

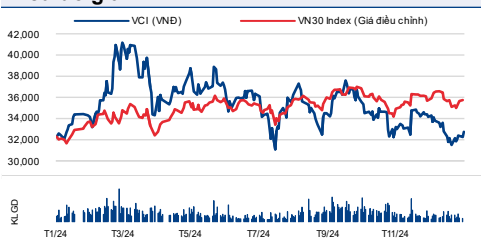
Năm giữ

Giá mục tiêu: VNĐ33,800
Tiềm năng tăng/giảm: 3.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/1/2025)	32,750
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,107-41,171
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,483
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	18,799
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	744
Slg CP lưu hành (tr.đv)	574
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	574
Slg 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	18,859	24,158
Cho vay ký quỹ (tỷ đồng)	7,992	9,751	11,701
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	2,473	2,728	3,731
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	494	845	1,073
BVPS (đồng)	12,932	13,715	17,009
EPS (đồng)	867	1,470	1,488
DPS (đồng)	1,200	800	1,200
T.trưởng tổng tài sản (%)	21.2	9.30	28.1
T.trưởng c.vay KQ (%)	51.4	22.0	20.0
T.trưởng DT HĐ (%)	(21.6)	10.3	36.8
Tăng trưởng EPS (%)	(56.5)	69.6	1.27
Tăng trưởng DPS (%)	71.4	(33.3)	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	138	54.4	80.6
ROAE (%)	7.12	11.1	10.6
ROAA (%)	3.14	4.68	4.99
Tỷ lệ CIR (%)	48.0	36.5	41.8
Lãi suất cho vay BQ (%)	0.10	0.10	0.10
Vòng quay tổng TS (%)	15.7	15.1	17.3
Đòn bẩy vốn (%)	234	239	196
Thị phần môi giới CP (%)	4.60	5.80	6.00
P/E (lần)	37.8	22.3	22.0
P/B (lần)	2.53	2.39	1.93
Lợi suất cổ tức (%)	3.66	2.44	3.66

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 Q4 tăng 70%, vượt đáng kể dự báo

- VCI công bố LNTT Q4/2024 đạt 253 tỷ đồng, tăng 70%, nhờ doanh thu thuần tăng trưởng mạnh mẽ. Trong đó, mảng nghiệp vụ môi giới tăng 5,5 lần và mảng cho vay ký quỹ tăng 35%, trong khi chi phí hoạt động giảm 33%. LNTT cả năm 2024 đạt 1.089 tỷ đồng, tăng trưởng 91% và vượt 11% so với dự báo của chúng tôi.
- Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 11% so với quý trước đạt 11,2 nghìn tỷ đồng và danh mục tài sản tài chính FVTPL tăng mạnh 78% so với quý trước đạt 0,8 nghìn tỷ đồng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 4% và 8% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22 lần, cao hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 ở mức 14,8 lần. HSC giữ nguyên khuyến nghị Năm giữ và giá mục tiêu 33.800đ cho đến khi hoàn thành đánh giá toàn diện hơn.

Sự kiện: Công bố KQKD Q4/2024 vào ngày 20/1/2025

VCI công bố LNTT Q4/2024 đạt 253 tỷ đồng, tăng 70% so với cùng kỳ nhưng giảm 4% so với quý trước. Lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ chủ yếu nhờ lợi nhuận nghiệp vụ môi giới (59 tỷ đồng, tăng 5,5 lần so với cùng kỳ) và cho vay ký quỹ (252 tỷ đồng, tăng 35% so với cùng kỳ), trong khi lãi hoạt động tự doanh giảm 22% so với cùng kỳ xuống 155 tỷ đồng.

Tính chung cả năm 2024, LNTT đạt 1.089 tỷ đồng, tăng trưởng 91% và bằng 111% dự báo cả năm của chúng tôi.

Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng mạnh nhờ thị phần mở rộng

Doanh thu nghiệp vụ môi giới tăng 25% so với cùng kỳ và tăng 1% so với quý trước trong Q4/2024 đạt 184 tỷ đồng – mặc dù giá trị giao dịch bình quân thị trường giảm 6% so với quý trước xuống 17,6 nghìn tỷ đồng – từ đó nâng thị phần của VCI lên 7% từ 6,8% trong Q3/2024. Chi phí nghiệp vụ môi giới giảm 9% so với cùng kỳ và giảm 26% so với quý trước xuống 125 tỷ đồng, nhiều khả năng nhờ các thương vụ thỏa thuận lớn thực hiện trong quý.

Từ đó, tỷ lệ phí giữ lại của VCI (phí thuần/phí gộp) tăng lên 32% từ 8% trong Q3/2024 và 6% trong Q4/2023. Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng mạnh lên 59 tỷ đồng từ lần lượt 14 tỷ đồng và 9 tỷ đồng trong Q3/2024 và Q4/2023.

Cơ sở khách hàng doanh nghiệp vững chắc cùng nền vốn được tăng cường giúp thị phần hồi phục và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng trưởng đáng kể trong Q4/2024. Thời gian tới, HSC dự báo KQKD của VCI sẽ cải thiện bền vững nhờ thanh khoản hồi phục.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/1.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q4/2024, VCI

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% so với cùng kỳ	2023	2024	Tăng trưởng	% HSC dự báo
Tổng thu nhập HĐ	386	479	24%	1,409	1,978	40%	105%
Môi giới	9	59	556%	108	134	24%	119%
Cho vay ký quỹ	187	252	35%	689	873	27%	98%
HĐ tự doanh	201	155	-23%	659	985	49%	110%
Khác	(11)	13		(47)	(9)	-81%	150%
Lỗ tài chính	(189)	(193)	2%	(716)	(747)	4%	99%
Chi phí HĐ	(48)	(32)	-33%	(122)	(145)	19%	95%
Thu nhập khác	0	0		0	1		0%
LNTT	149	253	70%	570	1,089	91%	111%
Lợi nhuận thuần	123	218	77%	492	911	85%	108%

Nguồn: VCI, HSC

Đà tăng trưởng mạnh cho vay ký quỹ được giữ vững

Trong Q4/2024, lãi từ cho vay ký quỹ tăng 35% so với cùng kỳ đạt 252 tỷ đồng (tăng 22% so với quý trước) nhờ dư nợ cho vay ký quỹ tăng 40% so với cùng kỳ đạt 11,2 nghìn tỷ đồng, mức cao kỷ lục. Tăng trưởng cho vay ký quỹ của VCI sát với xu hướng ngành, trong đó những CTCK lớn như SSI (Mua vào, giá mục tiêu 29.500đ), HCM (Không khuyến nghị), TCBS (Tư nhân/Chưa niêm yết) và VPS (Tư nhân/Chưa niêm yết) cũng ghi nhận dư nợ cho vay ký quỹ cao kỷ lục.

Tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn CSH giảm xuống 87% trong Q4/2024 từ 125% trong Q3/2024, nhờ nền vốn cải thiện trong quý, thấp hơn so với bình quân ngành ở mức khoảng 100%.

Lãi suất cho vay ký quỹ giảm xuống 9,5% trong Q4/2024 từ lần lượt 9,9% và 11,7% trong Q3/2024 và Q4/2023. Từ đó, tỷ lệ NIM mảng cho vay ký quỹ của VCI giảm xuống 2,6% từ 3% trong Q3/2024.

Thu nhập đầu tư giảm vừa phải

Lãi hoạt động tự doanh Q4/2024 giảm 23% so với cùng kỳ và giảm 49% so với quý trước xuống 155 tỷ đồng, chủ yếu do lãi thuần bán tài sản tài chính FVTPL giảm 63% so với cùng kỳ xuống 70 tỷ đồng trong bối cảnh diễn biến chỉ số VNIndex kém tích cực trong quý.

VCI đã xây dựng lại danh mục tài sản tài chính FVTPL tăng lên 846 tỷ đồng, từ 476 tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2024 sau khi thực hiện hóa hơn một nửa danh mục trong quý. Danh mục tài sản tài chính FVTPL hiện chủ yếu bao gồm TPDN.

