

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **38.100 VND (▼5%)**

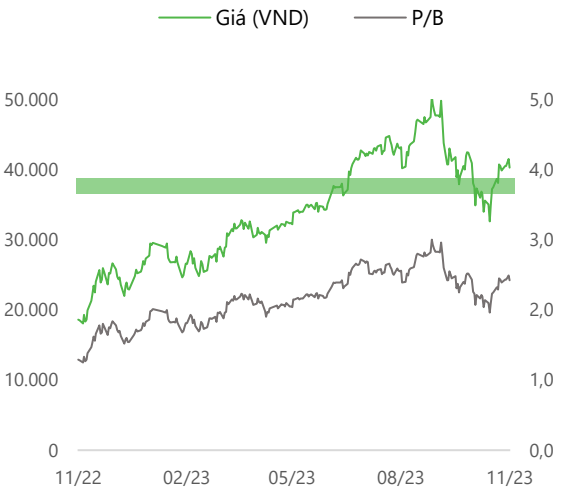
Cập nhật: 20/11/2023

TRIỂN VỌNG 2023

Tích cực: Mảng môi giới và tự doanh ít biến động.

Tiêu cực: Thị phần môi giới thu hẹp do kém cạnh tranh trong mảng bán lẻ.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 35.000d – 36.000d, mức P/B hợp lý rơi vào **khoảng 2,1 lần**.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Chứng khoán
Giá hiện tại (VND/cp)	40.300
Vốn hóa (Tỷ VND)	17.629
Số lượng CPLH (triệu cp)	437
EPS 4 quý gần nhất	1.050
P/B (20/11/2023)	2,42
Cao nhất 52 tuần	50.500
Thấp nhất 52 tuần	18.048

VCI

CTCP 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 networking 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 và nợ vẫn còn tương đối khó khăn, kết quả kinh doanh của Vietcap từ đầu năm đến nay không mấy khởi sắc.

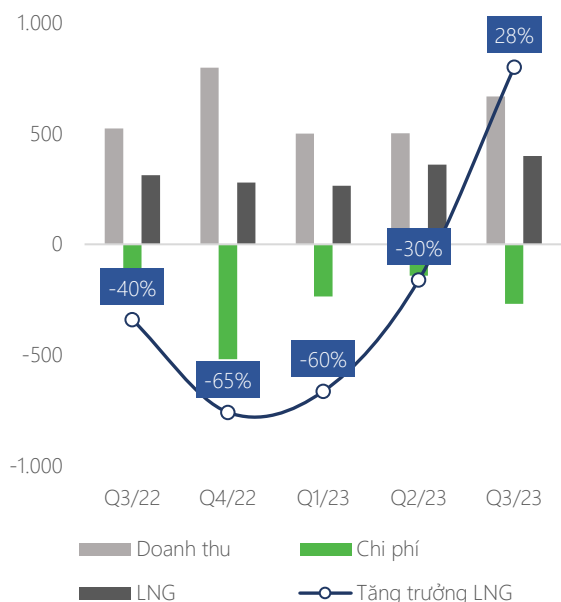
Tuy nhiên, nhìn chung, Vietcap vẫn duy trì được hiệu quả hoạt động bền vững, thể hiện qua biên lãi gộp và ròng ổn định. Đây cũng điều mà ít CTCK có thể làm được.

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

Qua những deal 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 nhiên với thế mạnh là mảng IB, VCI cũng sẽ gặp không ít khó khăn trong năm tới bởi thị trường trái phiếu còn nhiều khó khăn.

KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: Vietcap

KẾT QUẢ KINH DOANH

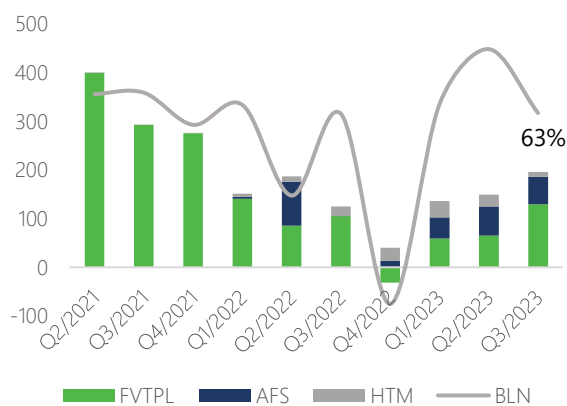
Quý đầu tiên ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận gộp

Doanh thu và LN hoạt động Q3/23 đạt lần lượt 666 tỷ (+27% yoy) và 398 tỷ (+27% yoy). Có thể thấy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận gộp đồng đều với doanh thu đến từ sự chứng lại của chi phí hoạt động.

Doanh thu tăng một phần nhờ lãi đột biến từ việc bán AFS, bên cạnh đó năm ngoài Vietcap có khoản lỗ từ đánh giá lại FVTPL tương đối lớn, tạo nên mức nền thấp.

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 ngày càng hạn chế. Tuy nhiên, Vietcap vẫn sẽ tiếp tục duy trì chiến lược hiện tại để duy trì hiệu quả hoạt động, thay vì giành thị phần từ khách hàng cá nhân.

Cơ cấu lợi nhuận mảng tự doanh



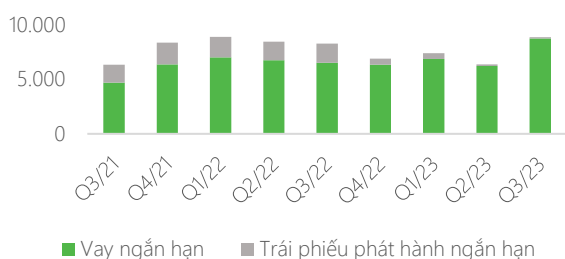
Nguồn: Vietcap, DSC ước tính

Mảng tự doanh duy trì hiệu quả nhìn chung ổn định

Doanh thu và lợi nhuận mảng tự doanh Q3/23 đạt lần lượt 323 tỷ (+55% yoy) và 202 tỷ (+56% yoy). Cơ cấu doanh thu tự doanh gần đây có sự đa dạng hơn với sự đóng góp từ lãi bán các tài sản AFS. Q3, Vietcap đã tất toán khoản đầu tư vào MWG và BCM, thay vào đó là mua mới PNJ và STB. Đây có vẻ là chiến lược đúng đắn bởi Q3, hai cổ phiếu này đã có đà giảm mạnh, đặc biệt là MWG.

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 xuống giá của thị trường chung.

CƠ CẤU NỢ VAY

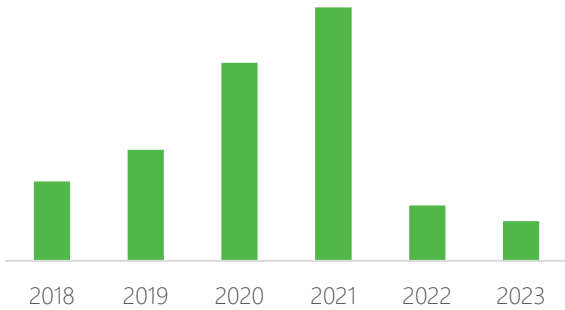


Nguồn: Vietcap

Cơ cấu nợ chuyển dần sang 100% nợ vay ngân hàng

Vietcap đang liên tục tất toán các khoản trái phiếu và tăng tỷ lệ vay ngân hàng. Đáng chú ý, hơn 73% giá trị khoản vay đều bằng đồng USD. Với tỷ giá USD/VND đang neo cao, chi phí tài chính tăng do ghi nhận lỗ tỷ giá. Tuy nhiên, khoản lỗ này tương đối nhỏ và không có ảnh hưởng trọng yếu.

CỔ TỨC TIỀN MẶT



(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu hoạt động	3.707	3.156	2.166
Tăng trưởng DTHĐ	114%	-15%	-31%
Lợi nhuận hoạt động	2.380	1.757	1.322
Lợi nhuận trước thuế	1.850	1.059	473
Tăng trưởng LNTT	95%	-43%	-49%

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2018-2023, Vietcap duy trì chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt. Tỷ lệ cổ tức 2023 đạt 5%, tương đương với hiệu suất cổ tức đạt 1,2% (tại giá đóng cửa ngày 20/11/2023).

Định giá

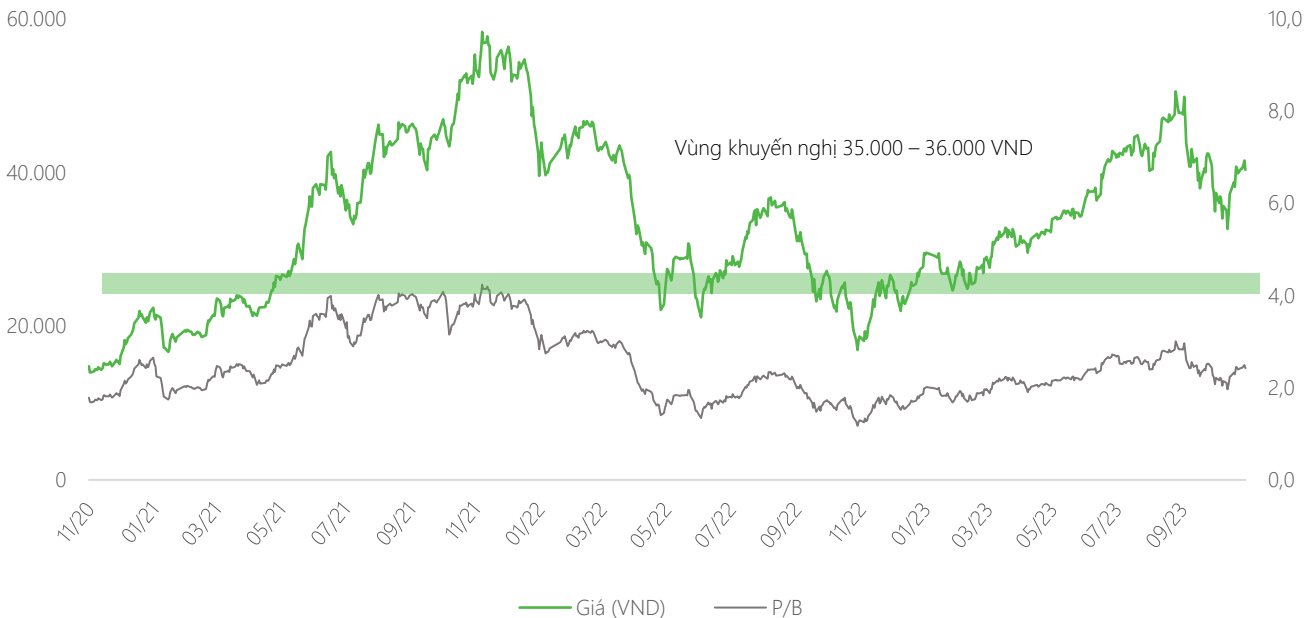
P/B của VCI (tại giá đóng cửa (17/11/2023) đạt 2,42 lần, cao hơn so với mức P/B trung bình 5 năm (2,21 lần) và cao hơn trung bình ngành (1,39 lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu hoạt động và lợi nhuận trước thuế của 2023 sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt -31% và -49%, đạt lần lượt 2.166 tỷ và 473 tỷ.

BVPS 2023 dự kiến đạt 17.700 VND/cp, tương đương P/B fw là 2,27 lần. Giá mục tiêu của 2023 là 38.100 VNĐ/cp, **downside 5%** so với giá đóng cửa ngày 17/11/2023 là 40.300 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,
GĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn