

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VNDIRECT (HNX – VND)

28 tháng Bảy, 2014

BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



Giá hiện tại (07/28/2014): 15.200

Giá mục tiêu: 17.500

Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn: NĂM GIỮ

Ngưỡng kháng cự: 17.300

Ngưỡng hỗ trợ: 15.700

Mã trên Bloomberg: **VND VN** SGD: HNX

Ngành: Chứng khoán

Beta 1,19

Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND) 19.800/7.600

Lượng CP lưu hành (triệu) 96,9

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng) 1,473

CP lưu hành tự do (triệu) 70,9

KLGDBQ 12 tháng 1.594.680

Sở hữu nước ngoài (%) 28,5

Năm Tỷ lệ cổ tức EPS

2014F 5% 1.457

2013 5% 1.248

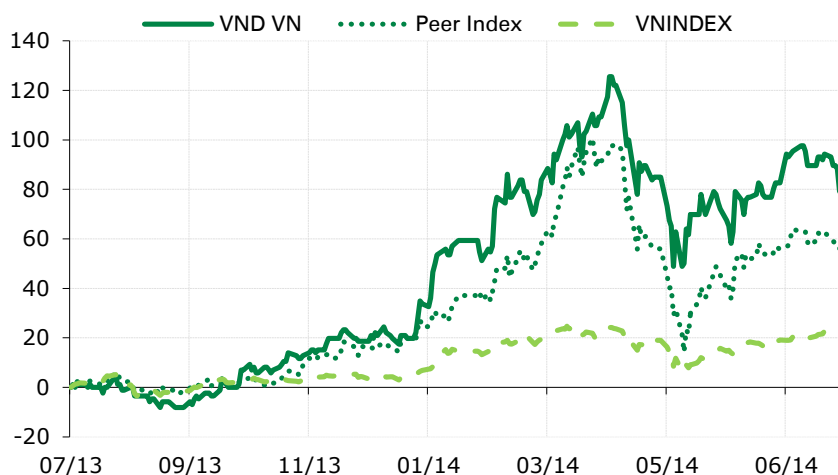
2012 0% 786

2011 0% (2.030)

Chỉ số	VNDS	Cty tương đương	VNI
P/E	13.38	14,5x	14.02x
P/B	1.21x	1,2x	1.97x
ROE	8.87%	9.78%	14,55%

Giới thiệu công ty:

- VNDS chính thức đi vào hoạt động năm 2006 với vốn điều lệ 50 tỷ đồng và được niêm yết trên sàn HNX năm 2010.
- VNDS cung cấp đầy đủ các dịch vụ chứng khoán cho nhà đầu tư với trọng tâm vào dịch vụ môi giới
- Quý 1 năm 2014, tổng tài sản đạt 2.669 tỷ đồng; và tổng VCSH đạt 1.220 tỷ đồng; lần lượt xếp thứ 5 và thứ 6 toàn ngành



Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu của CTCP Chứng khoán VNDirect (VNDS) với kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận là 18,7%, bao gồm tiềm năng tăng giá 15,1% và tỷ lệ cổ tức 3,6%. Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên những lập luận sau:

- ❖ **Thị trường môi giới tăng trưởng mạnh:** Giá trị giao dịch bình quân 6 tháng đầu năm 2014 tăng 77% so với cùng kỳ, là tiền đề cho hoạt động môi giới phát triển. Do đó, LNST của VNDS được dự báo sẽ còn tăng mạnh.
- ❖ **Thị phần môi giới tăng:** Thị phần môi giới VNDS năm giữ tăng đều qua các năm, giúp công ty khẳng định vị trí thứ 2 trên sàn HNX với 7,94% và thứ 5 trên sàn HSX với 5,32%.
- ❖ **Đổi tác chiến lược nước ngoài giàu tiềm năng:** Việc ký kết thỏa thuận hợp tác gần đây với CIMB được kỳ vọng sẽ thu hút thêm khối khách hàng tổ chức và mang lại nhiều nguồn doanh thu mới cho VNDS trong tương lai.
- ❖ **Rủi ro pha loãng từ cổ phiếu mới phát hành:** Kế hoạch tăng VCSH lên tối đa 1.080 tỷ đồng trong năm 2014 và 2015 có thể sẽ khiến các nhà đầu tư đối mặt với rủi ro pha loãng cổ phiếu.

