹ của một số CTCK (nghìn tỷ đồng)



Hình 35: P/B và ROE của một số CTCK (TTM)



Bảng 18: Chỉ số định giá theo P/B, P/E và ROE của một số CTCK (TTM)

	P/E			P/B			ROE		
	Hiện tại	TB.3 năm	TB.5 năm	Hiện tại	TB.3 năm	TB.5 năm	Hiện tại	TB.3 năm	TB.5 năm
Ngành	20,2	20,5	16,8	1,9	1,8	1,6	8,6%	12,8%	12,5%
SSI	16,3	17,8	15,5	2,1	2	1,9	12,2%	14,5%	12,9%
HCM	20,5	17,7	15,8	2,0	1,8	1,8	10,6%	14,0%	12,6%
VCI	26,7	24,7	18,6	2,7	2,3	2,1	9,9%	17,0%	16,7%
VND	9,9	16,2	12,5	1,1	1,8	1,6	13,0%	20,2%	18,0%
MBS	22,0	15,6	13,7	3,1	2,1	1,9	13,8%	15,5%	15,2%
BSI	27,7	22,1	19,4	2,2	1,8	1,5	8,0%	12,6%	10,4%
FTS	26,8	18	22,1	3,4	2,4	1,9	11,8%	18,7%	14,8%
CTS	23,5	25	16,5	2,5	1,9	1,5	9,6%	13,6%	11,1%
SHS	12,5	12,5	10	1,0	1,3	1,2	8,9%	15,4%	14,9%
BVS	15,7	10,5	9,2	1,1	0,9	0,8	7,9%	9,7%	8,9%
VIX	18,1	19,1	14,4	1,6	1,2	1,2	6,9%	14,6%	14,7%
VDS	12,7	0,7	3,6	1,9	1,6	1,4	15,2%	14,1%	11,1%

Nguồn: FiinproX, CTCK Rông Việt, kích cỡ hình tròn tương ứng với P/B tại ngày 27/12/2024, ROE cuối Q3/2024

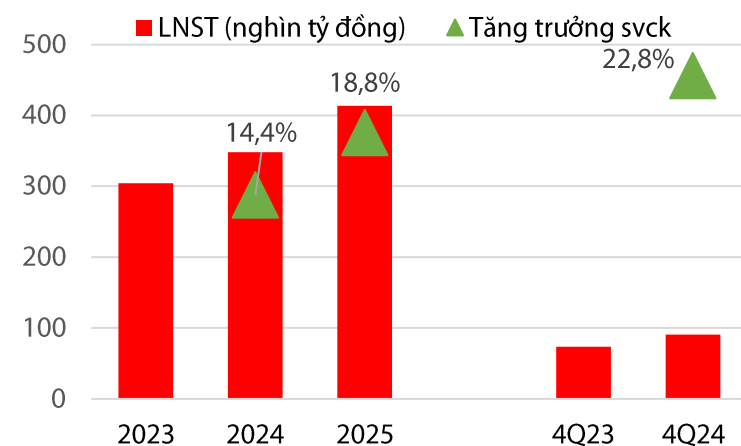
Nguồn: FiinproX, CTCK Rông Việt, P/B&P/E tại ngày 27/12/2024, ROE cuối Q3/2024

- Hiện tại, ngành chứng khoán đang được giao dịch tại P/E và P/B quá khứ là 20,2 và 1,9 lần, tức đang nhỉnh hơn so với mức định giá trung bình 5 năm lần lượt là 16,8 lần và 1,6 lần (Bảng 18), tuy nhiên mức định giá hiện tại thì lại đang tiệm cận với hệ số định giá trung bình của 3 năm qua. Điều này cho thấy, mức định giá của các CTCK có phần tương đồng với diễn biến thanh khoản giao dịch trên thị trường chứng khoán trong nước.
- Như đã thể hiện tại Hình số 22, có thể thấy rằng mặt bằng định giá (theo P/B) của ngành chứng khoán có xu hướng tăng lên qua từng giai đoạn, điều này tương ứng với mặt bằng thanh khoản của thị trường, bởi đây là yếu tố gần như quyết định đến hai nguồn thu chính từ hoạt động cho vay ký quỹ và mảng tự doanh. Trong đó, thanh khoản giao dịch được tạo nên bởi nhiều yếu tố như từ nguồn cung doanh nghiệp niêm yết, số lượng tham gia của nhà đầu tư, mức định giá thị trường hay môi trường vĩ mô...
- Như vậy, với mức định giá hiện tại của ngành dù chưa hấp dẫn nhưng với kỳ vọng 1) Số lượng doanh nghiệp niêm yết sẽ tiếp tục gia tăng trong hai năm tới (Bảng 7), 2) Triển vọng nâng hạng thị trường trong năm 2025, 3) Dư địa tham gia của nhóm nhà đầu tư trong nước vẫn tiếp tục gia tăng khi mặt bằng lãi suất huy động đang ở mức thấp và 4) Nền tảng vốn của ngành ngày càng vững mạnh khi các CTCK liên tục huy động thêm nguồn vốn chủ sở hữu mới, đây là những động lực để thanh khoản thị trường sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới. Qua đó, nhiều khả năng mức định giá của ngành sẽ còn mở rộng.

