

## CẬP NHẬT NGÀNH CHỨNG KHOÁN:

# Tăng trưởng mạnh trong thị trường sôi động

## 1. Cập nhật Ngành Chứng khoán

### Quan điểm đầu tư

Hiện nay, các công ty chứng khoán trong khu vực đang được giao dịch với P/E và P/B 4 quý gần nhất trung bình là 25,1x và 2,8x. So với khu vực, các cổ phiếu chứng khoán của Việt Nam đang giao dịch với P/E và P/B quá khứ tương ứng là 13,9x và 1,6x, thấp hơn khá nhiều. Chúng tôi cho rằng các cổ phiếu chứng khoán niêm yết Việt Nam có mức giá hấp dẫn và hợp lý để đầu tư dài hạn.

Các dự phóng về KQKD các CTCK 2021F và 2022F được dựa trên giả định thanh khoản thị trường đạt trung bình 18.000 tỷ đồng/piên (gần với mức trung bình của Q1/2021) trong cả năm 2021 và tăng 15% trong năm 2022 nhờ môi trường lãi suất thấp có thể tiếp tục kéo dài sang 2022 và tỷ lệ gia nhập thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục gia tăng mạnh mẽ đến từ nhóm nhà đầu tư cá nhân. Chúng tôi dự báo VNIndex sẽ có thời điểm vượt 1.400 điểm trong năm 2021, và ước tính thận trọng VNIndex dao động xung quanh ngưỡng 1.400 điểm trong năm 2022.

**Bảng: Dự phóng kết quả kinh doanh của một số CTCK niêm yết**

	SSI		HCM		VCI		VND	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
Kế hoạch LNTT (tỷ đồng)	1.870		1.200		1.250		1.100	
Dự phóng LNTT(tỷ đồng)	2.100	N/A	1.330	1.628	1.413	1.673	1.782	2.493
% YoY	34,8%	N/A	101,4%	22,4%	48,5%	18,4%	106,7%	39,9%
Vốn chủ sở hữu	14.210,5	N/A	7.224,4	7.917,8	5.677,1	7.029,6	8.083,4	9.756,2
Vốn điều lệ	11.000	N/A	4.584	4.584,0	3.321	3.321	4.289,5	4.289,5
ROE	14,0%	N/A	18,3%	17,3%	22,4%	21,3%	24,1%	22,5%
EPS (đồng)	2.268	N/A	2.218	2.715	6.897	4.073	4.300	4.511
BVPS (đồng)	12.942	N/A	15.789	17.304	17.095	21.167	19.383	23.394
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	1.000	N/A	1.200	N/A	3.500	N/A	500	N/A
<b>Giá ngày 31/5/2021</b>	<b>44.400</b>		<b>39.250</b>		<b>79.500</b>		<b>49.700</b>	
<b>Giá điều chỉnh</b>	<b>30.711</b>		<b>30.833</b>		<b>39.750</b>		<b>32.100</b>	
Forward P/E	13,5	N/A	13,9	11,4	5,8	9,8	7,5	7,1
Forward P/B	2,37	N/A	1,95	1,78	2,33	1,88	1,66	1,37
Tỷ suất cổ tức	2,3%		3,1%		1,3%		1,0%	

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Hệ số giao dịch các CTCK trong khu vực**

Quốc gia	P/E theo EPS 4 quý gần nhất	P/B theo BVPS gần nhất
Indonesia	67,88	1,92
Kazakhstan	41,12	13,03
Bangladesh	34,87	1,68
Philippines	26,59	4,84
Ấn Độ	20,99	0,87
Pakistan	18,9	1,07
Việt Nam	13,94	1,6
Trung Quốc	13,74	1,22
Thái Lan	10,4	1,5
Malaysia	2,29	0,27
<b>Trung bình</b>	<b>25,1</b>	<b>2,80</b>

*Nguồn: Bloomberg theo giá đóng cửa ngày 31/5/2021*

## 2. Tổng quan ngành chứng khoán Q1/2021

Các công ty chứng khoán niêm yết ghi nhận KQKD tích cực trong Q1/2021. Cụ thể, theo thông kê chưa đầy đủ, 31 trong tổng số 35 CTCK niêm yết có LNTT Q1/2021 đạt tổng cộng 3.716 tỷ đồng, tăng gần 46 lần so với mức 81,4 tỷ đồng đạt được trong Q1/2020. Điều này là do các nguyên nhân chủ yếu sau:

- (i) LNTT Q1/2020 đạt thấp do ảnh hưởng tiêu cực của dịch bệnh Covid 19 đến thị trường thời gian đó.
- (ii) Doanh số giao dịch tăng mạnh do có nhiều nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường từ nửa cuối năm 2020 do mặt bằng lãi suất tiền gửi giảm sâu.
- (iii) Số dư cho vay ký quỹ tăng mạnh nhờ Tỷ lệ nhà đầu tư cá nhân ngày càng tăng trong tổng giao dịch.
- (iv) Doanh thu dịch vụ ngân hàng đầu tư gia tăng từ mảng trái phiếu doanh nghiệp.
- (v) Thị trường tăng điểm mạnh giúp tăng thu nhập từ tự doanh

Doanh số giao dịch toàn thị trường trong Q1/2021 tăng trưởng mạnh +283% YoY lên mức 1,1 triệu tỷ đồng. Trong nửa đầu quý 2 của 2021, doanh số giao dịch thị trường tăng 22% so với quý trước và tăng 306% so với cùng kỳ.

- **Thị phần các CTCK lớn cải thiện so với Q4/2020:** Các CTCK lớn trong top đầu thị phần môi giới trên sàn HOSE đã tích cực triển khai nhiều giải pháp cạnh tranh và nhờ vậy thị phần môi giới tại HOSE đã có cải thiện so với Q4/2020. Cụ thể VPS tăng 2,4%, SSI tăng 0,24%, HSC tăng 0,33% và VNDS tăng 0,18% so với Q4/2020. VCI và các CTCK nhỏ hơn trong Top 10 (trừ TCBS) bị mất thị phần.
- **Số dư cho vay ký quỹ gia tăng:** Xét riêng 4 CTCK niêm yết lớn nhất, tổng dư nợ cho vay ký quỹ đạt 21,5 nghìn tỷ đồng cuối quý 1/2021, tăng +74,6% so với cùng kỳ. Tỷ lệ cho vay trên vốn chủ sở hữu trung bình tăng từ 65,2% lên 127% trong cùng giai đoạn. Trong quý 1/2021, giá trị giao dịch hàng ngày trung bình đạt 18,881 tỷ đồng, tăng 3,9 lần so với mức 4,871 tỷ đồng đạt được trong quý 1/2020. Hơn nữa, giá trị VNIndex cuối quý 1/2021 đạt 1.191 điểm, tăng 1,8 lần so với 662,5 điểm đạt được cuối quý 1/2020. Do vậy, quy mô của cho vay ký quỹ so với quy mô thị trường thực chất đã giảm đi.

**Triển khai số hóa và các sản phẩm đầu tư:** Các CTCK trong Top 4 đều tích cực triển khai số hóa vận hành, sản phẩm và kênh bán hàng nhằm tăng biên lợi nhuận. Ngoài ra, các CTCK đều đẩy mạnh phát triển các sản phẩm mới để đáp ứng nhu cầu đa dạng của nhà đầu tư như: trái phiếu doanh nghiệp, sản phẩm cấu trúc liên quan đến tiền gửi ngắn hạn, bảo hiểm nhân thọ, chứng chỉ quỹ mở, v.v.

**Kế hoạch tăng vốn:** Cuối Q1/2021, tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ so với vốn chủ sở hữu của HSC đã tăng lên mức 1,86x, của VND ở mức 1,34x, gần mức trần 2,0x theo quy định. Đồng thời, dư địa phát triển mảng cho vay doanh nghiệp với tài sản đảm bảo là cổ phiếu còn lớn. Do đó, các CTCK lớn đều lên kế hoạch tăng vốn tổng cộng 6,443 tỷ đồng từ phát hành mới trong năm 2021.

**Bảng: Kế hoạch tăng vốn 4 CTCK lớn 2021**

Mã chứng khoán	%			Vốn điều lệ tăng thêm (tỷ đồng)		
	Cổ tức bằng cổ phiếu/ Cổ phiếu thưởng	Phát hành mới	Phát hành mới cho nhân viên (ESOP)	Cổ tức bằng cổ phiếu/ Cổ phiếu thưởng	Phát hành mới	Phát hành mới cho nhân viên (ESOP)
SSI	33,3%	43,2%	1,7%	2.191	2.605	100
VCI	100,0%		0,5%	1.665	-	9
HCM		50,0%			1.525	
VND		100,0%			2.204	
<b>Tổng</b>				<b>3.856</b>	<b>6.334</b>	<b>109</b>

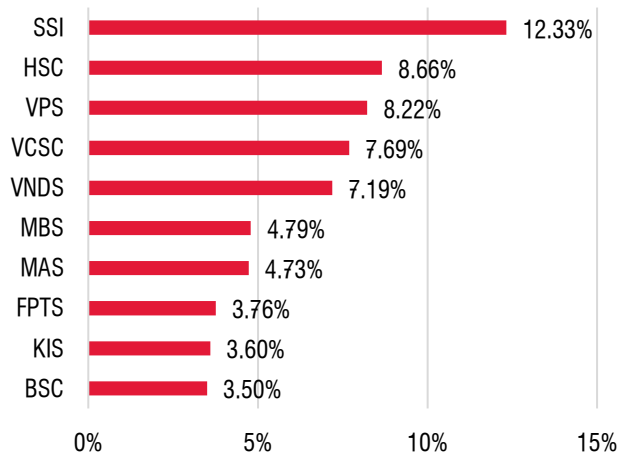
Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Cơ cấu doanh thu các CTCK**

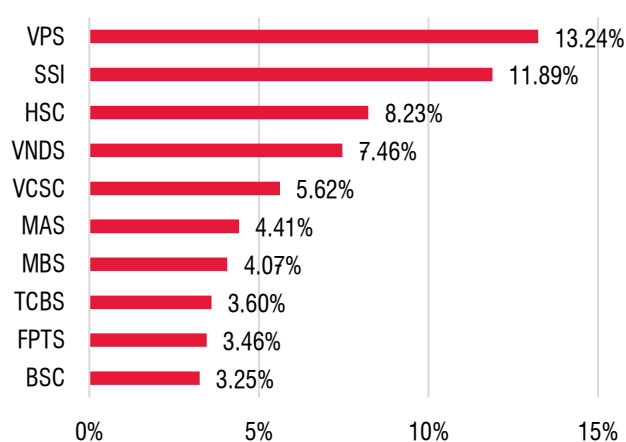
		SSI		HCM		VCI		VND	
		2020	Q1/2021	2020	Q1/2021	2020	Q1/2021	2020	Q1/2021
1	Môi giới và cho vay ký quỹ	38,4%	61,2%	74,1%	70,3%	51,1%	43,8%	46,8%	47,5%
2	Dịch vụ Ngân hàng đầu tư và quản lý quỹ	3,1%	3,2%	2,4%	2,1%	1,8%	0,2%	1,9%	0,5%
3	Đầu tư	51,8%	34,1%	23,2%	27,3%	46,0%	55,3%	50,2%	51,3%
4	Khác	6,7%	1,5%	0,4%	0,3%	1,1%	0,7%	1,2%	0,6%

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Biểu đồ: Thị phần môi giới HSX 2020 (%)**

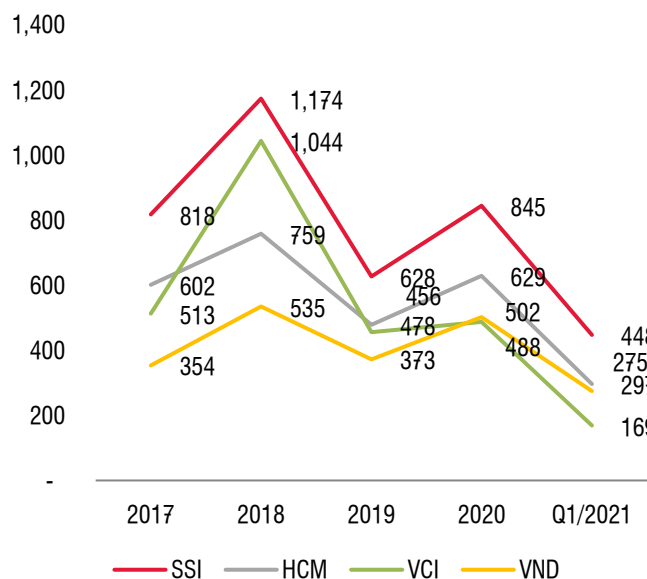


**Biểu đồ: Thị phần môi giới HSX Q1/2021 (%)**

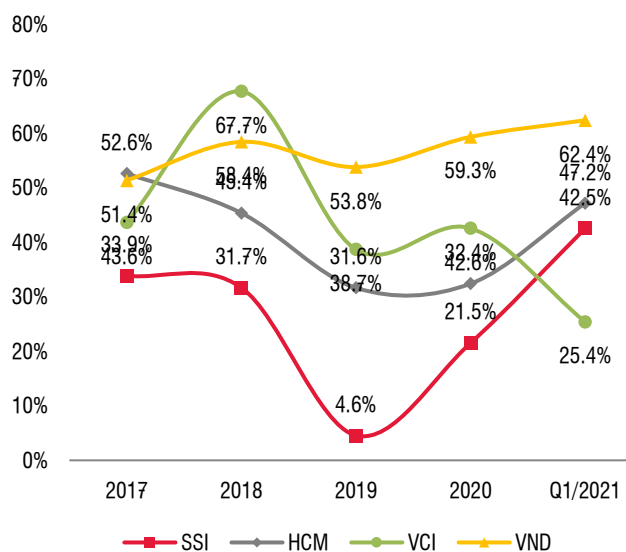


Nguồn: HSX, SSI Research

**Biểu đồ: Doanh thu phí môi giới các CTCK (tỷ đồng)**

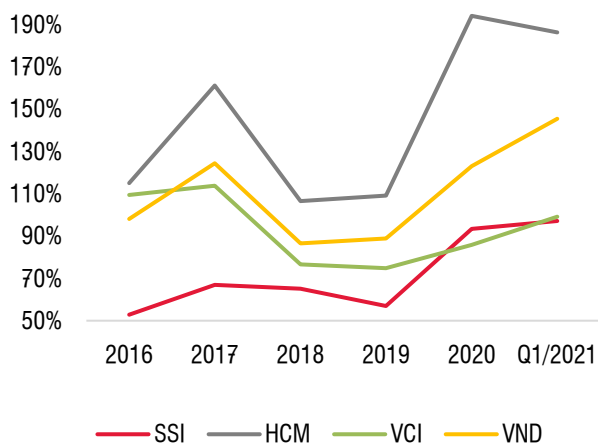


**Biểu đồ: Tỷ lệ biên ròng phí môi giới các CTCK**

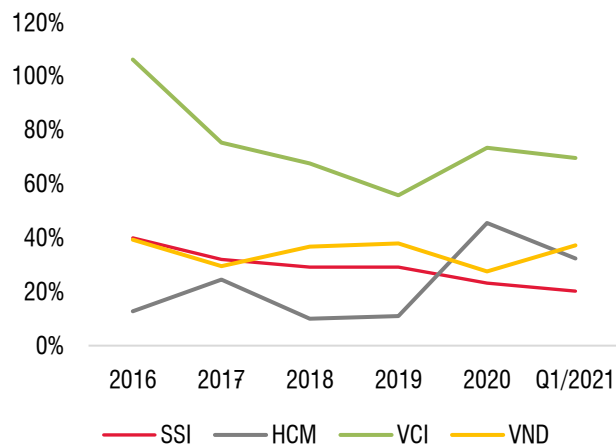


Nguồn: BCTC các CTCK, SSI Research

**Biểu đồ: Quy mô cho vay ký quỹ so với Vốn chủ sở hữu cổ đông các CTCK (%)**

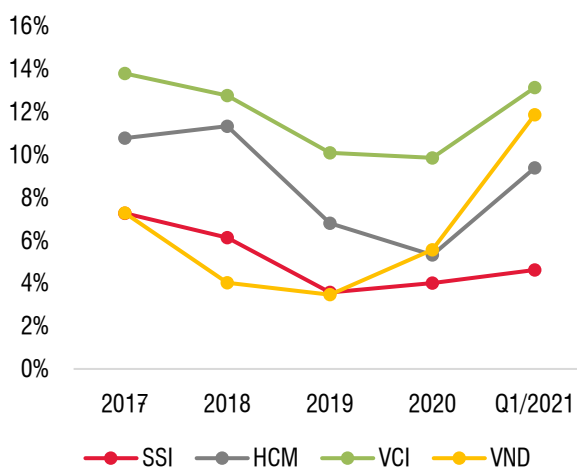


**Biểu đồ: Quy mô đầu tư cổ phiếu so với Vốn chủ sở hữu cổ đông các CTCK (%)**

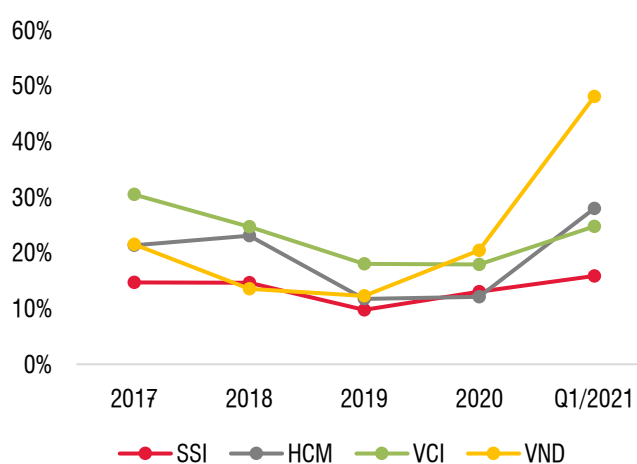


Nguồn: BCTC các CTCK, SSI Research

**Biểu đồ: ROA các CTCK (%)**



**Biểu đồ: ROE các CTCK (%)**



Nguồn: BCTC các CTCK, SSI Research

### 3. Công ty Chứng khoán SSI (SSI: HOSE)

#### Kết quả kinh doanh năm 2020

**Bảng: Các chỉ số kinh doanh Báo cáo thu nhập**

Tỷ đồng	1Q 2021	1Q 2020	% YoY	2020	2019	% YoY
Doanh thu phí môi giới	447,6	138,9	222,30%	845	627,6	34,60%
Cho vay ký quỹ	245,6	145,5	68,80%	525,1	677,9	-22,50%
Tài sản HTM	171,5	259	-33,80%	850	991,2	-14,20%
Đầu tư	215,1	-137,4	-256,60%	995,7	399,9	149,00%
Dịch vụ IB	13,1	35,2	-62,80%	87,1	88	-1,10%
Khác	40,5	49,5	-18,10%	261,3	141,3	85,00%
<b>Tổng thu nhập</b>	<b>1.133,4</b>	<b>490,6</b>	<b>131,00%</b>	<b>3.564,20</b>	<b>2.925,80</b>	<b>21,80%</b>
Chi phí hoạt động	-361,3	-223,6	61,60%	-1.069,50	-981,6	8,90%
Chi phí tài chính	-242,9	-259,1	-6,20%	-937,1	-838,6	11,70%
LNTT	529,1	8	6.543,40%	1.557,60	1.105,50	40,90%
LNST	422,8	9	4609%	-264,2	-18,3	1.343,40%

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Các chỉ tiêu tài sản**

Tỷ đồng	1Q 2021	2020	% YTD	1Q 2020	% YoY
Tổng tài sản	37.623	35.770	5,20%	27.500	36,80%
Vốn chủ sở hữu	11.447	9.873	15,90%	9.280	23,40%
Vốn điều lệ	6.498	6.029	7,80%	5.201	24,90%
Cho vay ký quỹ	11.123	9.226	20,60%	4.009	177,40%
Đầu tư cổ phiếu	2.317	2.291	1,10%	2.262	2,40%
Trái phiếu và tài sản HTM	30.423	26.463	15,00%	22.855	33,10%
Cho vay ký quỹ/Vốn CSH	0,97	0,93		0,43	

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Tỷ suất sinh lời tài sản**

(%)	1Q 2021	1Q 2020	2020	2019
Tỷ suất sinh lời tài sản FVTPL	6,50%	-10,20%	8,60%	12,60%
Tỷ suất sinh lời tài sản HTM	6,20%	7,10%	6,70%	7,40%
Lãi suất cho vay	9,70%	12,40%	7,20%	11,80%
Biên ròng phí môi giới	42,50%	11,30%	21,50%	4,60%
Biên lợi nhuận gộp	53,80%	28,60%	56,40%	63,80%
Biên lợi nhuận ròng	28,10%	1,00%	28,80%	28,00%
ROAA	4,60%	0,10%	4,00%	3,60%
ROAE	15,90%	0,40%	13,00%	9,80%

Nguồn: Công ty, SSI Research

Kết thúc năm 2020, công ty có tổng tài sản là 35.770 tỷ đồng - tăng 32,3% so với đầu kỳ, trong đó mức vốn chủ sở hữu là 9.873 tỷ đồng. Tổng tài sản tăng nhờ tăng nguồn vốn vay ngân hàng bổ sung cho hoạt động kinh doanh cho vay ký quỹ, kinh doanh trái phiếu và các hoạt động kinh doanh nguồn vốn.

SSI có năm thứ 7 liên tiếp dẫn đầu thị phần môi giới tại HOSE, đạt 12,33%. Giao dịch thị trường sôi động khiến doanh thu từ phí môi giới đạt 845 tỷ đồng, tăng 34,6% so với cùng kỳ năm 2019. Nhờ điều kiện thị trường thuận lợi trong quý 4/2020, doanh thu từ dịch vụ chứng khoán của riêng quý này đạt 474,35 tỷ đồng, tăng trưởng 43% so với cùng kỳ năm 2019. Biên ròng phí môi giới cả thiện lên 21,5% từ mức 4,6% năm 2019.

Hoạt động đầu tư quý IV/2020 có doanh thu tăng 130% so với cùng kỳ năm 2019, đạt mức 551 tỷ đồng, lợi nhuận tăng 278,5%. Bên cạnh đó, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh nguồn vốn và kinh doanh tài chính tăng 46% trong quý. Tính chung cả năm 2020, hoạt động đầu tư đem lại thu nhập ròng 996 tỷ đồng, tăng 2,5 lần so với mức 400 tỷ đồng đạt được năm 2019.

### **Kế hoạch 2021**

SSI đặt kế hoạch doanh thu hoạt động hợp nhất đạt 5.263 tỷ đồng, tăng 20,5% YoY và LNTT đạt 1.870 tỷ đồng, tăng +20% YoY.

**Cổ tức tiền mặt:** SSI dự kiến trả cổ tức 10% cho năm 2020, bằng mức chi trả của các năm trước.

**ESOP:** SSI sẽ phát hành 10 triệu cổ phiếu, tương ứng 1,66% vốn điều lệ, cho cán bộ nhân viên với giá bằng mệnh giá. Cổ phiếu sẽ bị hạn chế giao dịch 50% trong 2 năm và 50% còn lại sau 3 năm.

**Cổ phiếu thưởng:** ĐHCĐ 2021 thông qua kế hoạch trả cổ phiếu thưởng từ nguồn lợi nhuận để lại, với tỷ lệ 6:2, tối đa 2.191 tỷ đồng mệnh giá.

### **Phát hành thêm:**

- Cho cổ đông hiện hữu: SSI dự kiến phát hành 1.096 tỷ đồng mệnh giá cổ phiếu với tỷ lệ 6:1, với giá bằng mệnh giá.
- Phát hành riêng lẻ: 1.040 tỷ đồng mệnh giá với giá không thấp hơn bình quân giá đóng cửa 10 phiên liền trước ngày có quyết định của HĐQT.

Vốn điều lệ sau khi phát hành dự kiến 11.000 tỷ đồng, +82.4% YoY, tạo dư địa để SSI mở rộng quy mô cho vay ký quỹ và kinh doanh vốn.

### **Cập nhật KQKD Q1/2021**

Trong Q1/2021, SSI đạt 529 tỷ LNTT, tăng gấp 66 lần so với 8 tỷ đạt được cùng kỳ 2020, và hoàn thành 28,3% kế hoạch cả năm. Cụ thể, thu nhập phí môi giới đạt 448 tỷ đồng, tăng 222% YoY, từ cho vay ký quỹ đạt 246 tỷ đồng, tăng 68,8% YoY và thu nhập từ tự doanh đạt 215 tỷ, tăng mạnh từ mức lỗ 137,4 tỷ trong cùng kỳ 2020.

Thị phần môi giới cổ phiếu và chứng chỉ quỹ của SSI trên HOSE tăng nhẹ so với quý trước lên 11,89%, duy trì ở vị trí số 2.

Do sự mở rộng của việc số hóa dịch vụ, biên lợi nhuận từ hoạt động môi giới đã tăng đáng kể lên 42,5% từ 21,5% trong năm 2020.

## 4. Công ty Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HCM: HOSE)

### Kết quả kinh doanh năm 2020

**Bảng: Các chỉ số kinh doanh Báo cáo thu nhập**

Tỷ đồng	1Q 2021	1Q 2020	% YoY	2020	2019	% YoY
Doanh thu phí môi giới	296,6	109,2	171,6%	621,5	485,9	27,9%
Cho vay ký quỹ	222,1	116,3	90,9%	549,9	496,0	10,9%
Đầu tư	201,2	75,9	165,0%	269,9	190,1	42,0%
Dịch vụ IB	15,6	1,4	1.027,8%	37,7	53,6	-29,6%
Khác	2,3	1,8	32,2%	112,8	36,7	207,0%
<b>Tổng thu nhập</b>	<b>737,8</b>	<b>304,6</b>	<b>142,2%</b>	<b>1.591,8</b>	<b>1.262,4</b>	<b>26,1%</b>
Chi phí hoạt động	(336,1)	(178,5)	88,3%	(931,5)	(730,9)	27,4%
Chi phí tài chính	0,0	0,0		0,0	0,0	
LNTT	401,7	126,1	218,5%	660,3	531,4	24,3%
LNST	321,8	101,0	218,7%	530,5	432,6	22,6%

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Các chỉ tiêu tài sản**

Tỷ đồng	1Q 2021	2020	% YTD	1Q 2020	% YoY
Tổng tài sản	14.962	12.489	19,8%	6.264	138,9%
Vốn chủ sở hữu	4.762	4.440	7,2%	4.403	8,2%
Vốn điều lệ	3.059	3.059	0,0%	3.059	0,0%
Cho vay ký quỹ	8.876	8.624	2,9%	3.554	149,8%
Đầu tư cổ phiếu	1.543	2.022	-23,7%	233	561,2%
Trái phiếu và tài sản HTM	932	933	-0,1%	754	23,6%
Cho vay ký quỹ/Vốn CSH	1,86	1,94		0,81	

