

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC MỞ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

ĐỀ TÀI

**Phân tích và định giá Công ty Cổ phần
Chứng khoán VNDIRECT**

Khoa: Tài chính – Ngân hàng

Các thành viên:

Nguyễn Tân Quang - 2054032342

Nguyễn Hải Triều - 2054032479

Đặng Công Thắng - 2054030539

Đỗ Công Minh – 2054032217

Nguyễn Nhã My – 2054032225

TP. HỒ CHÍ MINH, 05/2024

Mục lục

MỤC LỤC	2
DOANH MỤC HÌNH ẢNH VÀ BIỂU ĐỒ	4
DOANH MỤC BẢNG BIỂU	7
CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU CÔNG TY CHỨNG KHOÁNG VNDIRECT.....	9
1.1 Lịch sử hình thành và phát triển.....	9
1.2 Tổng quan công ty:.....	10
1.3 Ngành nghề và lĩnh vực hoạt động.....	14
CHƯƠNG 2: ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP THÔNG QUA BÁO CÁO TÀI CHÍNH.....	16
2.1 Cơ sở lý luận chung về phân tích và định giá doanh nghiệp:	16
2.1.1 Khái niệm và vai trò của phân tích tài chính, định giá công ty chứng khoán:.....	16
2.1.2 Đặc điểm của phân tích tài chính, định giá công ty chứng khoán	16
2.1.3 Tài liệu dùng để phân tích và định giá công ty chứng khoán:	17
2.1.4 Các phương pháp phân tích tài chính và định giá công ty chứng khoán:.....	18
2.1.4.1 Phương pháp phân tích tài chính công ty chứng khoán:	18
2.1.4.2 Phương pháp định giá doanh nghiệp:	20
2.1.5 Nội dung phân tích tài chính và định giá công ty chứng khoán.....	20
2.1.5.1 Phân tích tình hình tài sản và nguồn vốn.....	20
2.1.5.2 Phân tích tình hình doanh thu, chi phí và lợi nhuận.....	21
2.1.5.3 Phân tích chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lời	23
2.1.5.4 Phân tích các yếu tố giao dịch	24
2.1.6 Phương pháp định giá định giá công ty chứng khoán:.....	26
2.1.6.1 Phương pháp định giá tương đối:	26
2.1.6.2 Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE):.....	28
2.1.7 Phương pháp dự đoán chuỗi thời gian:	33
2.1.7.1 Khái niệm chuỗi thời gian và dự đoán chuỗi thời gian:	33
2.1.7.2 Kiểm định nghiệm đơn vị:.....	33
2.1.7.3 Mô hình AUTO ARIMA	34
2.1.7.4 Mô hình GARCH:.....	35
2.2 Thực hiện phân tích tài chính Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT:.....	36
2.2.1 Phân tích tình hình tài sản và nguồn vốn:	36
2.2.2 Phân tích tình hình doanh thu, chi phí và lợi nhuận:	39
2.2.3 Phân tích chỉ số tài chính:	48
2.3 Áp dụng các phương pháp định giá cho Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT:	50
2.3.1 Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu - FCFE:	50
2.3.2 Phương pháp định giá tương đối:	61
2.3.2.1 Phân tích ngang hàng (Peer Analysis):	63
2.3.2.2 Phân tích so sánh tỷ lệ P/B và tỷ lệ ROE của các cổ phiếu:	66
2.3.2.3 Phân tích giá trị quá khứ của tỷ lệ P/B:.....	67

2.4 Phân tích ngành chứng khoán:	70
2.4.1 Khái niệm và vai trò ngành chứng khoán:.....	70
2.4.2 Chuỗi giá trị ngành chứng khoán:.....	70
2.4.3 Nguồn thu của các doanh nghiệp chứng khoán:	71
2.4.4 Phân tích tình hình tài sản và nguồn vốn các công ty vốn hoá lớn trong ngành chứng khoán:	73
2.4.5 Phân tích doanh thu và lợi nhuận các công ty vốn hoá lớn nhất trong ngành chứng khoán:	75
2.4.5 Áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) cho các công ty vốn hoá hàng đầu trong ngành chứng khoán:.....	81
2.4.6 Áp dụng phân tích trực quan các yếu tố giao dịch của cổ phiếu trong ngành chứng khoán:.....	84
2.4.6.1 Thống kê mô tả:	85
2.4.6.2 Khối lượng giao dịch (Volume):.....	87
2.4.6.3 Đường trung bình động của giá đóng cửa (Moving Average - MA) :.....	88
2.4.6.4 Tỷ suất sinh lợi qua mỗi một ngày (Daily Return):.....	89
2.4.5.6 Trực quan mối tương quan với chỉ số thị trường (VNindex):.....	90
2.5 Phân tích thị trường:	95
2.5.1 Biến động của các chỉ số:	95
2.5.1.1 VN-Index:	95
2.5.1.2 HNX-Index và UPCOM-Index:.....	95
2.5.1.3 Dòng vốn nội:.....	96
2.5.1.4 Dòng vốn ngoại:	97
2.5.1.5 Khối lượng giao dịch:.....	99
2.5.1.6 Giá trị giao dịch:	99
2.5.1.7 Nhóm ngành:	100
2.5.1.8 Các sự kiện nổi bật năm 2023:	100
2.5.1.9 Kết luận:.....	103
2.5.2 Dự đoán chỉ số VNINDEX:.....	104
2.5.2.1 Tách các thành phần chuỗi thời gian chỉ số VNINDEX:	105
2.5.2.2 Kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root test):.....	105
2.5.2.3 Áp dụng mô hình ARIMA để dự đoán xu hướng chỉ số VNINDEX:.....	108
2.5.2.4 Áp dụng mô hình GARCH(1,1) để dự đoán biến động chỉ số VNINDEX:	111
CHƯƠNG 3: KẾT LUẬN	116

Doanh mục hình ảnh và biểu đồ

HÌNH 2. 1. BIỂU ĐỒ TÀI SẢN NGẮN HẠN VÀ TÀI SẢN DÀI HẠN CỦA CÔNG TY VNDIRECT 2018-2023.....	37
HÌNH 2. 2. TÀI SẢN DÀI HẠN VNDIRECT 2018-2023	37
HÌNH 2. 3. NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU VNDIRECT 2018-2023.....	38
HÌNH 2. 4. TỔNG TÀI SẢN VÀ TỶ LỆ VỐN/TÀI SẢN CỦA VND 2018-2023.....	39
HÌNH 2. 5. DOANH THU THUẦN VÀ LỢI NHUẬN SAU THUẾ VNDIRECT 2018-2023	40
HÌNH 2. 6. TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG DOANH THU THUẦN VÀ LỢI NHUẬN SAU THUẾ VNDIRECT 2019-2023.....	40
HÌNH 2. 7. BIỂU ĐỒ THÁC NƯỚC (WATER-FALL) VỀ CƠ CẤU DOANH THU THUẦN TỚI LỢI NHUẬN SAU THUẾ VNDIRECT 2028-2023	42
HÌNH 2. 8. CÁC CHI PHÍ CHÍNH CỦA CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG ĐỐI CHIẾU VỚI DOANH THU CỦA HOẠT ĐỘNG ĐÓ (VNDIRECT 2018-2023).	45
HÌNH 2. 9. THÀNH PHẦN DOANH THU VNDIRECT 2018-2023	47
HÌNH 2. 10. BIẾN ĐỘNG TỪNG LOẠI DOANH THU VNDIRECT 2028-2023	47
HÌNH 2. 11. BIỂU ĐỒ ROE, ROS VÀ ROA CỦA VNDIRECT QUA THỜI GIAN 2018-2023	49
HÌNH 2. 12. TỶ LỆ PHẦN TRĂM TĂNG TRƯỞNG ROA, ROE, ROS CỦA VNDIRECT QUA TỪNG NĂM 2019-2023.....	49
HÌNH 2. 13. BIỂU ĐỒ THÁC NƯỚC (WATER FALL) FCFE CỦA VNDIRECT 2019-2023	56
HÌNH 2. 14. GIÁ TRỊ VỐN HOÁ CỦA CÁC CÔNG TY CHỨNG KHOÁN (05/2024).	62
HÌNH 2. 15. PHẦN TRĂM VỐN HOÁ CÁC CÔNG TY MÔI GIỚI CHỨNG KHOÁN (05/2024).....	63
HÌNH 2. 16. BIỂU ĐỒ P/B TẤT CẢ CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN (05/2024)	64
HÌNH 2. 17. BIỂU ĐỒ P/B CỦA 9 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN CÓ VỐN HOÁ LỚN (05/2024).....	65
HÌNH 2. 18. P/B ĐỐI CHIẾU VỚI ROE CỦA CÁC CỔ PHIẾU NGÀNH CHỨNG KHOÁN.....	66
HÌNH 2. 19. P/B ĐỐI CHIẾU VỚI ROE CỦA 9 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN CÓ VỐN HOÁ LỚN NHẤT	67

HÌNH 2. 20. BIỂU ĐỒ P/B TRUNG BÌNH (5 NĂM) VÀ P/B HIỆN TẠI CỦA 8 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN LỚN NHẤT	68
HÌNH 2. 21. BIỂU ĐỒ P/B THEO THỜI GIAN 5 NĂM CỦA 8 CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN LỚN NHẤT.....	69
HÌNH 2. 22. CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH CHỨNG KHOÁN.....	71
HÌNH 2. 23. TỔNG TÀI SẢN VÀ TỶ LỆ VỐN/TÀI SẢN CỦA 9 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN NHẤT TRONG NĂM 2023	74
HÌNH 2. 24. DOANH THU THUẦN 2018-2023 CỦA 9 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN	76
HÌNH 2. 25. LỢI NHUẬN SAU THUẾ 2018-2023 CỦA 9 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN	76
HÌNH 2. 26. CƠ CẤU DOANH THU 4 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN LỚN NHẤT BIẾN ĐỘNG QUA TƯỜNG NĂM 2018-2023.	77
HÌNH 2. 27. DOANH THU THUẦN 20 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ HÀNG ĐẦU TRONG NĂM 2019-2023.....	79
HÌNH 2. 28. THU NHẬP SAU THUẾ 20 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ HÀNG ĐẦU TRONG NĂM 2019-2023.....	79
HÌNH 2. 29. FCFE 20 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ HÀNG ĐẦU TRONG NĂM 2019-2023	81
HÌNH 2. 30. KHỐI LƯỢNG GIAO DỊCH CỦA 4 CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN NHẤT 05/2021-05/2024.	87
HÌNH 2. 31. CÁC ĐƯỜNG TRUNG BÌNH ĐỘNG GIÁ CỦA 4 CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN NHẤT 05/2021-05/2024.	88
HÌNH 2. 32. TỶ SUẤT SINH LỢI HẰNG NGÀY CỦA 4 CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN NHẤT 05/2021-05/2024.	89
HÌNH 2. 33. BIỂU ĐỒ PHÂN PHỐI "TỶ SUẤT SINH LỢI HẰNG NGÀY" CỦA 4 CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN NHẤT 05/2021-05/2024.	89
HÌNH 2. 34. BIỂU ĐỒ TRỰC QUAN MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC GIÁ ĐÓNG CỦA 4 CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN NHẤT 05/2021-05/2024.	91

HÌNH 2. 35. BIỂU ĐỒ TRỰC QUAN MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC TỶ SUẤT SINH LỜI HẰNG NGÀY CỦA 4 CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN NHẤT 05/2021-05/2024.....	93
HÌNH 2. 36. BẢN ĐỒ NHIỆT HỆ SỐ TƯƠNG QUAN TỶ SUẤT SINH LỜI HẰNG NGÀY CÙNG VỚI GIÁ CỔ PHIẾU TRONG 05/2021-05/2024 CỦA 4 CỔ PHIẾU CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VỐN HOÁ LỚN NHẤT VỚI CHỈ SỐ VNINDEX.	94
HÌNH 2. 37. BIỂU ĐỒ PHÂN TÍCH PHÂN TÁCH DỮ LIỆU CHUỖI THỜI GIAN THEO MÔ HÌNH NHÂN CỦA CHỈ SỐ VNINDEX TRONG 3 NĂM 2021-2024.	105
HÌNH 2. 38. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH NGHIỆM ĐƠN VỊ (UNIT ROOT TEST) CHO CHUỖI DỮ LIỆU GỐC.	105
HÌNH 2. 39. TRUNG BÌNH TRƯỢT VÀ ĐỘ LẼCH CHUẨN TRƯỢT 30 NGÀY VỚI CHUỖI DỮ LIỆU GỐC	106
HÌNH 2. 40. TRUNG BÌNH TRƯỢT VÀ ĐỘ LẼCH CHUẨN TRƯỢT 30 NGÀY VỚI CHUỖI DỮ LIỆU ĐÃ QUA XỬ LÝ	107
HÌNH 2. 41. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH ĐƠN VỊ (UNIT ROOT TEST) CỦA CHUỖI DỮ LIỆU ĐÃ QUA XỬ LÝ.....	107
HÌNH 2. 42. CHUỖI DỮ LIỆU HUẤN LUYỆN VÀ KIỂM TRA CHO MÔ HÌNH ARIMA	108
HÌNH 2. 43. BIỂU ĐỒ ĐỐI CHIẾU KẾT QUẢ DỰ ĐOÁN VỚI GIÁ TRỊ THỰC TẾ CỦA CHỈ SỐ VNINDEX.	110
HÌNH 2. 44. BIỂU ĐỒ KẾT QUẢ DỰ ĐOÁN CHO 106 NGÀY TIẾP THEO CỦA CHỈ SỐ VNINDEX.	111
HÌNH 2. 45. BIỂU ĐỒ TỰ TƯƠNG QUAN TỪNG PHẦN CỦA TỶ SUẤT SINH THEO NGÀY CỦA VNINDEX	112
HÌNH 2. 46. BIẾN ĐỘNG DỰ ĐOÁN - DỰ ĐOÁN TRƯỢT THEO NGÀY CỦA VNINDEX TRONG 1 NĂM.	114
HÌNH 2. 47. KẾT QUẢ BIẾN ĐỘNG DỰ ĐOÁN TRONG 106 NGÀY TIẾP THEO CỦA CHỈ SỐ VNINDEX.	115

Doanh mục bảng biểu

BẢNG 2. 1. BẢNG CƠ CẤU CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG VNDIRECT 2018-2023	43
BẢNG 2. 2. BẢNG CƠ CẤU CHI PHÍ TÀI CHÍNH VNDIRECT 2018-2023	44
BẢNG 2. 3. BẢNG CHỈ SỐ ROA, ROE, ROS VÀ TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG NĂM CỦA CHÚNG (VNDIRECT 2018-2023)	48
BẢNG 2. 4. LỢI NHUẬN SAU THUẾ VNDIRECT 2018-2023.	51
BẢNG 2. 5. THAY ĐỔI VỐN LƯU ĐỘNG (Δ NOWC) CỦA VNDIRECT 2019-2023.	52
BẢNG 2. 6. CHI ĐẦU TƯ MỚI VÀO TÀI SẢN CỐ ĐỊNH (CAPEX) CỦA VNDIRECT 2018-2023.	53
BẢNG 2. 7. THAY ĐỔI NỢ RÒNG CỦA VNDIRECT 2019-2023.	54
BẢNG 2. 8. FCFE CỦA VNDIRECT 2019-2023.	55
BẢNG 2. 9. CÁC GIÁ TRỊ DỰ PHÓNG DỰA THEO GIÁ ĐỊNH CỦA PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẨU FCFE 2024-2026	58
BẢNG 2. 10. CÁC GIÁ TRỊ LỊCH SỬ VÀ DỰ PHÓNG TỪ DOANH THU THUẦN ĐẾN LỢI NHUẬN SAU THUẾ VNDIRECT.....	59
BẢNG 2. 11. CÁC GIÁ TRỊ LỊCH SỬ VÀ DỰ PHÓNG TỪ LỢI NHUẬN SAU THUẾ ĐẾN FCFE CỦA VNDIRECT	59
BẢNG 2. 12. BẢNG TÍNH "CHI PHÍ BÌNH QUÂN SỬ DỤNG VỐN" CỦA VNDIRECT 2023	60
BẢNG 2. 13. BẢNG TÍNH "GIÁ TRỊ CUỐI CÙNG" CỦA DÒNG TIỀN TỰ DO DỰ PHÓNG CỦA VNDIRECT	60
BẢNG 2. 14. BẢNG TÍNH GIÁ TRỊ HIỆN TẠI VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU CHIẾT KHẨU THEO FCFE CỦA VNDIRECT.	60
BẢNG 2. 15. BẢNG TÍNH "SỐ LƯỢNG CỔ PHIẾU LƯU HÀNH" CỦA VNDIRECT 2018-2023.....	61
BẢNG 2. 16. BẢNG TÍNH "GIÁ TRỊ TRÊN MỖI CỔ PHẦN" CỦA VNDIRECT 2023	61
BẢNG 2. 17. KẾT QUẢ ÁP DỤNG PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CHIẾT KHẨU FCFE CHO 20 CÔNG TY VỐN HOÁ HÀNG ĐẦU.....	82
BẢNG 2. 18. THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU GIAO DỊCH SSI 5/2021-5/2024.	85

BẢNG 2. 19. THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU GIAO DỊCH VND 5/2021-5/2024.....	85
BẢNG 2. 20. THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU GIAO DỊCH VCI 5/2021-5/2024.....	85
BẢNG 2. 21. THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU GIAO DỊCH HCM 5/2021-5/2024.	86
BẢNG 2. 22. KẾT QUẢ MÔ HÌNH ARIMA.	109
BẢNG 2. 23. KẾT QUẢ MÔ HÌNH GARCH.	113

CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU CÔNG TY

CHỨNG KHOÁNG VNDIRECT

1.1 Lịch sử hình thành và phát triển

Ngày 7 tháng 11 năm 2006, Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT được thành lập và hoạt động theo Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 0103014521 do Sở Kế hoạch và Đầu tư thành phố Hà Nội cấp, hoạt động kinh doanh chứng khoán theo Giấy phép thành lập và hoạt động kinh doanh chứng khoán số 22/UBCK-GPHĐKD ngày 16 tháng 11 năm 2006 của UBCKNN, với vốn điều lệ ban đầu 50 tỷ, trụ sở đặt tại Số 100 Lò Đúc, Hà Nội.

Tháng 5 năm 2007, VNDIRECT khai trương Dịch vụ Giao dịch trực tuyến VNDIRECT ONLINE thông qua website (www.vndirect.com.vn – giải pháp giao dịch trực tuyến toàn diện đầu tiên trên thị trường chứng khoán Việt Nam).

Tháng 1 năm 2008, hệ thống cơ sở dữ liệu của công ty được đưa vào hoạt động.

Ngày 30 tháng 3 năm 2010, cổ phiếu của VNDIRECT chính thức được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với mã chứng khoán là VND.

Quý III năm 2011, lần đầu tiên VNDIRECT dẫn đầu thị phần môi giới trên sàn HNX.

Ngày 29 tháng 1 năm 2013, VNDIRECT trở thành thành viên chính thức của Hiệp hội Thương mại điện tử Việt Nam (VECOM).

Ngày 21 tháng 5 năm 2013, VNDIRECT ký hợp đồng hợp tác phân phối chứng chỉ quỹ mở với Công ty TNHH Quản lý quỹ Eastspring Investments (thành viên của Tập đoàn bảo hiểm Prudential – Anh Quốc), nhận quyền thực hiện, quảng bá, phân phối và bán Chứng chỉ quỹ do Eastspring Investments quản lý cho nhà đầu tư trên phạm vi lãnh thổ Việt Nam.

Ngày 25 tháng 12 năm 2013, VNDIRECT chính thức ra mắt phần mềm giao dịch và phân tích chứng khoán Active-D, tích hợp các tiện ích về giao dịch, bảo mật, phân tích, cảnh báo và quản lý danh mục đầu tư.

Ngày 8 tháng 1 năm 2014, VNDIRECT chính thức hợp tác chiến lược với Công ty Chứng khoán Quốc tế CIMB (Singapore) trong các lĩnh vực nghiên cứu, phân tích thị trường chứng khoán, dịch vụ giao dịch cổ phiếu, tư vấn doanh nghiệp và thị trường vốn.

Hình thức sở hữu: Công ty cổ phần chứng khoán VNDIRECT, Mã chứng khoán: VND

Văn hóa doanh nghiệp:

Đội ngũ lao động là nhân tố quan trọng trong chuỗi giá trị mà VNDIRECT đang và sẽ luôn nỗ lực không ngừng để đầu tư và phát triển.

MÔI TRƯỜNG LÀM NGHỀ CHUYÊN NGHIỆP:

VNDIRECT luôn tạo điều kiện để mỗi người trẻ với đủ tố chất và chuẩn mực đạo đức có cơ hội làm nghề chuyên nghiệp và phát triển sự nghiệp bền vững

HỌC TẬP VÀ THỬ THÁCH:

Mỗi nhân viên sẽ đều được tạo điều kiện công bằng để được học tập liên tục có cơ hội được trải nghiệm thách thức giúp nâng tầm mỗi cá nhân và tập thể VNDIRECT

TINH THẦN LÀM CHỦ

TÔN TRỌNG SỰ KHÁC BIỆT:

Chúng tôi khuyến khích suy nghĩ và hành động với tinh thần làm chủ, đồng hành với chiến lược của tổ chức; từ đó đóng góp và chịu trách nhiệm về thành quả chung

Chúng tôi tôn trọng sự khác biệt của mỗi người, sẵn sàng lắng nghe để kiến tạo năng lực hành động, kết nối sức mạnh của đội ngũ năng động, sáng tạo và đa dạng

CHĂM SÓC TOÀN DIỆN:

VNDIRECT luôn đảm bảo chăm sóc sức khỏe định kỳ, gói chăm sóc sức khỏe cao cấp và các hoạt động tập thể để đảm bảo sức khỏe thể chất và tinh thần cho nhân viên.

TẠN HƯỞNG CUỘC SỐNG:

Nghỉ phép theo quy định và tăng thêm theo thâm niên làm việc cùng các chương trình team building, dã ngoại là cách VNDIRECT tri ân sự cống hiến của nhân viên.

VNDIRECT luôn đảm bảo chăm sóc sức khỏe định kỳ, gói chăm sóc sức khỏe cao cấp và các hoạt động tập thể để đảm bảo sức khỏe thể chất và tinh thần cho nhân viên.

Nhân viên của VNDIRECT được làm việc trong môi trường trang bị đầy đủ cơ sở vật chất, nền tảng hỗ trợ hiện đại, đảm bảo tăng hiệu quả và hiệu suất lao động.

GHI NHẬN THÀNH TÍCH

VNDIRECT sẵn sàng chi trả mức thu nhập xứng tầm để bạn thấy được lợi ích của mình song hành với sự phát triển của công ty

1.2 Tổng quan công ty:

Tên công ty: CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VNDIRECT

Tên viết tắt: VNDIRECT

Tên giao dịch bằng tiếng nước ngoài: VNDIRECT SECURITIES CORPORATION

Mã chứng khoán: VND

Sàn Niêm yết: Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE)

Giấy chứng nhận ĐKDN (mã số doanh nghiệp): Số 0102065366 do Sở Kế hoạch và Đầu tư thành phố Hà Nội cấp lần đầu ngày 16/11/2006, cấp thay đổi lần thứ 11 ngày 21/12/2023.

Giấy phép hoạt động kinh doanh chứng khoán: 22/UBCK-GPHDKD do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp ngày 16/11/2006 và các Quyết định/Giấy phép điều chỉnh.

Vốn điều lệ: 12.178.440.090.000 đồng (Bằng chữ: Mười hai nghìn một trăm bảy mươi tám tỷ, bốn trăm bốn mươi triệu, không trăm chín mươi nghìn đồng)

Vốn đầu tư của Chủ sở hữu: 12.178.398.511.540 đồng (Bằng chữ: Mười hai nghìn một trăm bảy mươi tám tỷ, ba trăm chín mươi tám triệu năm trăm mười một nghìn năm trăm bốn mươi đồng)

Trụ sở chính: Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Phường Nguyễn Du, Quận Hai Bà Trưng, Thành phố Hà Nội, Việt Nam

Số điện thoại: +(84 24) 3972 4568

Số fax: +(84 24) 3972 4600

Website: www.vndirect.com.vn

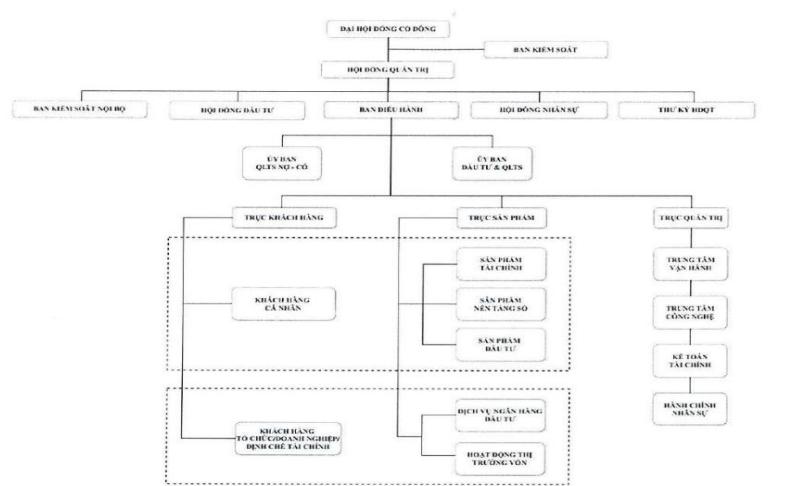
Đại diện theo pháp luật:

- Bà Phạm Minh Hương – Chủ tịch Hội đồng quản trị
- Ông Nguyễn Vũ Long – Tổng Giám đốc
- Ông Điều Ngọc Tuấn – Giám đốc quản trị

Mô hình quản trị:

VNDIRECT hoạt động theo loại hình công ty cổ phần, tổ chức quản lý và hoạt động theo mô hình: Đại hội đồng cổ đông, Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát và Tổng Giám đốc (xem sơ đồ dưới đây):

Cơ cấu, sơ đồ tổ chức hoạt động



Nguồn: BCTN 2023 VNDIRECT

Thông tin cổ đông

Theo danh sách cổ đông do Tổng Công ty Lưu ký và Bù trừ Chứng khoán Việt Nam cung cấp tại ngày 08/06/2023, thông tin về cổ phiếu phổ thông của VNDIRECT như sau:

Số lượng cổ phiếu phát hành và đang niêm yết: 1.217.844.009 cổ phiếu

Số lượng cổ phiếu đang lưu hành: 1.217.844.009 cổ phiếu

Số lượng cổ phiếu quỹ: 0 cổ phiếu;

Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tối đa tại VNDIRECT: 100% (Theo thông báo số 7295/UBCK-QLKD ngày 08/11/2021 của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước)

STT	Loại hình cổ đông	Số lượng cổ đông	Số lượng sở hữu (cổ phiếu)	Tỷ lệ sở hữu (%)
1.	Cổ đông trong nước	62.578	959.452.397	78,78
1.1	Cá nhân	62.465	616.362.389	50,61
1.2	Tổ chức	113	343.090.008	28,17
2.	Cổ đông nước ngoài	910	258.391.612	21,22
2.1	Cá nhân	820	11.941.066	0,98
2.2	Tổ chức	90	246.450.546	20,24
	Trong đó: Tổ chức có NĐT nước ngoài nắm giữ trên 50% VĐL	0	0	0
3.	Cổ phiếu quỹ	0	0	0
	Tổng cộng	63.488	1.217.844.009	100

Nguồn: BCTN 2023 VNDIRECT

Cổ đông lớn:

STT	Tên cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ lệ sở hữu (%)
1	Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư I.P.A	314.654.782	25,84%
	TỔNG CỘNG	314.654.782	25,84%

Nguồn: BCTN 2023 VNDIRECT

Cơ cấu cổ đông theo loại cổ phần

Cổ phần	Số lượng cổ phần	Tỷ lệ sở hữu (%)
Cổ phần đang lưu hành	1.217.844.009	100%
Cổ phần hạn chế chuyển nhượng	0	0,00%
Cổ phần chuyển nhượng tự do	1.217.844.009	100%
Cổ phần quỹ	0	0,00%
TỔNG CỘNG	1.217.844.009	100%

Nguồn: BCTN 2023 VNDIRECT

Quản trị nguồn nhân lực:

STT	Thành viên Ban điều hành/Ban Tổng giám đốc	Ngày/tháng năm sinh	Trình độ chuyên môn	Ngày bổ nhiệm/ miễn nhiệm
1.	Nguyễn Vũ Long ⁴ - Tổng Giám đốc	27/11/1987	Thạc sĩ tài chính	Bổ nhiệm ngày 18/9/2023
2.	Phạm Minh Hương ⁵ – Tổng Giám đốc	17/6/1966	Thạc sĩ hệ thống thông tin	Miễn nhiệm ngày 18/9/2023
3.	Vũ Nam Hương – Giám đốc tài chính	21/12/1983	Cử nhân tài chính ngân hàng	Miễn nhiệm ngày 28/11/2023
4.	Điều Ngọc Tuấn – Giám đốc quản trị	02/01/1978	Thạc sĩ luật học	Bổ nhiệm ngày 31/10/2022

Thông tin ban điều hành:

Ông NGUYỄN VŨ LONG
Tổng Giám đốc, Thành viên HĐQT
Thời điểm được bổ nhiệm: 18/9/2023
Ngày/tháng/năm sinh: 27/11/1987
Quốc tịch: Việt Nam
Tỷ lệ sở hữu cổ phần có quyền biểu quyết: 260 cổ phiếu tương ứng với 0,00002%
Trình độ chuyên môn: Thạc sĩ Kinh tế
Ông Nguyễn Vũ Long tốt nghiệp Thạc sĩ trường Đại học New South Wales chuyên ngành Kinh tế và đã có hơn 10 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư - tài chính. Ông Long đã gắn bó với VNDIRECT gần 10 năm và trải qua nhiều vị trí quan trọng của công ty như Trưởng phòng kinh doanh tiền tệ, Giám đốc Nguồn Vốn, Giám đốc Khối Thị trường vốn. Đồng hành với VNDIRECT trong suốt thời gian qua, ông đã và đang đóng góp không nhỏ trong những bước tiến phát triển vượt bậc của công ty và trở thành một trong những lãnh đạo trẻ tiêu biểu trong những năm gần đây. Ông Long chính thức đảm nhận chức vụ Quyền Tổng giám đốc tại VNDIRECT từ ngày 22/11/2021 và được bầu làm Thành viên Hội đồng quản trị tại cuộc họp Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2022 vào ngày 25/04/2022.

Ông ĐIỀU NGỌC TUẤN
Giám đốc quản trị
Thời điểm được bổ nhiệm: Năm 2022
Ngày/tháng/năm sinh: 02/01/1978
Quốc tịch: Việt Nam
Tỷ lệ sở hữu cổ phần có quyền biểu quyết: 0 cổ phiếu
Trình độ chuyên môn: Thạc sĩ Luật học
<p>Ông Điều Ngọc Tuấn là Thạc sĩ Luật học của Đại học Luật Hà Nội và Đại học Paris II. Ông có gần 20 năm công tác trong lĩnh vực tư vấn pháp luật, quản trị doanh nghiệp, tài chính. Cho tới nay, ông Tuấn đã gắn bó và đồng hành với Công ty trong suốt 14 năm trên vai trò Giám đốc Ban pháp chế & Tân thủ, Phụ trách quản trị Công ty. Với kinh nghiệm, kiến thức và hiểu biết chuyên sâu về pháp luật, quản trị, tài chính, ông Tuấn đã có những đóng góp quan trọng vào sự trưởng thành và phát triển vững mạnh của VNDIRECT. Ông Điều Ngọc Tuấn được bổ nhiệm vào vị trí Giám đốc quản trị Công ty từ ngày 31/10/2022.</p>

Thông tin về kế toán trưởng:

BÀ NGUYỄN THỊ HƯƠNG
Kế toán trưởng
Thời điểm được bổ nhiệm: Năm 2023
Ngày/tháng/năm sinh: 29/04/1982
Quốc tịch: Việt Nam
Tỷ lệ sở hữu cổ phần có quyền biểu quyết: 0 cổ phiếu
Trình độ chuyên môn: Cử nhân kế toán doanh nghiệp
<p>Bà Nguyễn Thị Hương có gần 20 năm công tác trong lĩnh vực kế toán doanh nghiệp. Với kinh nghiệm, kiến thức chuyên sâu về kế toán doanh nghiệp, bà Hương đã hỗ trợ Ban Điều hành cho sự phát triển của VNDIRECT.</p>

1.3 Ngành nghề và lĩnh vực hoạt động

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT hoạt động trong lĩnh vực Tài chính – Chứng khoán tại Việt Nam theo giấy phép của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN). Công ty này thực hiện nhiều nghiệp vụ kinh doanh, bao gồm:

- Môi giới chứng khoán: VNDIRECT là người trung gian giữa nhà đầu tư và thị trường chứng khoán. Công ty hỗ trợ việc mua bán chứng khoán cho khách hàng.

- Lưu ký chứng khoán: VNDIRECT quản lý danh sách chứng khoán của khách hàng, đảm bảo thông tin về sở hữu chứng khoán được cập nhật và bảo mật.

- Tư vấn tài chính doanh nghiệp: Công ty cung cấp dịch vụ tư vấn về tài chính cho các doanh nghiệp, giúp họ quản lý vốn và đầu tư hiệu quả.

- Tự doanh: VNDIRECT có thể tự mua bán chứng khoán để kiếm lời cho chính mình.

- Bảo lãnh phát hành: Công ty tham gia bảo lãnh việc phát hành chứng khoán của các doanh nghiệp.

- Quản lý danh mục đầu tư: VNDIRECT hỗ trợ khách hàng quản lý danh mục đầu tư chứng khoán, đưa ra các chiến lược và lựa chọn đầu tư phù hợp.

Ngoài ra, công ty chứng khoán đóng góp vào sự phát triển của thị trường chứng khoán và nền kinh tế nói chung. Nhờ vào hoạt động của công ty chứng khoán, cổ phiếu và chứng khoán được lưu thông một cách ổn định từ nhà phát hành tới tay nhà đầu tư muốn sở hữu.

Chương 2: Định giá doanh nghiệp thông qua báo cáo tài chính

2.1 Cơ sở lý luận chung về phân tích và định giá doanh nghiệp:

2.1.1 Khái niệm và vai trò của phân tích tài chính, định giá công ty chứng khoán:

Phân tích và định giá công ty môi giới chứng khoán là một quá trình toàn diện và kỹ lưỡng, tập trung vào việc đánh giá các yếu tố đặc thù của ngành này để đưa ra những nhận định chi tiết và chiến lược đầu tư hiệu quả.

Trong quá trình này, phân tích tài chính đóng vai trò quan trọng bằng cách đánh giá các chỉ số và tỷ lệ tài chính cụ thể như tỷ suất sinh lợi nhuận, tỷ lệ vốn chủ sở hữu, và cấu trúc nợ. Đặc biệt, sự ổn định và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp trong môi trường thị trường chứng khoán biến động đòi hỏi sự quan sát kỹ lưỡng và đánh giá sâu sắc từ các chuyên gia.

Ngoài ra, phân tích cũng cần phải xem xét các yếu tố ngành, bao gồm xu hướng thị trường, quy định pháp lý, và môi trường cạnh tranh. Các biến động trong chính sách tài chính và tiền tệ cũng như các yếu tố vĩ mô có thể ảnh hưởng đến hoạt động và chiến lược kinh doanh của công ty môi giới.

Mục đích cuối cùng của quá trình phân tích và định giá này là cung cấp thông tin chính xác và chiến lược đầu tư phù hợp cho các nhà đầu tư và các bên liên quan. Bằng cách hiểu rõ về cơ cấu tài chính, mô hình kinh doanh, và tiềm năng tăng trưởng của các công ty môi giới, người chuyên gia có thể đưa ra các khuyến nghị và chiến lược đầu tư có tính toàn diện và cập nhật, giúp tối ưu hóa lợi nhuận và quản lý rủi ro cho các nhà đầu tư và các bên liên quan.

2.1.2 Đặc điểm của phân tích tài chính, định giá công ty chứng khoán

- Đặc điểm về nội dung phân tích:

Phân tích tài chính và định giá công ty chứng khoán đặc biệt quan trọng trong việc hiểu rõ về hiệu suất tài chính và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Nội dung phân tích tập trung vào việc đánh giá các báo cáo tài chính như báo cáo lợi nhuận và lỗ, báo

cáo lưu chuyển tiền mặt và báo cáo tình hình tài chính. Điều này giúp đánh giá sâu hơn về sức khỏe tài chính của công ty qua các chỉ số và tỷ lệ quan trọng như biên lợi nhuận, tỷ suất sinh lợi nhuận và tỷ lệ nợ phải trả so với vốn chủ sở hữu.

- Đặc điểm về phương pháp phân tích:

Phương pháp phân tích đa dạng trong việc xác định giá trị công ty chứng khoán bao gồm sử dụng các phương pháp truyền thống như định giá dựa trên tỷ lệ P/B và định giá dòng tiền tương lai. Ngoài ra, việc áp dụng các công cụ và mô hình phân tích kỹ thuật như biểu đồ giá, chỉ số kỹ thuật cũng đóng vai trò quan trọng trong việc dự đoán xu hướng giá cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư.

- Đặc điểm về thông tin để phân tích:

Để thực hiện phân tích tài chính và định giá công ty chứng khoán một cách chính xác và hiệu quả, thông tin đáng tin cậy và chi tiết là vô cùng quan trọng. Ngoài các báo cáo tài chính, việc sử dụng các nguồn thông tin bổ sung như báo cáo từ các công ty phân tích tài chính độc lập, tin tức thị trường và dữ liệu kinh doanh là rất quan trọng. Đồng thời, việc cập nhật thông tin và dữ liệu mới nhất cũng là điều không thể thiếu để đảm bảo tính chính xác và độ tin cậy của phân tích.

2.1.3 Tài liệu dùng để phân tích và định giá công ty chứng khoán:

Tất cả các loại báo cáo tài chính đều cung cấp thông tin quan trọng về sức khỏe tài chính và hiệu suất kinh doanh của một công ty chứng khoán. Hãy xem xét một cách cụ thể về từng loại báo cáo:

- Báo cáo cân đối kế toán (CDKT):

Bảng cân đối kế toán cung cấp một cái nhìn tổng quan về tài sản, nợ và vốn chủ sở hữu của công ty tại một thời điểm cụ thể.

Phần tài sản thường bao gồm tài sản cố định, tài sản lưu động và các khoản đầu tư. Phần nợ bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Bằng cách so sánh tài sản và nợ, nhà đầu tư có thể đánh giá khả năng thanh toán và cơ cấu tài chính của công ty.

- Báo cáo kết quả kinh doanh (KQKD):

Báo cáo kết quả kinh doanh cung cấp thông tin chi tiết về doanh thu, lợi nhuận gộp, chi phí và lợi nhuận ròng của công ty trong một khoảng thời gian cụ thể.

Các mục quan trọng trong báo cáo này bao gồm doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính, chi phí vận hành, lợi nhuận gộp và lợi nhuận trước thuế.

Bằng cách phân tích báo cáo KQKD, nhà đầu tư có thể hiểu rõ hơn về hiệu suất kinh doanh và khả năng sinh lời của công ty.

Báo cáo lưu chuyển tiền mặt phản ánh các luồng tiền mặt vào và ra khỏi công ty trong một khoảng thời gian cụ thể.

Các hoạt động chính bao gồm hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính.

LCTT giúp nhà đầu tư đánh giá khả năng thanh toán và quản lý dòng tiền của công ty, đồng thời cung cấp thông tin về cơ cấu của lợi nhuận.

- Tóm tắt mục báo cáo tài chính (TMBCTT):

Tóm tắt mục báo cáo tài chính là một bản tóm tắt tổng hợp và phân tích các thông tin quan trọng từ các báo cáo tài chính.

Nó bao gồm các chỉ số và tỷ lệ quan trọng như biên lợi nhuận, tỷ suất sinh lợi nhuận và tỷ lệ nợ phải trả so với vốn chủ sở hữu.

Bằng cách phân tích TMBCTT, nhà đầu tư có thể hiểu rõ hơn về tình hình tài chính tổng thể và tiềm năng tăng trưởng của công ty.

2.1.4 Các phương pháp phân tích tài chính và định giá công ty chứng khoán:

2.1.4.1 Phương pháp phân tích tài chính công ty chứng khoán:

- Phương pháp phân tích so sánh:

Phương pháp này tập trung vào việc so sánh hiệu suất tài chính của một công ty với các đối thủ cạnh tranh hoặc các công ty trong cùng ngành. Các yếu tố quan trọng được so sánh bao gồm doanh thu, lợi nhuận, biên lợi nhuận và các chỉ số tài chính khác. Bằng cách này, nhà đầu tư có thể đánh giá được vị thế của công ty trong ngành và xác định điểm mạnh và điểm yếu của nó so với các đối thủ.

- Phương pháp phân tích phân chia:

Phương pháp phân chia là một công cụ phân tích quan trọng trong nghiên cứu kinh tế. Nó cho phép chúng ta phân loại và đánh giá các chỉ tiêu kinh tế một cách chi tiết và sâu sắc hơn. Bằng cách chia nhỏ các chỉ tiêu lớn thành các phần nhỏ hơn, chúng ta có thể so sánh và xem xét mối quan hệ giữa các bộ phận và tổng thể một cách chính xác.

Có ba phương pháp phân chia phổ biến:

- Phân chia theo thời gian: Đây là việc phân tích các chỉ tiêu kinh tế theo các khoảng thời gian như năm, tháng, quý... Phương pháp này giúp ta nhận biết được nhịp độ và tốc độ phát triển, từ đó đánh giá tính hiệu quả và phù hợp của kế hoạch kinh doanh trong một khoảng thời gian cụ thể.
 - Phân chia theo không gian: Phân tích các chỉ tiêu kinh tế theo các bộ phận, phòng ban, hay các địa điểm cụ thể. Phương pháp này giúp đánh giá mức độ đóng góp và kết quả đạt được tại từng vị trí, từ đó có cái nhìn tổng quan về hiệu suất làm việc của toàn bộ tổ chức.
 - Phân chia theo cấu thành: Phương pháp này tập trung vào việc phân tích các yếu tố cấu thành nên một chỉ tiêu kinh tế cụ thể. Ví dụ, khi xem xét lợi nhuận, ta có thể phân chia nó thành doanh thu và chi phí. Phân chia theo cấu thành giúp ta hiểu rõ từng phần góp phần vào kết quả cuối cùng, từ đó nhận diện được những điểm mạnh cần được phát huy và điểm yếu cần được cải thiện. Bằng cách này, nhà đầu tư có thể hiểu rõ hơn về cơ cấu chi phí và doanh thu của công ty, và đưa ra đánh giá về hiệu suất và khả năng sinh lời của doanh nghiệp.
- Phương pháp phân tích chỉ số:

Phương pháp này tập trung vào việc đánh giá các chỉ số và tỷ lệ tài chính của một công ty để đo lường trạng thái tài chính và hiệu suất kinh doanh của nó. Các chỉ số quan trọng bao gồm tỷ suất tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận, tỷ suất sinh lời, tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản, ... Bằng cách này, nhà đầu tư có thể đánh giá được khả năng thanh khoản, rủi ro tài chính và hiệu suất lợi nhuận của công ty.

2.1.4.2 Phương pháp định giá doanh nghiệp:

Phương pháp định giá tương đối và phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền là hai trong những phương pháp phổ biến nhất được sử dụng để xác định giá trị của một công ty hoặc tài sản.

- Phương pháp định giá tương đối:

Phương pháp định giá tương đối dựa trên việc so sánh giá trị của công ty hoặc tài sản cụ thể với các công ty hoặc tài sản tương đương trên thị trường. Điều này thường được thực hiện bằng cách so sánh các chỉ số tài chính hoặc các động lực kinh doanh của công ty. Mặc dù phương pháp này có thể dễ dàng áp dụng và tạo ra kết quả nhanh chóng, nhưng nó cũng có thể bị ảnh hưởng bởi sự biến động trong thị trường và sự chênh lệch trong các doanh nghiệp so sánh.

- Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền:

Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tập trung vào việc ước lượng giá trị hiện tại của một công ty hoặc tài sản bằng cách chiết khấu các dòng tiền dự kiến mà nó sẽ tạo ra trong tương lai về giá trị hiện tại. Điều này bao gồm ước lượng các dòng tiền thu và chi trong tương lai và áp dụng một tỷ lệ chiết khấu thích hợp. Phương pháp này thường được coi là phương pháp định giá tài chính chính xác nhất và phản ánh rõ ràng nhất giá trị thực của một công ty, nhưng nó đòi hỏi một số ước lượng và giả định về tương lai, và do đó có thể phụ thuộc nhiều vào dự báo và đánh giá rủi ro.

2.1.5 Nội dung phân tích tài chính và định giá công ty chứng khoán

2.1.5.1 Phân tích tình hình tài sản và nguồn vốn

- Phân tích cơ cấu và biến động của tài sản

Công ty môi giới chứng khoán, với bản chất là doanh nghiệp dịch vụ, có cơ cấu tài sản đặc thù, nơi mà tài sản tài chính chiếm tỷ trọng lớn. Việc phân tích cơ cấu và biến động của tài sản giúp đánh giá khả năng sinh lời, độ an toàn và hiệu quả sử dụng vốn.

Tài sản ngắn hạn, bao gồm tiền mặt, các khoản đầu tư ngắn hạn, và nợ phải thu, thường chiếm tỷ trọng cao do yêu cầu thanh khoản và nhanh chóng trong các giao dịch. Sự biến động của tài sản ngắn hạn phản ánh khả năng ứng phó với các nhu cầu tài chính cấp thiết và khả năng thanh toán nợ ngắn hạn.

Tài sản dài hạn, chủ yếu là các khoản đầu tư dài hạn và tài sản cố định, thể hiện chiến lược đầu tư và phát triển lâu dài của công ty. Sự biến động của tài sản dài hạn cho thấy hướng đi và khả năng mở rộng kinh doanh của công ty.

- Phân tích cơ cấu và biến động của nguồn vốn

Nguồn vốn của công ty môi giới chứng khoán bao gồm vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Vốn chủ sở hữu phản ánh khả năng tự tài trợ và độc lập tài chính, trong khi nợ phải trả cho thấy mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính mà công ty đang gánh chịu.

Cơ cấu nguồn vốn thay đổi theo thời gian, phản ánh quyết định huy động vốn và đầu tư của công ty. Sự tăng giảm của vốn chủ sở hữu và nợ phải trả cần được so sánh và đánh giá trong bối cảnh cụ thể của công ty, ngành nghề và điều kiện thị trường.

Bằng cách phân tích cơ cấu và biến động của tài sản và nguồn vốn, các nhà quản lý có thể đưa ra các quyết định chiến lược để tối ưu hóa lợi nhuận, giảm thiểu rủi ro và đảm bảo sự phát triển bền vững của công ty. Đây là nền tảng quan trọng để công ty môi giới chứng khoán có thể cạnh tranh hiệu quả trong một thị trường đầy biến động và cạnh tranh.

2.1.5.2 Phân tích tình hình doanh thu, chi phí và lợi nhuận

- Doanh Thu Công Ty Môi Giới Chứng Khoán:

Công ty môi giới chứng khoán là một ngành kinh doanh đặc thù, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực tài chính và chứng khoán. Doanh thu của công ty môi giới chứng khoán đến từ các nguồn sau:

- Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL): Đây là một phương thức ghi nhận các tài sản tài chính trong báo cáo tài chính của một công ty.

Theo phương pháp này, các tài sản được xem xét với mục đích giao dịch ngắn hạn và không có ý định giữ đến khi chúng đáo hạn. Các biến động trong giá trị của các tài sản này được ghi nhận ngay tại thời điểm kế toán mà không cần chờ đến khi chúng được bán hoặc thanh toán. Do đó, lãi hoặc lỗ từ các giao dịch này được ghi vào lợi nhuận hoặc lỗ trong báo cáo tài chính của công ty.

Ví dụ, nếu một công ty môi giới chứng khoán mua cổ phiếu của một công ty

khác với mục đích bán lại trong tương lai để kiếm lợi nhuận từ biến động giá cổ phiếu, thì cổ phiếu đó sẽ được ghi nhận theo phương pháp FVTPL. Khi giá cổ phiếu tăng, sẽ có lãi được ghi nhận; khi giảm, sẽ có lỗ được ghi nhận.

- Lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM): Là lãi từ các khoản đầu tư tài chính mà công ty có kế hoạch giữ cho đến khi chúng đáo hạn, thường là các khoản tiền gửi có kỳ hạn hoặc trái phiếu.

Các tài sản HTM được ghi nhận trong báo cáo tài chính với giá trị gốc ban đầu cộng thêm bất kỳ lãi suất thu được nào, và chúng thường được ghi nhận trong mục "Tài Sản Cố Định" hoặc "Tài Sản Tài Chính" của bảng cân đối kế toán.

Ví dụ, nếu một công ty môi giới chứng khoán mua một trái phiếu với mục đích giữ nó cho đến khi nó đáo hạn và nhận lãi suất trả lại, thì trái phiếu đó sẽ được ghi nhận theo phương pháp HTM. Lợi nhuận từ lãi suất nhận được cũng được ghi nhận trong báo cáo tài chính của công ty.

- Lãi từ các khoản cho vay và phải thu: Công ty môi giới chứng khoán thường cho vay margin hoặc có các khoản phải thu từ khách hàng, và lãi từ các khoản này cũng góp phần vào doanh thu. Đây là một phần quan trọng trong hoạt động kinh doanh của công ty.
- Lãi từ các tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS): Đây là lãi từ các khoản đầu tư mà công ty có thể bán mà không cần giữ đến ngày đáo hạn. Lãi hoặc lỗ từ AFS không được ghi vào lợi nhuận ròng mà được thể hiện trong phần lợi nhuận tổng hợp khác cho đến khi được bán.
- Doanh thu môi giới chứng khoán: Là phí môi giới mà khách hàng trả cho công ty để thực hiện giao dịch chứng khoán. Mức phí này thường được tính dựa trên tỷ lệ phần trăm của giá trị giao dịch và là một phần quan trọng của doanh thu của công ty môi giới chứng khoán.

- Chi phí công ty môi giới chứng khoán

Chi phí hoạt động kinh doanh của công ty chứng khoán bao gồm:

- Chi phí hoạt động kinh doanh: Bao gồm chi phí liên quan đến hoạt động môi giới, tự doanh, và các hoạt động kinh doanh khác của công ty.

- Chi phí quản lý công ty chứng khoán: Đây là chi phí liên quan đến việc quản lý và điều hành công ty, bao gồm lương nhân viên quản lý, chi phí văn phòng, và các chi phí hành chính khác.
 - Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp: Là thuế mà công ty phải nộp dựa trên lợi nhuận thu được sau khi đã trừ đi các chi phí hợp lý và được trừ.
- Lợi Nhuận:

Lợi nhuận của công ty môi giới chứng khoán được tính bằng cách lấy doanh thu trừ đi các chi phí hoạt động kinh doanh và thuế thu nhập doanh nghiệp. Lợi nhuận này phản ánh hiệu quả kinh doanh và khả năng sinh lời của công ty.

2.1.5.3 Phân tích chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lời

Khi phân tích một công ty hoặc doanh nghiệp, ba chỉ tiêu quan trọng để đánh giá khả năng sinh lời thường được sử dụng là ROS (Return on Sales), ROA (Return on Assets), và ROE (Return on Equity). Các chỉ tiêu này cung cấp cái nhìn tổng quan về hiệu suất tài chính của một doanh nghiệp từ các góc độ khác nhau, giúp nhà đầu tư, nhà quản lý và các bên liên quan khác đánh giá được lợi nhuận mà doanh nghiệp có thể sinh ra từ hoạt động kinh doanh của mình.

- Tỷ Suất Lợi Nhuận Trên Tài Sản (ROA)

ROA đo lường khả năng sinh lời từ tổng tài sản của doanh nghiệp. Nó được tính bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản trung bình. Công thức tính ROA là:

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$$

ROA cao cho thấy doanh nghiệp đang quản lý tài sản của mình một cách hiệu quả để tạo ra lợi nhuận.

- Tỷ Suất Lợi Nhuận Trên Vốn Chủ Sở Hữu (ROE)

ROE phản ánh khả năng sinh lời từ vốn chủ sở hữu. Nó được tính bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia cho vốn chủ sở hữu trung bình. Công thức tính ROE là:

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

ROE cao cho thấy doanh nghiệp đang sử dụng vốn của cổ đông một cách hiệu quả để tạo ra lợi nhuận.

- Tỷ Suất Lợi Nhuận Trên Doanh Thu (ROS)

ROS đo lường khả năng sinh lời từ doanh thu. Nó được tính bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế chia cho doanh thu. Công thức tính ROS là:

$$ROS = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Doanh thu thuần}}$$

ROS cao cho thấy doanh nghiệp đang quản lý chi phí và tối ưu hóa lợi nhuận từ doanh thu của mình.

2.1.5.4 Phân tích các yếu tố giao dịch

- Giá (Price) và Đường Trung Bình Động (Moving Average):

Giá của một cổ phiếu là biểu hiện trực tiếp nhất của giá trị thị trường và là kết quả của sự cân nhắc giữa cung và cầu. Mỗi biến động giá đều mang thông tin về tâm lý thị trường, kỳ vọng của nhà đầu tư và những đánh giá về tình hình tài chính của công ty.

Đường trung bình động (Moving Average - MA) là công cụ phân tích kỹ thuật được sử dụng để làm mịn dữ liệu giá, giúp xác định xu hướng thị trường một cách rõ ràng hơn.

Đường trung bình động giản đơn có công thức tính như sau:

$$SMA = \frac{P_1 + P_2 + P_3 + \dots + P_n}{n}$$

Trong đó:

- P: mức giá đóng cửa của giá
- 1,2,3,n: Đây là số thứ tự của phiên giao dịch tính từ 1. (n) chính là số phiên được tính cho SMA. n=10 ta có thể hiểu được đó là SMA 10.

Dựa vào Giá (Price) và Đường Trung Bình Động (Moving Average - MA), nhà đầu tư có thể phân tích và đưa ra quyết định giao dịch chứng khoán một cách thông minh. Đây là cách thức sử dụng hai yếu tố này:

- Xác định Xu Hướng: Giá hiện tại so với MA có thể cho biết xu hướng của thị trường. Nếu giá nằm trên MA, đó có thể là dấu hiệu của một xu hướng tăng. Ngược lại, nếu giá nằm dưới MA, thị trường có thể đang trong xu hướng giảm.
 - Tìm Điểm Mua và Bán: Khi giá cắt lên qua MA, đó có thể là tín hiệu mua. Khi giá cắt xuống dưới MA, đó có thể là tín hiệu bán.
 - Xác Định Mức Hỗ Trợ và Kháng Cự: MA có thể hoạt động như mức hỗ trợ trong một xu hướng tăng và như mức kháng cự trong một xu hướng giảm.
- Khối Lượng (Volume)

Khối lượng giao dịch (Volume) là số lượng cổ phiếu được mua bán trong một khoảng thời gian nhất định. Volume cung cấp thông tin về mức độ sôi động của thị trường và là một chỉ báo quan trọng về sức mạnh của một xu hướng giá. Khối lượng giao dịch cao thường đi kèm với sự tăng giá mạnh mẽ, trong khi khối lượng thấp có thể chỉ ra sự thiếu vững chắc của xu hướng đó.

- Tỷ suất sinh lợi hằng ngày (Daily Return):

Daily Return đo lường mức độ thay đổi giá của một cổ phiếu từ ngày này sang ngày khác. Nó được tính bằng công thức:

$$\text{Daily Return} = \frac{\text{Giá đóng cửa hiện tại} - \text{Giá đóng cửa trước đó}}{\text{Giá đóng cửa trước đó}}$$

Daily Return cung cấp cái nhìn về hiệu suất ngắn hạn và là cơ sở để so sánh với các tài sản khác hoặc chỉ số thị trường.

- Hệ Số Tương Quan Giá và Tỷ Suất Tăng Trưởng Giá So Với Chỉ Số Thị Trường:

Hệ số tương quan cho biết mức độ mà giá cổ phiếu di chuyển cùng hoặc ngược lại với thị trường chung. Một hệ số tương quan cao dương cho thấy cổ phiếu có xu hướng di chuyển cùng với thị trường, trong khi một hệ số tương quan âm cho thấy cổ phiếu di chuyển ngược lại.

Tôi dùng hệ số tương quan Pearson để đo lường mối quan hệ giữa giá cổ phiếu với giá trị thị trường.

Hệ số tương quan Pearson là một thước đo thống kê được tiêu chuẩn hóa thể hiện mức độ mà hai biến có liên quan tuyến tính với nhau.

Độ mạnh và sự kết hợp định hướng của mối quan hệ giữa hai biến được xác định theo mối tương quan và nó nằm trong khoảng từ -1 đến +1.

Giá trị dương biểu thị rằng cả hai biến chuyển động the cùng một hướng trong khi giá trị âm cho chúng ta biết rằng chúng di chuyển the các hướng ngược nhau.

$$r_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \tilde{x})(y_i - \tilde{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \tilde{x})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \tilde{y})^2}}$$

Trong đó:

x_i, y_i : Giá trị từng thời điểm của x và y

\tilde{x}, \tilde{y} : Giá trị trung bình của x và y

2.1.6 Phương pháp định giá định giá công ty chứng khoán:

Có nhiều phương pháp định giá cổ phiếu khác nhau, nhưng tôi chỉ tập trung vào một số phương pháp chính sau đây:

2.1.6.1 Phương pháp định giá tương đối:

Phương pháp định giá tương đối là phương pháp sử dụng các chỉ số tài chính để so sánh giá trị của một cổ phiếu với các cổ phiếu khác cùng ngành hoặc cùng thị trường. Các chỉ số tài chính thường được sử dụng là tỷ lệ P/E, tỷ lệ P/B, tỷ lệ P/S, ...

Trong bài nghiên cứu này, tôi sử dụng phương pháp định giá theo tỷ lệ giá của cổ phiếu với giá trị ghi sổ của cổ phiếu đó hay được gọi là tỷ lệ P/B.

Tỷ lệ P/B (Price-to-Book Ratio) là một chỉ số tài chính được sử dụng để đánh giá giá trị của một công ty so với giá trị sách kế toán của nó. Chỉ số này so sánh giá cổ phiếu hiện tại của công ty (giá thị trường) với giá trị sổ sách của công ty.

Công thức của tỷ lệ P/B là:

$$\text{Tỷ lệ P/B} = \frac{\text{Giá cổ phiếu hiện tại}}{\text{Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu}}$$

Trong đó:

- Giá cổ phiếu hiện tại: Là giá cổ phiếu của công ty trên thị trường tại thời điểm đo lường.
 - Giá trị sách mỗi cổ phiếu (Book Value per Share): Là giá trị thuần của tài sản của công ty sau khi trừ đi nợ, chia cho tổng số cổ phiếu lưu hành.
- Phân tích ngang hàng (Peer Analysis):

Tôi chọn ra những doanh nghiệp tương đồng với cổ phiếu đang định giá về:

- Ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh:

So sánh tỷ lệ P/B cổ phiếu hiện tại với các cổ phiếu chung lĩnh vực, cụ thể trong bài này tôi chọn các công ty “Môi giới chứng khoán”, để xem giá trị P/B đối chiếu đang được định giá cao hơn hay thấp hơn với giá trị trung bình toàn lĩnh vực.

- Quy mô (vốn hóa)

Chọn ra những cổ phiếu có vốn hoá cao nhất đại diện cho phần lớn vốn hoá trong ngành để so sánh đối chiếu với nhau.

Tuy nhiên, phương pháp này cũng có một số hạn chế như sau:

- Không hiệu quả lăm ở những công ty tăng trưởng nhanh, vì giá trị ghi sổ thường lệch xa so với giá trị thị trường do sự thay đổi nhanh chóng của hoạt động kinh doanh. Chỉ số P/B sẽ không thể bắt kịp được tốc độ tăng trưởng của cổ phiếu đó.
- Không đánh giá được biến động trên tổng giá trị tài sản hữu hình của công ty, vì giá trị ghi sổ thường được tính theo giá trị ban đầu trừ đi khấu hao. Chỉ số P/B sẽ không phản ánh được sự thay đổi của giá trị thị trường của tài sản hữu hình.

Vì để khắc phục 1 phần điểm yếu này nên tôi đưa thêm tỷ lệ ROE vào để so sánh ngang hàng:

- Phân tích so sánh tỷ lệ P/B và tỷ lệ ROE của các cổ phiếu:

Khi kết hợp tỷ lệ P/B với tỷ lệ ROE sẽ giúp phản ánh thêm 1 phần tài sản vô hình ở trong đó. Một trong những tài sản vô hình lớn nhất của doanh nghiệp là lợi thế cạnh tranh. Lợi thế cạnh tranh có thể đến từ thương hiệu, nhãn hàng, thị phần, mối quan hệ với khách hàng, đội ngũ lãnh đạo, nhân sự... Hay cũng có thể đến từ những bằng phát minh sáng chế, quyền sở hữu trí tuệ...

Một công ty có lợi thế cạnh tranh càng lớn thì càng có nhiều điều kiện trong việc đàm phán với khách hàng hoặc đối tác, nhà cung cấp. Điều này giúp doanh nghiệp có 1 biên lợi nhuận ở mức cao hơn so với trung bình ngành và duy trì ổn định trong một thời gian dài. Từ đó tỷ lệ ROE cũng sẽ cao hơn tương ứng.

- Phân tích giá trị quá khứ của tỷ lệ P/B:

Lấy giá trị P/B hiện tại so sánh với giá trị trung bình P/B 5 năm gần nhất

2.1.6.2 Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE):

Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền là phương pháp sử dụng các dòng tiền tương lai của một công ty để ước tính giá trị hiện tại của cổ phiếu. Các dòng tiền tương lai được chiết khấu với một tỷ lệ chiết khấu phù hợp với rủi ro và cơ hội của mỗi cổ phiếu.

Có nhiều phương pháp chiết khấu dòng tiền khác nhau, nhưng trong bài luận này, tôi chỉ tập trung vào phương pháp FCFE (Free Cash Flow to Equity), tức dòng tiền tự do thuộc về chủ sở hữu. Phương pháp này phù hợp để định giá các cổ phiếu nhóm ngành chứng khoán, vì nó dựa trên dòng tiền thực tế mà cổ đông nhận được.

Dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu FCFE là tổng dòng tiền thu nhập sau thuế dành riêng cho chủ sở hữu doanh nghiệp.

Dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu FCFE phản ánh: dòng tiền sau thuế từ hoạt động kinh doanh được phân phối cho chủ sở hữu doanh nghiệp, sau khi hoàn trả lãi và vốn vay cho chủ nợ, chi trả các chi phí đầu tư mới và thay đổi về nhu cầu vốn lưu động.

- Công thức Dòng tiền thuần vốn chủ sở hữu FCFE:

$$\text{FCFE} = \text{NI} + \text{Khấu hao} - \Delta \text{NOWC} - \text{CAPEX} + \Delta \text{Net-debt}$$

Trong đó:

- Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế (NI):

Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế (NI) = Doanh thu thuần – Chi phí hoạt động kinh doanh + Doanh thu hoạt động tài chính – Chi phí tài chính - Chi phí quản lý công ty chứng khoán + Thu nhập khác ròng + Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết – Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp

- Tăng/Giảm vốn lưu động (Δ NOWC):

$$Tăng/Giảm vốn lưu động = Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn - Tăng/Giảm nợ ngắn hạn$$

$$Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn = Tài sản ngắn hạn_n - Tài sản ngắn hạn_{n-1}$$

$$Tăng/Giảm nợ ngắn hạn = Nợ ngắn hạn_n - Nợ ngắn hạn_{n-1}$$

- Chi đầu tư mới vào TSCĐ (CAPEX):

$$CAPEX = Tiền chi TSCĐ - Tiền thu từ TSCĐ$$

- Tăng/Giảm nợ ròng:

$$Tăng/Giảm nợ ròng = Nợ ròng_n - Nợ ròng_{n-1}$$

$$Nợ ròng = (Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn) - (Tiền và các khoản tương đương tiền)$$

Trong công thức tính FCFE, ta có các thành phần được trừ và cộng nhằm phản ánh một cách đầy đủ các yếu tố ảnh hưởng đến số tiền mà công ty có thể dùng để trả cổ tức cho cổ đông. Dưới đây là giải thích cụ thể:

- Net Income (lợi nhuận sau thuế): Đây là lợi nhuận thuần sau khi trừ đi tất cả các chi phí và thuế. Net Income được cộng vào công thức vì đây là số tiền thu được từ hoạt động kinh doanh của công ty, và một phần của nó có thể được sử dụng để trả cổ tức cho cổ đông.
- Depreciation (khấu hao): Khấu hao là một chi phí phi tiền mặt, không làm giảm dòng tiền tự do (FCF). Trong công thức, khấu hao được cộng vào vì đây là một khoản chi phí đã được ghi nhận trong lợi nhuận nhưng không ảnh hưởng đến dòng tiền. Khi cộng vào, nó tăng dòng tiền tự do và tăng khả năng trả cổ tức.
- NOWC (Net Operating Working Capital): NOWC đại diện cho sự thay đổi trong các tài sản và nợ ngắn hạn của công ty, bao gồm cả khoản phải thu và hàng tồn kho, trừ đi các khoản phải trả. NOWC được trừ đi vì các khoản này đòi hỏi tiền mặt để duy trì và tăng trưởng, và do đó giảm đi số tiền có sẵn để trả cổ tức.
- CAPEX: CAPEX đại diện cho các khoản đầu tư vào tài sản cố định, mua sắm và nâng cấp tài sản. CAPEX được trừ đi vì đây là các chi phí đầu tư vào mở rộng hoạt động kinh doanh, không thể được sử dụng để trả cổ tức cho cổ đông.
- Net Debt (nợ ròng): Số nợ ròng được cộng vào công thức vì nếu nợ ròng tăng lên, điều này có thể tăng khả năng trả cổ tức cho cổ đông, vì công ty có thêm tiền mặt từ

việc vay nợ. Điều này được thực hiện vì tiền mặt từ việc vay thường được coi là một nguồn tài trợ có sẵn để trả cổ tức.

- Tính tỷ số beta:

Tỷ số beta là một chỉ số đo lường mức độ rủi ro của một cổ phiếu so với mức rủi ro chung của thị trường.

Tỷ số beta càng cao thì cổ phiếu càng có khả năng biến động mạnh theo thị trường, nhưng cũng có tiềm năng sinh lời cao hơn. Ngược lại, tỷ số beta càng thấp thì cổ phiếu càng ổn định hơn thị trường, nhưng lợi nhuận đem lại cũng thấp hơn.

Ngoài ra, Tỷ số Beta là một chỉ số quan trọng trong mô hình định giá tài sản vốn (CAPM - Capital Asset Pricing Model).

Công thức tính tỷ số beta là:

$$\text{Beta} = \frac{\text{Cov}(Ret_i, Ret_m)}{\text{Var}(Ret_m)}$$

Trong đó:

- Beta là tỷ số beta của cổ phiếu
- Ret_i là tỷ suất sinh lời của cổ phiếu
- Ret_m là tỷ suất sinh lời của thị trường (ở đây là VN-Index)
- $\text{Cov}(Ret_i, Ret_m)$ là hiệp phương sai của tỷ suất sinh lời của cổ phiếu và thị trường
- $\text{Var}(Ret_m)$ là phương sai của tỷ suất sinh lời của thị trường

Tỷ số beta có thể có các giá trị khác nhau, tùy thuộc vào mức độ ảnh hưởng của thị trường đối với cổ phiếu. Các giá trị của tỷ số beta như 1 và hơn 1 có ý nghĩa như sau:

- Tỷ số beta bằng 1: nghĩa là cổ phiếu có mức biến động ngang bằng với thị trường. Cổ phiếu này sẽ theo sát xu hướng tăng giảm của thị trường và có mức rủi ro trung bình.
- Tỷ số beta lớn hơn 1: nghĩa là cổ phiếu có mức biến động cao hơn thị trường. Cổ phiếu này có khả năng sinh lời cao hơn, nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro cao hơn. Cổ phiếu có tỷ số beta lớn hơn 1 thường thuộc các ngành công nghệ cao, bất động sản, tài chính....

- Tỷ số beta nhỏ hơn 1 có ý nghĩa là cổ phiếu có mức biến động thấp hơn thị trường. Cổ phiếu này sẽ ổn định hơn, nhưng lợi nhuận đem lại cũng thấp hơn. Cổ phiếu có tỷ số beta nhỏ hơn 1 thường thuộc các ngành dược, sản phẩm thiết yếu, dịch vụ..
- Tính giá trị “Chi phí bình quân sử dụng vốn” (re) dựa theo công thức CAMP:

$$r_e = r_f + Beta \times (ER_m - r_f)$$

$$ER_m - r_f = Adj Default + Equity Risk Premium$$

Trong đó:

- r_f : Lãi suất không rủi ro
- $Beta$: Độ nhạy của lợi nhuận của tài sản đối với lợi nhuận từ thị trường.
- ER_m : Lợi nhuận kỳ vọng của thị trường.
- $Adj Default$: Chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu của quốc gia và trái phiếu Mỹ
- $Equity Risk Premium$: Phần bù rủi ro của cổ phiếu.

Để áp dụng công thức trên, bài viết này sẽ lấy lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm cho biến r_f , áp dụng công thức tính Beta đã đề cập trước đó với dữ liệu lịch sử giá đóng cửa cổ phiếu trong ba năm kể từ ngày làm báo cáo (05/05/2024).

Trong việc tính toán phần bù rủi ro ($ER_m - r_f$) cho mô hình CAMP ở trên, tôi lấy dữ liệu ở hai cột đầu tiên trong bảng “Country Default Spreads and Risk Premiums” được công bố bởi giáo sư Aswath Damodaran, đó là 'Adj. Default Spread' và 'Equity Risk Premium'. ([7] Damodaran, A. (2024, May). *Country default spreads and risk premiums. Welcome to Pages at the Stern School of Business, New York University.*https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Dưới đây là trích lại thông tin về "Adj. Default Spread" và "Equity Risk Premium":

Adj. Default Spread (DS):

- Adj. Default Spread là sự điều chỉnh của Default Spread (DS) ban đầu để phản ánh rủi ro thị trường chứng khoán của quốc gia.
- Để tính toán Adj. Default Spread, có hai phương pháp:
 - Sử dụng hạng mục nợ chính phủ địa phương để ước lượng Default Spread, dựa trên CDS spreads hoặc các chỉ số tín dụng như Moody's.

- Sử dụng CDS spreads của quốc gia, nếu có, và trừ đi US CDS spread để thu được sự chênh lệch, gọi là country spread.

Equity Risk Premium (ERP):

- Equity Risk Premium là khoản phần thưởng rủi ro được yêu cầu khi đầu tư vào thị trường chứng khoán của một quốc gia so với thị trường chứng khoán của một thị trường chứng khoán đã phát triển, thường là thị trường Mỹ.
- ERP có thể tính bằng cách cộng thêm Adj. Default Spread vào Mature Market Equity Risk Premium.

Trong đoạn trên, giáo sư Aswath Damodaran mô tả quá trình tính toán và điều chỉnh Adj. Default Spread và Equity Risk Premium để phản ánh rủi ro và thưởng rủi ro khi đầu tư vào các thị trường chứng khoán khác nhau.

- Tính giá trị nội tại và giá trị trên mỗi cổ phiếu:

$$V_E = \sum_{t=1}^k \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_k \times (1+r_e)}{(r_e - g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^k}$$

Trong đó:

- V_E : Giá trị doanh nghiệp thuộc vốn chủ sở hữu (Giá trị nội tại).
 - r_e : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.
 - g : tốc độ tăng trưởng dài hạn.
- Xác định vốn hóa thị trường từ đó tính giá trị cho mỗi cổ phần:

$$\text{Shares outstanding} = \frac{\text{Vốn cổ phần}}{\text{Mệnh giá}}$$

Trong đó:

- Shares outstanding: Số lượng cổ phiếu lưu hành.
- Tính Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (P/S):

$$P/S = \frac{V_E}{Share\ outstanding}$$

So sánh giá trị P/S với giá thị trường để xác định được là giá thị trường đang định giá cao hay thấp hơn giá trị nội tại.

2.1.7 Phương pháp dự đoán chuỗi thời gian:

2.1.7.1 Khái niệm chuỗi thời gian và dự đoán chuỗi thời gian:

- Chuỗi Thời Gian (Time Series):

Chuỗi thời gian là một tập hợp các quan sát được ghi lại theo thời gian tuần tự. Mỗi quan sát trong chuỗi thời gian liên quan đến một thời điểm cụ thể. Các ví dụ phổ biến của chuỗi thời gian bao gồm giá cổ phiếu hàng ngày, doanh số bán hàng hàng tháng, nhiệt độ hàng giờ, và các dạng dữ liệu khác thu thập theo thời gian.

- Dự Đoán Chuỗi Thời Gian (Time Series Forecasting):

Dự đoán chuỗi thời gian là quá trình sử dụng mô hình để ước lượng giá trị tương lai của chuỗi thời gian dựa trên các giá trị quan sát trước đó. Mục tiêu của dự đoán chuỗi thời gian là tìm ra một mô hình hoặc quy luật giúp mô tả và dự đoán xu hướng, chu kỳ, hoặc biến động trong dữ liệu thời gian.

2.1.7.2 Kiểm định nghiệm đơn vị:

Kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root test) là một kỹ thuật thống kê được sử dụng để kiểm tra xem một chuỗi thời gian có tính dừng hay không. Chuỗi thời gian có tính dừng là chuỗi thời gian mà giá trị trung bình và phương sai của nó không thay đổi theo thời gian. Chuỗi thời gian không dừng là chuỗi thời gian mà giá trị trung bình và phương sai của nó thay đổi theo thời gian.

Giả thuyết kiểm định nghiệm đơn vị là:

- Giả thuyết H0: Chuỗi thời gian có nghiệm đơn vị.
- Giả thuyết H1: Chuỗi thời gian không có nghiệm đơn vị.

Nếu giá trị tính toán của kiểm định nghiệm đơn vị lớn hơn giá trị tối hạn, thì giả thuyết H0 sẽ bị bác bỏ và kết luận là chuỗi thời gian không có nghiệm đơn vị. Ngược lại, nếu giá trị tính toán của kiểm định nghiệm đơn vị nhỏ hơn giá trị tối hạn, thì không đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H0 và sẽ được coi là chuỗi thời gian có nghiệm đơn vị.

Có nhiều kỹ thuật kiểm định nghiệm đơn vị khác nhau, nhưng tôi tập trung áp dụng kiểm định ADF (Augmented Dickey-Fuller Test) và kiểm định KPSS (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Test)

- Nguyên tắc hoạt động của ADF Test:

- Giả thiết (Null Hypothesis - H0): Giả sử chuỗi thời gian có nghiệm đơn vị, tức là chuỗi thời gian không có tính dừng.

- Giả thiết thay thế (Alternative Hypothesis - H1): Giả sử chuỗi thời gian không có nghiệm đơn vị, tức là chuỗi thời gian có tính dừng.

Kết quả kiểm tra: Nếu giả thiết H0 bị bác bỏ (p-value nhỏ hơn một ngưỡng xác định như 0.05), có thể thừa nhận rằng chuỗi thời gian không chứa đặc điểm có nghiệm đơn vị và có tính dừng.

- Nguyên tắc hoạt động của KPSS Test:

- Giả thiết (Null Hypothesis - H0): Giả sử chuỗi thời gian không có nghiệm đơn vị, tức là chuỗi thời gian có tính dừng.

- Giả thiết thay thế (Alternative Hypothesis - H1): Giả sử chuỗi thời gian có nghiệm đơn vị, tức là chuỗi thời gian không có tính dừng.

Kết quả kiểm tra: Nếu giả thiết H0 bị bác bỏ (p-value nhỏ hơn một ngưỡng xác định như 0.05), có thể thừa nhận rằng chuỗi thời gian chứa đặc điểm có nghiệm đơn vị và có tính chất không ổn định.

2.1.7.3 Mô hình AUTO ARIMA

- Mô hình ARIMA:

Mô hình ARIMA (Autoregressive Integrated Moving Average) là một mô hình dự báo chuỗi thời gian dựa trên các thành phần tự hồi quy (AR), tích hợp (I) và trung bình động (MA).

- Các thành phần của mô hình ARIMA:
 - Thành phần tự hồi quy (AR): Thành phần AR của mô hình ARIMA mô tả mối quan hệ giữa giá trị hiện tại của chuỗi thời gian với các giá trị trước đó của chuỗi thời gian.
 - Thành phần tích hợp (I): Thành phần I của mô hình ARIMA mô tả sự thay đổi trong xu hướng của chuỗi thời gian.
 - Thành phần trung bình động (MA): Thành phần MA của mô hình ARIMA mô tả sự biến động ngẫu nhiên của chuỗi thời gian.
- Công thức của mô hình ARIMA

Giả định mô hình ARIMA là ARIMA(1,1,1) thì ta có công thức sau:

$$\Delta P_t = c + \varphi_1 \Delta P_{t-1} + \theta_1 \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t \quad [1]$$

Trong đó:

P_t, P_{t-1} : Các giá trị trong chu kỳ hiện tại và chu kỳ trước đó.

$\varepsilon_{t-1}, \varepsilon_t$: các sai số cho hai chu kỳ hiện tại và trước đó

c : Hằng số cơ bản.

φ_1 : Hệ số tự hồi quy, cho biết phần nào của giá trị từ chu kỳ trước đó có ảnh hưởng lên giá trị hiện tại.

θ_1 : Hệ số ma trận trung bình di động, cho biết phần nào của sai số từ chu kỳ trước đó có ảnh hưởng lên giá trị hiện tại.

$\Delta P_t := P_t - P_{t-1}$

– Mô hình AUTO ARIMA:

Auto ARIMA là một phương pháp tự động chọn tham số của mô hình ARIMA. Mô hình này sử dụng các kỹ thuật tối ưu hóa để tìm ra bộ tham số phù hợp nhất với dữ liệu.

- Cách thức hoạt động của mô hình Auto ARIMA

Mô hình Auto ARIMA hoạt động theo các bước sau:

Bước 1: Kiểm tra tính dừng của chuỗi thời gian.

Bước 2: Xác định số bậc của thành phần I (d) dựa trên kiểm định KPSS.

Bước 3: Khởi tạo các giá trị ban đầu cho các tham số của mô hình ARIMA.

Bước 4: Sử dụng các kỹ thuật tối ưu hóa để tìm ra bộ tham số phù hợp nhất với dữ liệu.

Các bước 1 và 2 là để xác định xem chuỗi thời gian có cần phải được tích hợp hay không. Nếu chuỗi thời gian có nghiệm đơn vị, thì cần phải tích hợp chuỗi thời gian trước khi áp dụng mô hình ARIMA.

Bước 3 là để khởi tạo các giá trị ban đầu cho các tham số của mô hình ARIMA. Các giá trị ban đầu này được sử dụng làm điểm khởi đầu cho quá trình tối ưu hóa.

Bước 4 là để sử dụng các kỹ thuật tối ưu hóa để tìm ra bộ tham số phù hợp nhất với dữ liệu.

2.1.7.4 Mô hình GARCH:

Generalized AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH) là một mô hình thống kê sử dụng để dự đoán biến động trong chuỗi thời gian, đặc biệt là khi phương sai của sai số được cho là có mối quan hệ tự tương quan theo chuỗi thời gian.

GARCH giả định rằng phương sai của sai số tuân theo một quy trình trung bình di động tự hồi quy.

Mô hình GARCH được sử dụng khi phương sai của sai số không đều, mô tả biến động không đều của sai số trong mô hình thống kê. Phương sai được giả định biến đổi theo hệ thống, có điều kiện trên kích thước trung bình của sai số từ các giai đoạn trước đó, do đó có tính không đều có điều kiện. Điều này thường xuyên xuất hiện trong dữ liệu tài chính, nơi giai đoạn của biến động thay đổi theo thời gian. GARCH giúp cải thiện dự báo và quản lý rủi ro trong quyết định đầu tư và phân bổ tài sản.

$$\text{Công thức:} \quad \text{Var}(y_t | y_{t-1}) = \Omega + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 \quad [1]$$

Trong đó:

$\text{Var}(y_t | y_{t-1})$: Phương sai hôm nay dựa vào giá trị của biến số vào hôm qua.

Ω : Hằng số.

α_1 : Hệ số phần dư bình phương chu kỳ trước.

ε_{t-1}^2 : Phần dư bình phương chu kỳ trước.

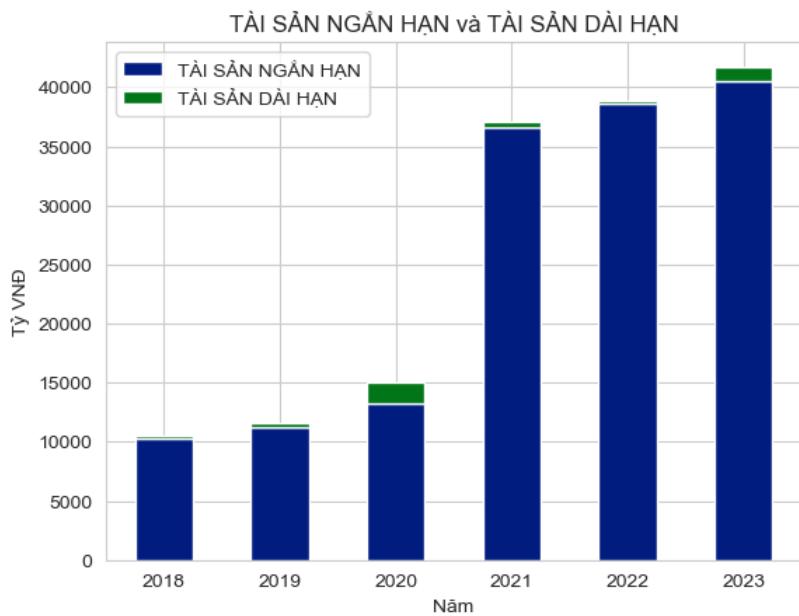
β_1 : Hệ số phương sai có điều kiện chu kỳ trước.

σ_{t-1}^2 : phương sai có điều kiện chu kỳ trước.

2.2 Thực hiện phân tích tài chính Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT:

2.2.1 Phân tích tình hình tài sản và nguồn vốn:

- Phân tích cơ cấu và biến động của tài sản:

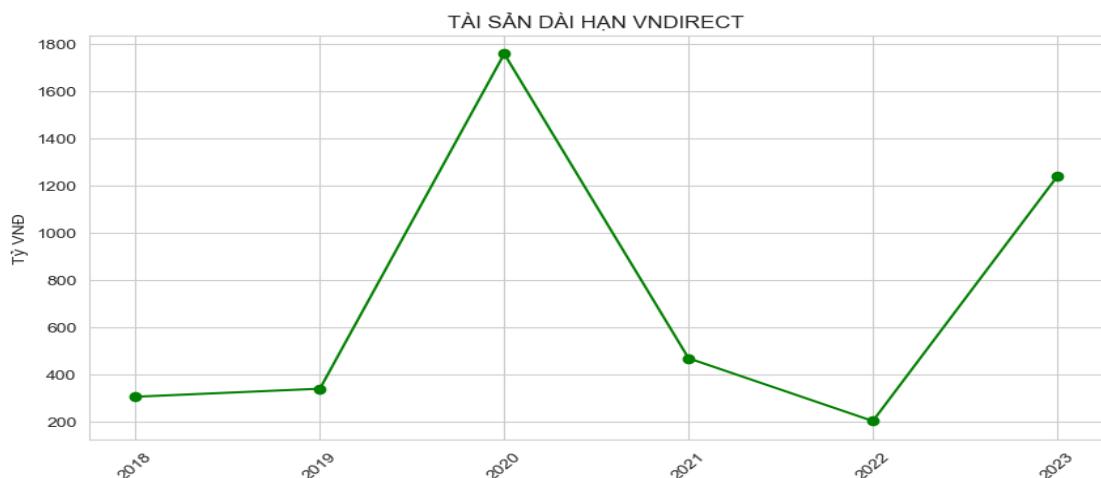


Hình 2. 1. Biểu đồ Tài Sản Ngắn Hạn và Tài Sản dài hạn của công ty VNDIRECT

2018-2023

Dựa theo biểu đồ hình 2. 1, Tài sản ngắn hạn chiếm một phần lớn trong tổng tài sản của công ty, điều này có thể là dấu hiệu của một công ty chứng khoán đang hoạt động sôi động và cần duy trì một mức độ thanh khoản cao để hỗ trợ các giao dịch và hoạt động môi giới.

Tài sản ngắn hạn của VNDIRECT đã tăng trưởng đáng kể từ năm 2018 đến 2023. Sự tăng trưởng mạnh mẽ đặc biệt được nhận thấy từ năm 2020 đến 2021, gần gấp ba lần, cho thấy công ty có thể đã tăng cường hoạt động kinh doanh, mở rộng quy mô hoặc tăng cường khả năng thanh khoản.

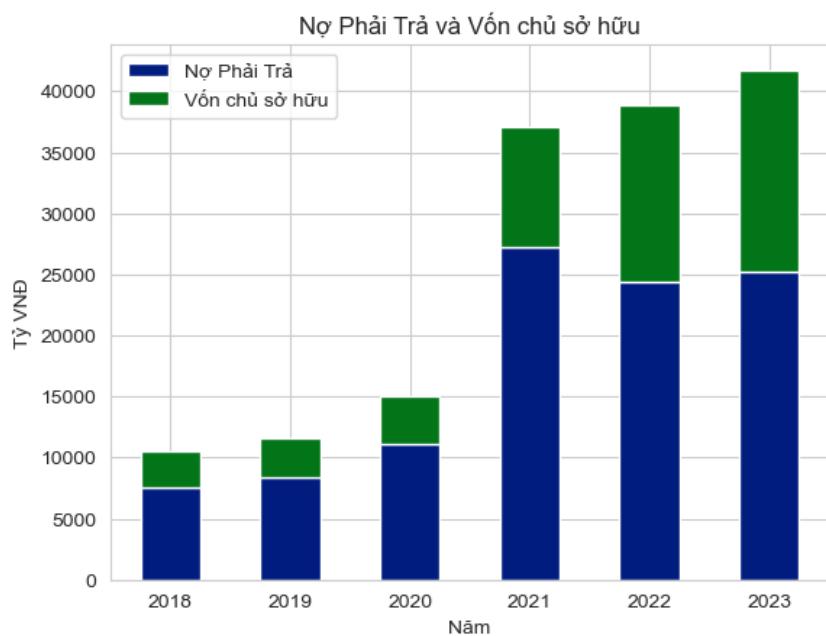


Hình 2. 2. Tài sản dài hạn VNDIRECT 2018-2023

Tài sản dài hạn có sự biến động đáng chú ý trong giai đoạn này. Có một sự tăng vọt vào năm 2020, sau đó giảm mạnh vào năm 2021 và 2022, và lại tăng trở lại vào năm 2023. Điều này có thể phản ánh các quyết định đầu tư cụ thể, mua bán tài sản cố định, hoặc thay đổi trong chiến lược đầu tư dài hạn của công ty.

Cơ cấu tài sản của VNDIRECT cho thấy sự chuyển dịch mạnh mẽ về tài sản ngắn hạn, có thể do nhu cầu tài chính ngắn hạn và cơ hội đầu tư linh hoạt. Tài sản dài hạn, mặc dù có sự biến động, nhưng vẫn duy trì một phần của tổng tài sản, phản ánh sự cân nhắc giữa việc duy trì tài sản lâu dài và khả năng phản ứng nhanh với thị trường.

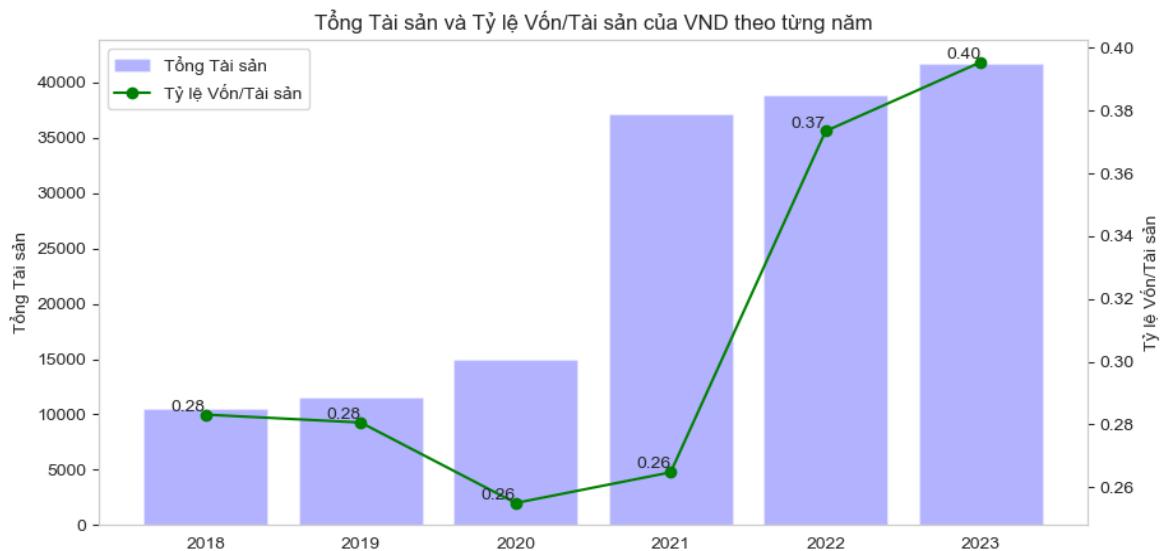
– Phân tích cơ cấu và biến động của nguồn vốn:



Hình 2. 3. Nợ phải trả và vốn chủ sở hữu VNDIRECT 2018-2023

Dựa theo biểu đồ hình 2. 3, Nợ phải trả của VNDIRECT đã tăng đáng kể từ năm 2018 đến 2020 và có sự tăng vọt trong năm 2021. Điều này có thể phản ánh việc công ty tăng cường vay mượn để mở rộng hoạt động kinh doanh hoặc đầu tư vào các dự án mới. Tuy nhiên, sau đó nợ phải trả giảm nhẹ trong năm 2022 và ổn định vào năm 2023, cho thấy công ty có thể đã bắt đầu quá trình tái cấu trúc nợ hoặc cải thiện khả năng thanh toán.

Vốn chủ sở hữu của công ty chứng khoán VNDIRECT cũng cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ, đặc biệt là từ năm 2020 đến 2021, khi vốn chủ sở hữu tăng gần gấp ba lần. Sự tăng trưởng này có thể do việc phát hành thêm cổ phiếu, tăng vốn điều lệ, hoặc lợi nhuận được giữ lại từ các năm trước. Sự tăng trưởng liên tục trong năm 2022 và 2023 cho thấy công ty có sức khỏe tài chính tốt và khả năng tạo ra giá trị cho cổ đông.



Hình 2. 4. Tổng tài sản và tỷ lệ Vốn/Tài sản của VND 2018-2023

Sự tăng trưởng của vốn chủ sở hữu so với nợ phải trả cùng với tăng trưởng tỷ lệ Vốn/Tài sản cho thấy VNDIRECT có thể đang tập trung vào việc tăng cường vị thế tài chính và giảm phụ thuộc vào nợ vay. Điều này có thể là dấu hiệu của một chiến lược tài chính bền vững và khả năng sinh lời tốt trong dài hạn. Nhìn chung, VNDIRECT đã có sự phát triển tích cực trong giai đoạn từ năm 2018 đến 2023.

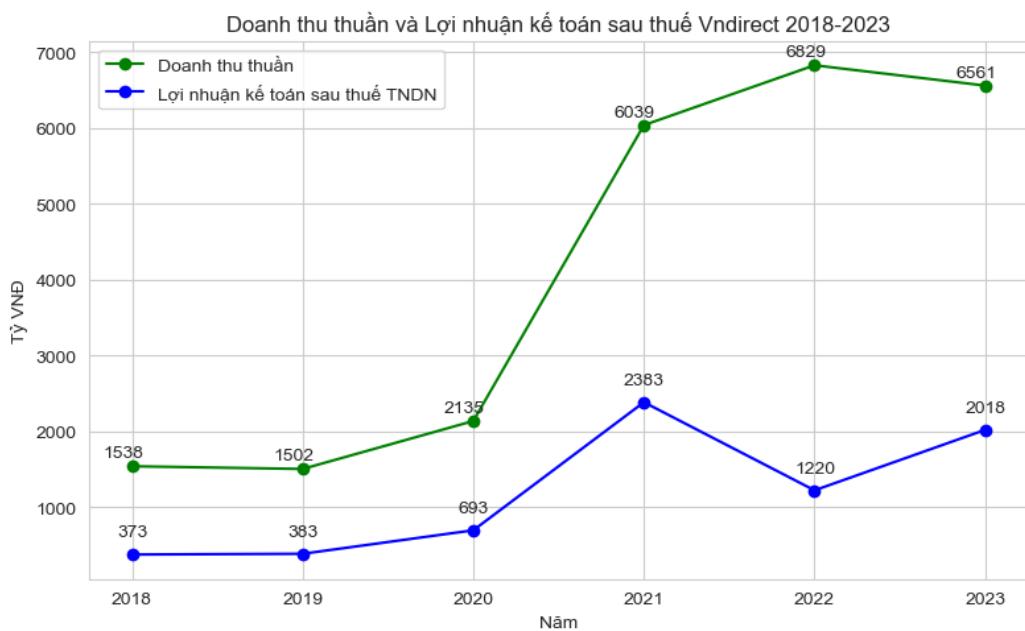
2.2.2 Phân tích tình hình doanh thu, chi phí và lợi nhuận:

Trong phân tích tình hình doanh thu, chi phí và lợi nhuận của công ty chứng khoán VNDIRECT, mục tiêu chính là tìm hiểu các yếu tố quyết định sự biến động của doanh thu và lợi nhuận trong thời gian gần đây. Điều này bao gồm việc phân tích mối liên quan giữa doanh thu và lợi nhuận, cũng như xác định tỷ lệ tăng trưởng của cả hai trong một khoảng thời gian nhất định.

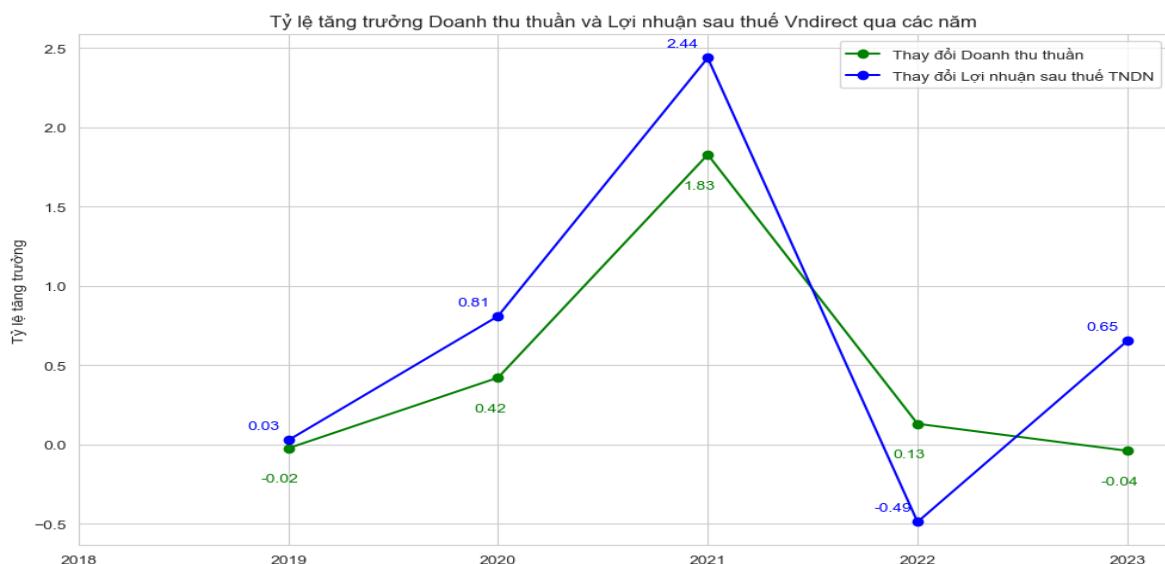
Trước hết, chúng ta sẽ tập trung vào mối quan hệ giữa doanh thu và lợi nhuận. Hiểu rõ cách mà các yếu tố ảnh hưởng đến doanh thu có thể góp phần vào việc hiểu rõ hơn về lợi nhuận của công ty.

Ngoài ra, việc xác định tỷ lệ tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận trong một khoảng thời gian nhất định cũng rất quan trọng. Điều này giúp chúng ta đánh giá hiệu suất tài chính của công ty theo thời gian.

Để đạt được mục tiêu trên, ta sẽ phân tích sâu thông qua các biểu đồ trực quan và trước hết các biểu đồ mô tả doanh thu và lợi nhuận.



Hình 2. 5. Doanh thu thuần và Lợi nhuận sau thuế VNDIRECT 2018-2023



Hình 2. 6. Tỷ lệ tăng trưởng Doanh thu thuần và Lợi nhuận sau thuế VNDIRECT 2019-2023

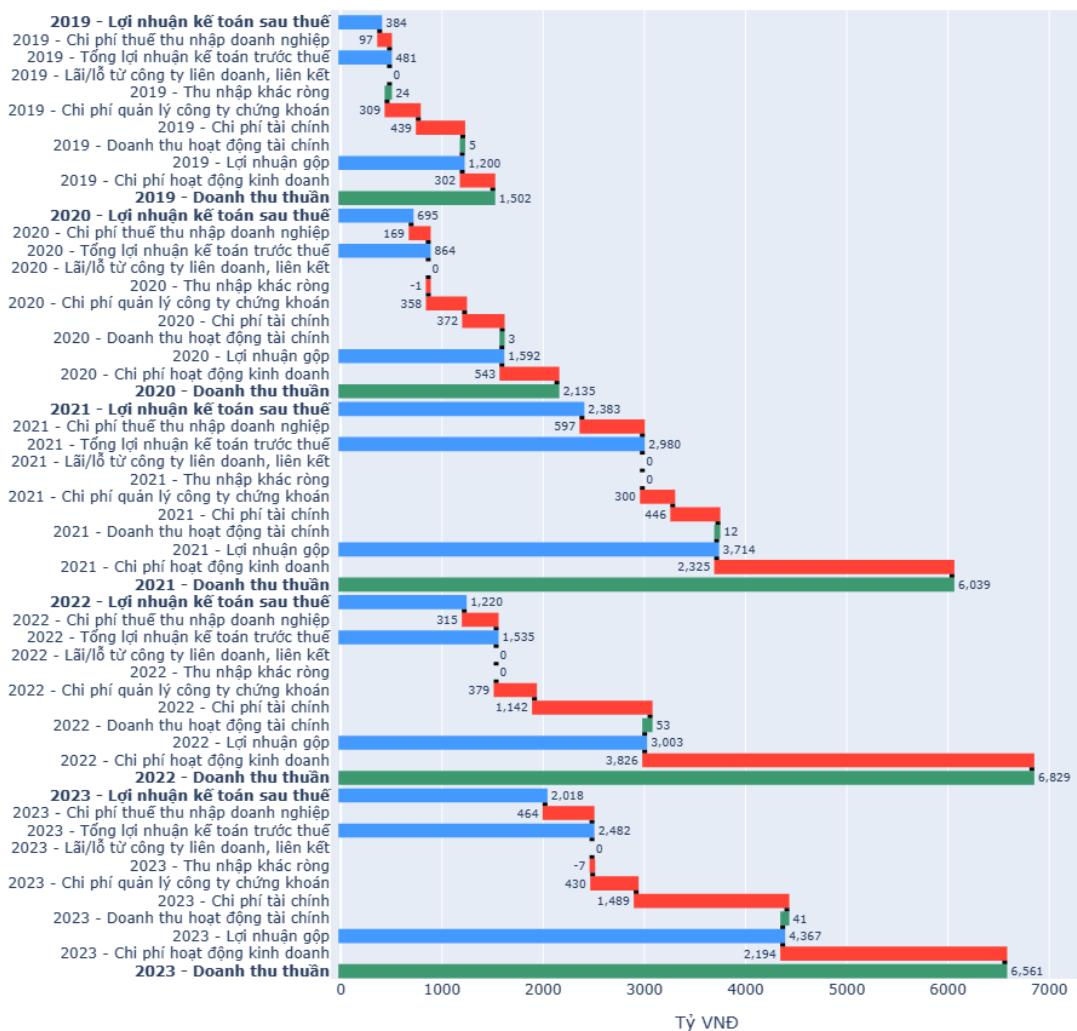
Ta có thể thấy, doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng một cách đáng kể ở năm 2020-2021 trong giai đoạn dịch Covid-19. Đây có thể là kết quả của việc mở rộng thị trường, đưa ra các sản phẩm/dịch vụ mới để đáp ứng nhu cầu của khách hàng trong thời kỳ khó khăn hoặc là do phản ứng của thị trường đối với đại dịch. Mặc dù đại dịch gây ra nhiều khó khăn cho nền kinh tế, nhưng nó cũng thúc đẩy nhiều nhà đầu tư cá nhân và tổ chức tìm kiếm cơ hội đầu tư trên thị trường chứng khoán như một kênh đầu tư an toàn hơn so với các lựa chọn khác. Đồng thời với việc triển khai vắc-xin COVID-19 và kỳ vọng vào

sự phục hồi của nền kinh tế, nhiều nhà đầu tư đã tích cực tham gia thị trường với hy vọng đạt được lợi nhuận khi tình hình cải thiện.

Tiếp theo, chúng ta sẽ đi sâu vào phân tích doanh thu, chi phí và lợi nhuận của VNDIRECT, nhấn mạnh vào những yếu tố nào có thể làm tăng hoặc giảm lợi nhuận, doanh thu, và chi phí của công ty. Điều này sẽ đặt nền tảng cho việc hiểu rõ hơn về các yếu tố ảnh hưởng đến biến động của lợi nhuận.

Doanh thu năm 2022 tăng nhẹ nhưng lợi nhuận lại giảm mạnh, điều này có thể được giải thích sự tăng mạnh về chi phí hoạt động và chi phí tài chính của VNDIRECT năm 2022 qua biểu đồ thác nước (Water-fall) dưới đây.

Waterfall Revenue/Net-Income Vndirect 2019-2023



Hình 2. 7. Biểu đồ thác nước (Water-Fall) về cơ cấu doanh thu thuần tới lợi nhuận sau thuế VNDIRECT 2028-2023

Biểu đồ waterfall được sử dụng để biểu diễn sự thay đổi dần dần của một giá trị trong một khoảng thời gian cụ thể. Trong trường hợp này, biểu đồ waterfall được sử dụng để phân tích và so sánh các yếu tố ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận của công ty chứng khoán VNDIRECT trong giai đoạn từ năm 2019 đến 2023.

Mục đích của việc vẽ biểu đồ waterfall là để minh họa cách mỗi yếu tố cụ thể, như doanh thu thuần, chi phí hoạt động kinh doanh, lợi nhuận gộp, và các yếu tố khác, ảnh hưởng đến tổng lợi nhuận của công ty. Thông qua biểu đồ, chúng ta có thể dễ dàng nhận biết được các yếu tố nào đóng vai trò đồng biến (tăng giá trị) và các yếu tố nào đóng vai trò nghịch biến (giảm giá trị) đối với lợi nhuận của công ty. Trong biểu đồ trên thì các

giá trị doanh thu sẽ đóng vai trò đồng biến và các giá trị chi phí sẽ đóng vai trò nghịch biến. Với biểu đồ waterfall, chúng ta có thể thấy rõ sự biến động của các thành phần trong doanh thu và lợi nhuận của công ty từ năm này sang năm khác, giúp hiểu rõ hơn về các nguồn gốc của sự thay đổi này và đưa ra các chiến lược tối ưu hóa trong tương lai.

Ta có thể thấy, chi phí hoạt động kinh doanh chiếm phần lớn tổng chi phí và biến động mạnh theo doanh thu thuần. Ngược lại, chi phí quản lý công ty chứng khoán chiếm phần nhỏ và ổn định theo nhiều năm mặc dù có sự phát triển doanh thu, lợi nhuận. Lợi nhuận 2022 giảm mạnh so với 2021 là vì sự tăng mạnh chi phí hoạt động kinh doanh và chi phí tài chính, điều đó giải thích tại sao tăng doanh thu nhưng lợi nhuận lại giảm.

Điều quan trọng tiếp theo là đi sâu vào các nhân tố của doanh thu và chi phí, nhằm xác định rõ hơn cách chúng ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty. Bằng cách này, chúng ta có thể xác định được các chiến lược tối ưu hóa hiệu quả về mặt tài chính để tăng cường lợi nhuận.

Ta có thể làm rõ các tác nhân làm cho chi phí giảm thông qua cơ cấu 2 loại chi phí dưới đây được trích từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

Bảng 2. 1. Bảng cơ cấu chi phí hoạt động VNDIRECT 2018-2023

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
2.1. Lỗ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lỗ (FVTPL)	382	99	290	1092	2641	1496
2.2. Lỗ các khoản đầu tư năm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	0	0	0	0	0	0
2.3. Chi phí lãi vay, lỗ từ các khoản cho vay và phải thu	0	0	0	0	0	0
2.4 Lỗ bán các tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	0	0	0	0	0	0
2.5. Lỗ từ các tài sản tài chính phái sinh phòng ngừa rủi ro	0	0	0	0	0	0
2.6. Chi phí hoạt động tự doanh	0	0	0	26	19	34
2.7. Chi phí môi giới chứng khoán	216	155	194	890	714	615
2.8. Chi phí hoạt động bảo lãnh, đại lý phát hành chứng khoán	0	0	0	27	15	8
2.9. Chi phí tư vấn	0	0	0	15	21	26
2.10. Chi phí hoạt động đấu giá, ủy thác	0	0	0	0	0	0
2.11. Chi phí lưu ký chứng khoán	15	14	16	19	26	29
2.12. Chi phí khác	-4	0	24	181	301	75
Tổng chi phí hoạt động	610	302	543	2325	3826	2194

Bảng 2. 2. Bảng cơ cấu chi phí tài chính VNDIRECT 2018-2023

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
4.1. Chênh lệch lỗ tỷ giá hối đoái đã và chưa thực hiện	0	3	3	32	139	3
4.2. Chi phí lãi vay	287	436	369	414	959	1444
4.3. Lỗ bán, thanh lý các khoản đầu tư vào công ty con, liên kết, liên doanh	-5	0	0	0	0	0
4.4. Chi phí đầu tư khác	0	0	0	0	43	41
Tổng chi phí tài chính	281	439	372	446	1142	1489

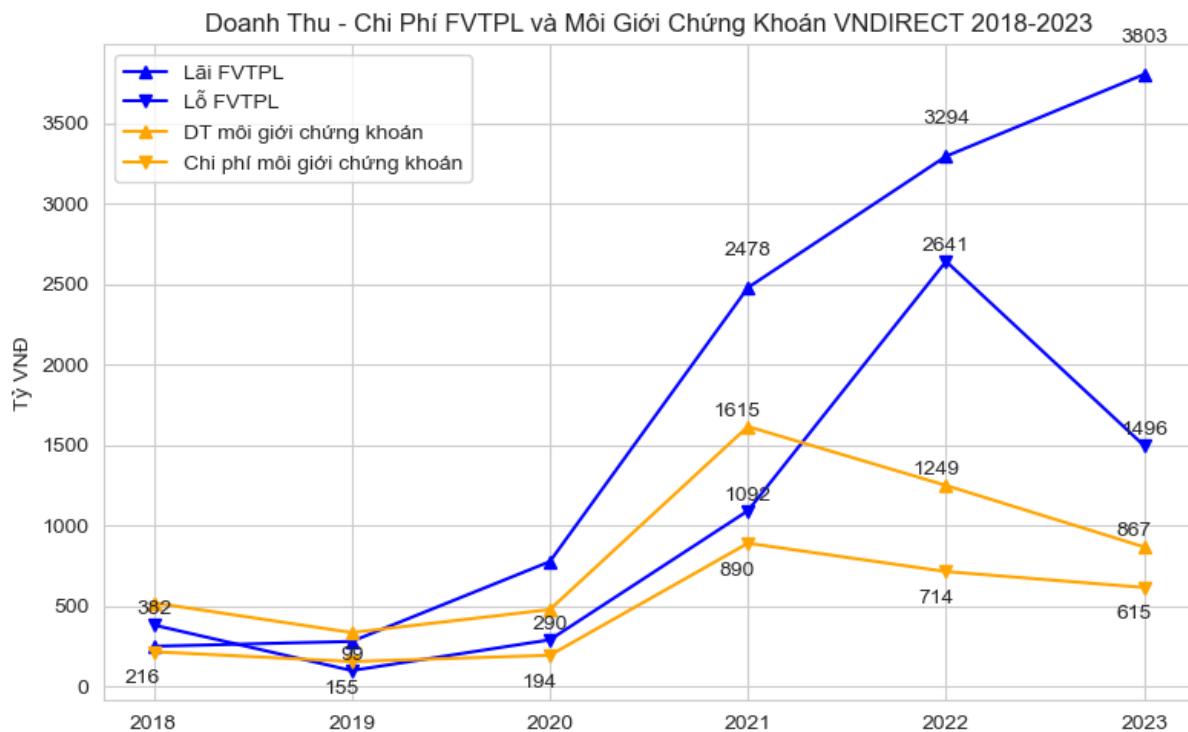
Trong bảng cơ cấu chi phí tài chính 2.2, Chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng gần như hoàn toàn (trên 80%) của tổng chi phí tài chính. Chi phí này tăng từ 287 tỷ VND vào năm 2018 lên 436 tỷ VND vào năm 2019, sau đó giảm xuống 369 tỷ VND vào năm 2020. Tuy nhiên, từ năm 2021 trở đi, chi phí này tăng mạnh, đạt đỉnh ở 1444 tỷ VND vào năm 2023. Điều này có thể do công ty đã vay nhiều hơn hoặc lãi suất tăng.

Công ty chứng khoán thường mượn vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của mình, bao gồm việc mua chứng khoán để bán lại cho khách hàng hoặc để giữ trong danh mục đầu tư của mình. Nếu công ty mở rộng hoạt động kinh doanh của mình hoặc tăng cường hoạt động môi giới, họ có thể cần vay thêm vốn, dẫn đến tăng chi phí lãi vay. Việc tăng chi phí lãi vay cũng có thể do việc tăng lãi suất. Nếu lãi suất tăng, chi phí lãi vay cũng sẽ tăng. Điều này có thể xảy ra do biến động của thị trường tài chính hoặc do chính sách của ngân hàng trung ương.

Theo bảng 2.1, “Lỗ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lỗ (FVTPL)” và “Chi phí môi giới chứng khoán” chiếm phần lớn tổng chi phí hoạt động. Chi phí hoạt động VNDIRECT là 2325 tỷ đồng ở năm 2021, nhưng chi phí lên tới 3826 tỷ đồng ở năm 2022 tăng đến gần 1500 tỷ so với 2021. Tương tự trước đó chi phí 2021 tăng đến gần 1800 tỷ so với năm 2020.

Ta có thể lý giải tăng như vậy là lỗ FVTPL cùng với chi phí môi giới tăng mạnh gấp hơn 3 lần ở năm 2021 và lỗ FVTPL năm 2022 tăng gấp 2 lần so năm 2021. Lỗ FVTPL tăng có thể do biến động của thị trường chứng khoán. Khi giá cổ phiếu thay đổi, giá trị hợp lý của các tài sản tài chính (được ghi nhận thông qua lỗ) cũng thay đổi. Nếu giá cổ phiếu giảm, công ty có thể ghi nhận lỗ. Nếu công ty tăng cường hoạt động môi giới của

mình, chi phí liên quan đến hoạt động này cũng sẽ tăng. Điều này có thể bao gồm chi phí nhân viên, chi phí hỗ trợ khách hàng, và chi phí giao dịch.



Hình 2. 8. Các chi phí chính của chi phí hoạt động đối chiếu với doanh thu của hoạt động đó (VNDIRECT 2018-2023).

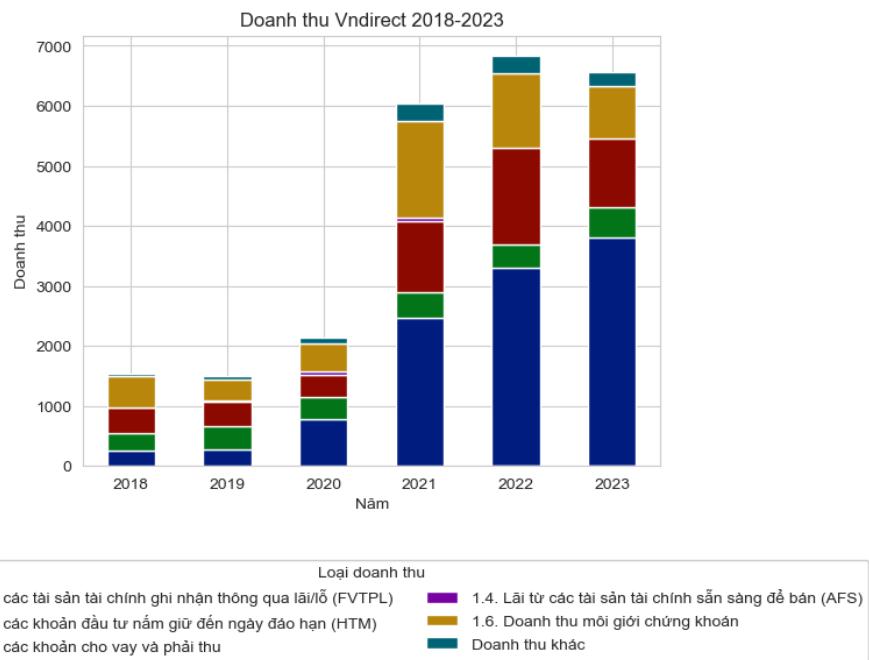
Hình 2.8 là biểu đồ đường liền của lãi/lỗ FVTPL với doanh thu và chi phí môi giới chứng khoán. Các giá trị hiện trên mỗi điểm giá trị của ba năm 2018-2020 là số liệu của 2 loại chi phí, còn từ 2021-2023 hiển thị toàn bộ các số liệu của 4 đường liền. Qua biểu đồ trên ta có nhận xét như sau:

- Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL): Lãi từ FVTPL tăng đáng kể qua các năm, với một bước nhảy vọt từ 776 tỷ VND vào năm 2020 lên đến 2478 tỷ VND vào năm 2021. Điều này có thể do giá trị hợp lý của các tài sản tài chính tăng lên, hoặc do công ty đã thực hiện được nhiều giao dịch thành công hơn.
- Doanh thu môi giới chứng khoán: Doanh thu môi giới chứng khoán đạt đỉnh vào năm 2021 với 1615 tỷ VND nhưng giảm xuống còn 867 tỷ VND vào năm 2023. Điều này có thể do số lượng giao dịch môi giới giảm, hoặc do mức phí môi giới bị giảm.

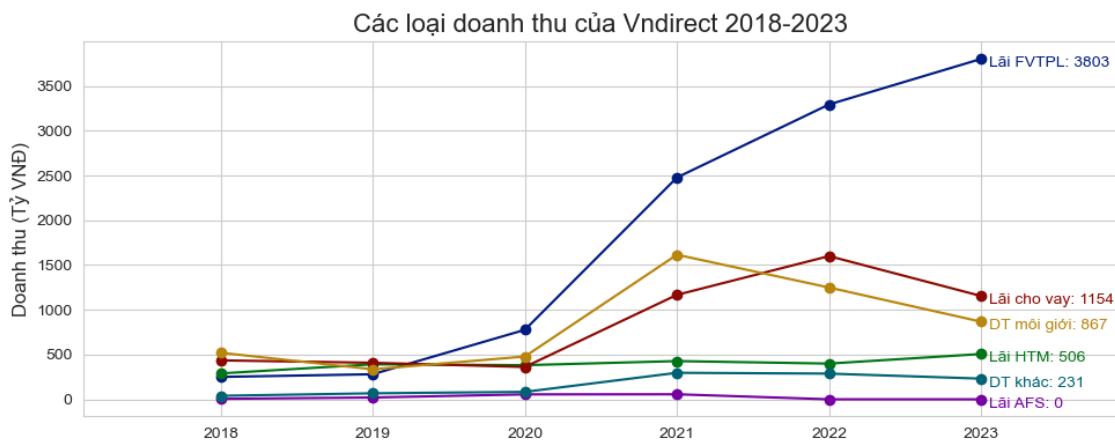
- Lỗ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lỗ (FVTPL): Lỗ FVTPL cũng tăng đáng kể, đặc biệt là giữa năm 2020 và 2022. Điều này có thể do giá trị hợp lý của các tài sản tài chính giảm, hoặc do công ty đã thực hiện nhiều giao dịch không thành công.
- Chi phí môi giới chứng khoán: Chi phí môi giới chứng khoán tăng lên cho đến khi đạt đỉnh vào năm 2021 với 890 tỷ VND, sau đó bắt đầu giảm. Điều này có thể do công ty đã giảm số lượng giao dịch môi giới, hoặc do đã tối ưu hóa quy trình để giảm chi phí.
- Khoảng cách giữa lãi và lỗ FVTPL đã thay đổi đáng kể qua các năm. Đặc biệt, vào năm 2018, lỗ FVTPL (382 tỷ VND) lớn hơn lãi FVTPL (250 tỷ VND), tạo ra một khoảng lỗ. Tuy nhiên, vào năm 2021, lãi FVTPL tăng mạnh lên 2478 tỷ VND trong khi lỗ FVTPL chỉ tăng lên 1092 tỷ VND, làm tăng khoảng lãi. Vào năm 2022, cả lãi và lỗ FVTPL đều tăng, nhưng lỗ tăng nhanh hơn, làm giảm khoảng lãi. Cuối cùng, vào năm 2023, lãi FVTPL tăng lên 3803 tỷ VND trong khi lỗ FVTPL giảm xuống 1496 tỷ VND, làm tăng khoảng lãi.
- Khoảng cách giữ doanh thu và chi phí môi giới chứng khoán ổn định hơn so với lãi/lỗ FVTPLnhưng mà dường như cũng có thay đổi nhất định qua các năm. Đặc biệt, vào năm 2021, doanh thu môi giới tăng mạnh lên 1615 tỷ VND trong khi chi phí môi giới chỉ tăng lên 890 tỷ VND, làm tăng khoảng lãi. Tuy nhiên, vào năm 2022 với năm 2023, cả doanh thu và chi phí môi giới đều giảm, nhưng doanh thu giảm nhanh hơn, làm giảm khoảng lãi.

Cuối cùng, ta sẽ phân tích tổng quan về chuyển động của doanh thu và các thành phần doanh thu theo thời gian. Việc này sẽ giúp chúng ta hiểu rõ hơn về xu hướng và biến động của doanh thu của công ty qua các giai đoạn khác nhau.

Để làm rõ hơn ngoài 2 doanh thu tương ứng với 2 chi phí quan trọng trên thì VN DIRECT còn có các loại doanh thu nào quan trọng nào khác. Để làm đánh giá được điều đó, ta có thể nhận định qua 2 biểu đồ cơ cấu doanh thu dưới đây.



Hình 2. 9. Thành phần doanh thu VNDIRECT 2018-2023



Hình 2. 10. Biến động từng loại doanh thu VNDIRECT 2018-2023

Qua hình 2.9 và hình 2.10, ta có thể thấy:

- Cơ cấu doanh thu của VNDIRECT cho thấy sự tập trung vào doanh thu hoạt động môi giới, dịch vụ tài chính như cho vay, phải thu cùng với lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận qua lãi/lỗ (FVTPL) và lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM). Lãi HTM ổn định theo từng năm trong khi 3 khoản lãi chính kia biến động một cách đáng kể.
- Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) có sự tăng trưởng vượt bậc như đã đề cập ở hình 2.8. Sự tăng trưởng lãi/lỗ (FVTPL) có thể phản ánh

việc công ty đã đạt được lợi nhuận cao từ việc giao dịch và định giá lại các tài sản tài chính trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động.

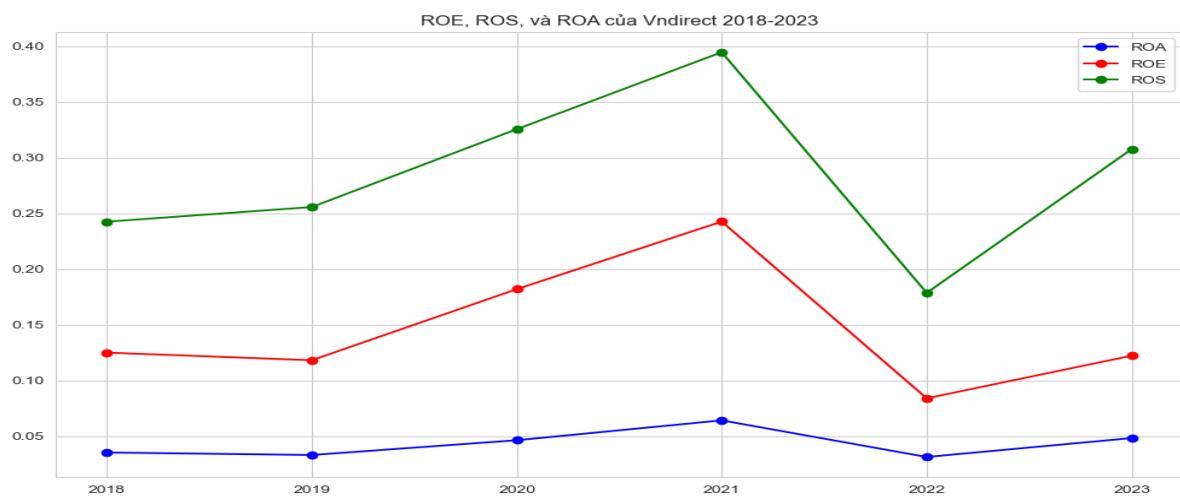
- Lãi từ các khoản đầu tư năm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) duy trì ở mức ổn định từ năm 2018 đến 2023, với sự tăng nhẹ từ 289 tỷ VND lên 506 tỷ VND. Điều này cho thấy công ty có một chiến lược đầu tư dài hạn và ổn định.
- Lãi từ các khoản cho vay và phải thu tăng từ 361 tỷ VND năm 2020 lên 1167 tỷ VND năm 2021, sau đó giảm xuống 1154 tỷ VND vào năm 2023. Sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021 có thể là do sự mở rộng hoạt động cho vay margin và tăng cường dịch vụ tài chính cho khách hàng.
- Doanh thu môi giới chứng khoán như đã cập ở hình 2.8 tăng đột biến từ 478 tỷ VND năm 2020 lên 1615 tỷ VND năm 2021, nhưng sau đó giảm dần xuống 867 tỷ VND vào năm 2023. Sự tăng trưởng trong năm 2021 có thể phản ánh sự sôi động của thị trường chứng khoán và sự tăng cường hoạt động môi giới trong giai đoạn đó.
- Doanh thu khác biến động nhưng không đáng kể so với các nguồn doanh thu khác, cho thấy sự đa dạng hóa nguồn doanh thu của công ty nhưng không phải là nguồn chính.

Cơ cấu doanh thu của VNDIRECT cho thấy sự tập trung vào hoạt động môi giới và dịch vụ tài chính, với sự tăng trưởng mạnh mẽ từ các hoạt động đầu tư và giao dịch tài chính. Sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu qua các năm cho thấy công ty đã thích ứng với các điều kiện thị trường và nắm bắt cơ hội để tối ưu hóa lợi nhuận. Điều này cũng phản ánh sự linh hoạt và khả năng định hình lại chiến lược kinh doanh để đáp ứng với sự biến động của thị trường và nhu cầu của khách hàng.

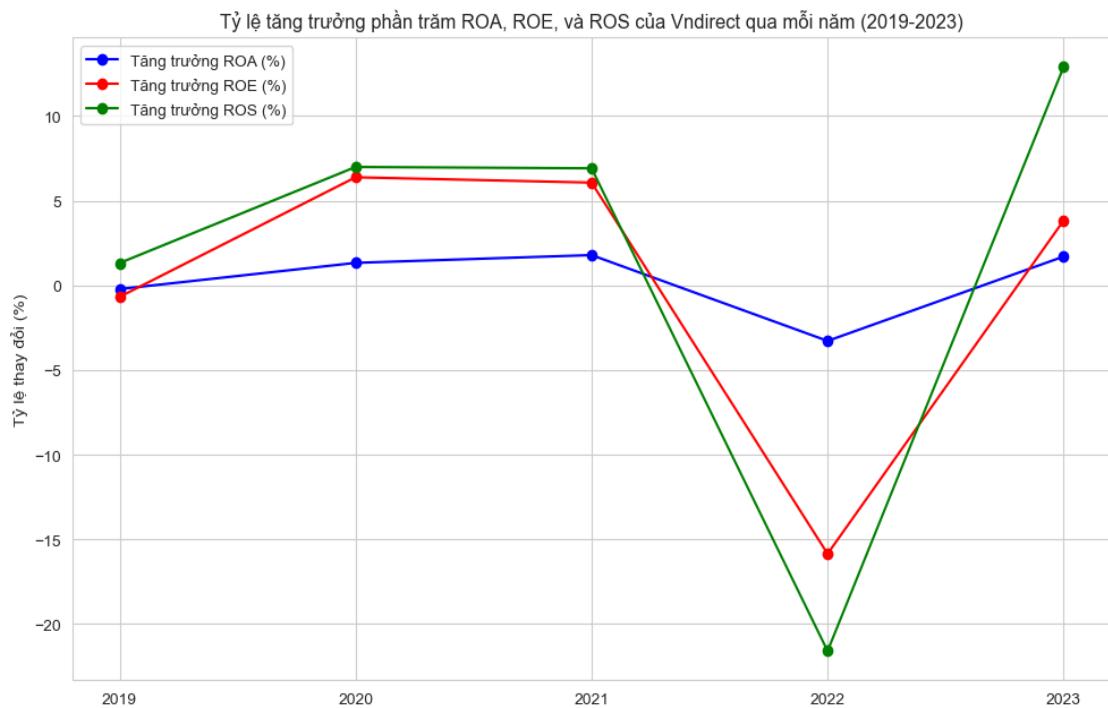
2.2.3 Phân tích chỉ số tài chính:

Bảng 2. 3. Bảng chỉ số ROA, ROE, ROS và tỷ lệ tăng trưởng năm của chúng
(VNDIRECT 2018-2023)

Chỉ tiêu	2018	2019	Chênh lệch 2019 với 2018	2020	Chênh lệch 2020 với 2019	2021	Chênh lệch 2021 với 2020	2022	Chênh lệch 2022 với 2021	2023	Chênh lệch 2023 với 2022
ROA	0.04	0.03	-0.22%	0.05	1.32%	0.06	1.78%	0.03	-3.29%	0.05	1.70%
ROE	0.13	0.12	-0.69%	0.18	6.38%	0.24	6.06%	0.08	-15.86%	0.12	3.82%
ROS	0.24	0.26	1.31%	0.33	6.99%	0.39	6.91%	0.18	-21.60%	0.31	12.89%



Hình 2. 11. Biểu đồ ROE, ROS và ROA của VNDIRECT qua thời gian 2018-2023



Hình 2. 12. Tỷ lệ phần trăm tăng trưởng ROA, ROE, ROS của VNDIRECT qua từng năm 2019-2023

– ROA (Return on Assets):

- ROA của VNDIRECT trong giai đoạn này dao động từ 0.03 đến 0.06, với mức cao nhất đạt được vào năm 2021.
- Tỷ lệ tăng trưởng ROA phản ánh sự biến động lớn, với sự giảm đột ngột vào năm 2022 và sự tăng trở lại mạnh mẽ vào năm 2023.

- Sự biến động của ROA có thể phản ánh sự biến động trong hiệu suất kinh doanh và quản lý tài sản của công ty. Sự giảm đột ngột trong năm 2022 có thể đề xuất một số vấn đề hoặc thách thức mà công ty phải đối mặt trong năm đó.
 - ROE (Return on Equity):
 - ROE của VNDIRECT tăng từ 0.12 vào năm 2019 lên 0.24 vào năm 2021 trước khi giảm xuống 0.12 vào năm 2023.
 - Tỷ lệ tăng trưởng ROE cho thấy sự biến động lớn, với mức tăng mạnh vào năm 2020 và 2021, sau đó là sự giảm mạnh vào năm 2022 và tăng trở lại vào năm 2023.
 - Sự biến động của ROE có thể phản ánh sự biến động trong lợi nhuận hoặc trong việc tạo ra giá trị cho cổ đông. Sự giảm đột ngột vào năm 2022 có thể đề xuất rằng công ty đã gặp phải một số vấn đề hoặc thách thức trong năm đó.
 - ROS (Return on Sales):
 - ROS của VNDIRECT tăng từ 0.26 vào năm 2019 lên 0.39 vào năm 2021 trước khi giảm xuống 0.31 vào năm 2023.
 - Tỷ lệ tăng trưởng ROS cũng có biến động lớn, với mức tăng mạnh vào năm 2020 và 2021, sau đó là sự giảm mạnh vào năm 2022 và tăng trở lại vào năm 2023.
 - Sự biến động của ROS có thể phản ánh sự biến động trong lợi nhuận gộp hoặc trong chi phí hoạt động của công ty. Sự giảm đột ngột vào năm 2022 có thể là kết quả của một số vấn đề hoặc thách thức trong hoạt động kinh doanh của công ty trong năm đó.

Tổng quan, dữ liệu trên cho thấy sự biến động đáng kể trong hiệu suất tài chính của công ty chứng khoán VNDIRECT trong giai đoạn năm 2019-2023.

2.3 Áp dụng các phương pháp định giá cho Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT:

2.3.1 Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu - FCFE:

Dưới đây là từng bước định giá chiết khấu dòng tiền FCFE cho mã cổ phiếu VNDIRECT:

Bước 1: Thu thập các dữ liệu và tính toán “FCFE”:

- Tính toán “Lợi nhuận kế toán sau thuế” (NI – Net Income):

Bảng 2. 4. Lợi nhuận sau thuế VNDIRECT 2018-2023.

	Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	1538.00	1502.00	2135.00	6039.00	6829.00	6561.00	
Tăng trưởng doanh thu thuần	NaN	-0.02	0.42	1.83	0.13	-0.04	
Chi phí hoạt động kinh doanh	610.00	302.00	543.00	2325.00	3826.00	2194.00	
% Chi phí hoạt động / Doanh thu thuần	0.40	0.20	0.25	0.38	0.56	0.33	
Lợi nhuận gộp	928.00	1200.00	1592.00	3714.00	3003.00	4367.00	
Doanh thu hoạt động tài chính	95.00	5.00	3.00	12.00	53.00	41.00	
% Doanh thu hoạt động tài chính / Doanh thu thuần	0.06	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	
Chi phí tài chính	281.00	439.00	372.00	446.00	1142.00	1489.00	
% Chi phí tài chính / Doanh thu thuần	0.18	0.29	0.17	0.07	0.17	0.23	
Chi phí quản lý công ty chứng khoán	305.00	309.00	358.00	300.00	379.00	430.00	
% Chi phí quản lý / Doanh thu thuần	0.20	0.21	0.17	0.05	0.06	0.07	
Thu nhập khác ròng	1.00	24.00	-1.00	0.00	0.00	-7.00	
% Thu nhập khác ròng / Doanh thu thuần	0.00	0.02	-0.00	0.00	0.00	-0.00	
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
% Lãi/lỗ từ công ty liên doanh / Doanh thu thuần	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	438.00	481.00	864.00	2980.00	1535.00	2482.00	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	65.00	97.00	169.00	597.00	315.00	464.00	
% Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp / lợi nhuận trước thuế	0.15	0.20	0.20	0.20	0.21	0.19	
Lợi nhuận kế toán sau thuế	373.00	384.00	695.00	2383.00	1220.00	2018.00	

Dữ liệu cung cấp cái nhìn tổng quan về cấu trúc tài chính và hiệu suất kinh doanh của công ty chứng khoán VNDIRECT qua các năm. Các tỷ lệ phần trăm so với doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế cung cấp thông tin quan trọng về mức độ hiệu quả của hoạt động kinh doanh và quản lý chi phí.

So với doanh thu hoạt động kinh doanh (Doanh thu thuần) thì doanh thu hoạt động tài chính với thu nhập khác thấp hơn nhiều. Doanh thu tài chính trong 2018-2023 chỉ có giá trị lớn nhất bằng 6% doanh thu thuần mà thôi. Còn thu nhập khác cũng có giá trị nhỏ so với doanh thu thuần, thậm chí mang giá trị âm (khoản lỗ) ở vài năm như 2020 và 2023.

Tỷ lệ % Chi phí hoạt động / Doanh thu thuần thường cho thấy mức độ hiệu quả của hoạt động kinh doanh. Mức độ này thường tăng khi chi phí hoạt động tăng nhanh hơn so với doanh thu, có thể là do tăng chi phí vận hành, chi phí nhân công, hoặc chi phí liên quan đến mở rộng kinh doanh. Trong trường hợp này, tỷ lệ này tăng từ năm 2018 đến

2022, chỉ giảm nhẹ vào năm 2023, có thể cho thấy một mức độ chi phí hoạt động tương đối cao so với doanh thu.

% Chi phí tài chính / Doanh thu thuần thường phản ánh cơ cấu vốn và chiến lược tài chính của công ty. Sự biến động của tỷ lệ này có thể phản ánh sự thay đổi trong cách quản lý và sử dụng vốn của công ty. Trong trường hợp này, tỷ lệ này tăng mạnh từ năm 2018 đến 2019, sau đó giảm đáng kể vào năm 2020, và có sự biến động nhẹ từ năm 2020 đến 2023. Điều này có thể cho thấy một sự điều chỉnh trong chiến lược tài chính của công ty sau một giai đoạn gia tăng nợ vay hoặc chi phí tài chính.

- Tính “Tăng/Giảm vốn lưu động” (ΔNOWC):

$$\text{Tăng/Giảm vốn lưu động} = \text{Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn} - \text{Tăng/Giảm nợ ngắn hạn}$$

$$\text{Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn} = \text{Tài sản ngắn hạn}_n - \text{Tài sản ngắn hạn}_{n-1}$$

$$\text{Tăng/Giảm nợ ngắn hạn} = \text{Nợ ngắn hạn}_n - \text{Nợ ngắn hạn}_{n-1}$$

Bảng 2. 5. Thay đổi vốn lưu động (ΔNOWC) của VNDIRECT 2019-2023.

Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tài sản ngắn hạn	10231.00	11239.00	13219.00	36628.00	38670.00	40505.00
Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn	NaN	1008.00	1980.00	23409.00	2042.00	1835.00
Nợ ngắn hạn	7050.00	7923.00	11040.00	26361.00	23529.00	24741.00
Tăng/Giảm nợ ngắn hạn	NaN	873.00	3117.00	15321.00	-2832.00	1212.00
Tăng/Giảm vốn lưu động	NaN	135.00	-1137.00	8088.00	4874.00	623.00

Tài sản ngắn hạn của công ty đã tăng từ năm 2018 đến năm 2023, với sự gia tăng đáng kể trong giai đoạn từ năm 2020 đến năm 2021 và từ năm 2022 đến năm 2023. Tương tự, nợ ngắn hạn cũng tăng theo từ năm 2018 đến năm 2023, với mức tăng đột biến vào năm 2021. Sự biến động của tài sản và nợ ngắn hạn cũng được thể hiện qua các chỉ tiêu Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn và Tăng/Giảm nợ ngắn hạn. Các biến động này cho thấy sự linh hoạt trong quản lý tài chính của công ty và chiến lược sử dụng vốn.

Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn và Tăng/Giảm nợ ngắn hạn đều tăng theo từng năm, nhưng mức độ tăng không đồng đều. Sự tăng trưởng của Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn lớn hơn so với Tăng/Giảm nợ ngắn hạn trong hầu hết các năm, đặc biệt là vào năm 2021 và 2022. Điều này có thể cho thấy công ty đang tập trung vào việc mở rộng hoạt động kinh doanh hoặc đầu tư vào các dự án mới.

Nhưng trong năm 2020, chúng ta quan sát thấy rằng Tăng/Giảm nợ ngắn hạn hơn Tăng/Giảm tài sản ngắn hạn, dẫn đến Tăng/Giảm vốn lưu động là một số âm. Điều này có thể có nhiều nguyên nhân:

- Khó khăn tài chính do tác động của đại dịch COVID-19: Năm 2020 là một năm mà nền kinh tế toàn cầu chịu ảnh hưởng nặng nề từ đại dịch COVID-19. Các doanh nghiệp có thể đã phải đổi mới với áp lực tài chính từ việc giảm giá trị các tài sản ngắn hạn hoặc tăng nợ ngắn hạn để duy trì hoạt động.
- Chiến lược tái cơ cấu hoặc tái đầu tư: Công ty có thể đã quyết định tái cơ cấu hoặc tái đầu tư vào các lĩnh vực mới trong năm 2020. Điều này có thể dẫn đến việc tăng nợ ngắn hạn để tài trợ cho các dự án mới, trong khi không có sự tăng trưởng đáng kể trong các tài sản ngắn hạn.
- Chiến lược quản lý tài chính: Có thể công ty đã chọn sử dụng chiến lược tài chính để tối ưu hóa cấu trúc vốn và tài sản trong bối cảnh kinh doanh đặc biệt. Việc này có thể bao gồm việc tăng nợ ngắn hạn để sử dụng lợi ích từ các điều kiện vay vốn tốt hơn hoặc để tạo ra nguồn vốn dài hạn.

Đối với Tăng/Giảm vốn lưu động, chúng ta cũng thấy sự biến động mạnh mẽ qua các năm, đặc biệt là vào năm 2021 và 2022. Sự biến động này có thể phản ánh các quyết định đầu tư hay chiến lược tài chính của công ty trong việc quản lý vốn lưu động. Việc Tăng/Giảm vốn lưu động cần được quản lý cẩn thận. Mặc dù có thể có các lý do chiến lược hoặc tạm thời cho việc điều chỉnh này, nhưng cần phải đảm bảo rằng nó không gây ra áp lực tài chính không cần thiết hoặc ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của công ty trong tương lai.

- Tính “Chi đầu tư mới vào tài sản cố định” (CAPEX):

$$\text{Chi đầu tư mới vào tài sản cố định} = \text{Tiền chi TSCĐ} - \text{Tiền thu từ TSCĐ}$$

Bảng 2. 6. Chi đầu tư mới vào tài sản cố định (CAPEX) của VNDIRECT 2018-2023.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tiền chi TSCĐ	-36	-4	-12	-29	-58	-67
Tiền thu từ TSCĐ	0	0	0	0	0	0
Chi đầu tư mới vào TSCĐ	36	4	12	29	58	67

Số tiền chi vào TSCĐ âm (-) trong mỗi năm cho thấy rằng doanh nghiệp đã chi tiêu để mua, xây dựng hoặc cải tạo tài sản cố định. Số tiền chi vào TSCĐ tăng dần từ năm

2018 đến 2023, cho thấy mức độ đầu tư vào tài sản cố định tăng lên từ năm này sang năm khác. Số tiền thu từ TSCĐ là 0 trong tất cả các năm, có thể cho thấy rằng không có việc bán hoặc thanh lý tài sản cố định trong giai đoạn này. Vì thế Số tiền chi đầu tư mới vào TSCĐ dương (+) trong mỗi năm.

- Tính “Tăng/Giảm nợ ròng” ($\Delta\text{Net-Debt}$):

$$\text{Tăng/Giảm nợ ròng} = \text{Nợ ròng}_n - \text{Nợ ròng}_{n-1}$$

$$\text{Nợ ròng} = (\text{Nợ ngắn hạn} + \text{Nợ dài hạn}) - (\text{Tiền và các khoản tương đương tiền})$$

Bảng 2. 7. Thay đổi nợ ròng của VNDIRECT 2019-2023.

Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tiền và các khoản tương đương tiền	915.00	614.00	974.00	2702.00	2557.00	4862.00
Nợ ngắn hạn	7050.00	7923.00	11040.00	26361.00	23529.00	24741.00
Nợ dài hạn	502.00	406.00	117.00	911.00	827.00	498.00
Nợ ròng	6637.00	7715.00	10183.00	24570.00	21799.00	20377.00
Tăng/Giảm nợ ròng	NaN	1078.00	2468.00	14387.00	-2771.00	-1422.00

Nợ Ròng là số tiền mà doanh nghiệp còn nợ sau khi trừ đi số tiền mà doanh nghiệp có thể sử dụng ngay lập tức từ tiền mặt và các khoản tương đương tiền. Tăng/Giảm Nợ Ròng đo lường sự biến động của nợ ròng giữa hai khoảng thời gian, thường là giữa hai năm liên tiếp.

Từ năm 2018 đến 2019, nợ ròng tăng nhẹ nhưng từ năm 2020 đến 2021, từ năm 2020 đến năm 2021, tình hình thay đổi mạnh mẽ khi nợ ròng tăng lên đến 24,570 tỷ, chỉ ra một sự tăng lớn đáng chú ý. Điều này có thể chỉ ra một sự gia tăng đáng kể trong nợ của doanh nghiệp trong khoảng thời gian này, và điều này có thể có ảnh hưởng lớn đến sức khỏe tài chính và khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, từ năm 2021 đến 2023, nợ ròng trên đã giảm cho thấy doanh nghiệp có thể đã cải thiện khả năng thanh toán hoặc quản lý nợ hiệu quả hơn

- Kết hợp các số liệu đã tính để cho ra kết quả FCFE sau cùng:

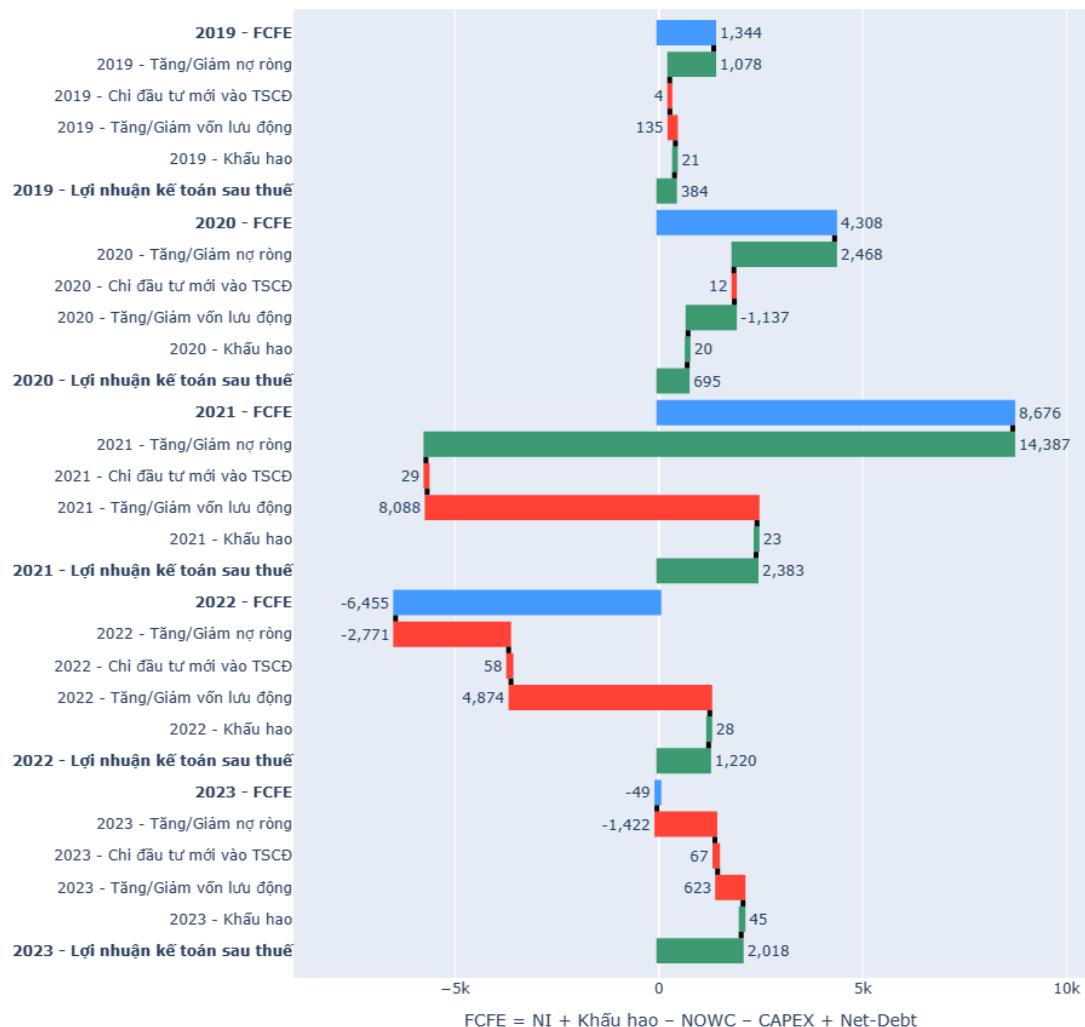
$$\text{FCFE} = \text{NI} - \text{CAPEX} + \text{Khâu hao} - \Delta\text{NOWC} + \Delta\text{Net-Debt}$$

Bảng 2. 8. FCFE của VNDIRECT 2019-2023.

	Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Lợi nhuận kế toán sau thuế		373.00	384.00	695.00	2383.00	1220.00	2018.00
Khấu hao		22	21	20	23	28	45
Tăng/Giảm vốn lưu động		NaN	135.00	-1137.00	8088.00	4874.00	623.00
Chi đầu tư mới vào TSCĐ		36	4	12	29	58	67
Tăng/Giảm nợ ròng		NaN	1078.00	2468.00	14387.00	-2771.00	-1422.00
FCFE		NaN	1344.00	4308.00	8676.00	-6455.00	-49.00

Các biến động trong các giá trị của NI (Lợi nhuận sau thuế), ΔNOWC (Thay đổi vốn lưu động) và ΔNet-Debt (Thay đổi nợ ròng) dẫn đến sự biến động đáng kể trong FCFE từ năm 2019 đến 2023. Đặc biệt, FCFE có giá trị âm vào năm 2022 và 2023, cho thấy công ty có thể gặp khó khăn trong việc tạo ra dòng tiền tự do sau khi duy trì hoạt động và các chi phí tài chính.

FCFE Vndirect 2019-2023



Hình 2. 13. Biểu đồ thác nước (Water Fall) FCFE của VNDIRECT 2019-2023

Tổng quan về FCFE của công ty trong giai đoạn từ 2019 đến 2023 cho thấy những biến động đáng chú ý:

- Tăng đột biến từ 2019 đến 2021: FCFE tăng mạnh từ 1344 tỷ đồng năm 2019 lên 8676 tỷ đồng năm 2021. Điều này chủ yếu là do giảm mạnh vốn lưu động và tăng nợ ròng, cùng với sự gia tăng đáng kể về lợi nhuận sau thuế.
- Giảm mạnh và biến động âm từ 2022 đến 2023: FCFE có giá trị âm vào năm 2022 và 2023, lần lượt là -6455 tỷ đồng và -49 tỷ đồng. Điều này cho thấy công ty không có đủ tiền mặt để trả cổ tức cho cổ đông hoặc có thể cần vay thêm để duy trì hoạt động. Có một biến động nhỏ trong FCFE từ 2022 đến 2023, với sự giảm nhẹ từ

mức âm lớn đến mức âm nhỏ hơn, có thể cho thấy công ty đang cố gắng cải thiện tình hình tài chính sau một năm gặp khó khăn.

- Yếu tố chính gây ra sự biến động: Sự giảm mạnh và biến động âm của FCFE từ 2022 đến 2023 chủ yếu là do giảm nợ ròng cao trong hai năm liên tiếp, là -2771 tỷ đồng và -1422 tỷ đồng.

Tóm lại, mặc dù FCFE của công ty đã có giai đoạn tăng trưởng mạnh từ 2019 đến 2021, nhưng sau đó đã gặp phải sự giảm đột ngột và biến động âm trong hai năm tiếp theo do vấn đề liên quan đến nợ ròng. Điều này yêu cầu công ty phải đưa ra các biện pháp cần thiết để ổn định và cải thiện tình hình tài chính trong tương lai.

Bước 2: Xác định và dự phỏng cho FCFE cho tương lai:

Dự phỏng FCFE dựa theo giả định sau:

- Tăng trưởng doanh thu các năm dự phỏng sẽ bằng trung bình trượt 5 năm gần nhất. Ví dụ năm 2024 bằng giá trị trung bình từ năm 2019 đến 2023, năm 2025 sẽ bằng giá trị trung bình từ năm 2020 đến 2024 (bao gồm giá trị vừa dự đoán là năm 2024),....
- Các tỷ lệ phần trăm trên doanh thu thuần của các năm dự phỏng bằng giá trị trung bình từ năm 2019 đến 2023.
- Tỷ lệ “% Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp / lợi nhuận trước thuế” các năm dự phỏng có giá trị bằng với giá trị ở năm cuối cùng (2023)

Bảng 2. 9. Các giá trị dự phỏng dựa theo giả định của phương pháp chiết khấu FCFE
2024-2026

	Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu thuần		NaN	-0.02	0.42	1.83	0.13	-0.04	0.46	0.56	0.59
% Chi phí hoạt động / Doanh thu thuần		0.40	0.20	0.25	0.38	0.56	0.33	0.35	0.35	0.35
% Doanh thu hoạt động tài chính / Doanh thu thuần		0.06	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
% Chi phí tài chính / Doanh thu thuần		0.18	0.29	0.17	0.07	0.17	0.23	0.19	0.19	0.19
% Chi phí quản lý / Doanh thu thuần		0.20	0.21	0.17	0.05	0.06	0.07	0.11	0.11	0.11
% Thu nhập khác ròng / Doanh thu thuần		0.00	0.02	-0.00	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
% Lãi/lỗ từ công ty liên doanh / Doanh thu thuần		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
% Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp / lợi nhuận trước thuế		0.15	0.20	0.20	0.20	0.21	0.19	0.19	0.19	0.19
% Khấu hao / Doanh thu thuần		0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
% Tăng/Giảm vốn lưu động / Doanh thu thuần		NaN	0.09	-0.53	1.34	0.71	0.09	0.34	0.34	0.34
% Chi đầu tư mới vào TSCĐ / Doanh thu thuần		0.02	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
% Tăng/Giảm nợ ròng / Doanh thu thuần		NaN	0.72	1.16	2.38	-0.41	-0.22	0.73	0.73	0.73

Ta có thể thấy vì giả định trên nên hầu hết các tỷ lệ % ở các năm dư phòng có giá trị bằng nhau ngoại trừ “Tăng trưởng doanh thu”, vì tăng trưởng doanh thu được dự phỏng theo trung bình trượt 5 năm nên giá trị chắc hẳn phải có thay đổi theo các năm.

- Từ các số liệu trên ta dễ dàng tính các số liệu liên quan và cho ra kết quả FCFE dự phỏng trong vòng 3 năm tiếp theo 2024, 2025, 2026:

Bảng 2. 10. Các giá trị lịch sử và dự phỏng từ Doanh thu thuần đến Lợi nhuận sau thuế VNDIRECT

	Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	1538.00	1502.00	2135.00	6039.00	6829.00	6561.00	9602.91	14990.56	23819.46	
Tăng trưởng doanh thu thuần	NaN	-0.02	0.42	1.83	0.13	-0.04	0.46	0.56	0.59	
Chi phí hoạt động kinh doanh	610.00	302.00	543.00	2325.00	3826.00	2194.00	3332.31	5201.88	8265.61	
% Chi phí hoạt động / Doanh thu thuần	0.40	0.20	0.25	0.38	0.56	0.33	0.35	0.35	0.35	
Lợi nhuận gộp	928.00	1200.00	1592.00	3714.00	3003.00	4367.00	6270.60	9788.67	15553.85	
Doanh thu hoạt động tài chính	95.00	5.00	3.00	12.00	53.00	41.00	39.82	62.15	98.76	
% Doanh thu hoạt động tài chính / Doanh thu thuần	0.06	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	
Chi phí tài chính	281.00	439.00	372.00	446.00	1142.00	1489.00	1794.87	2801.87	4452.07	
% Chi phí tài chính / Doanh thu thuần	0.18	0.29	0.17	0.07	0.17	0.23	0.19	0.19	0.19	
Chi phí quản lý công ty chứng khoán	305.00	309.00	358.00	300.00	379.00	430.00	1045.03	1631.34	2592.14	
% Chi phí quản lý / Doanh thu thuần	0.20	0.21	0.17	0.05	0.06	0.07	0.11	0.11	0.11	
Thu nhập khác ròng	1.00	24.00	-1.00	0.00	0.00	-7.00	27.74	43.30	68.81	
% Thu nhập khác ròng / Doanh thu thuần	0.00	0.02	-0.00	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
% Lãi/lỗ từ công ty liên doanh / Doanh thu thuần	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	438.00	481.00	864.00	2980.00	1535.00	2482.00	3498.25	5460.93	8677.22	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	65.00	97.00	169.00	597.00	315.00	464.00	653.98	1020.90	1622.17	
% Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp / lợi nhuận trước thuế	0.15	0.20	0.20	0.20	0.21	0.19	0.19	0.19	0.19	
Lợi nhuận kế toán sau thuế	373.00	384.00	695.00	2383.00	1220.00	2018.00	2844.27	4440.03	7055.05	

Bảng 2. 11. Các giá trị lịch sử và dự phỏng từ Lợi nhuận sau thuế đến FCFE của VNDIRECT

	Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận kế toán sau thuế	373.00	384.00	695.00	2383.00	1220.00	2018.00	2844.27	4440.03	7055.05	
Khấu hao	22	21	20	23	28	45	73.21	114.28	181.58	
% Khấu hao / Doanh thu thuần	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	
Tăng/Giảm vốn lưu động	NaN	135.00	-1137.00	8088.00	4874.00	623.00	3275.16	5112.67	8123.85	
% Tăng/Giảm vốn lưu động / Doanh thu thuần	NaN	0.09	-0.53	1.34	0.71	0.09	0.34	0.34	0.34	
Chi đầu tư mới vào TSCĐ	36	4	12	29	58	67	61.06	95.31	151.45	
% Chi đầu tư mới vào TSCĐ / Doanh thu thuần	0.02	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	
Tăng/Giảm nợ ròng	NaN	1078.00	2468.00	14387.00	-2771.00	-1422.00	6978.48	10893.71	17309.72	
% Tăng/Giảm nợ ròng / Doanh thu thuần	NaN	0.72	1.16	2.38	-0.41	-0.22	0.73	0.73	0.73	
FCFE	NaN	1344.00	4308.00	8676.00	-6455.00	-49.00	6559.74	10240.03	16271.04	

Bước 3: Tính giá trị hiện tại của dòng tiền để tìm ra được giá trị vốn chủ sở hữu

- Tính giá trị “chi phí bình quân sử dụng vốn” (re) dựa theo công thức CAMP:

$$r_e = r_f + Beta \times (ER_m - r_f)$$

$$ER_m - r_f = Adj Default + Equity Risk Premium$$

Bảng 2. 12. Bảng tính "chi phí bình quân sử dụng vốn" của VNDIRECT 2023

Rf	Adj. Default Spread	Equity Risk Premium	ERm	Erm - Rf	Beta	Re
2.29%	3.28%	9.00%	14.57%	12.28%	183.00%	24.76%

- Từ đó ta tính được giá trị cuối cùng của dòng tiền:

$$Terminal Value = \frac{FCFE_k \times (1+r_e)}{(r_e-g)}$$

Giả định: $g = 5,19\%$ (Giá trị trung bình tăng trưởng GDP 2019-2023)

Bảng 2. 13. Bảng tính “Giá trị cuối cùng” của dòng tiền tự do dự phóng của VNDIRECT

Re	24.76%
g	5.19%
Terminal Value	87468

- Tính giá trị hiện tại của dòng tiền rồi sau đó tính giá trị vốn chủ sở hữu:

$$\begin{aligned} V_E &= \sum_{t=1}^k \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{Terminal Value}{(1+r_e)^k} \\ &= \sum_{t=1}^k \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_k \times (1+r_e)}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^k} \end{aligned}$$

Bảng 2. 14. Bảng tính giá trị hiện tại và vốn chủ sở hữu chiết khấu theo FCFE của VNDIRECT.

	2024	2025	2026	Terminal Value
Terminal Value				87468
FCFE Forecast	6559.74	10240.03	16271.04	
Present Value	5257.98	6579.09	8379.39	45044.88
Equity Value				65261.34

Bước 4: Xác định số lượng cổ phiếu lưu hành từ đó tính giá trị cho mỗi cổ phần.

$$\text{Số lượng cổ phiếu lưu hành (Shares outstanding)} = \frac{\text{Vốn cổ phần}}{\text{Mệnh giá}}$$

Bảng 2. 15. Bảng tính “Số lượng cổ phiếu lưu hành” của VNDIRECT 2018-2023.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Vốn góp của chủ sở hữu	2204	2204	2204	4349	12178	12178
Cổ phiếu quỹ	-201	-201	-201	0	0	0
Vốn cổ phần	2003	2003	2003	4349	12178	12178
Mệnh giá	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001	0.00001
Số lượng cổ phiếu lưu hành	200,300,000.00	200,300,000.00	200,300,000.00	434,900,000.00	1,217,800,000.00	1,217,800,000.00

Bảng 2. 16. Bảng tính “Giá trị trên mỗi cổ phần” của VNDIRECT 2023

Re	24.76%
g	5.19%
Terminal Value	87468
Equity Value	65261.34
Shares outstanding	1,217,800,000
Price per share	53,589.54
Current Price	20300
Upside	164%

Kết luận:

- Terminal Value (Giá trị cuối cùng): Đây là giá trị ước lượng của doanh nghiệp tại thời điểm cuối cùng của giai đoạn dự báo, thường dựa trên một giả định về tăng trưởng dài hạn và tỷ suất chiết khấu.
- Equity Value (Giá trị cổ phiếu): Là giá trị tương ứng với cổ phiếu của doanh nghiệp sau khi đã trừ đi nợ và các khoản nợ khác. Được tính bằng tổng giá trị hiện giờ của tất cả các dòng tiền mặt mà cổ đông có thể nhận được trong tương lai.
- Số lượng cổ phiếu đang lưu hành và Giá mỗi cổ phiếu: Cung cấp thông tin về cấu trúc vốn của doanh nghiệp và giá trị của mỗi cổ phiếu.
- Giá hiện tại của cổ phiếu: Là giá cổ phiếu hiện tại trên thị trường.
- Upside (Tiềm năng tăng giá): Đây là phần trăm thể hiện sự tăng trưởng tiềm năng của giá cổ phiếu so với giá hiện tại. Trong trường hợp này, có một tiềm năng tăng giá lớn, đạt đến 164%, cho thấy một cơ hội đầu tư hấp dẫn nếu kết quả dự báo chính xác và dự đoán tăng trưởng được xác nhận.

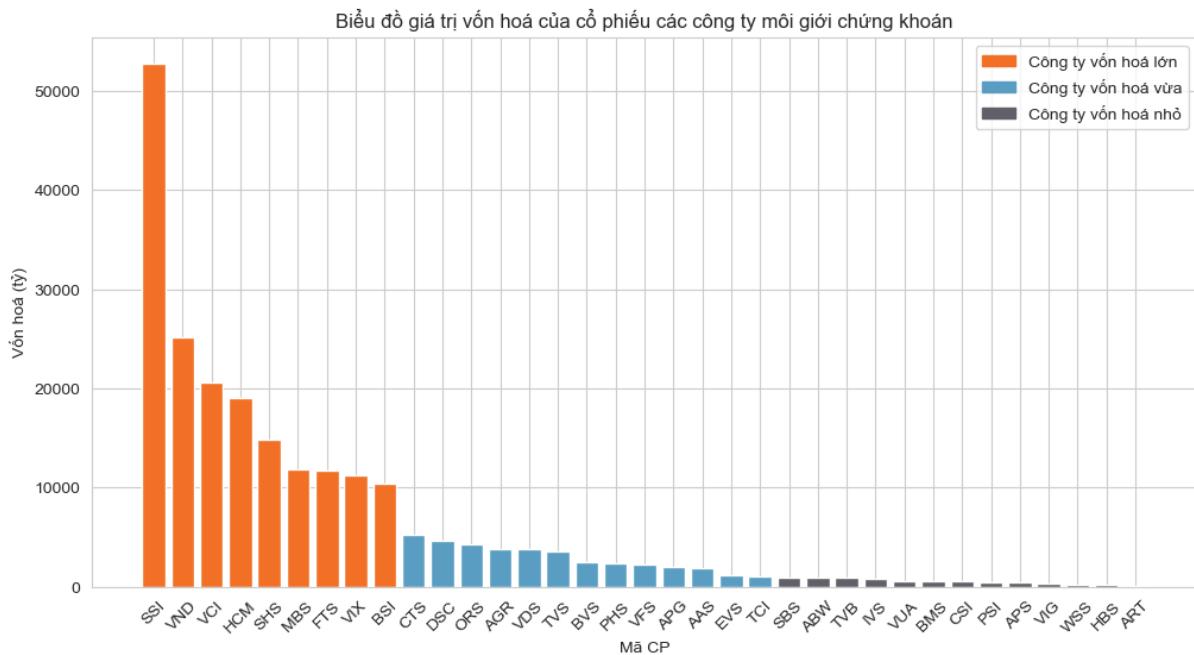
2.3.2 Phương pháp định giá tương đối:

Bắt đầu quá trình áp dụng phương pháp định giá với các công ty "Môi giới chứng khoán" trong lĩnh vực "Dịch vụ tài chính", tôi sẽ tiến hành phân loại các công ty thành ba nhóm dựa trên vốn hóa của từng công ty:

- Nhóm có vốn hóa cao: trên 10.000 tỷ đồng.

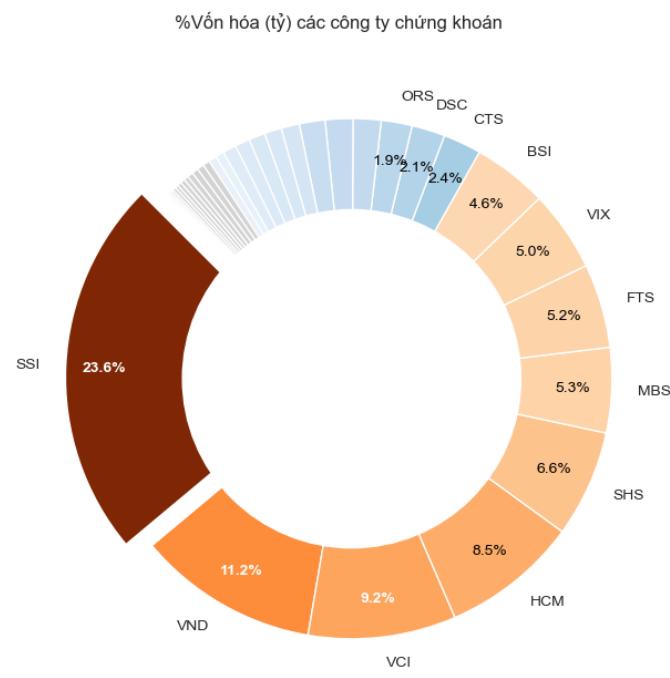
- Nhóm có vốn hóa vừa: từ 1.000 tỷ đồng đến 10.000 tỷ đồng.
- Nhóm có vốn hóa thấp: dưới 1.000 tỷ đồng.

Tổng cộng, có 36 mã cổ phiếu được nghiên cứu trên cả ba sàn giao dịch chính: HOSE, HNX và UPCOM. Qua việc phân loại này, tôi hy vọng sẽ có cái nhìn tổng quan về đặc điểm và hiệu suất của các công ty trong từng phân khúc vốn hóa khác nhau, từ đó hỗ trợ quá trình định giá tương đối hiệu quả hơn.



Hình 2. 14. Giá trị vốn hóa của các công ty chứng khoán (05/2024).

Ta thấy 9 mã cổ phiếu đầu tiên (đều thuộc loại công ty vốn hóa lớn) có lượng vốn hóa hơn hẳn mã cổ phiếu còn lại trong hình 2.14. Do đó, trong quá trình định giá và phân tích, tôi sẽ tập trung chủ yếu vào những mã cổ phiếu này và thực hiện một so sánh kỹ lưỡng giữa chúng.



Hình 2. 15. Phần trăm vốn hoá các công ty môi giới chứng khoán (05/2024).

Các công ty có vốn hoá cao được đánh dấu bằng màu cam từ đậm đến nhạt (màu càng đậm thể hiện giá trị vốn hoá càng lớn), trong khi các công ty vốn hoá vừa được đại diện bằng màu xanh, và các công ty còn lại được biểu diễn bằng màu xám. Thấy rằng các công ty với vốn hoá lớn chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng vốn hoá của các công ty môi giới chứng khoán. Đặc biệt, công ty SSI chiếm tỷ trọng % vốn hoá cao nhất, chiếm 23,6% tổng vốn hoá, gần gấp đôi so với công ty VNDirect đứng ở vị trí thứ hai.

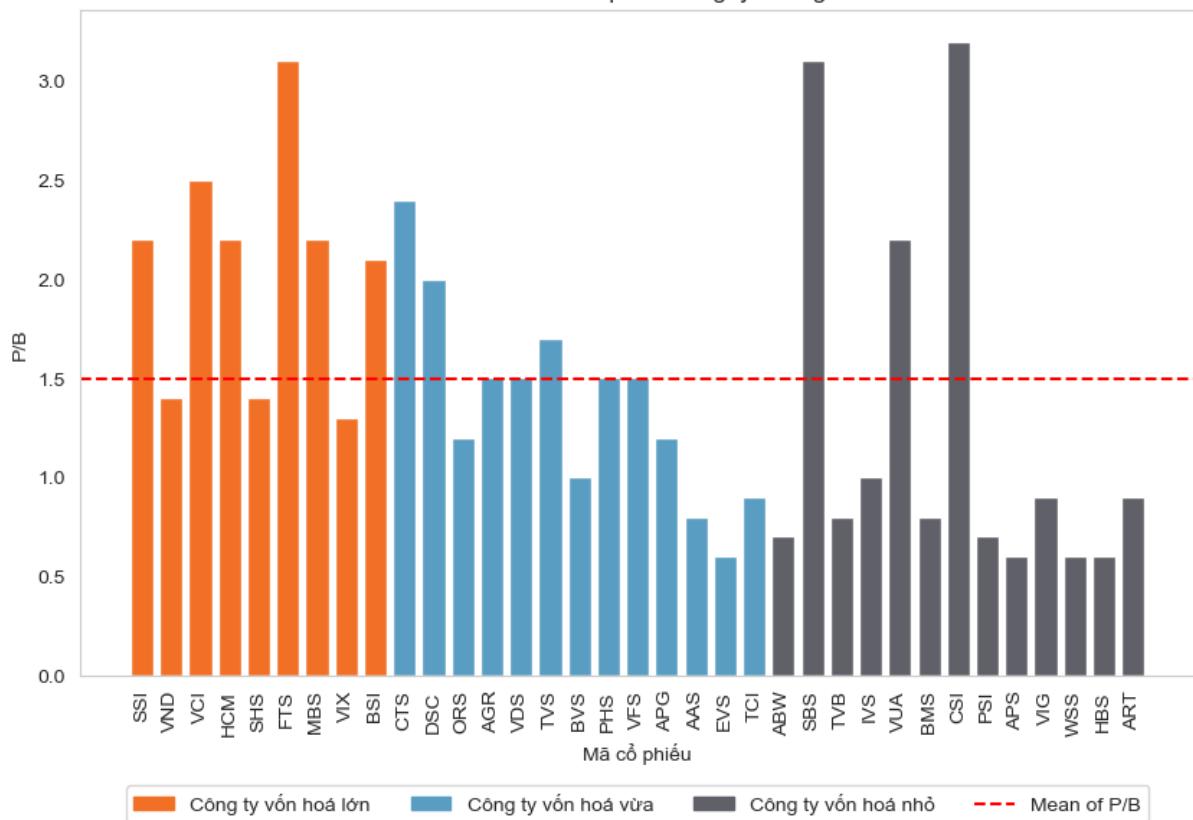
2.3.2.1 Phân tích ngang hàng (Peer Analysis):

- Ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh:

Giá trị P/B của VNDIRECT thấp hơn nhưng gần bằng với giá trị trung bình P/B của ngành.

Dựa theo biểu đồ, ta thấy 18 (SSI - VFS) mã cổ phiếu đầu được lọc theo độ lớn vốn hoá có giá trị P/B ổn định hơn các cổ phiếu còn lại. Các cổ phiếu có vốn hoá nhỏ thường có giá trị P/B khá cực đoan, quá lớn hoặc quá nhỏ so với giá trị trung bình ngành.

Biểu đồ P/B tất cả cổ phiếu công ty chứng khoán



Hình 2. 16. Biểu đồ P/B tất cả cổ phiếu công ty chứng khoán (05/2024)

Các công ty vốn hóa nhỏ thường gặp nhiều vấn đề làm cho giá trị P/B cực đoan:

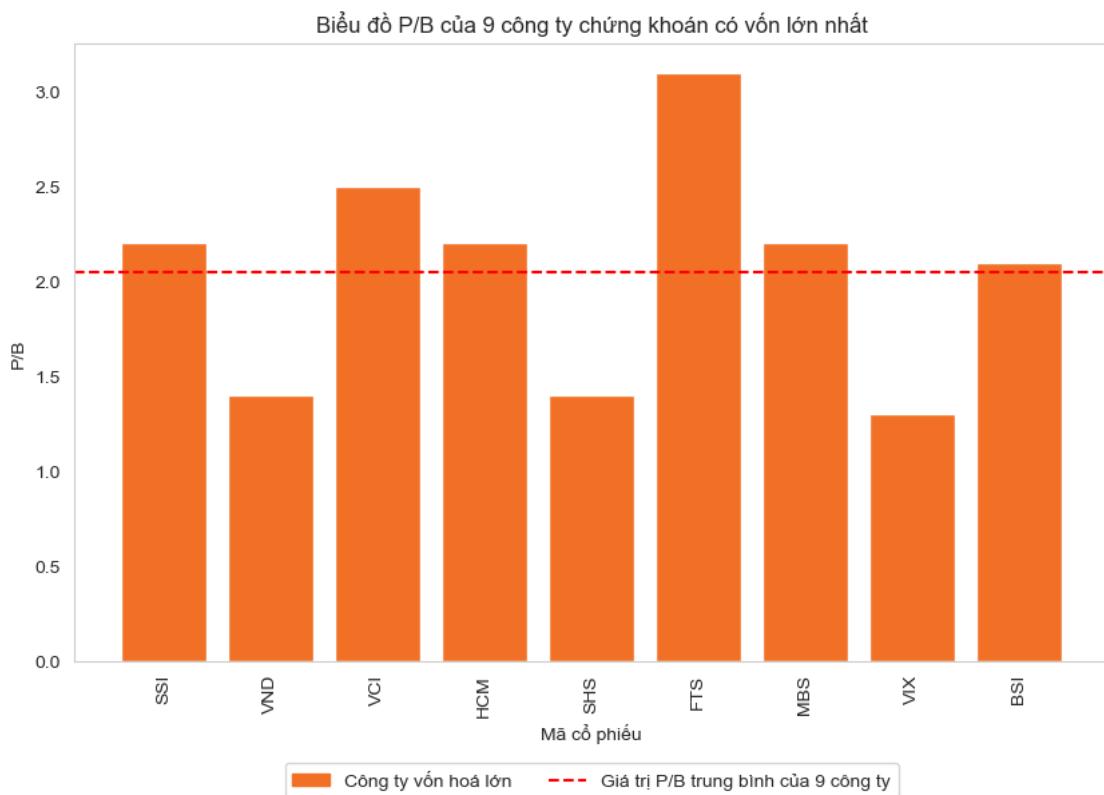
- Đối mặt với mức độ rủi ro tài chính cao hơn, làm giảm sự tin cậy của nhà đầu tư và yêu cầu mức giá thấp hơn để đầu tư
- Khả năng tăng trưởng hạn chế cũng có thể làm giảm giá trị dự kiến của công ty, đặt ra câu hỏi về khả năng sinh lời trong tương lai và làm giảm giá trị P/B.
- Sự khó khăn trong thu hút đầu tư, đặc biệt là khi có thị trường giao dịch thấp, cũng có thể làm giảm giá trị P/B, vì nhà đầu tư thường yêu cầu mức giá thấp hơn khi đối mặt với các công ty không có độ tin cậy tài chính cao.
- Một doanh nghiệp sở hữu số nợ lớn sẽ vô tình khiến cho giá trị ghi sổ ở mức thấp, dẫn tới chỉ số P/B sẽ cao. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao sẽ mang lại những rủi ro lớn cho doanh nghiệp. Thậm chí, nếu tỷ suất lợi nhuận doanh nghiệp tạo ra thấp hơn chi phí sử dụng vốn thì khi đó, giá trị doanh nghiệp sẽ suy giảm.

Những yếu tố này thường phản ánh sự không chắc chắn và rủi ro cao trong việc đầu tư vào các công ty có vốn hóa nhỏ.

– Quy mô vốn hoá:

Quá trình định giá chỉ số P/B với các công ty chứng khoán, chúng ta tập trung vào nhóm các công ty có sự tương đồng về mức vốn hoá. Bằng cách này, chúng ta có thể thực hiện một phân tích cụ thể và nhất quán, từ đó cung cấp quan sát có ý nghĩa với giá trị hiện tại của các công ty trong ngành.

Điều này đặc biệt quan trọng trong việc hiểu và đánh giá sự phát triển của thị trường và ngành chứng khoán. Đồng thời, việc tập trung vào các công ty có vốn hoá tương đối gần nhau cũng giúp loại bỏ một số yếu tố biến động ngoại lệ, tạo điều kiện cho một phân tích chi tiết và khách quan hơn về mối quan hệ giữa giá trị sổ sách và giá cổ phiếu trên thị trường.



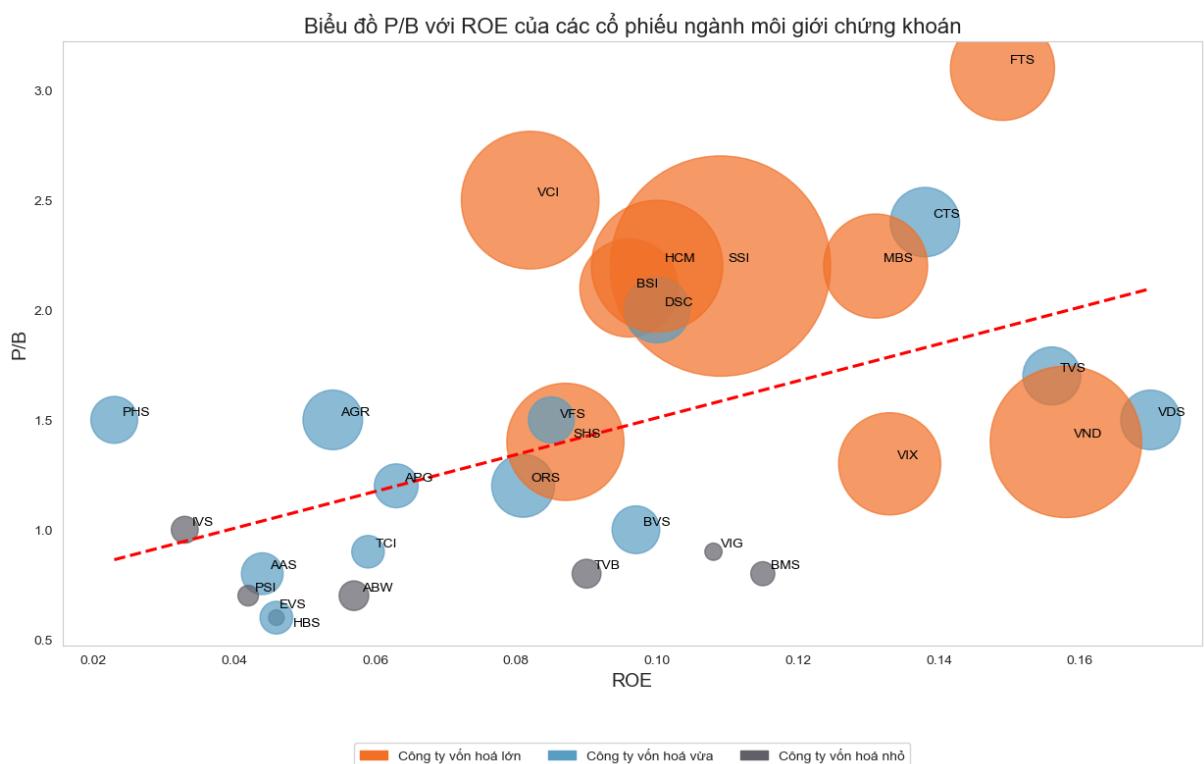
Hình 2. 17. Biểu đồ P/B của 9 công ty chứng khoán có vốn hoá lớn (05/2024).

Trong số các công ty vốn hoá lớn đã nêu, ba mã cổ phiếu VND, SHS, VIX có tỷ lệ giá trị P/B thấp hơn so với giá trị trung bình của chín công ty này. Điều này ngụ ý rằng ba mã cổ phiếu này đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các công ty có vốn hoá lớn trong danh sách.

2.3.2.2 Phân tích so sánh tỷ lệ P/B và tỷ lệ ROE của các cổ phiếu:

Thông thường, tỷ lệ ROE và tỷ lệ P/B có mối quan hệ tuyến tính với nhau nhưng trong tập dữ liệu nghiên cứu của tôi có một vài mã có tỷ lệ ROE âm và các mã cổ phiếu đó có giá trị P/B cực đoan (Outliers) làm ảnh hưởng đến mối quan hệ tuyến tính của tập dữ liệu. Vì vậy để có thể đổi chiều P/B và ROE thì tôi sẽ loại bỏ các mã có tỷ lệ ROE âm ở thời điểm hiện tại (quý 2 năm 2024).

Size: Độ lớn “Vốn hoá”



Hình 2. 18. P/B đổi chiều với ROE của các cổ phiếu ngành chứng khoán.

Biểu đồ trên là biểu đồ phân tán kết hợp với mô hình hồi quy tuyến tính trong đó kích thước của các điểm tròn thể hiện độ lớn của vốn hoá của từng công ty. Qua việc phân tích biểu đồ này, chúng ta nhận thấy một số cổ phiếu đang định giá thấp trong ngành, bao gồm VND, SHS, VIX, VDS, TVS, BVS, và nhiều công ty khác. Cụ thể, các cổ phiếu VND, VIX, TVS, VDS đã thể hiện tỷ lệ ROE cao, cho thấy khả năng quản lý và sử dụng nguồn vốn hiệu quả trong năm vừa qua. Ngoài ra, giá trị P/B của các cổ phiếu này thấp hơn so với đường bình phương nhỏ nhất OLS (Ordinary Least Squares), đường này là đường đi qua các điểm sao chót với tổng bình phương khoảng cách từ các điểm đến đường đó là nhỏ nhất. Điều này cho thấy rằng các cổ phiếu này đang được định giá thấp

hơn so với mức trung bình trong ngành, đặc biệt là cổ phiếu của các công ty lớn như VND và VIX.

Tương tự biểu đồ trên, ta đổi chiều các tỷ lệ ROE và tỷ lệ P/B với các công ty chiếm tỷ trọng lớn trong tổng giá trị vốn hoá của ngành.



Hình 2. 19. P/B đối chiếu với ROE của 9 công ty chứng khoán có vốn hoá lớn nhất

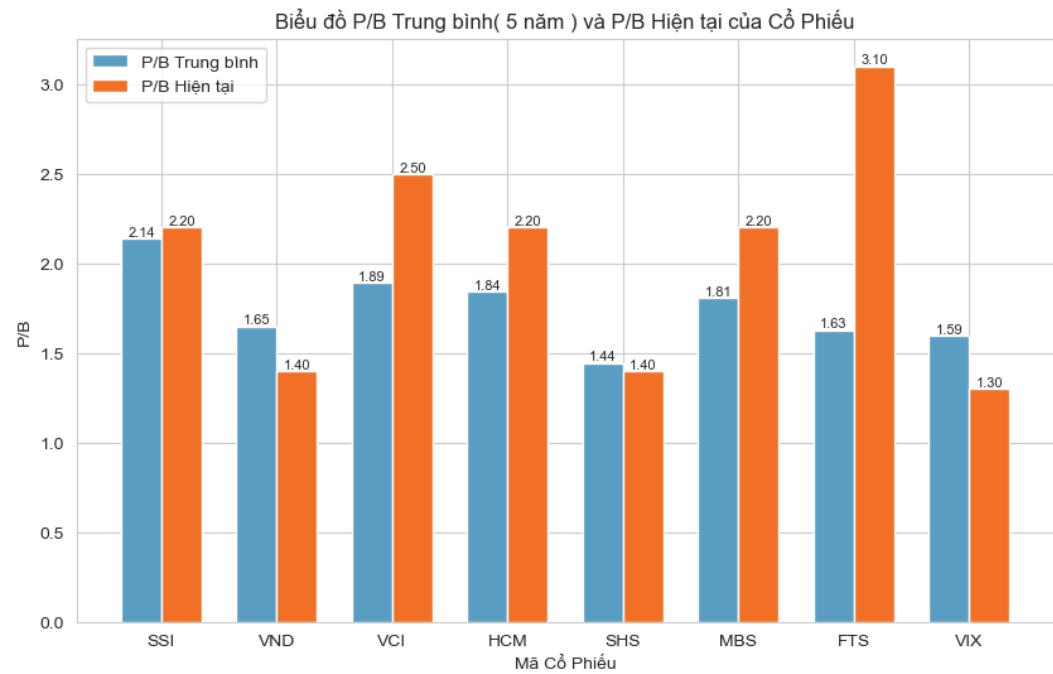
Trong hình 2.18, chúng ta thấy sự so sánh giữa tỷ lệ P/B và ROE của 9 công ty chứng khoán có vốn hoá lớn nhất. Ba mã cổ phiếu SHS, VIX, và VND nằm dưới đường bình phương nhỏ nhất OLS, điều này cho thấy rằng ba mã cổ phiếu này đang được định giá thấp hơn so với chín công ty còn lại trong nhóm vốn hoá lớn. Đặc biệt, trong số các công ty này, VND đạt tỷ số ROE cao nhất, cho thấy tiềm năng và giá trị hấp dẫn của cổ phiếu VND ở thời điểm hiện tại.

2.3.2.3 Phân tích giá trị quá khứ của tỷ lệ P/B:

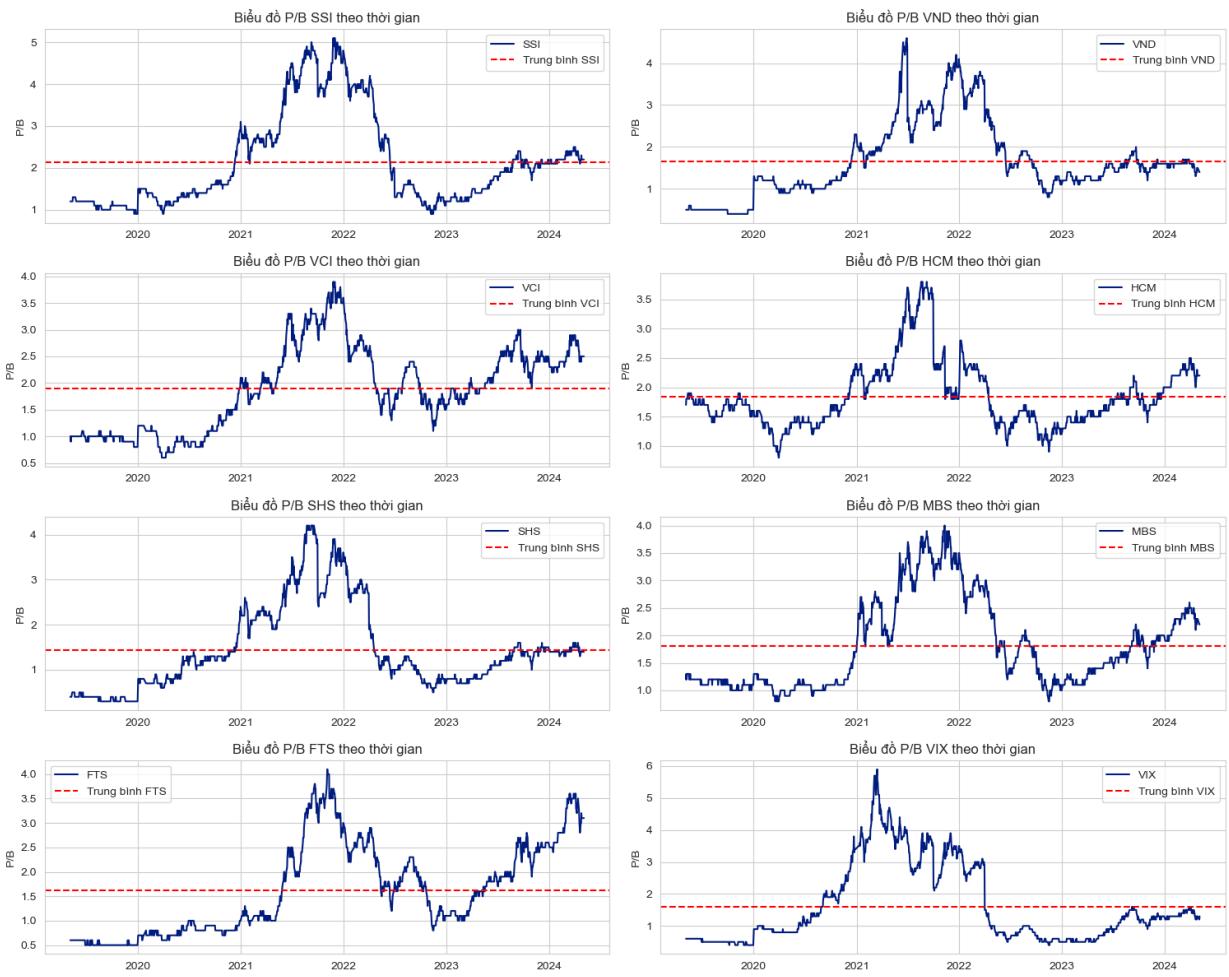
Trong phần này, chúng ta sẽ xem xét tỷ lệ P/B trung bình trong khoảng thời gian 5 năm gần đây cùng với tỷ lệ P/B hiện tại của 6 công ty lớn nhất trong ngành.

Đối với bước này, chúng ta sẽ tập trung vào việc phân tích sự biến động của tỷ lệ P/B qua thời gian để hiểu rõ hơn về cơ bản và xu hướng của từng công ty. Bằng cách so sánh tỷ lệ P/B hiện tại với tỷ lệ trung bình trong khoảng 5 năm qua, chúng ta có thể đánh giá

xem mức giá hiện tại của cổ phiếu có đang phản ánh đúng giá trị thực của công ty hay không.



Hình 2. 20. Biểu đồ P/B Trung bình (5 năm) và P/B hiện tại của 8 công ty chứng khoán lớn nhất



Hình 2.21. Biểu đồ P/B theo thời gian 5 năm của 8 cổ phiếu công ty chứng khoán lớn nhất.

Chúng ta nhận thấy các công ty như FTS, MBS và VCI đang hiện thị tỷ lệ P/B cao hơn so với giá trị trung bình trong khoảng 5 năm rõ rệt. Trong khi đó, VND và VIX hiện thị tỷ lệ P/B thấp hơn so với trung bình 5 năm, có thể cho thấy chúng đang được định giá thấp hơn so với quá khứ, có thể là cơ hội đầu tư tiềm năng.

Với SSI, SHS và HCM, không có sự chênh lệch quá nhiều giữa tỷ lệ P/B hiện tại và trung bình trong khoảng 5 năm, điều này có thể cho thấy giá trị của họ đang được định giá ổn định trong thời gian gần đây.

Dựa trên các phân tích về tỷ lệ P/B, ROE và các yếu tố P/B lịch sử của các công ty chứng khoán, ta nhận thấy rằng VNDIRECT đang được định giá ở mức thấp so với các đối thủ trong ngành và so với chính nó trong khoảng thời gian năm năm trở lại đây. Các tỷ lệ P/B hiện tại đối chiếu ROE của VNDIRECT đều thấp hơn so với giá trị đại diện

(Đường OLS) của các công ty vốn hoá và thậm chí là cả ngành, cho thấy có sự giảm giá so với các công ty tương tự.

Mặc dù có những biến động và rủi ro tài chính liên quan đến các công ty có vốn hoá nhỏ, nhưng VNDIRECT vẫn duy trì mức giá thấp, tạo ra một cơ hội đầu tư tiềm năng. Điều này có thể phản ánh sự tiềm năng phát triển và khả năng sinh lời của công ty trong tương lai.

Với sự đồng thuận từ nhiều phương pháp định giá tương đối khác nhau, kết luận rằng VNDIRECT đang ở mức giá thấp cung cấp một sự hỗ trợ cho quan điểm rằng công ty này có thể đang được định giá thấp hơn giá trị thực của nó.

2.4 Phân tích ngành chứng khoán:

2.4.1 Khái niệm và vai trò ngành chứng khoán:

- Khái niệm:

Ngành chứng khoán là tập hợp các công ty chứng khoán cung cấp dịch vụ và sản phẩm liên quan đến chứng khoán.

- Vai trò của nhóm ngành công ty chứng khoán:

Nhóm ngành công ty chứng khoán là một trong những nhóm ngành quan trọng nhất trong thị trường tài chính. Nhóm ngành này có vai trò:

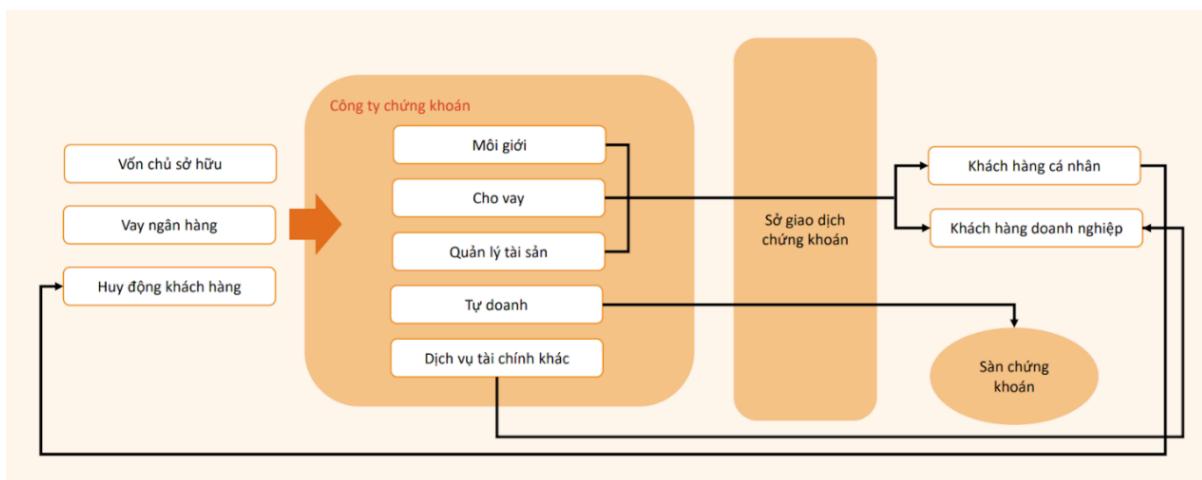
- Cung cấp dịch vụ tư vấn, môi giới, đầu tư và quản lý tài sản cho các khách hàng cá nhân, doanh nghiệp và chính phủ.
- Tham gia vào các hoạt động thị trường vốn như phát hành cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ và các sản phẩm phái sinh.
- Đóng góp vào sự phát triển và ổn định của nền kinh tế bằng cách tạo ra các kênh tài trợ, phân bổ vốn và quản lý rủi ro.

2.4.2 Chuỗi giá trị ngành chứng khoán:

Chuỗi giá trị ngành chứng khoán là quá trình tạo ra giá trị cho các bên tham gia thị trường chứng khoán, từ nhà cung cấp vốn, nhà sử dụng vốn, đến nhà trung gian tài chính. Chuỗi giá trị ngành chứng khoán có thể được phân tích theo các bước sau:

- Bước 1:** Huy động vốn. Đây là bước đầu tiên trong chuỗi giá trị, khi các công ty chứng khoán huy động vốn từ các nguồn khác nhau, như vốn chủ sở hữu, vay ngân hàng, hay huy động khách hàng. Vốn huy động được sử dụng để đầu tư vào các hoạt động kinh doanh của công ty chứng khoán, như môi giới, cho vay, quản lý tài sản, tự doanh, và các dịch vụ tài chính khác.
- Bước 2:** Cung cấp dịch vụ. Đây là bước thứ hai trong chuỗi giá trị, khi các công ty chứng khoán cung cấp các dịch vụ cho các khách hàng, bao gồm khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp. Các dịch vụ này giúp các khách hàng tham gia giao dịch chứng khoán, đầu tư vào các doanh nghiệp, hoặc sử dụng các dịch vụ tài chính khác. Các công ty chứng khoán thu phí, lãi, hoặc lợi nhuận từ việc cung cấp các dịch vụ này.
- Bước 3:** Giao dịch chứng khoán. Đây là bước thứ ba trong chuỗi giá trị, khi các khách hàng của các công ty chứng khoán thực hiện các giao dịch mua bán chứng khoán trên sàn giao dịch chứng khoán. Các giao dịch này giúp các khách hàng đạt được mục tiêu đầu tư, kiếm lời, hoặc giảm rủi ro. Các giao dịch này cũng giúp phản ánh giá trị của các doanh nghiệp và các ngành kinh tế.

Chuỗi giá trị ngành chứng khoán



Hình 2. 22. Chuỗi giá trị ngành chứng khoán.

2.4.3 Nguồn thu của các doanh nghiệp chứng khoán:

- Các nguồn doanh thu chính:

- Doanh thu từ dịch vụ môi giới: Là doanh thu từ việc thu phí môi giới từ các giao dịch chứng khoán của các nhà đầu tư. Doanh thu này phụ thuộc vào số lượng và giá trị của các giao dịch, cũng như mức phí môi giới của công ty.
- Doanh thu từ dịch vụ cho vay: Là doanh thu từ việc thu lãi và phí từ các khoản vay chứng khoán của các nhà đầu tư. Doanh thu này phụ thuộc vào số lượng và giá trị của các khoản vay, cũng như mức lãi suất và phí cho vay của công ty.
- Doanh thu từ dịch vụ quản lý tài sản: Là doanh thu từ việc thu phí quản lý từ các quỹ đầu tư, danh mục đầu tư, và tài khoản của các nhà đầu tư. Doanh thu này phụ thuộc vào số lượng và giá trị của các tài sản được quản lý, cũng như mức phí quản lý của công ty.
- Doanh thu từ hoạt động tự doanh: Là doanh thu từ việc thu lợi nhuận từ các giao dịch chứng khoán bằng vốn của chính công ty. Doanh thu này phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty, cũng như chiến lược đầu tư của công ty.
- Doanh thu từ dịch vụ tài chính khác: Là doanh thu từ việc thu phí dịch vụ từ các dịch vụ tài chính khác liên quan đến chứng khoán của các doanh nghiệp. Doanh thu này phụ thuộc vào số lượng và giá trị của các dịch vụ được cung cấp, cũng như mức phí dịch vụ của công ty.
 - Các yếu tố tác động đến doanh thu:
 - Thị trường chung: Là yếu tố ảnh hưởng đến doanh thu của tất cả các nguồn doanh thu. Khi thị trường chứng khoán tăng trưởng, các nhà đầu tư sẽ có nhu cầu mua bán chứng khoán, vay chứng khoán, đầu tư vào các quỹ đầu tư, và sử dụng các dịch vụ tài chính khác. Khi thị trường chứng khoán suy thoái, các nhà đầu tư sẽ có xu hướng rút vốn, giảm giao dịch, và hạn chế sử dụng các dịch vụ tài chính khác. Do đó, thị trường chứng khoán chung ảnh hưởng đến doanh thu của các doanh nghiệp chứng khoán theo chiều hướng tương đồng.
 - Lợi thế cạnh tranh: Là yếu tố ảnh hưởng đến doanh thu của từng nguồn doanh thu. Khi một doanh nghiệp chứng khoán có lợi thế cạnh tranh về chất lượng dịch vụ, uy tín thương hiệu, mạng lưới khách hàng, công nghệ, và các yếu tố khác, nó sẽ có khả năng thu hút và giữ chân được nhiều khách hàng hơn, cũng như có thể đặt mức phí cao

hơn. Khi một doanh nghiệp chứng khoán không có lợi thế cạnh tranh, nó sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt từ các đối thủ, cũng như phải hạ mức phí để thu hút khách hàng.

- Thị phần doanh nghiệp: Là yếu tố ảnh hưởng đến doanh thu của từng nguồn doanh thu. Khi một doanh nghiệp chứng khoán có thị phần cao, nó sẽ có nhiều khách hàng, nhiều giao dịch, nhiều tài sản, và nhiều dịch vụ hơn. Khi một doanh nghiệp chứng khoán có thị phần thấp, nó sẽ có ít khách hàng, ít giao dịch, ít tài sản, và ít dịch vụ hơn.

2.4.4 Phân tích tình hình tài sản và nguồn vốn các công ty vốn hoá lớn trong ngành chứng khoán:

Trong bối cảnh thị trường tài chính đang ngày càng phát triển và biến động, việc hiểu và phân tích cơ cấu tài sản, biến động nguồn vốn, cũng như ý vồn trên tài sản của các công ty trong ngành chứng khoán đóng vai trò vô cùng quan trọng cho quá trình đầu tư và quản lý rủi ro. Bằng cách hiểu rõ về cơ cấu tài sản và nguồn vốn của các công ty, nhà đầu tư có thể xác định được tiềm năng và rủi ro của các khoản đầu tư, từ đó đưa ra các quyết định đầu tư thông minh và hiệu quả.

Bên cạnh đó vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản là một chỉ số quan trọng trong phân tích tài chính, thường được sử dụng để đánh giá cấu trúc tài chính và độ rủi ro tài chính của một doanh nghiệp. Chỉ số này thể hiện tỷ lệ giữa vốn chủ sở hữu (hay còn gọi là vốn cổ phần) và tổng tài sản của doanh nghiệp.

Chỉ số vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản thường được sử dụng để đánh giá mức độ tài chính và rủi ro của một doanh nghiệp. Mức độ cao của chỉ số này có thể chỉ ra rằng doanh nghiệp sử dụng một phần lớn vốn chủ sở hữu để tài trợ hoạt động kinh doanh của mình, trong khi mức độ thấp có thể chỉ ra rằng doanh nghiệp sử dụng ít vốn chủ sở hữu hơn so với các nguồn vốn khác như vay nợ.

Tùy thuộc vào ngành công nghiệp và môi trường kinh doanh cụ thể, mức độ lý tưởng của vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản có thể khác nhau. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, một tỷ lệ cao hơn thường được coi là dấu hiệu của tính ổn định tài chính và khả năng chịu đựng rủi ro tốt hơn.

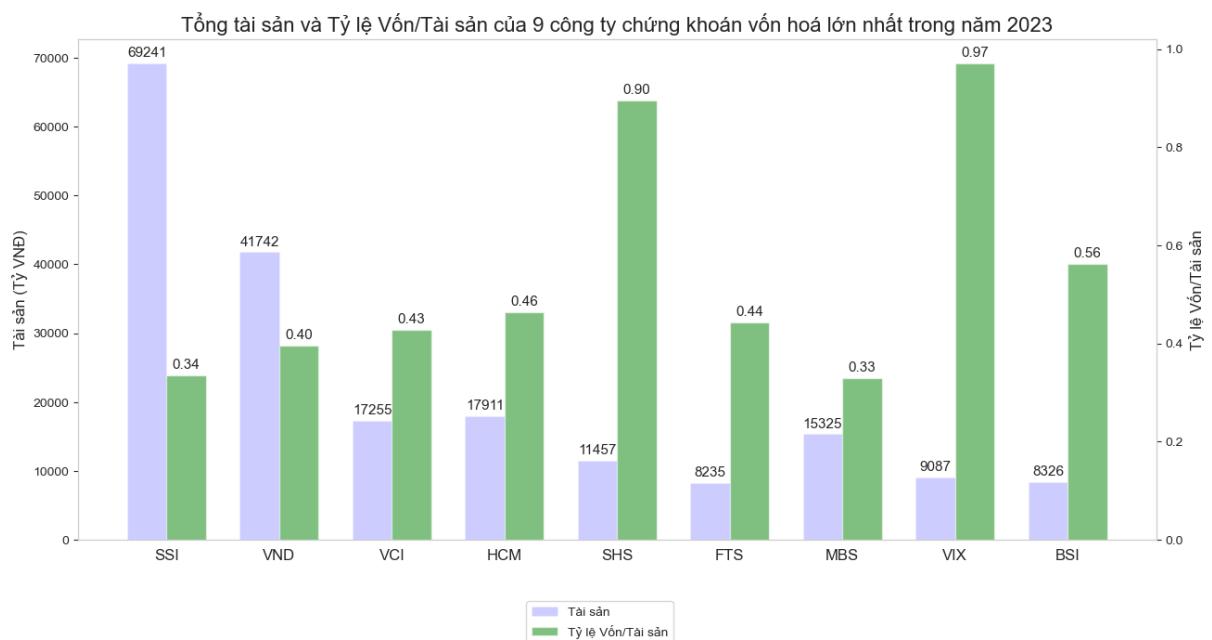
Tuy nhiên, trong ngành chứng khoán, tỷ lệ vốn chủ sở hữu thường được quan tâm đặc biệt. Dưới đây là một số điểm cần xem xét:

– Tính thanh khoản và rủi ro:

- Trong ngành chứng khoán, tính thanh khoản là quan trọng. Công ty cần có khả năng thanh toán nợ nhanh chóng khi cần thiết.
- Tỷ lệ vốn chủ sở hữu cao hơn có thể cho thấy tính thanh khoản tốt hơn, vì doanh nghiệp không phụ thuộc quá nhiều vào vay nợ.

– Đòn bẩy tài chính:

- Công ty chứng khoán thường sử dụng đòn bẩy tài chính để tăng lợi nhuận. Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy quá cao có thể tạo ra rủi ro tài chính.
- Tỷ lệ vốn chủ sở hữu thấp hơn có thể cho thấy công ty đang sử dụng đòn bẩy tài chính để tăng lợi nhuận, nhưng cần cân nhắc rủi ro.
- So sánh với các công ty khác trong ngành:
- Nên so sánh tỷ lệ vốn chủ sở hữu của công ty với các đối thủ cùng ngành. Điều này giúp đánh giá tính cạnh tranh và hiệu suất tài chính.



Hình 2. 23. Tổng tài sản và Tỷ lệ Vốn/Tài sản của 9 công ty chứng khoán vốn hoá lớn nhất trong năm 2023

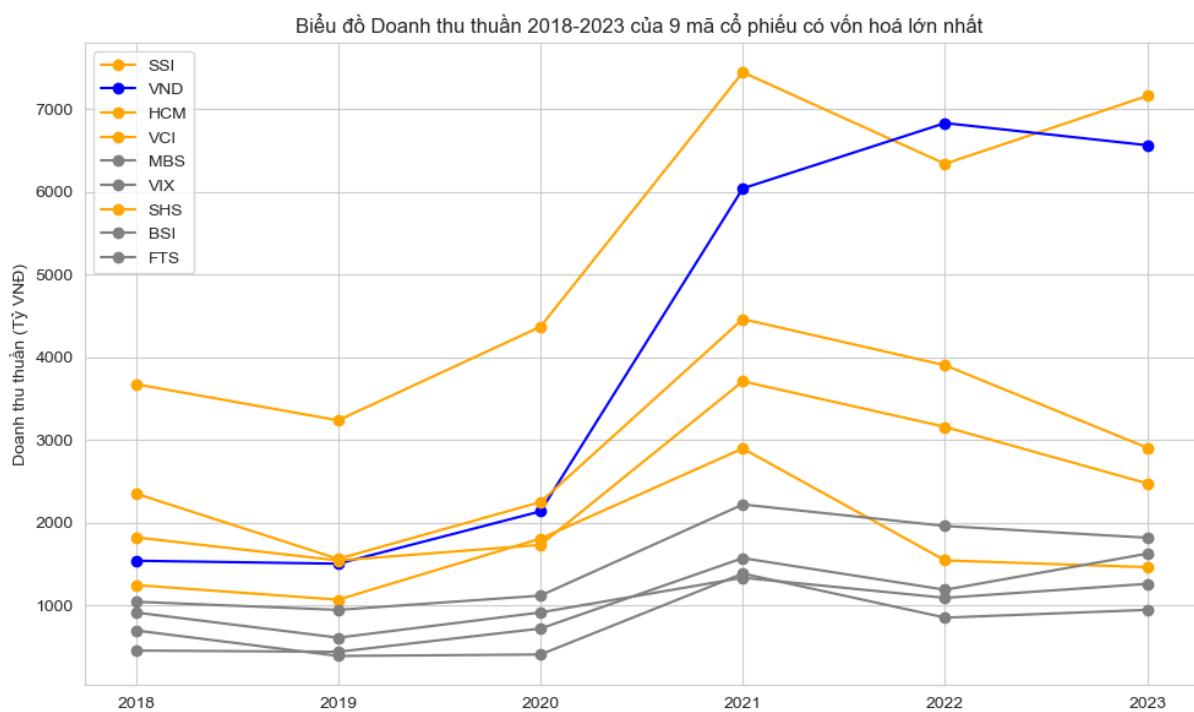
Hình 2.23 trình bày tổng tài sản và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản của 9 công ty chứng khoán vốn hoá lớn nhất trong năm 2023. Phân tích từ hình này, chúng ta có thể

nhận thấy rằng hầu hết các công ty chứng khoán có tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản dưới 50%. Tuy nhiên, có một số trường hợp ngoại lệ như BSI, SHS và VIX với tỷ lệ vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng lớn hơn. Đặc biệt, SHS và VIX có tỷ lệ vốn chủ sở hữu đáng kể, lên tới 90% và 97% tương ứng, cho thấy mức độ sở hữu của cổ đông góp vốn đối với tổng tài sản là rất cao.

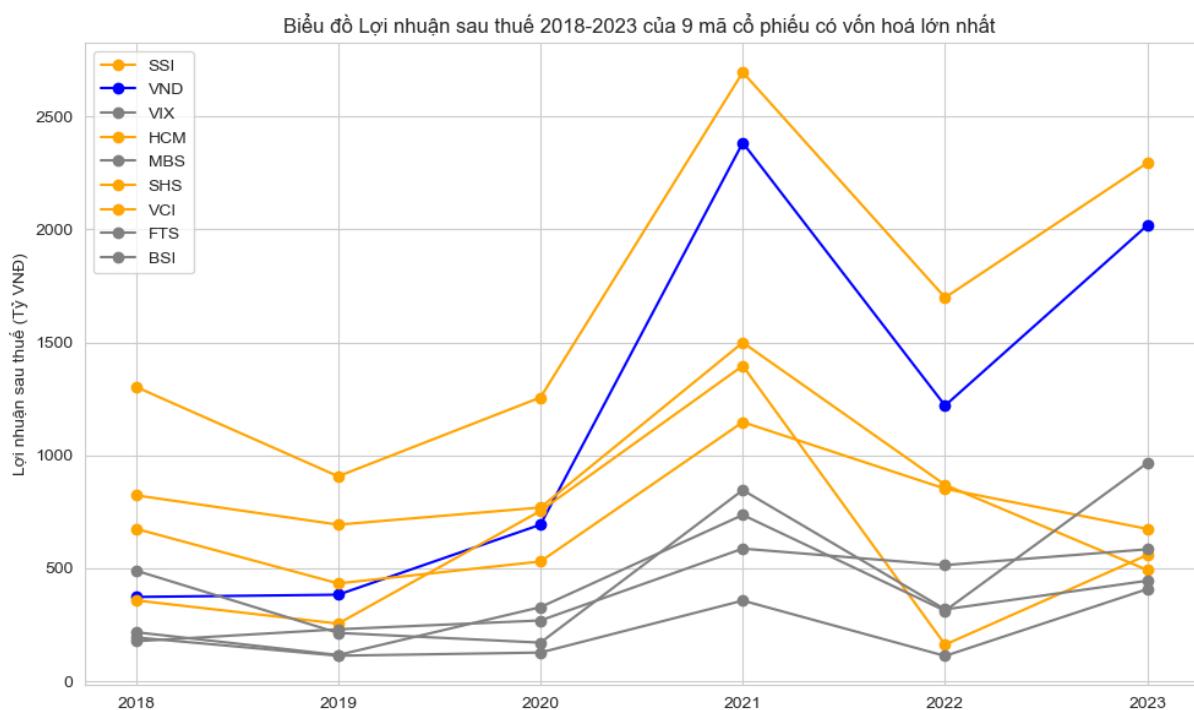
Đối với các công ty có tỷ lệ vốn chủ sở hữu thấp, có thể họ đã sử dụng đòn bẩy tài chính để tăng cường khả năng sinh lời và tối ưu hóa cơ cấu vốn. Trên thực tế, việc sử dụng đòn bẩy trong ngành chứng khoán là một điều phổ biến và bình thường, giúp tối ưu hóa lợi nhuận và tạo ra giá trị cho cổ đông. Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy cũng đi kèm với rủi ro, đặc biệt là khi thị trường hoạt động không ổn định.

Công ty SSI nổi bật với tổng tài sản cao nhất trong số 9 công ty, vượt xa các đối thủ còn lại. Điều này cho thấy SSI sở hữu một cơ cấu tài sản mạnh mẽ và có khả năng tài chính vững chắc. Trong khi đó, công ty FTS lại có tổng tài sản thấp nhất trong số 9 công ty. Đáng chú ý, mặc dù SSI và VND đều có tổng tài sản lớn và cao hơn nhiều các công ty lớn còn, nhưng SSI lại có tổng tài sản lớn hơn gấp khoảng 1,5 lần so với VND. Điều này có thể gợi ý rằng SSI có quy mô hoạt động kinh doanh và cơ cấu tài sản lớn hơn, có thể mang lại lợi thế cạnh tranh trong ngành chứng khoán. Điều đó chứng tỏ SSI là một đối thủ cạnh tranh yếu với công ty chứng VNDIRECT.

2.4.5 Phân tích doanh thu và lợi nhuận các công ty vốn hoá lớn nhất trong ngành chứng khoán:



Hình 2. 24. Doanh thu thuần 2018-2023 của 9 công ty chứng khoán vốn hóa lớn



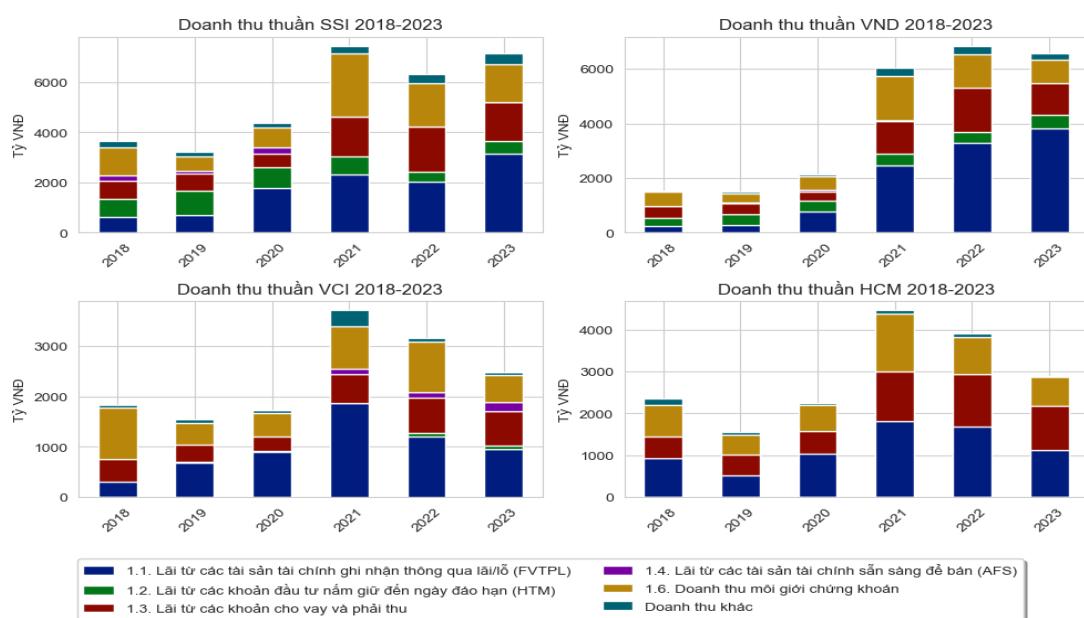
Hình 2. 25. Lợi nhuận sau thuế 2018-2023 của 9 công ty chứng khoán vốn hóa lớn

Biểu đồ trong Hình 2.24 và Hình 2.25 là biểu đồ đường, minh họa sự biến đổi của doanh thu và lợi nhuận sau thuế theo thời gian của các mã cổ phiếu. Các đường màu cam đại diện nằm trong 5 công ty chứng khoán có vốn hóa lớn nhất, trong khi các công ty còn lại được đại diện bằng màu xám. Công ty VNDIRECT được đánh dấu bằng màu

xanh. Trong chú thích của biểu đồ, các đường được sắp xếp theo thứ tự giảm dần của doanh thu trong Hình 2.24 và lợi nhuận trong Hình 2.25 trong năm 2023.

Từ hai biểu đồ trên, có thể thấy rằng các công ty có vốn hóa lớn thường có mức doanh thu cao hơn so với các công ty có vốn hóa nhỏ hơn. Tuy nhiên, khi xem xét về lợi nhuận, điều này lại cho thấy một diễn biến khác. Trong giai đoạn tăng trưởng, lợi nhuận tăng mạnh hơn đáng kể, nhưng trong giai đoạn suy thoái, lợi nhuận cũng giảm mạnh, dẫn đến việc có trường hợp một vài mức lợi nhuận sau thuế nhỏ hơn. Chẳng hạn, lợi nhuận của SHS đã tăng mạnh từ 2019 đến 2021, nhưng từ năm 2021, lợi nhuận đã giảm mạnh xuống dưới mức thấp hơn hầu hết các công ty khác. Vậy nên, các công ty chứng khoán vốn hóa lớn hơn thường biến động lợi nhuận mạnh hơn. Trong năm 2022, lợi nhuận của hầu hết các công ty chứng khoán đã giảm đáng kể. Dù vậy, MBS vẫn duy trì được sự ổn định trong doanh thu và lợi nhuận.

Doanh thu và lợi nhuận của VND tăng trưởng mạnh theo thời gian, từ doanh thu dưới 2000 tỷ tăng lên tới doanh thu gần 7000 tỷ cao nhất trong các công ty chứng ở năm 2022. Mặc dù năm đó doanh thu VND cao hơn SSI nhưng lợi nhuận vẫn nhỏ hơn SSI tầm 500 tỷ. Điều này có thể cho thấy rằng mặc dù có doanh thu cao, nhưng lợi nhuận của VND vẫn chưa tăng đồng đều theo đó, có thể do các yếu tố khác như chi phí hoạt động, cơ cấu chi phí, hoặc các yếu tố thuế khác nhau giữa hai công ty.



Hình 2. 26. Cơ cấu doanh thu 4 công ty chứng khoán lớn nhất biến động qua từng năm 2018-2023.

Biểu đồ trong Hình 2.26 là một biểu đồ cột chồng, cung cấp cái nhìn tổng quan về cơ cấu doanh thu của bốn công ty chứng khoán có vốn hóa cao nhất qua các năm. Tại mỗi năm, chúng ta có thể nhìn thấy sự phân phôi của doanh thu giữa các thành phần chính như "Lãi FVTPL" (Lãi từ giá trị công cụ tài chính có thể bán được), "Doanh thu môi giới chứng khoán" và "Lãi từ các khoản cho vay và phải thu".

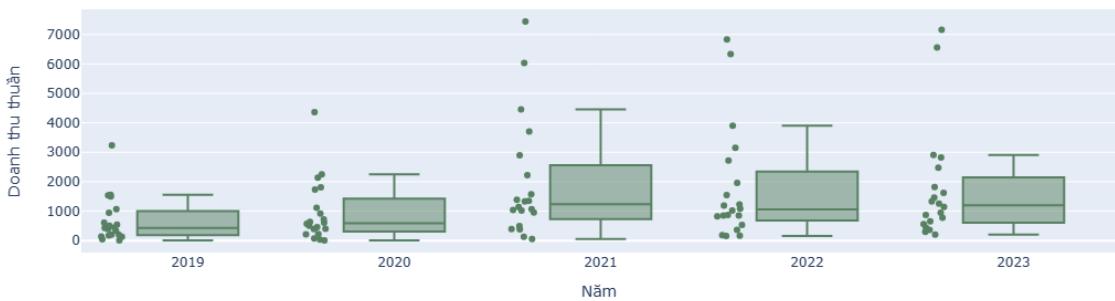
Một điểm đáng chú ý là sự khác biệt giữa các công ty trong cách họ thu được doanh thu, đặc biệt là thông qua hoạt động kinh doanh liên quan đến tài sản giữ đến ngày đáo hạn (HTM). Ví dụ, VND và SSI đã ghi nhận một khoản doanh thu từ lãi HTM, trong khi VCI và HCM không có hoặc có giá trị nhỏ.

Tài sản giữ đến ngày đáo hạn (HTM) thường bao gồm các tài sản mà công ty có ý định giữ cho đến khi đáo hạn mà không có kế hoạch hoặc nhu cầu để bán đi. Việc thu được doanh thu từ hoạt động này thường phản ánh sự ổn định và lâu dài trong chiến lược đầu tư của công ty. Sự có mặt hoặc vắng mặt của doanh thu từ lãi HTM có thể cho thấy sự khác biệt trong chiến lược và quản lý tài sản của mỗi công ty, đồng thời cũng phản ánh sự đa dạng trong cách tiếp cận và tối ưu hóa lợi nhuận từ các nguồn thu nhập khác nhau.

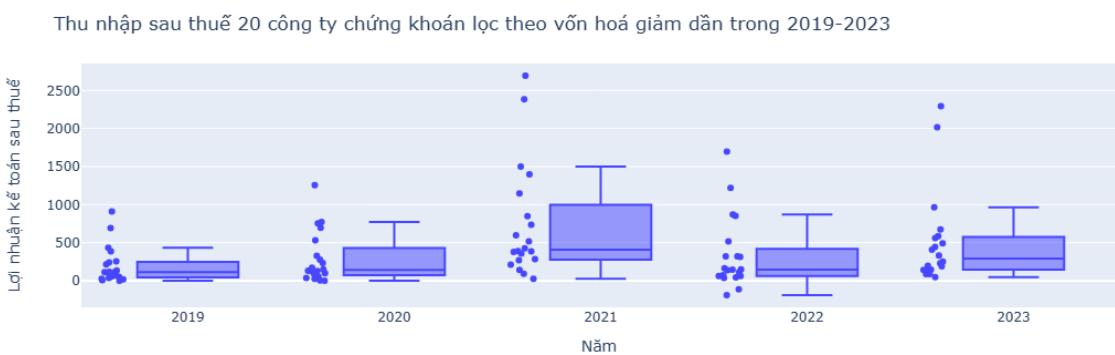
Năm 2022, chúng ta thấy một sự giảm đáng kể trong hoạt động doanh thu môi giới của các công ty. Điều này có thể là kết quả của một thị trường khó khăn hoặc những biến động không lường trước trong môi trường kinh doanh chứng khoán. Sự giảm doanh thu môi giới có thể được giải thích bởi một số yếu tố. Trong một thị trường chứng khoán biến động, môi giới chứng khoán thường phản ánh sự mua bán của khách hàng. Khi thị trường không ổn định, số lượng giao dịch thường giảm, dẫn đến giảm doanh thu môi giới.

Ngoài ra, biểu đồ cũng cho thấy một xu hướng tăng về hoạt động cho vay margin từ 2021 đến 2023, được thể hiện qua mục "Lãi từ các khoản cho vay và phải thu". Tăng về hoạt động cho vay của công ty chứng khoán có thể được kích thích bởi nhu cầu vay mượn tăng lên từ phía khách hàng. Trong một thị trường biến động, các nhà đầu tư có thể muốn tận dụng cơ hội đầu cơ hoặc đầu tư bằng cách vay tiền để mua các tài sản tài chính. Điều này có thể dẫn đến tăng cường hoạt động cho vay của các công ty chứng khoán nhằm đáp ứng nhu cầu này và tăng cường dòng tiền và tối ưu hóa lợi nhuận từ các hoạt động tài chính.

Doanh thu thuần 20 công ty chứng khoán lọc theo vốn hoá giảm dần trong 2019-2023



Hình 2. 27. Doanh thu thuần 20 công ty chứng khoán vốn hoá hàng đầu trong năm 2019-2023



Hình 2. 28. Thu nhập sau thuế 20 công ty chứng khoán vốn hoá hàng đầu trong năm 2019-2023

Biểu đồ trong Hình 2.27 và 2.28 là biểu đồ box-plot, kèm theo các điểm giá trị trong tập dữ liệu của 20 công ty chứng khoán hàng đầu. Biểu đồ này được sử dụng để trực quan hóa phân phối của các đặc trưng dạng số như "Doanh thu thuần" và "Lợi nhuận sau thuế" qua từng năm.

Biểu đồ box-plot, hay còn gọi là biểu đồ hộp định tính, là một công cụ mạnh mẽ để trực quan hóa phân phối của một tập dữ liệu và các đặc tính thống kê của nó. Dưới đây là các thành phần chính của một biểu đồ box-plot và cách giải thích chúng:

- Trục X: Biểu diễn các khoảng giá trị của dữ liệu.
- Hộp (Box): Biểu thị phân vị 25% (Q1) đến phân vị 75% (Q3) của dữ liệu. Chiều dài của hộp biểu thị phạm vi tương đối của dữ liệu giữa Q1 và Q3, gọi là phạm vi tứ phân vị (Interquartile Range - IQR).

- Đường kẻ giữa hộp (Median): Biểu thị giá trị trung vị của tập dữ liệu, nghĩa là giá trị ở vị trí chính giữa tập dữ liệu.
- Đường ngoài hộp (Whiskers): Thường mở rộng từ các biên của hộp đến các giới hạn ngoài cùng của dữ liệu. Thông thường, chúng có thể là 1.5 lần IQR hoặc phụ thuộc vào các yếu tố cụ thể khác như giá trị tối đa hoặc tối thiểu của dữ liệu.
- Các điểm ngoại lệ (Outliers): Là các giá trị nằm ngoài phạm vi của các đường whiskers. Các điểm ngoại lệ thường được đánh dấu riêng hoặc được hiển thị dưới dạng các điểm độc lập trên biểu đồ. Trong trường hợp của biểu đồ tôi sử dụng, các điểm ngoại lệ có thể được xác định thông qua phần trực quan điểm (Point) được vẽ cạnh bên biểu đồ box-plot theo từng năm.

Từ hình 2.27 và hình 2.28, có thể nhận thấy sự biến động của doanh thu và lợi nhuận trong ngành chứng khoán từ năm 2019 đến 2023 thông qua kết quả của 20 công ty chứng khoán hàng đầu:

- Doanh thu của 20 công ty chứng khoán từ năm 2019 đến 2023 đã trải qua sự biến động nhất định. Trong giai đoạn 2019-2020, phân phối doanh thu hẹp và tập trung ở mức thấp. Tuy nhiên, từ giai đoạn 2021-2023, doanh thu đã phân phối rộng hơn và tăng dần theo từng năm, với giá trị trung vị ngày càng lớn.
- Lợi nhuận sau thuế của 20 công ty trong năm 2019 ban đầu có phân phối hẹp và tập trung ở mức lợi nhuận thấp. Tuy nhiên, từ năm đó trở đi, phân phối lợi nhuận đã mở rộng đặc biệt là vào đỉnh điểm vào năm 2021, với phân phối rộng hơn hầu hết các năm khác và tập trung ở mức lợi nhuận cao nhất trong giai đoạn 2019-2023 với khoảng từ phân vị (IQR) là 275 tỷ đồng (Q1) đến 996.5 tỷ đồng (Q3). Ngược lại, năm 2020 là năm có sự ảm đạm về lợi nhuận, với mức lợi nhuận giảm đáng kể đến dưới 500 tỷ. Thậm chí, có công ty ghi nhận lỗ trong năm 2022, cụ thể là mã cổ phiếu VDS với lỗ 115 tỷ và APG với lỗ 190 tỷ.
- Theo phân tích từ hình 2.24 và hình 2.25, SSI và VND thường có doanh thu cao hơn hẳn so với các công ty còn lại. Điều này cũng được thể hiện qua biểu đồ box-plot ở các giá trị ngoại lai. Trong giai đoạn 2021-2023, có hai giá trị ngoại lai của doanh thu và lợi nhuận lớn hơn hẳn các giá trị còn lại, đó lần lượt là SSI và VND. Điều đáng chú ý là SSI liên tục dẫn đầu về doanh thu và lợi nhuận, trong khi VND có doanh thu và lợi nhuận không quá cao trong năm 2018, nhưng lại tăng trưởng

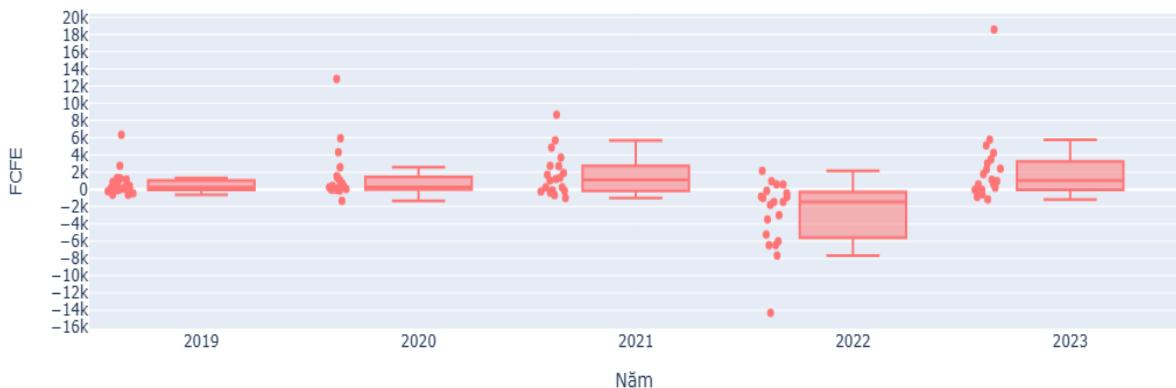
mạnh trong giai đoạn 2021-2023 và dẫn đầu về doanh thu trong năm 2022, điều này cho thấy sự tăng trưởng tiềm năng của VND.

2.4.5 Áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) cho các công ty vốn hóa hàng đầu trong ngành chứng khoán:

Trong phần này, tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho cổ đông (FCFE) cho 20 công ty, được lọc theo vốn hóa từ lớn nhất đến nhỏ dần. Phương pháp này dựa trên các giả định dự phóng, tương tự như khi định giá công ty chứng khoán VNDIRECT đã được đề cập trong phần 2.3.1 của chương 2:

- Tăng trưởng doanh thu các năm dự phóng sẽ bằng trung bình trượt 5 năm gần nhất. Ví dụ năm 2024 bằng giá trị trung bình từ năm 2019 đến 2023, năm 2025 sẽ bằng giá trị trung bình từ năm 2020 đến 2024 (bao gồm giá trị vừa dự đoán là năm 2024),....
- Các tỷ lệ phần trăm trên doanh thu thuần của các năm dự phóng bằng giá trị trung bình từ năm 2019 đến 2023.
- Tỷ lệ “% Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp / lợi nhuận trước thuế” các năm dự phóng có giá trị bằng với giá trị ở năm cuối cùng (2023)

FCFE 20 công ty chứng khoán lọc theo vốn hóa giảm dần trong 2019-2023



Hình 2. 29. FCFE 20 công ty chứng khoán vốn hóa hàng đầu trong năm 2019-2023

Bảng 2. 17. Kết quả áp dụng phương pháp định giá chiết khấu FCFE cho 20 công ty vốn hóa hàng đầu

Mã CP		Historical FCFE 2019	Historical FCFE 2020	Historical FCFE 2021	Historical FCFE 2022	Historical FCFE 2023	Forecast FCFE 2024	Forecast FCFE 2025	Forecast FCFE 2026	Equity value 2023	Share Outstanding 2023	Price per share 2023	Current Price
0	SSI	6350.00	12846.00	5676.00	-14309.00	18556.00	10159.56	12635.47	15446.33	73185.40	1503.00	48692.88	34650.00
1	VND	1344.00	4308.00	8676.00	-6455.00	-49.00	6559.74	10240.03	16271.04	65261.34	1217.80	53589.54	20300.00
2	VCI	962.00	1096.00	4868.00	-3498.00	4230.00	1860.31	2250.72	2762.32	12356.12	437.50	28242.57	46700.00
3	HCM	-614.00	5950.00	267.00	-7653.00	5115.00	1397.11	1728.33	2067.57	9462.59	459.30	20602.20	26450.00
4	SHS	1304.00	177.00	-178.00	-6454.00	-324.00	-1029.32	-1214.92	-1309.73	-4845.50	813.20	-5958.56	18200.00
5	FTS	373.00	705.00	3682.00	-2974.00	1809.00	974.51	1470.00	2353.98	9736.09	214.60	45368.54	54500.00
6	MBS	1157.00	2599.00	1192.00	-993.00	3505.00	2369.15	2917.42	3621.27	12426.27	437.80	28383.44	26700.00
7	VIX	-441.00	-12.00	-977.00	-5215.00	1109.00	-2414.38	-3543.34	-5075.89	-23761.80	669.40	-35497.17	16800.00
8	BSI	890.00	409.00	2762.00	-6009.00	2434.00	111.70	135.27	155.95	700.68	202.80	3455.00	51000.00
9	CTS	2743.00	1339.00	1701.00	-1449.00	3017.00	2731.53	3418.33	4308.92	18197.48	148.70	122377.13	34900.00
10	DSC	nan	nan	-129.00	588.00	-562.00	-311.76	-1183.97	-5192.70	-43006.84	204.80	-209994.34	22500.00
11	ORS	-209.00	-1302.00	241.00	953.00	-1152.00	-8647.56	-21039.09	-51938.66	-247579.60	200.00	-1237898.01	14200.00
12	AGR	189.00	137.00	-173.00	-156.00	194.00	93.17	110.84	133.79	645.14	215.40	2995.06	17800.00
13	VDS	306.00	-118.00	1031.00	-824.00	623.00	280.43	369.77	483.94	2525.57	210.00	12026.53	18250.00
14	TVS	422.00	356.00	2717.00	2175.00	5771.00	3560.13	4752.16	6195.25	60465.09	151.30	399637.07	23850.00
15	BVS	-626.00	1559.00	1906.00	-1766.00	2333.00	788.60	945.32	1161.31	5197.50	72.20	71987.50	34000.00
16	PHS	38.00	274.00	1369.00	-1448.00	950.00	479.94	658.93	942.40	25961.74	150.00	173078.27	nan
17	VFS	-96.00	-18.00	-377.00	-433.00	606.00	-309.40	-458.98	-657.51	-7659.21	120.00	-63826.72	19000.00
18	APG	38.00	4.00	-238.00	-872.00	-55.00	-1238.92	-4129.44	-16283.29	-83646.08	153.60	-544570.81	13500.00
19	AAS	13.00	48.00	-644.00	571.00	-877.00	-326.32	-606.37	-899.36	-3375.00	230.00	-14673.90	8100.00

Nhận xét từ biểu đồ “Hình 2.29” như sau:

- Năm 2019, phân phõi của FCFE tập trung chủ yếu trong khoảng từ -41.5 tỷ đồng (Q1) đến 1059.5 tỷ đồng (Q2).
- Năm 2020, phân phõi FCFE mở rộng hơn khi các công ty đầu ngành như SSI, VND, HCM tăng lên, với giá trị dao động từ -4 tỷ đồng (Q1) đến 1449 tỷ đồng (Q3).
- Năm 2021, phân phõi FCFE tiếp tục mở rộng do giá trị ngoại lai của SSI giảm, trong khi các mã cổ phiếu có giá trị thấp từ năm 2019-2020 thì tăng lên rõ ràng, như VCI, FTS, BSI. FCFE trong năm 2021 tập trung chủ yếu trong khoảng từ -175.5 (Q1) tỷ đồng đến 2739.5 (Q3) tỷ đồng.

- Năm 2022, phân phối FCFE mở rộng hơn nhiều, nhưng tập trung vào các giá trị âm, đặc biệt là từ -5612 tỷ đồng (Q1) đến -294.5 tỷ đồng (Q2). Các công ty có vốn hoá càng lớn thường có FCFE càng thấp hơn trong năm 2022 này.
- Năm 2023, FCFE dần hồi phục sau một năm khó khăn, và phân phối hẹp lại, tập trung trong khoảng từ -52 tỷ đồng (Q1) đến 3261 tỷ đồng (Q3).
- FCFE của SSI dẫn đầu ngành trong 2 năm 2019-2020, rồi đứng thứ hai vào năm 2021, nhưng giảm mạnh nhất vào năm 2022 với giá trị thấp nhất ngành là -14309 tỷ đồng. Khi thị trường ổn định trở lại, FCFE của SSI lại đứng đầu vào năm 2023.
- Có thể thấy SSI thường có FCFE lớn nhất trong ngành, nhưng khi thị trường khó khăn, SSI giảm mạnh xuống vị trí thấp nhất vào năm 2022 với giá trị -14309 tỷ đồng. Điều này cho thấy giá trị FCFE của SSI rất cực đoan và thường là giá trị ngoại lai qua các năm.

Bảng 2.17 cung cấp dữ liệu kết quả định giá FCFE cho 20 công ty chứng khoán hàng đầu. Bảng dữ trên có các thành phần như sau:

- Historical FCFE (FCFE lịch sử): Đây là số liệu cho thấy dòng tiền tự do cho cổ đông trong các năm trước đó.
- Forecast FCFE (FCFE dự phóng): Đây là số liệu ước lượng dự phóng từ Historical FCFE (FCFE lịch sử) với các giả định đã nêu ở trên.
- Equity value 2023 (Giá trị vốn chủ sở hữu năm 2023): Đây là ước lượng về giá trị thị trường của công ty tại thời điểm cuối cùng của năm 2023, dựa trên phương pháp định giá FCFE. Đây là một chỉ số ước lượng để đánh giá giá trị thực của công ty trên thị trường.
- Share Outstanding 2023 (Số lượng cổ phiếu lưu hành năm 2023): Đây là số lượng cổ phiếu của một công ty mà được phát hành và đang được giao dịch trên thị trường tài chính. Điều này thường phản ánh tổng số cổ phiếu mà công ty đã phát hành, được tính bằng vốn cổ phần chia cho mệnh giá.
- Price per share (Giá cổ phiếu): Đây là giá trị của một cổ phiếu trong công ty tại thời điểm cuối cùng của năm 2023. Giá trị này được tính từ Equity value 2023 (Giá trị vốn chủ sở hữu năm 2023) chia cho số lượng cổ phiếu lưu hành. Đây là thông tin quan trọng cho các nhà đầu tư khi thẩm định giá nội tại của cổ phiếu với giá thị trường để quyết định mua hoặc bán cổ phiếu của công ty.

- Current price (Giá hiện tại): Đây là giá trị thị trường hiện tại của cổ phiếu của công ty. So sánh giữa giá hiện tại và giá trị định giá có thể giúp đánh giá xem cổ phiếu của công ty đang được định giá như thế nào trên thị trường.

Nhận xét từ kết quả bảng 2.17:

- Kết quả "Equity value 2023" và "Price per share 2023" cho một số mã cổ phiếu, như VIX, cho thấy rằng phương pháp chiết khấu FCFE có thể không phù hợp cho các công ty này. Điều này có thể xuất phát từ sự biến động mạnh trong lịch sử FCFE hoặc sự tích lũy nhiều giá trị âm.
- Ngoài ra, chúng ta cũng có thể gặp phải các giá trị "Price per share 2023" lớn không hợp lý, như trường hợp của mã cổ phiếu TVS với giá 399,637 đồng, so với giá hiện tại là 23,850 đồng. Sự đột biến này có thể xuất phát từ việc có ít cổ phiếu lưu hành, chỉ 151 triệu cổ phiếu, chỉ ra rằng các công ty này có vốn cổ phần nhỏ. Điều này là một trong những hạn chế của phương pháp FCFE, đặc biệt là khi định giá các công ty nhỏ.
- Ta thấy ngoài VND, còn có SSI, MBS, CTS, BVS được định giá thấp hơn giá trị thực của chúng theo phương pháp chiết khấu FCFE.

2.4.6 Áp dụng phân tích trực quan các yếu tố giao dịch của cổ phiếu trong ngành chứng khoán:

Trong phần này, tôi chọn 4 công ty chứng khoán lớn nhất tại Việt Nam để phân tích xu hướng các yếu tố giao dịch. Tôi thu thập các dữ liệu lịch sử giao dịch trong khoảng thời gian 3 năm (6/5/2021 – 6/5/2024) của 4 mã cổ phiếu này bao gồm SSI, VND, VCI, HCM.

2.4.6.1 Thống kê mô tả:

Bảng 2. 18. Thống kê mô tả dữ liệu giao dịch SSI 5/2021-5/2024.

SSI	open	high	low	close	volume
count	728.00	728.00	728.00	728.00	728.00
mean	29161.88	29674.13	28644.81	29123.41	18302667.86
std	8327.58	8412.08	8231.46	8310.24	8893292.06
min	12600.00	13710.00	12560.00	13370.00	4040700.00
25%	20960.00	21297.50	20527.50	20880.00	12147400.00
50%	30285.00	31285.00	29710.00	30385.00	16524600.00
75%	35802.50	36260.00	35200.00	35650.00	22967225.00
max	49380.00	50160.00	47810.00	48590.00	69559104.00

Bảng 2. 19. Thống kê mô tả dữ liệu giao dịch VND 5/2021-5/2024.

VND	open	high	low	close	volume
count	725.00	725.00	725.00	725.00	725.00
mean	20824.85	21268.87	20381.22	20791.51	19587745.41
std	5415.08	5503.71	5315.60	5391.76	13286771.52
min	9120.00	10200.00	9120.00	9720.00	2000300.00
25%	16700.00	17280.00	16250.00	16720.00	9442700.00
50%	20500.00	20870.00	20000.00	20400.00	17325100.00
75%	23050.00	23500.00	22700.00	23050.00	26534300.00
max	35080.00	36250.00	34290.00	34780.00	105878000.00

Bảng 2. 20. Thống kê mô tả dữ liệu giao dịch VCI 5/2021-5/2024.

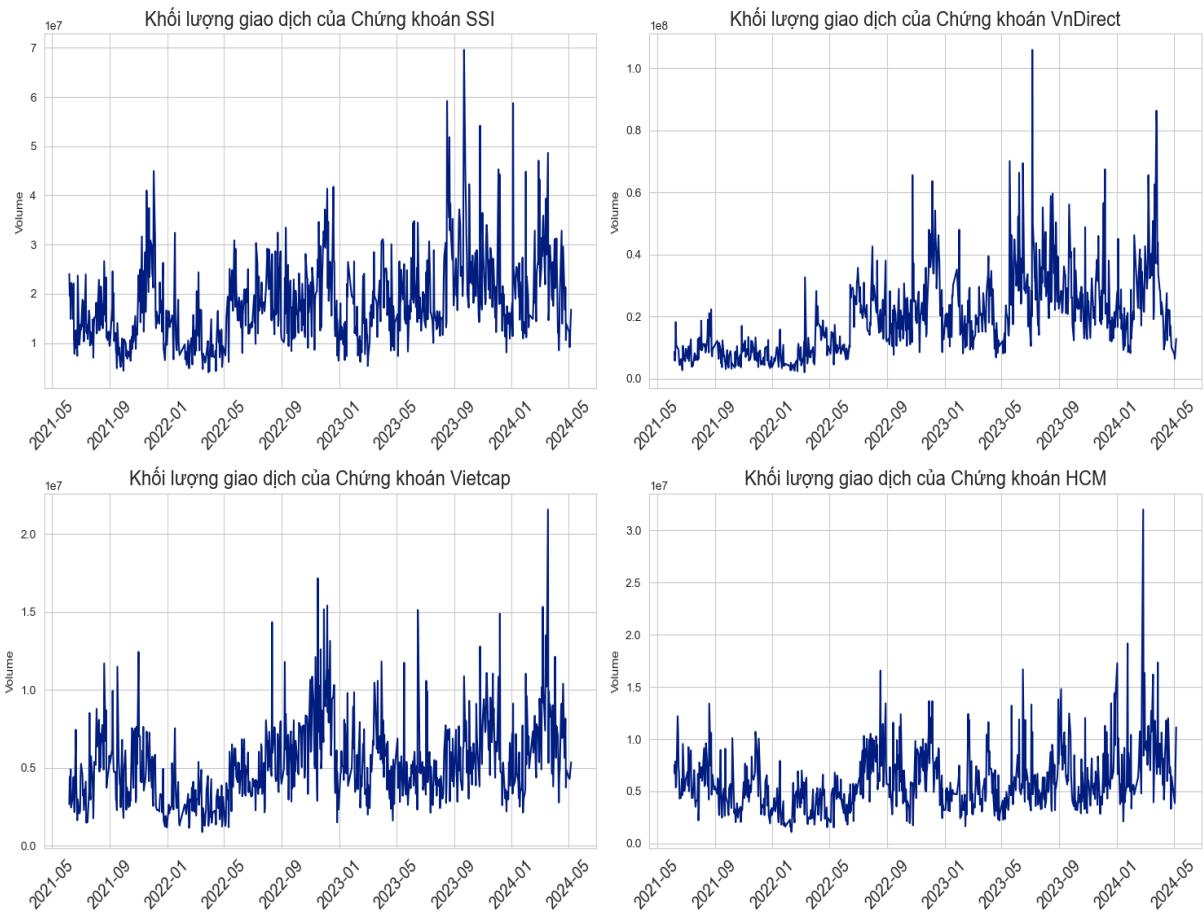
VCI	open	high	low	close	volume
count	728.00	728.00	728.00	728.00	728.00
mean	37781.01	38530.50	37023.36	37731.96	5246850.41
std	9177.78	9225.17	9092.50	9142.33	2657339.65
min	15760.00	17140.00	15760.00	16900.00	869200.00
25%	29735.00	30657.50	28852.50	29440.00	3380825.00
50%	39060.00	40450.00	38125.00	39285.00	4783850.00
75%	44097.50	44800.00	43350.00	44025.00	6684950.00
max	58100.00	59250.00	56350.00	58240.00	21562700.00

Bảng 2. 21. Thống kê mô tả dữ liệu giao dịch HCM 5/2021-5/2024.

HCM	open	high	low	close	volume
count	728.00	728.00	728.00	728.00	728.00
mean	21179.90	21576.53	20775.76	21137.97	5936075.00
std	5149.97	5174.90	5106.77	5134.78	2974886.14
min	9580.00	10980.00	9580.00	10280.00	1108600.00
25%	16912.50	17260.00	16517.50	16887.50	3956175.00
50%	20940.00	21205.00	20560.00	20840.00	5386950.00
75%	25355.00	25770.00	25032.50	25317.50	7130275.00
max	33000.00	33460.00	32200.00	32479.00	31976200.00

- Số lượng dữ liệu: Tất cả các mã đều có 728 điểm dữ liệu, trừ VND có 725 điểm dữ liệu. Sự khác biệt này có thể do vào tháng 3, công ty chứng khoán VNDIRECT đã trải qua một cuộc tấn công mạng khiến hệ thống của họ bị sập. Trong thời gian đó, Hose đã ngưng giao dịch với công ty chứng khoán này, có thể gây ra thiếu sót trong dữ liệu.
- Giá trung bình: VCI có giá đóng cửa trung bình cao nhất (37,732), tiếp theo là SSI (29,123), HCM (21,138), và VND (20,791).
- Độ lệch chuẩn: Giá lịch sử VCI có độ biến động cao nhất (độ lệch chuẩn cao nhất) với độ lệch chuẩn là 9142.33, tiếp theo là SSI (8310.24), VND (5391.76) và HCM(5134.78).
- Khối lượng giao dịch: VND có khối lượng giao dịch trung bình cao nhất (19,587,745.41), tiếp theo là SSI (18,302,667.86), HCM (5,936,075), và cuối cùng là VCI (5,246,850.41) có khối lượng giao dịch trung bình thấp nhất.

2.4.6.2 Khối lượng giao dịch (Volume):



Hình 2. 30. Khối lượng giao dịch của 4 cổ phiếu công ty chứng khoán vốn hoá lớn nhất 05/2021-05/2024.

Khối lượng giao dịch của cổ phiếu VND ổn định xung quanh mức 10 triệu ($0.1e8$) từ tháng 05/2021 đến tháng 05/2022, nhưng sau đó có sự biến động lớn với khối lượng giao dịch dao động xung quanh 30 triệu ($0.4e8$) trong giai đoạn từ 2022 đến 2024.

Trong khi đó, các mã cổ phiếu khác có khối lượng giao dịch ổn định hơn. SSI có khối lượng giao dịch dao động xung quanh gần 20 triệu ($2e7$), trong khi HCM và VCI có khối lượng giao dịch dao động xung quanh ở mức thấp hơn, chỉ khoảng 5 triệu ($0.5e7$).

2.4.6.3 Đường trung bình động của giá đóng cửa (Moving Average - MA) :



Hình 2. 31. Các đường trung bình động giá của 4 cổ phiếu công ty chứng khoán vốn hóa lớn nhất 05/2021-05/2024.

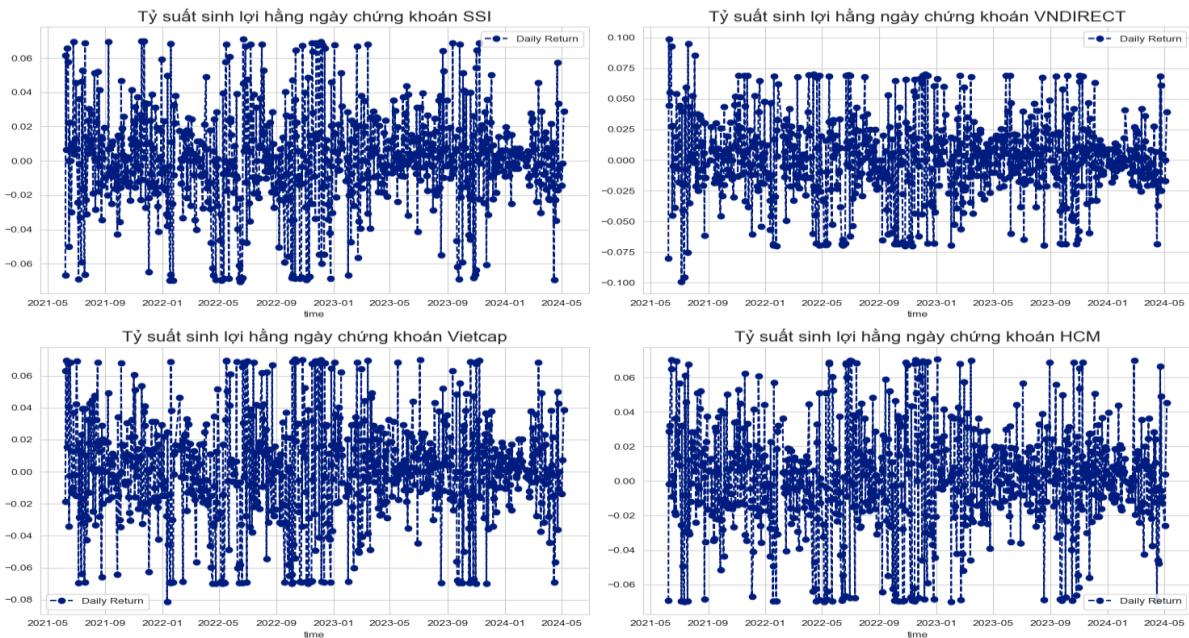
Qua biểu đồ đường giá đóng cửa và các đường trung bình động giá đóng cửa, ta thấy 4 cổ phiếu đều có nét tương đồng là đường giá cắt qua đường MA 20 ngày, nhưng lại nhỏ hơn đường MA 50 ngày và đồng thời đường MA 25 ngày sắp hoặc đã cắt đường MA 50 ngày từ trên xuống. Điều đó nói lên các tín hiệu sau đây:

- Đường giá cắt qua đường MA 20 ngày: Khi đường giá cắt qua đường MA 20 ngày từ dưới lên, đây thường được coi là một tín hiệu tích cực. Tuy nhiên, khi đường giá lại nhỏ hơn đường MA 50 ngày, chúng ta cần xem xét kỹ lưỡng hơn.
- Đường MA 25 ngày cắt đường MA 50 ngày từ trên xuống: Đây là tín hiệu bán. Khi đường MA 25 ngày cắt đường MA 50 ngày từ trên xuống, nó cho thấy xu hướng giá có

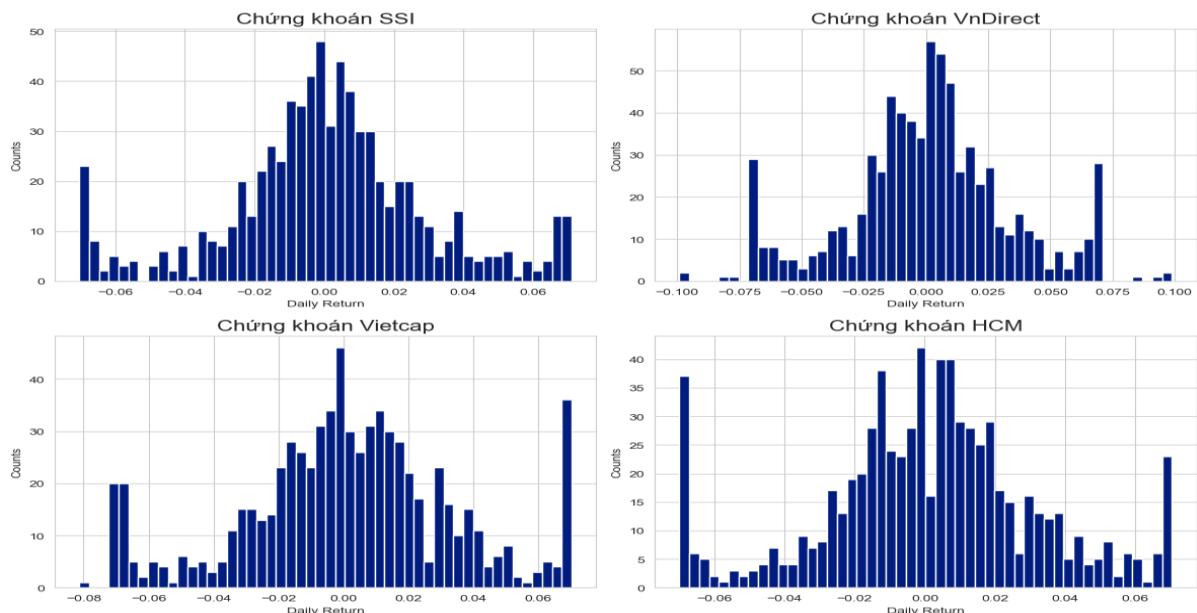
khả năng chuyển từ tăng sang giảm. Điều này thường được hiểu là sự yếu hơn của xu hướng tăng giá và có thể là dấu hiệu của một sự điều chỉnh hoặc đảo chiều.

Tóm lại, việc kết hợp cả hai tín hiệu trên cho thấy khả năng giảm giá trong tương lai, và do đó được coi là tín hiệu bán dưới góc nhìn phân tích kỹ thuật.

2.4.6.4 Tỷ suất sinh lợi qua mỗi một ngày (Daily Return):



Hình 2. 32. Tỷ suất sinh lợi hằng ngày của 4 cổ phiếu công ty chứng khoán vốn hoá lớn nhất 05/2021-05/2024.



Hình 2. 33. Biểu đồ phân phối "tỷ suất sinh lợi hằng ngày" của 4 cổ phiếu công ty chứng khoán vốn hoá lớn nhất 05/2021-05/2024.

Qua 3 biểu đồ trên, ta có thể rút ra được các nhận định sau:

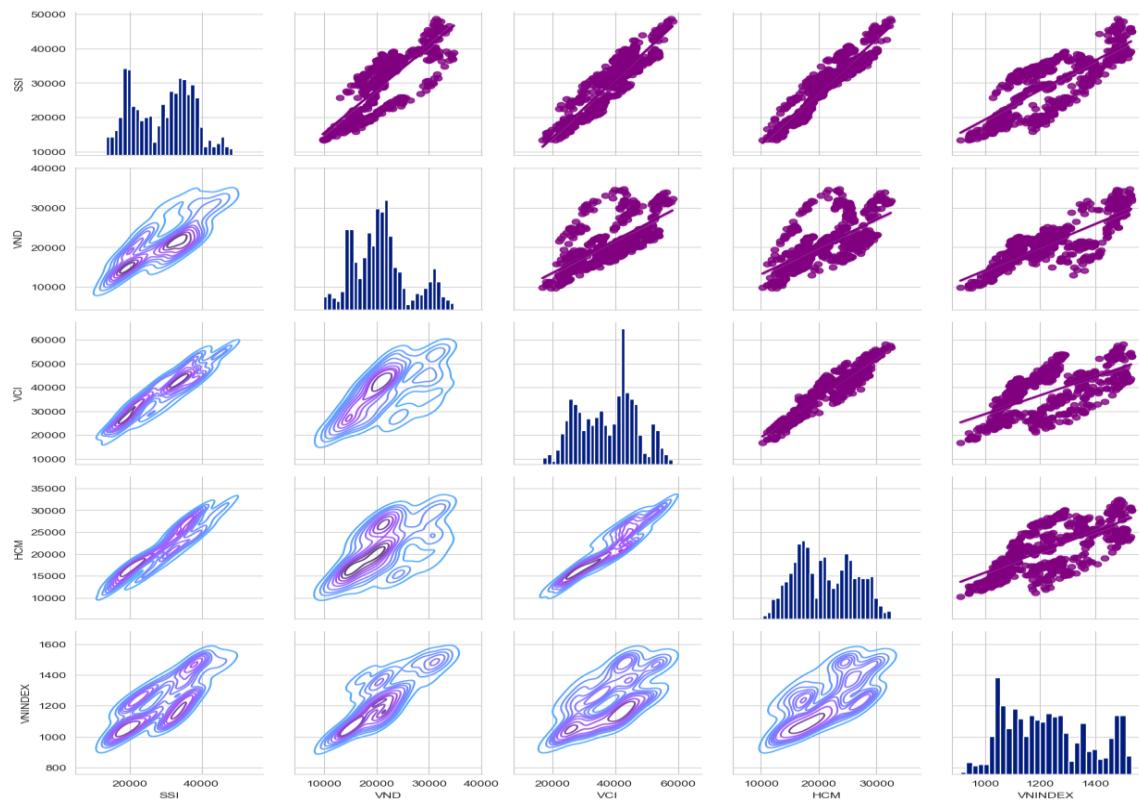
- Có thể nhận thấy một số xu hướng tương đồng giữa bốn mã cổ phiếu qua biểu đồ trong hình 2.32. Đặc biệt là trong khoảng thời gian từ tháng 1 năm 2023 đến tháng 5 năm 2024, cả bốn cổ phiếu đều có xu hướng tương đồng về tỷ suất sinh lợi như một mô hình xu hướng theo thời gian. Cụ thể, từ tháng 3 năm 2023 đến tháng 5 năm 2023, có mức tỷ suất sinh lợi thấp và ổn định so với thời gian gần đó, trong khi từ tháng 9 năm 2023 đến gần tháng 1 năm 2024, có mức tỷ suất sinh lợi cao và dao động mạnh hơn so với vài tháng trước đó.
- Phân phối lợi nhuận hàng ngày: Biểu đồ histogram phân phối lợi nhuận hàng ngày của các mã cổ phiếu cho thấy mức độ biến động khác nhau. Khi biểu đồ hẹp và nhọn hơn, đồ thị tập trung cao hơn vào khu vực trung tâm; như trường hợp của VND và SSI. Cả hai đều có phân phối khá nhọn so với hai mã cổ phiếu khác là VCI và HCM cho thấy phần lớn thời gian thì tỷ suất sinh lợi vẫn ổn định ở mức nhỏ. Tuy nhiên, ở VND, tần suất phân bố đồng đều ở cả hai phía cực -0.75 và 0.75, với giá trị tần suất khá cao là gần 30 lần; trong khi tần suất lợi nhuận hàng ngày ở hai phía cực của SSI, phân bố phần lớn ở mức độ âm, cho thấy nếu biến động mạnh thì sẽ có xu hướng giảm tỷ suất lợi nhuận theo ngày. Khác với hai mã cổ phiếu trên, VCI và HCM có phân phối rộng hơn. Tuy nhiên, giá trị tần suất lớn nhất vẫn gần 0, cho thấy tỷ suất sinh lợi ổn định ở mức thấp xuất hiện nhiều nhất, với tần suất trên 40 lần. Sự khác biệt về phân phối tỷ suất sinh lợi hàng ngày của VCI và HCM nằm ở phân bố tần suất ở hai phía cực. VCI có phân bố tần suất lớn ở phía cực dương 0.7, lên đến gần 35 lần xuất hiện, trong khi HCM lại có phân bố tần suất lớn ở phía cực âm -0.7, với hơn 35 lần xuất hiện. Điều này cho thấy khi có biến động mạnh, VCI có xu hướng tăng tỷ suất lợi nhuận hàng ngày, trong khi HCM có xu hướng giảm.

2.4.5.6 Trực quan mối tương quan với chỉ số thị trường (VNindex):

Áp dụng các biểu đồ để thể hiện mối tương quan giữa các biến:

- Biểu đồ Histogram: Các biểu đồ histogram nằm trên đường chéo từ trên trái xuống dưới phải thể hiện phân bố của từng biến. Mỗi biểu đồ cho thấy tần suất phân bố của giá cổ phiếu cho mỗi mã, chỉ số.

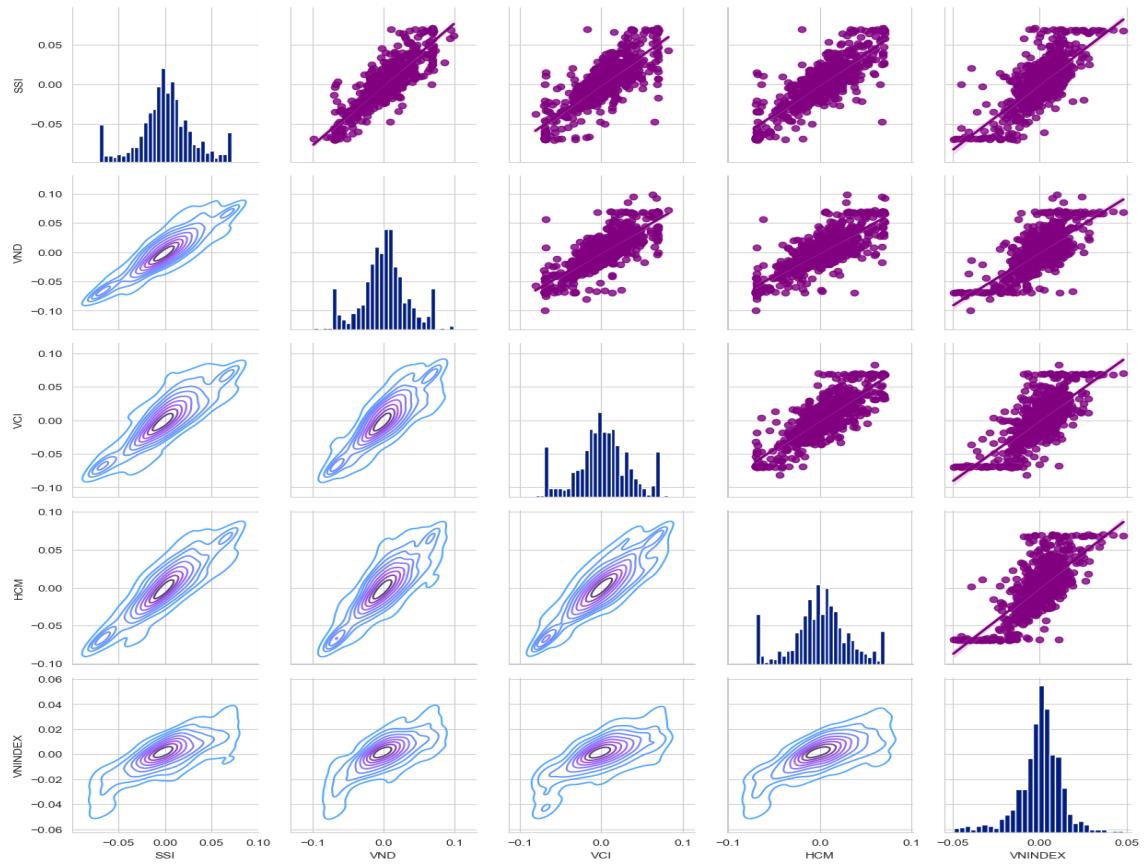
- Biểu đồ Phân tán: Các biểu đồ phân tán nằm ngoài ở 2 bên đường chéo thể hiện mối tương quan giữa các mã chứng khoán, chỉ số.
- Biểu đồ hồi quy: Biểu đồ hồi quy sẽ thể hiện mối quan hệ giữa hai mã chứng khoán hoặc chỉ số. Trong trường hợp này, mỗi điểm trên biểu đồ sẽ thể hiện giá cổ phiếu của hai mã hoặc chỉ số tại một thời điểm nhất định. Đường hồi quy sẽ được vẽ để thể hiện xu hướng chung của dữ liệu.
- Biểu đồ ước lượng mật độ hạt nhân: Biểu đồ này sẽ thể hiện mật độ của các điểm dữ liệu. Trong trường hợp này, đường kẻ màu xanh trong biểu đồ phân tán sẽ thể hiện mật độ điểm dữ liệu. Mỗi đường kẻ màu xanh càng đậm thì mật độ càng cao, tức là có nhiều điểm dữ liệu tập trung ở đó hơn.
- Bản đồ nhiệt hệ số tương quan: là một cách trực quan hóa dữ liệu trong đó các giá trị trong một ma trận (hoặc một bảng dữ liệu) được biểu diễn bằng màu sắc. Mỗi ô trong biểu đồ nhiệt biểu diễn hệ số tương quan giữa các cổ phiếu, chỉ số.



Hình 2. 34. Biểu đồ trực quan mối tương quan giữa các giá đóng cửa của 4 cổ phiếu công ty chứng khoán vốn hoá lớn nhất 05/2021-05/2024.

Dựa theo biểu đồ mối tương quan về giá đóng cửa 3 năm từ 05/2021 đến 05/2024 của 4 cổ phiếu cùng với chỉ số VNINDEX:

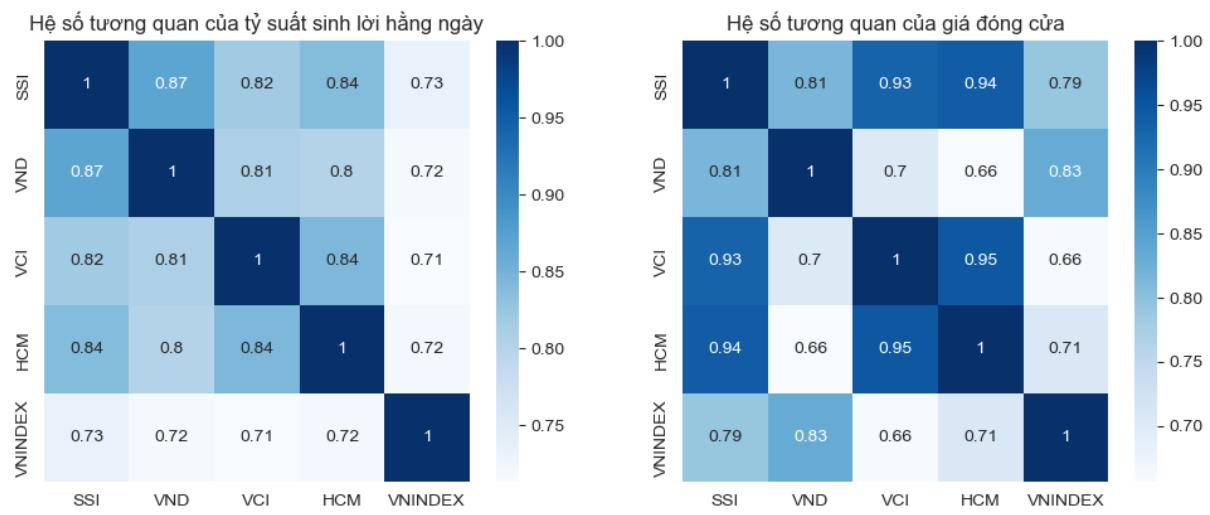
- Phân phối giá đóng cửa của VCI, HCM, VNINDEX tương đối đều trong 3 năm qua, nhưng ta có thể thấy giá đóng cửa của VCI có một giá trị yếu vị lớn hơn gần bằng 40000 đồng (Hay còn gọi là Mode, dùng để chỉ một hoặc khoảng giá trị xuất hiện nhiều nhất trong tập dữ liệu) có tần suất cao đột biến so với các giá trị còn lại.
- Biểu đồ phân phối của SSI có hai đỉnh chính tại các giá trị xung quanh 20,000 đồng và 30,000 đồng, và biểu đồ của VND cũng có hai đỉnh chính tại các giá trị xung quanh 20,000 và giá trị thấp hơn ở mức xung quanh 30,000 đồng. Điều này cho thấy rằng dữ liệu có hai 'đỉnh' hoặc 'modes', tức là có hai giá trị xuất hiện nhiều nhất trong dữ liệu. Loại phân phối này được gọi là phân phối đỉnh kép hoặc phân phối bimodal.
- Các giá đóng cửa của 4 cổ phiếu này đều có mối quan hệ tuyến tính đồng biến với nhau và đồng biến với chỉ số thị trường.
- Các giá đóng cửa của 4 cổ phiếu này đều có mối quan hệ tuyến tính đồng biến với nhau và đồng biến với chỉ số thị trường.
- Qua biểu đồ phân tán, ta thấy giá đóng cửa của cổ phiếu VND có mức độ phân tán khá rộng so với giá đóng cửa của 3 công ty còn lại và chỉ số VNINDEX. Tương tự như VND, VNINDEX cũng phân tán rộng với 4 mã cổ phiếu.



Hình 2. 35. Biểu đồ trực quan mối tương quan giữa các tỷ suất sinh lời hàng ngày của 4 cổ phiếu công ty chứng khoán vốn hóa lớn nhất 05/2021-05/2024.

Dựa theo biểu đồ mối tương quan về tỷ suất sinh lợi hàng ngày 3 năm từ 05/2021 đến 05/2024 của 4 cổ phiếu cùng với chỉ số VNINDEX:

- Phân phối của tỷ suất sinh lời theo ngày của chỉ số VNINDEX gần với phân phối chuẩn.
- Biểu đồ tuyến tính cho thấy đường hồi quy nhỏ nhất (OLS) có độ dốc cao, chỉ ra mối quan hệ tuyến tính mạnh mẽ. Biểu đồ phân tán của 4 công ty cũng cho thấy mức độ phân tán không quá lớn. Từ hai đặc điểm này, có thể nhận thấy rằng các giá trị tỷ suất sinh lời hàng ngày của 4 cổ phiếu này đều có mối quan hệ tuyến tính đồng biến chặt chẽ với nhau và đồng thời đồng biến với tỷ suất sinh lời hàng ngày của thị trường.



Hình 2. 36. Bản đồ nhiệt hệ số tương quan tỷ suất sinh lời hàng ngày cùng với giá cổ phiếu trong 05/2021-05/2024 của 4 cổ phiếu công ty chứng khoán vốn hoá lớn nhất với chỉ số VNINDEX.

Dựa theo bản đồ nhiệt hệ số tương quan về tỷ suất sinh lợi hàng ngày và giá đóng cửa của 4 cổ phiếu cùng với chỉ số VNINDEX:

– Tỷ suất sinh lời hàng ngày:

- SSI có mối tương quan mạnh mẽ với VND (0.87), VCI (0.82), và HCM (0.84). Điều này có nghĩa là khi tỷ suất sinh lời hàng ngày của SSI thay đổi, tỷ suất sinh lời hàng ngày của VND, VCI, và HCM cũng có xu hướng thay đổi theo cùng một hướng.
- Tương tự, VNINDEX có mối tương quan mạnh với SSI (0.73), VND (0.72), VCI (0.71), và HCM (0.72). Điều này cho thấy rằng chỉ số VNINDEX có thể phản ánh một phần sự biến động của tỷ suất sinh lời hàng ngày của các công ty chứng khoán này.

– Giá đóng cửa:

- SSI có mối tương quan mạnh mẽ với VCI (0.93) và HCM (0.94). Điều này có nghĩa là khi giá đóng cửa của SSI thay đổi, giá đóng cửa của VCI và HCM cũng có xu hướng thay đổi theo cùng một hướng.
- VNINDEX có mối tương quan mạnh với SSI (0.79) và VND (0.83), nhưng yếu hơn với VCI (0.66) và HCM (0.71). Điều này cho thấy rằng chỉ số VNINDEX có

thể phản ánh một phần sự biến động của giá đóng cửa của SSI và VND, nhưng không phản ánh đầy đủ sự biến động của VCI và HCM.

Tóm lại, thông qua việc phân tích và trực quan hóa dữ liệu, có thể thấy rằng các cổ phiếu của các công ty chứng khoán lớn tại Việt Nam có mối quan hệ chặt chẽ với nhau và với chỉ số VNINDEX, phản ánh sự phụ thuộc lẫn nhau và ảnh hưởng đối với nhau trong biến động giá cổ phiếu và tỷ suất sinh lời hàng ngày. Điều này cung cấp thông tin quý giá cho các nhà đầu tư và phân tích viên trong việc đánh giá rủi ro và cơ hội đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2.5 Phân tích thị trường:

2.5.1 Biến động của các chỉ số:

2.5.1.1 VN-Index:

Trong những năm gần đây, thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua những biến động đáng chú ý. Năm 2018, mặc dù bắt đầu với triển vọng tích cực và VN-Index lập kỷ lục mới vào tháng 4, nhưng cuối cùng kết thúc với mức giảm 14% so với đầu năm. Năm 2019, thị trường có dấu hiệu phục hồi nhẹ nhàng khi VN-Index tăng 7,7%. Tuy nhiên, năm 2020 lại là một năm khó khăn với sự lan rộng của đại dịch Covid-19, dẫn đến mức giảm mạnh 30% của VN-Index.

Năm 2021 chứng kiến một sự phục hồi mạnh mẽ khi VN-Index tăng đến 142%, lập kỷ lục mới tại 1.535 điểm. Tuy nhiên, năm 2022 lại chứng kiến những biến động không ổn định, với VN-Index giảm 14% và đóng cửa tại 1.327 điểm.

Đến năm 2023, thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu năm với sự tăng trưởng nhẹ nhàng, và tính đến tháng 4, VN-Index đã tăng 3,5% so với đầu năm, hiện đang giao dịch ổn định tại mức 1.373 điểm. Những biến động này phản ánh sự phức tạp của tình hình kinh tế và yếu tố tài chính cũng như tác động của các sự kiện toàn cầu lên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2.5.1.2 HNX-Index và UPCOM-Index:

Ngoài VN-Index, hai chỉ số chứng khoán khác của thị trường Việt Nam là HNX-Index và UPCOM-Index cũng thường xuyên trải qua các biến động đáng chú ý, thường có mức độ biến động cao hơn so với VN-Index.

Trong năm 2020 khi đại dịch Covid-19 gây ra sự chao đảo lớn trong thị trường chứng khoán toàn cầu, HNX-Index và UPCOM-Index cũng ghi nhận các biến động đáng kể. HNX-Index giảm mạnh hơn so với VN-Index do tập trung vào các công ty niêm yết trên Hà Nội Stock Exchange (HNX), trong khi UPCOM-Index, tập trung vào các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường OTC (Over-The-Counter), cũng trải qua mức độ biến động cao.

Tương tự, trong năm 2021 khi thị trường chứng khoán phục hồi mạnh mẽ, HNX-Index và UPCOM-Index cũng ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng, tuy nhiên mức độ biến động của họ vẫn cao hơn so với VN-Index, phản ánh tính đặc thù của các doanh nghiệp được niêm yết trên các sàn này.

Trong năm 2023, việc HNX-Index tăng 5,2% và UPCOM-Index tăng 2,8% so với đầu năm là một dấu hiệu tích cực cho thị trường chứng khoán, nhưng vẫn cần theo dõi sát sao để hiểu rõ hơn về xu hướng và tình hình tổng thể của thị trường chứng khoán Việt Nam.

2.5.1.3 Dòng vốn nội:

Trong khi chờ đợi dòng vốn từ nước ngoài rẽ, thì trước mắt năm 2024 dòng tiền nội sẽ tham gia và kích hoạt đà tăng của TTCK VN. Theo đó, ngành ngân hàng và chứng khoán có thể hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp.

Ngành ngân hàng năm 2024 sẽ hồi phục, với hành lang pháp lý được cải thiện với việc ra đời của Luật Kinh doanh bất động sản (sửa đổi) và Luật Các tổ chức tín dụng (sửa đổi). Bên cạnh đó, việc các Thông tư 02 và Thông tư 06 vẫn còn hiệu lực tới giữa năm 2024 sẽ giúp các ngân hàng hỗ trợ doanh nghiệp

Mặt bằng lãi suất thấp kỷ lục dự kiến duy trì trong 2-3 quý đầu năm, giúp các doanh nghiệp và ngân hàng giảm chi phí vốn, cải thiện lợi nhuận

Tính hết năm 2023, các cổ phiếu trong ngành ngân hàng đang được giao dịch với P/B quá khứ trung bình là 1,52 lần. Như vậy, với triển vọng lợi nhuận trước thuế trong năm 2024 có thể tăng 20%, dự kiến P/B năm 2024 của các cổ phiếu nhóm này sẽ tăng lên mức 1,5 lần.

Ngành chứng khoán hưởng lợi trực tiếp từ mặt bằng lãi suất thấp và các giải pháp nâng hạng thị trường trong 2024. Cụ thể, mặt bằng lãi suất dự báo được duy trì ở mức

thấp giúp tăng định giá của các cổ phiếu niêm yết và cải thiện dòng tiền từ nhà đầu tư trong nước. Vốn hóa thị trường/GDP của VN ở mức khá thấp so với các nước trong khu vực Châu Á, số lượng tài khoản giao dịch hiện ở mức 7,2% dân số, còn nhiều dư địa tăng trưởng trong tương lai cho TTCK Việt Nam.

Cuối năm 2023, các cổ phiếu ngành chứng khoán đang được giao dịch với P/E và P/B quá khứ trung bình là 25,24 lần và 1,74 lần. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trong 2024 trung bình là 20%, dự kiến P/E năm 2024 của cả ngành sẽ giảm xuống.

2.5.1.4 Dòng vốn ngoại:

- Hướng lợi về việc thay đổi quy định về giao dịch không ký quỹ 100%

Đáng chú ý, dự thảo thông tư mới bổ sung quy định về giao dịch không ký quỹ 100% tiền của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Ngoài ra, để tăng tính minh bạch trên TTCK và tạo điều kiện cho nhà đầu tư tiếp cận thông tin, dự thảo Thông tư bổ sung thêm ngôn ngữ công bố thông tin gồm cả tiếng Việt và tiếng Anh.

Nâng hạng thị trường và môi trường lãi suất thấp là yếu tố giúp kéo dòng vốn ngoại quay trở lại TTCK Việt Nam.

Theo quy định hiện hành, nhà đầu tư nước ngoài phải ký quỹ 100% giao dịch, và đây được coi là điểm nghẽn cần được gỡ bỏ trong tiến trình nâng hạng thị trường. Hiện nay, Việt Nam đã đạt 7/9 tiêu chí, còn 2 tiêu chí cần hoàn thiện là ký quỹ trước giao dịch và tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài.

Động thái của UBCKNN diễn ra trong bối cảnh khôi ngoại gần đây mạnh tay bán ròng, kéo dài chuỗi ngày “xả hàng” trên TTCK Việt Nam. Tính từ đầu năm 2024, riêng dòng tiền rút ròng từ các quỹ ETF lên tới 4.951 tỷ đồng. Có thể thấy, quyết tâm của Chính phủ, cơ quan quản lý để khẩn trương triển khai các biện pháp cần thiết về việc nâng hạng thị trường và đưa hệ thống KRX vào vận hành càng cung cấp niềm tin cho các nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài.

Theo tính toán của Ngân hàng Thế giới, nếu được nâng hạng lên thị trường mới nổi, TTCK Việt Nam có thể thu hút 25 tỷ USD vốn đầu tư gián tiếp từ các nhà đầu tư quốc tế đổ vào cho tới năm 2030.

Giới phân tích nhận định, nâng hạng thị trường sẽ tác động đến thanh khoản của TTCK, thanh khoản của cổ phiếu vốn hóa lớn khi các quỹ đầu tư nước ngoài giao dịch nhiều hơn.

Ông Phan Dũng Khánh, Giám đốc Tư vấn Đầu tư Chứng khoán Maybank cho rằng một trong những lợi ích lớn nhất của việc nâng hạng chính là thu hút thêm dòng vốn ngoại. Bởi tỷ trọng giao dịch của khối ngoại hiện chỉ chiếm khoảng 10% - 15% toàn thị trường, trong khi con số này trước đây luôn là 30% - 40%.

"Để tạo sức hấp dẫn cho TTCK nhằm đáp ứng điều kiện nâng hạng, cần bổ sung thêm hàng hóa chất lượng là các doanh nghiệp ở những nhóm ngành công nghệ, trí tuệ nhân tạo, năng lượng xanh, sạch... góp phần thu hút vốn ngoại", ông Khánh nói.

– Nhiều hơn yếu tố ủng hộ

Bên cạnh quyết tâm của Chính phủ, cơ quan quản lý Việt Nam, động thái mới đây của Ủy ban Thị trường mở Liên bang Mỹ (FOMC) quyết định giữ nguyên lãi suất tham chiếu ở mức 5,25-5,5%, đồng thời nhấn mạnh khả năng giảm lãi suất 3 lần trong năm 2024 mang tới dự báo đồng USD yếu đi, có thể dẫn tới giảm sức ép tỷ giá VND, tác động tích cực tới nhà đầu tư, nhất là nhà đầu tư ngoại. Qua đó, tạo điều kiện để dòng tiền lớn quay trở lại.

“Việc FED bắt đầu lộ trình giảm lãi suất sẽ góp phần giảm áp lực lên tỷ giá USD/VND. Chính sách tiền tệ nói lỏng của Ngân hàng Nhà nước cũng kích thích dòng tiền chảy vào chứng khoán”, bà Ngô Hương Thảo, chuyên gia tư vấn đầu tư Công ty Chứng khoán Mirae Asset nhận định.

Bên cạnh đó, môi trường lãi suất thấp cũng tạo thêm động lực cho các doanh nghiệp tái đầu tư, tiêu dùng nội địa được thúc đẩy, qua đó cung cấp thêm bức tranh kết quả kinh doanh năm 2024. Lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn được dự báo có thể đạt tốc độ tăng trưởng lên tới 20% - 25% so với cùng kỳ.

Đồng thời, mức nền tảng đồi tháp của những năm trước cũng sẽ tạo điều kiện thuận lợi để TTCK bứt phá mạnh mẽ trong năm 2024. "TTCK Việt Nam đang bắt đầu một chu kỳ tăng trưởng mới thay vì xu hướng tích lũy như trước. Bên cạnh đó, môi trường lãi suất thấp sẽ thúc đẩy dòng tiền đầu tư vào thị trường nhiều hơn trong thời gian tới", ông Nguyễn Thanh Tùng, Tổng Giám đốc Chứng khoán Yuanta Việt Nam đánh giá.

Hiện tại, quỹ ETF lớn nhất thị trường là Fubon ETF với quy mô hơn 22.200 tỷ đồng đến từ Đài Loan. Trong bối cảnh khói ngoại nói chung mạnh tay bán ròng hàng nghìn tỷ, Fubon ETF vẫn đang trong xu hướng hút ròng, từ đầu năm 2024 đến nay đã hút ròng 380 tỷ đồng và toàn bộ giải ngân mua cổ phiếu Việt Nam.

2.5.1.5 Khối lượng giao dịch:

Trong năm 2023, thị trường chứng khoán Việt Nam chứng kiến một sự tăng trưởng đáng kể trong khối lượng giao dịch. Khối lượng giao dịch bình quân đạt hơn 600 triệu cổ phiếu/phụt. Khối lượng giao dịch là một chỉ số quan trọng, thường phản ánh sự tính động và hoạt động của thị trường. Trên cơ sở những cải thiện về tình hình kinh tế và những biện pháp hỗ trợ từ chính sách, năm 2023 đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Sự tăng trưởng của khối lượng giao dịch này có thể được giải thích bằng nhiều yếu tố. Đầu tiên, sự tăng cường về thông tin và tiện ích trong giao dịch chứng khoán đã thu hút nhiều nhà đầu tư mới tham gia vào thị trường. Thứ hai, sự phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế sau đại dịch Covid-19 đã tạo ra lòng tin và sự quan tâm từ phía các nhà đầu tư. Cuối cùng, chính sách hỗ trợ và khuyến khích đầu tư từ phía chính phủ cũng đã góp phần tạo ra một môi trường đầu tư tích cực.

Tuy nhiên, việc tăng trưởng của khối lượng giao dịch cũng đặt ra một số thách thức, bao gồm cần phải đảm bảo tính minh bạch và sự ổn định của thị trường, đồng thời cung cấp thông tin đầy đủ và chính xác để nhà đầu tư có thể ra quyết định đầu tư hiệu quả. Việc duy trì sự tăng trưởng này và đảm bảo tính ổn định của thị trường chứng khoán sẽ đòi hỏi sự hợp tác chặt chẽ từ các bên liên quan, bao gồm cả các tổ chức quản lý thị trường và các nhà đầu tư.

2.5.1.6 Giá trị giao dịch:

Trong năm 2023, giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã phản ánh sự phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế và sự quan tâm gia tăng từ các nhà đầu tư. Giá trị giao dịch là một chỉ số quan trọng, thể hiện tổng giá trị của các giao dịch chứng khoán được thực hiện trên thị trường trong một khoảng thời gian nhất định. Trong năm 2023, giá trị giao dịch bình quân đạt hơn 25.000 tỷ đồng/phụt.

Sự gia tăng đáng kể của giá trị giao dịch trong năm 2023 phản ánh sự hứng thú và lòng tin của các nhà đầu tư trong việc tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

Các yếu tố như sự tăng trưởng của các doanh nghiệp, tiềm năng phát triển của nền kinh tế, và các biện pháp hỗ trợ từ chính sách đều đóng góp vào sự tăng trưởng này.

Tuy nhiên, việc tăng trưởng của giá trị giao dịch cũng đặt ra một số thách thức. Đối với các nhà đầu tư, điều quan trọng là phải đảm bảo rằng các quyết định đầu tư được đưa ra dựa trên thông tin đầy đủ và chính xác, đồng thời cần phải có kế hoạch đầu tư và quản lý rủi ro hiệu quả. Đối với các tổ chức quản lý thị trường, cần có các biện pháp giám sát và kiểm soát chặt chẽ để đảm bảo sự minh bạch và tính công bằng trên thị trường.

Tóm lại, sự gia tăng của giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2023 phản ánh sự phục hồi và sự phát triển của thị trường, nhưng đồng thời cũng đòi hỏi sự chú ý và quản lý cẩn thận để đảm bảo tính ổn định và bền vững của thị trường.

2.5.1.7 Nhóm ngành:

– Ngành tăng trưởng tốt:

- Chứng khoán
- Bất động sản
- Ngân hàng
- Dầu khí
- Hàng hóa tiêu dùng

– Ngành gặp khó khăn:

- Thép
- Than
- Cao su
- Dệt may
- Du lịch

2.5.1.8 Các sự kiện nổi bật năm 2023:

– Thủ tướng chỉ đạo quyết liệt triển khai các giải pháp nâng hạng thị trường chứng khoán:

Công điện số 1360/CĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 13/12/2023 yêu cầu Bộ Tài chính chủ trì, phối hợp với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

và các cơ quan liên quan quyết liệt triển khai các nhiệm vụ, giải pháp cần thiết để nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi trong thời gian sớm nhất, nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài, các quỹ đầu tư tổ chức; kịp thời, chủ động báo cáo cấp có thẩm quyền đối với những vấn đề vượt thẩm quyền.

– Ra mắt hệ thống giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ:

Sau chỉ khoảng 9 tháng “chạy đua với thời gian” chuẩn bị, thị trường giao dịch thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ chính thức vận hành từ ngày 19/7/2023 tại Sở GDCK Hà Nội (HNX). Đây được xem là một dấu mốc quan trọng trong chặng đường phát triển thị trường TPĐN tại Việt Nam theo hướng minh bạch, lành mạnh, bền vững hơn.

Việc đưa hệ thống giao dịch TPĐNRL vào vận hành góp phần tăng tính minh bạch, hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư trong giao dịch, từ đó thúc đẩy tính thanh khoản, cũng như tạo điều kiện cho thị trường sơ cấp TPĐNRL phát triển bền vững hơn. Ngoài ra, thị trường này đi vào hoạt động còn giúp cho các cơ quản lý nhà nước trong công tác quản lý, và người dân, doanh nghiệp cũng sẽ giám sát, từ đó nâng cao tính công khai, minh bạch của thị trường.

– Thị trường chứng khoán bị ảnh hưởng mạnh bởi lãi suất, biến động tỷ giá:

Từ tháng 3/2023 Ngân hàng nhà nước khởi động tiến trình giảm lãi suất, đi ngược lại xu hướng tăng lãi suất trên toàn thế giới. Chỉ trong 3 tháng có tới 4 lần thay đổi các mức lãi suất điều hành và trần lãi suất huy động. Hành động quyết liệt này khiến mặt bằng lãi suất VND giảm mạnh và thị trường chứng khoán xuất hiện sóng tăng kéo dài từ tháng 5 tới tháng 9 với mức tăng trưởng VN-Index tới hơn 20%.

Tuy nhiên việc giảm lãi suất mạnh tay cũng đưa đến hệ quả là đồng USD trong nước tăng giá mạnh kết hợp với xu hướng tăng của thế giới do FED tiếp tục tăng lãi suất. Đến cuối tháng 8/2023 tỷ giá VND/USD đã vượt ngưỡng 24.000 đồng. Biến động tỷ giá đã khiến dòng vốn ngoại chảy ngược khỏi thị trường chứng khoán Việt Nam với quy mô lớn. Ngày 21/9/2023 Ngân hàng nhà nước thực hiện phát hành tín phiếu để hỗ trợ tỷ giá khiết thị trường chứng khoán rơi vào xu hướng điều chỉnh kéo dài tới tận đầu tháng 11/2023 với mức sụt giảm khoảng 18%. Ngày 8/11 đợt phát hành tín phiếu kết thúc,

FED dừng tăng lãi suất, tỷ giá trong nước đạt đỉnh và thị trường chứng khoán ổn định trở lại.

– Ngành chứng khoán làm sạch số liệu tài khoản:

Tháng 11/2023 lần đầu tiên số liệu tài khoản đầu tư chứng khoán được ghi nhận sụt giảm đột ngột khi hơn 545.000 tài khoản bị xóa khỏi hệ thống và số bị xóa lớn gấp nhiều lần số tài khoản mở mới. Các công ty chứng khoán bắt đầu quá trình làm sạch số liệu tài khoản, đặc biệt xử lý các “di sản” từ thời kỳ đầu khi thị trường đón nhận các tài khoản mở trong giai đoạn cổ phần hóa bao gồm tài khoản của người lao động; tài khoản giao dịch trên thị trường OTC. Trước đó, từ đầu tháng 10/2023, Thủ tướng Chính phủ Phạm Minh Chính yêu cầu Ủy ban chứng khoán Nhà nước kết nối cơ sở dữ liệu quốc gia về dân cư để làm sạch dữ liệu người tham gia giao dịch chứng khoán.

– Doanh nghiệp Việt tìm đường lên sàn chứng khoán ngoại qua niêm yết cửa sau:

Ngày 15/8/2023 cổ phiếu của công ty Vinfast chính thức được giao dịch trên sàn Nasdaq Global Select Market (Mỹ), sau khi hoàn tất giao dịch hợp nhất kinh doanh với Black Spade Acquisition Co ngày 14/8/2023. Sự kiện này đánh dấu việc lần đầu tiên ghi nhận một doanh nghiệp Việt Nam thông qua niêm yết cửa sau trực tiếp lên sàn giao dịch chính thức tại Mỹ (sàn Nasdaq). Sau sự kiện niêm yết của Vinfast, một doanh nghiệp khác là VNG cũng có kế hoạch lên sàn Nasdaq thông qua cổ đông lớn VNG Limited có trụ sở tại Cayman.

– Vốn ngoại chảy ngược:

Năm 2023 là năm thứ hai thị trường chứng khoán Việt Nam ghi nhận mức bán ròng kỷ lục của nhà đầu tư nước ngoài. Năm 2021 khối ngoại bán ròng khoảng 2,3 tỷ USD là mức cao nhất trong lịch sử thị trường. Tính đến cuối tháng 12/2023 tổng giá trị bán ròng toàn bộ 3 sàn là hơn 24.000 tỷ đồng, trong đó bán ròng trên sàn HoSE đạt hơn 25.700 tỷ đồng.

– Thị trường trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ hạ cánh mềm:

Bong bóng nợ trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ (TPDNRL) “phát nổ” năm 2022 dẫn đến mối lo ngại về sự đổ vỡ dây chuyền của thị trường này trong năm 2023. Tuy nhiên với các quyết sách kịp thời và linh hoạt, thị trường TPDNRL được cho là đã

“hạ cánh mềm” trong năm 2023. Theo số liệu từ Bộ Tài chính, lũy kế từ đầu năm tới 25/12/2023, trên thị trường TPDNRL sơ cấp có 79 doanh nghiệp đã phát hành với khối lượng 245,9 nghìn tỷ đồng, giảm 35,6% so với cùng kỳ năm 2022.

– Hủy niêm yết bắt buộc và vắng bóng doanh nghiệp niêm yết mới:

Năm 2023 có số lượng cổ phiếu niêm yết mới rất thấp do ảnh hưởng của diễn biến thị trường kém khả quan. Trong khi đó kết quả kinh doanh thua lỗ liên tục cũng như nhiều vi phạm công bố thông tin khiến hàng loạt doanh nghiệp phải hủy niêm yết bắt buộc và chuyển sàn. Theo số liệu từ HoSE, trong năm 2023 sàn này chỉ niêm yết mới 4 cổ phiếu trong khi đó có 11 mã cổ phiếu bị hủy niêm yết bắt buộc với khối lượng 1,3 tỷ cổ phiếu. Sàn HNX chỉ có 4 cổ phiếu niêm yết mới trong khi hủy niêm yết tới 17 mã.

– Mạnh tay hơn với các vi phạm hành chính trên thị trường chứng khoán:

Theo số liệu từ cơ quan quản lý, tính từ đầu năm tới đầu tháng 12/2023 đã ban hành 409 quyết định xử phạt với tổng số tiền phạt khoảng gần 37 tỷ đồng; một số vụ việc xử phạt áp dụng hình thức xử phạt bổ sung, biện pháp khắc phục hậu quả như: đình chỉ giao dịch, buộc huỷ bỏ thông tin hoặc cải chính thông tin, buộc từ bỏ quyền biểu quyết. Có 3 vụ việc đến mức truy cứu trách nhiệm hình sự đã được cơ quan điều tra khởi tố (vụ án thao túng cổ phiếu FLC, vụ án thao túng cổ phiếu TGG và BII thuộc nhóm Louis Holding, thao túng cổ phiếu API, APS và IDJ thuộc nhóm APEC), trong đó, vụ án liên quan nhóm Louis Holding đã được xét xử, kết án đối với 5 bị cáo.

– Phát hành cổ phiếu huy động vốn giảm mạnh:

Năm 2023 là năm trầm lắng của hoạt động huy động vốn sau giai đoạn 2021-2022 bùng phát với con số kỷ lục. Theo số liệu đến cuối tháng 10/2023, huy động vốn thông qua chào bán cổ phiếu đạt 50.527 tỷ đồng. Năm 2022 giá trị vốn huy động qua phát hành cổ phiếu đạt 116.684 tỷ đồng, năm 2021 đạt 102.500 tỷ đồng. Ngoài ra trong năm 2023 chỉ có 3 thương vụ IPO, trong đó duy nhất 1 thương vụ thành công, tổng số lượng cổ phần đấu giá thành công đạt 120 triệu cổ phần, tương ứng với giá trị gần 2,6 nghìn tỷ đồng.

2.5.1.9 Kết luận:

Trong suốt 5 năm qua, thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCKVN) đã trải qua nhiều biến động, từ sự tăng trưởng đáng kể đến những giai đoạn giảm đi kèm đầy thách

thúc. Tuy nhiên, dù có những biến động đó, TTCKVN vẫn giữ lại nhiều cơ hội đầu tư hấp dẫn cho nhà đầu tư dài hạn.

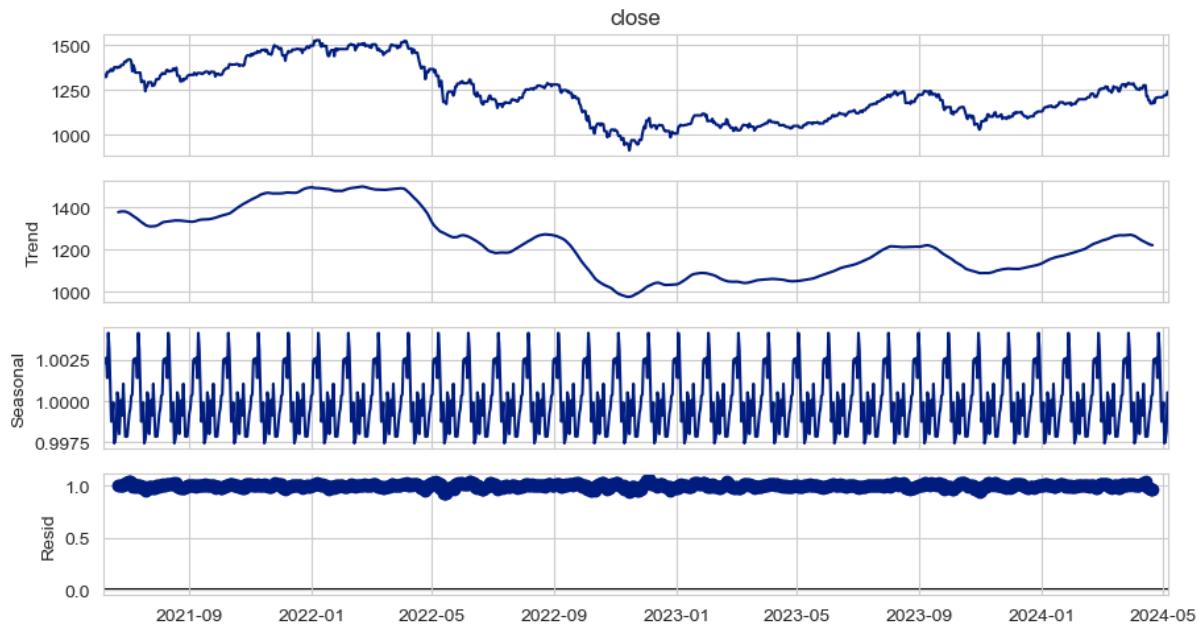
Đối với nhà đầu tư, việc theo dõi các yếu tố vĩ mô và vi mô là rất quan trọng. Các yếu tố như tình hình kinh tế, chính sách tài khóa và tiền tệ của chính phủ, cũng như tình hình thị trường quốc tế có thể ảnh hưởng đến sự biến động của TTCKVN. Ngoài ra, việc chọn lọc kỹ lưỡng cổ phiếu để đầu tư là một yếu tố quyết định. Việc phân tích các chỉ số tài chính, nắm vững hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của các doanh nghiệp sẽ giúp nhà đầu tư đưa ra các quyết định đầu tư có cơ sở và hiệu quả.

Tóm lại, dù có những biến động, TTCKVN vẫn là một điểm đến hấp dẫn cho nhà đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, việc cẩn trọng và cân nhắc khi đưa ra các quyết định đầu tư là rất quan trọng. Điều này đòi hỏi sự hiểu biết sâu rộng về thị trường và sự chăm sóc đầu tư có trách nhiệm.

2.5.2 Dự đoán chỉ số VNINDEX:

Trong phần này, tôi sẽ áp dụng các phương pháp dự đoán chuỗi thời gian để dự đoán chỉ số VNINDEX. Trước tiên tôi thực hiện phân tích phân rã (decomposition) theo mô hình nhân của chuỗi thời gian để hiểu sâu thêm thành phần của chuỗi dữ liệu. Phân tích phân rã giúp chia nhỏ chuỗi thời gian thành các thành phần chính như trend (xu hướng), seasonality (mùa vụ), và residue (phần dư).

2.5.2.1 Tách các thành phần chuỗi thời gian chỉ số VNINDEX:



Hình 2. 37. Biểu đồ phân tích phân tách dữ liệu chuỗi thời gian theo mô hình nhân của chỉ số VNINDEX trong 3 năm 2021-2024.

Dữ liệu chỉ số VNINDEX có yếu tố xu hướng và yếu tố mùa vụ qua biểu đồ trên. Để phù hợp với mô hình thì dữ liệu đầu vào của mình phải là một dữ liệu dừng (stationary), do đó ta cần phải kiểm tra dữ liệu của mình thông qua các kiểm định về tính dừng kiểm định ADF và KPSS.

2.5.2.2 Kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root test):

```

ADF Test:
Null Hypothesis: Not Stationary
ADF Statistic: -1.534492
p-value: 0.516385
Critical Values:
    1%: -3.437
    5%: -2.864
    10%: -2.568

KPSS Test:
Null Hypothesis: Stationary
KPSS Statistic: 2.796202
p-value: 0.010000
Critical Values:
    10%: 0.347
    5%: 0.463
    2.5%: 0.574
    1%: 0.739

```

Hình 2. 38. Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root test) cho chuỗi dữ liệu gốc.

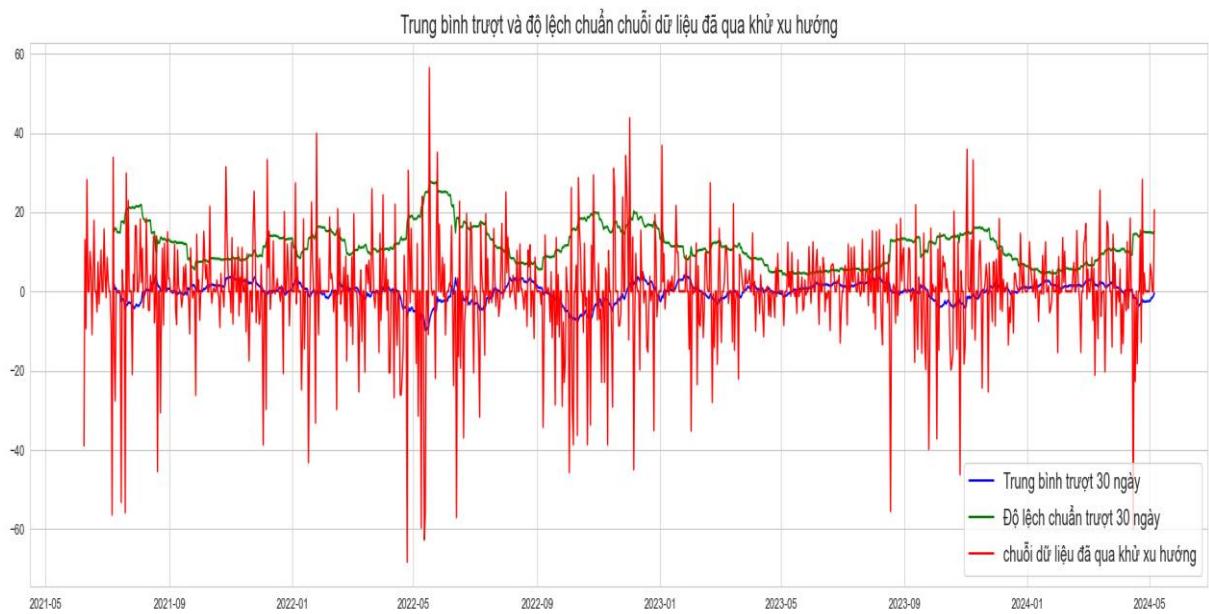
- ADF Test (Augmented Dickey-Fuller): Giá trị p lớn hơn mức ý nghĩa 0.05, vì vậy chúng ta không thể bác bỏ giả thuyết không.
- KPSS Test (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin): Giá trị p nhỏ hơn mức ý nghĩa 0.05, vì vậy chúng ta bác bỏ giả thuyết không.



Hình 2. 39. Trung bình trượt và độ lệch chuẩn trượt 30 ngày với chuỗi dữ liệu gốc

Theo biểu đồ ta có độ lệch chuẩn biến động mạnh và kết quả của 2 kiểm định giả thuyết trên đều cũng có cho chuỗi dữ liệu chỉ số VNINDEX 5/2021-5/2024 là không có tính dừng (stationary). Do đó ta cần phải biến đổi dữ liệu về dạng chuỗi dữ liệu có tính dừng.

Ta có thể thấy chuỗi dữ liệu có yếu tố xu hướng và yếu tố mùa vụ nên tôi sẽ làm mịn dữ liệu bằng cách lấy giá trị hiện tại trừ cho giá trị một ngày trước (hay còn gọi là phương pháp “Differencing”) để cho ra một dữ liệu có tính dừng hơn.



Hình 2. 40. Trung bình trượt và độ lệch chuẩn trượt 30 ngày với chuỗi dữ liệu đã qua xử lý

```

ADF Test:
Null Hypothesis: Not Stationary
ADF Statistic: -14.851747
p-value: 0.000000
Critical Values:
    1%: -3.437
    5%: -2.864
    10%: -2.568

KPSS Test:
Null Hypothesis: Stationary
KPSS Statistic: 0.134848
p-value: 0.100000
Critical Values:
    10%: 0.347
    5%: 0.463
    2.5%: 0.574
    1%: 0.739

```

Hình 2. 41. Kết quả kiểm định đơn vị (Unit root test) của chuỗi dữ liệu đã qua xử lý

- ADF Test (Augmented Dickey-Fuller): Giá trị p nhỏ hơn cả 3 mức ý nghĩa 0,05 và 0,01. Vì vậy chúng ta có đủ bằng chứng mang ý nghĩa thống kê để bác bỏ giả thuyết không.
- KPSS Test (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin): Giá trị p lớn hơn mức ý nghĩa 0.05, vì vậy chúng ta chưa thể bác bỏ giả thuyết không.

Qua hai kết quả trên, ta có thể kết luận chuỗi dữ liệu đã qua xử lý là chuỗi dữ liệu đã có tính dừng. Vì vậy khi áp dụng mô hình định giá ARIMA (p, d, q) thì ta sẽ chọn $d = 1$ tương ứng với khử theo một ngày để dữ liệu có tính dừng.

2.5.2.3 Áp dụng mô hình ARIMA để dự đoán xu hướng chỉ số VNINDEX:

Đầu tiên, tôi chia chuỗi dữ liệu thành 2 tập dữ liệu khác nhau theo tỷ trọng 90/10. Tôi chia 90% chuỗi dữ liệu VNINDEX lấy từ 05/2021 trở về trước để làm tập dữ liệu huấn luyện mô hình, còn 10% còn lại (106 ngày) lấy từ 05/2024 trở về sau làm tập dữ liệu kiểm tra hiệu suất dự đoán của mô hình.



Hình 2. 42. Chuỗi dữ liệu huấn luyện và kiểm tra cho mô hình ARIMA

Tôi đã sử dụng phương pháp Auto ARIMA để tự động lựa chọn các tham số phù hợp cho mô hình ARIMA khi huấn luyện dữ liệu để dự đoán chuỗi thời gian. Điều này giúp giảm bớt công việc tìm kiếm thủ công tham số và tối ưu hóa hiệu suất của mô hình. Với các thông số “ p ” và “ q ” chạy từ 0 đến 3 để chọn ra mô hình có AIC (Tiêu chí thông tin Akaike) thấp nhất.

Bảng 2. 22. Kết quả mô hình ARIMA.

Best model: ARIMA(0,1,3)(0,0,0)[1] intercept

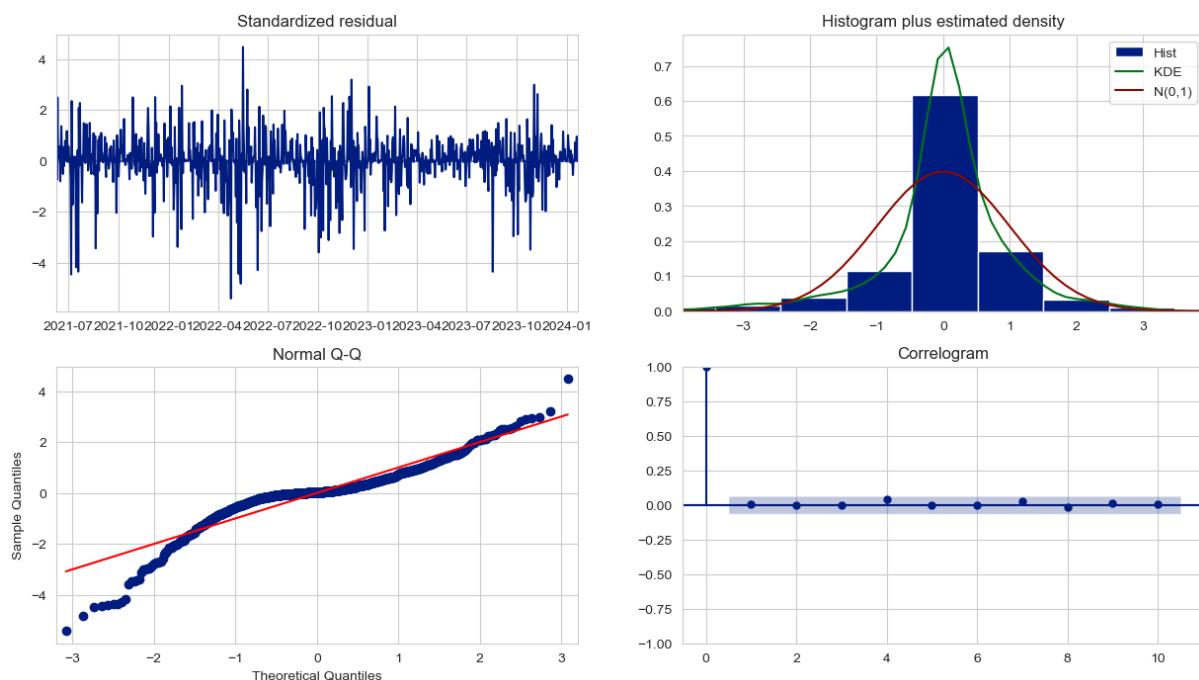
Total fit time: 10.700 seconds

SARIMAX Results

Dep. Variable:	y	No. Observations:	959			
Model:	SARIMAX(0, 1, 3)	Log Likelihood	-3798.326			
Date:	Tue, 07 May 2024	AIC	7606.653			
Time:	09:53:16	BIC	7630.977			
Sample:	06-07-2021 - 01-21-2024	HQIC	7615.917			
Covariance Type:	opg					
	coef	std err	z	P> z	[0.025	0.975]
intercept	-0.1830	0.480	-0.381	0.703	-1.124	0.758
ma.L1	-0.0676	0.026	-2.567	0.010	-0.119	-0.016
ma.L2	-0.0235	0.036	-0.646	0.518	-0.095	0.048
ma.L3	0.0979	0.026	3.808	0.000	0.048	0.148
sigma2	162.6828	4.335	37.524	0.000	154.185	171.180

– Từ kết quả trên, ta có thể nhận xét các ý sau:

- Mô hình tốt nhất được chọn là ARIMA(0,1,3)(0,0,0)[1].
- Hệ số của độ trễ MA L1 và L3 có ý nghĩa thông kê với giá trị p nhỏ hơn 0.05.



– Biểu đồ chuẩn đoán:

- Standardized Residuals: Biểu đồ này thể hiện các giá trị dư chuẩn hóa theo thời gian (từ năm 2021 đến 2024). Nếu không có xu hướng hay mô hình nào trong dữ liệu (nghĩa là dữ liệu ngẫu nhiên), ta có thể mong đợi rằng giá trị dư sẽ không có mô hình và sẽ không có sự tự tương quan. Trong trường hợp này, cho thấy không có mô hình rõ ràng trong các giá trị dư.
- Histogram Plus Estimated Density: Biểu đồ này thể hiện phân phối của các giá trị dư. Nếu mô hình đã khớp tốt, chúng ta mong đợi rằng giá trị dư sẽ tuân theo phân phối chuẩn. Trong trường hợp này, cho thấy giá trị dư có phân phối gần với phân phối chuẩn, mặc dù có một số sai lệch nhỏ.
- Normal Q-Q: Biểu đồ này so sánh phân phối của các giá trị dư với phân phối chuẩn. Nếu các điểm nằm gần với đường thẳng màu đỏ, điều này cho thấy giá trị dư tuân theo phân phối chuẩn. Trong trường hợp này, các điểm nằm khá gần với đường thẳng màu đỏ nhưng có một số sai lệch lớn ở đuôi, cho thấy giá trị dư có phân phối không phải là phân phối chuẩn.
- Correlogram: Biểu đồ này thể hiện sự tự tương quan của các giá trị dư ở các độ trễ khác nhau. Nếu không có sự tự tương quan, chúng ta mong đợi rằng tất cả các thanh sẽ nằm trong vùng màu xanh lá cây (vùng tin cậy 95%). Trong trường hợp này, hầu hết các thanh đều nằm trong vùng màu xanh lá cây, cho thấy không có sự tự tương quan trong các giá trị dư, điều này gợi ý rằng sai số là biến ngẫu nhiên (white noise).

Tóm lại, dựa trên các biểu đồ chuẩn đoán này, mô hình ARIMA có vẻ đã khớp khá tốt với dữ liệu VNINDEX.



Hình 2. 43. Biểu đồ đối chiếu kết quả dự đoán với giá trị thực tế của chỉ số VNINDEX.

Ta có thể thấy rằng đường màu cam đại diện cho giá trị dự đoán cùng với khoảng tin cậy 95% đã dự đoán đúng xu hướng dài hạn 3 tháng đi ngang của dữ liệu nhưng không đoán được cỗ phiếu biến động tăng hay giảm trong thời gian ngắn hơn trước đó.

Sau khi huấn luyện mô hình, ta cần thẩm định kết quả để đánh giá hiệu suất của mô hình. Trong trường hợp này, tôi dùng chỉ số MAPE (Mean Absolute Percentage Error - Trung bình phần trăm chênh lệch tuyệt đối) để nhận định hiệu quả của mô hình dự đoán. Với kích thước tập dữ liệu mẫu 10% là 106 ngày thì giá trị MAPE tôi tính được là 4,58%. Tức là trung bình mỗi dự đoán sai số khoảng 4,58% so với giá trị thực tế.



Hình 2. 44. Biểu đồ kết quả dự đoán cho 106 ngày tiếp theo của chỉ số VNINDEX.

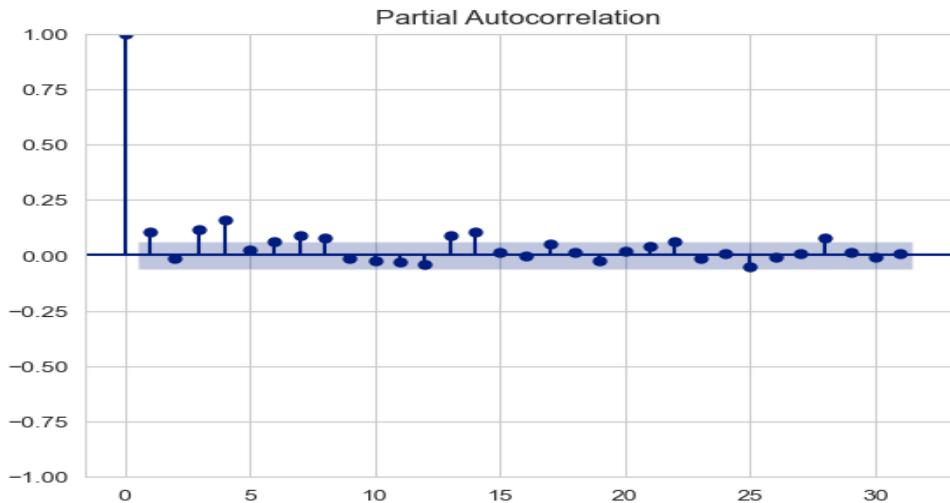
Từ biểu đồ, mô hình dự phỏng cho 106 ngày tiếp theo là xu hướng đi ngang trên 1200 điểm. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng mô hình dự đoán dựa trên thông tin trong quá khứ và không thể chắc chắn về tương lai. Mô hình cũng không thể dự đoán được các sự kiện bất ngờ có thể ảnh hưởng đến chỉ số thị trường. Khoảng tin cậy 95% cho thấy mức độ không chắc chắn trong dự đoán này.

Bây giờ ta đã hoàn thành trong việc dự đoán bằng mô hình arima để có được một cái nhìn sâu sắc xu hướng của dữ liệu. Tuy nhiên, xu hướng chỉ là một phần của câu chuyện. Trong thực tế, biến động của chuỗi thời gian cũng rất quan trọng và cần được mô hình hóa một cách chính xác. Đó là lý do tại sao chúng ta cần đến mô hình GARCH để áp dụng dự đoán biến động giá.

2.5.2.4 Áp dụng mô hình GARCH(1,1) để dự đoán biến động chỉ số VNINDEX:

Ta sẽ lấy số liệu tỷ suất sinh lợi hàng ngày để huấn luyện cho mô hình GARCH. Trước tiên, ta cần xem qua mối quan hệ của giá trị hiện tại với các giá trị trước đó thông

qua biểu đồ PACF (Partial Autocorrelation) của giá trị bình phương tỷ suất sinh lợi hàng ngày.



Hình 2. 45. Biểu đồ tự tương quan từng phần của tỷ suất sinh theo ngày của VNINDEX.

Có một đỉnh lớn ở giá trị quan sát trễ 0, điều này là dễ hiểu vì một quan sát luôn có mối tương quan hoàn hảo với chính nó. Giá trị tự tương quan tại độ trễ 1 là thấp hơn 0.25 nhưng cao hơn khoảng tin cậy, điều này có nghĩa là có một mối tương quan tương đối yếu giữa giá trị hiện tại và giá trị một đơn vị thời gian trước đó. Đối với các quan sát trễ khác, hầu hết các điểm dữ liệu cho thấy không có sự tự tương quan đáng kể ở các độ trễ này. Tóm lại, biểu đồ trên cho thấy Điều này có thể cho thấy rằng biến động hiện tại của giá cổ phiếu ít phụ thuộc vào biến động trong quá khứ ngoại trừ mối tương quan thấp ở độ trễ 1. Do đó mô hình phù hợp với dữ liệu này sẽ là mô hình GARCH(1,1).

Bảng 2. 23. Kết quả mô hình GARCH.

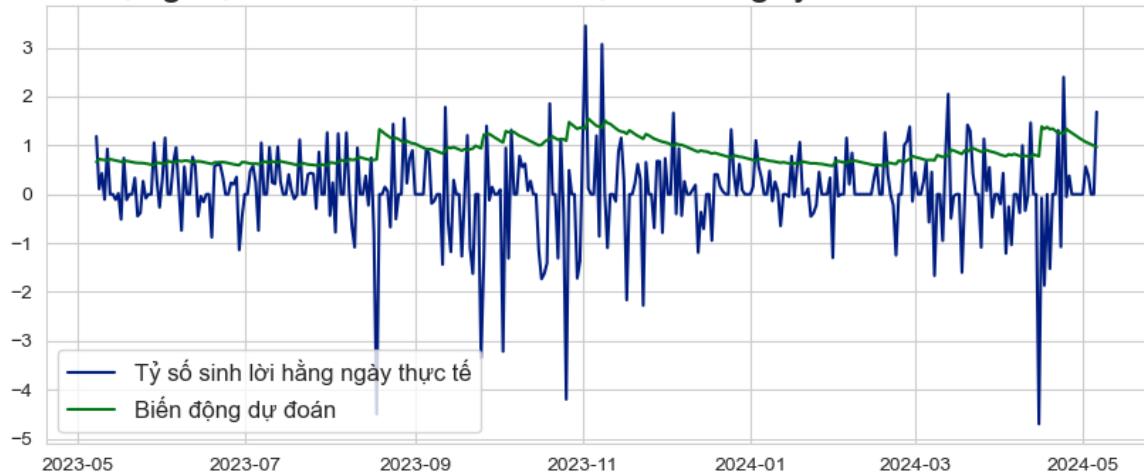
Constant Mean - GARCH Model Results					
Dep. Variable:	close	R-squared:	0.000		
Mean Model:	Constant Mean	Adj. R-squared:	0.000		
Vol Model:	GARCH	Log-Likelihood:	-1471.46		
Distribution:	Normal	AIC:	2950.92		
Method:	Maximum Likelihood			BIC:	2970.80
		No. Observations:	1064		
Date:	Tue, May 07 2024	Df Residuals:	1063		
Time:	14:56:23	Df Model:	1		
Mean Model					
coef	std err	t	P> t	95.0% Conf. Int.	
mu	0.0429	2.866e-02	1.498	0.134	[-1.324e-02, 9.910e-02]
Volatility Model					
coef	std err	t	P> t	95.0% Conf. Int.	
omega	0.0180	8.612e-03	2.085	3.707e-02	[1.077e-03, 3.483e-02]
alpha[1]	0.0565	1.323e-02	4.273	1.925e-05	[3.060e-02, 8.245e-02]
beta[1]	0.9280	1.408e-02	65.930	0.000	[0.900, 0.956]

Dựa trên kết quả của mô hình Constant Mean - GARCH, ta có:

- Mean Model:
 - Hệ số mu (đại diện cho trung bình): 0.0429, với độ tin cậy 95% nằm trong khoảng từ -0.01324 đến 0.0991.
 - Giá trị p cho hệ số mu là 0.134, có nghĩa là hệ số không có ý nghĩa đáng kể ở mức ý nghĩa 0.05.
- Volatility Model:
 - Hệ số omega (đại diện cho thành phần không quan trọng của phương sai): 0.0180, với độ tin cậy 95% nằm trong khoảng từ 0.001077 đến 0.03483.
 - Giá trị p cho hệ số omega là 0.03707, có nghĩa là hệ số có ý nghĩa đáng kể ở mức ý nghĩa 0.05.
 - Hệ số alpha[1] (đại diện cho ảnh hưởng của biến động ngày trước đó): 0.0565, với độ tin cậy 95% nằm trong khoảng từ 0.0306 đến 0.08245.

- Giá trị p cho hệ số alpha[1] là 1.925e-05, có nghĩa là hệ số có ý nghĩa đáng kể ở mức ý nghĩa 0.05.
- Hệ số beta[1] (đại diện cho ảnh hưởng của biến động trong quá khứ): 0.9280, với độ tin cậy 95% nằm trong khoảng từ 0.900 đến 0.956.
- Giá trị p cho hệ số beta[1] là 0.000, có nghĩa là hệ số có ý nghĩa đáng kể ở mức ý nghĩa 0.05.

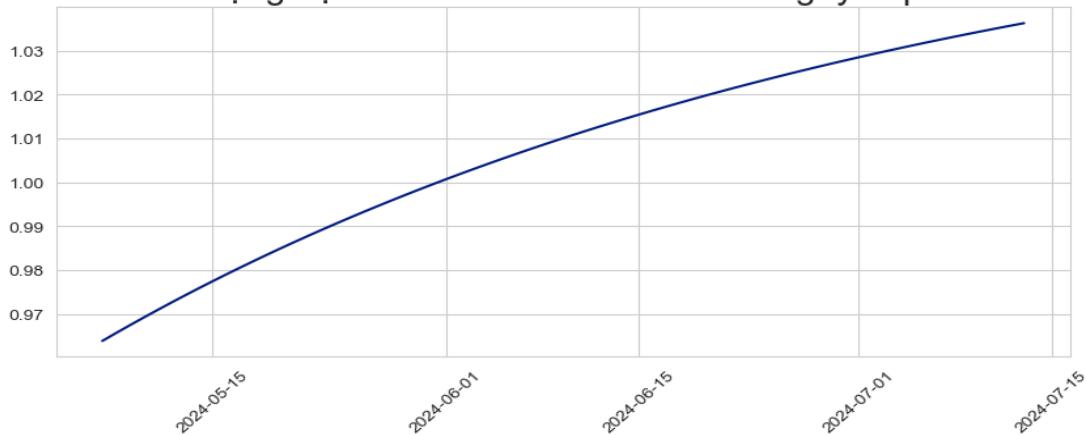
Biến động dự đoán - Dự đoán trượt theo ngày của chỉ số VNINDEX



Hình 2. 46. Biến động dự đoán - Dự đoán trượt theo ngày của VNINDEX trong 1 năm.

Ta có thể thấy về mặt tổng quan mô hình GARCH(1,1) dự đoán khá đúng với biến động của tỷ suất sinh lời hằng ngày. Ta có thể thấy biến động dự đoán tăng ở gần 2023-09 thì đồng thời lúc đó tỷ suất sinh lợi tăng đột biến, biến động dự đoán giảm ở giai đoạn 2024-01 đến 2024-02 thì tương tự theo dự đoán ta có tỷ số sinh lợi hằng ngày thực tế ở mức thấp. Nay giờ vẫn đề quan trọng của nghiên cứu này là dự đoán cho tương lai vì vậy tôi áp dụng mô hình này để dự đoán cho nhiều ngày tiếp theo.

Biến động dự đoán của VNINDEX - 106 ngày tiếp theo



Hình 2. 47. Kết quả biến động dự đoán trong 106 ngày tiếp theo của chỉ số VNINDEX.

Mô hình GARCH(1,1) dự đoán biến động tỷ suất sinh lời hằng ngày trong 106 ngày tới sẽ tăng từ mức độ biến động 0,97 lên tới hơn 1.03. Điều đó có nghĩa lợi nhuận giá hằng ngày trong tương lai sẽ tăng mạnh hơn dẫn đến việc có lời hơn hoặc giảm mạnh hơn dẫn đến việc rủi ro cao hơn.

CHƯƠNG 3: KẾT LUẬN

Trong quá trình nghiên cứu và phân tích về tình hình của công ty VNDIRECT và sự tương quan của nó với thị trường chứng khoán nói chung, chúng ta đã đạt được một số nhận định quan trọng.

Trước hết, theo phương pháp FCFE, ta nhận thấy rằng giá cổ phiếu của VNDIRECT đang được giao dịch ở mức thấp hơn so với giá trị thực của công ty. Điều này cho thấy tiềm năng tăng trưởng của cổ phiếu này trong tương lai.

Không chỉ dừng lại ở phương pháp FCFE, các phương pháp định giá tương đối như chỉ số P/B cũng đã chỉ ra rằng VNDIRECT đang được định giá thấp hơn so với ngành và so với giá trị trung bình của chính nó trong 5 năm qua. Điều này là dấu hiệu tích cực về tiềm năng tăng giá của cổ phiếu VNDIRECT.

Mỗi tương quan chặt chẽ giữa giá cổ phiếu của VNDIRECT và chỉ số thị trường là điểm đáng chú ý đầu tiên. Điều này phản ánh sự ảnh hưởng của hoạt động kinh doanh của công ty đối với thị trường chứng khoán, với doanh thu chủ yếu từ hoạt động giao dịch của khách hàng. Khi thị trường sôi động, doanh thu tăng cao do khách hàng giao dịch nhiều hơn, trong khi khi thị trường suy thoái, doanh thu giảm do khách hàng giảm giao dịch.

Phân tích kỹ thuật cung cấp thông tin quan trọng về xu hướng giá của VNDIRECT. Tín hiệu bán được phát hiện khi đường giá cắt qua đường MA 20 ngày và MA 25 ngày từ trên xuống, cùng với đường MA 50 ngày. Điều này cho thấy khả năng giảm giá trong tương lai.

Cuối cùng, việc áp dụng phương pháp dự đoán chuỗi thời gian đã cung cấp thông tin quý giá về dự báo giá cổ phiếu và biến động giá của VNINDEX trong 106 ngày tiếp theo. Kết quả từ mô hình ARIMA cho thấy xu hướng giá của cổ phiếu có khả năng đi ngang trong thời gian tới. Ngoài ra, mô hình GARCH(1,1) dự báo biến động giá của VNINDEX sẽ tăng từ mức hiện tại 0.97 đến 1.03 trong 106 ngày tiếp theo.

Dựa trên tín hiệu giảm giá cổ phiếu VND từ xu hướng đường trung bình động – MA cùng kết quả xu hướng đi ngang của mô hình ARIMA và dự đoán tăng biến động theo mô hình GARCH(1,1) cho chỉ số VNINDEX, có thể ước lượng rằng giá cổ phiếu VND sẽ giảm trong xu hướng ngắn hạn, đi ngang với mức độ biến động tăng dần cho xu hướng dài hạn trong 106 ngày tiếp theo. Bởi vì giá cổ phiếu VND và chỉ số VNINDEX có mối tương quan chặt chẽ với nhau, nên chỉ số VNINDEX tăng thì giá đóng cửa của VND cũng có khả năng tăng.

Tóm lại, dựa trên những phân tích trên, có cơ sở để tin rằng VNDIRECT có tiềm năng tăng trưởng và đang được định giá thấp hơn so với giá trị thực của nó và so với ngành.