Định giá theo P/E của thị trường tiếp tục giảm trước triển vọng lợi nhuận tăng trưởng khả quan

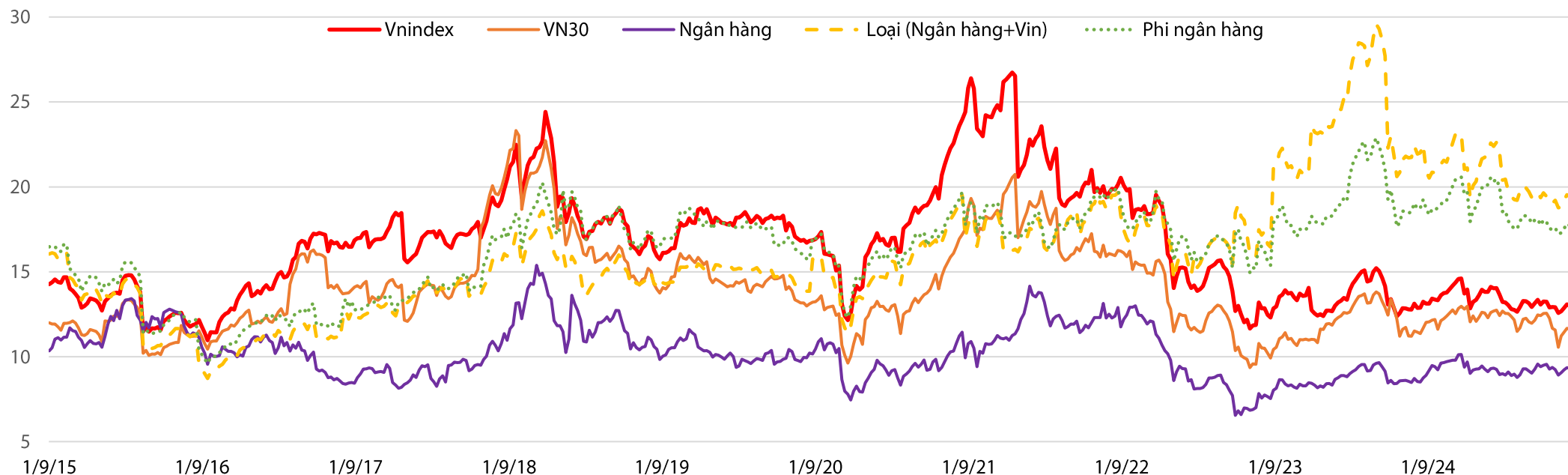
- Sau bốn quý liên tiếp các doanh nghiệp trên sàn HSX ghi nhận đà tăng trưởng dương ở LNST, thì P/E trượt 12 tháng của chỉ số Vnindex đã liên tục điều chỉnh giảm trong bối cảnh chỉ số không có nhiều biến động. Tính đến ngày 20/12/2024, P/E của Vnindex đang giao dịch tại mức 13,0 lần, thấp hơn mức trung bình 14,5 lần ở quá khứ và tương đương so với đầu năm, trong khi chỉ số tăng 12,9% YTD. Riêng ngành ngân hàng và nhóm VN30 P/E trượt 12 tháng được điều chỉnh giảm nhẹ khoảng 1% so với đầu năm (Hình 37)
- Hơn nữa, theo số liệu dự báo LNST cổ đông công ty mẹ (LNST CĐCTM) của 94 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX (chiếm 80,5% tỷ trọng vốn hóa cả sàn) cho thấy, LNST của các doanh nghiệp tiếp tục tăng khá trong năm 2025. Trong đó, dự báo cho thấy lợi nhuận của 94 doanh nghiệp sẽ tiếp tục ghi nhận đà tăng trưởng 22,8% svck trong Q4/2024 và tăng trưởng 18,8% trong năm 2025F (Hình 36). Đây là điều kiện thuận lợi để thu hút nhà đầu tư tham gia TTCK.

