

MUA

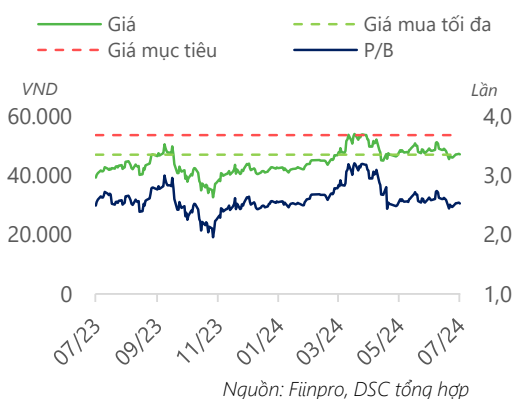
Giá mục tiêu 2024: **53.600 VND**
Upside: **14%**
Cập nhật: **12/7/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Kết quả kinh doanh hồi phục tích cực từ mức nền thấp của năm 2023. Danh mục tự doanh nhiều tiềm năng đem lại lợi nhuận lớn. Tăng vốn giúp bổ sung nguồn lực cho HĐKD.

Tiêu cực: Khả năng cạnh tranh mảng dịch vụ không cao bằng các đối thủ trong ngành do doanh nghiệp không có chủ trương hạ phí về 0.

Rủi ro: Quá trình nâng hạng TTCK Việt Nam chậm hơn dự kiến, hệ thống KRX không vận hành theo đúng kế hoạch.



Dữ liệu thị trường

| | |
|--------------------------|----------------------|
| Ngành nghề | Môi giới chứng khoán |
| Giá hiện tại (VND) | 47.100 |
| Vốn hóa (Tỷ VND) | 20.813 |
| Số lượng CPLH (triệu cp) | 441,9 |
| EPS 4 quý gần nhất (VND) | 1.410,2 |
| P/B | 2,5 |
| Cao nhất 1 năm (VND) | 55.200 |
| Thấp nhất 1 năm (VND) | 32.500 |

VCI

Chứng khoán Vietcap

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCI trên cơ sở tiềm năng tăng trưởng của ngành Chứng khoán nói chung và của doanh nghiệp nói riêng.

Dự phóng về mức độ phục hồi của VCI được xây dựng dựa trên kịch bản VNIndex chinh phục thành công mốc 1.300 điểm trong năm 2024. Ước tính, doanh thu hoạt động đạt 2.641 tỷ (+7% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 707 tỷ (+24% YoY).

Động lực tăng trưởng của VCI trong giai đoạn tới được thúc đẩy bởi (1) TTCK dự báo đang bước vào chu kỳ tăng mới, (2) duy trì tốt hiệu suất tự doanh, (3) mảng IB bớt trầm lắng, đóng góp nhiều hơn vào kết quả kinh doanh.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng vốn - bổ sung nguồn lực cho hoạt động cho vay margin và tự doanh

Trong ĐHCĐ diễn ra đầu tháng 4 vừa qua, cổ đông VCI đã thông qua 3 phương án tăng vốn với tổng số cổ phiếu dự kiến phát hành là 280,6 triệu. Nếu thực hiện thành công, vốn điều lệ của VCI dự kiến sẽ tăng lên mức ~7.181 tỷ. Số vốn thu được dự kiến được sử dụng để tăng vốn lưu động và giảm nợ vay, đồng thời bổ sung vốn cho hoạt động cho vay margin và tự doanh.

Chú trọng hơn vào tệp KHCN, mở rộng mảng dịch vụ

Trong 1H.24 thị phần của VCI đã phục hồi lên mức 5,44% - tăng trưởng ấn tượng sau khoảng thời gian dài sụt giảm xuống dưới mốc 5%. Dư nợ cho vay cũng đang ở mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực cho thấy mảng dịch vụ đang hoạt động tốt và đẩy mạnh hơn mảng KHCN, đồng thời chính sách hạ phí giao dịch đang dần phát huy hiệu quả.

Hoạt động tự doanh có hiệu suất đầu tư vượt trội

Mặc dù cơ cấu thiên về cổ phiếu sẽ khiến cho danh mục chịu nhiều rủi ro hơn, chúng tôi nhận thấy VCI có xu hướng đầu tư dài hạn và lựa chọn các cổ phiếu có cơ bản tốt. Hiệu suất đầu tư của VCI thường cao hơn rất nhiều các doanh nghiệp cùng ngành, với 2.216 tỷ đồng lợi nhuận từ đánh giá lại tài sản AFS chưa được ghi nhận vào kết quả kinh doanh.

TỔNG QUAN

VCI là công ty chứng khoán nổi danh với nhiều thương vụ triệu đô trong lĩnh vực IB. Sở hữu mối quan hệ rộng với nhiều doanh nghiệp, VCI tập trung phát triển thế mạnh của mình là nghiệp vụ IB, làm tiền đề phát triển hoạt động tự doanh.

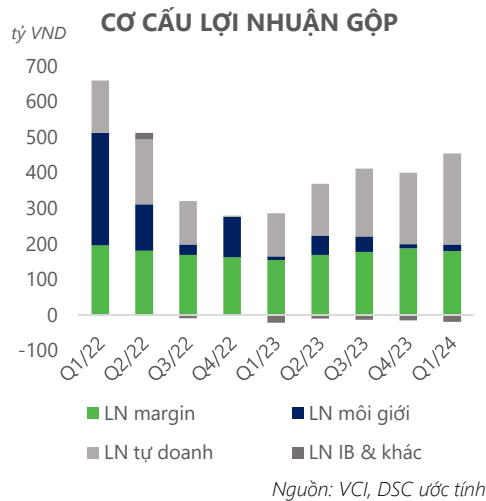
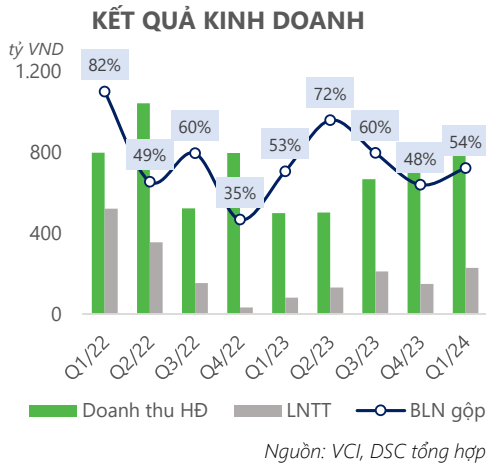
VCI liên tục duy trì thị phần môi giới trên HOSE ổn định trong top 10 trong giai đoạn từ 2011 đến nay. Tuy nhiên, năng lực cạnh tranh của VCI bị hạn chế phần nào bởi cơ cấu thiên về khách hàng tổ chức. Doanh nghiệp đang có định hướng xoay trục sang tệp khách hàng cá nhân để giành lại thị phần.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tăng trưởng mạnh từ nền thấp

Kết quả kinh doanh của VCI trong quý vừa qua tăng trưởng mạnh so với nền thấp của Q1.23. Cụ thể, doanh thu thuần ghi nhận 806 tỷ (+62% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 228 tỷ (+182% YoY). Kết quả khởi sắc là nhờ mảng môi giới cải thiện tích cực và hoạt động đầu tư tương đối hiệu quả.

Năm 2024, VCI đặt mục tiêu tăng trưởng với doanh thu đạt 2.511 tỷ (+2% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 700 tỷ (+23% YoY). Tính đến hết Q1.24, doanh nghiệp đã hoàn thành được ~32% kế hoạch năm.



Cơ cấu lợi nhuận gộp thay đổi trong hai năm qua

Mảng margin và tự doanh đang trở thành hai mảng đóng góp chính cho lợi nhuận gộp của VCI. Tỷ trọng mảng môi giới đã giảm đáng kể trong hai năm qua do doanh nghiệp tiến hành giảm phí giao dịch để tăng sức cạnh tranh, giành lại thị phần.

Bên cạnh đó, do ảnh hưởng của thị trường chung, mảng IB vốn là thế mạnh của VCI gần như không ghi nhận thương vụ đáng chú ý nào. Với lợi thế là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu mảng IB, VCI cũng đã có một số thương vụ tư vấn trong thời gian qua, tuy nhiên do chưa hoàn thành nên doanh thu và lợi nhuận chưa được ghi nhận trong năm 2023 mà sẽ dời sang năm 2024. Tuy thị trường vốn đang còn nhiều thách thức, DSC cho rằng mảng IB của VCI sẽ ghi nhận kết quả tốt hơn trong năm 2024.

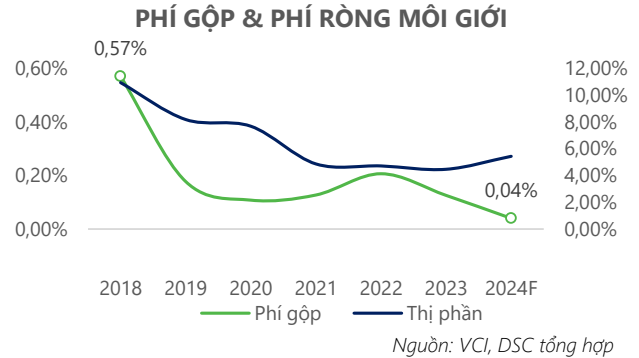
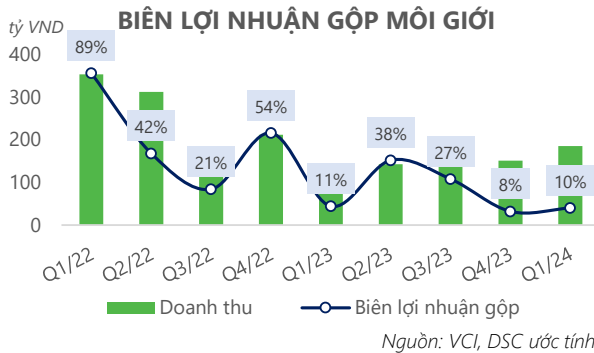
LUẬN ĐIỂM 1:

Thị phần phục hồi, dư nợ margin vượt đỉnh

VCI

Chứng khoán Vietcap

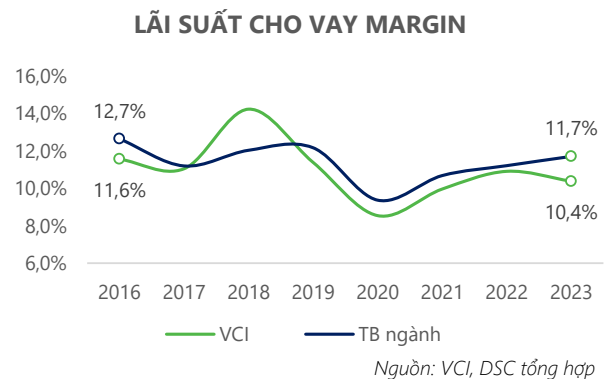
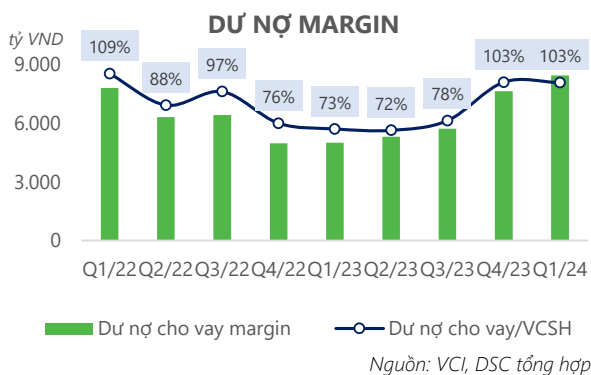
DSC



Thị phần trong đà hồi phục

Biên lợi nhuận gộp của VCI đang ở ngưỡng khá thấp so với thời gian trước. Với cơ cấu thiên về khách hàng tổ chức, năng lực cạnh tranh của VCI bị hạn chế hơn so với các CTCK tập trung vào tệp khách hàng cá nhân. Doanh nghiệp cũng không chủ động tham gia vào cuộc chiến zero fee mà chỉ hạ phí giao dịch đồng thời tập trung nâng cao chất lượng dịch vụ. Vì vậy, nhìn chung mức phí ròng và phí gộp môi giới của VCI thường cao hơn so với mức trung bình ngành.

Tuy nhiên, trong nửa đầu năm 2024 thị phần của VCI đã phục hồi mạnh lên 5,44% - mức tăng khá tốt sau 3 năm liên tiếp thị phần suy giảm xuống dưới mốc 5%. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực cho thấy mảng môi giới đang hoạt động hiệu quả và đẩy mạnh hơn mảng KHCN, đồng thời chính sách hạ phí giao dịch đang dần phát huy tác dụng.



Dư nợ vượt đỉnh, dư địa cho vay được mở rộng

Dư nợ margin của VCI đang trong xu hướng tăng trở lại kể từ vùng trũng cuối năm 2022. Tính đến hết Q1.24 VCI đang cho vay ~ 8.419 tỷ, đây là mức dư nợ cao nhất từ trước đến nay và nhiều khả năng đã tăng thêm trong Quý 2 vừa qua khi VNIndex đã có lúc vượt qua mốc 1.300 điểm. Dư địa cho vay sẽ được nới rộng thêm khi VCI dự kiến sẽ phát hành thêm hơn 280 triệu cổ phiếu để tăng vốn điều lệ lên mức 7.181 tỷ đồng, bổ sung thêm vốn cho hoạt động cho vay margin.

Tuy nhiên chúng tôi cho rằng lợi nhuận margin sẽ tăng yếu hơn so với tốc độ tăng dư nợ do VCI đã giảm lãi suất cho vay 1-2% để kích cầu nhà đầu tư trong bối cảnh mặt bằng lãi suất đang ở mức thấp. Trong các năm gần đây doanh nghiệp luôn duy trì mức lãi suất dưới mức trung bình ngành. Nhìn chung, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về mức tăng trưởng lợi nhuận margin dựa trên kỳ vọng mức lãi suất hấp dẫn và thị phần đang trong đà cải thiện sẽ giúp dư nợ margin tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ.

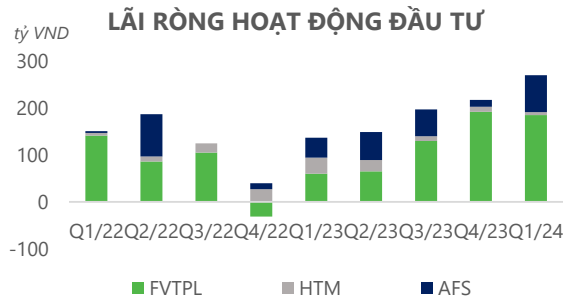
LUẬN ĐIỂM 2:

Danh mục tự doanh là "kho báu để dành"

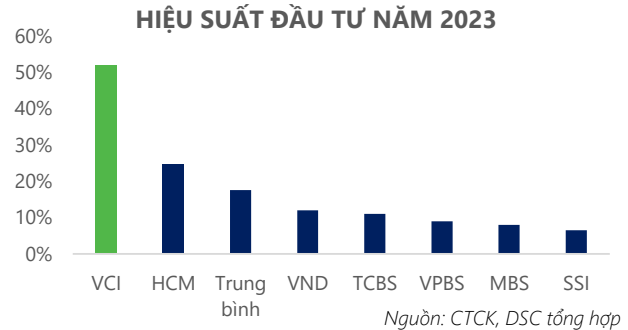
VCI

Chứng khoán Vietcap

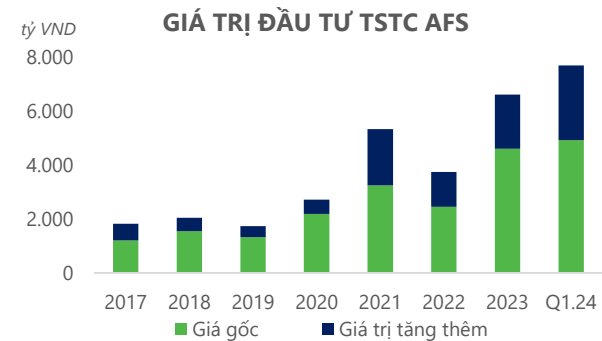
DSC



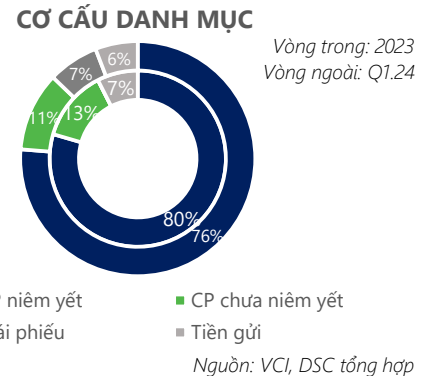
Nguồn: VCI, DSC tổng hợp



Nguồn: CTCK, DSC tổng hợp



Nguồn: VCI, DSC tổng hợp



Nguồn: VCI, DSC tổng hợp

Hiệu suất đầu tư tốt, danh mục AFS ấn tượng

Lợi nhuận tự doanh của VCI chủ yếu đến từ hoạt động bán các cổ phiếu và trái phiếu trong danh mục FVTPL. Tuy nhiên, chúng tôi chú ý nhiều hơn đến các TSTC AFS bởi chênh lệch giá trị loại tài sản này không được ghi nhận vào kết quả kinh doanh. VCI phân bổ một lượng lớn tài sản trong danh mục cho TSTC AFS, tỷ trọng lên đến 86,5%. Tổng giá trị gốc của danh mục ghi nhận 6.106 tỷ tại thời điểm cuối Q1.24, trong đó có tới 4.657 tỷ là cổ phiếu niêm yết.

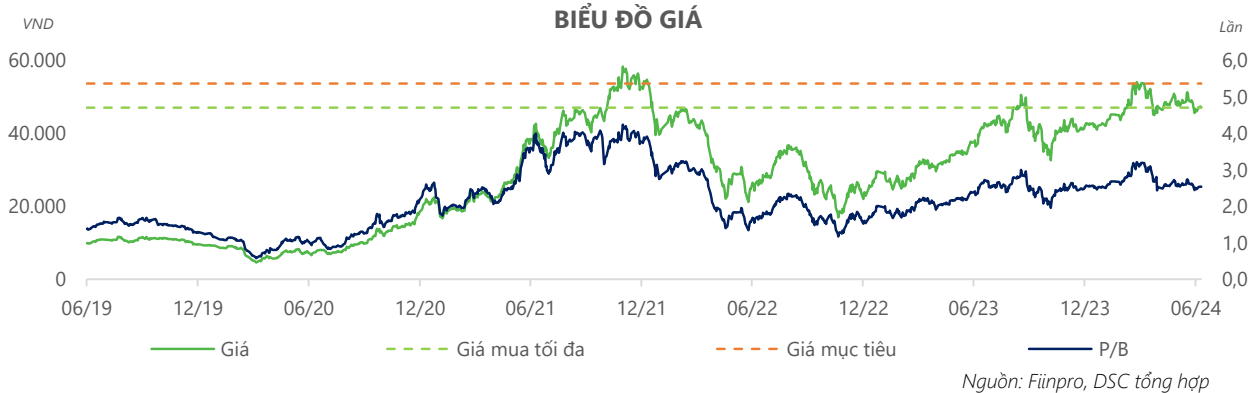
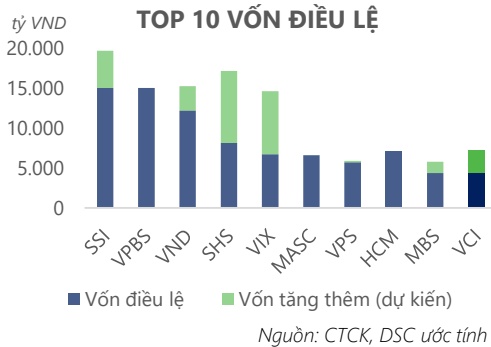
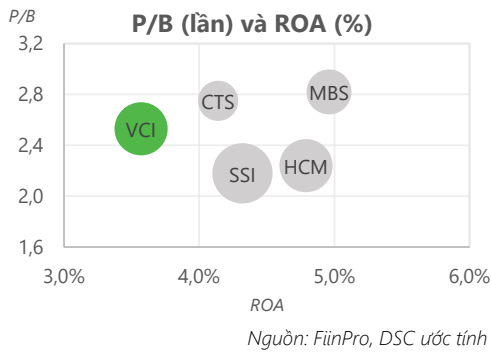
Mặc dù cơ cấu thiên về cổ phiếu sẽ khiến cho danh mục chịu nhiều rủi ro hơn, chúng tôi nhận thấy VCI có xu hướng đầu tư dài hạn và lựa chọn các cổ phiếu có cơ bản tốt. Các khoản đầu tư hầu như đều đang có chênh lệch tăng từ 15-30% so với giá gốc, nhờ vậy hiệu suất đầu tư của VCI thường cao hơn rất nhiều các doanh nghiệp cùng ngành. Nhìn chung danh mục tự doanh của VCI khá ấn tượng và có thể coi là câu chuyện để dành bởi nếu xem xét khoản chênh lệch đánh giá lại tài sản theo giá trị hợp lý, doanh nghiệp đang có tới 2.216 tỷ đồng lợi nhuận chưa được ghi nhận vào kết quả kinh doanh.

Các khoản đầu tư đáng chú ý

| Đơn vị: tỷ VND | | Giá gốc | Giá thị trường 31/03/2024 | Chênh lệch tại 31/03/2024 |
|------------------------------|------|---------|------------------------------|------------------------------|
| | KDH | 869 | 1.129 | 29,9% |
| | IDP | 441 | 2.237 | 407,3% |
| | MSN | 178 | 189 | 6,2% |
| Tài sản tài chính AFS | MBB | 210 | 268 | 27,4% |
| | FPT | 417 | 481 | 15,4% |
| | TDM | 206 | 248 | 20,5% |
| | Khác | 1.741 | 2.068 | 18,8% |

Nguồn: VCI, DSC tổng hợp

| (Tỷ VND) | 2022 | 2023 | 2024F |
|----------------------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần | 2.851 | 2.254 | 2.641 |
| % DTT (YoY) | -23% | -21% | 17% |
| Lợi nhuận gộp | 1.758 | 1.409 | 1.572 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1.060 | 570 | 707 |
| % LNTT (YoY) | -43% | -46% | 24% |



DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC cho rằng, kết quả kinh doanh 2024 của VCI sẽ có sự hồi phục từ nền thấp nhờ hiệu quả hoạt động của mảng dịch vụ (môi giới và margin) được cải thiện, danh mục tự doanh tiếp tục có hiệu suất tốt và các thương vụ của mảng IB đóng góp nhiều hơn vào doanh thu và lợi nhuận.

Dự phóng về mức độ phục hồi của VCI được xây dựng dựa trên kịch bản VNIndex tiến đến mốc 1.300 điểm trong năm 2024. Ước tính, doanh thu hoạt động đạt 2.641 tỷ (+7% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 707 tỷ (+24% YoY).

Định giá

Hiện tại, P/B của cổ phiếu VCI đang ở ngưỡng 2,5 lần, tương đương mức trung vị 3 năm và tương đương mức trung bình ngành chứng khoán. Chúng tôi cho rằng định giá của cổ phiếu VCI đang ở mức hợp lý. Dự kiến mức P/B của VCI sẽ giảm sau khi doanh nghiệp hoàn thành kế hoạch tăng vốn trong năm 2024.

Sử dụng phương pháp định giá P/B, với BVPS forward đạt 19.870 VND/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu: 53.600 VND/cp (upside 14% so với giá đóng cửa ngày 05/07/2024).

*Dự phóng trên chưa bao gồm các sự kiện tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,


Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn


Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

 (024) 3880 3456

 info@dsc.com.vn