Vui lòng đọc kỹ khuyến cáo sử dụng cuối báo cáo này

NỘI DUNG

KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM

3

Doanh thu tăng 44% trong khi lợi nhuận giảm 20% so với cùng kỳ	3
Giá trị giao dịch thị trường – Yếu tố then chốt trong kết quả kinh doanh của VNDS	4
Tăng trưởng vững chắc thị phần môi giới ở cả hai sàn HNX và HSX	4
Tăng giảm của bảng cân đối kế toán chủ yếu do biến động khoản tiền gửi giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư	4
Sự hợp tác với CIMB được kỳ vọng sẽ thúc đẩy phát triển mảng dịch vụ ngân hàng đầu tư	5

CÁC TIN TỨC KHÁC

5

Trả cổ tức bằng tiền mặt lần đầu tiên trong ba năm	5
Tiếp tục kế hoạch tăng vốn chủ sở hữu đề ra từ năm 2013	5
Bán ba triệu cổ phiếu quỹ nhằm tăng vốn lưu động	6

THAY ĐỔI CÁC GIẢ ĐỊNH CHÍNH

7

Diễn biến gần đây	7
Điều chỉnh giả định	7

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

7

Định giá	7
Khuyến nghị	9

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

10

KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM

Doanh thu tăng 44% trong khi lợi nhuận giảm 20% so với cùng kỳ

Mới đây, Công ty cổ phần Chứng khoán VNDirect (Mã CP: VND – HNX) đã công bố kết quả kinh doanh Quý 2 năm 2014. Theo đó, doanh thu nửa đầu năm đạt 199,55 tỷ đồng, tăng 44% so với cùng kỳ 2013. Nhờ sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, doanh thu môi giới lũy kế đạt 85,87 tỷ, chiếm 43% tổng doanh thu. Ngoài ra, doanh thu từ cho vay margin và lãi tiền gửi ngân hàng tổng cộng cũng đạt 83,98 tỷ đồng, chiếm 42% tổng doanh thu. Riêng doanh thu hoạt động tự doanh, vốn không phải là mảng hoạt động chính của VNDS, đã giảm 44% so với nửa đầu năm 2013.

Đơn vị: Triệu đồng	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Doanh thu						
Doanh thu môi giới CK	22.938	18.077	14.030	27.590	47.692	38.174
Doanh thu hoạt động tự doanh	9.213	29.811	9.151	17.423	12.717	14.346
Doanh thu hoạt động tư vấn	5	175	471	259	673	852
Thu nhập lãi tiền gửi	21.612	21.174	18.909	16.097	19.166	19.123
Doanh thu cho vay ký quỹ	8.182	7.053	8.332	10.453	23.807	21.886
Doanh thu lưu ký CK	385	363	432	445	505	595
Doanh thu khác	0	11	27	0	10	6
Tổng doanh thu	62.335	76.664	51.353	72.267	104.568	94.983
Tăng trưởng doanh thu thuần		23%	-33%	41%	45%	-9%
Chi phí						
Chi phí hoạt động kinh doanh	(17,486)	17.838	(2.726)	(44.973)	(22.329)	(27.893)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(18,201)	(17.824)	(20.686)	(26.733)	(23.135)	(32.790)
Lợi nhuận thuần	26.648	76.677	27.941	561	59.104	34.301
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	43%	100%	54%	1%	57%	36%
Lợi nhuận khác	627	242	104	134	233	253
Lợi nhuận trước thuế	27.276	76.920	28.046	695	59.337	34.554
Chi phí thuế thu nhập hiện hành	-	7.041	5.156	(6.086)	(12.983)	(3.164)
Lợi nhuận sau thuế TNDN	27.276	83.960	33.201	(5.390)	46.354	31.390
Tỷ suất lợi nhuận ròng	44%	110%	65%	-7%	44%	33%
EPS cơ bản	273	699	229	68	478	324

Nguyên nhân khiến lợi nhuận Quý 2 chỉ đạt 31,4 tỷ đồng, giảm đến 32% so với Quý 1 và 55% so với cùng kỳ năm ngoái, không chỉ bởi doanh thu từ hoạt động tự doanh giảm sút mà còn do chi phí hoạt động kinh doanh và chi phí quản lý doanh nghiệp đã tăng đáng kể trong hai Quý đầu năm. Đáng chú ý trong Quý 2 năm 2013, VNDS đã hoàn nhập dự phòng 16,5 tỷ đồng cho các khoản nợ khó đòi và giảm giá đầu tư. Chính khoản hoàn nhập này đã giúp giảm chi phí của hoạt động tự doanh và đẩy lợi nhuận Quý 2 năm 2013 tăng lên bất thường. Tuy nhiên, điều tương tự đã không xảy ra trong Quý 2/2014. Chi phí hoạt động kinh doanh của Quý 2/2014 tăng lên thành 27,89 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm ngoái chi phí hoạt động kinh doanh thực tế lại là một khoản thu nhập bất thường trị giá 17,82 tỷ đồng. Thêm vào đó, số lượng nhân viên của VNDS trong một năm qua đã

tăng 42% từ 307 lên 437 người, kéo theo chi phí lương thưởng tăng hơn gấp đôi so với Quý 2/2013 và tăng 48% so với Quý 1/2014. Vì vậy, trong khi doanh thu nửa đầu 2014 đạt 199,55 tỷ đồng, hoàn thành 77% kế hoạch năm, thì lợi nhuận trước thuế chỉ ở mức 93,89 tỷ đồng, hoàn thành 49% kế hoạch năm.

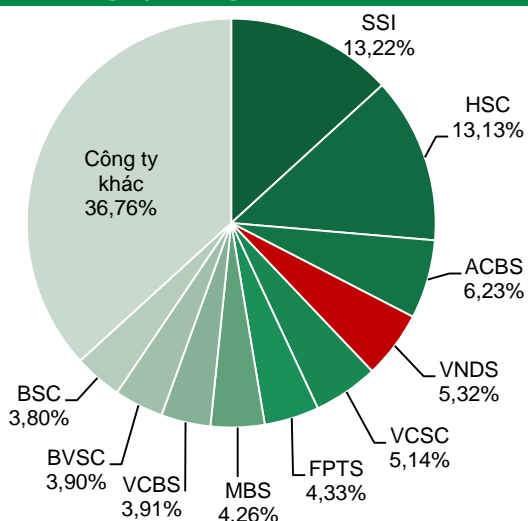
Giá trị giao dịch thị trường – Yếu tố then chốt trong kết quả kinh doanh của VNDS

Với mô hình kinh doanh tập trung vào hai mảng dịch vụ môi giới và cho vay margin, kết quả kinh doanh của VNDS chịu ảnh hưởng khá lớn từ giá trị giao dịch thị trường. Nhờ sự bứt phá của thị trường chứng khoán, tổng giá trị giao dịch thị trường của ba sàn HSX, HNX và UPCoM trong 2 Quý đầu năm tăng lần lượt 96% và 57%. Giá trị giao dịch của thị trường tăng mạnh đã giúp doanh thu môi giới và cho vay margin của VNDS đạt mức tăng trưởng ấn tượng, lần lượt đạt 109% và 200% so với cùng kỳ.

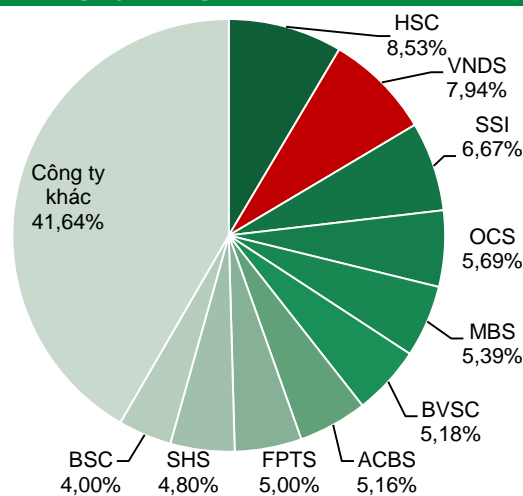
Tăng trưởng vững chắc thị phần môi giới ở cả hai sàn HNX và HSX

Thị phần môi giới của VND trên hai sàn HNX và HSX đã gia tăng đều đặn trong vòng 5 năm qua. Theo số liệu Quý 2 năm 2014, VND tiếp tục giữ vững vị trí thứ 2 trên sàn HNX với 7,94% thị phần và thứ 5 trên sàn HSX với 5,32% thị phần. Đối với VNDS, hoàn thành mục tiêu giành được 6% thị phần trên sàn HSX trong năm 2014 là một nhiệm vụ tương đối khó khăn trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt với các công ty chứng khoán có thị phần tương tự như VCSC, ACBS hay FPTS.

Top 10 công ty môi giới lớn nhất sàn HSX



Top 10 công ty môi giới lớn nhất sàn HNX



Nguồn: HSX, HNX

Tăng giảm của bảng cân đối kế toán chủ yếu do biến động khoản tiền gửi giao dịch chứng khoán của nhà đầu tư

Trong Quý 1, tiền và các khoản tương đương tiền đã tăng hơn gấp đôi và chiếm tới 2/3 trong cơ cấu tổng tài sản. Nguyên nhân chủ yếu của sự tăng mạnh này là do khoản tiền gửi của nhà đầu tư để giao dịch chứng khoán đã tăng đột biến. Trong Quý 2, giá trị giao dịch của thị trường giảm 24% so với Quý 1 do thị trường đã điều chỉnh sau khi đạt đỉnh ngày 24 tháng 3. Khoản tiền gửi giao dịch của nhà

đầu tư đã phần nào phản ánh lại những biến động này của thị trường khi giảm 44% so với Quý trước. Trong khi đó, đầu tư ngắn hạn chỉ tăng 10% trong Quý 1 và 5,7% trong Quý 2, cho thấy chiến lược tập trung vào dịch vụ môi giới thay vì hoạt động tự doanh của VNDS. Tổng tài sản của VNDS tại thời điểm kết thúc Quý 2 năm 2014 là 2.669,2 tỷ đồng, tăng hơn 37,6% so với cuối năm ngoái.

Sự hợp tác với CIMB được kỳ vọng sẽ thúc đẩy phát triển mảng dịch vụ ngân hàng đầu tư

Trong những năm qua, doanh thu của VNDirect chủ yếu đến từ khối khách hàng cá nhân, trong khi nguồn thu từ dịch vụ ngân hàng đầu tư như bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính doanh nghiệp chiếm phần không đáng kể. Thông qua thỏa thuận hợp tác với công ty Chứng khoán Quốc tế CIMB của Singapore, VNDirect sẽ hướng tới phát triển một đội ngũ chuyên gia phân tích uy tín, nhằm cung cấp những dịch vụ tốt hơn cho khách hàng tổ chức và nâng cao khả năng cạnh tranh với hai đối thủ lớn SSI và HSC.

Tập đoàn CIMB là một ngân hàng toàn cầu có trụ sở tại Kuala Lumpur. Hiện tại, ngân hàng này là ngân hàng đầu tư lớn nhất khu vực Châu Á – Thái Bình Dương (trừ Nhật Bản) và đồng thời là một trong những ngân hàng Hồi giáo lớn nhất thế giới. Công ty Chứng khoán Quốc tế CIMB là công ty con của tập đoàn CIMB chuyên cung cấp dịch vụ chứng khoán. Mới đây, tập đoàn CIMB, RHB Cap và MBSB đã tuyên bố đạt được thỏa thuận độc quyền kéo dài 90 ngày để thảo luận về khả năng sáp nhập, sau khi nhận được sự chấp thuận của Ngân hàng Trung ương Malaysia. Nếu sáp nhập thành công thì ngân hàng sau sáp nhập sẽ trở thành tập đoàn ngân hàng có quy mô tổng tài sản lớn nhất Malaysia.

Quan hệ hợp tác giữa VNDS và CIMB và khả năng sáp nhập của tập đoàn CIMB là những yếu tố tích cực có thể mang đến cho VNDS những khách hàng tổ chức và nguồn doanh thu mới trong tương lai, tuy nhiên, chi phí hoạt động nhiều khả năng cũng sẽ tăng theo.

CÁC TIN TỨC KHÁC

Trả cổ tức bằng tiền mặt lần đầu tiên trong ba năm

Ngày 22/5/2014, VNDirect đã chi trả cổ tức bằng 5% mệnh giá (500 đồng/cổ phiếu), tương đương 3,36% tỷ suất cổ tức. Sau hai năm không trả cổ tức bằng tiền mặt do thua lỗ gần 203 tỷ đồng năm 2011, năm 2013 VNDirect đã thoát lỗ lũy kế và trả cổ tức cho cổ đông từ thu nhập ròng. Bà Phạm Minh Hương - Chủ tịch HĐQT của VNDirect, đã khẳng định VNDS sẽ nỗ lực cân đối nguồn để có thể duy trì tỷ lệ trả cổ tức 10% cho cổ đông trong những năm tới.

Tiếp tục kế hoạch tăng vốn chủ sở hữu đề ra từ năm 2013

Tại Đại hội cổ đông năm 2013, ban giám đốc của VNDirect đã đặt kế hoạch tăng vốn chủ sở hữu thêm tối đa 1.500 tỷ thông qua việc phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu không chuyển đổi, 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, và 500 tỷ đồng cổ phiếu phổ thông. Tuy nhiên, cho đến nay công ty vẫn chưa thực hiện được phần nào của kế hoạch tăng vốn.

Do cơ cấu vốn vẫn chưa được giải tỏa, VNDirect đã quyết định tiếp tục triển khai lộ trình tăng vốn từ 1.000 tỷ lên tối đa 2.080 tỷ đồng cho đến cuối năm 2015. Nguồn vốn thu được sẽ được phân bổ cho các hoạt động cho vay margin, tự doanh, bảo lãnh phát hành và M&A trong tương lai. Kế hoạch chi tiết bao gồm:

- Phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với kỳ hạn trên 12 tháng, lãi suất dự kiến 5% cho các nhà đầu tư tổ chức, đối tác chiến lược và cổ đông hiện hữu.
- Phát hành 500 tỷ đồng cổ phiếu phổ thông cho cổ đông hiện hữu với giá phát hành không dưới mệnh giá 10.000 đồng, dự kiến phát hành trong năm 2014 hoặc 2015.
- Phát hành cổ phiếu ESOP với số lượng tối đa không quá 3% tổng số cổ phần của công ty tại thời điểm phát hành. Giá phát hành là 10.000 đồng/cổ phiếu và dự kiến phát hành trong năm 2014 hoặc 2015.
- Phát hành gần 5 triệu cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 20:1 cho cổ đông hiện hữu. Dự kiến phát hành trong năm 2014, được lấy từ lợi nhuận giữ lại và thặng dư vốn.

