

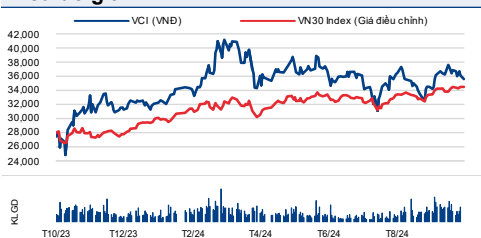
Năm giữ

Giá mục tiêu: VNĐ35,900
Tiềm năng tăng/giảm: 0.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/10/2024)	35,600
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,855-41,171
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	36,133
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,434
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	812
Sig CP lưu hành (tr.đv)	574
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	574
Sig CP NN được mua (tr.đv)	433
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (27.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-23A	12-24F	12-25F
Tổng tài sản (tỷ đồng)	17,255	18,910	24,294
Cho vay ký quỹ (tỷ đồng)	7,992	9,751	11,701
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	2,473	2,799	3,848
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	494	788	1,092
BVPS (đồng)	12,932	13,615	16,960
EPS (đồng)	867	1,370	1,515
DPS (đồng)	1,200	800	1,200
T.trưởng tổng tài sản (%)	21.2	9.59	28.5
T.trưởng c.vay KQ (%)	51.4	22.0	20.0
T.trưởng DT HĐ (%)	(21.6)	13.2	37.5
Tăng trưởng EPS (%)	(56.5)	58.1	10.5
Tăng trưởng DPS (%)	71.4	(33.3)	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	138	58.4	79.2
ROAE (%)	7.12	10.4	10.9
ROAA (%)	3.14	4.36	5.06
Tỷ lệ CIR (%)	48.0	41.4	44.5
Lãi suất cho vay BQ (%)	0.10	0.10	0.10
Vòng quay tổng TS (%)	15.7	15.5	17.8
Đòn bẩy vốn (%)	234	242	198
Thị phần môi giới CP (%)	4.60	5.80	6.00
P/E (lần)	41.1	26.0	23.5
P/B (lần)	2.75	2.61	2.10
Lợi suất cổ tức (%)	3.37	2.25	3.37

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VCI là một công ty chứng khoán tập trung vào nhóm khách hàng tổ chức và khách có gia sản lớn. IB là lợi thế lớn của công ty với nhiều thương vụ thành công.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

LNTT Q3 vượt dự báo nhờ lãi từ cho vay ký quỹ và hoạt động tự doanh

- VCI công bố LNTT Q3/2024 đạt 265 tỷ đồng, tăng 26% và vượt 15% dự báo, chủ yếu nhờ lãi từ cho vay ký quỹ (206 tỷ đồng, tăng 16%) và lãi hoạt động tự doanh (303 tỷ đồng, tăng 59%). LNTT 9 tháng đầu năm 2024 đạt 836 tỷ đồng, tăng 99% và bằng 91% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 27% so với quý trước đạt 10,1 nghìn tỷ đồng trong khi danh mục tài sản tài chính FVTPL giảm 53% so với quý trước xuống 0,5 nghìn tỷ đồng sau khi VCI thực hiện hóa lợi nhuận.
- Sau khi giá cổ phiếu 3%, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ và giá mục tiêu 35.900đ cho đến khi hoàn thành đánh giá toàn diện hơn.

Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2024 vào ngày 18/10/2024

VCI đã công bố LNTT Q3/2024 đạt 265 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ và giảm 23% so với quý trước, vượt 15% dự báo của chúng tôi, chủ yếu nhờ lãi từ cho vay ký quỹ (206 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ) và lãi hoạt động tự doanh (303 tỷ đồng, tăng 59% so với cùng kỳ), trong khi lợi nhuận nghiệp vụ môi giới giảm mạnh 67% so với mức nền cao cùng kỳ xuống 14 tỷ đồng. Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, LNTT đạt 836 tỷ đồng, tăng 99% so với cùng kỳ, bằng 91% dự báo cả năm của chúng tôi và hoàn thành 119% kế hoạch năm 2024 của VCI.

Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới sụt giảm từ mức nền cao

Doanh thu thuần nghiệp vụ môi giới Q3/2024 đi ngang so với quý trước (tăng 14% so với cùng kỳ) đạt 182 tỷ đồng nhờ thị phần của VCI tăng lên 6,8% từ 5,3% trong Q2 trong khi giá trị giao dịch bình quân ngày giảm 23% so với quý trước xuống 18,7 nghìn tỷ đồng trong Q3/2024. Tuy nhiên, chi phí nghiệp vụ môi giới tăng mạnh 25% so với quý trước và tăng 43% so với cùng kỳ lên 168 tỷ đồng, cho thấy chi phí hoa hồng cho môi giới tăng lên.