Hình 36: Ước tính LNST CĐCTM của 94 doanh nghiệp trên sàn HSX



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 37: P/E trượt của Vnindex và một số ngành nghề

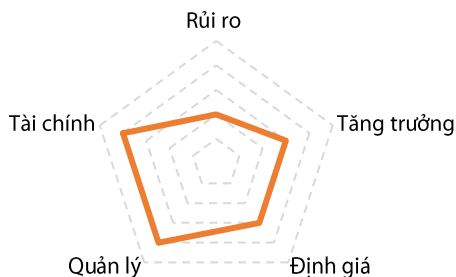
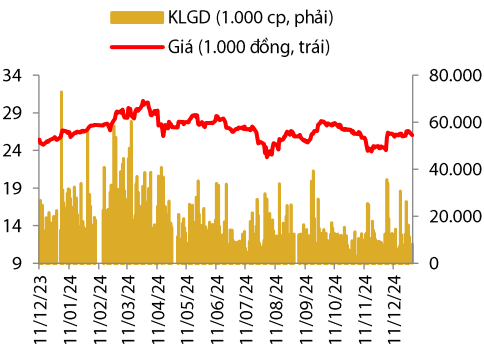


Nguồn: CTCK Rồng Việt

MUA: +19%

<GHT: 26.005>

<GMT: 31.000>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Chứng khoán
Vốn hóa (tỷ đồng)	51.107
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	1.962
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	12.629
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	329
SH NĐTNN còn lại (%)	59,6%
BQ giá 52 tuần('000 VND)	23,1-30,6

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.158	8.062	9.762
LNST (tỷ đồng)	2.294	2.914	3.699
ROA (%)	3,8%	4,1%	4,5%
ROE (%)	10,1%	11,8%	13,5%
EPS (đồng)	1.527	1.485	1.790
GTSS (đồng)	15.482	13.246	13.882
Cổ tức tiền mặt (đồng)	997	997	997
P/E (x)	17	21	17
P/B (x)	1,66	2,36	2,25

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tiếp tục khởi sắc nhờ nghiệp vụ cho vay ký quỹ và môi giới cải thiện

- Sau 4 năm liên tục tăng vốn, tới hết Q3/2024 SSI đã trở thành công ty có vốn chủ và thị phần cho vay ký quỹ lớn thứ hai của ngành (chỉ sau TCBS), với quy mô vốn lớn đặc biệt là lượng vốn huy động mới trong Q3/2024 sẽ là cơ sở để SSI tiếp tục đẩy dư nợ cho vay ký quỹ và giành thêm thị phần trong thời gian tới.
- Chúng tôi ước tính, tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ của SSI đạt 35,3% cho năm 2024F và tiếp tục tăng 34,6% và 31,0% cho 2025F và 2026F. Lãi suất cho vay ký quỹ sẽ tiếp tục giảm nhẹ còn 11,5% -11,6% trong thời gian này so với ~12% của năm 2023, qua đó doanh thu cho vay ký quỹ dự báo tăng trưởng trung bình ~33%/năm trong 3 năm tới. Ngoài ra, với nền kết quả rất thấp của năm 2023, kỳ vọng lợi nhuận hoạt động mảng môi giới chứng khoán năm 2024 sẽ đạt 368 tỷ đồng, +103,6% svck.

Lợi nhuận hoạt động mảng đầu tư ổn định và chi phí SG&A tăng nhẹ giúp LNST tăng trung bình 25,7%/năm trong ba năm tới

- Quy mô danh mục đầu tư của SSI đến hết Q3/2024 là hơn 43,5 nghìn tỷ đồng, trong đó danh mục đầu tư chủ yếu gồm chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu của các NHTM. Do đó, với mặt bằng lãi suất còn thấp, lợi nhuận hoạt động mảng này kỳ vọng sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 2,3% trong năm 2024, nhưng với diễn biến đang có sự phục hồi trong lãi suất huy động, kỳ vọng mảng này sẽ tăng trưởng 21,4% và 21,3% trong năm 2025 và 2026.
- Chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) được kỳ vọng sẽ giữ ổn định, ước tính tăng trưởng lần lượt là -17,5%, 27,6% và 28,1% trong năm 2024, 2025 và 2026. Từ đó, LNST sẽ tăng lần lượt là 27,2%, 27% và 23,2% trong năm 2024, 2025 và 2026.

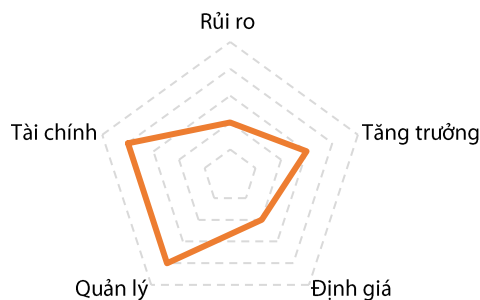
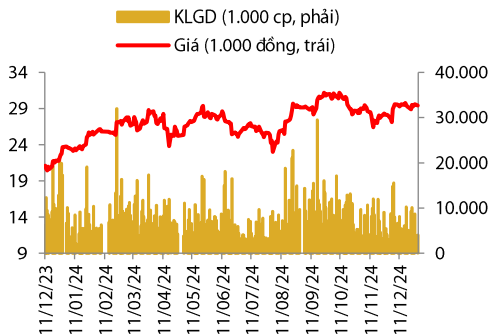
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro cần lưu ý đối với cổ phiếu SSI là (1) thanh khoản thị trường sụt giảm không được như kỳ vọng (2) cạnh tranh của ngành tiếp tục tăng cao làm phí môi giới và lãi cho vay ký quỹ giảm mạnh hơn kỳ vọng.

TÍCH LŨY: +13%

<GHT: 29.400>

<GMT: 33.200>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Chứng khoán
Vốn hóa (tỷ đồng)	21.167
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	720
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	7.896
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	231
SH NĐTNN còn lại (%)	4,4%
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	23,0-31,2

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.903	4.313	5.698
LNST (tỷ đồng)	674	1.022	1.353
ROA (%)	4,0%	4,3%	3,9%
ROE (%)	8,3%	10,9%	10,6%
EPS (đồng)	1.472	1.418	1.252
GTSS (đồng)	18.147	14.550	13.924
Cổ tức tiền mặt (đồng)	998	500	500
P/E (x)	15	23	27
P/B (x)	1,25	2,28	2,38

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cơ hội gia tăng thị phần khi thời điểm nâng hạng thị trường chứng khoán đang tới gần

- HCM đã liên tiếp mất thị phần trong 5 năm qua khi tỷ trọng giao dịch nhóm NĐT cá nhân tăng lên và diễn biến âm đạm của khối ngoại trước hành động liên tục bán ròng trong 3 năm qua. Từ kỳ vọng TTCK trong nước sớm được nâng hạng nên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong năm 2025-2026, trong đó kịch bản cơ sở là vào tháng 3/2026, chúng tôi kỳ vọng HCM sẽ lấy lại thị phần nhờ khối ngoại mua ròng trở lại trước thời điểm nâng hạng và dư địa cho vay ký quỹ nhờ nguồn vốn mới.
- Chúng tôi kỳ vọng thị phần giao dịch của HCM trên toàn bộ thị trường (3 sàn giao dịch) sẽ tăng lên 4,69% trong năm 2026 so với 3,47% vào năm 2023.

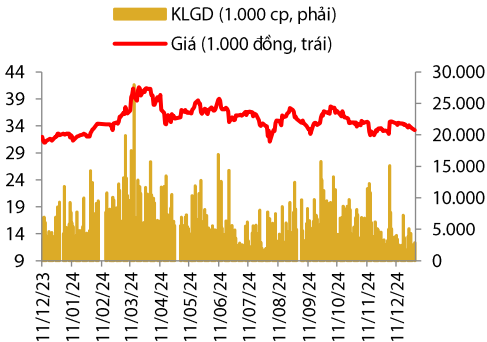
KQKD khởi sắc sau khi tăng vốn thành công

- Sau hơn 3 năm chậm mở rộng quy mô vốn và tập trung vào nhóm khách hàng tổ chức nước ngoài, thị phần của HCM đã giảm đi đáng kể trước sự gia tăng mạnh mẽ của nhóm NĐT cá nhân và diễn biến liên tục tăng vốn của công ty đối thủ. Với nguồn vốn huy động mới trong Q2/2024 và kế hoạch tăng vốn mạnh trong năm 2025 (ước tính vốn điều lệ của HCM tăng lên 10.808 tỷ đồng trong năm 2025 so với 7.208 tỷ đồng của 2024) là động lực lớn cho HCM duy trì đà tăng trưởng cao và lấy lại thị phần.
- Ước tính, LNST của HCM sẽ tăng trưởng trung bình +31,6%/năm trong giai đoạn 2023-2026 trong đó động lực chính đến từ mảng cho vay ký quỹ với lợi nhuận hoạt động tăng trưởng +40,1%/năm trong cùng giai đoạn. Ngoài ra, nhờ nguồn vốn mới lợi nhuận hoạt động mảng môi giới chứng khoán kỳ vọng tăng trưởng trung bình 22,6%/năm và mảng đầu tư tăng trưởng ổn định 31,9%/năm trong cùng giai đoạn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

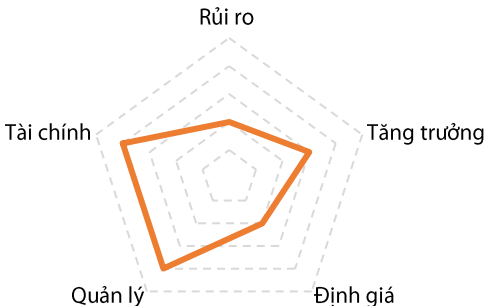
- Rủi ro cần lưu ý đối với cổ phiếu HCM là (1) thanh khoản thị trường sụt giảm không được như kỳ vọng (2) cạnh tranh của ngành tiếp tục tăng cao làm phí môi giới và lãi cho vay ký quỹ giảm mạnh hơn kỳ vọng và (3) khối ngoại tiếp tục giao dịch âm đạm và chưa quay trở lại mua ròng như kỳ vọng.

NĂM GIỮ



<GHT: 33.200>

<GMT: 31.200>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	
Vốn hóa (tỷ đồng)	23.841
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	718
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	6.087
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	213
SH NĐTNN còn lại (%)	74,9%
BQ giá 52 tuần('000 VND)	31,1-41,2

Chứng khoán

TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)	2.472	3.604	4.261
LNST (tỷ đồng)	492	839	1.021
ROA (%)	3,1%	4,5%	4,7%
ROE (%)	7,1%	10,3%	11,3%
EPS (đồng)	1.124	1.168	1.421
GTSS (đồng)	16.849	12.337	12.759
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.193	1.000	1.000
P/E (x)	29	24	20
P/B (x)	1,93	2,32	2,24

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thị phần gia tăng khi có thêm nguồn vốn bổ sung mới

- Thị phần giao dịch của VCI trên sàn HSX đã cải thiện mạnh lên 6,8% trong Q3/2024 so với 5,3% ở quý trước khi dư nợ cho vay ký quỹ tăng cao kỷ lục và đẩy mạnh hoạt động tự doanh. Chúng tôi kỳ vọng, với việc phát hành riêng lẻ thành công trong đầu Q4/2024, sẽ là cơ sở giúp VCI tiếp tục mở rộng thị phần của trong 2 năm tới khi dư nợ cho vay ký quỹ tiếp tục gia tăng nhờ triển khai dịch vụ Non-prefunding của NHĐTTCNN và chiến lược tập trung hơn vào nhóm khách hàng cá nhân. Trước đó, VCI là một trong những công ty có số lượng nhân viên tăng nhanh nhất ngành trong giai đoạn nhóm NĐT cá nhân tăng mạnh.
- Ước tính thị phần giao dịch của VCI sẽ tăng lên 5,4% vào năm 2026 từ 4,5% ở 2023, quy mô cho vay ký quỹ tăng trưởng trung bình CAGR 61,7%/năm trong giai đoạn 2023-2026.

Lợi nhuận sau thuế dự báo tăng trưởng khả quan trong 3 năm tới

- Ước tính, LNST của VCI sẽ tăng trưởng trung bình +39,1%/năm trong giai đoạn 2023-2026 trong đó động lực chính đến từ cả hai mảng là cho vay ký quỹ và hoạt động đầu tư với lợi nhuận hoạt động tăng trưởng lần lượt là +30,3%/năm và 28,6%/năm trong cùng giai đoạn. Ngoài ra, với kỳ vọng thị phần của VCI sẽ cải thiện dần trong những năm tới, đây là điều kiện giúp KQKD từ mảng môi giới chứng khoán của VCI tăng trưởng trung bình 39,5%/năm trong giai đoạn này.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro cần lưu ý đối với cổ phiếu VCI là (1) thanh khoản thị trường sụt giảm không được như kỳ vọng (2) cạnh tranh của ngành tiếp tục tăng cao làm phí môi giới và lãi cho vay ký quỹ giảm mạnh hơn kỳ vọng và (3) khối ngoại tiếp tục giao dịch ảm đạm và chưa quay trở lại mua ròng như kỳ vọng.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

