

QUAN TRỌNG: Khi khai thác hợp pháp các thông tin tại đây, độc giả phải nhắc tới chúng tôi bằng tên nhãn hiệu tiếng Anh là “Vietnam Investors Service” (trong bản tiếng Anh và tiếng Việt) và ghi chú rằng “Các nhận định, số liệu, thống kê hoặc các quan điểm khác của Vietnam Investors Service trong tài liệu này không dựa trên kết quả xếp hạng tín nhiệm tổ chức phát hành hoặc công cụ nợ. Vietnam Investors Service đang xin giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh dịch vụ xếp hạng tín nhiệm và chưa triển khai hoạt động xếp hạng tín nhiệm”.

LIÊN HỆ

Phan Duy Hưng, CFA, MBA
Giám đốc

Nguyễn Hà My, CFA
Chuyên viên Phân tích

Simon Chen, CFA
Tổng Giám đốc



Ngành chứng khoán

Tâm lý thị trường cùng rủi ro tài sản gia tăng ảnh hưởng đến khả năng sinh lời, tuy nhiên rủi ro thanh toán được giảm thiểu nhờ đòn bẩy thấp và thanh khoản duy trì ổn định

Kết quả kinh doanh của các công ty chứng khoán sụt giảm đáng kể trong năm 2022 và Q1/2023, chủ yếu do tác động tiêu cực từ môi trường kinh tế vĩ mô và lãi suất cao. Trái phiếu doanh nghiệp không hoàn thành nghĩa vụ thanh toán liên tục gia tăng sẽ gây ra những rủi ro đáng kể đối với chất lượng tài sản, an toàn vốn và thanh khoản của các công ty tập trung trong lĩnh vực bảo lãnh phát hành và phân phối trái phiếu doanh nghiệp. Khả năng sinh lời vẫn sẽ ở mức thấp trong 12-18 tháng tới cho đến khi điều kiện thị trường và niềm tin của nhà đầu tư được phục hồi. Tuy nhiên, hầu hết các công ty vẫn có bộ đệm vốn tốt nhờ đẩy mạnh tăng vốn cổ phần trong thời gian gần đây để đối phó với rủi ro tiềm ẩn.

Rủi ro tài sản gia tăng do quy mô trái phiếu doanh nghiệp hiện chiếm tới 20% tổng tài sản của các công ty chứng khoán. Các công ty nắm giữ lượng lớn trái phiếu doanh nghiệp phi tài chính sẽ phải đối mặt với rủi ro tài sản khi tỷ lệ không đáp ứng nghĩa vụ thanh toán tăng lên trong bối cảnh dòng tiền suy yếu, khó khăn trong việc tái cấp vốn và thanh khoản eo hẹp của tổ chức phát hành. Một số công ty sẽ phải đối mặt với rủi ro gia tăng đến từ việc phải mua lại trái phiếu đã phân phối theo yêu cầu của nhà đầu tư, và từ các khoản phải thu đối với các doanh nghiệp có dòng tiền yếu. Chất lượng các khoản cho vay ký quỹ cũng sẽ suy giảm do điều kiện kinh doanh kém khả quan.

Môi trường kinh doanh còn nhiều thách thức sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán. Lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân (ROAA) vẫn ở mức thấp trong Q1/2023 do doanh thu môi giới và cho vay ký quỹ giảm mạnh, cũng như chi phí vốn cao hơn. Rủi ro chất lượng tài sản và tăng trưởng doanh thu kém khả quan sẽ ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Các công ty chứng khoán có vốn nước ngoài thường tập trung vào các mảng môi giới và cho vay ký quỹ nên lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng nhiều nhất do tâm lý thận trọng của nhà đầu tư, nhu cầu giao dịch ký quỹ hạn chế và áp lực miễn phí giao dịch ngày càng tăng. Các công ty chứng khoán trong nước phụ thuộc nhiều hơn vào lợi nhuận từ hoạt động đầu tư và sẽ được hưởng lợi phần nào khi thị trường chứng khoán phục hồi từ mức thấp của năm ngoái.

Nguồn vốn và thanh khoản vẫn duy trì ổn định, nhưng các công ty tập trung vào lĩnh vực bảo lãnh phát hành, phân phối trái phiếu doanh nghiệp và phụ thuộc vào nguồn vốn ngắn hạn của nhà đầu tư sẽ gặp nhiều rủi ro hơn. Nhìn chung, các công ty đã giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn vốn ngắn hạn nhờ các đợt tăng vốn gần đây, đồng thời nhu cầu đối với hoạt động cho vay ký quỹ bị thu hẹp. Một số ít công ty có cơ cấu nguồn vốn kém ổn định sẽ gặp nhiều rủi ro hơn trong trường hợp phải đáp ứng nhu cầu mua lại trái phiếu và rút tiền đột ngột từ nhà đầu tư.

Khả năng bù đắp tổn thất được tăng cường bởi bộ đệm vốn lớn, tuy nhiên bộ đệm này còn mỏng đối với các công ty đầu tư nhiều vào trái phiếu. Trong hai năm qua, các công ty chứng khoán đã phát hành tăng vốn lên khoảng 50% và xây dựng bộ đệm đủ lớn để bù đắp các tổn thất. Tỷ lệ đòn bẩy của ngành hiện đang thấp nhất trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương. Các công ty chứng khoán thuộc sở hữu bởi ngân hàng đang dần đóng vai trò quan trọng trong chiến lược tăng trưởng của các ngân hàng và do đó nhiều khả năng sẽ được hưởng lợi từ sự hỗ trợ của ngân hàng mẹ.

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

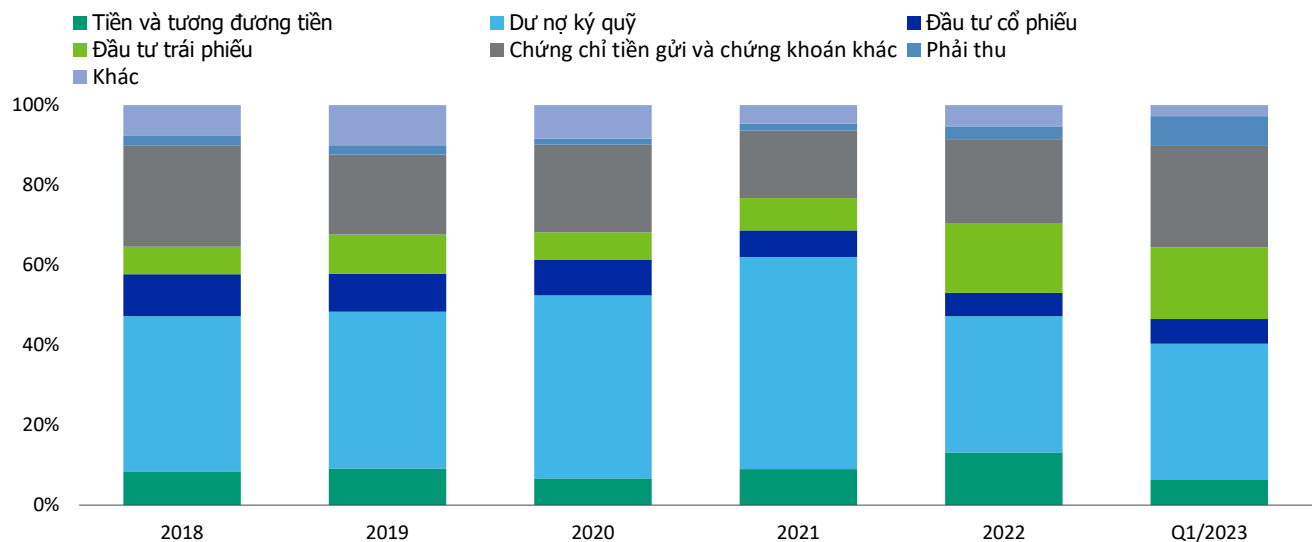
Rủi ro tài sản gia tăng do quy mô trái phiếu doanh nghiệp hiện chiếm tới 20% tổng tài sản của các công ty chứng khoán

Các công ty chứng khoán đẩy mạnh hoạt động đầu tư trái phiếu doanh nghiệp từ năm 2022 (Hình 1), theo sau sự sụt giảm của thị trường cổ phiếu.

Các công ty sở hữu lượng trái phiếu phi tài chính lớn sẽ phải đối mặt với rủi ro tài sản khi ngày càng nhiều trường hợp tổ chức phát hành không thể đáp ứng nghĩa vụ thanh toán do dòng tiền hoạt động suy yếu, khó khăn trong việc tái cấp vốn và thách thức về thanh khoản mà các tổ chức phát hành này phải đối mặt¹. Khi đó, tổ chức phát hành sẽ đàm phán với các công ty chứng khoán và các nhà đầu tư khác để kéo dài thời gian đáo hạn của trái phiếu nhằm có thêm thời gian thu xếp dòng tiền thanh toán. Do sự chậm trễ trong dòng tiền nhận được từ các khoản đầu tư nên các công ty chứng khoán có khả năng phải ghi nhận lỗ trong trường hợp cần phải thanh lý các khoản đầu tư của mình trên thị trường thứ cấp. Trong giai đoạn khó khăn về thanh khoản vào quý 4/2022, hầu hết trái phiếu doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) đều được giao dịch với giá chiết khấu, trong đó một số trái phiếu bất động sản còn được chiết khấu tới 50% mệnh giá.

Hình 1

Cơ cấu tài sản có sự chuyển dịch từ cho vay ký quỹ sang đầu tư



Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản, chiếm khoảng 90% tổng tài sản ngành

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Các công ty tập trung trong lĩnh vực bảo lãnh, phân phối và có danh mục đầu tư lớn vào trái phiếu doanh nghiệp có rủi ro cao nhất

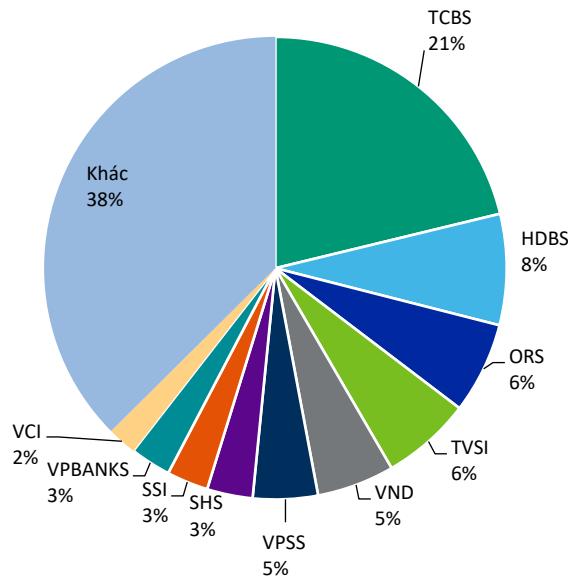
Những công ty chứng khoán đẩy mạnh hoạt động tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp (Hình 2) thường có xu hướng đầu tư trái phiếu của doanh nghiệp phi tài chính với khối lượng lớn (Hình 3). Các công ty này thường

¹ Tham khảo báo cáo [Góc nhìn Thị trường Trái phiếu Doanh nghiệp: Khó khăn thanh khoản trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản làm gia tăng giá trị trái phiếu doanh nghiệp không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trong năm 2023, quy định mới tạo hướng xử lý cho 113 nghìn tỷ đồng trái phiếu rủi ro \(06/04/2023\)](#)

duy trì tỷ lệ các khoản đầu tư trái phiếu trên tổng vốn chủ sở hữu tương đối cao, bằng hoặc gần với mức tối đa theo quy định là 70%².

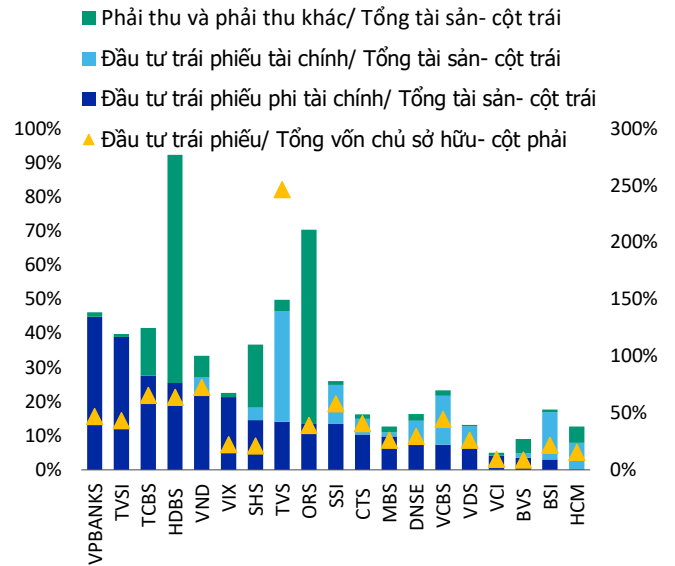
Đối với hoạt động đầu tư trái phiếu của nhóm tài chính, rủi ro tín dụng và rủi ro lãi suất có thể được kiểm soát được nhờ phần lớn trái phiếu được phát hành bởi các ngân hàng và có thời gian đáo hạn bình quân (duration) dưới 1 năm.

Hình 2
Thị phần tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp phi tài chính trong 2021-2022 theo khối lượng phát hành



Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán
Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

Hình 3
Các công ty có quy mô trái phiếu doanh nghiệp trên tổng tài sản lớn vào cuối 2022



Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Ngoài ra, một số công ty chứng khoán có các khoản phải thu lớn từ việc thanh lý tài sản tài chính tại thời điểm cuối năm cũng đối mặt với rủi ro vì hầu hết các đối tác nợ là các doanh nghiệp chưa niêm yết có dòng tiền yếu.

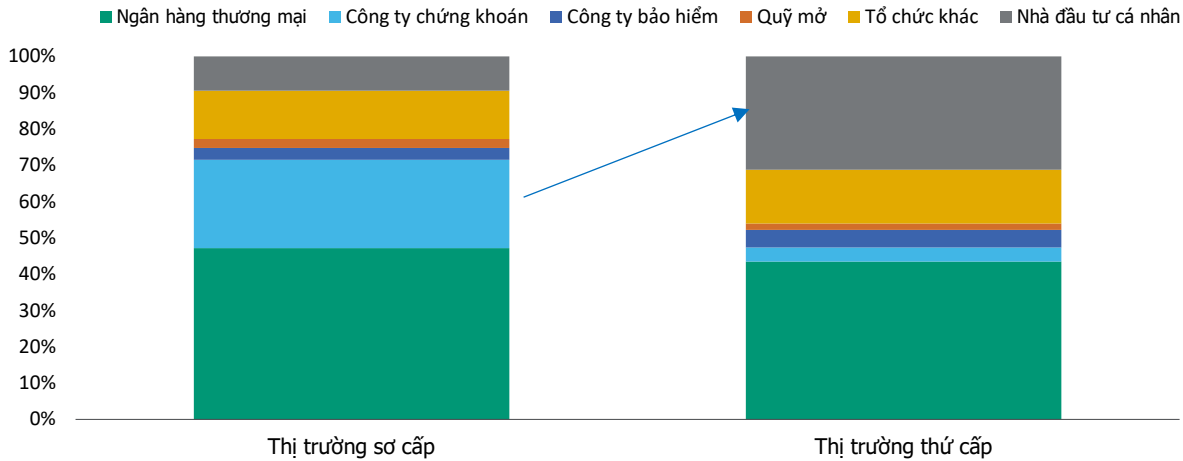
Bên cạnh rủi ro trực tiếp, các công ty chứng khoán phân phối trái phiếu cũng sẽ đối mặt với rủi ro tiềm ẩn khi họ phải thực hiện cam kết mua lại trái phiếu đã phân phối trước đó khi nhà đầu tư có nhu cầu³. Hiện nay, nhà đầu tư cá nhân đang nắm giữ khoảng 30% tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp đang lưu hành. Trong vòng 3 năm vừa qua, các công ty chứng khoán đã liên tục mở rộng hoạt động kinh doanh sang mảng tư vấn phát hành trái phiếu, đồng thời thực hiện mua trái phiếu trên thị trường sơ cấp và phân phối lại cho khách hàng cá nhân trên thị trường thứ cấp (Hình 4). Trong bối cảnh ngày càng nhiều tổ chức phát hành không thể hoàn thành nghĩa vụ thanh toán, nhà đầu tư có xu hướng yêu cầu các công ty chứng khoán mua lại trái phiếu để thu hồi vốn đầu tư.

² Tham khảo Thông tư số 121/2020/TT-BTC quy định về hoạt động của Công ty Chứng khoán.

