

MUA

Giá mục tiêu 2024:

53.700 VND

Upside:

13%

Cập nhật:

03/06/2024

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.

Tiêu cực: Khả năng cạnh tranh bị suy giảm do doanh nghiệp không chủ trương tham gia vào cuộc chiến zero fee.

Khuyến nghị: Cổ phiếu VCI đang ở gần vùng mua hợp lý, nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân ở vùng giá 45.500-46.500 VND/cp.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Môi giới chứng khoán
Giá hiện tại (VND)	47.700
Vốn hóa (Tỷ VND)	20.869
Số lượng CPLH (triệu cp)	437,5
EPS 4 quý gần nhất	1.410,8
P/B	2,6
Cao nhất 1 năm	55.200
Thấp nhất 1 năm	32.500

VCI

Chứng khoán Vietcap

DSC

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.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Không đứng ngoài cuộc đua tăng vốn

Trong ĐHĐCĐ diễn ra đầu tháng 4 vừa qua, cổ đông VCI đã thông qua 3 phương án tăng vốn:

- (1) Phát hành 4,4 triệu cổ phiếu ESOP, giá 12.000 VND/cp.
- (2) Phát hành 132,57 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, giá 10.000 VND/cp với tỷ lệ 30%.
- (3) Chào bán 143,6 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư chuyên nghiệp trong và ngoài nước, mệnh giá 10.000 VND/cp.

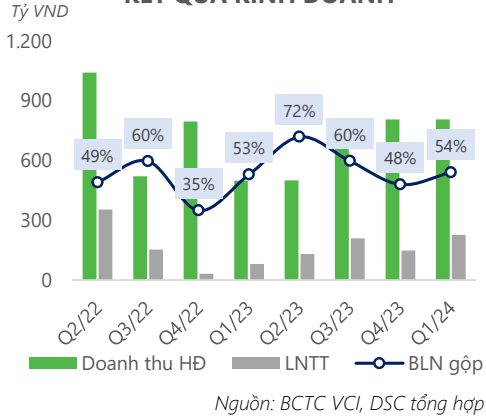
Nếu thực hiện thành công, vốn điều lệ của VCI dự kiến sẽ tăng lên mức ~7.200 tỷ. Số vốn thu được dự kiến được sử dụng để tăng vốn lưu động và giảm nợ vay, đồng thời bổ sung vốn cho hoạt động cho vay margin và tự doanh.

Mảng IB kỳ vọng hồi phục sau thời gian trầm lắng

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. Kể từ năm 2023, các hoạt động phát hành trái phiếu, IPO hay M&A đều thưa thớt và diễn ra chậm hơn so với giai đoạn trước.

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. Doanh nghiệp cho biết lượng hợp đồng tư vấn đang thực hiện có giá trị lên đến 40.000-50.000 tỷ. 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.

KẾT QUẢ KINH DOANH



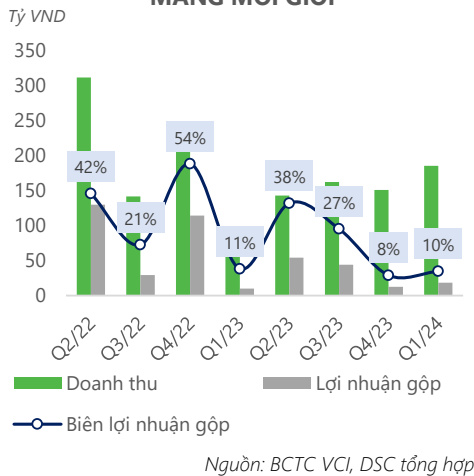
KẾT QUẢ KINH DOANH

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ

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). Doanh thu và lợi nhuận khởi sắc 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.

MẢNG MÔI GIỚI



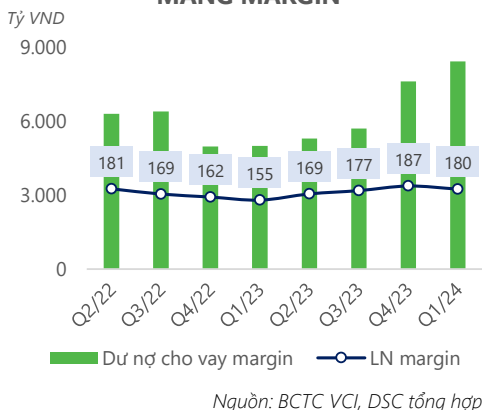
Đứng ngoài cuộc chiến zero fee

Doanh thu và lợi nhuận môi giới của VCI đều tăng mạnh so với cùng kỳ, đạt lần lượt 185 tỷ (+101% YoY) và 18 tỷ (+80% YoY). Tuy nhiên biên gộp không cải thiện, chỉ đạt mức 10%.

Với cơ cấu thiên về KHTC, năng lực cạnh tranh của VCI bị hạn chế hơn so với các CTCK tập trung vào KHCN. VCI cũng không tham gia vào cuộc chiến zero fee mà chỉ hạ phí giao dịch đồng thời tập trung nâng cao chất lượng dịch vụ.

Tuy nhiên, trong Q1.24 thị phần của VCI đã tăng khá mạnh từ lên 5,57% - mức cao nhất trong 3 năm trở lại đây. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực cho thấy mảng môi giới đang hoạt động hiệu quả và tập trung hơn vào tệp KHCN.

MẢNG MARGIN

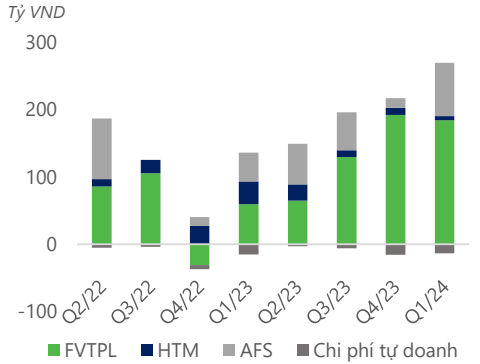


Lợi nhuận margin tương đối ổn định

Tính đến hết Q1.24, VCI đang có khoảng 8.419 tỷ dư nợ margin, tăng 10,6% kể từ đầu năm và tăng tới 68% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, lãi từ cho vay không tăng mạnh, đạt 180 tỷ, tương đương giảm 3,7% so với quý trước và tăng 16% so với cùng kỳ.

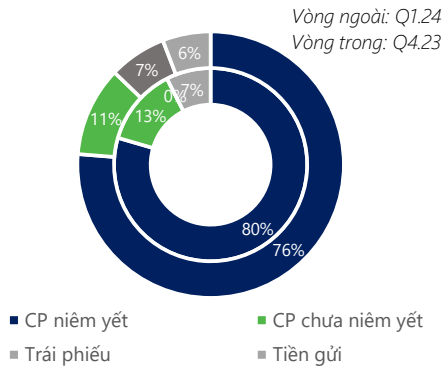
Chúng tôi cho rằng lợi nhuận margin tăng yếu hơn nhiều so với tốc độ tăng dư nợ là do VCI đã giảm lãi suất cho vay 1-2% để kích cầu nhà đầu tư trong bối cảnh mặt bằng lãi suất đang ở mức thấp.

LỢI NHUẬN TỰ DOANH



Nguồn: BCTC VCI, DSC tổng hợp

CƠ CẤU DANH MỤC



Nguồn: BCTC VCI, DSC tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH

Danh mục tự doanh ẩn tượng, có tới 2.216 tỷ lợi nhuận chưa được ghi nhận

Thị trường chứng khoán diễn biến tích cực giúp hoạt động tự doanh ghi nhận kết quả khởi sắc với lợi nhuận ròng đạt 256 tỷ (+112% YoY). Trong đó lợi nhuận chủ yếu đến từ lãi ròng bán các TSTC FVTPL và AFS.

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. Hầu hết các khoản đầu tư đều đang có lãi, trong đó nổi bật nhất chính là khoản đầu tư vào cổ phiếu IDP đang có chênh lệch tăng lên đến 407% so với giá gốc.

Nhìn chung danh mục tự doanh của VCI khá ẩn 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.

Danh mục đầu tư
Chứng khoán niêm yết (Tỷ đồng)

		Giá gốc	Giá thị trường 31/03/2024	Chênh lệch tại 31/03/2024
Tài sản tài chính FVTPL	HPG	17,8	17,8	-0,1%
	CTG	4,8	4,9	1,7%
	Khác	382,5	389,9	1,9%
Tài sản tài chính AFS	KDH	868,9	1128,8	29,9%
	PNJ	94,8	110,0	16,0%
	IDP	441,0	2237,0	407,3%
	MSN	178,2	189,2	6,2%
	MBB	210,2	267,7	27,4%
	STB	94,5	104,1	10,1%
	FPT	417,2	481,3	15,4%
	TDM	206,0	248,3	20,5%
	Khác	1741,1	2068,0	18,8%

Nguồn: BCTC VCI, DSC tổng hợp

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Năm 2023, chúng tôi cho rằng do kết quả kinh doanh không đạt mục tiêu nên VCI chưa có kế hoạch trả cổ tức. Sang năm 2024, với mục tiêu kết quả kinh doanh phục hồi, doanh nghiệp dự kiến trả cổ tức với tỷ lệ 5-10%.

Định giá

Tại giá đóng cửa ngày 30/05/2024, cổ phiếu VCI giao dịch tại mức P/B là 2,55 lần, tương đương mức trung bình ngành (2,5x lần) và mức trung bình 3 năm của cổ phiếu (2,57 lần). Như vậy, có thể thấy cổ phiếu VCI đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn.

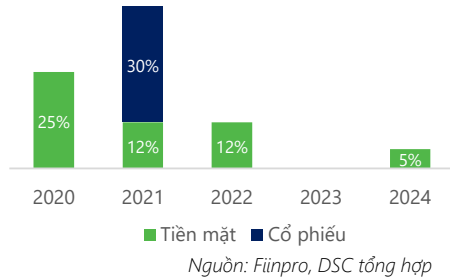
Dự phóng kết quả kinh doanh

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) 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.

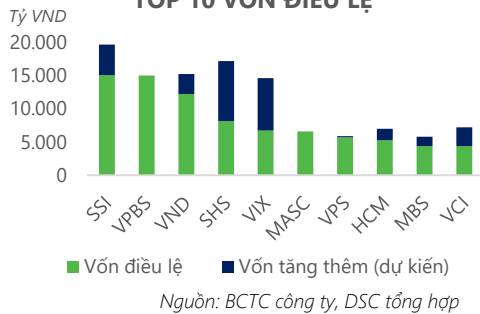
Dự phóng về mức độ phục hồi của VCI được xây dựng dựa trên kịch bản VNIndex tiến đến mốc 1.300 điểm trong năm 2024. Ước tính, doanh thu hoạt động đạt 2.641 tỷ (+7% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 707 tỷ (+24% YoY).

Sử dụng phương pháp P/B, mức giá hợp lý cho cổ phiếu VCI cho 1 năm tới là 53.700 VND/cp, upside 13% so với giá đóng cửa ngày 30/05/2024 là 47.700 VND/cp.

CỔ TỨC



TOP 10 VỐN ĐIỀU LỆ



(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	3.156	2.472	2.641
% DTT (YoY)	-15%	-22%	7%
Lợi nhuận gộp	1.758	1.409	1.572
Lợi nhuận trước thuế	1060	570	707
% LNTT (YoY)	-43%	-46%	24%

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

Tiền Quốc Việt,

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

Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích
linh.tlk@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