

THEO DÕI

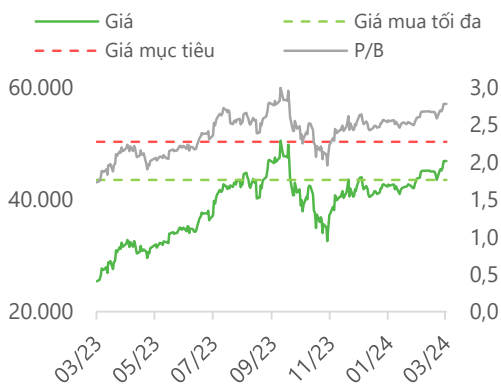
Giá mục tiêu 2024: **50.300 VND**
Upside: **7%**
Cập nhật: **05/03/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Danh mục tự doanh có lợi nhuận tương đối tốt, dư nợ cho vay margin hồi phục.

Tiêu cực: Thị phần môi giới bị thu hẹp, khả năng cạnh tranh phân khúc KHCN chưa mạnh.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 43.100 - 43.500 VND/cp.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Môi giới chứng khoán
Giá hiện tại (VND)	46.850
Vốn hóa (Tỷ VND)	20.497
Số lượng CPLH (triệu cp)	437,5
EPS 4 quý gần nhất	1.126,8
P/B	2,8
Cao nhất 1 năm	50.500
Thấp nhất 1 năm	24.623

VCI

Chứng khoán Vietcap

DSC

TỔNG QUAN

VCSC 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, VCSC tập trung phát triển thế mạnh của mình là nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, làm tiền đề phát triển hoạt động tự doanh.

VCSC 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 trong mảng môi giới bị hạn chế phần nào bởi cơ cấu thiên nặng về khách hàng tổ chức.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Lép vế do thị phần hao mòn, mảng IB thiếu vắng thương vụ lớn

Giai đoạn từ năm 2021 đến nay, dòng tiền từ nhà đầu tư cá nhân chiếm ưu thế trên thị trường, với tệp khách hàng chính là tổ chức, thị phần của Vietcap có phần lép vế so với các đối thủ còn lại. Cộng thêm việc thị trường vốn vẫn còn tương đối khó khăn, kết quả kinh doanh của Vietcap năm nay nhìn chung không quá khởi sắc.

Tuy nhiên, Vietcap vẫn duy trì được hiệu quả hoạt động bền vững, thể hiện qua biên lãi gộp và ròng ổn định. Đây cũng là điều mà ít CTCK có thể làm được.

Mảng IB - trụ cột vững chắc cho các khối hoạt động liên kết của VCSC

Qua những thương vụ tư vấn phát hành, bảo lãnh, VCSC nhận được quyền mua cổ phiếu với giá chiết khấu, điển hình như trong các deal phát hành cổ phiếu: TCB, VPB, tư vấn M&A cho MSN. Khoản đầu tư vào các cổ phiếu này được ghi nhận vào khoản đầu tư các tài sản tài chính, thuộc mảng tự doanh. Nhờ vậy mà VCI đã ghi nhận được lượng lớn doanh thu trong mảng tự doanh do giá vốn thấp.

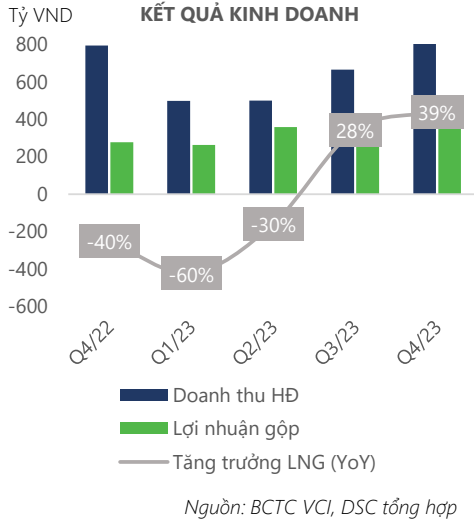
Tuy mảng IB vốn là thế mạnh, DSC cho rằng VCI cũng sẽ gặp không ít khó khăn trong năm tới bởi thị trường trái phiếu còn nhiều khó khăn.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận hồi phục tuy nhiên vẫn không đạt kế hoạch năm

Quý 4/2023, Doanh thu HĐ của VCI đạt 806 tỷ (+1% YoY), Lợi nhuận gộp đạt 386 tỷ (+39% YoY), lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 149 tỷ (+261% YoY). VCI có mức tăng trưởng lợi nhuận đột biến nhờ nền thấp của Q4.2022.

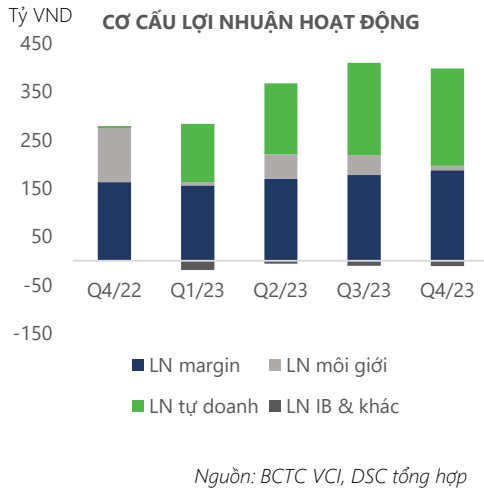
Tổng kết cả năm, VCI ghi nhận Doanh thu HĐ là 2.472 tỷ (-24% YoY), LNTT đạt 570 tỷ (-46% YoY). Quý 3 và quý 4 kết quả kinh doanh khởi sắc tuy nhiên không đủ để bù cho 2 quý đầu năm ảm đạm. Vì vậy, doanh nghiệp chỉ thực hiện được 76% kế hoạch doanh thu và 57% kế hoạch lợi nhuận 2023.



Lợi nhuận vẫn chủ yếu đến từ tự doanh và margin

Nhìn chung, cơ cấu doanh thu của Vietcap vẫn khá ổn định, với tỷ trọng lớn nhất thuộc về mảng tự doanh, sau đó là margin và môi giới.

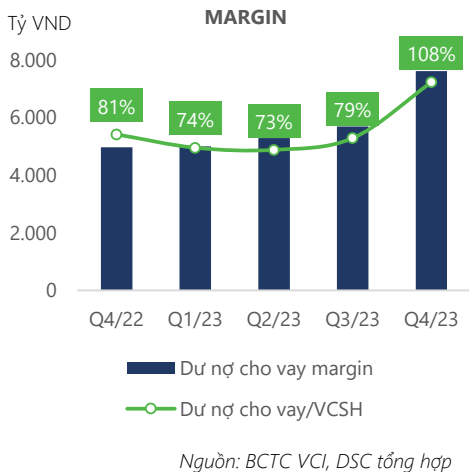
Tỷ lệ đóng góp từ mảng môi giới ngày càng co hẹp do lượng giao dịch của tệp khách hàng chính là khách hàng tổ chức (KHTC) ngày càng hạn chế. Nhiều khả năng, VCI đang hướng đến mở rộng tệp KHCN, bởi dư nợ cho vay vẫn tăng trong Q4 mặc dù KHTC bán ròng. Trong khi đó, thị trường TPDN ảm đạm đã khiến mảng IB thiếu vắng những hợp đồng lớn và ghi nhận lỗ liên tục kể từ Q3.2022.



Dư nợ cho vay hồi phục gần về mức đỉnh

Dư nợ cho vay margin tính đến hết Q4 đạt 7.612 tỷ (+53% YoY, +33% QoQ), cho thấy đà hồi phục mạnh mẽ và đang tiệm cận mức đỉnh Q1.2021. Tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSH theo đó cũng tăng lên 108%.

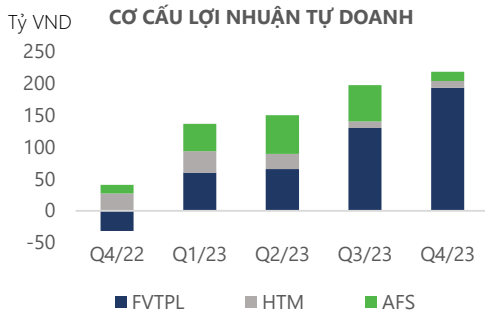
Tuy nhiên, do dư nợ cho vay trung bình năm 2023 thấp hơn 2022, lãi từ cho vay đã giảm nhẹ 3% svck, đạt 689 tỷ. DSC cho rằng, với dự báo TTCK sẽ hồi phục trong năm 2024, dư nợ cho vay sẽ tiếp tục đà tăng, giúp cải thiện lợi nhuận mảng margin và môi giới.



KẾT QUẢ KINH DOANH**Lợi nhuận đột biến từ bán TSTC FVTPL**

Lợi nhuận tự doanh Q4 đạt 201 tỷ, gấp 67 lần svck. Doanh thu tăng một phần nhờ lãi đột biến từ việc bán FVTPL, bên cạnh đó năm ngoài VCI có khoản lỗ từ đánh giá lại FVTPL tương đối lớn, tạo nên mức nền thấp.

Nhìn chung, mảng tự doanh của Vietcap tương đối ổn định so với mặt bằng chung của ngành với biên lợi nhuận duy trì quanh mức 60% qua các năm, ngoại trừ Q4/22 do ảnh hưởng từ sự đi xuống của thị trường chung.

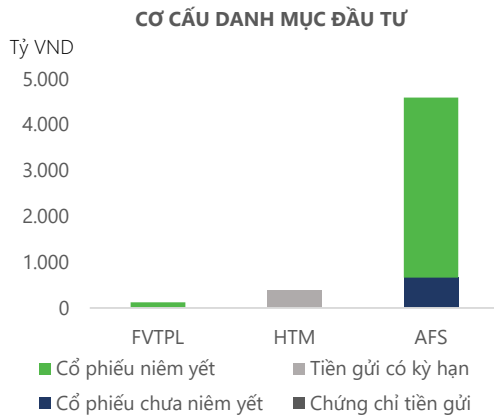


Nguồn: BCTC VCI, DSC tổng hợp

Chiến lược đầu tư dài hạn

Danh mục tự doanh của VCI thể hiện khá rõ chiến lược đầu tư dài hạn với tỷ trọng AFS lên đến 93%. Tổng giá trị AFS đạt 6.604 tỷ tại ngày 31/12/2023. Hầu hết các cổ phiếu trong danh mục AFS đang có lãi, trong đó đáng chú ý là khoản đầu tư vào cổ phiếu IDP với chênh lệch tăng lên đến 1.725 tỷ.

Trong khi đó, tỷ trọng FVTPL hiện chỉ chiếm 2% danh mục, tổng giá trị là 122 tỷ (-82% YoY, -89% QoQ). VCI đã bán hết các cổ phiếu niêm yết như HPG, VNM và cả lượng trái phiếu trị giá 586 tỷ. Hiện nay danh mục FVTPL của DN chỉ còn các cổ phiếu ngân hàng như VPB và CTG.

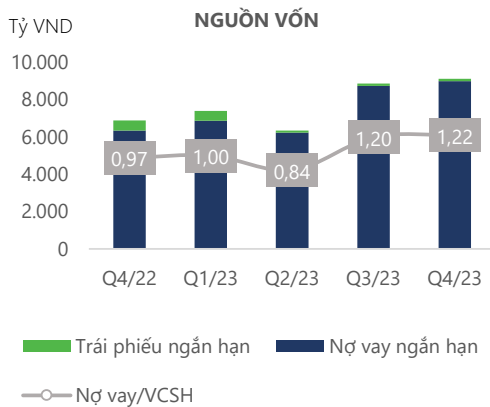


Nguồn: BCTC VCI, DSC tổng hợp

Giảm huy động trái phiếu, tăng vay ngân hàng

Hiện nay khoản vay bằng trái phiếu của VCI chỉ còn 120 tỷ (-78% YoY). Ngược lại, vay ngân hàng tăng rõ rệt kể từ Q3. Kết thúc 2023, nợ vay đạt 8.979 tỷ (+42% YoY), đều là vay ngắn hạn. Chi phí tài chính ở mức tương đối cao do ghi nhận lỗ tỷ giá (hơn 50% giá trị vay là bằng đồng USD).

Cùng với việc tăng nợ vay, tỷ lệ nợ vay/VCSH cũng tăng lên mức 1,22 lần. Tuy nhiên đây là mức tương tự các CTCK lớn khác nên có thể chấp nhận được. DSC cho rằng, VCI đang sử dụng vốn vay ngắn hạn để hỗ trợ mảng cho vay margin và mở rộng tệp KHCN. Điều này sẽ làm gia tăng áp lực tăng vốn của VCI, nhất là khi lượng tiền mặt đã giảm tới 77% kể từ đầu năm xuống chỉ còn 788 tỷ.

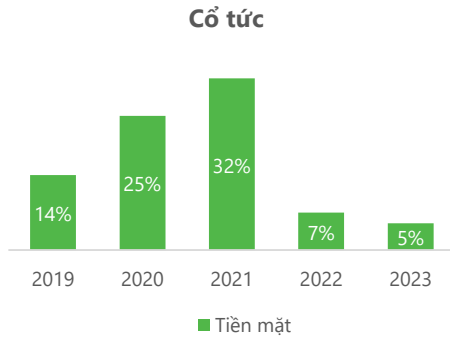


Nguồn: BCTC VCI, DSC tổng hợp

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2018-2023, Vietcap duy trì chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ từ 5-32%. Tỷ lệ cổ tức 2023 đạt 5%, tương đương với hiệu suất cổ tức đạt 1,1% (tại giá đóng cửa ngày 04/03/2024).



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Định giá

P/B của VCI (tại giá đóng cửa ngày 04/03/2024) đạt 2,8 lần, cao hơn P/B trung bình ngành (1,9x lần) và P/B trung bình 5 năm của cổ phiếu (2,1x lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

Với mức nền thấp của năm 2023, chúng tôi kỳ vọng VCI sẽ có sự bứt phá trong năm 2024, với Doanh thu môi giới hồi phục mạnh, Dự nợ cho vay TB tăng 20-25%, Hoạt động tự doanh duy trì được biên lợi nhuận ~60%.

DSC dự phóng Doanh thu hoạt động đạt 3.075 tỷ (+24% YoY), Lợi nhuận gộp đạt 1.815 tỷ (+29% YoY), và LNTT đạt 926 tỷ (+62% YoY).

BVPS 2024F dự phóng đạt 18.600 VND/cp, tương đương P/B fw là 2,4x lần. Giá mục tiêu của VCI cho năm 2024 đạt 50.300 VND/cp, upside 7% so với giá đóng cửa ngày 04/03/2024.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu hoạt động	3.156	2.473	3.075
Tăng trưởng DTHD (YoY)	38%	-22%	24%
Lợi nhuận gộp	1.757	1.408	1.815
Môi giới	589	120	351
Margin	708	689	737
Tự doanh	453	659	707
IB & khác	7	-60	20
Lợi nhuận trước thuế	1.060	570	926
Tăng trưởng LNTT	-43%	-46%	62%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

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

Lê Trần Khánh Linh,

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

Tiền Quốc Việt,

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

Nguyễn Hoàng Hiệp,

Trưởng nhóm Ví mô
hiep.nh@dsc.com.vn