Danh mục tài sản tài chính AFS tăng 29% so với quý trước và tăng 27% so với cùng kỳ lên 8,4 nghìn tỷ đồng, đóng góp 89 tỷ đồng lợi nhuận, so với 29 tỷ đồng trong Q3/2024. Trong kỳ, VCI đã tăng đáng kể giá trị cổ phiếu vốn hóa lớn – như FPT (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 160.800đ), STB (Mua vào, giá mục tiêu 41.000đ) và KDH (Mua vào, giá mục tiêu 42.000đ) trong danh mục.

VCI cũng tiếp tục nắm giữ các khoản đầu tư PE dài hạn và có lãi bao gồm CTCP Sửa Quốc tế (IDP, Chưa khuyến nghị) và Tổng công ty Thanh toán Việt Nam (NAPAS; Chưa khuyến nghị).

Thời gian tới, HSC dự báo lãi hoạt động tự doanh sẽ cải thiện trong 6 tháng đầu năm 2025 nhờ điều kiện thị trường cải thiện và vốn CSH tăng lên.

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

KQKD cả năm 2024 của VCI bằng 111% dự báo cả năm của chúng tôi nhờ mảng nghiệp vụ môi giới và hoạt động tự doanh vượt dự báo. Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng mảng nghiệp vụ môi giới của VCI trong thời gian tới.

Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 4% và 8% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 22 lần, cao hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ Q4/2020 ở mức 14.8 lần và sát với định giá mục tiêu của chúng tôi.

HSC giữ nguyên khuyến nghị Nắm giữ, giá mục tiêu 33.800đ và dự báo cho đến khi hoàn thành đánh giá toàn diện hơn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKĐK (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,011	535	488	732	997
Lãi cho vay ký quỹ	708	689	887	1,105	1,351
Doanh thu HĐ tự doanh	1,373	1,196	1,289	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	2,728	3,731	4,147
Chi phí HĐ	(1,475)	(1,186)	(996)	(1,560)	(1,415)
Lợi nhuận HĐ	1,681	1,287	1,732	2,171	2,732
Lợi nhuận tài chính	(665)	(716)	(751)	(924)	(1,019)
Lợi nhuận khác	44.0	0	0	0	0
LNTT	1,060	571	981	1,247	1,713
Chi phí thuế TNDN	(191)	(78.0)	(137)	(175)	(240)
LNST	869	493	844	1,072	1,473
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	870	494	845	1,073	1,474

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	265	2,965	1,796
Phải thu	91.4	849	200	300	409
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	80.6	441	401	608	833
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	52.2	78.3	107
Tổng tài sản	14,243	17,255	18,859	24,158	26,068
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	716	1,073	1,462
Nợ phải trả	7,747	9,884	10,974	11,845	13,311
Vốn chủ sở hữu	6,495	7,371	7,886	12,314	12,760
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	410	659	947
Quỹ & vốn khác của CSH	1,331	1,675	1,724	1,809	1,916
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	18,859	24,158	26,068

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	9.30	28.1	7.91
Tăng trưởng cho vay (%)	(31.4)	51.4	22.0	20.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	13.7	(6.99)	(8.80)	50.0	36.2
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	(0.57)	41.9	14.2	5.00	10.0
Tăng trưởng VCSH (%)	(0.71)	13.5	6.98	56.2	3.62
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(14.9)	(21.6)	10.3	36.8	11.1
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	2.58	19.6	16.0	56.6	9.29
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.3)	(23.4)	34.6	25.3	25.8
Tăng trưởng LNTT (%)	(42.7)	(46.1)	71.8	27.1	37.4
Tăng trưởng LNST (%)	(42.0)	(43.3)	71.2	27.0	37.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	(42.0)	(43.2)	71.1	27.0	37.4
Định giá					
P/E (lần)	16.5	37.8	22.3	22.0	16.1
P/B (lần)	2.87	2.53	2.39	1.93	1.87
Lợi suất cổ tức (%)	2.14	3.66	2.44	3.66	4.27
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	1,470	1,488	2,030
DPS (đồng)	700	1,200	800	1,200	1,400
BVPS (đồng)	11,416	12,932	13,715	17,009	17,504
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	4.68	4.99	5.87
ROAE (%)	13.3	7.12	11.1	10.6	11.8
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.9	10.4	10.0	10.3	10.5
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.30	7.00	6.00	6.40	6.40
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	36.5	41.8	34.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.2	138	54.4	80.6	69.0
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