Tỷ lệ phí giữ lại của VCI (phí thuần/phí gộp) giảm xuống 8% từ 25% trong Q2/2024 và 26% trong Q3/2023, từ đó khiến lợi nhuận nghiệp vụ môi giới giảm xuống 14 tỷ đồng trong Q3/2024 từ 42 tỷ đồng trong Q3/2023 và 46 tỷ đồng trong Q2/2024.

Thị phần của VCI hồi phục nhờ những nỗ lực thu hút nhà đầu tư cá nhân của Công ty với việc giảm tỷ lệ phí giữ lại và nâng dư nợ cho vay ký quỹ (phân tích chi tiết bên dưới). Mặc dù chiến lược này làm tăng chi phí hoa hồng cho môi giới nhưng sẽ được bù đắp với việc lãi từ cho vay ký quỹ tăng lên, từ đó giúp tận dụng hiệu quả tăng trưởng ở phân khúc khách hàng cá nhân.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/10.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q3/2024, VCI

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/24	% sv cùng kỳ	9T2023	9T2024	% sv cùng kỳ	% dự báo 2024 của HSC
Tổng thu nhập HĐ	398	506	27%	1,023	1,499	47%	86%
Môi giới	42	14	-67%	99	75	-24%	44%
Cho vay ký quỹ	177	206	16%	502	621	24%	69%
HĐ tự doanh	190	303	59%	458	830	81%	131%
Khác	(11)	(17)		(36)	(9)	-75%	-22%
Lỗ tài chính	(162)	(194)	20%	(527)	(554)	5%	76%
Chi phí HĐ	(27)	(48)	78%	(74)	(112)	51%	102%
Thu nhập khác	0	0		0	1		0%
LNTT	210	265	26%	421	836	99%	91%
Lợi nhuận thuần	179	215	20%	369	692	88%	88%

Nguồn: VCI, HSC

Mảng cho vay ký quỹ tăng mạnh

Trong Q3/2024, lãi từ cho vay ký quỹ tăng 16% so với cùng kỳ đạt 206 tỷ đồng, nhờ dư nợ cho vay ký quỹ tăng 27% so với quý trước (tăng 75% so với cùng kỳ) lên 10,1 nghìn tỷ đồng. Tăng trưởng mảng cho vay ký quỹ của VCI vượt trội so với ngành (chỉ tăng 3% so với quý trước) phản ánh chiến lược đẩy mạnh phát triển phân khúc khách hàng cá nhân của Công ty. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH trong Q3/2024 đạt 125%, cao hơn đáng kể so với bình quân ngành ở mức 97%.

Trong khi đó, lãi suất cho vay ký quỹ Q3/2024 giảm xuống 9,9% từ 10,2% trong Q2/2024 và 12,4% trong Q3/2023. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM của VCI vẫn ổn định ở mức 3% so với 3,3% trong Q2/2024.

Thu nhập đầu tư tăng mạnh

Lãi hoạt động tự doanh Q3/2024 tăng mạnh 59% so với cùng kỳ (tăng 12% so với quý trước) đạt 303 tỷ đồng, chủ yếu nhờ lãi thuần bán tài sản tài chính FVTPL tăng mạnh 118% đạt 283 tỷ đồng.

Danh mục tài sản tài chính FVTPL của VCI giảm xuống 476 tỷ đồng (từ 1.007 tỷ đồng trong Q2/2024 và 1.123 tỷ đồng trong Q3/2023) do VCI đã thực hiện hóa hầu hết lợi nhuận từ các cổ phiếu vốn hóa lớn trong danh mục ETF trong quý. Phần còn lại trong danh mục FVTPL hiện chủ yếu bao gồm TPDN.

Danh mục tài sản tài chính AFS giảm 24% so với quý trước (giảm 2% so với cùng kỳ) xuống 6,5 nghìn tỷ đồng. Từ đó, danh mục này ghi nhận lỗ 255 tỷ đồng vào Thu nhập toàn diện, do VCI thanh lý phần lớn cổ phần ở mức giá lỗ trong quý.

Danh mục tài sản tài chính AFS bao gồm các khoản đầu tư dài hạn và các khoản đầu tư PE đang có lãi như: CTCP Sữa Quốc tế (IDP, Chưa khuyến nghị) và Tổng công ty Thanh toán Việt Nam (NAPAS; Chưa khuyến nghị), cùng với các cổ phiếu niêm yết lớn như KDH (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 38.182đ), TDM (Mua vào, giá mục tiêu 66.000đ), FPT (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 147.200đ),...

Thời gian tới, HSC dự báo lãi hoạt động tự doanh Q4/2024 sẽ sụt giảm so với Q3/2024 do danh mục đầu tư cổ phiếu thu hẹp vì VCI hiện chủ yếu chỉ còn nắm giữ TPDN ở danh mục tài sản tài chính FVTPL.

HSC duy trì khuyến nghị, giá mục tiêu và dự báo cho đến khi hoàn thành đánh giá toàn diện hơn

KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của VCI hoàn thành 91% dự báo cả năm của chúng tôi và chúng tôi tin rằng KQKD cả năm sẽ vượt dự báo của chúng tôi mặc dù lãi hoạt động tự doanh có thể sẽ kém tích cực. Điều này là nhờ việc ra mắt giao dịch không yêu cầu ký quỹ và năng lực cho vay ký quỹ tốt.

Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 25,1 lần, cao hơn so với bình quân ngành ở mức 19,4 lần và cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ, giá mục tiêu 35.900đ và dự báo cho đến khi hoàn thành đánh giá toàn diện hơn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,011	535	561	849	1,187
Lãi cho vay ký quỹ	708	689	905	1,105	1,351
Doanh thu HĐ tự doanh	1,373	1,196	1,269	1,804	1,676
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	45.0	27.0	35.0	59.0	88.0
Thu nhập HĐ khác	19.0	26.0	29.0	31.0	35.0
Doanh thu HĐ	3,156	2,473	2,799	3,848	4,337
Chi phí HĐ	(1,475)	(1,186)	(1,159)	(1,711)	(1,598)
Lợi nhuận HĐ	1,681	1,287	1,640	2,137	2,739
Lợi nhuận tài chính	(665)	(716)	(725)	(868)	(957)
Lợi nhuận khác	44.0	0	0	0	0
LNTT	1,060	571	915	1,269	1,782
Chi phí thuế TNDN	(191)	(78.0)	(128)	(178)	(250)
LNST	869	493	787	1,091	1,532
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	870	494	788	1,092	1,533

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3,424	788	245	2,987	1,902
Phải thu	91.4	849	200	302	423
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	80.6	441	463	707	994
Tài sản tài chính	10,562	15,097	17,916	20,178	22,894
FVTPL	665	122	672	773	927
HTM	886	381	762	838	922
Cho vay ký quỹ	5,279	7,992	9,751	11,701	14,041
AFS	3,734	6,604	6,734	6,868	7,006
Dự phòng	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	23.5	23.4	25.8	28.4	31.2
Tài sản khác	61.6	57.3	60.1	90.8	127
Tổng tài sản	14,243	17,255	18,910	24,294	26,370
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	6,326	8,979	10,259	10,771	11,849
Trái phiếu ngắn hạn	547	120	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	874	785	823	1,244	1,740
Nợ phải trả	7,747	9,884	11,082	12,016	13,588
Vốn chủ sở hữu	6,495	7,371	7,829	12,279	12,784
Vốn điều lệ	4,355	4,375	5,752	7,242	7,292
Thặng dư vốn cổ phần	9.50	13.5	0	2,606	2,606
Lợi nhuận giữ lại	800	1,308	353	629	975
Quỹ & vốn khác của CSH	1,331	1,675	1,724	1,803	1,912
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(0.85)	(1.69)	(2.54)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	14,243	17,255	18,910	24,294	26,370

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	(14.4)	21.2	9.59	28.5	8.55
Tăng trưởng cho vay (%)	(31.4)	51.4	22.0	20.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	13.7	(6.99)	4.91	51.2	39.8
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	(0.57)	41.9	14.2	5.00	10.0
Tăng trưởng VCSH (%)	(0.71)	13.5	6.21	56.8	4.11
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(14.9)	(21.6)	13.2	37.5	12.7
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	2.58	19.6	2.28	47.6	6.60
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.3)	(23.4)	27.4	30.3	28.2
Tăng trưởng LNTT (%)	(42.7)	(46.1)	60.2	38.7	40.4
Tăng trưởng LNST (%)	(42.0)	(43.3)	59.6	38.6	40.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	(42.0)	(43.2)	59.5	38.6	40.4
Định giá					
P/E (lần)	17.9	41.1	26.0	23.5	16.9
P/B (lần)	3.12	2.75	2.61	2.10	2.03
Lợi suất cổ tức (%)	1.97	3.37	2.25	3.37	3.93
Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,991	867	1,370	1,515	2,112
DPS (đồng)	700	1,200	800	1,200	1,400
BVPS (đồng)	11,416	12,932	13,615	16,960	17,536
Sig CP bình quân (triệu đv)	437	570	473	721	726
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	437	439	575	724	729
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	569	570	575	721	726
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	5.63	3.14	4.36	5.06	6.05
ROAE (%)	13.3	7.12	10.4	10.9	12.2
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.9	10.4	10.2	10.3	10.5
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.30	7.00	6.00	6.50	6.50
Phí môi giới thuần (%)	0.09	0.02	0.02	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	46.7	48.0	41.4	44.5	36.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.2	138	58.4	79.2	66.3
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	4.87	4.60	5.80	6.00	6.30
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn