

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **25.000 VND (▲ 10,6%)**

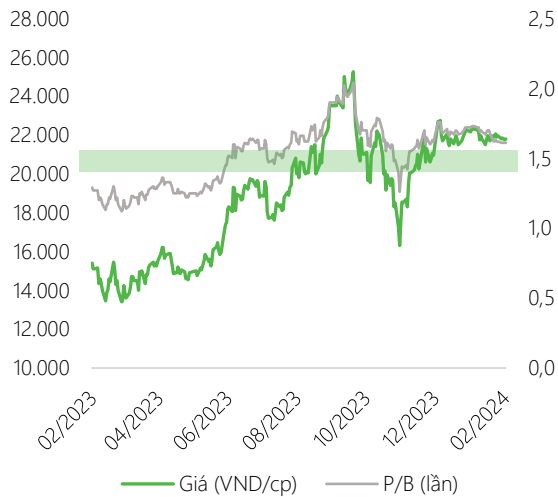
Cập nhật: 28/02/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Hưởng lợi trực tiếp nhờ thanh khoản cải thiện khi tập trung chủ yếu vào khách hàng cá nhân.

Tiêu cực: Vấn đề về dòng tiền từ trái phiếu doanh nghiệp vẫn mang rủi ro tiềm ẩn.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 20.000 – 21.000 VND/cp



Nguồn: FiinPro

Dữ liệu thị trường

| | |
|--------------------------|-------------|
| Ngành nghề | Chứng khoán |
| Giá hiện tại (VND/cp) | 22.600 |
| Vốn hóa (Tỷ VND) | 27.532 |
| Số lượng CPLH (triệu cp) | 1.217 |
| EPS 4 quý gần nhất | 1.662 |
| P/B (28/02/2024) | 1,68 |
| Cao nhất 52 tuần | 25.250 |
| Thấp nhất 52 tuần | 10.550 |

VND

CTCP Chứng khoán VNDirect

DSC

TỔNG QUAN

Với chiến lược xuyên suốt hướng tới khách hàng cá nhân, VND đã liên tục duy trì thị phần quanh mức 7-8%, nằm top 5 trong nhiều năm. Trong cuộc đua tăng vốn của các CTCK, VND cũng là một đối thủ nặng ký với tốc độ nhanh khi trong vòng 2 năm đã bổ sung thêm gần 10.000 tỉ đồng.

Tuy nhiên, VND hiện nay vẫn đối mặt với rủi ro lớn hơn đối thủ cạnh tranh do cơ cấu danh mục đầu tư phân bổ tỷ trọng lớn vào trái phiếu doanh nghiệp, điển hình là trái phiếu Trung Nam.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Câu chuyện về trái phiếu doanh nghiệp vẫn là cục máu đông mang lại rủi ro ngầm

VND là công ty chứng khoán nắm giữ tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp cao top đầu ngành. Sở dĩ việc nắm nhiều TPDN này nằm tại bản chất hệ sinh thái VNDirect – IPA – Trustlink. Trustlink được IPA tài trợ vốn, và có nhiều thương vụ cho vay các doanh nghiệp niêm yết, đặc biệt là nhóm bất động sản. Trước năm 2022, Trustlink còn được biết đến với việc cho vay margin “ké” VND khi thị trường sôi động.

Việc nắm giữ nhiều trái phiếu, trong đó có những TPDN tiềm ẩn rủi ro mất thanh khoản như Trung Nam Group đã khiến một lượng vốn của VND bị “ngâm” lại. Khoản phải thu từ cổ tức và lãi các TSTC theo đó cũng tăng đều đặn trong 2 năm vừa qua.

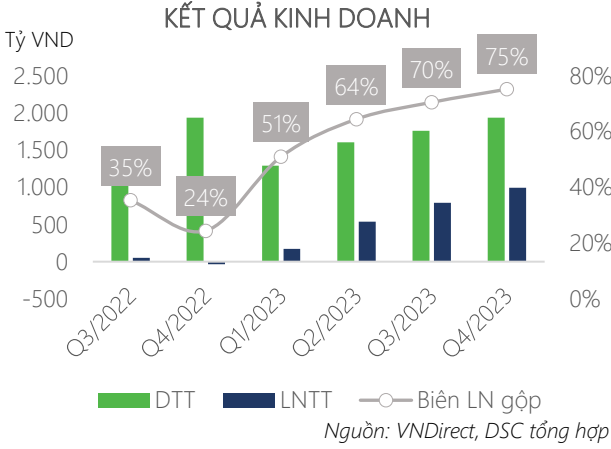
Đối thủ đáng gờm trong cuộc đua về vốn

Giai đoạn thị trường bùng nổ, VND cùng SSI là hai công ty chứng khoán có tốc độ tăng vốn dẫn đầu ngành. Với định hướng tập trung vào khách hàng cá nhân, việc tăng vốn là cấp thiết để khai thác mảnh đất màu mỡ “cho vay margin”.

Thị trường chứng khoán hiện đã có những bước hồi phục rõ ràng từ vùng đáy, VND cũng đang chuẩn bị cho đợt tăng vốn mới, sẵn sàng đón làn sóng nhà đầu tư cá nhân quay lại. Nếu thực hiện thành công, đợt tăng vốn dự kiến đưa vốn điều lệ lên 18.000 tỷ đồng.

KẾT QUẢ KINH DOANH

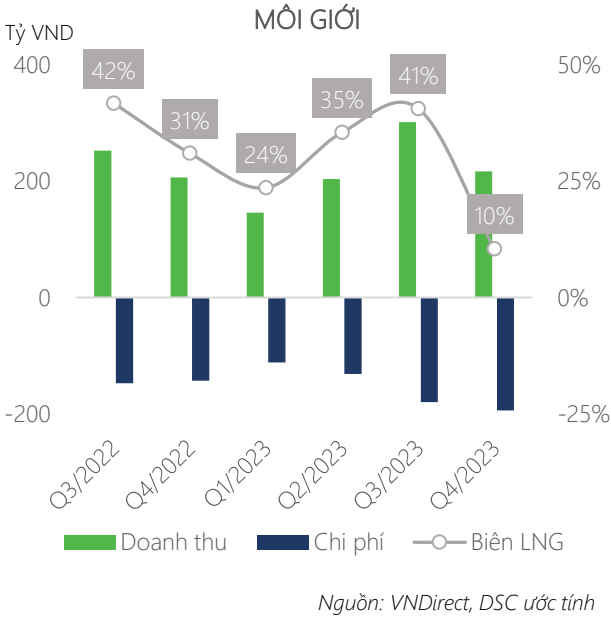
Biên lợi nhuận liên tục được cải thiện



Doanh thu và LNTT Q4/23 đạt lần lượt 1.932 tỷ (29% yoy) và 991 tỷ, tăng mạnh từ khoản lỗ cuối năm 2022. Biên lợi nhuận gộp hồi phục ấn tượng qua từng quý, đạt tới 75% trong Q4/23.

Lũy kế cả năm 2023, LNTT đạt 2.491 tỷ (+62% YoY), vượt 24% kế hoạch năm. Tuy nhiên, lợi nhuận phần lớn đến từ hoạt động bán trái phiếu, vì vậy nếu loại trừ phần lợi nhuận không thường xuyên, lợi nhuận thực của năm 2023 là 1.928 tỷ, tăng ~20% svck.

Mảng môi giới không duy trì được đà tăng

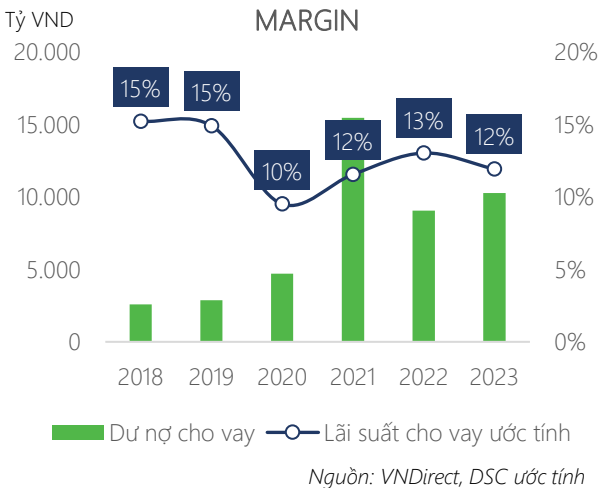


Thị trường điều chỉnh thời điểm cuối Q3/23, thanh khoản giảm khiến doanh thu môi giới Q4 cũng sụt giảm theo. Trong khi đó chi phí cố định (chi phí lương) tiếp tục tăng, kết quả là biên gộp Q4 không giữ được đà tăng, giảm sâu còn 10%

Lũy kế cả năm 2023, biên gộp môi giới của VND đạt 29%, thu hẹp đáng kể từ mức 42% của 2022. Nhìn chung nguyên nhân đến từ việc thanh khoản thị trường còn yếu, đồng thời VND cũng đang tích cực tham gia vào cuộc chiến zero fee để mở rộng thị phần.

Tuy nhiên, mảng môi giới trong tương lai vẫn còn nhiều dư địa phát triển khi tệp khách hàng chính của VND là khách hàng cá nhân, và triển vọng từ hệ thống KRX chính thức go-live trong thời gian tới.

Lãi suất đầu ra giảm do mức nền lãi suất thấp



Dư nợ cho vay tại thời điểm cuối năm 2023 tăng 13% so với đầu năm, tuy nhiên bình quân dư nợ cả năm 2023 lại giảm 27% svck, vì vậy lãi từ cho vay và phải thu cũng sụt giảm còn 1.154 tỷ (-28% YoY).

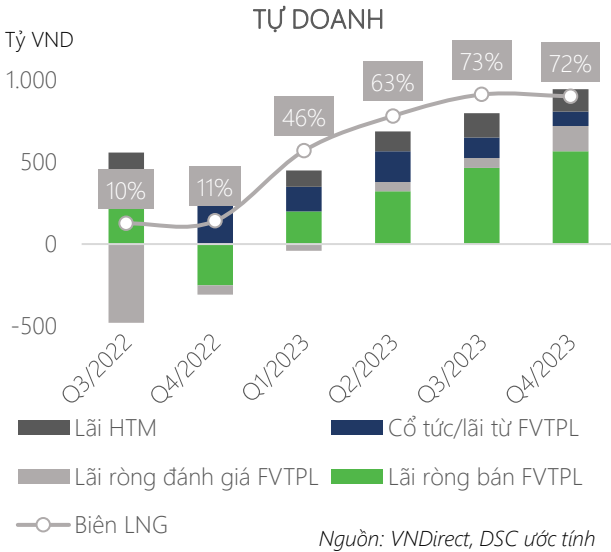
Mức nền lãi suất neo tại vùng thấp trong năm vừa qua đã dần ngấm vào lãi suất đầu ra của VND. Ước tính lãi suất cho vay năm 2023 giảm nhẹ, đạt 12%, về ngang mức lãi suất năm 2021. VNDirect có khả năng tiếp cận nguồn vốn tốt nên mức lãi suất đầu ra thấp cũng không phải trở ngại quá lớn cho BLN của VND.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Thu về dòng tiền đều đặn từ lãi bán trái phiếu

Q4/23, doanh thu và lợi nhuận tự doanh đạt lần lượt 1.284 tỷ (+53% yoy) và 928 tỷ, tăng 19 lần. Lợi nhuận tăng vọt nhờ việc lỗ bán trái phiếu và chứng khoán chưa niêm yết đã giảm mạnh xuống còn ~350 tỷ kể từ mức 804 tỷ của Q4/22.

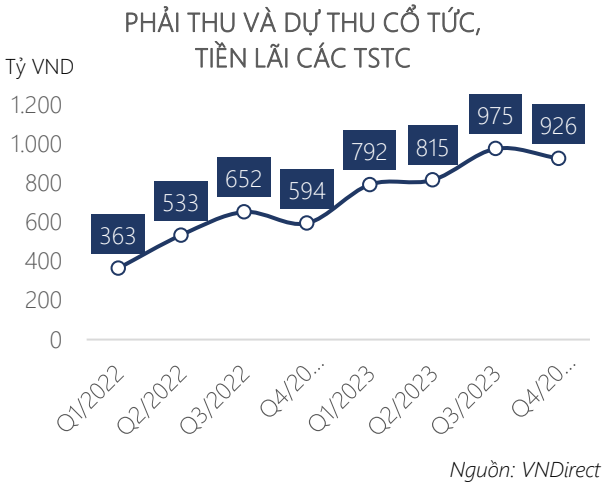
Khoản lãi từ bán trái phiếu và chứng khoán chưa niêm yết cũng duy trì tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu mảng tự doanh. Nhờ lợi thế về nguồn vốn, danh mục đầu tư của VND năm giữ tỷ trọng trái phiếu lớn, vì thế nên hoạt động tự doanh trái phiếu tương đối sôi động. Nhìn chung, mảng tự doanh của VNDirect duy trì hiệu suất tương đối ổn định, tuy nhiên vấn đề về dòng tiền cổ tức vẫn cần xem xét.



Cục máu đông là khoản phải thu từ cổ tức và lãi vẫn chưa được giải quyết

Đây là chỉ báo quan trọng trong hoạt động kinh doanh của VNDirect khi rủi ro lớn nhất tính đến thời điểm hiện tại của doanh nghiệp này là khoản đầu tư lớn vào trái phiếu, đặc biệt là những doanh nghiệp năng lượng tái tạo. Những doanh nghiệp NLTT hiện tại chưa tạo ra dòng tiền ổn định do chưa hạch toán được rõ ràng giá bán điện với EVN.

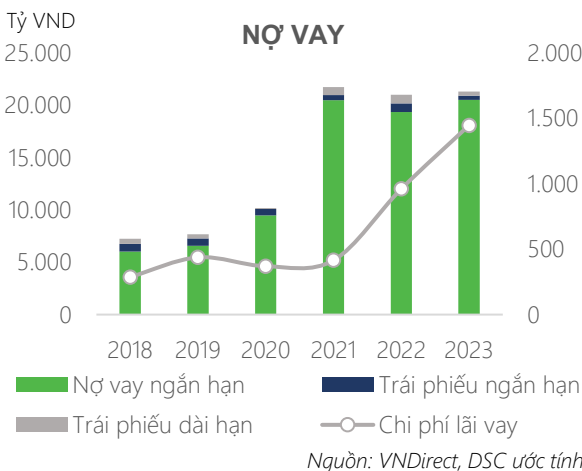
Khoản phải thu này nhìn chung vẫn đang trong xu hướng tăng kể từ Q1.2022. Nhà đầu tư cần theo dõi chỉ số này qua các quý để có thể đánh giá được thời điểm dòng tiền từ đầu tư của VND được cải thiện.



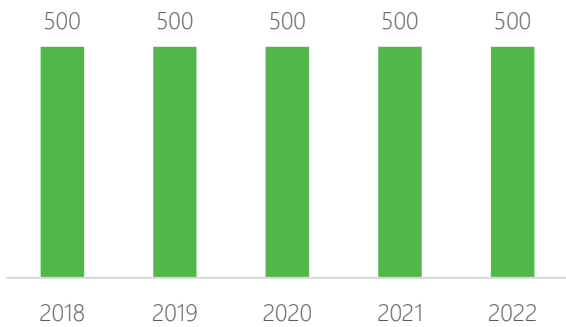
Quy mô vay nợ mở rộng theo thời gian

Cơ cấu nợ vay vẫn tập trung chính là nợ vay ngắn hạn, trái phiếu phát hành chỉ chiếm khoảng 4-8% trong các năm gần đây. Kết thúc 2023, quy mô vay nợ ngắn hạn của VND đạt 20.869 tỷ (+4% yoy).

Mức lãi suất thấp kỷ lục năm 2021 tạo cơ hội cho VNDirect mở rộng quy mô bằng việc tăng mức vay vốn lên kỷ lục. Dự kiến năm 2024, quy mô vay nợ cũng sẽ tăng khi mức nền lãi suất đã tương đối thấp, tạo tiền đề cho kế hoạch nâng vốn và mở rộng kinh doanh trong tương lai.



CỔ TỨC TIỀN MẶT



Nguồn: VNDirect, DSC tổng hợp

| (Tỷ đồng) | 2022 | 2023 | 2024F |
|----------------------|-------|-------|-------|
| Doanh thu hoạt động | 6.829 | 6.561 | 7.075 |
| Tăng trưởng DTHĐ | 13% | -4% | 8% |
| Lợi nhuận gộp | 3.004 | 4.367 | 4.457 |
| Lợi nhuận trước thuế | 1.535 | 2.491 | 2.618 |
| Tăng trưởng LNTT | -48% | 62% | 5,1% |

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2018-2022, giữ nguyên tỷ lệ trả cổ tức Tiền mặt 5%. Năm 2023, công ty chưa có kế hoạch chi trả cổ tức.

Định giá

P/B của VND (tại giá đóng cửa (28/02/2024) đạt 1,68 lần, tương đương mức P/B trung bình 5 năm (1,6x lần) và thấp hơn trung bình ngành (2,3 lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu hoạt động và lợi nhuận trước thuế của 2024 sẽ đạt lần lượt 7.075 tỷ (+9% YoY) và 2.618 tỷ (+5,1% YoY). Thị trường sôi động trở lại trong 2024 kỳ vọng giúp doanh thu hoạt động cốt lõi là mảng môi giới và margin hồi phục.

BVPS 2024 dự kiến đạt 15.250 VND/cp, P/B forward là 1,5 lần. Giá mục tiêu của VND 2024 là 25.000 VNĐ/cp, **upside 10,6%** so với giá đóng cửa ngày 28/02/2024 là 22.600 VND/cp.

BIỂU ĐỒ GIÁ



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 vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn