

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH (HSX - HCM)

Ngày 18 tháng 06 năm 2015

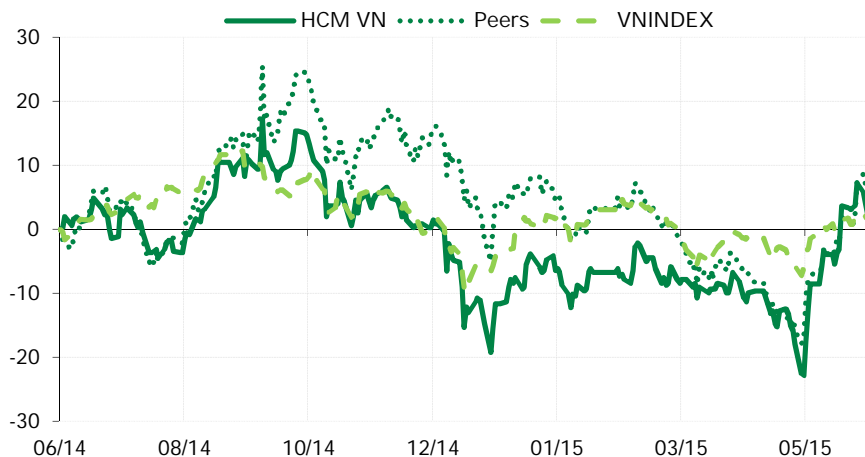
Báo cáo cập nhật: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (18/06/2015):	Đồng	33.700
Giá mục tiêu:	Đồng	33.800
Khuyến nghị ngắn hạn:	NĂM GIỮ	
Ngưỡng kháng cự:	Đồng	39,800
Ngưỡng hỗ trợ:	Đồng	32,500
Mã Bloomberg: HCM VN	SGD:	HSX
Ngành:	Chứng khoán	
Beta:		1,31
Giá cao nhất/ thấp nhất 52 tuần (đồng)		41.900/25.100
Lượng CP lưu hành (triệu)		127,2
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		4.286
Tỷ lệ CP lưu hành tự do (%)		38
KLDGBQ 12 tháng		684.900
Sở hữu nước ngoài (%)		48,99
Năm	Cổ tức (đồng)	EPS (đồng)
2016F	1.200	2.942
2015F	1.200	2.220
2014	2.100	2.956
2013	2.000	2.241
	2009-14 CAGR	2015F (tỷ đồng)
Doanh thu	11,09%	671
LN ròng	6,22%	282
	2015-20 CAGR	
		26,99%
		28,10%
	HSC	Ngành
P/E	14,18	1,08
P/B	1,80	11,75
ROE (%)	12,80	9,48
	VNI	
	12,52	1,77
		14,91

Giới thiệu công ty:

- Chính thức hoạt động với số vốn ban đầu là 50 tỷ đồng năm 2003. Năm 2009 HSC niêm yết trên sàn HSX.
- Cuối Q1/2015, tổng tài sản đạt 2.914 tỷ đồng, và tổng vốn chủ sở hữu đạt 2.380 tỷ đồng.
- HSC có bốn mảng hoạt động chính: Môi giới, Nghiên cứu, Ngân hàng đầu tư và Đầu tư tài chính.



Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NĂM GIỮ** với mức giá mục tiêu là 33.800 đồng dựa trên những luận điểm sau:

- ❖ **HSC ghi nhận tăng trưởng mạnh trong năm 2014 nhưng kết quả Q1/2015 không mấy khả quan.** Thị phần môi giới của HSC giảm tại cả hai sàn giao dịch trong Q1/2015, với tổng thị phần giảm còn 10% từ 10,6% năm 2014.
- ❖ **Tuy nhiên, chúng tôi dự báo hoạt động giao dịch thị trường sẽ sôi động hơn trong 5 năm tới, dựa trên:**
 - Điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định
 - Nghị định 42 và sự phát triển của các sản phẩm mới,
 - Đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước,
 - Tri hoãn Thông tư 210,
 - Dự thảo sửa đổi Thông tư 74.
- ❖ **Nới room sở hữu nước ngoài:** có khả năng nới room hoàn toàn cho các công ty chứng khoán vào cuối năm 2015, nhờ vậy sẽ mở ra nhiều lựa chọn hơn cho các nhà đầu tư nước ngoài và tăng thanh khoản thị trường.
- ❖ **HSC tăng thị phần khi ngành chứng khoán được cơ cấu lại,** theo kế hoạch của Chính phủ, đến năm 2020, tổng số các công ty chứng khoán sẽ giảm từ 85 vào năm 2014 xuống còn 30 công ty. Thị trường theo đó sẽ trở thành sân chơi của những “ông” lớn như HSC.
- ❖ **Mức thặng dư của chỉ số P/B hiện tại khá hợp lý dựa trên diễn biến giá trong quá khứ.** Trong quá khứ, cổ phiếu HSC được giao dịch ở mức 56% cao hơn các công ty cùng ngành dựa trên chỉ số P/B, và hiện tại ở mức 65% nhờ hoạt động thị trường tích cực và vị thế đầu ngành của công ty trên thị trường.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối

MỤC LỤC

Tổng quan thị trường	3
Thanh khoản thị trường giảm trong 5T2015 nhưng kỳ vọng sẽ hồi phục trong nửa cuối năm	3
Mặt bằng lãi suất có dấu hiệu tăng nhẹ	3
Những thay đổi pháp lý sắp tới	4
Kết quả kinh doanh của HSC năm 2014 và Q1/2015	6
Thay đổi pháp lý và những tác động tích cực tới HSC	10
Kế hoạch kinh doanh 2015 và dự phóng của VPBS	11
Định giá và khuyến nghị	13
Diễn biến gần đây	13
Định giá	13
Phân tích kỹ thuật	16
Phụ lục – Dự phóng của VPBS	17
LIÊN HỆ	19

Tổng quan thị trường

Thanh khoản thị trường giảm trong 5T2015 nhưng kỳ vọng sẽ hồi phục trong nửa cuối năm

Thanh khoản thị trường được kỳ vọng sẽ hồi phục trong nửa cuối năm 2015.

Trong năm tháng đầu năm 2015, tổng giá trị giao dịch thị trường trên cả hai sàn giao dịch đạt xấp xỉ 209.950 tỷ đồng, giảm 34,4% so với cùng kỳ năm ngoái. Đây là động thái trái chiều so với kết quả năm ngoái. Tổng giá trị giao dịch tại cả hai sàn HSX và HNX đạt 732.590 tỷ đồng năm 2014, tăng tới 119% so với cùng kỳ. Cụ thể, giá trị giao dịch thị trường tại sàn HSX tăng 109% và giá trị giao dịch tại sàn HNX tăng 154%. Hầu hết các công ty chứng khoán đều hưởng lợi từ việc thanh khoản thị trường tăng cao, thể hiện qua sự cải thiện đáng kể trong doanh thu môi giới và tự doanh. Tuy nhiên, giá trị giao dịch của thị trường được kỳ vọng sẽ có những tín hiệu tích cực vào nửa cuối năm 2015, vì vậy thị trường sẽ có xu hướng đi ngang trong năm 2015. Mặc dù những ảnh hưởng tiêu cực của Thông tư 36 đã bùng nổ vào cuối năm 2014 và vẫn tiếp tục kìm hãm thị trường trong 5T2015, tuy nhiên vẫn có những yếu tố được kỳ vọng sẽ thay đổi thị trường trong nửa cuối năm 2015, cụ thể như (1)

- ❖ Ban hành nghị định nới room cho nhà đầu tư nước ngoài (NĐTTN)
- ❖ Sửa đổi Thông tư 74 cho phép mua bán cùng một cổ phiếu trong ngày qua đó thu hút vốn cho thị trường chứng khoán Việt Nam
- ❖ Hoàn thành cổ phần hóa 395 doanh nghiệp nhà nước (DNNN) (trong số đó, 43 doanh nghiệp đã được cổ phần hóa tính đến nay), qua đó có khả năng sẽ tăng nguồn cung và thanh khoản thị trường
- ❖ Ra mắt các sản phẩm tài chính mới và
- ❖ Trì hoãn việc sửa đổi Thông tư 210.

Mặt bằng lãi suất có dấu hiệu tăng nhẹ

Thu nhập lãi tăng do lãi suất tại các kỳ hạn đều tăng trong khi các công ty chứng khoán sẽ hoạt động kém tích cực hơn trong việc mua bán TPCP trong năm nay

Đầu năm 2015, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã khẳng định rằng trong năm 2015, NHNN sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất nếu điều kiện cho phép, tuy nhiên, việc duy trì lãi suất ổn định như trong năm 2014 sẽ khá khó khăn khi nền kinh tế đang phục hồi. Với mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2015 từ 6% đến 6,2%, áp lực tăng lãi suất là không thể tránh khỏi. Thực tế, trong quý 1 năm 2015, lợi suất trái phiếu nhìn chung đã giảm nhẹ tại tất cả các kỳ hạn, đặc biệt là trung hạn và dài hạn. Tuy nhiên, vào cuối tháng 3 năm 2015, lợi suất TPCP tại tất cả các kỳ hạn đều tăng, lợi suất ngắn hạn thậm chí đã tăng bật trở lại mức trước đây vào đầu tháng 1, trong khi lợi suất trung và dài hạn tăng chậm hơn. Lợi suất trái phiếu tính tới thời điểm hiện tại:

Kỳ hạn	Lãi suất	% thay đổi
1 năm	4.99%	+0.24%
2 năm	5.36%	+0.36%
3 năm	5.61%	+0.41%
5 năm	6.04%	-0.19%
7 năm	6.40%	-0.43%
10 năm	6.74%	-0.54%
15 năm	7.65	-0.15%

Các công ty chứng khoán đã bán các khoản đầu tư trái phiếu để chốt lãi trong Q2 và Q3/2014 khi lợi suất trái phiếu chính phủ giảm mạnh tại tất cả các kỳ hạn. Chúng tôi dự kiến trong năm 2015, hoạt động mua bán TPCP sẽ không sôi động như năm ngoái. Mặt khác, thu nhập lãi của một số công ty chứng khoán sẽ tăng nhẹ.

Những thay đổi pháp lý sắp tới

Hoãn sửa đổi Thông tư 210 và những tác động tích cực tới thị trường chứng khoán

Đầu năm 2015, Bộ Tài chính đã ban hành dự thảo sửa đổi Thông tư 210, và chúng tôi chờ ý kiến của thị trường. Theo bản dự thảo, ngoài những điều chỉnh khác, hoạt động huy động vốn và sử dụng nguồn vốn của các công ty chứng khoán sẽ được thắt chặt (Xin xem thêm Báo cáo Triển vọng Thị trường Quý I/2015 của chúng tôi). Những sửa đổi này, nếu được chấp thuận sẽ có tác động tích cực lâu dài, tăng cường năng lực tài chính và nâng cao hiệu quả cũng như tính minh bạch trong hoạt động của các công ty chứng khoán. Tuy nhiên trong ngắn hạn, những sửa đổi này có thể làm giảm khả năng huy động vốn của các công ty chứng khoán, do đó, sẽ hạn chế khả năng tăng trưởng và cho vay ký quỹ của các công ty này đối với thị trường.

Việc sửa đổi Thông tư 210 mới đây đã được trì hoãn do Chính phủ muốn hỗ trợ và đẩy nhanh quá trình cổ phần hóa của các DNNN. Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán vẫn chưa cho thấy những dấu hiệu tích cực mạnh mẽ. Vì vậy nếu Thông tư 36 và sửa đổi Thông tư 210 được áp dụng cùng lúc, tác động cộng hưởng của hai Thông tư này sẽ kìm hãm sự phát triển của thị trường. Chúng tôi kỳ vọng một số lượng lớn các DNNN sẽ được niêm yết trong năm 2015 (43 doanh nghiệp đã được cổ phần hóa trong 5T2015), hỗ trợ tăng thanh khoản thị trường và tăng thu nhập từ vốn cho các công ty chứng khoán.

Cải cách thị trường – vấn đề nới room và thị trường chứng khoán phái sinh

Chính phủ sẽ nới room sở hữu của NĐTNN (FOL) cho một số ngành ở các mức độ khác nhau, trong đó, có khả năng mở room hoàn toàn cho các công ty chứng khoán vào cuối năm nay, tuy nhiên, vẫn chưa có thời hạn cụ thể. Room của 14 trong số 50 cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường lớn nhất hiện đã đầy nên hiện các quỹ đầu tư nước ngoài có ít lựa chọn. Trên thực tế, một số quỹ phải trả mức giá cao để mua một số mã cổ phiếu; tuy nhiên hầu hết các quỹ không muốn phải mua ở giá cao này.

Việc nới room hoàn toàn cho NĐTNN có thể không được ủng hộ trừ phi việc này được thực hiện song song với sự ra đời của các chứng nhận lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR). Đây là giải pháp tốt nhất có thể giúp giải quyết vấn đề tiếp cận của NĐTNN mà không làm mất kiểm soát đối với các doanh nghiệp trong các ngành chủ chốt của nền kinh tế. HSX đã thành lập tổ công tác nhằm xây dựng khung hoạt động và đề xuất áp dụng NVDR tại Việt Nam. NVDR có khả năng sẽ ra mắt vào năm 2017, theo đó tạo tiền đề để MSCI nâng hạng thị trường Việt Nam từ thị trường cận biên thành thị trường mới nổi, và từ đó tiếp tục tăng thanh khoản thị trường.

Việc hoãn thông tư 210 sẽ đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa DNNN, và tăng thanh khoản thị trường

Một số công ty chứng khoán đang chạy nước rút để tăng vốn điều lệ, đạt tiêu chuẩn tham gia thị trường chứng khoán phái sinh

Theo Nghị định số 42/2015/NĐ-CP hướng dẫn về chứng khoán phái sinh, thị trường chứng khoán phái sinh được Nhà nước quản lý sẽ bắt đầu hoạt động từ năm 2016 và sẽ theo sát các chuẩn mực quốc tế. Chứng khoán phái sinh được giao dịch trên thị trường chứng khoán phái sinh, bao gồm: hợp đồng tương lai, hợp đồng quyền chọn niêm yết, hợp đồng kỳ hạn dựa trên tài sản cơ sở là chứng khoán giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán và các chứng khoán phái sinh niêm yết, giao dịch thỏa thuận khác dựa trên tài sản cơ sở là chứng khoán giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán. Một số sản phẩm sẽ được ra mắt vào năm 2016, gồm có hợp đồng tương lai và quyền chọn chỉ số (VN30 và NHX30), và hợp đồng tương lai trái phiếu. Đây được xem như những bước tiếp theo để hoàn thành việc cơ cấu thị trường tài chính, hỗ trợ sự phát triển của thị trường chứng khoán và trái phiếu, củng cố vai trò của thị trường chứng khoán, đa dạng hóa các sản phẩm cung cấp, nâng cao tính cạnh tranh và hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam và thu hút dòng vốn đầu tư từ NĐTNN cũng như giải quyết vấn đề thiếu hụt room cho khối ngoại.

Về điều kiện gia nhập thị trường chứng khoán phái sinh, các công ty chứng khoán phải có vốn điều lệ từ 600 tỷ đồng trở lên với hoạt động tự doanh, 800 tỷ đồng trở với hoạt động môi giới và tự doanh. Ngoài ra, tổ chức kinh doanh cần đáp ứng các yêu cầu về lợi nhuận, tỷ lệ vốn khả dụng, và các điều kiện khác theo hướng dẫn của Bộ tài chính. Các công ty chứng khoán và ngân hàng thương mại có thể đăng ký trở thành thành viên của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam. Yêu cầu vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu đối với các công ty chứng khoán vào khoảng 900 tỷ đồng trở lên khi đăng ký làm thành viên bù trừ trực tiếp, VND1.200 tỷ đồng trở lên khi đăng ký làm thành viên bù trừ chung. Với những yêu cầu về mặt kỹ thuật nói trên, SSC dự kiến sẽ có 15 đến 20 công ty chứng khoán đạt yêu cầu để tham gia thị trường chứng khoán phái sinh trong thời gian tới.

Một loạt công ty chứng khoán đã bắt đầu chạy nước rút trong năm 2015, trong ĐHCĐ 2015, nhiều công ty chứng khoán đã tuyên bố kế hoạch tăng vốn điều lệ trong năm nay, không ngoài mục đích chuẩn bị để tham gia thị trường chứng khoán phái sinh. Những công ty chứng khoán nhỏ có khả năng sẽ phải đứng ngoài cuộc chơi này. BVS dự kiến sẽ nâng vốn điều lệ thêm 1.000 tỷ đồng, Công ty chứng khoán Vietinbank, VCBS, Chứng khoán Techcombank, SHS cũng đang trong quá trình tăng vốn trong năm 2015.

Sửa đổi Thông tư 74: T+2 và T+0 cho cổ phiếu trong chỉ số VN30 và HNX30

Bản dự thảo thông tư thay thế Thông tư 74 sẽ tăng thanh khoản cho thị trường chứng khoán thông qua việc giảm thời gian giao dịch cho một số cổ phiếu nhất định. Cổ phiếu được phép mua và bán trong cùng một ngày phải thuộc chỉ số VN30 hoặc HNX30. Các công ty chứng khoán phải đạt một số yêu cầu để đủ điều kiện cung cấp dịch vụ này, gồm có: vốn điều lệ tối thiểu là 800 tỷ đồng, đã trích lập dự phòng theo quy định; không ghi nhận lỗ trong hai năm gần đây; tỷ lệ vốn khả dụng tối thiểu đạt 220% liên tục trong 12 tháng trước thời điểm nộp hồ sơ báo cáo về việc đăng ký môi giới giao dịch mua bán trong ngày và không đang trong quá trình hợp nhất, sáp nhập, giải thể hoặc đang trong tình trạng kiểm soát, kiểm soát đặc biệt, đình chỉ hoặc tạm ngừng hoạt động theo quyết

Những cải cách của thị trường sẽ thúc đẩy thanh khoản thị trường cũng như thu hút thêm nguồn vốn vào thị trường chứng khoán Việt Nam

định của cơ quan có thẩm quyền. Thị trường kỳ vọng Thông tư này sẽ được ban hành vào cuối năm 2015. Nếu thông tư này có hiệu lực, sẽ có khoảng 12 công ty chứng khoán đủ điều kiện để cung cấp dịch vụ này, cụ thể là VPBS, MBKE, TCBS, MBS, ACBS, VND, KLS, AGRISECO, SHS, SBS và SSI.

Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước

Tổng số các DNNN đã giảm từ 12.000 doanh nghiệp năm 1990 xuống còn 5.600 doanh nghiệp cho tới nay nhờ dự án tái cấu trúc của Chính phủ. Trong số đó, có khoảng 800 doanh nghiệp vẫn thuộc diện Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ, số còn lại đã được cổ phần hóa một phần. Hiện tại, quá trình cổ phần hóa đã có sự tham gia của nhiều DNNN lớn như Việt Nam Airlines, Petro Việt Nam, Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex) và một số doanh nghiệp khác.

Năm 2015, 395 DNNN đã hoàn thành quá trình cổ phần hóa. Bên cạnh đó, 109 doanh nghiệp cổ phần hóa giai đoạn 2016 – 2020 cũng đã được Thủ tướng chính phủ phê duyệt. Trong năm tháng đầu năm 2015, 43 doanh nghiệp đã được cổ phần hóa và một số doanh nghiệp sẽ được niêm yết vào cuối năm 2015, bao gồm cả những doanh nghiệp lớn như Vietnamairlines, Mobiphone và các doanh nghiệp khác. Theo Công văn số 123/TB-OG, 82 doanh nghiệp đã thành lập ban chỉ đạo cổ phần hóa cần phải nhanh chóng xác định giá trị doanh nghiệp trong Q2/2015, công bố giá trị doanh nghiệp trong Q3/2015 để hoàn thành quá trình cổ phần hóa trong Q4/2015. Hiện nay có 126 doanh nghiệp đang xác định giá trị doanh nghiệp, phấn đấu để hoàn thành cổ phần hóa trong Q3/2015. Bên cạnh đó, có 52 doanh nghiệp đã công bố giá trị doanh nghiệp và sẽ hoàn thành cổ phần hóa vào Q2/2015.

Kết quả kinh doanh của HSC năm 2014 và Q1/2015

Vi thế thị trường

Tính tới cuối năm 2014, HSC đã để mất vị trí dẫn đầu của mình trên cả hai sàn HSX và HNX về tay đối thủ mạnh nhất là Công ty Chứng khoán Sài Gòn (SSI), đạt 10,6% thị phần môi giới, thấp hơn kế hoạch cả năm là 11,6% và thấp hơn một bậc so với năm 2013. Cuộc chiến thị phần môi giới quyết liệt trong năm 2014 gần như chỉ phụ thuộc vào việc công ty nào có nhân sự môi giới mạnh nhất trên thị trường. HSC luôn dẫn đầu thị phần khách hàng tổ chức nước ngoài tại Việt Nam, chiếm khoảng 1/3 phân khúc này. Tuy nhiên năm 2014, thị phần của công ty đã giảm từ 32,1% vào năm 2013 xuống còn 28,5% vào năm 2014 do cuộc đua khốc liệt giữa các công ty trong ngành.

Trong 5T2015, 43 doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa và một số sẽ được niêm yết vào cuối năm 2015. Cuối năm, 395 doanh nghiệp được yêu cầu phải hoàn thành cổ phần hóa.

Thị phần	2013	2014	Q1/2015	Kế hoạch 2015
Theo sàn giao dịch				
HSX	13,2%	11,7%	11,04%	
HNX	9,2%	7,9%	7,29%	
HSX+HNX	12,2%	10,6%	10,0%	11,1%
Theo phân loại khách hàng				
KH cá nhân	7,5%	7,4%	6,5%	8,0%
KH tổ chức	4,5%	3,0%	3,4%	3,1%
Thị phần khách hàng tổ chức nước ngoài tại Việt Nam				
Thị phần KH tổ chức nước ngoài tại Việt	32,1%	28,5%	27%	30%

Trong Q1/2015, thị phần HSC đã giảm tại cả hai sàn giao dịch, đạt tổng cộng 10%, duy trì vị trí thứ hai trên sàn HSX và rớt xuống vị trí thứ ba trên sàn HNX. Thị phần môi giới khách hàng cá nhân của HSC tiếp tục giảm mạnh. Điều này có thể được lý giải như sau:

- Khởi đầu năm 2015 khá khó khăn đối với HSC vì tổng giá trị giao dịch thị trường giảm trong khi các đối thủ cạnh tranh trong Top 5 đều đạt mục tiêu rất cao trong năm nay. Cụ thể:
 - ✓ VNDS đặt mục tiêu thị phần môi giới 6,5% và sẽ tăng tổng số nhân viên môi giới lên 500 nhân viên. VNDS sẽ phát hành riêng lẻ cổ phiếu không chuyển đổi với tổng giá trị 500 tỷ đồng để tập trung cho hoạt động cho vay ký quỹ.
 - ✓ MBS cũng đặt mục tiêu cao hơn là 6,5% thị phần môi giới (tăng so với năm ngoái là 4,86%) để vào Top 5 của thị trường. Công ty này cũng sẽ phát hành 1.000 tỷ đồng trái phiếu trong năm 2015.
 - ✓ Thêm vào đó, để cạnh tranh thị phần, một số công ty chứng khoán đã vượt hạn mức cho vay ký quỹ là 50%, khiến cho cuộc cạnh tranh này không hề dễ dàng.
- Mặc dù HSC đã tuyên bố trong ĐHCĐ sẽ cắt lãi suất cho vay ký quỹ từ 15% năm 2014 xuống còn 12,5% năm 2015, mức lãi suất thực sự được công bố trên website vẫn là 14,4%, cao hơn SSI là 14% và một số các đối thủ khác như VPBS và VCBS là 13,5%.

Chúng tôi dự kiến HSC sẽ hoàn thành mục tiêu thị phần của mình trong điều kiện thuận lợi cũng như quyết tâm của công ty trong việc đầu tư vào môi giới và những chính sách cho vay ký quỹ.

Kết quả kinh doanh

Tương tự như hầu hết các công ty chứng khoán khác, HSC ghi nhận kết quả tốt trong năm 2014. Doanh thu của HSC năm 2014 đạt 831,1 tỷ đồng, tăng 31% so với năm trước, vượt chỉ tiêu cả năm 12%, trong đó, thu nhập từ lãi, cho vay ký quỹ và tự doanh ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất, còn dịch vụ môi giới, cho vay ký quỹ và tự doanh đóng góp nhiều nhất vào tổng doanh thu năm 2014.

	2014	2013	% tăng trưởng	Q1/2015	% Hoàn thành
Doanh thu	831.135	634.760	31%	130.378	17%
Môi giới	299.432	199.104	50%	51.528	12%
Cho vay ký quỹ và tạm ứng	248.786	155.821	60%	5.867	3%
Hoạt động tự doanh	194.425	152.919	27%	16.422	25%
Thu nhập lãi	67.241	90.727	-26%	51.475	98%
Tư vấn	12.362	16.399	-25%	2.856	11%
Khác	8.889	19.790	-55%	2.229	33%
Chi phí hoạt động	349.692	260.049	34%	70.748	19%
Lợi nhuận khác	4	718	-99%	-	
Lợi nhuận trước thuế	481.447	375.428	28%	59.647	14%
Lợi nhuận ròng	376.152	282.174	33%	46.584	14%
EPS	2.956	2.241	32%	366	

Tuy nhiên, khi thanh khoản toàn thị trường giảm, doanh thu của HSC trong Q1/2015 cũng giảm theo. Trong Q1/2015, tổng doanh thu đạt 130,4 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 17% mục tiêu cả năm. Doanh thu của HSC giảm 42% so với cùng kỳ năm ngoái là do mức tăng trưởng âm của một số thành phần cấu thành, trong khi chi phí chỉ giảm chỉ nhẹ 2,2%. Vì vậy lợi nhuận thuần đã giảm tới 61% so với cùng kỳ năm ngoái.

Dịch vụ môi giới

Môi giới luôn là lĩnh vực trọng tâm cốt lõi của HSC, và năm nay dịch vụ môi giới tiếp tục đóng góp nhiều nhất (36%) vào tổng doanh thu với hơn 299 tỷ đồng, tăng 50% so với năm ngoái, hoàn thành 97% kế hoạch cả năm. Kết quả này một phần do tổng khối lượng giao dịch toàn thị trường năm 2014 đã tăng lên gấp đôi và HSC đã không thành công trong việc duy trì vị thế dẫn đầu của mình.

Tính đến cuối năm 2014, thị phần môi giới của HSC xếp thứ hai trên sàn HSX (11,7%) và xếp thứ hai trên sàn HNX (7,9%).

Năm 2015, kết quả có phần kém tích cực hơn vì thanh khoản toàn thị trường giảm, với tổng khối lượng giao dịch của thị trường trong Q1/2015 giảm 27% so với cùng kỳ năm ngoái. Kết quả là doanh thu môi giới cũng giảm 25% xuống còn 51,5 tỷ đồng trong Q1/2015, hoàn thành 12,4% mục tiêu cả năm. Mảng kinh doanh này vẫn tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn nhất (32,4%) vào tổng doanh thu. So với các đối thủ cạnh tranh, SSI với doanh thu môi giới 61,7 tỷ đồng, kết quả của HSC dường như khá khiêm tốn. Như đã đề cập ở trên, lãi suất cho vay ký quỹ hiện tại của HSC vẫn khá cao, và trở nên kém hấp dẫn hơn cho các khách hàng hiện tại và tiềm năng.

Cho vay ký quỹ

Tương tự hoạt động môi giới, hoạt động cho vay ký quỹ có mối tương quan chặt chẽ với hoạt động giao dịch của thị trường. Năm 2014, tổng doanh thu từ cho vay ký quỹ đạt hơn 249 tỷ đồng, tăng 60% so với năm ngoái, chiếm 30% tổng doanh thu và vượt kế hoạch cả năm 28%. Cho vay ký quỹ năm 2014 trung bình đạt 1.645 tỷ đồng, tăng 85% so với năm ngoái nhờ nhu cầu vay ký quỹ của các

nhà đầu tư gia tăng khi giá trị giao dịch thị trường tăng gấp đôi so với năm ngoái. Lãi suất trung bình giảm xuống còn 15%/năm so với mức 16,9%/năm vào năm 2013 vì lãi suất toàn thị trường cũng như lãi suất cho vay ký quỹ trong ngành đều giảm.

Theo điều 13 của Quyết định số 637 của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), quy định về hoạt động cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán, tỷ lệ số dư cho vay ký quỹ trên tổng vốn chủ sở hữu phải thấp hơn 200%. Đến cuối Q1/2015, số dư cho vay ký quỹ và tạm ứng của HSC đạt hơn 1.172 tỷ đồng, giảm 15% so với đầu năm, và tương đương với 98,5% tổng vốn chủ sở hữu, vì vậy HSC vẫn còn dư địa cho hoạt động cho vay ký quỹ.

HSC cho biết, là một công ty chứng khoán dẫn đầu, HSC có thể duy trì vay vốn từ một số ngân hàng đã từ lâu là đối tác của công ty. Như vậy, tác động của Thông tư 36 tới hoạt động vay vốn của HSC sẽ không đáng kể. Trong Q1/2015, doanh thu cho vay ký quỹ chỉ giảm khoảng 5%, đạt 51,5 tỷ đồng, và đóng góp 27,4% vào tổng doanh thu.

Ngày 9/10/2014, HSC đã công bố quyết định của Hội đồng quản trị về việc thương thảo được hạn mức tín dụng là 1.400 tỷ đồng từ bốn ngân hàng: HDBank, BIDV, VCB và Maritime Bank để tăng nguồn vốn lưu động khi cần thiết. Tuy nhiên, tính đến cuối Q1/2015, công ty vẫn chưa sử dụng nguồn vốn này cho các khoản vay ngắn hạn cũng như dài hạn. HSC có thể sẽ sử dụng hạn mức tín dụng này vào nửa cuối năm để mở rộng hoạt động cho vay ký quỹ của mình khi thị trường ảm đạm lên.

Hoạt động tự doanh

Hoạt động tự doanh là lĩnh vực trọng tâm thứ ba của HSC trong năm 2014, đạt 194 tỷ đồng, tăng 27% so với năm ngoái, vượt kế hoạch 16%, với tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu là 23,4%.

Trong Q1/ 2015, doanh thu hoạt động tự doanh giảm 93%, từ 81,4 tỷ đồng vào Q1/2014 xuống còn 5,9 tỷ đồng Q1/2015. Trong năm 2014 công ty đã ghi nhận doanh thu từ việc bán các chứng chỉ quỹ (được mua từ năm 2011) trong quý 1 năm 2014 và bán một khối lượng lớn trái phiếu chính phủ trong quý 1 và quý 3 năm 2014 khi lợi suất trái phiếu xuống mức thấp nhất. Lợi suất trái phiếu có thể sẽ tăng trở lại trong năm nay, vì vậy việc bán trái phiếu sẽ hạn chế. Trong Q1/2015, doanh thu hoạt động tự doanh chủ yếu đến từ giao dịch cổ phiếu.

Thu nhập lãi

Trái ngược với xu hướng tăng trưởng của hoạt động môi giới, cho vay ký quỹ và tự doanh, thu nhập lãi năm 2014 chỉ đạt 67,2 tỷ đồng, giảm 26% so với năm ngoái do lãi suất huy động tiền gửi giảm. Thu nhập lãi chiếm 8,1% tổng doanh thu do lãi suất tiền gửi giảm

Vì lãi suất vẫn còn thấp trong Q1/2015, thu nhập lãi giảm nhẹ 8% so với cùng kỳ năm ngoái.

Tư vấn

Dịch vụ tư vấn tài chính dường như không phải là thế mạnh của HSC. Năm 2014, HSC ghi nhận hơn 12,3 tỷ đồng doanh thu tư vấn, giảm 25% so với năm ngoái và chỉ chiếm 1,1% tổng doanh thu. Doanh thu chủ yếu đến từ việc cung

cấp dịch vụ tư vấn cho công ty Nam Long và công ty thực phẩm An Long. Doanh thu tư vấn chỉ đạt 65% kế hoạch cả năm vì tiến độ thực hiện dự án bị chậm hơn so với dự kiến.

Trong Q1/2015, doanh thu tư vấn tăng bảy lần, ghi nhận 2,9 tỷ đồng vì một số hợp đồng được cho là hiện thực hóa trong năm 2014 lại được chuyển sang năm 2015.

Thay đổi pháp lý và những tác động tích cực tới HSC

Bản dự thảo sửa đổi Nghị định 58: Việc nới giới hạn sở hữu nước ngoài sẽ tác động tốt tới sức hấp dẫn của HSC trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài vì room cho NĐTNN của HSC đã gần đầy, đạt 49%. Là một trong những công ty dẫn đầu thị trường, HSC sẽ có lợi thế tăng doanh thu môi giới và cho vay ký quỹ cũng như thị phần môi giới.

Dự thảo Thông tư thay thế Thông tư 74 (T+2 và T+0 cho các cổ phiếu thuộc chỉ số VN30 và HNX30) sẽ tăng thanh khoản cho thị trường chứng khoán. HSC hiện tại đủ điều kiện để cung cấp dịch vụ này vì có số vốn điều lệ là 1.273 tỷ đồng (yêu cầu ít nhất là 800 tỷ đồng), không báo lỗ trong hai năm qua, tỷ lệ an toàn tài chính đạt 798% năm 2014 và luôn ở mức trên 220%, và trích lập đầy đủ dự phòng. Khi Thông tư mới này có hiệu lực, kết hợp với thế mạnh của HSC là một trong những thành viên sáng lập quỹ ETF VN30, khối lượng giao dịch của HSC sẽ tăng lên, theo đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu môi giới và cho vay ký quỹ.

Nhìn chung việc nới room cho NĐTNN, thị trường chứng khoán phát sinh, và việc thắt chặt hoạt động huy động vốn cũng như cho phép giao dịch một cổ phiếu trong cùng ngày sẽ giúp HSC giành thêm thị phần cũng như doanh thu môi giới và cho vay ký quỹ

Sửa đổi Thông tư 210: Mặc dù dự thảo sửa đổi Thông tư 210 sẽ bị trì hoãn, nhưng một khi có hiệu lực sẽ rất có lợi cho các công ty chứng khoán không phải là công ty con của các ngân hàng, bao gồm cả HSC. Một số đối thủ của HSC là các công ty con của ngân hàng, bị hạn chế vay nợ và tăng vốn từ ngân hàng. Trước đây, các công ty chứng khoán có thể tham gia hợp đồng hợp tác ba bên giữa ngân hàng mẹ, khách hàng và bản thân công ty. Nếu những công ty này đã hết room cho vay ký quỹ, khách hàng có thể vay thông qua ngân hàng mẹ dưới dạng hợp đồng này và những khoản vay này sẽ không bị coi là khoản vay của công ty. Dường như những công ty chứng khoán có ngân hàng mẹ được hưởng lợi nhiều nhất và khá tích cực sử dụng loại hợp đồng này. Tuy nhiên, theo dự thảo sửa đổi thông tư 210, hoạt động huy động vốn của công ty chứng khoán sẽ bị giới hạn trong ba hình thức sau: (1) vay ngân hàng, (2) phát hành chứng khoán thông qua phát hành riêng lẻ hay ra công chúng và (3) vay các khoản nợ thứ cấp (trái phiếu chuyển đổi). Vì vậy bất kỳ dạng hợp đồng nào khác cũng sẽ bị coi là bất hợp pháp. Trong trường hợp đó, nhiều đối thủ cạnh tranh của HSC sẽ bị ảnh hưởng, đặc biệt là những công ty đã hết room cho vay ký quỹ.

Nghị định 42 về chứng khoán phái sinh và thị trường chứng khoán phái sinh: HSC nằm trong số 15 đến 20 công ty chứng khoán đủ điều kiện tham gia hoạt động môi giới chứng khoán phái sinh và tự doanh. Thêm vào đó, HSC còn đủ điều kiện để trở thành thành viên bù trừ trực tiếp và bù trừ chung. Ngoài việc đáp ứng được các điều kiện khác, HSC đã đáp ứng được một yêu cầu chủ chốt là vốn điều lệ trên 1.200 tỷ đồng. Vốn điều lệ hiện tại của công ty đã xấp xỉ

1.273 tỷ đồng. Như chúng tôi đã đề cập trước đó, một số sản phẩm chứng khoán phái sinh sẽ ra mắt vào năm 2016, bao gồm hợp đồng tương lai và quyền chọn chỉ số (VN30 và HNX30), và hợp đồng tương lai trái phiếu. Với vị thế của HSC là thành viên sáng lập quỹ ETF VN30 và nằm trong Top 3 công ty chứng khoán có thị phần môi giới trái phiếu lớn nhất, HSC đã chuẩn bị sẵn sàng để vượt qua các đối thủ trên sân chơi chứng khoán phái sinh. Thêm vào đó là nhu cầu sử dụng các công cụ phái sinh thường tập trung ở nhà đầu tư tổ chức, do đó, những công ty chứng khoán có thị phần nhà đầu tư tổ chức lớn như HSC sẽ có nhiều lợi thế trong lĩnh vực này.

Kế hoạch kinh doanh 2015 và dự phóng của VPBS

HSC dự đoán giá trị giao dịch bình quân ngày toàn thị trường năm 2015 đạt 4.000 tỷ đồng, tăng 33% so với mức 3.000 tỷ đồng của năm 2014. Tuy nhiên, thực tế giá trị giao dịch bình quân ngày trong Q1/2015 thấp hơn, chỉ đạt 2.300 tỷ đồng, giảm 23% so với năm 2014, và chỉ bằng 58% so với giả thiết đưa ra trong kế hoạch năm 2015. Dựa trên kết quả kinh doanh thực tế của HSC, kế hoạch cả năm có phần khiêm tốn và giá trị giao dịch thị trường thực tế trong Q1/2015, chúng tôi có những điều chỉnh như sau:

	VPBS dự báo	Kế hoạch HSC 2015	VPBS điều chỉnh
Doanh thu	894.436	779.171	670.681
Dịch vụ môi giới	310.645	416.027	309.002
Cho vay ký quỹ và tạm ứng	299.222	212.500	203.840
Hoạt động tự doanh	141.400	65.742	67.959
Lãi tiền gửi	95.193	52.395	56.809
Tư vấn	21.647	25.707	25.961
Khác	26.330	6.800	7.111
Chi phí hoạt động	375.663	363.519	308.513
Lợi nhuận trước thuế	518.773	415.651	362.168
Lợi nhuận ròng	404.643	324.208	282.491
Thị phần môi giới của HSC	12,3%	11,10%	11,10%

Đơn vị: triệu đồng

Khối lượng giao dịch thị trường:

Chúng tôi dự báo tổng giá trị giao dịch toàn thị trường sẽ đi ngang trong năm 2015. Tổng giá trị giao dịch toàn thị trường trong 5T2015 đạt khoảng 210.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, như đã đề cập trước đó, chúng tôi kỳ vọng con số này sẽ tăng từ tháng 6/2015 đến cuối năm nay để đạt được mức như năm ngoái. Từ năm 2016 trở đi, chúng tôi kỳ vọng tổng giá trị giao dịch toàn thị trường sẽ tăng 25%/năm nhờ những thay đổi tích cực về mặt pháp lý.

Thị phần được kỳ vọng đạt 16% năm 2020

Thị phần của HSC đã giảm nhẹ trong Q1/2015 xuống còn 10% từ mức 10,6% năm 2014. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ phục hồi trở lại vì những lý do sau đây: (1) các hoạt động tích cực của thị trường sẽ có lợi cho các công ty lớn như HSC, (2) thị phần gặt hái thêm được nhờ việc đóng cửa của một số công ty

chứng khoán trong thời gian tới, theo đó số lượng công ty chứng khoán sẽ giảm từ 102 vào năm 2013 xuống còn 30 công ty vào năm 2020 theo chương trình tái cấu trúc của Chính phủ, và (3), danh tiếng cũng như chất lượng dịch vụ môi giới của HSC sẽ thu hút được nhà đầu tư mới.

Doanh thu môi giới:

Doanh thu môi giới sẽ chỉ tăng nhẹ, nhờ thị phần tăng từ 10,6% lên 11,10%. Tuy nhiên, con số này vẫn thấp hơn kế hoạch của HSC vì chúng tôi không kỳ vọng giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 4.000 tỷ đồng theo như dự báo của HSC.

Dựa trên những ước tính của HSC, phí môi giới bình quân sẽ giữ nguyên ở mức 19% cho khách hàng cá nhân và 16% cho khách hàng tổ chức. Tổng giá trị giao dịch của NĐTNN trên thị trường chứng khoán Việt Nam ước đạt tỷ lệ là 10%. Thị phần giao dịch NĐTNN tại HSC dự đoán sẽ tăng 30%, từ mức 28,5% năm 2014.

Như chúng tôi đã đề cập trước đó, sự cạnh tranh sẽ khốc liệt hơn trong năm nay, để tăng doanh thu môi giới, chúng tôi cho rằng HSC sẽ phải giảm doanh thu cho vay ký quỹ hoặc chấp nhận nhiều rủi ro hơn vì tỷ lệ cho vay ký quỹ cũng là một vũ khí mạnh.

Doanh thu cho vay ký quỹ

Dựa trên số liệu thực tế trong năm 2014 và những giả định của HSC rằng các nhà đầu tư tổ chức sẽ không có nhu cầu margin năm 2015, tổng hạn mức cho vay ký quỹ và ứng trước tiền bán chứng khoán bình quân năm 2015 đạt 1.700 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng doanh thu từ cho vay ký quỹ sẽ giảm nhẹ so với kết quả 2014 và cũng sẽ thấp hơn kế hoạch của HSC vì giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ đi ngang, thay vì tăng 33% như giả định của HSC. Trong Đại hội cổ đông, HSC tuyên bố lãi suất margin sẽ giảm từ 15% xuống còn 12,5% năm 2015, với sự cạnh tranh khốc liệt trên thị trường và mức lãi suất thấp, chúng tôi dự phóng doanh thu cho vay ký quỹ của HSC sẽ giảm tuy nhiên ở mức độ nhỏ vì lãi suất gần đây cho thấy những dấu hiệu tăng nhẹ.

Hoạt động tự doanh:

HSC ước tính tổng vốn đầu tư vào cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và trái phiếu sẽ đạt xấp xỉ 414 tỷ đồng, tăng 48,4% so với cùng kỳ năm ngoái với mức sinh lời kỳ vọng là 16%/năm đối với cổ phiếu và chứng chỉ quỹ (49% năm 2014) và vốn vện 8% (27% năm 2014) đối với trái phiếu. Vì vậy, mức sinh lời kỳ vọng sẽ ở mức 13% năm 2015 so với 38% năm 2014.

Như đã đề cập trước đó, trong năm 2014, công ty đã hiện thực hóa lợi nhuận từ việc bán chứng chỉ quỹ (mua năm 2011) trong Q1/2014, và bán số lượng lớn trái phiếu chính phủ trong Q1 và Q3/ 2014 khi lợi suất trái phiếu ở mức thấp nhất. Lợi suất trái phiếu sẽ có khả năng tăng trở lại trong năm nay, vì vậy sẽ không có nhiều hoạt động mua bán trái phiếu trong năm 2015. Thay vào đó, HSC đầu tư vào trái phiếu nhận trái tức hàng năm và làm tiền đề cho hoạt động repo ngược trái phiếu. Do vậy, doanh thu hoạt động tự doanh sẽ giảm đáng kể trong năm 2015, giảm xấp xỉ 60%.

Thu nhập lãi:

Thu nhập lãi từ tiền gửi được dự báo sẽ giảm trong năm 2015 mặc dù lãi suất đã tăng gần đây. Điều này là do HSC dự định sẽ chuyển phần lớn vốn sang đầu tư thay vì gửi tại các ngân hàng.

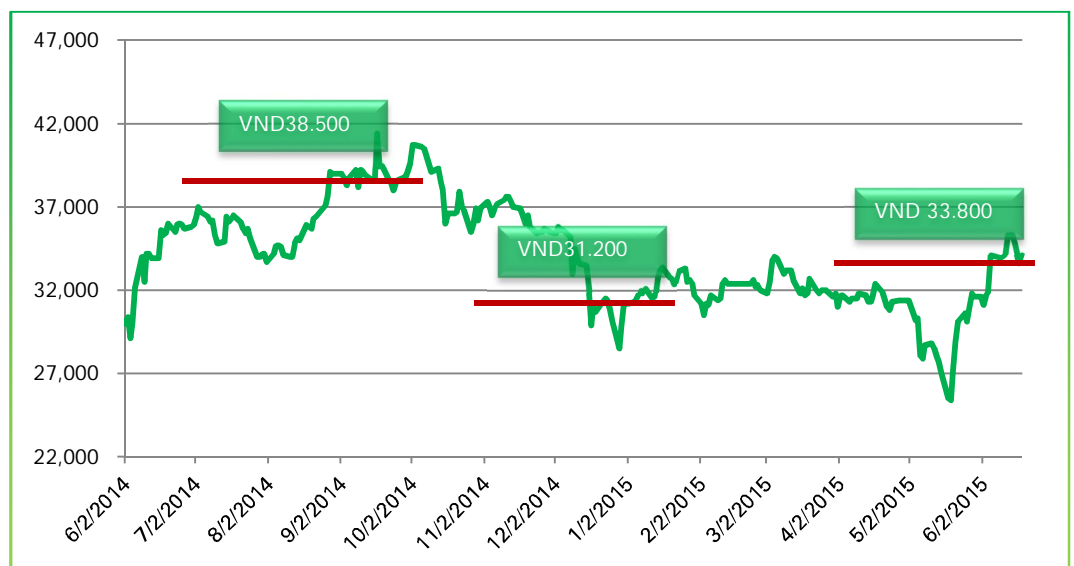
Lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ tăng mạnh hơn từ năm 2016 trở đi

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của công ty sẽ dịch chuyển cùng với tốc độ phát triển thị trường từ 25 đến 30% giai đoạn dự phóng. Ngoài ra, như chúng tôi đã đề cập trước đó, sẽ có những thay đổi pháp lý quan trọng và ảnh hưởng rất tích cực tới HSC.

Định giá và khuyến nghị

Diễn biến gần đây

Ngày 17/9/2014, giá cổ phiếu đã đạt đỉnh sáu tháng ở mức giá 41.400 đồng, sau đó được giao dịch quanh mức giá từ 36.000 đồng đến 39.000 đồng. Do những ảnh hưởng tiêu cực của Thông tư 36 và ảnh hưởng của giá dầu giảm tới thị trường chứng khoán, giá cổ phiếu HSC đã giảm xuống còn 30.700 tỷ đồng vào cuối năm 2014. Tuy nhiên, năm 2015, HSC đã dần hồi phục nhờ những tin đồn liên quan đến việc nới room cho nhà đầu tư nước ngoài, do HSC đã gần hết room cho NĐTNN, với sở hữu nước ngoài đạt 48,99%. Vì vậy, tin đồn này đã ảnh hưởng mạnh mẽ và tích cực tới giá cổ phiếu HSC, đưa cổ phiếu HSC từ mức giá 31.000 đồng lên 34.000 đồng. Việc thị trường giảm điểm trong tháng 5 đã kéo cổ phiếu HSC giảm theo xuống mức giá thấp tại 25.400 đồng, nhưng HSC đã nhanh chóng bật trở lại, đóng cửa ở mức giá 33.700 đồng vào ngày 18/6/2015.



Định giá

Dựa trên kết quả của HSC trong Q1/2015, giá định điều chỉnh của chúng tôi về hoạt động giao dịch thị trường, và cùng với phương thức định giá bằng chỉ số P/B, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của HSC từ 31.200 đồng lên 33,800 đồng. Kết hợp với cổ tức kỳ vọng là 1.200 đồng, tổng mức lợi suất kỳ vọng một

năm của của phiếu HCM là 3,75%. Vì vậy khuyến nghị của chúng tôi đối với cổ phiếu HSC vào thời điểm phát hành báo cáo này là **NẮM GIỮ**.

Định giá		
<u>Phương pháp</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tỷ trọng</u>
Thu nhập thặng dư	30.346	40%
P/E	25.253	20%
P/B	41.306	40%
Giá mục tiêu trung bình	33.765	

Mô hình thu nhập thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu HSC và mô hình này đưa ra mức giá mục tiêu của HSC là 30.346 đồng/cổ phiếu với các thông số như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là lãi suất trái phiếu Chính phủ trung bình trong một tháng của trái phiếu 5 năm bằng đồng nội tệ, ở mức 6,04%.
- Phần bù rủi ro thị trường được ước tính là 8,47%
- Chỉ số beta điều chỉnh của HSC được ước tính là 1,31
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của HSC được ước tính là 7%.

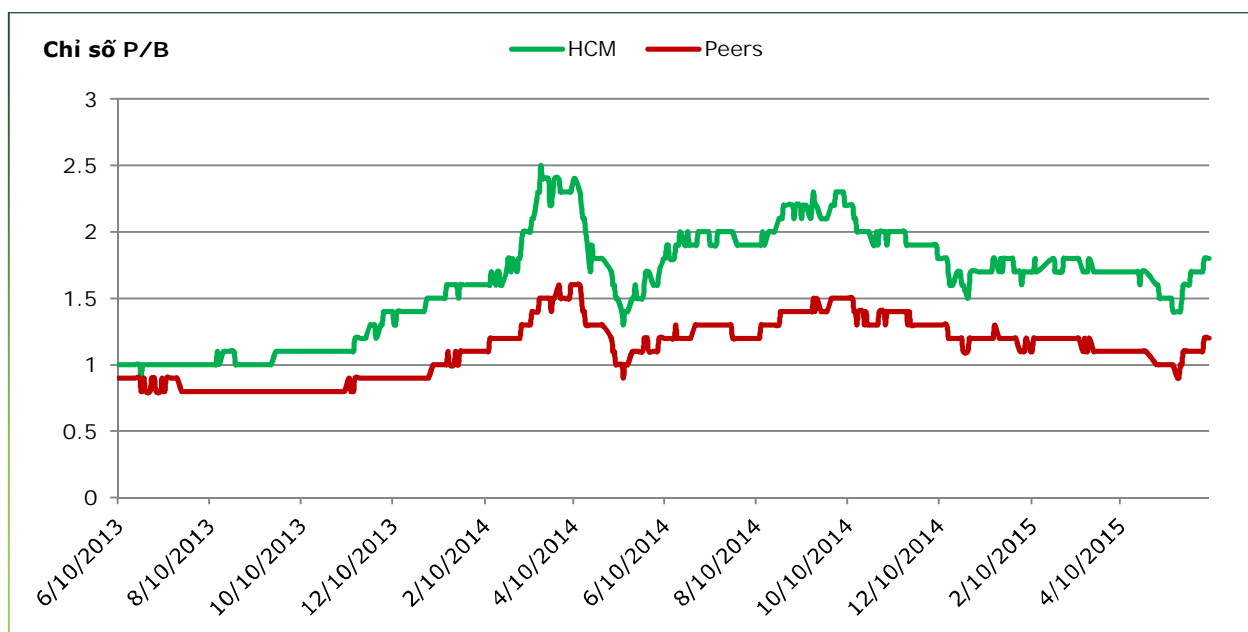
Thu nhập thặng dư	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Lợi nhuận ròng	276.322	367.745	477.601	607.630	759.433	961.664
Vốn CSH	2.358.231	2.436.582	2.552.763	2.878.387	3.175.784	3.729.420
Chi phí vốn chủ	404.099	417.525	437.434	493.232	544.193	639.062
Thu nhập thặng dư	(127.777)	(49.781)	40.167	114.398	215.240	322.601
						3.405.620
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,85	0,73	0,62	0,53	0,45	0,39
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(109.085)	(36.281)	24.992	60.766	97.606	1.443.331
Tổng giá trị thu nhập thặng dư	1.481.330					
Giá trị sổ sách vốn VCSH	2.380.363					
Giá trị VCSH	3.861.693					
Số lượng CP	127.256.758					
Giá trị cổ phiếu (đồng)	30.346					

Phương pháp chỉ số giá giao dịch

Hiện nay, ngoài SSI thì HSC là một trong những công ty chứng khoán hàng đầu với nền tảng nhà đầu tư tổ chức lớn và được các NĐTNN ưa chuộng. Từ thống kê dưới đây có thể thấy hai công ty này vượt trội các đối thủ còn lại với chỉ số P/E và P/B được giao dịch ở mức cao. Điều này giải thích vì sao HSC được giao dịch ở mức P/B cao hơn hẳn so với các công ty tương đương.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá	P/B	P/E	ROE (%)	ROA (%)
BVS	1,083	15,000	0.79	8.16	10.12%	6.69%
KLS	1,750	9,600	0.71	124.08	0.58%	0.53%
SSI	10,170	23,800	1.79	14.76	12.07%	6.94%
SHS	870	8,700	0.94	14.07	6.94%	1.85%
VNDS	2,181	13,800	1.17	10.02	9.70%	4.27%
Trung bình			1.08	11.75	7.88%	4.06%
HSC	4,286	33,700	1.80	14.18	12.80%	9.48%

Chúng tôi cũng theo dõi chỉ số P/B quá khứ của HSC và các cổ phiếu cùng ngành để đánh giá mức thặng dư 67% hiện tại có hợp lý hay không. Những gì mà chúng tôi nhận thấy đó là trong vòng hai năm qua, HSC luôn được giao dịch ở mức thặng dư cao hơn các công ty tương đương, và mức thặng dư này có xu hướng tăng lên. Dựa trên xu hướng và mức trung bình quá khứ, đối với phương pháp chỉ số giá giao dịch P/B, chúng tôi áp dụng mức thặng dư 100% đối với chỉ số P/B của HSC.



Đối với phương pháp định giá theo chỉ số P/E, chúng tôi sử dụng giá trị thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong tương lai (EPS) để định giá HSC, mặc dù EPS năm 2015 thấp hơn, chúng tôi dự báo công ty sẽ cải thiện trong năm 2016 một khi thị trường chứng khoán khởi sắc. Vì vậy chúng tôi cho rằng mức P/E trung bình của các công ty tương đương là hợp lý để định giá HSC.

Định giá P/E	
EPS 2015 (đồng)	2.171
P/E của HSC (lần)	14,18
PE trung bình	11,75
P/E mục tiêu	11,75
Giá mục tiêu	25.523

Định giá P/B	
Giá trị sổ sách/cp 2015	19.147
P/B của HSC(lần)	1,80
PB trung bình	1,08
P/B mục tiêu	2,16
Giá mục tiêu	41.306

Phân tích kỹ thuật

HCM nằm trong xu hướng tăng giá trung hạn sau khi vượt qua kháng cự MA50 tại 30.500 hồi giữa tháng 05 vừa qua. Xu hướng này được củng cố khi HCM chinh phục nốt kháng cự MA200 tại 32.500 đồng vào đầu tháng 06.

Tuy vậy, giá HCM có xu hướng điều chỉnh giảm những phiên gần đây do nhà đầu tư chốt lãi, hiện đang dao động trong biên độ từ 33.500-36.000 đồng.

Chúng tôi kỳ vọng sau nhịp tích lũy này, HCM sẽ lấy lại đà tăng để hướng lên vùng kháng cự trung hạn, tạo bởi vùng đỉnh năm 2014 tại 39.800 đồng.

Mã chứng khoán	HCM
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	35.700
Giá thấp nhất trong 3 tháng	25.100
Đường MA100	30.500
Đường MA300	32.500
Kháng cự trung hạn	39.800
Hỗ trợ trung hạn	32.500
Khuyến nghị	NĂM GIỮ

Đơn vị: VND/cp

Diễn biến cổ phiếu HCM



Nguồn: VPBS

Phụ lục – Dự phóng của VPBS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Tiền và tương đương tiền	1.794	1.008	1.507	1.200	1.061	1.035	792	781	776
Phải thu	635	1.402	2.021	2.224	2.660	3.190	3.838	4.512	5.210
Đầu tư ngắn hạn	152	352	197	371	390	368	404	445	489
Tài sản ngắn hạn khác	4	6	4	9	10	11	12	13	14
tài sản ngắn hạn	2.585	2.768	3.729	3.804	4.120	4.603	5.045	5.751	6.489
Tài sản cố định	12	7	8	13	14	18	19	24	26
Đầu tư dài hạn	475	229	-	93	167	245	270	296	326
Tài sản dài hạn khác	127	123	122	128	153	184	221	265	318
Tài sản dài hạn	614	360	130	234	334	447	509	585	669
TỔNG TÀI SẢN	3.199	3.128	3.859	4.038	4.454	5.050	5.555	6.336	7.159
Phải trả ngắn hạn	926	880	1.501	1.601	1.901	2.172	2.379	2.607	2.857
Phải trả dài hạn	110	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả	1.036	880	1.501	1.601	1.901	2.172	2.379	2.607	2.857
Vốn đầu tư chủ sở hữu	1.564	1.583	1.583	1.583	1.583	1.710	1.710	1.850	1.850
Quỹ dự phòng tài chính	120	149	186	214	251	298	359	435	531
Lợi nhuận còn lại	478	516	589	640	719	870	1.106	1.444	1.920
Vốn chủ sở hữu	2.163	2.247	2.358	2.437	2.553	2.878	3.176	3.729	4.301
TỔNG NGUỒN VỐN	3.199	3.128	3.859	4.038	4.454	5.050	5.555	6.336	7.159

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KD	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Môi giới	145	199	299	309	425	581	791	1,029	1,368
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>26%</i>	<i>31%</i>	<i>36%</i>	<i>47%</i>	<i>51%</i>	<i>54%</i>	<i>57%</i>	<i>60%</i>	<i>63%</i>
Tự doanh	30	153	194	68	94	108	123	135	149
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>5%</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>
Thu nhập lãi vay	139	91	67	42	37	51	40	40	40
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>25%</i>	<i>14%</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>
Cho vay ký quỹ	185	156	249	204	243	305	384	473	576
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>33%</i>	<i>25%</i>	<i>30%</i>	<i>31%</i>	<i>29%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>27%</i>	<i>26%</i>
Tư vấn	13	16	12	26	29	31	35	38	42
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>1%</i>	<i>4%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>
Dịch vụ khác	51	20	9	7	8	9	9	10	11
<i>Tỷ trọng %</i>	<i>9%</i>	<i>3%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>
Tổng doanh thu	562	635	831	656	836	1.085	1.381	1.726	2.186
<i>Tăng trưởng theo năm</i>		<i>13%</i>	<i>31%</i>	<i>-21%</i>	<i>27%</i>	<i>30%</i>	<i>27%</i>	<i>25%</i>	<i>27%</i>
Chi phí hoạt động	(166)	(177)	(262)	(203)	(251)	(326)	(414)	(518)	(656)
Chi phí quản lý	(90)	(83)	(87)	(98)	(125)	(163)	(207)	(259)	(328)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	307	375	481	354	460	597	760	949	1,202
Lợi nhuận khác	0	1	0	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	307	375	481	354	460	597	760	949	1,202
Thuế	(60)	(93)	(105)	(78)	(92)	(119)	(152)	(190)	(240)
Lợi nhuận sau thuế	246	282	376	276	368	478	608	759	962
<i>Tăng trưởng theo năm</i>		<i>15%</i>	<i>33%</i>	<i>-27%</i>	<i>33%</i>	<i>30%</i>	<i>27%</i>	<i>25%</i>	<i>27%</i>
EPS	2.443	2.241	2.956	2.171	2.890	3.412	4.341	4.932	6.245

PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<u>Lợi nhuận</u>									
Biên lợi nhuận gộp	54,5%	59,0%	57,9%	54,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Biên lợi nhuận thuần	43,8%	44,5%	45,3%	42,1%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
ROA	7,7%	9,0%	9,7%	6,8%	8,3%	9,5%	10,9%	12,0%	13,4%
ROE	11,4%	12,6%	16,0%	11,3%	14,4%	16,6%	19,1%	20,4%	22,4%
Tăng trưởng EPS		-8%	32%	-27%	33%	18%	27%	14%	27%
<u>Đòn bẩy tài chính</u>									
Nợ phải trả/tài sản	32%	28%	39%	40%	43%	43%	43%	41%	40%
Nợ dài hạn/Tài sản	3%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
<u>Thanh khoản</u>									
Vòng quay tài sản	0,18	0,20	0,22	0,16	0,19	0,21	0,25	0,27	0,31
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,79	3,14	2,48	2,38	2,17	2,12	2,12	2,21	2,27

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối lớn hơn +15%

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

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

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính

linhntt@vpbs.com.vn

Phạm Liên Hà, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

hapl@vpbs.com.vn

Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích

ngoccla@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức & Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đức Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146



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



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 hoặc 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 gần 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.