Tăng một lượng lớn vốn chủ có thể dẫn đến rủi ro pha loãng EPS và giảm tỷ lệ thu nhập trên vốn chủ (ROE) nếu nguồn vốn này không được sử dụng hiệu quả. Giả định lợi nhuận của VNDS không gia tăng sau khi công ty tăng 500 tỷ đồng vốn chủ trong năm 2014, lượng vốn tăng thêm này sẽ pha loãng EPS năm 2014 khoảng 15% và giảm tỷ lệ ROE còn 11%. Do đó việc xem xét mục đích, hiệu quả sử dụng vốn của VNDS và ước tính các giá trị gia tăng cho cổ đông là thiết yếu.

Chúng tôi giả định khoảng 75% nguồn vốn mới huy động sẽ được phân bổ cho hoạt động cho vay margin với lợi suất kỳ vọng là 14,8%, 25% còn lại sẽ được giữ dưới dạng tiền mặt và tương đương tiền (lợi suất 7%) nhằm phục vụ đầu tư ngắn hạn, dịch vụ bảo lãnh, và có thể là M&A. Trên cơ sở những dự đoán về giá trị giao dịch của toàn thị trường năm 2014 và 2015, lần lượt tăng 50% và 30%, và giả định về tăng trưởng thị phần của VNDS, chúng tôi cho rằng tăng trưởng cho vay margin của VNDS sẽ đạt 60% năm 2014 và 35% năm 2015. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính giá trị cho vay margin trong hai năm tới sẽ tăng khoảng 470 tỷ đồng. Do đó, nếu VNDS tăng vốn chủ trên 640 tỷ thì nhiều khả năng công ty sẽ phải phân bổ thặng dư vốn vào các công cụ có khả năng sinh lời thấp hơn (như tiền mặt) hoặc những hoạt động kinh doanh rủi ro hơn (như đầu tư ngắn hạn hay M&A). ROE của VNDS hiện tại là 12,28%, do đó chúng tôi cho rằng phần lớn nguồn vốn mới sẽ tạo ra giá trị cho cổ đông. Tuy nhiên, các nhà đầu tư cũng nên thận trọng với rủi ro pha loãng nếu VNDirect tăng vốn chủ trên 640 tỷ đồng trong hai năm tới.

Cho đến nay, chúng tôi vẫn chưa có thêm thông tin về các đợt phát hành cụ thể của VNDS.

Bán ba triệu cổ phiếu quỹ nhằm tăng vốn lưu động

VNDirect dự định bán 3.062.000 cổ phiếu quỹ trong tháng 7 này. VNDirect đã mua lượng cổ phiếu này năm ngoái với giá trung bình 10.010 đồng/cổ phiếu. Cổ phiếu của công ty đang có mức giá khoảng từ 16.000 đến 16.600 đồng, nếu giao dịch thành công, VNDirect sẽ bổ sung được khoảng 50 tỷ đồng vào vốn lưu động. Nguồn vốn bổ sung này sẽ thúc đẩy hoạt động cho vay ký quỹ và tăng thu nhập

lãi. Do lượng cổ phiếu quỹ VNDS dự định bán ra chỉ tương đương 3,2% tổng số cổ phiếu đang lưu thông trên thị trường, rủi ro pha loãng trong trường hợp này là không đáng kể.

THAY ĐỔI CÁC GIÁ ĐỊNH CHÍNH

Diễn biến gần đây

Trong báo cáo công ty lần đầu ngày 11/3 năm 2014, chúng tôi đã khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VND và giá mục tiêu ở mức 18.900 đồng/cổ phiếu. Tại thời điểm đó, giá cổ phiếu VND ở mức 16.000 đồng. Ngày 10/4/2014, cổ phiếu VND đạt đỉnh ở mức 19.800 đồng – cao nhất trong vòng 12 tháng, nhưng đã giảm mạnh chỉ còn 12.600 đồng sau một tháng. Kể từ đó, VND có chiều hướng tăng đều và chạm ngưỡng 16.300 ở thời điểm hiện tại. Giá cổ phiếu VNDS nhìn chung đã biến động cùng chiều nhưng với biên độ lớn hơn khá nhiều so với thị trường, và khá sát với sự biến động giá của các công ty chứng khoán tương đương.

Điều chỉnh giá định

VNDS đã đưa ra mục tiêu khá tham vọng cho năm 2014. Trong khi dường như không gặp khó khăn gì trong việc hoàn thành chỉ tiêu về doanh thu nhờ sự tăng trưởng mạnh của doanh số giao dịch thị trường, VNDS lại có vẻ đang gặp khó khăn trong việc kiểm soát chi phí để đạt được các mục tiêu về lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá VNDS có khả năng hoàn thành các mục tiêu của năm 2014.

Chỉ tiêu tài chính	2014	2013	Tăng
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	258,7	190	36%
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	67,1	57	18%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	191,6	133	44%
Số lượng nhân viên mỗi giới	250	166	51%

Ngoài ra, do kết quả hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam khả quan hơn so với kỳ vọng ban đầu, chúng tôi đã điều chỉnh lại một số giả định liên quan đến tốc độ tăng trưởng giá trị giao dịch thị trường. Cụ thể, tăng trưởng cho năm 2014 sẽ được điều chỉnh tăng từ 30% lên 50%. Kế hoạch tăng vốn trong hai năm 2014-2015 của VNDS theo chúng tôi là quá tham vọng, do đó chúng tôi dự đoán nguồn vốn chủ thực tế tăng thêm sẽ chỉ đạt một nửa so với kế hoạch. Chúng tôi cũng điều chỉnh giả định về chính sách trả cổ tức và cho rằng VNDS sẽ tiếp tục trả cổ tức trong vòng năm năm tới với tỷ lệ chi trả (cổ tức/thu nhập) bằng 40%.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Định giá

Giá mục tiêu của VNDS được điều chỉnh từ 18.900 còn 17.500 sau khi những thay đổi về giả định ở phần trước được cập nhật vào mô hình định giá. Chúng tôi sử dụng hai phương pháp để định giá cổ phiếu là phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp chỉ số giá giao dịch (P/E).

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng
Thu nhập thặng dư	17.095	80%
P/E	19.064	20%
Giá mục tiêu	17.489	

Phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư để xác định giá trị cổ phiếu VNDS ở mức 17.095 đồng/cổ phiếu. Các thông số khác của mô hình bao gồm:

- *Lãi suất phi rủi ro* được tính bằng trung bình lợi suất của Trái phiếu Chính phủ bằng đồng nội tệ kỳ hạn năm năm, tương đương với 7,0% (cập nhật ngày 24/7 năm 2014)
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường kỳ vọng* ở mức 15,0%
- *Beta* điều chỉnh của VNDS là 1,19
- *Chi phí vốn cổ phần* được ước tính là 16,5% dựa trên mô hình CAPM
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của thu nhập là tỷ lệ tăng trưởng ổn định được tính theo tỷ lệ ROE năm 2018 và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại từ năm 2014 đến 2018, tương đương với 11%.

	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận	174.169	191.689	247.824	333.300	426.634
Vốn chủ sở hữu	1.196.974				
Chi phí vốn	198.059	251.698	306.582	331.186	364.276
Thu nhập thặng dư	(23.890)	(60.009)	(58.759)	2.114	62.358
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,86	0,74	0,63	0,54	9,75
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(20.498)	(44.179)	(37.117)	1.146	608.095
Tổng thu nhập thặng dư dự tính	507.446				
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	1.196.974				
Giá trị VCSH	1.704.420				
Số lượng cổ phiếu	99.701.144				
Giá trị cổ phiếu	17.095				

Phân tích độ nhạy của hai yếu tố: (1) lợi suất kỳ vọng thị trường và (2) tốc độ tăng trưởng của giá trị giao dịch thị trường chứng khoán Việt Nam lên giá cổ phiếu:

		<i>Tốc độ tăng trưởng trung bình của giá trị giao dịch thị trường</i>				
		22%	24%	26%	28%	30%
Ke	14,2%	22.069	26.475	33.456	42.318	56.331
	15,4%	16.189	18.970	23.017	27.795	34.468
	16,6%	12.474	14.419	17.095	20.146	24.134
	17,7%	9.923	11.377	13.294	15.442	18.133
	18,9%	8.071	9.208	10.657	12.267	14.225

Phương pháp định giá theo thị trường

Hiện nay có trên 20 công ty chứng khoán đã niêm yết nhưng không phải công ty nào cũng có mô hình kinh doanh tập trung vào mảng môi giới và hạn chế tự doanh giống như VNDS. Chúng tôi đã chọn ra những công ty có mô hình kinh doanh tương tự như VNDS, bao gồm: HCM, SSI, BVS, và CTS. Các hệ số P/E và P/B của VNDS gần như ngang bằng với nhóm các công ty này. Hệ số P/E trung bình của nhóm tăng từ 11,1 lần trong báo cáo trước của chúng tôi lên 13,08 lần hiện tại. Do đó, nếu lấy hệ số P/E trung bình của nhóm làm tham chiếu và sử dụng EPS dự phóng của VNDS trong năm 2014 là 1.457 đồng để tính toán thì chúng tôi định giá cổ phiếu của VNDS ở mức 19.064 đồng.

	VNDS	TB	HCM	SSI	BVS	CTS
Gía đóng cửa (VND)	15.200		34.000	25.500	12.200	8.300
Vốn hóa	69,43	174,29	203,83	421,43	41,51	30
P/E	13,83	13,08	11,53	20,67	9,77	10,36
P/S	4,57	5,87	5,75	9,67	3,60	4,47
P/B	1,21	1,23	1,89	1,65	0,69	0,70
OPM 12M	50,96	54,50	60,61	47,38	55,50	N/A
PM 12M	47,38	51,08	45,19	59,99	55,22	43,94
ROA 12M	4,93	6,26	10,05	4,78	4,91	5,31
ROE 12M	8,87	9,78	16,95	8,03	7,36	6,76

Nguồn: Bloomberg

Khuyến nghị

Nhìn chung, với thể mạnh ở hoạt động môi giới, nền tảng công nghệ có khả năng cạnh tranh cao, kết quả hoạt động kinh doanh Quý 1 và 6 tháng đầu năm tương đối khả quan, và mối quan hệ hợp tác với CIMB, chúng tôi cho rằng VNDS có khả năng đạt được mức tăng trưởng cao hơn so với các công ty cùng quy mô trong vòng năm năm tới.

Cổ phiếu của VNDS hiện đang giao dịch ở mức giá 15.200 đồng, thấp hơn giá mục tiêu chúng tôi đặt ra 15,1%. Cùng với lợi suất cổ tức kỳ vọng 3,6%, chúng tôi nhận định tỷ suất lợi lãi suất kỳ vọng cho VND trong 12 tháng tới sẽ đạt 18,7%. Chính vì vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VNDS tại thời điểm công bố báo cáo cập nhật này.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu VND đã giảm từ mức giá 15.900 đồng/cổ phiếu trong tháng tư về mức giá thấp nhất là 11.200 đồng/cổ phiếu vào ngày 13 tháng 5. Sau khi tạo đáy tại khu vực này, cổ phiếu VND đã bước vào một giai đoạn từ từ đi lên đỉnh 17.300 đồng/cổ phiếu ngày 7/7. Hiện cổ phiếu này đang có tích lũy tốt và đi ngang trong khoảng 16.000 đến 17.000, vượt ngưỡng hỗ trợ 15.700 hình thành bởi đường MA50 và MA 100. Khối lượng giao dịch hiện tại đang ở mức thấp hơn đường MA10 càng củng cố cho giai đoạn tích lũy này.

Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu VND trong báo cáo cập nhật lần này

Mã chứng khoán	MBB
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	17.300
Giá thấp nhất trong 3 tháng	11.200
Đường MA50	15.500
Đường MA100	15.700
Ngưỡng kháng cự trung hạn	17.300
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	15.700
Khuyến nghị	NĂM GIỮ

Đơn vị: đồng/cổ phiếu



KẾT QUẢ HĐKD (triệu đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu							
Doanh thu hoạt động môi giới	61.981	82.634	179.015	231.463	299.277	386.959	500.330
Doanh thu cho vay ký quỹ	44.269	51.632	102.141	133.900	166.015	261.065	337.552
Doanh thu hoạt động tự doanh	32.114	62.116	71.006	99.056	134.614	168.267	210.268
Thu nhập lãi tiền gửi	100.969	63.664	55.612	77.856	101.213	126.517	158.146
Doanh thu khác	1.544	2.574	2.703	2.838	2.980	3.129	3.285
Tổng doanh thu	240.877	262.619	410.476	545.113	704.099	945.937	1.209.580
Chi phí hoạt động kinh doanh	96.983	47.279	123.143	163.534	211.230	283.781	362.874
Lợi nhuận gộp	143.894	215.340	287.333	381.579	492.869	662.156	846.706
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>60%</i>	<i>82%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>
Chi phí							
Chi phí quản lý doanh nghiệp	55.946	75.437	92.461	120.223	156.312	221.399	285.858
Lợi nhuận khác	533	1.108	-	-	-	-	-
Khấu hao	9.843	8.007	10.158	16.055	19.712	15.085	16.537
Lợi nhuận trước thuế	78.638	133.005	184.714	245.301	316.844	425.672	544.311
<i>Biên lợi nhuận hoạt động</i>	<i>33%</i>	<i>51%</i>	<i>45%</i>	<i>45%</i>	<i>45%</i>	<i>45%</i>	<i>45%</i>
Tổng chi phí thuế	-	8.578	10.678	53.966	69.706	93.648	119.748
Lợi nhuận sau thuế	78.638	124.427	174.037	191.335	247.139	332.024	424.563
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	<i>33%</i>	<i>47%</i>	<i>42%</i>	<i>35%</i>	<i>35%</i>	<i>35%</i>	<i>35%</i>

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản							
Tiền và tương đương	974.318	1.115.372	1.782.204	1.999.866	2.266.461	3.024.698	3.324.370
Đầu tư ngắn hạn	335.384	360.622	500.506	698.602	910.920	1.138.650	1.423.313
Phải thu ngắn hạn	265.184	383.836	690.139	904.729	1.121.722	1.450.363	1.875.289
Tài sản ngắn hạn khác	2.257	10.041	8.033	6.025	4.016	2.008	-
Tổng tài sản ngắn hạn	1.577.144	1.869.870	2.980.881	3.609.221	4.303.120	5.615.719	6.622.972
Tài sản cố định	48.941	60.192	55.035	40.255	30.300	16.710	11.618
Đầu tư dài hạn	75	1.950	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	8.800	12.365	19.525	28.784	40.755	56.233	76.247
Tổng tài sản dài hạn	57.817	74.507	74.561	69.039	71.055	72.944	87.864
Tổng tài sản	1.634.960	1.944.377	3.055.442	3.678.261	4.374.175	5.688.663	6.710.837
Nợ phải trả							
Phải trả ngắn hạn	599	593	653	718	790	869	956
Vay và nợ ngắn hạn	-	133.299	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	531.010	613.511	1.533.779	1.825.197	2.372.756	3.487.951	4.255.300
Tổng nợ ngắn hạn	531.609	747.404	1.534.431	1.825.915	2.373.546	3.488.820	4.256.256
Nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả	531.609	747.404	1.534.431	1.825.915	2.373.546	3.488.820	4.256.256
Vốn chủ sở hữu							
VCSH và vốn khác	1.094.990	1.094.990	1.294.990	1.494.990	1.494.990	1.494.990	1.494.990
Lợi nhuận sau thuế giữ	(10.413)	101.422	225.459	356.794	505.078	704.292	959.029
Quỹ khác thuộc VCSH	18.775	562	562	562	562	562	562
Tổng vốn chủ sở hữu	1.103.351	1.196.974	1.521.011	1.852.346	2.000.629	2.199.843	2.454.581
Tổng nguồn vốn	1.634.960	1.944.377	3.055.442	3.678.261	4.374.175	5.688.663	6.710.837

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận ròng	78.638	124.427	174.037	191.335	247.139	332.024	424.563
Khấu hao	9.843	4.352	10.158	16.055	19.712	15.085	16.537
Thay đổi vốn lưu động	286.676	-	(306.244)	(214.525)	(216.921)	(328.562)	(424.839)
Các điều chỉnh khác	(33.289)	(11.901)	915.115	284.168	537.596	1.101.725	749.344
Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh	341.868	116.878	793.065	277.033	587.526	1.120.272	765.605
(Mua sắm TSCĐ) loại trừ thu nhập bán	(15.745)	(15.603)	(5.000)	(1.275)	(9.757)	(1.496)	(11.444)
(Tăng hoạt động đầu tư)	(5)	(27.113)	(137.934)	(198.096)	(212.318)	(227.730)	(284.663)
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	1.497	(42.716)	(142.934)	(199.372)	(222.075)	(229.226)	(296.107)
(Trả cổ tức)	-	-	(49.999)	(59.999)	(98.855)	(132.810)	(169.825)
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-	133.299	(133.299)	-	-	-	-
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tăng (giảm) vốn cổ phần	-	(18.213)	200.000	200.000	-	-	-
Hoạt động tài chính khác	-	(1)	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	-	115.085	16.701	140.001	(98.855)	(132.810)	(169.825)
Tiền và tương đương tiền (đầu kỳ)	630.954	974.318	1.115.372	1.782.204	1.999.866	2.266.461	3.024.698
Thay đổi tiền trong năm	343.364	189.247	666.832	217.662	266.596	758.236	299.673
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	974.318	1.163.565	1.782.204	1.999.866	2.266.461	3.024.698	3.324.370

Hướng dẫn Khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +10%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Barry David Weisblatt

Giám đốc Điều hành - Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc - Vi mô và Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Phạm Liên Hà, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
hapl@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418