³ Tham khảo [bài báo](#) về việc Công ty cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) từ chối mua lại trái phiếu doanh nghiệp từ khách hàng

Hình 4

Sự gia tăng của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường thứ cấp trong 9 tháng 2022



Nguồn: HNX, Vietnam Investors Service

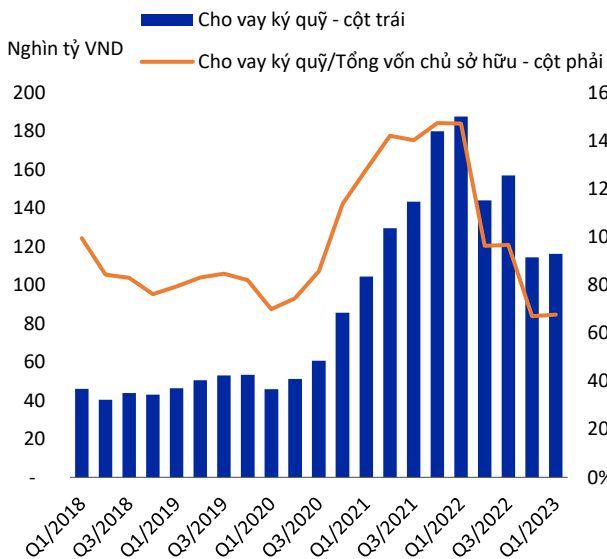
Chất lượng cho vay ký quỹ có thể sẽ xấu đi do điều kiện thị trường không thuận lợi

Tính đến cuối Q1/2023, tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành đã giảm 40% so với mức đỉnh của năm 2022 (Hình 5) do điều kiện thị trường chứng khoán không thuận lợi và các nhà đầu tư cá nhân hạn chế vay ký quỹ. Chúng tôi cho rằng tâm lý thị trường chung vẫn sẽ thận trọng và tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ duy trì ở mức thấp trong 12 tháng tới.

Theo dữ liệu trên báo cáo tài chính của các công ty, chi phí tín dụng và dự phòng cho các khoản vay ký quỹ vẫn ở mức thấp (Hình 6). Trong bối cảnh thị trường chung tăng trưởng chậm lại, chúng tôi đánh giá rủi ro nhà đầu tư không đáp ứng được các yêu cầu ký quỹ sẽ tăng lên trong trường hợp thị trường có thêm một đợt giảm mạnh, dẫn tới việc các công ty chứng khoán phải ghi nhận lỗ.

Hình 5

Dư nợ cho vay ký quỹ giảm từ đỉnh 2022

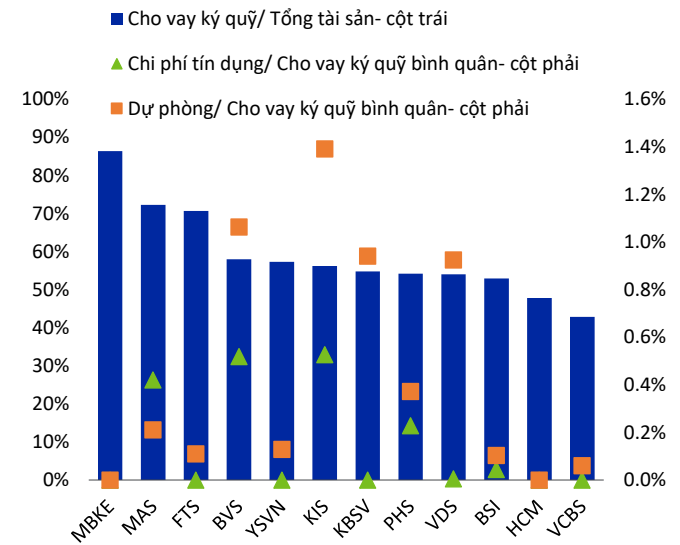


Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Hình 6

Doanh nghiệp tập trung vào cho vay ký quỹ trong 2022



Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán

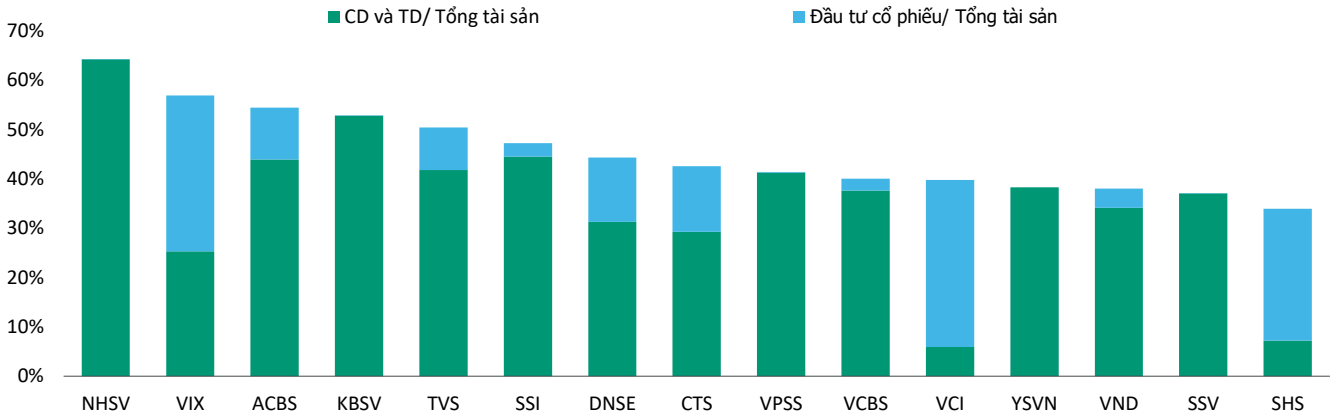
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Rủi ro tài sản từ chứng chỉ tiền gửi (CD) và tiền gửi có kỳ hạn (TD) ở mức thấp

Rủi ro tài sản sẽ thấp đối với một số công ty chứng khoán nắm giữ nhiều CD và TD (Hình 7) vì hầu hết các sản phẩm này được phát hành bởi các ngân hàng và có thời gian đáo hạn bình quân ngắn dưới 12 tháng – rủi ro tín dụng và rủi ro lãi suất thấp. Các công ty chứng khoán nắm giữ lượng lớn cổ phiếu trong danh mục đầu tư của mình có thể sẽ được hưởng lợi khi thị trường phục hồi từ mức đáy của năm 2022.

Hình 7

Các công ty đầu tư chủ yếu vào CD, TD và cổ phiếu



Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

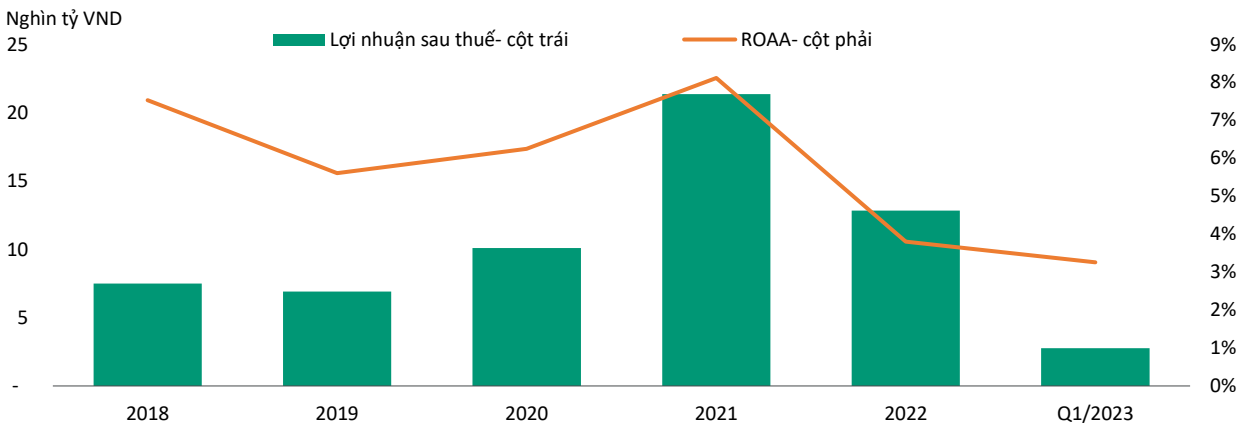
KHẢ NĂNG SINH LỜI

Khả năng sinh lời vẫn sẽ ở mức thấp trong vòng 12-18 tháng tới cho đến khi điều kiện thị trường và niềm tin của nhà đầu tư được khôi phục trở lại.

Hiệu quả hoạt động của các công ty chứng khoán trong năm 2022 và quý 1/2023 giảm sút do lo ngại về lạm phát, bất ổn địa chính trị và chính sách tiền tệ thắt chặt. Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản bình quân (ROAA) vẫn ở mức thấp và đạt 3,3% trong quý 1/2023 (Hình 8), do hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ sụt giảm đáng kể và chi phí vốn tăng cao. Chúng tôi dự đoán rằng điều kiện thị trường sẽ tiếp tục khó khăn trong vòng 12-18 tháng tới và sẽ làm giảm triển vọng phục hồi lợi nhuận đến từ hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ.

Hình 8

Ngành chứng khoán Việt Nam chứng kiến sự sụt giảm đáng kể về lợi nhuận từ năm 2022



Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.

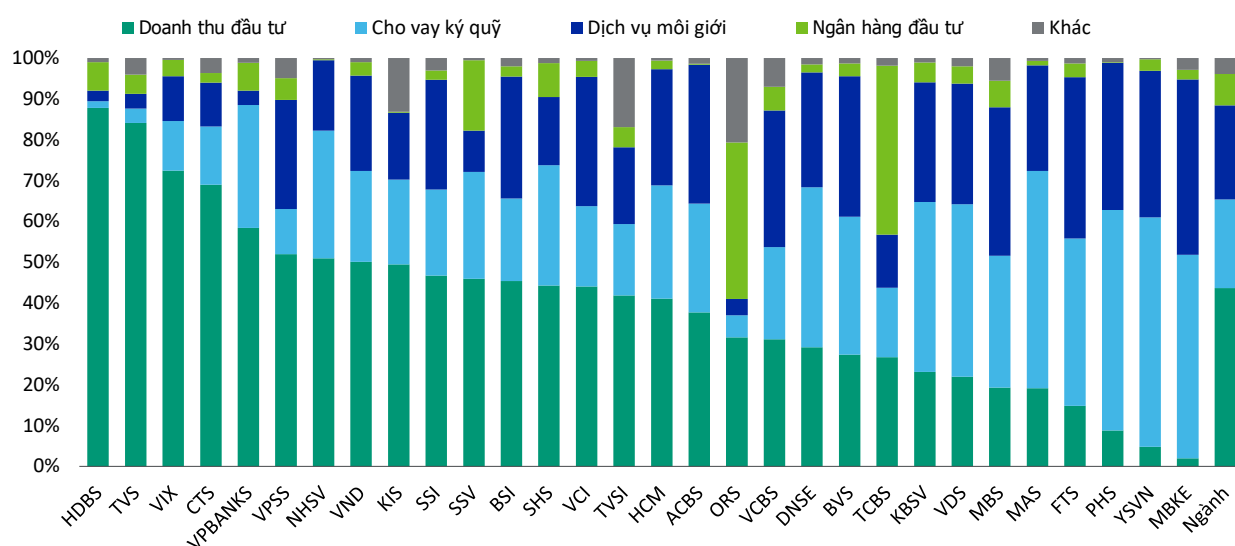
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Trong 5 năm qua, doanh thu môi giới, cho vay ký quỹ và đầu tư đóng góp chính trong tổng doanh thu của ngành (Hình 9), trong đó doanh thu từ đầu tư chiếm phần lớn (44%), tiếp theo là môi giới và cho vay ký quỹ (khoảng 22% mỗi hoạt động).

Các công ty có vốn nước ngoài thường tập trung vào hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ, do đó doanh thu của các công ty này sẽ bị ảnh hưởng nhiều khi tâm lý nhà đầu tư thận trọng, nhu cầu giao dịch ký quỹ giảm và áp lực cạnh tranh gia tăng từ việc cung cấp dịch vụ miễn phí giao dịch. Ngược lại, công ty trong nước tập trung nhiều vào đầu tư sẽ có khả năng được hưởng lợi từ sự phục hồi nhẹ của thị trường. Nguyên nhân chủ yếu do hầu hết các khoản đầu tư của các công ty là các công cụ có thu nhập cố định, thời gian đáo hạn bình quân ngắn (dưới một năm) như CD, TD, hoặc trái phiếu doanh nghiệp có lãi suất thả nổi. Thêm vào đó, giá trị tài sản đầu tư sẽ phục hồi khi lạm phát ổn định và lãi suất bắt đầu giảm.

Hình 9

Cơ cấu tổng doanh thu 5 năm qua của top 30 doanh nghiệp (2018-2022)



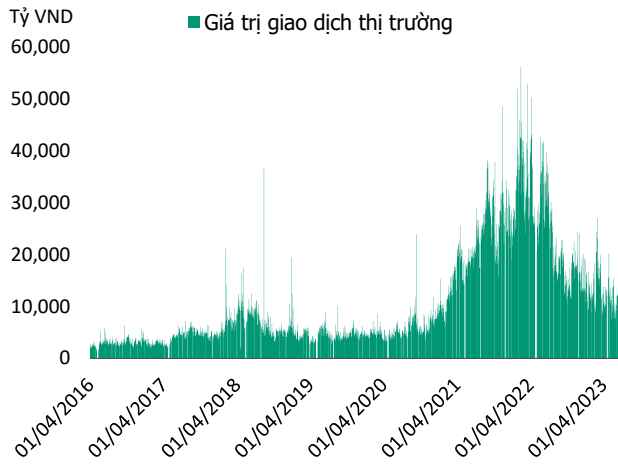
Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Thu nhập hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ sẽ giảm do sự kết hợp của ba yếu tố: tâm lý thận trọng từ phía nhà đầu tư cá nhân, việc hạn chế sử dụng vay ký quỹ và áp lực gia tăng từ việc cung cấp dịch vụ miễn phí giao dịch.

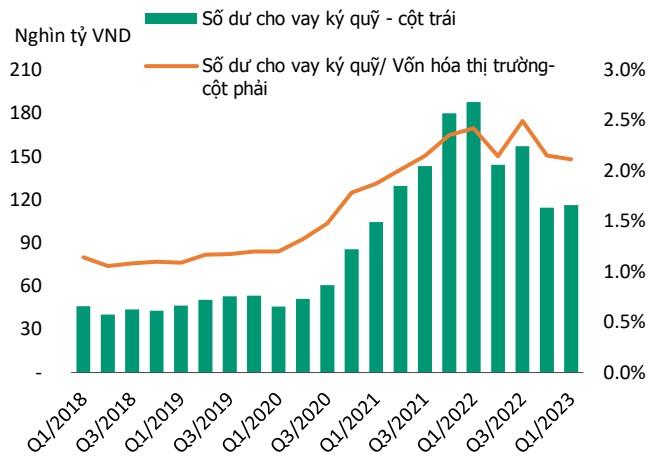
Thị trường vốn tăng trưởng chậm và môi trường kinh tế khó khăn sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến tâm lý và khẩu vị đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân, những người đóng góp khoảng 80% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường. Sau khi tâm lý thị trường suy giảm từ quý 2/2022, giá trị giao dịch cổ phiếu hàng ngày trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và HNX (Hình 10), và nhu cầu sử dụng cho vay ký quỹ của khách hàng cá nhân (Hình 11) đã sụt giảm đáng kể.

Hình 10
Thanh khoản hàng ngày của thị trường giảm 60% so với cùng kỳ trong 3 tháng đầu năm 2023



Nguồn: HSX, HNX

Hình 11
Dư nợ cho vay ký quỹ giảm 40% so với đỉnh 2022

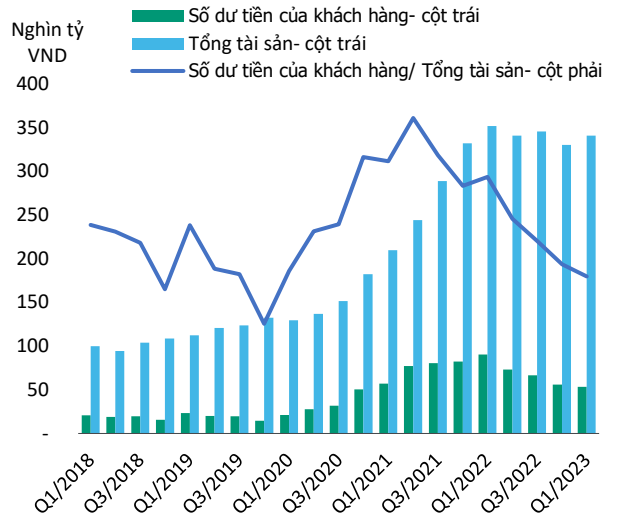


Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam (UBCK), Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Tâm lý thị trường thận trọng cũng được thể hiện qua việc số dư tiền trên tài khoản chứng khoán của khách hàng bị suy giảm đáng kể (Hình 12) và sự sụt giảm số tài khoản cá nhân được mở mới tại các công ty (Hình 13). Đa phần dòng tiền rút ra cũng được thúc đẩy bởi lãi suất điều hành và lãi suất tiền gửi ngân hàng tăng lên.

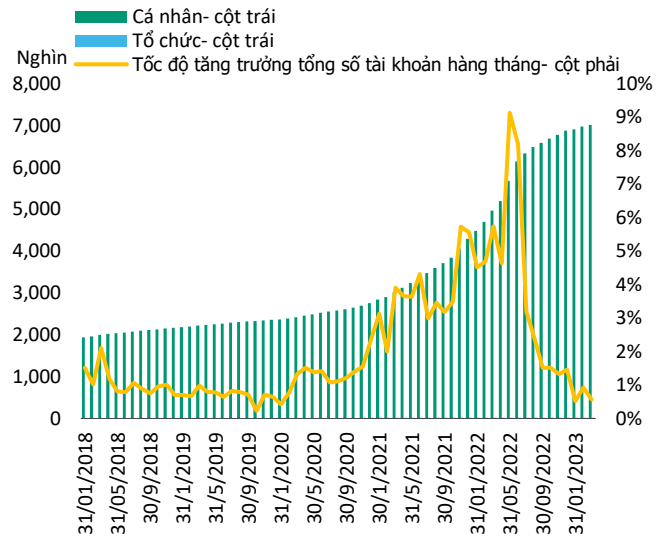
Hình 12
Dòng tiền nhà đầu tư cá nhân rút mạnh tại các công ty chứng khoán



Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Hình 13
Tốc độ tăng trưởng tài khoản mở mới giảm đáng kể

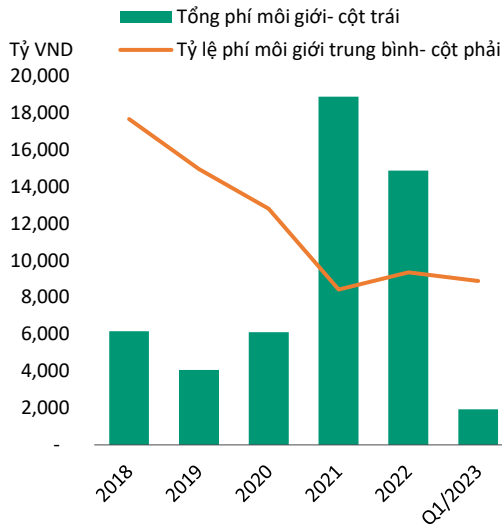


Nguồn: UBCK, Vietnam Investors Service

Thêm vào đó, sự cạnh tranh khốc liệt về thị phần đã đẩy tỷ lệ phí môi giới giảm từ 0.19% xuống còn 0.14% trong suốt 5 năm qua (Hình 14). Không chỉ các công ty mới đưa ra các sản phẩm miễn phí giao dịch để thu hút khách hàng, một số công ty lớn cũng đã làm tương tự (Hình 15). Chúng tôi dự đoán áp lực cạnh tranh và tâm lý đầu tư thận trọng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến doanh thu từ môi giới.

Hình 14

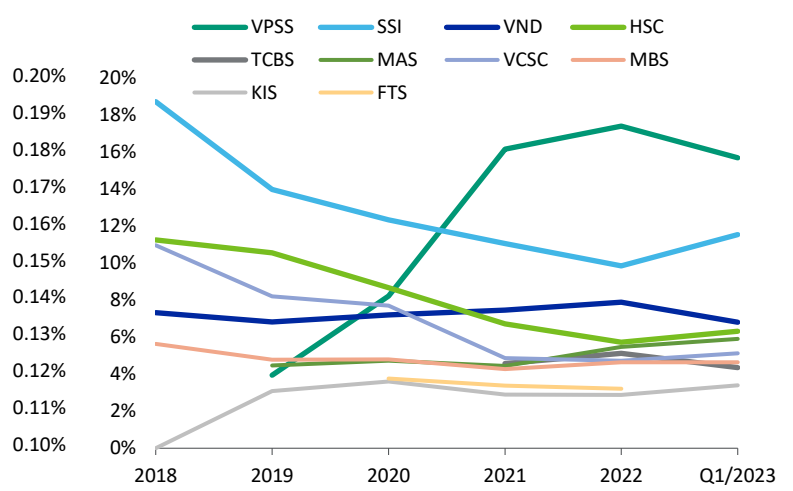
Tỷ lệ phí môi giới giảm từ 0,19% xuống 0,14% từ 2018 đến Q1/2023



*Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service*

Hình 15

Cạnh tranh trong top 10 thị phần môi giới tại HSX gay gắt do có sự gia nhập của các thành viên mới và việc miễn phí giao dịch



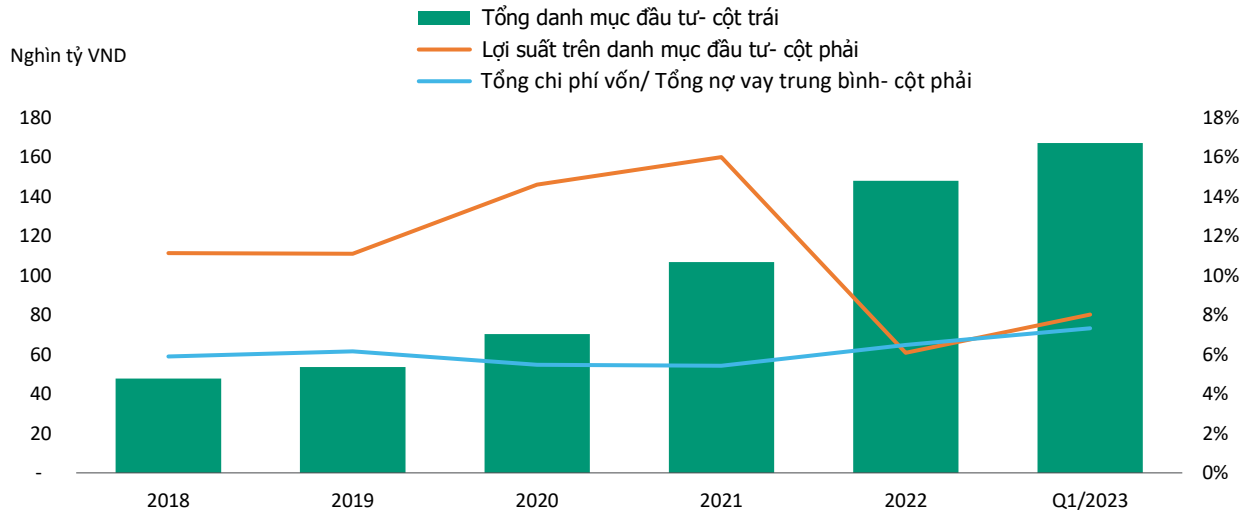
*Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán
Nguồn: HSX, Vietnam Investors Service*

Các công ty trong nước với lợi nhuận chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư nhiều khả năng được hưởng lợi từ sự phục hồi nhẹ của thị trường

Nhìn chung, chúng tôi dự đoán lợi nhuận từ hoạt động đầu tư sẽ dần được phục hồi trong vòng 12-18 tháng tới. Trong khi chi phí vốn sẽ vẫn ở mức cao, lợi nhuận đầu tư sẽ phục hồi nhờ thị trường chứng khoán bình ổn và hồi phục từ đáy của năm trước. Điều này dẫn đến một số ít công ty tập trung vào mảng tự doanh cổ phiếu có khả năng được hưởng lợi. Thêm vào đó, hầu hết danh mục đầu tư của các công ty đều là các công cụ có thu nhập cố định, có thời gian đáo hạn bình quân thấp, lãi suất thả nổi, dẫn đến việc có khả năng được định giá lại ở mức lợi tức cao hơn so với mức trung bình năm 2022.

Hình 16

Thu nhập từ hoạt động đầu tư sẽ được hưởng lợi từ mức thấp của năm 2022, trong khi áp lực từ chi phí vốn vẫn ở mức cao



*Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service*

NGUỒN VỐN VÀ THANH KHOẢN

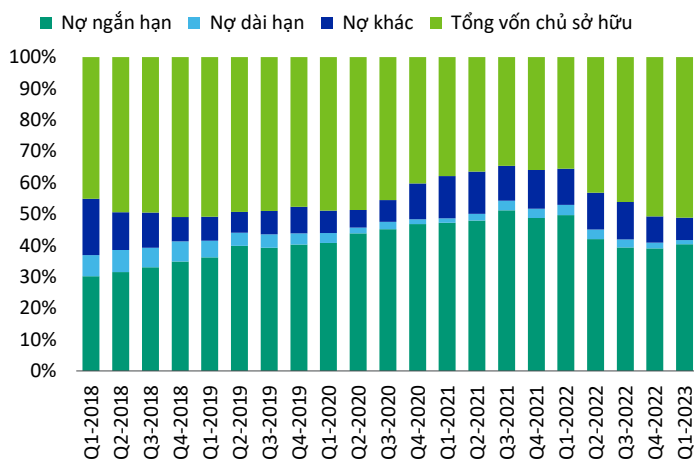
Nguồn vốn và thanh khoản sẽ duy trì ở mức ổn định, tuy nhiên các công ty tập trung vào bảo lãnh phát hành, phân phối trái phiếu doanh nghiệp và phụ thuộc vào vốn ngắn hạn từ nhà đầu tư cá nhân sẽ đối mặt với rủi ro cao hơn

Nguồn vốn duy trì ổn định nhờ giảm sự phụ thuộc vào các khoản nợ vay ngắn hạn

Cơ cấu nguồn vốn của ngành đã cải thiện khi nợ vay ngắn hạn giảm dần xuống 41% tổng nguồn vốn trong quý 1/2023, giảm từ đỉnh ở mức 47% (Hình 17) vào năm 2021. Nguyên nhân đến từ nhu cầu vốn vay thấp do sự sụt giảm của hoạt động cho vay ký quỹ trong bối cảnh tâm lý thị trường thận trọng, và do các công ty trước đó cũng đã tăng được vốn cổ phần để hỗ trợ sự phát triển kinh doanh.

Rủi ro tái cấp vốn là không đáng kể vì nợ dài hạn chiếm dưới 2% tổng nguồn vốn tính đến cuối tháng 3 năm 2023. Một số ít công ty chứng khoán phụ thuộc vào nguồn phát hành trái phiếu có thể phải thu hẹp hoạt động kinh doanh nếu không thể thay thế các trái phiếu đáo hạn bằng các nguồn vốn mới (Hình 18). Một số công ty phụ thuộc vào nguồn vốn từ nhà đầu tư có thể gặp khó khăn trong việc duy trì các nguồn này trong bối cảnh tâm lý đầu tư suy yếu.

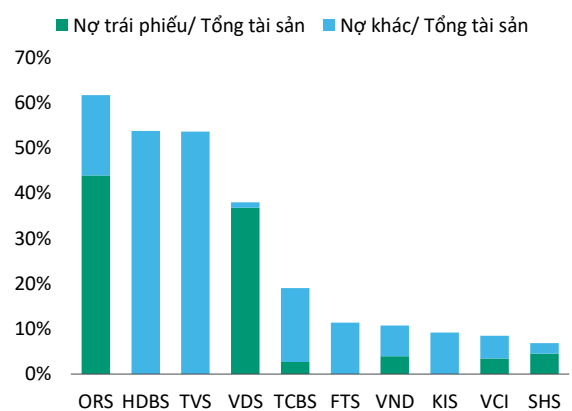
Hình 17
Cơ cấu nguồn vốn của ngành chứng khoán 2018- Q1/2023



Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Hình 18
Một số công ty phụ thuộc nhiều vào nguồn phát hành trái phiếu và nguồn vốn từ khách hàng

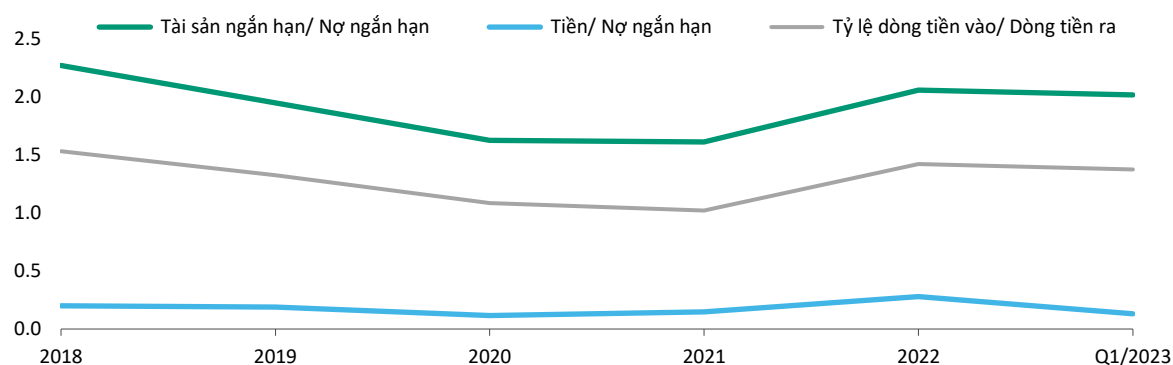


Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Dự trữ tiền nhiều hơn giúp ổn định tình hình thanh khoản, nhưng các công ty chịu tác động lớn từ trái phiếu doanh nghiệp và phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn từ khách hàng sẽ dễ bị tổn thương, do yêu cầu mua lại trái phiếu từ các nhà đầu tư cá nhân gia tăng

Chúng tôi sử dụng tỷ lệ dòng tiền vào so với dòng tiền ra để đánh giá khả năng chống đỡ cú sốc về thanh khoản của các công ty chứng khoán. Đến quý 1/2023, tỷ lệ dòng tiền vào so với dòng tiền ra của ngành này là 1,34 lần – giảm nhẹ so với mức cuối năm 2022 nhưng vẫn ở trên ngưỡng 1,0 lần (Hình 19), một phần đến từ việc gia tăng đầu tư vào CD, TD để tận dụng môi trường lãi suất cao trong quý đầu năm.

Hình 19**Tỷ lệ thanh khoản được cải thiện tại Q1/2023 so với mức đại dịch Covid**

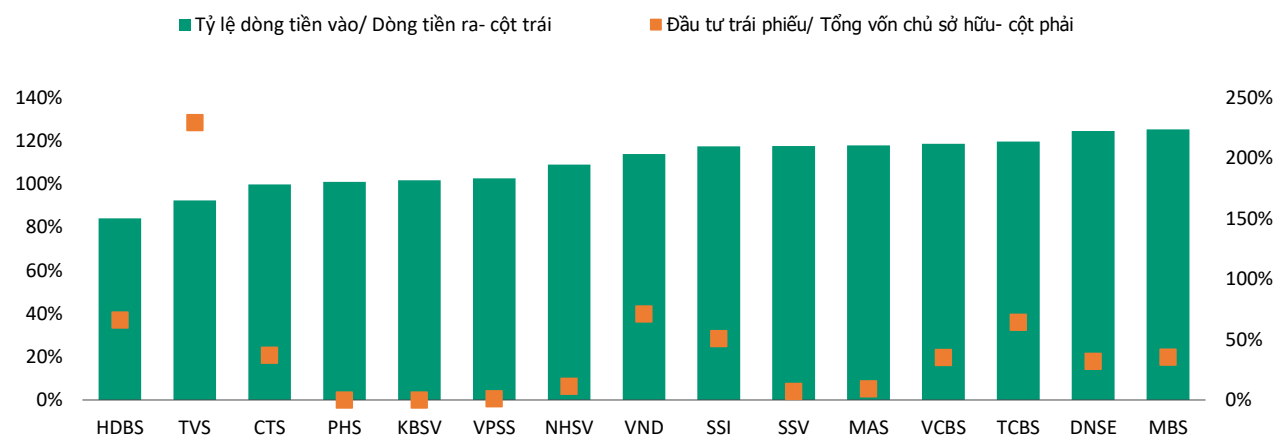
Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Chưa tính đến các nghĩa vụ tiềm tàng về việc mua lại trái phiếu doanh nghiệp từ khách hàng cá nhân, một số công ty có tỷ lệ dòng tiền vào so với dòng tiền ra khá yếu, cộng với việc đầu tư nhiều vào trái phiếu và phụ thuộc vào nguồn vốn từ khách hàng sẽ có thể chịu rủi ro khi thanh khoản bị thắt chặt (Hình 20).

Hình 20

Các công ty có tỷ lệ dòng tiền vào trên dòng tiền ra yếu, đầu tư nhiều trái phiếu và phụ thuộc vào nguồn vốn từ khách hàng có thể gặp nguy cơ trong thị trường thắt chặt thanh khoản



Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

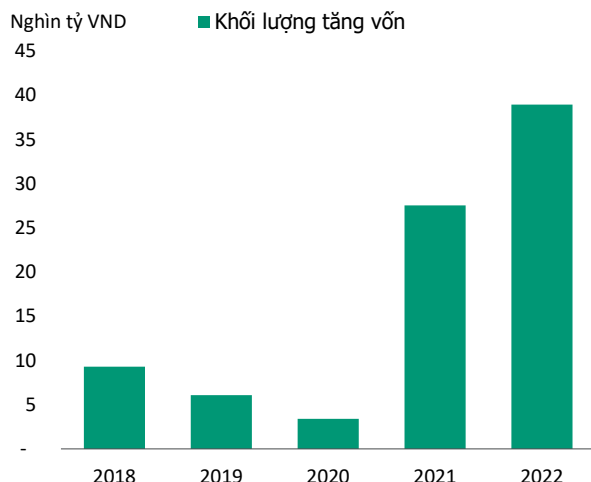
VỐN

Bộ đệm vốn lớn tăng cường khả năng bù đắp tổn thất, tuy nhiên rủi ro vẫn ở mức cao đối với các công ty có danh mục đầu tư lớn vào trái phiếu doanh nghiệp

Vốn chủ toàn ngành đã tăng khoảng 50% trong 3 năm qua nhờ việc tăng huy động vốn cổ phần (Hình 21) để hỗ trợ cho phát triển hoạt động kinh doanh, và cung cấp cho các công ty một bộ đệm vốn đáng kể để bù đắp các tổn thất. Tỷ lệ đòn bẩy giảm xuống mức trước đại dịch, đạt 2,4 lần (Hình 22) và là một trong những mức thấp nhất trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương (Hình 23).

Chúng tôi dự đoán việc tăng vốn mới trong năm 2023 sẽ tiếp tục ở mức thấp do tình trạng thị trường ảm đạm. Một số công ty chứng khoán có sở hữu bởi ngân hàng có khả năng tăng vốn, do dịch vụ chứng khoán dần đóng góp quan trọng cho chiến lược phát triển kinh doanh của ngân hàng mẹ.

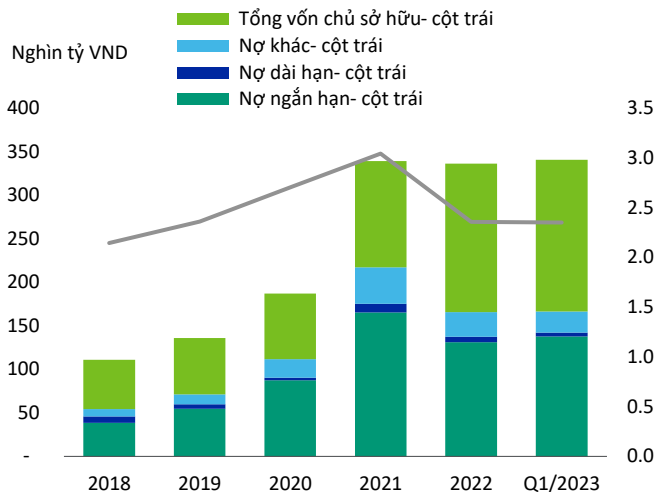
Hình 21
Vốn huy động mới tăng đáng kể trong hai năm qua



Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

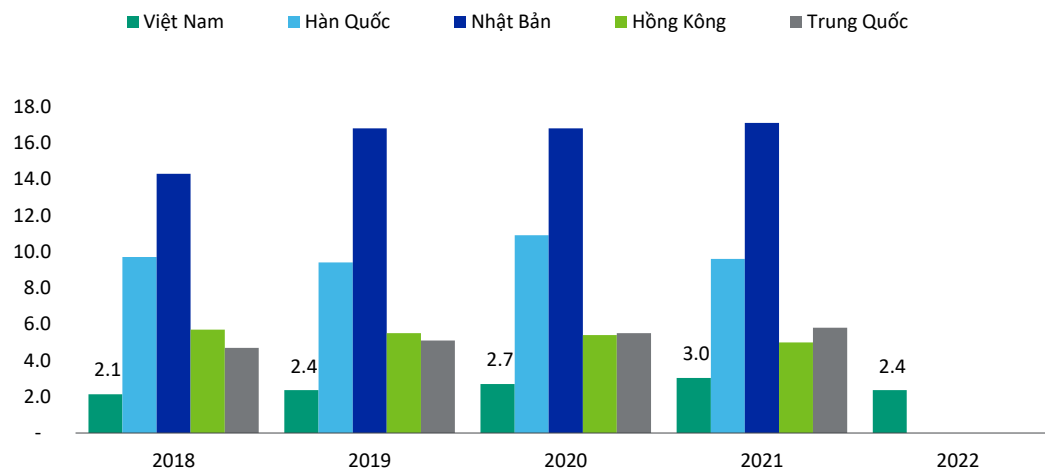
Hình 22
Cấu trúc vốn trở nên vững chắc hơn



Chú thích: Dữ liệu bao gồm 30 công ty chứng khoán lớn nhất tính theo tài sản.

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Hình 23
Tỷ lệ đòn bẩy của các công ty chứng khoán tại các nước khu vực châu Á - Thái Bình Dương giai đoạn 2018-2021

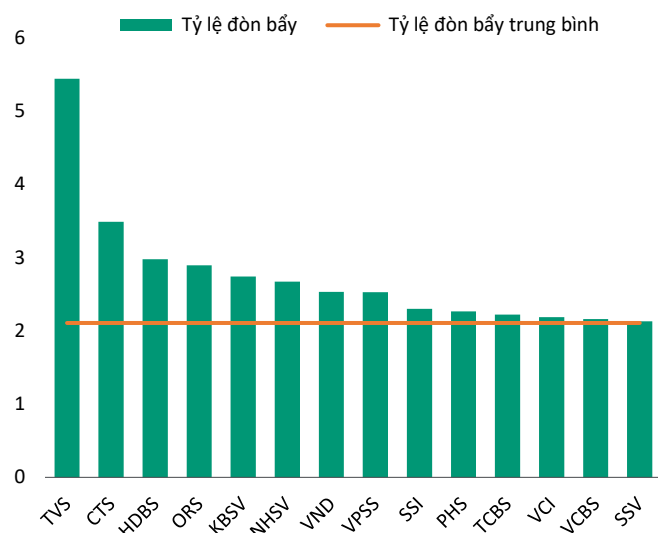


Nguồn: Moody's Investors Service, Vietnam Investors Service

Một số ít công ty với mức đòn bẩy cao hơn trung bình ngành (Hình 24) và duy trì tỷ lệ an toàn tài chính⁴ gần ngưỡng tối thiểu quy định là 180% (Hình 25) đã đầu tư tương đối lớn vào trái phiếu và phụ thuộc cao vào nguồn vốn từ khách hàng. Những công ty này có thể đối mặt với áp lực với việc mua lại trái phiếu doanh nghiệp hoặc rút tiền từ khách hàng.

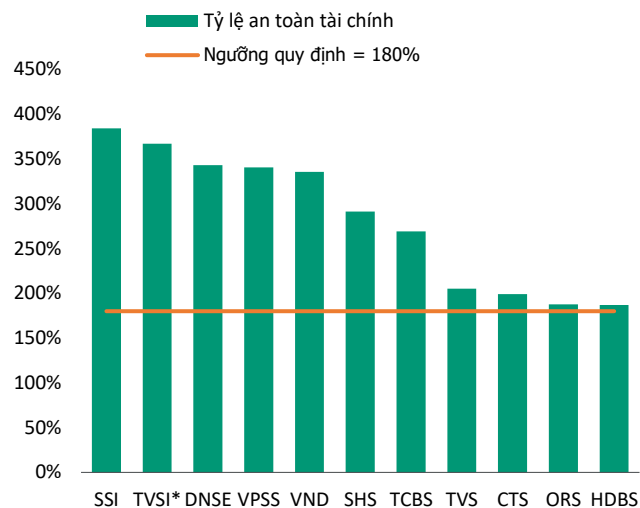
⁴ Tham khảo Thông tư số 91/2020/TT-BTC ngày 13 tháng 11 năm 2020 ban hành bởi Bộ Tài chính về tỷ lệ an toàn tài chính, được tính bằng vốn khả dụng trên tổng giá trị rủi ro.

Hình 24
Các công ty với mức đòn bẩy cao hơn trung bình tính đến ngày 31 tháng 3 năm 2023.



Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

Hình 25
Tỷ lệ an toàn tài chính tại ngày 31 tháng 12 năm 2022



Chú thích: Tham khảo Phụ lục để biết tên đầy đủ của các công ty chứng khoán
() Số liệu chưa kiểm toán⁵*
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Vietnam Investors Service

⁵ [TVSI bị kiểm soát đặc biệt bởi UBCK do không cung cấp báo cáo tỷ lệ an toàn tài chính kiểm toán.](#)

PHỤ LỤC

Danh sách các công ty chứng khoán trong báo cáo của chúng tôi (xếp theo tổng tài sản vào cuối 2022):

	Tên rút gọn	Tên đầy đủ
1	SSI	Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI
2	VND	Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDirect
3	TCBS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ thương
4	VPSS	Công ty Cổ phần Chứng khoán VPS
5	MAS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
6	VPBANKS	Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank
7	HCM	Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
8	VCI	Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap
9	SHS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn – Hà Nội
10	MBS	Công ty Cổ phần Chứng khoán MB
11	KBSV	Công ty Cổ phần Chứng khoán KB Việt Nam
12	TVS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt
13	KIS	Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam
14	VIX	Công ty Cổ phần Chứng khoán VIX
15	VCBS	Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam
16	ORS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Tiên Phong
17	DNSE	Công ty Cổ phần Chứng khoán DNSE
18	ACBS	Công ty Cổ phần Chứng khoán ACB
19	BSI	Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam
20	FTS	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
21	CTS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công thương Việt Nam
22	TVSI	Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt
23	VDS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Rồng Việt
24	SSV	Công ty TNHH Chứng khoán Shinhan Việt Nam
25	HDBS	Công ty Cổ phần Chứng khoán HD
26	YSVN	Công ty TNHH Chứng khoán Yuanta Việt Nam
27	BVS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt
28	PHS	Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng
29	NHSV	Công ty TNHH Chứng khoán NH Việt Nam
30	MBKE	Công ty TNHH Chứng khoán Maybank

CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC NÊU TRONG CÁC TÀI LIỆU, SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ THÔNG TIN DO VIETNAM INVESTORS SERVICE CÔNG BỐ (GỌI CHUNG LÀ "CÁC ẢN PHẨM") LÀ DỰA VÀO GÓC NHÌN CỦA CHÚNG TÔI (2) KHÔNG PHẢI LÀ CÁC TUYÊN BỐ VỀ DỮ KIỆN HIỆN TẠI HOẶC QUÁ KHỨ (3) CHỈ NHẪM MỤC ĐÍCH THAM KHẢO VÀ KHÔNG CẤU THÀNH VÀ KHÔNG CUNG CẤP LỜI KHUYÊN ĐẦU TƯ HOẶC TÀI CHÍNH, (4) KHÔNG PHẢI LÀ VÀ KHÔNG CUNG CẤP KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ, GÓP VỐN, MUA, BÁN HOẶC GIỮ BẤT KỲ CÔNG CỤ NỢ HOẶC CÔNG CỤ TÀI CHÍNH CỤ THỂ NÀO VÀ (5) KHÔNG BÌNH LUẬN VỀ TÍNH THÍCH HỢP CỦA VIỆC ĐẦU TƯ CHO BẤT KỲ NHÀ ĐẦU TƯ NÀO. VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐƯA RA ĐÁNH GIÁ VÀ CÁC QUAN ĐIỂM VÀ CÔNG BỐ CÁC ẢN PHẨM VỚI KỶ VỌNG VÀ HIỂU BIẾT RẰNG MỖI NHÀ ĐẦU TƯ SẼ, VỚI SỰ CẦN TRỌNG CẦN THIẾT, TỰ NGHIÊN CỨU VÀ ĐÁNH GIÁ VỀ MỖI CHỨNG KHOÁN MÀ HỌ ĐANG XEM XÉT MUA, BÁN HOẶC GIỮ. CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE TRONG ẢN PHẨM NÀY KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG NHƯ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM THEO NGHỊ ĐỊNH 88/2014 NGÀY 16 THÁNG 9 NĂM 2014 CỦA CHÍNH PHỦ.

CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP VÀ VIỆC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NGHIỆP SỬ DỤNG ĐÁNH GIÁ, VÀ CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC HOẶC ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHI QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ LÀ KHÔNG CẦN TRỌNG VÀ KHÔNG PHÙ HỢP. NẾU KHÔNG CHẮC CHẮN, VUI LÒNG LIÊN HỆ VỚI CỐ VẤN TÀI CHÍNH HOẶC CỐ VẤN CHUYÊN NGHIỆP KHÁC CỦA BẠN.

TẤT CẢ CÁC THÔNG TIN TẠI ĐÂY (BAO GỒM CẢ THÔNG TIN CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE VÀ/HOẶC THÔNG TIN CỦA CÁC BÊN THỨ BA ĐÃ CẤP LI-XĂNG CHO VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐỂ TÍCH HỢP THÔNG TIN CỦA BÊN ĐÓ TẠI ĐÂY ("CÁC BÊN CẤP LI-XĂNG") ĐƯỢC PHÁP LUẬT BẢO VỆ, BAO GỒM NHƯNG KHÔNG GIỚI HẠN QUY ĐỊNH PHÁP LUẬT VỀ QUYỀN TÁC GIẢ, VÀ KHÔNG MỘT THÔNG TIN NÀO, HOẶC MỘT PHẦN HOẶC TOÀN BỘ THÔNG TIN ĐÓ, ĐƯỢC SAO CHÉP, HOẶC BẰNG CÁCH KHÁC TẠO BẢN SAO, ĐÓNG GÓI LẠI, TRUYỀN DẪN, CHUYỂN NHƯỢNG, PHÁT TÁN, PHÂN PHỐI, PHÂN PHỐI LẠI HOẶC BÁN LẠI, HOẶC LƯU TRỮ LẠI ĐỂ SỬ DỤNG VỀ SAU CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO NHƯ VỪA NÊU, DƯỚI BẤT KỲ DẠNG NÀO HOẶC CÁCH THỨC NÀO HOẶC PHƯƠNG TIỆN NÀO, BỞI BẤT KỲ NGƯỜI NÀO MÀ KHÔNG CÓ SỰ CHẤP THUẬN TRƯỚC BẰNG VĂN BẢN VÀ/HOẶC LI-XĂNG CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE VÀ/HOẶC CỦA BÊN CẤP LI-XĂNG CHO VIETNAM INVESTORS SERVICE. CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM VÀ ẢN PHẨM KHÁC CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG NHẪM ĐƯỢC SỬ DỤNG BỞI BẤT KỲ BÊN NÀO NHƯ LÀ MỘT TIỂU CHUẨN VÌ KHÁI NIỆM NÀY ĐƯỢC ĐỊNH NGHĨA PHỤC VỤ CHO MỤC ĐÍCH QUẢN LÝ NHÀ NƯỚC VÀ KHÔNG ĐƯỢC SỬ DỤNG THEO BẤT CỨ CÁCH NÀO MÀ CÓ THỂ DẪN TỚI VIỆC CHÚNG ĐƯỢC XEM NHƯ LÀ CÁC TIỂU CHUẨN.

Tất cả các thông tin được Vietnam Investors Service thu thập từ các nguồn mà Vietnam Investors Service cho rằng chính xác và đáng tin cậy. Tuy nhiên, do có khả năng xảy ra lỗi của con người hoặc máy móc cũng như các yếu tố khác, tất cả các thông tin tại đây được cung cấp trên cơ sở "NGUYỄN TRẠNG" mà không có bảo đảm dưới bất kỳ hình thức nào. Vietnam Investors Service tiến hành tất cả các biện pháp cần thiết để các thông tin chúng tôi sử dụng có chất lượng và từ các nguồn mà Vietnam Investors Service cho rằng đáng tin cậy bao gồm, khi thích hợp, các nguồn từ bên thứ ba độc lập. Tuy nhiên, Vietnam Investors Service không phải là công ty kiểm toán và không thể độc lập xác minh hoặc xác nhận các thông tin nhận được tại mọi thời điểm trong quá trình chuẩn bị các ản Phẩm của mình.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, Vietnam Investors Service và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại gián tiếp, đặc biệt, là hậu quả hoặc là tổn thất, thiệt hại ngẫu nhiên nào phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không có khả năng sử dụng bất kỳ thông tin nào tại đây, ngay cả khi Vietnam Investors Service hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng hoặc nhà cung cấp của Vietnam Investors Service đã được tư vấn trước về khả năng xảy ra tổn thất hoặc thiệt hại đó, bao gồm nhưng không giới hạn: (a) mất lợi nhuận hiện tại hoặc dự kiến hoặc (b) các tổn thất và thiệt hại phát sinh.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, Vietnam Investors Service và tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp từ chối trách nhiệm đối với bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào đối với bất kể tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc có tính chất bồi thường gây ra cho bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào, bao gồm nhưng không giới hạn bởi sự bất cẩn (nhưng ngoại trừ gian lận, cố tình làm sai hoặc các loại trách nhiệm khác mà, để tránh hiểu lầm, không thể bị loại trừ theo quy định pháp luật), của, hoặc do bất kỳ sự kiện bất ngờ trong hoặc ngoài khả năng kiểm soát của Vietnam Investors Service, hoặc tất cả các giám đốc, quản lý, nhân viên, đại lý, người đại diện, bên cấp li-xăng và nhà cung cấp của Vietnam Investors Service, phát sinh từ hoặc liên quan tới các thông tin tại đây hoặc việc sử dụng hoặc không thể sử dụng các thông tin đó.

KHÔNG CÓ BẤT KỲ BẢO ĐẢM NÀO, DÙ RÕ RÀNG HAY NGỤ Ý, ĐỐI VỚI SỰ CHÍNH XÁC, ĐÚNG THỜI ĐIỂM, TÍNH HOÀN CHỈNH, KHẢ NĂNG THƯƠNG MẠI HOẶC TÍNH PHÙ HỢP CHO BẤT KỲ MỤC ĐÍCH NÀO CỦA BẤT KỲ ĐÁNH GIÁ, QUAN ĐIỂM HOẶC THÔNG TIN KHÁC ĐƯỢC VIETNAM INVESTORS SERVICE ĐƯA RA HOẶC TẠO RA DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC HOẶC CÁCH THỨC NÀO.

VIETNAM INVESTORS SERVICE CÓ THỂ THỰC HIỆN SỬA ĐỔI VÀ/HOẶC THAY ĐỔI ĐỐI VỚI ẢN PHẨM NÀY BẤT CỨ LÚC NÀO, VÌ BẤT CỨ LÝ DO NÀO. TUY NHIÊN, VIETNAM INVESTORS SERVICE KHÔNG CÓ NGHĨA VỤ (CŨNG NHƯ KHÔNG CÓ Ý ĐỊNH) PHẢI BỔ SUNG, CẬP NHẬT HOẶC SỬA ĐỔI CÔNG KHAI TRONG TƯƠNG LAI. BẠN LÀ BÊN CHỊU RỦI RO DUY NHẤT KHI SỬ DỤNG VÀ/HOẶC DỰA VÀO CÁC ĐÁNH GIÁ, CÁC QUAN ĐIỂM KHÁC, VÀ ẢN PHẨM CỦA VIETNAM INVESTORS SERVICE.