

Báo cáo ngành Chứng khoán

Ngành chứng khoán Việt Nam trước làn sóng IPO giai đoạn mới

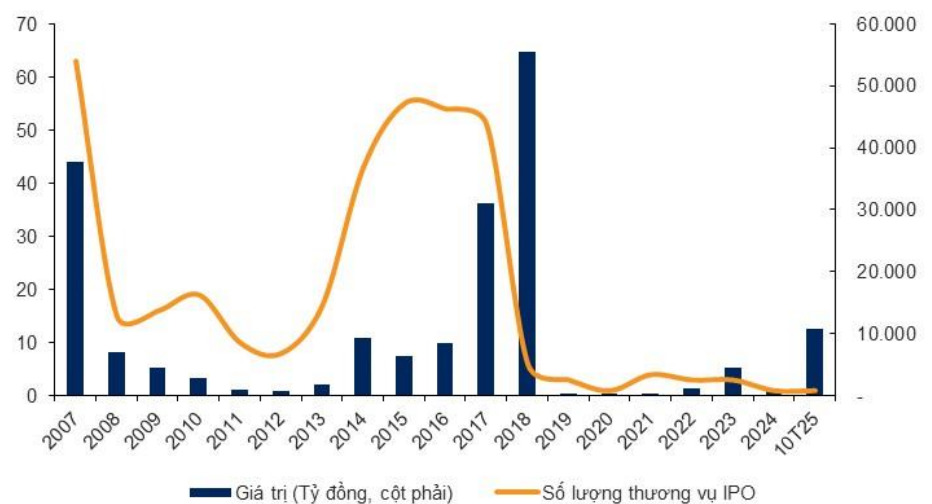
- Thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua 2 đợt sóng IPO lớn trong quá khứ và đã sẵn sàng đón một đợt sóng IPO doanh nghiệp mới từ năm 2025.
- Nền kinh tế vĩ mô tăng trưởng mạnh mẽ cùng với chính sách tiền tệ nới lỏng trong nước và quốc tế cùng thông tin thị trường Việt Nam đã được FTSE RUSSELL chấp thuận nâng cấp lên thị trường mới nổi thứ cấp và những cải cách về mặt chính sách, nâng cấp cơ sở hạ tầng thị trường là động lực thúc đẩy làn sóng IPO quay trở lại từ năm 2025.
- Nhiều doanh nghiệp trong ngành chứng khoán cũng đang tận dụng môi trường thuận lợi của thị trường để thực hiện IPO, thu hút thêm dòng tiền đầu tư lớn của các tổ chức và cá nhân trong và ngoài nước.
- Các đợt IPO trong ngành chứng khoán hứa hẹn thành công vang dội dù mức định giá trước IPO có thể cao hơn trung bình ngành thể hiện niềm tin của nhà đầu tư vào tương lai tươi sáng của ngành chứng khoán Việt Nam nói riêng và thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung. Điều này cũng có thể giúp tái định giá các cổ phiếu trong ngành.

Thị trường Phát hành Cổ phiếu lần đầu ra Công chúng (IPO) của Việt Nam đang đứng trước ngưỡng của một chu kỳ tăng trưởng mới sau nhiều năm trì trệ kể từ năm 2018

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã chứng kiến hai đợt bùng nổ IPO đáng chú ý trong quá khứ

Dữ liệu lịch sử cho thấy thị trường IPO Việt Nam đã chứng kiến 2 làn sóng trong IPO quá khứ với những động lực khác nhau.

Hình 1. Số lượng và giá trị các thương vụ IPO Việt Nam từ năm 2007 cho đến nay



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Lê Chí Hiếu

hieu.lechi@vndirect.com.vn

- Làn sóng IPO năm 2007 lập đỉnh về số lượng doanh nghiệp niêm yết với 63 doanh nghiệp thực hiện IPO, tổng trị giá 2.55 tỷ USD và được thúc đẩy chủ yếu bởi tiến trình cổ phần hóa, thoái vốn của doanh nghiệp Nhà nước (DNNN). Mục tiêu chính của giai đoạn này là thoái vốn từ các doanh nghiệp nhà nước nhằm

tái cơ cấu kinh tế và cân đối ngân sách quốc gia. Về mặt thể chế và quản trị doanh nghiệp, đây là thời kỳ đầu phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam, các chính sách trên thị trường chứng khoán và tiêu chuẩn quản trị doanh nghiệp còn sơ khai, chưa được chú trọng, chủ yếu tập trung vào việc chuyển đổi hình thức sở hữu từ nhà nước sang công ty cổ phần. Những thương vụ IPO tiêu biểu giai đoạn này có Ngân hàng thương mại Cổ phần Ngoại thương Vietcombank (VCB), Tổng công ty bảo hiểm Việt Nam (BVH), Đạm Phú Mỹ (DPM), Tổng công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam (PVI)...

- Làn sóng IPO thứ hai, giai đoạn 2017 – 2018, được coi là thời kỳ hoàng kim của IPO tại Việt Nam khi chứng kiến sự bùng nổ về quy mô và số lượng, được thúc đẩy bởi (1) hoạt động thoái vốn tiếp tục tại các doanh nghiệp nhà nước lớn như Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW), Tổng Công ty Dầu Việt Nam (OIL), Công ty cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) và (2) sự trỗi dậy mạnh mẽ của các tập đoàn tư nhân hàng đầu, như Vinhomes, VRE, Techcombank, HDBank. Cụ thể:

Trong khối doanh nghiệp nhà nước: Động lực của các doanh nghiệp tư nhân khi IPO giai đoạn này là nhằm huy động nguồn vốn lớn để mở rộng quy mô, tài trợ các dự án chiến lược và cải thiện cơ cấu tài chính bằng cách ghi nhận vốn huy động vào vốn chủ sở hữu thay vì tạo ra nợ phải trả. Những thương vụ IPO lớn nhất của các DNNN thời điểm này bao gồm BSR, POW, VRG, OIL đã mang về hơn 821 triệu USD cho ngân sách quốc gia.

Trong khối doanh nghiệp tư nhân lớn: phần lớn các thương vụ IPO đều dựa vào chiến lược đi tìm một số ít nhà đầu tư nền tảng với các giao dịch thỏa thuận lớn, tiêu biểu như các nhà đầu tư lớn Singapore (GIC), Capital Group, Fidelity và Norges Bank. Điều này khẳng định sự chấp nhận của thị trường quốc tế đối với thị trường chứng khoán Việt Nam thời điểm đó. Thương vụ IPO của Vinhomes (VHM) là thương vụ lớn nhất trong giai đoạn này không chỉ ở Việt Nam mà còn trong khu vực với tổng giá trị huy động đạt 1,35 tỷ đồng từ NGĐT nước ngoài. Bên cạnh đó giai đoạn 2017-2018, hàng loạt các ngân hàng thương mại lớn cũng đã IPO thành công lên sàn HOSE (như Techcombank, HDBank), đóng góp thêm cho sàn chứng khoán những hàng hóa chất lượng, tạo động lực tăng giá chứng cho toàn ngành.

Việc tham gia của các nhà đầu tư tổ chức và chiến lược quốc tế đã tạo áp lực lên các doanh nghiệp tư nhân phải cải thiện cơ cấu quản trị doanh nghiệp khi niêm yết, dù vậy, việc áp dụng các chuẩn mực tiệm cận quốc tế giai đoạn này còn chưa đồng bộ.

Triển vọng IPO 2025: Động lực từ tăng trưởng kinh tế vĩ mô và cải cách thể chế và chính sách mạnh mẽ

Làn sóng IPO 2025 được thúc đẩy bởi nhiều yếu tố xúc tác hội tụ

Sau một giai đoạn dài trầm lắng, hoạt động IPO hứa hẹn sẽ trở lại từ năm 2025, bắt đầu một làn sóng IPO mới với danh mục thương vụ tiềm năng rất chất lượng trải rộng trên nhiều lĩnh vực khác nhau từ tiêu dùng (Highland, Golden Gate); Dịch vụ tài chính (TCBS, VPBankS, VPS, F88); Giải trí (DatvietVAC); Công nghệ (Misa; VNLife;), Bất động sản (VPL, TAL, Viettel IDC...). Dưới đây là một danh sách các công ty đã thực hiện IPO trong năm 2025 và những công ty tiềm năng thực hiện IPO giai đoạn tới do chúng tôi nghiên cứu, tổng hợp.

Hình 2. Danh sách các công ty đã thực hiện IPO trong năm 2025 và những công ty tiềm năng thực hiện IPO

Lĩnh vực	Tên Công ty/Ticker	Thông tin về kế hoạch niêm yết (dự kiến)
Chứng khoán	Chứng khoán Techcombank (TCBS)	Tháng 10/2025
Chứng khoán	Chứng khoán VPBank (VPBankS)	Q4/2025 hoặc Q1/2026
Chứng khoán	Chứng khoán VPS (VCK)	Q4/2025 hoặc Q1/2026
Chứng khoán	Chứng khoán Kafi	Quý 01/2026
Bất động sản	VinPearl (VPL)	Đã niêm yết tháng 05/2025
Bất động sản	Taseco Land (TAL)	Đã niêm yết tháng 6/2025
Bất động sản	Bất động sản CRV (CRV)	Đã niêm yết tháng 10/2025
Bất động sản	Hạ tầng Gelex	Quý 02/2026
Nông nghiệp	Hòa Phát Nông nghiệp (HPA)	Tháng 12/2025
Nông nghiệp	C.P. Việt Nam	Dự kiến 2026-2027
Tài chính	F88	Cuối năm 2026
Bán lẻ	Điện máy xanh	Dự kiến 2026-2027
Bán lẻ	Bách hóa xanh	Dự kiến 2027-2028
Bán lẻ	Golden Gate	Dự kiến năm 2026 - 2027
Bán lẻ	Highland	Dự kiến năm 2027
Bán lẻ	Sunhouse	Dự kiến 2027-2030
Y tế	Nhà thuốc Long Châu	Dự kiến 2026-2027.
Y tế	Pharmacy	Dự kiến 2027-2030
Giải trí	DatVietVAC	Dự kiến 2027-2030
Giải trí	Galaxy	Dự kiến 2027-2030
Công nghệ	MISA	Dự kiến 2027-2030
Công nghệ	Viettel IDC	Dự kiến năm 2026
Công nghệ	MoMo	Dự kiến năm 2027

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi nhận thấy có 7 động lực chính thúc đẩy hoạt động IPO bùng nổ trở lại bao gồm: **(1)** Nền kinh tế vĩ mô ổn định cùng với chính sách tiền tệ nới lỏng trong nước và quốc tế; **(2)** Thị trường Việt Nam được FTSE RUSSELL chấp thuận nâng cấp lên thị trường mới nổi thứ cấp; **(3)** Chính sách hoàn thiện hơn giúp các doanh nghiệp IPO được quản trị tốt hơn trước khi lên sàn; **(4)** Các quy định về room ngoại và tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển đổi đã được tháo gỡ hơn so với trước đây; **(5)** Các quy định về thoái vốn doanh nghiệp nhà nước được củng cố; **(6)** Thủ tục hành chính IPO được rút ngắn và có chính sách bảo vệ tốt hơn quyền lợi nhà đầu tư hậu IPO; **(7)** Sự sẵn sàng của hạ tầng kỹ thuật với việc triển khai hệ thống giao dịch mới KRX.

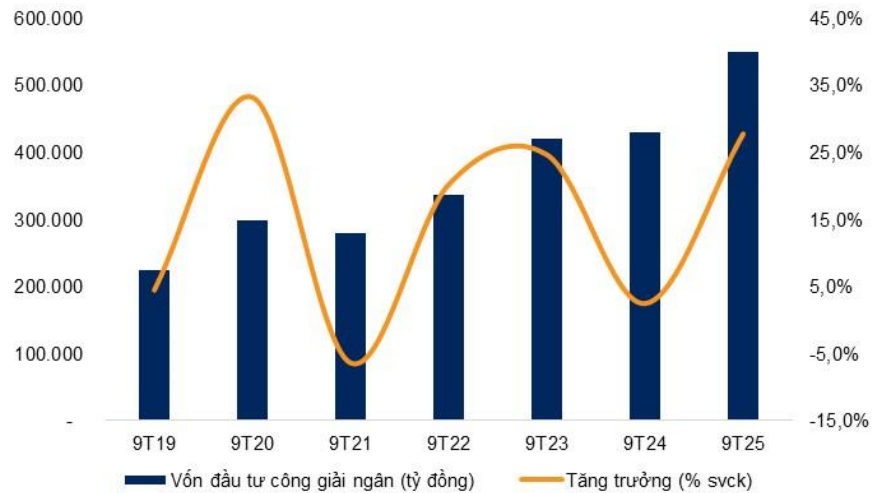
1. Môi trường kinh tế vĩ mô ổn định và các chính sách tiền tệ hỗ trợ từ toàn cầu và trong nước

Việt Nam đang có cải cách mạnh mẽ về thể chế với mục tiêu tăng trưởng trên **8%** trong năm 2025 và tiếp tục tăng trưởng **10%** trong năm 2026. Sự quyết tâm của Chính phủ được cụ thể hóa với 4 nghị quyết trụ cột: (1) Nghị quyết 68 về phát triển kinh tế tư nhân; (2) Nghị quyết 59 về hội nhập quốc tế trong tình hình mới; (3) Nghị quyết 57 về đột phá phát triển KHCN, đổi mới sáng tạo và chuyển

đổi số quốc gia; (4) Nghị quyết 66 về đổi mới công tác xây dựng và thi hành pháp luật, hướng tới thay đổi mọi mặt của nền kinh tế Việt Nam.

Động lực chính cho sự phát triển GDP tại Việt Nam giai đoạn này là hoạt động đầu tư công mạnh mẽ kể từ đầu năm 2025. Đây được coi là nhân tố chính thúc đẩy sự tăng trưởng GDP cho năm 2025 và 2026.

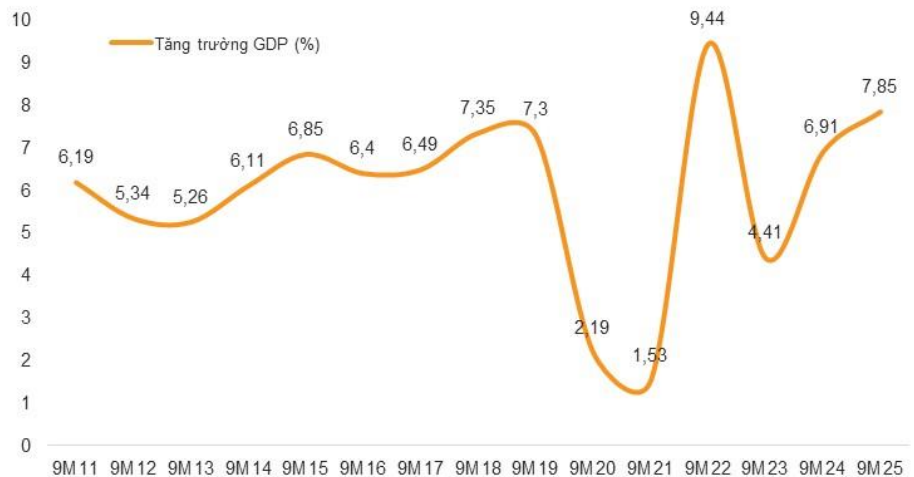
Hình 3. Tình hình giải ngân công tại Việt Nam 9 tháng các năm trong giai đoạn 2019-2025



Nguồn: FiinPro, VNDIRECT RESEARCH

Tính đến Quý 3/2025, GDP Việt Nam đã tăng trưởng 8.23%. Mức tăng này góp phần đưa GDP 9 tháng năm 2025 tăng 7,85% so với cùng kỳ năm trước, tiến sát mục tiêu tăng trưởng trên 8% mà Chính phủ đã đề ra.

Hình 4. Tốc độ tăng trưởng GDP 9 tháng svck các năm trong giai đoạn 2011-2025 (%)

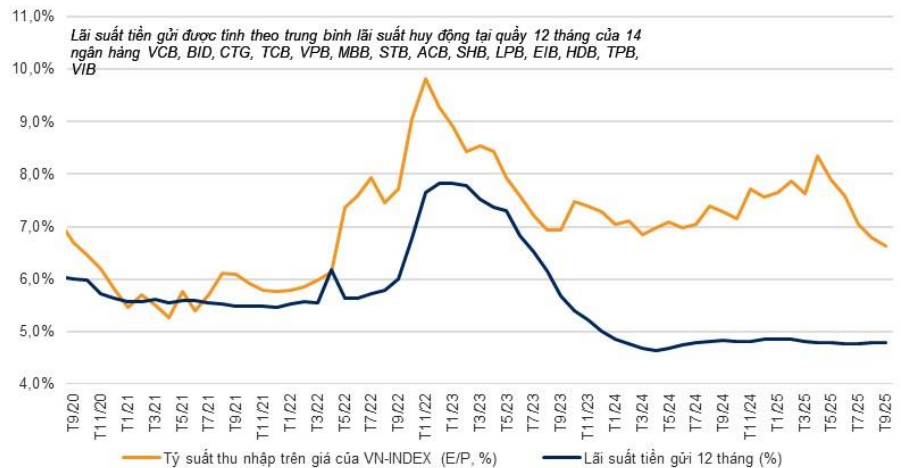


Nguồn: Tổng cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Nền lãi suất thấp được duy trì và tăng trưởng tín dụng là một động lực phát triển cho cả nền kinh tế, giúp các doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn giá rẻ, phát triển bứt phá. Song song với đó là thị trường chứng khoán được hưởng lợi và tạo xung lực tăng điểm cho VNIndex, giúp thị trường chứng khoán có thanh khoản tốt hơn và được định giá cao hơn so với trung bình 10 năm trở lại đây. Điều này là lý tưởng cho hoạt động IPO của các doanh nghiệp.

Việc FED thông báo về việc chấm dứt chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ (QT) và động thái cắt giảm lãi suất trong tháng 09/2025 cũng hỗ trợ rất nhiều cho định hướng duy trì nền lãi suất thấp trong nước.

Hình 5. So sánh lãi suất tiền gửi và tỷ suất thu nhập trên giá của VNINDEX



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6. Tương quan giữa tăng trưởng tín dụng và mức giá đóng cửa của VNINDEX từ 2016 – 2025



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

2. Việc nâng hạng thị trường từ FTSE Russel và kỳ vọng nâng hạng từ MSCI.

Chính phủ Việt Nam, Bộ Tài chính thời gian qua đã và đang tiếp tục sát sao chỉ đạo việc nâng hạng của thị trường Việt Nam, coi đây như một bước đi đột phá trong tầm nhìn dài hạn đưa thị trường chứng khoán Việt Nam trở thành kênh huy động trung và dài hạn chủ chốt cho doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, Quyết định 2014/QĐ-TTg phê duyệt Đề án nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam được ra đời với những giải pháp cụ thể giúp phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam bền vững, đáp ứng đầy đủ các tiêu chí của FTSE và MSCI như xóa bỏ yêu cầu ký quỹ giao dịch (pre-funding), nâng cao minh bạch về giới hạn sở hữu nhà đầu tư, hoàn thiện hạ tầng CCP, phát triển thị trường ngoại hối với các công cụ phòng ngừa rủi ro hoặc cải thiện tính minh bạch bằng việc áp dụng tiêu chuẩn kế toán IFRS hay quản trị theo chuẩn OECD..., với mục tiêu ngắn hạn là được FTSE nâng hạng lên Thị trường mới nổi thứ cấp và dài hạn là được MSCI nâng hạng lên Thị trường mới nổi.

Với những nỗ lực này, đầu tháng 10/2025, thị trường Việt Nam chính thức được nâng hạng lên nhóm lên Thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE. Chúng tôi ước tính Việt Nam có thể thu hút tổng dòng vốn nước ngoài từ các quỹ thụ động ở

mức khoảng **4,5 tỷ USD** trong trường hợp được cả FTSE và MSCI nâng hạng, và con số sẽ lớn hơn rất nhiều từ các quỹ chủ động.

3. Yêu cầu quản trị với doanh nghiệp niêm yết nghiêm ngặt hơn

Một yếu tố cốt lõi phân biệt lần sóng IPO 2025 với các lần sóng IPO trước đây, đó là tiêu chuẩn quản trị công ty và khả năng minh bạch thông tin đã được cải thiện đáng kể, mang định hướng tiêu chuẩn quốc tế. Đây là một bước tiến rất quan trọng thể hiện vai trò dẫn dắt rất lớn của Bộ Tài chính và UBCKNN trong việc nghiên cứu, điều chỉnh thể chế chính sách mang tính định hướng dài hạn, thúc đẩy doanh nghiệp Việt Nam phát triển theo hướng bền vững trên nền tảng quản trị hiệu quả, cung cấp đầy đủ thông tin cho nhà đầu tư trong và ngoài nước, từng bước thu hút vốn đầu tư vào các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán.

Theo những quy định mới của pháp luật Việt Nam, về hoạt động quản trị doanh nghiệp, doanh nghiệp niêm yết sẽ phải tách biệt được chức danh Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc, bổ sung thông tin về chủ sở hữu hưởng lợi doanh nghiệp (BO), phải thành lập Ủy ban kiểm toán trực thuộc HĐQT hoặc duy trì ít nhất 1/3 tổng số thành viên HĐQT là thành viên độc lập... Trong khi đó, về mặt minh bạch và công bố thông tin, các doanh nghiệp niêm yết phải công bố thông tin định kỳ bằng tiếng Anh và phải minh bạch việc sử dụng vốn sau khi IPO... Chúng tôi đã tổng hợp tại **Phụ lục 01** của Báo cáo những thay đổi quan trọng về cơ cấu quản trị mà các doanh nghiệp hiện nay phải đáp ứng để phản ánh sự khác biệt về cấu trúc quản trị so với trước đây.

4. Quy định linh hoạt hơn về sở hữu nước ngoài và tỷ lệ cổ phiếu tự do lưu hành

Một điểm quan trọng nữa là các đợt IPO năm 2025 đã được quy định cụ thể về **tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng**. Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (Free-Float) là một chỉ số quan trọng để đánh giá khả năng giao dịch của một mã cổ phiếu. Tỷ lệ Free-Float thấp là rào cản chính ngăn dòng vốn tổ chức nước ngoài giải ngân lớn, điều vốn là điểm kém hấp dẫn với nhà đầu tư nước ngoài trong giai đoạn 2018. Để giải quyết vấn đề này, từ năm 2020, Chính phủ Việt Nam đã ban hành Luật chứng khoán 2019 và Nghị định 155/2020/NĐ-CP quy định cụ thể về điều kiện niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và có những quy định cụ thể đối với tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng.

- Phải có tối thiểu 15% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do ít nhất 100 cổ đông không phải là cổ đông lớn nắm giữ. Trường hợp vốn điều lệ đã góp từ 1.000 tỷ đồng trở lên, tỷ lệ này là tối thiểu 10%.
- Cổ phiếu của người nội bộ và người có liên quan (Chủ tịch HĐQT, thành viên HĐQT, Tổng giám đốc, Kế toán trưởng, Giám đốc tài chính và các chức danh quản lý tương đương, cùng cổ đông lớn là người có liên quan của các đối tượng này) phải có cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong 06 tháng kể từ ngày giao dịch đầu tiên và 50% số cổ phiếu này trong 06 tháng tiếp theo.
- Cổ đông lớn trước thời điểm chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng của tổ chức phát hành phải cam kết cùng nhau nắm giữ ít nhất 20% vốn điều lệ của tổ chức phát hành tối thiểu là 01 năm kể từ ngày kết thúc đợt chào bán;
- Công ty cần có đầy đủ hồ sơ đăng ký niêm yết hợp lệ và có sự tư vấn của một công ty chứng khoán được cấp phép. Công ty chứng khoán này cũng sẽ quản lý tài khoản phong tỏa nhận tiền mua cổ phiếu từ đợt chào bán, đảm bảo tính minh bạch và an toàn cho giao dịch.

Theo Điều 109. Điều kiện niêm yết cổ phiếu tại Nghị định 155/2020/NĐ-CP

Các tổ chức định giá chỉ số (index providers) thường áp dụng các quy tắc làm tròn đặc biệt. Nếu tỷ lệ Free-Float nhỏ hơn hoặc bằng 15%, nó được làm tròn theo bước 1% (ví dụ: 13.55% lên 14%). Nếu tỷ lệ Free-Float lớn hơn 15%, nó được làm tròn theo bước 5% (ví dụ: 16.55% lên 20%). Cơ chế làm tròn này tạo ra một hiệu ứng đòn bẩy: một IPO lớn có tỷ lệ Free-Float thực tế chỉ 16% sẽ ngay lập tức được tính trọng số là 20% trong chỉ số thị trường. Điều này làm

tăng vốn hóa điều chỉnh theo Free-Float của cổ phiếu đó, tăng trọng số của nó trong các chỉ số thị trường (như VN-Index), và do đó thu hút dòng tiền lớn từ các quỹ ETF và quỹ thụ động. Vì vậy, từ năm 2025, khi IPO quy mô lớn, nếu chào bán thành công một tỷ lệ Free-Float hợp lý, sẽ ngay lập tức cải thiện thanh khoản thị trường.

Bên cạnh đó, quy định pháp luật trước đây cho phép Đại hội đồng cổ đông (ĐHĐCĐ) tự đặt ra mức trần sở hữu ngoại, thậm chí thấp hơn mức tối đa cho phép của ngành nghề (ví dụ: chỉ 5% hoặc 10%). Việc này thường được thực hiện bởi một số công ty nhằm "né" vốn ngoại, để phòng bị thâu tóm hoặc bảo vệ lợi ích của một nhóm cổ đông kiểm soát. Điều này đã dẫn đến tình trạng nhiều cổ phiếu chất lượng cao bị "kín room" một cách giả tạo, gây khó khăn cho việc tiếp cận của nhà đầu tư nước ngoài và làm giảm tính thanh khoản cũng như quy mô giao dịch của thị trường. Theo quy định mới tại Nghị định 245/NĐ-CP bãi bỏ điểm e Điều 139 tại Nghị định số 155/2020/NĐ-CP mới, các công ty đại chúng **không được** tự quyết định tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa theo quy định mà phải tuân thủ mức trần tối đa theo pháp luật chuyên ngành và cam kết quốc tế mà Việt Nam tham gia. Ngoại trừ một số ngành nghề đặc thù như truyền thông, ngân hàng, hàng không, viễn thông..., phần lớn tỷ lệ này là 100%. Bảng dưới đây liệt kê chi tiết tỷ lệ FOL một số ngành trọng yếu tại Việt Nam theo các quy định, cam kết quốc tế của Việt Nam

Hình 7. Tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài theo quy định, cam kết quốc tế của Việt Nam

Một số ngành nghề đặc thù tại Việt Nam	Tỷ lệ FOL theo quy định, cam kết quốc tế của Việt Nam
Truyền thông	Báo chí, xuất bản: 0% . Lĩnh vực quảng cáo, sản xuất nội dung số, truyền hình trả tiền có thể liên doanh với giới hạn tối đa 49% hoặc 51% , tùy phân ngành cụ thể
Ngân hàng	Tối đa 30% vốn điều lệ. (Hiện nay, chỉ các ngân hàng tham gia tái cấu trúc các ngân hàng yếu kém là VCB, MBB, VPB, HDB được nới lên 49%)
Hàng không	Tối đa 34% vốn điều lệ đối với kinh doanh vận tải hàng không.
Viễn thông có hạ tầng mạng	Tối đa 49% vốn điều lệ
Vận tải biển, đường bộ, đường sắt	Vận tải đường biển, đường sắt, đường thủy nội địa: Tối đa 49% . Vận tải đường bộ: Tối đa 51% .
Phát hành phim, phổ biến phim (bao gồm rạp chiếu phim)	Thông thường tối đa 51% , trừ hiệp định song phương
Viễn thông	Viễn thông có hạ tầng mạng: Tối đa 49% . Viễn thông không có hạ tầng mạng: Tối đa 65%
Bất động sản	Tối đa 100% đối với công ty kinh doanh bất động sản.
Các ngành nghề khác không thuộc diện hạn chế	Tối đa 100% vốn điều lệ.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Việc bãi bỏ quyền tự quyết FOL là một sự chuyển dịch quan trọng, chuyển quyết định về FOL từ phạm vi quản trị nội bộ sang phạm vi tuân thủ pháp luật về quyền tiếp cận thị trường. Thay đổi này ngay lập tức mở khóa dung lượng giao dịch và giải quyết tình trạng "kín room" giả, tăng tính thanh khoản cho các cổ phiếu. Điều này trực tiếp giải quyết tiêu chí "Hạn chế tiếp cận thị trường" mà MSCI và FTSE Russell yêu cầu và tạo ra động lực lớn để thu hút hàng tỷ đô vốn ngoại đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam sau nâng hạng.

5. Các quy định về thoái vốn doanh nghiệp nhà nước được củng cố

Trong bối cảnh hội nhập sâu rộng và định hướng phát triển kinh tế tư nhân, Chính phủ Việt Nam đã nhận thức rõ vai trò của mô hình công tư, từ đó đẩy mạnh thoái vốn và cải cách khu vực doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Luật Quản lý và Đầu tư Vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp 2025 (Luật 68/2025/QH15) ra đời nhằm tháo gỡ các vướng mắc pháp lý đã làm chậm quá trình cổ phần hóa và thoái vốn theo Luật 69/2014/QH13, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhà nước và tạo hành lang pháp lý linh hoạt hơn cho tái cơ cấu DNNN. Điểm đột phá lớn nhất của Luật là tách bạch rõ ba vai trò: quản lý nhà nước, đại diện chủ sở hữu và quản trị doanh nghiệp. Việc loại bỏ sự chồng chéo giúp DNNN

được tự chủ hơn, tập trung vào hiệu quả vốn (như ROE, lợi nhuận) và linh hoạt hơn trong việc quyết định thời điểm, phương thức, định giá IPO.

Luật có quy định đầy mạnh mẽ minh bạch và cơ chế thị trường trong xác định giá trị doanh nghiệp, đặc biệt là cơ chế tách riêng giá trị quyền sử dụng đất để tránh thất thoát – yếu tố then chốt để giải quyết vấn đề định giá doanh nghiệp hiện nay, đảm bảo giá trị IPO phản ánh đúng thực tế thị trường, thu hút nhà đầu tư., vốn là rào cản lớn nhất với IPO trước đây. Khi giá IPO phản ánh đúng giá trị thị trường, DNNN sẽ thu hút được nhà đầu tư chiến lược thực chất.

Cuối cùng, Luật đưa ra nguyên tắc rõ ràng cho việc đầu tư và thoái vốn ở mọi loại hình DNNN, giúp xác định nhanh đơn vị nào còn giữ vai trò chiến lược để tập trung nguồn lực, đơn vị nào nên thoái vốn để đẩy nhanh tiến độ IPO.

6. Thủ tục hành chính IPO được đơn giản hóa cùng với việc cải thiện các biện pháp bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư sau IPO

Nghị định 245/2025/NĐ-CP đã thực hiện nhiều sửa đổi nhằm đơn giản hóa TTHC liên quan đến chào bán và phát hành chứng khoán. Thay vì cơ chế tuần tự như trước đây, tổ chức phát hành phải xin ý kiến của UBCKNN trước khi gửi Sở Giao dịch chứng khoán, thì Nghị định này cụ thể hóa cơ chế phối hợp xem xét hồ sơ IPO đồng thời với hồ sơ đăng ký niêm yết cổ phiếu gửi trực tiếp cho cả UBCKNN và Sở Giao dịch chứng khoán. Theo đánh giá của chúng tôi, việc này có thể giúp rút ngắn thời gian đưa cổ phiếu lên sàn từ **02 - 03** tháng so với trước đây.

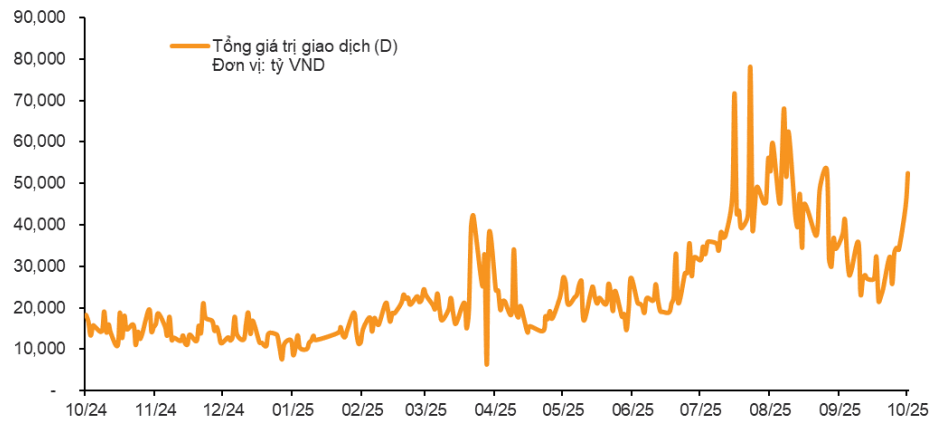
Việc rút ngắn thời gian xử lý hồ sơ có ý nghĩa quan trọng trong việc giảm thiểu rủi ro thời gian ra thị trường (Time-to-Market Risk). Đối với các giao dịch lớn và phức tạp, sự chậm trễ trong phê duyệt hành chính có thể khiến doanh nghiệp và nhà đầu tư phải đối mặt với rủi ro biến động thị trường hoặc lỡ nhịp huy động vốn. Bằng cách đẩy nhanh quá trình, nhà đầu tư lớn, đặc biệt là các quỹ đầu tư, có thể quản lý lịch trình phân bổ vốn và thanh khoản một cách chắc chắn hơn.

Bên cạnh đó, Nghị định 245/2025/NĐ-CP cũng đã quy định rút ngắn thời hạn tối đa để cổ phiếu đưa vào giao dịch sau khi được chấp thuận niêm yết, từ **90** ngày xuống còn **30** ngày. Điều này cũng góp phần giải quyết nỗi lo của NĐT về việc cổ phiếu bị "mắc kẹt" hoặc chậm trễ niêm yết, tăng cường sớm thanh khoản sau phát hành, đồng thời củng cố niềm tin về sự bảo vệ NĐT được cải thiện.

7. Sẵn sàng cơ sở hạ tầng kỹ thuật thông qua việc triển khai hệ thống giao dịch KRX mới

Việc triển khai hệ thống giao dịch mới KRX vào tháng 5/2025, được xem là yếu tố kỹ thuật then chốt giúp giao dịch trở nên thuận tiện hơn. Sự ra đời của KRX không chỉ là một nâng cấp công nghệ đơn thuần mà còn là điều kiện cần để thị trường có thể hấp thụ các dòng vốn khổng lồ từ các thương vụ IPO sắp tới, vốn có quy mô định giá lên đến hàng tỷ USD. Hệ thống cũ trước đây khó có thể xử lý khối lượng giao dịch lớn và các tính năng thanh toán hiện đại (như T+0, bán khống) để duy trì thanh khoản cho các mã cổ phiếu mới có vốn hóa lớn. Có thể thấy, từ khi đi vào hoạt động, mức giao dịch trung bình ngày (ADTV) của hệ thống cho cả năm 2025 đạt khoảng 1-1.2 tỷ USD/phiên giao dịch (25-30 nghìn tỷ VND/phiên giao dịch) (tăng 20-25% so với cùng kỳ), đặc biệt đỉnh điểm ngày 29 tháng 07 năm 2025 thị trường đã ghi nhận hệ thống đã xử lý được một phiên thanh khoản lịch sử lên tới 80 nghìn tỉ đồng. Do đó, có thể nói KRX tạo ra một "đường cao tốc tài chính" để tiếp nhận và quản lý hiệu quả các dòng vốn lớn dự kiến đổ vào thị trường. Theo dự báo của chúng tôi, mức giao dịch trung bình ngày trong giai đoạn tới có thể đạt mức 1.5-1.8 tỷ USD/phiên giao dịch (35-40 nghìn tỷ VND/phiên giao dịch) (tăng 35-40% so với năm 2025) nhờ hiệu ứng tăng việc nâng hạng của thị trường.

Hình 8. Giá trị giao dịch trên TTCK Việt Nam từ tháng 10/2024 đến tháng 10/2025



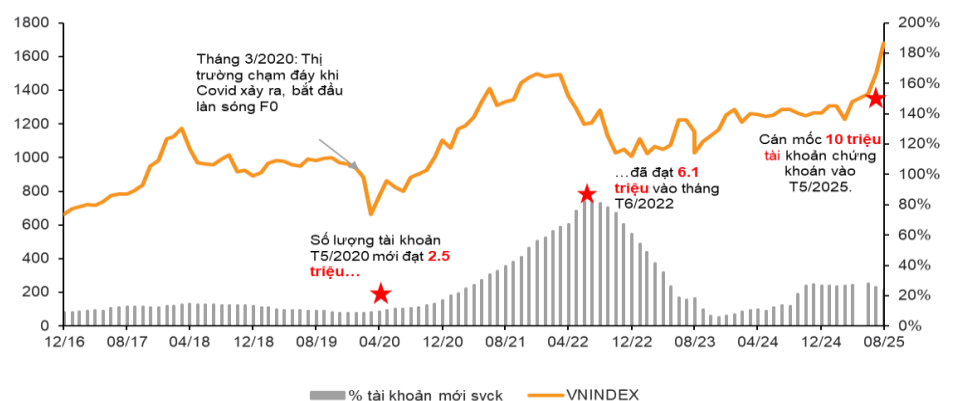
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Ngành chứng khoán – Điểm nhấn nổi bật trong chu kỳ IPO mới

Phần lớn các thương vụ IPO trong nửa cuối năm 2025 và nửa đầu năm 2026 tập trung nhiều vào nhóm chứng khoán, nhóm ngành đang được hưởng nhiều ưu đãi từ sự phát triển của nền kinh tế, nền tảng lãi suất thấp và thông tin nâng hạng thị trường với 3 đợt gọi vốn lớn của TCBS và VPBankS và VPS diễn ra vào cuối năm 2025, dự kiến 3 thương vụ giúp huy động khoảng 1 tỷ USD cho các doanh nghiệp.

Bên cạnh những lợi thế về mặt vĩ mô và chính sách, ngành chứng khoán cũng đang rất cần huy động vốn lớn để kịp thời đáp ứng theo nhịp độ phát triển chung của thị trường chứng khoán sắp tới, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi và lượng tài khoản chứng khoán đã gia tăng mạnh mẽ trong giai đoạn vừa qua (số lượng tài khoản chứng khoán đã đạt trên 11 triệu tài khoản trong năm 2025). Các đợt huy động vốn lớn sẽ giúp các công ty chứng khoán có thêm nguồn vốn để đầu tư cho hạ tầng công nghệ, gia tăng mức margin lending và hỗ trợ hoạt động vận hành hàng ngày.

Hình 9. Số lượng tài khoản chứng khoán mở mới qua các năm



Nguồn: FiinPro, VNDIRECT Research

Những thương vụ IPO đình đám trong chứng khoán khiến áp lực cạnh tranh trong ngành này ngày một cao và thúc đẩy sự tiến hóa của toàn ngành trong bối cảnh mới

Hiện nay, có thể thấy rõ ngành chứng khoán đang được phát triển bởi hai nhóm đối tượng riêng biệt với những đặc điểm và định hướng phát triển khác nhau:

- (1) Nhóm công ty chứng khoán nằm trong hệ sinh thái ngân hàng
- (2) Nhóm công ty chứng khoán độc lập (không nằm trong hệ sinh thái ngân hàng).

Thực tế, không thể phủ nhận một xu thế các công ty chứng khoán được các ngân hàng mua lại ngày càng nhiều và hình thành nên một nhóm chứng khoán được hỗ trợ bởi hệ sinh thái ngân hàng. Điều này được minh chứng rõ nét khi các ngân hàng hiện nay đang tích cực tìm kiếm và mua lại các công ty chứng khoán và đầu tư vốn cho những công ty này để tạo ra một hệ sinh thái tài chính mang hơi hướng của “tập đoàn tài chính” (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm) (ví dụ thương vụ SeaBank mua lại cổ phần của Công ty chứng khoán ASEAN hay Sacombank đã công bố kế hoạch đầu tư 1.500 tỉ đồng để mua lại công ty chứng khoán với tỷ lệ sở hữu trên 50%, MSB dự kiến mua lại công ty Công ty chứng khoán Stanley Brothers...) hướng tới phát triển toàn diện về mảng tín dụng và phi tín dụng.

Trong xu thế này, trong giai đoạn 2025-2030, chúng tôi nhận thấy rằng không loại trừ khả năng những công ty chứng khoán trong hệ sinh thái ngân hàng khác như LPBS, ACBS, HDBS... cũng sẽ lên kế hoạch IPO để đáp ứng nhu cầu vốn ngày một cao từ thị trường, tránh phụ thuộc hoàn toàn vào ngân hàng mẹ và đón đầu một làn sóng nâng hạng mới từ MSCI. Việc được gia tăng tiềm lực vốn, tận dụng chi phí vốn hợp lý từ ngân hàng mẹ và khả năng khai thác tập khách hàng nằm trong hệ sinh thái ngân hàng đứng sau đang tạo ra áp lực cạnh tranh rất lớn đối với các CTCK truyền thống độc lập. Mảng mỗi giới đang là phân khúc diễn ra sự cạnh tranh gay gắt nhất. Hoạt động này đang bị biến thành một dịch vụ hàng hóa (commodity) với cuộc chiến phí giao dịch và hoa hồng khốc liệt.

Điều này tạo áp lực tới các công ty chứng khoán truyền thống và buộc họ cũng phải có những chiến lược tăng vốn hiệu quả để có tiềm lực tài chính vững mạnh, đủ sức cạnh tranh với nhóm công ty chứng khoán có hệ sinh thái ngân hàng. Tuy nhiên, khi đặt lên bàn cân, các công ty chứng khoán truyền thống vẫn có những lợi thế riêng của mình, đó là, những công ty này đã phát triển qua nhiều chu kỳ của thị trường chứng khoán, có sự linh hoạt cao hơn trong chiến lược, không bị phụ thuộc vào chiến lược chung của cả hệ sinh thái, có mạng lưới khách hàng tổ chức uy tín trong và ngoài nước và nền tảng nghiệp vụ chuyên sâu, lành nghề để có thể thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư (investment banking) và quản lý tài sản (asset management) chuyên nghiệp, một nghiệp vụ hứa hẹn mang lại rất nhiều phí trong bối cảnh hoạt động IPO đang diễn ra ngày một mạnh mẽ và tầng lớp trung lưu đang ngày một gia tăng trong xã hội.

Dưới đây là một số nhận định của chúng tôi về những lợi thế riêng biệt của từng dạng công ty chứng khoán

Hình 10. So sánh lợi thế cạnh tranh của công ty chứng khoán trong hệ sinh thái ngân hàng và công ty chứng khoán độc lập

	Công ty chứng khoán trong hệ sinh thái ngân hàng	Công ty chứng khoán độc lập
Khách hàng bán lẻ	(+) Tiếp cận cơ sở khách hàng bán lẻ lớn từ ngân hàng mẹ (-) Có thể bị hạn chế ở việc thu hút khách hàng bán lẻ ngoài hệ thống ngân hàng	(+) Xây dựng cơ sở khách hàng bán lẻ rộng rãi qua thị phần cao và dịch vụ chuyên biệt (-) Phải cạnh tranh gay gắt để thu hút và giữ chân khách hàng bán lẻ
Khách hàng tổ chức	(+) Mối quan hệ mạnh mẽ với các doanh nghiệp có quan hệ với ngân hàng mẹ. Có khả năng liên kết với ngân hàng mẹ để tham gia underwriting các thương vụ cổ phiếu và trái phiếu (-) Tập trung chủ yếu vào khách hàng tổ chức liên kết với ngân hàng mẹ, ít linh hoạt trong việc mở rộng mối quan hệ ngoài hệ thống.	(+) Mối quan hệ đa dạng và chuyên sâu với quỹ đầu tư, doanh nghiệp, hợp tác rộng rãi qua dịch vụ tư vấn chuyên nghiệp. (-) Không có nhiều CTCK có năng lực tài chính để tham gia underwriting các thương vụ cổ phiếu và trái phiếu.
Dịch vụ cho vay (Margin lending)	(+) Lợi thế từ ngân hàng mẹ giúp chi phí vốn thấp hơn	(+) Khả năng huy động vốn độc lập, linh hoạt lựa chọn nguồn vốn (-) Chi phí tiếp cận vốn cao hơn do thiếu hỗ trợ ngân hàng
Dịch vụ Môi giới (Brokerage)	(-) Thị phần môi giới thấp hơn, tốn chi phí marketing rất lớn để cạnh tranh với các công ty chứng khoán vốn đã có thị phần.	(+) Phần lớn có nền tảng khách hàng từ sớm và có thể duy trì nhờ chính sách giữ chân phù hợp
Dịch vụ ngân hàng đầu tư (IB)	(-) Tập trung cho các khách hàng trong hệ sinh thái ngân hàng, ít linh hoạt ở các thương vụ ngoài hệ thống.	(+) Các CTCK truyền thống, đặc biệt là những CTCK đã xây dựng được tên tuổi trong mảng IB thường dễ tiếp cận doanh nghiệp và triển khai deal hơn các CTCK ngân hàng.
Dịch vụ Quản lý tài sản (Asset Management)	(+) Tích hợp wealth management với dịch vụ ngân hàng và tận dụng khách hàng sẵn có để phát triển. (-) Phụ thuộc vào sản phẩm ngân hàng mẹ để đóng gói các sản phẩm cho khách hàng	(+) Đa dạng và chuyên sâu, linh hoạt phát triển sản phẩm mới, có nền khách hàng cá nhân, tổ chức với NAV lớn sẵn có.
Hạ tầng công nghệ	(+) Tích hợp chặt chẽ với hệ thống ngân hàng, hỗ trợ giao dịch liền mạch. (-) Có thể chậm đổi mới do quy định nghiêm ngặt từ ngân hàng mẹ, phụ thuộc nhiều vào hạ tầng dùng chung.	(+) Tiên tiến và linh hoạt do đã xây dựng nền tảng công nghệ chuyên sâu cho chứng khoán trong thời gian dài. (-) Chi phí đầu tư và duy trì hệ thống cao.
Dữ liệu 360 khách hàng	(+) Tiếp cận dữ liệu khách hàng phong phú từ ngân hàng mẹ, hỗ trợ phân tích và cá nhân hóa dịch vụ tốt hơn. (-) Bị ràng buộc bởi quy định bảo mật dữ liệu nghiêm ngặt của ngân hàng, hạn chế sử dụng linh hoạt.	(-) Dữ liệu hạn chế hơn so với hệ thống ngân hàng, phụ thuộc vào thu thập độc lập.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Có thể nhận thấy, với sự gia tăng ngày một nhiều của các công ty chứng khoán trong hệ sinh thái ngân hàng, các công ty chứng khoán truyền thống vốn đã có nền tảng vốn tốt, thị phần lớn, chủ động đầu tư cho công nghệ, AI và phát triển hệ sinh thái tài chính mở (Open finance) đa dạng sẽ vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh và tiếp tục phát triển. Tuy nhiên, những doanh nghiệp chứng khoán nhỏ, yếu về vốn, thị phần môi giới sẽ dần bị bỏ lại sau trong cuộc chơi đầy cạnh tranh như hiện nay, và có thể sẽ đến lúc có thể chúng ta sẽ chứng kiến những thương vụ M&A trong ngành.

IPO ngành chứng khoán – Động lực thúc đẩy định giá lại toàn ngành.

Đợt IPO sắp tới của một số công ty chứng khoán hàng đầu (TCBS, VPBankS, VPS) đang tạo ra một động lực mạnh mẽ, thúc đẩy quá trình tái định giá toàn ngành. Mặc dù mức định giá chào bán ban đầu (P/B) của các công ty này đang cao hơn đáng kể so với mức trung bình 10 năm của ngành (**khoảng 2.2x**), thị trường vẫn ghi nhận sự quan tâm lớn và sẵn sàng chấp nhận mức giá cao này.

Hình 11. Tổng hợp thông tin của các công ty chứng khoán IPO trên sàn chứng khoán Việt Nam cuối năm 2025

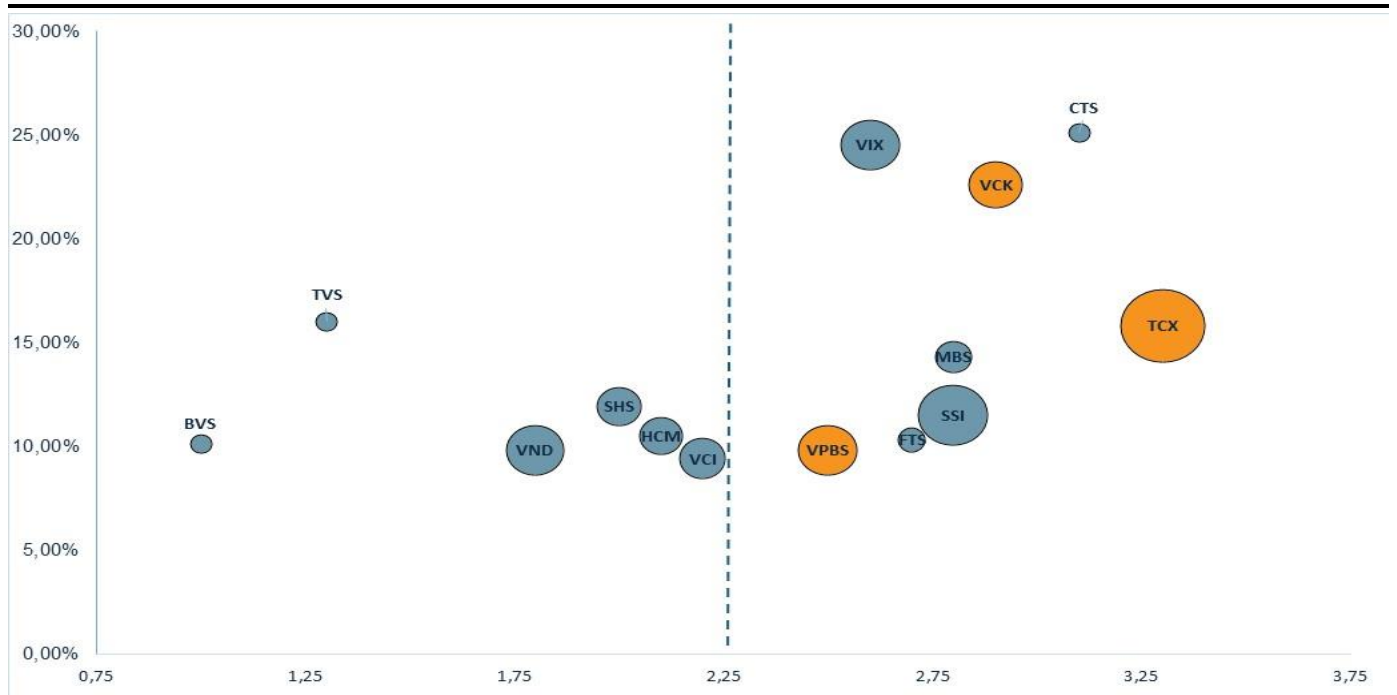
Tên Công ty/Ticker	Thông tin huy động vốn	Mức giá chào bán/ cổ phiếu	P/B	Thời gian niêm yết	Mục đích sử dụng vốn	FOL
TCBS	10.82 nghìn tỷ VND (~410 triệu USD)	46.800 VNĐ	3.3x	Tháng 10/2025	70% - đầu tư tự doanh 30% - cho vay ký quỹ	100%
VPBankS	12.71 nghìn tỷ VND (~481 triệu USD)	33.900 VNĐ	2.5x	Q4/2025- Q1/2026	68%- cho vay ký quỹ 30% - đầu tư tự doanh 2% - ứng trước tiền bán	100%
VPS (VCK)	12.1 nghìn tỷ VND (458.9 triệu USD)	64.000 VNĐ	2.9x ^(*)	Q4/2025- Q1/2026	74% - cho vay ký quỹ 20 % - đầu tư công nghệ 6% - đầu tư nhân lực	100%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

(*) Mức P/B này chưa tính việc doanh nghiệp pha loãng cổ phiếu trước thời điểm IPO

Minh chứng rõ nhất là đợt IPO của TCBS, với P/B **3.3x** (cao hơn đáng kể so với P/B trung bình ngành hiện tại là **2.2x**), nhưng vẫn đạt tỷ lệ đăng ký mua vượt 2.5 lần so với khối lượng chào bán. Điều này cho thấy sự tin tưởng mạnh mẽ của thị trường. Nhu cầu hấp thụ lớn này chủ yếu đến từ các nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là các quỹ đầu tư và định chế tài chính lớn, những đơn vị có năng lực chuyên môn cao trong việc thẩm định và đánh giá giá trị nội tại của doanh nghiệp. Tương tự, VPBankS cũng ghi nhận sự quan tâm từ các quỹ đầu tư lớn như Dragon Capital và Công ty chứng khoán VIX, với lượng đăng ký mua lên tới 6 nghìn tỷ đồng, chiếm 50% giá trị chào bán.

Hình 12. Tỷ lệ tương quan giữa P/B và ROE của một số doanh nghiệp chứng khoán niêm yết (tháng 10/2025)



Nguồn: FiinPro, VNDIRECT Research

(*) Kích thước của bong bóng tương ứng với vốn chủ sở hữu của các công ty.

Theo quan điểm của chúng tôi, **mức định giá này cũng là một mức định giá phù hợp** trong bối cảnh hiện tại bởi một số lý do như sau:

Thứ nhất, thị trường chứng khoán Việt Nam đang ở một giai đoạn phát triển mạnh mẽ và vượt bậc so với trước đây. Việc được FTSE Russell thông báo nâng hạng lên thị trường mới nổi vào tháng 10/2025 ghi nhận những nỗ lực rất lớn của Chính Phủ, Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước và những cơ quan liên quan, hướng tới mục tiêu đưa thị trường vốn trở thành một kênh huy động vốn trung và dài hạn hiệu quả cho doanh nghiệp. Đây là khởi đầu cho sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán trong tương lai, thanh khoản giao dịch sẽ được gia tăng, lượng nhà đầu tư trên thị trường sẽ gia tăng, từ đó tạo ra một môi trường lý tưởng để các công ty chứng khoán gia tăng lợi nhuận bền vững từ các mảng cốt lõi như môi giới, cho vay ký quỹ (margin) và ngân hàng đầu tư (IB)...

Quá khứ đã chứng minh, lợi nhuận của các công ty trong ngành chứng khoán thường rất tốt trong giai đoạn thị trường thuận lợi. Như trong năm 2021, một giai đoạn sau Covid và chứng khoán cũng được hỗ trợ bởi môi trường chính sách tiền tệ được nới lỏng, lãi suất thấp và ROE trung bình của các công ty chứng khoán rất tốt và đẩy mức định giá P/B trung bình ngành lên mức rất cao (đạt đỉnh ở mức 3.2x) thiết lập vào tháng 11/2021. Bởi vậy, khi thị trường hiện nay tiếp tục được hỗ trợ bởi lãi suất thấp, và cộng hưởng thêm việc đã được nâng hạng lên thị trường mới nổi từ FTSE và sắp tới là MSCI (dự kiến năm 2027-2028) và những cải cách mạnh mẽ của Chính phủ thị trường chứng khoán, hứa hẹn ROE của toàn ngành sẽ hồi phục trở lại nhờ gia tăng mức tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn

Hình 13. ROE và mối tương quan với P/B ngành chứng khoán từ năm 2020 - 2025



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT Research

Thứ hai, phần lớn các công ty chứng khoán IPO giai đoạn này đều là những công ty chứng khoán có quy mô vốn lớn, hiện chiếm thị phần lớn trên thị trường hoặc đang được thừa hưởng nền tảng khách hàng rất lớn từ hệ sinh thái ngân hàng liên quan có thể khai thác. Và, đặc biệt, những công ty này đều có định hướng đầu tư rất bài bản về mặt công nghệ, phát triển theo hướng WealthTech chuyên nghiệp và đang tích cực phát triển mô hình môi giới số hóa trên thị trường. Ứng dụng công nghệ số và AI cho phép họ tự động hóa quy trình mở tài khoản và giao dịch, thu hút và tiếp cận khách hàng mới với chi phí thấp hơn trước đây, từ đó tối ưu được chi phí hoạt động; đồng thời hỗ trợ mạnh mẽ cho khả năng mở rộng quy mô nhanh chóng, vượt trội, hứa hẹn mang lại mức sinh lời ROE hiệu quả hơn.

Khi thị trường được nâng hạng, thanh khoản được cải thiện, hoạt động môi giới, cho vay margin và ngân hàng đầu tư (IB) được cải thiện, lợi nhuận ròng của những công ty đầu ngành này dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh hơn tốc độ tăng vốn chủ sở hữu, từ đó theo chúng tôi nhận định chỉ số sinh lời ROE của nhóm cổ phiếu dẫn đầu này sẽ vượt trội, có thể duy trì ngưỡng 15-20% bền vững trong vài năm tiếp theo. Mức ROE cao là yếu tố tài chính cốt lõi và là yếu tố quan trọng để đảm bảo cho nhà đầu tư khi chấp nhận mức định giá cao hơn trung bình ngành hiện nay.

Thứ ba, trong thị trường chứng khoán, lượng cổ phiếu chất lượng, có thị phần lớn, có câu chuyện tăng trưởng rõ ràng những năm gần đây tập trung phần lớn vào một vài cái tên rất quen thuộc trên thị trường như SSI, VND, HCM, VIX... Thị trường đang thiếu hụt nguồn cung hàng hóa chứng khoán có câu chuyện tăng trưởng rõ ràng. Chính vì vậy, những công ty chứng khoán IPO đợt này được xem là tài sản có chất lượng, chiếm thị phần lớn trong ngành, được đầu tư bài bản về công nghệ, tối ưu về chi phí và có khả năng sinh lời tốt, phần lớn được hậu thuẫn bởi các ngân hàng lớn nên tối ưu được chi phí vốn cũng như khả năng khai thác tập khách hàng trong hệ sinh thái của ngân hàng mẹ. Trong bối cảnh thị trường đang lạc quan về sự tăng trưởng nền kinh tế, dư địa duy trì nền lãi suất thấp kéo dài và thị trường chứng khoán Việt Nam đã được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE Russell, việc bổ sung những tài sản chất lượng này làm tăng nhu cầu của nhà đầu tư dài hạn, đẩy mức định giá lên cao hơn so với mặt bằng chung.

Tiềm năng thay đổi định giá chung của toàn ngành chứng khoán giai đoạn tới

Khi các công ty dẫn đầu ngành chứng khoán như TCBS, VPBankS hay VPS được niêm yết cùng mức P/B cao trong khoảng **2.8x - 3.5x**, theo chúng tôi đánh giá mức định giá này có thể sẽ tạo ra một **điểm neo tâm lý** và một **điểm chuẩn định giá mới** cho toàn bộ ngành chứng khoán. Chúng tôi dự báo khi 3 công ty chứng khoán này được niêm yết, mức P/B trung bình ngành đang ở mức **2.2x** sẽ có thể hướng tới mức **2.5x** trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ, đứng trước một cơ hội vươn mình trở thành một kênh huy động vốn quan trọng cho Việt Nam và hướng tới khả năng hội nhập quốc tế sâu rộng hơn khi chính thức được MSCI xem xét, nâng hạng lên thị trường mới nổi (dự kiến vào giai đoạn năm 2027-2028). Với dự báo này, một số các công ty chứng khoán trong ngành có thể sẽ được định giá lại phù hợp hơn để phản ánh những bước phát triển đột phá trong thời gian tới.

Tuy nhiên, việc định giá lại sẽ không phải với tất cả các CTCK mà sẽ có sự phân hóa rõ rệt vì sức cạnh tranh trong ngành ngày một gia tăng. Cụ thể, theo dự báo của chúng tôi, những công ty niêm yết có vốn chủ sở hữu lớn, tốc độ tăng trưởng vốn cao (vì liên quan đến khả năng mở rộng cho vay margin, đầu tư trái phiếu), sở hữu thị phần khách hàng tốt, có chiến lược ứng dụng công nghệ số và AI hiệu quả, tối ưu được chi phí và có mức định giá P/B thấp hơn những công ty sắp niêm yết (dưới **3.0x**) và ROE ổn định có thể sẽ được thị trường định giá lại ở mức giá tốt hơn (như **SSI, VND, HCM, VCI**). Trong khi đó, những công ty vốn mỏng, ROE thấp, chưa đáp ứng được về thị phần sẽ dễ bị bỏ lại phía sau. Quá trình hấp thụ định giá lại này sẽ được diễn ra nhanh chóng, đặc biệt khi dòng tiền mới (nhất là dòng vốn ngoại sau khi thị trường được nâng hạng) tìm kiếm các tài sản có thị phần tốt, chiến lược bài bản, vốn chủ sở hữu lớn và định giá còn hấp dẫn.

SO SÁNH CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CỦA MỘT SỐ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TRONG NGÀNH

Ticker	Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	CAGR VCHS 5 năm	Thị phần môi giới (%)	P/B	P/E	ROAE	ROAA	D/E
TCX	42.478	42,5%	7,75	3,3	26,8	15,8%	9,4%	1,3x
SSI	30.312	23,9%	11,82	2,8	26,2	11,5%	3,9%	2,1x
VPBS	20.273	353% (*)	<2%	2,5	46,8	9,8%	4,2%	2,1x
VIX	20.168	64,6%	<2%	2,6	12,5	24,5%	18,5%	0,5x
VND	19.632	41,7%	5,42	1,8	21,3	9,8%	4,0%	1,5x
VCK	16.442	22,3%	17,05	2,9	32,9	22,6%	8,2%	2,4x
VCI	12.670	27,2%	6,43	2,2	24,4	9,4%	4,6%	1,3x
SHS	12.037	30,6%	<2%	2,0	16,4	11,9%	8,5%	0,6x
HCM	10.624	18,7%	6,25	2,1	24,1	10,5%	3,1%	2,8x
MBS	7.000	31,1%	5,61	2,8	19,7	14,3%	4,1%	1,9x
FTS	4.237	15,6%	<2%	2,7	27,1	10,3%	4,0%	2,0x
BVS	2.581	6,9%	<2%	1,0	9,4	10,1%	4,4%	1,6x
CTS	2.510	13,7%	<2%	3,1	14,4	25,1%	6,2%	2,9x
TVS	2.416	17,0%	<2%	1,3	13,8	16,0%	5,4%	1,7x

(*) Tính từ thời điểm VPBS thành lập (Quý 2 2022)

PHỤ LỤC 1. MỘT SỐ ĐIỀU KHOẢN PHÁP LÝ QUAN TRỌNG TÁC ĐỘNG ĐẾN QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP VÀ CÔNG BỐ THÔNG TIN CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.

STT	Một số điểm quan trọng được cải thiện trong quản trị doanh nghiệp	Văn bản quy định	Tác động
I. Quản trị doanh nghiệp			
1	Doanh nghiệp phải tách biệt chức danh Chủ tịch Hội đồng Quản trị (HĐQT) và Tổng Giám đốc	Nghị định 71/2017/NĐ-CP (có hiệu lực từ 01/8/2017), được cập nhật tại Nghị định 155/2020/NĐ-CP Điều 276 khoản 3	Giảm thiểu rủi ro xung đột lợi ích giữa nhóm cổ đông kiểm soát và cổ đông thiểu số
2	Doanh nghiệp phải bổ sung thông tin về Chủ sở hữu Hưởng lợi (Beneficial Ownership - BO) khi thực hiện thủ tục đăng ký thay đổi nội dung doanh nghiệp gần nhất	Nghị định 168/2025/NĐ-CP ngày 30/6/2025 về đăng ký doanh nghiệp Điều 17,18	Phù hợp với các khuyến nghị quốc tế của Lực lượng Đặc nhiệm Tài chính (FATF) về chống rửa tiền (AML), loại bỏ rào cản pháp lý lớn đối với các quỹ đầu tư lớn của nước ngoài.
3	Giới hạn thành viên HĐQT kiêm nhiệm tối đa 5 công ty khác; yêu cầu tối thiểu thành viên HĐQT không điều hành (1-3 người tùy quy mô).	Nghị định 155/2020/NĐ-CP Điều 276 khoản 1 và khoản 2	Đảm bảo có tiếng nói khách quan, không bị chi phối bởi các cổ đông lớn hoặc ban điều hành, từ đó bảo vệ tốt hơn quyền lợi của các cổ đông nhỏ và nâng cao chất lượng quản trị công ty
4	Ít nhất 1/3 tổng số thành viên HĐQT phải là thành viên độc lập	Nghị định 155/2020/NĐ-CP Điều 276 khoản 1	Giúp doanh nghiệp đáp ứng tốt hơn các Nguyên tắc Quản trị Công ty của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD).
5	Phải thành lập Ủy ban kiểm toán trực thuộc HĐQT.	Nghị định 155/2020/NĐ-CP Điều 276 khoản 4	Giúp nâng cao chất lượng báo cáo tài chính, quản lý rủi ro nội bộ và đảm bảo tính khách quan của kiểm toán viên.
6	Hạ ngưỡng khởi kiện thành viên quản lý từ 10% xuống 1% cổ phần; Hạ ngưỡng hủy nghị quyết ĐHCĐ xuống 5%. Bỏ ràng buộc thời gian sở hữu 06 tháng so với trước đây	Luật Chứng khoán 2019 (54/2019/QH14) Điều 161; Luật Doanh nghiệp 2020 Điều 148	Giúp nhà đầu tư thiểu số mới tham gia đầu tư vào doanh nghiệp vẫn được bảo vệ tốt. Đây là cơ chế bảo vệ cổ đông thiểu số mạnh mẽ nhất trong khu vực
7	Quy định chặt chẽ hơn về chấp thuận giao dịch (tỷ lệ 35% tài sản) và tăng mức xử phạt cho vi phạm.	Nghị định 155/2020/NĐ-CP Điều 3 khoản 14 và Điều 82	Tăng tính minh bạch trong giao dịch lớn, bảo vệ lợi ích cổ đông và giảm rủi ro lạm dụng quyền lực.
II. Minh bạch về thông tin			
1	Công ty đại chúng không phải gửi bản giấy để báo cáo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước hoặc Sở Giao dịch Chứng khoán nếu đã công bố thông tin đầy đủ trên các phương tiện trực tuyến (Hệ thống IDS).	Nghị định 155/2020/NĐ-CP Điều 6 khoản 2 và Điều 128 khoản 2	Điều này giúp thông tin được công bố kịp thời hơn cho cổ đông và nhà đầu tư.
2	Các tổ chức niêm yết và công ty đại chúng quy mô lớn phải công bố thông tin định kỳ đồng thời bằng tiếng Anh	Thông tư 68/2024/TT-BTC (hiệu lực từ 02/11/2024, áp dụng từ 01/01/2025)	Nâng cao minh bạch, thu hút nhà đầu tư nước ngoài và hội nhập quốc tế, giúp xây dựng hình ảnh chuyên nghiệp cho doanh nghiệp Việt Nam.
3	Bổ sung yêu cầu báo cáo tổng hợp thông tin tài chính khi nộp hồ sơ IPO sau cơ cấu lại doanh nghiệp.	Nghị định 245/2025/NĐ-CP	Tăng tính minh bạch, giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư và nâng cao chất lượng thông tin được công bố.
4	Tổ chức phát hành phải báo cáo định kỳ 6 tháng về việc sử dụng toàn bộ vốn huy động từ IPO hoặc chào bán chứng khoán, cho đến khi giải ngân hết.	Nghị định 245/2025/NĐ-CP	Ngăn ngừa sử dụng vốn sai mục đích, tăng cường minh bạch và, bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư cá nhân và tổ chức.
5	Báo cáo sử dụng vốn phải được kiểm toán và trình bày tại Đại hội đồng cổ đông thường niên hoặc trong báo cáo tài chính năm.	Nghị định 245/2025/NĐ-CP	Đảm bảo thông tin khách quan, giúp nhà đầu tư giám sát hiệu quả, góp phần nâng cao niềm tin vào thị trường chứng khoán Việt Nam.
6	Hồ sơ IPO phải bổ sung báo cáo về vốn điều lệ đã góp và báo cáo tài chính được kiểm toán; đối với doanh nghiệp sau sáp nhập hoặc cơ cấu lại, phải có báo cáo tổng hợp thông tin tài chính.	Nghị định 245/2025/NĐ-CP	Phản ánh chính xác tình hình tài chính sau thay đổi, cung cấp thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp, giảm rủi ro thông tin bất đối xứng.
7	Công bố thông tin về toàn bộ việc sử dụng nguồn vốn huy động, không chỉ riêng phần thay đổi mục đích hoặc dùng cho dự án cụ thể.	Luật Chứng khoán sửa đổi 2024 (56/2024/QH15) và Nghị định 245/2025/NĐ-CP	Tăng cường giám sát, ngăn chặn gian lận và sử dụng vốn sai mục đích

KHUYẾN CÁO

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

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

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Lê Chí Hiếu – Trưởng phòng Ngân hàng và Dịch vụ tài chính

Email: hieu.lechi@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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