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Tỷ suất sinh lời tài sản**

(%)	1Q 2021	1Q 2020	2020	2019
Tỷ suất sinh lời tài sản FVTPL	28,1%	1,1%	4,8%	6,9%
Lãi suất cho vay	10,2%	11,3%	8,3%	12,5%
Biên ròng phí môi giới	47,2%	34,7%	32,4%	31,6%
Biên lợi nhuận gộp	39,0%	38,6%	38,9%	45,9%
Biên lợi nhuận ròng	27,7%	22,6%	23,6%	27,7%
ROAA	9,4%	5,9%	5,3%	6,8%
ROAE	28,0%	9,3%	12,1%	11,7%

Nguồn: Công ty, SSI Research



Lợi nhuận trước thuế năm 2020 đạt 660 tỷ đồng, tăng +24% so với cùng kỳ và vượt 16% kế hoạch năm. Kết quả này được thúc đẩy bởi doanh thu phí môi giới (chiếm 39% tổng doanh thu, +29% so với cùng kỳ), doanh thu tự doanh (chiếm 23% tổng doanh thu, +79% so với cùng kỳ) và thu nhập lãi cho vay ký quỹ (chiếm 35% tổng doanh thu, +8% so với cùng kỳ).

Doanh thu phí môi giới tăng trưởng tốt trong bối cảnh năm 2020 khi giá trị giao dịch bình quân hàng ngày (ADT), tăng +59% so với cùng kỳ và đạt 7,4 nghìn tỷ đồng. HCM duy trì vị trí thứ 2 về thị phần môi giới trên sàn HOSE (8,7%), bao gồm 6% thị phần cá nhân và 22,6% thị phần nước ngoài, theo ước tính của công ty (lưu ý rằng có sự khác biệt về phương pháp tính giữa các công ty). Tỷ suất lợi nhuận từ phí môi giới tăng nhẹ lên 32,4% so với 31,6% trong năm 2019.

Lợi nhuận từ hoạt động tự doanh được hưởng lợi từ xu hướng tăng của thị trường, khi chỉ số VN-Index tăng 14,9% lên 1.104 điểm. HCM đạt lợi nhuận tích cực từ giao dịch cổ phiếu, cũng như từ các công cụ phái sinh và chứng quyền có bảo đảm.

Trong khi đó, doanh thu từ mảng ngân hàng đầu tư bị ảnh hưởng bất lợi từ dịch Covid-19, chỉ đạt 38 tỷ đồng, giảm -30% so với cùng kỳ, chỉ từ một thương vụ (phát hành vốn của OCB).

### Kế hoạch kinh doanh năm 2021

HCM đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2021 đạt 1,2 nghìn tỷ đồng - tăng 82,5% so với cùng kỳ và được thúc đẩy nhờ tất cả các nguồn thu nhập bao gồm phí môi giới (+67% so với cùng kỳ), cho vay ký quỹ (+77% so với cùng kỳ), hoạt động tự doanh (+53% so với cùng kỳ) và ngân hàng đầu tư (+112% so với cùng kỳ).

Kế hoạch được đưa ra dựa trên giả định rằng ADT sẽ cải thiện lên 15,1 nghìn tỷ đồng, tăng 104% so với cùng kỳ. Thị phần môi giới cá nhân và tổ chức lần lượt đạt 6% và 23%, trong khi thị phần phái sinh dự kiến đạt 12%. Công ty có kế hoạch mở rộng hoạt động phái sinh với việc phát hành chứng quyền có bảo đảm.

Cho vay ký quỹ (+40% so với cùng kỳ) và đầu tư vào các công cụ tài chính (+96% so với cùng kỳ) được đặt kế hoạch chiếm 90% tổng tài sản.

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập dự kiến là 55%, giảm từ mức 59% trong năm 2020. HCM có kế hoạch tăng đầu tư vào công nghệ thông tin +5% so với cùng kỳ vào năm 2021, tiếp tục quá trình số hóa để vừa cải thiện trải nghiệm của khách hàng vừa nâng cao tỷ suất lợi nhuận.

**Bảng: Kế hoạch năm 2021**

(triệu đồng)	2020	KH 2021	% YoY
Doanh thu	1.591.732	2.668.634	67,7%
<i>Phí môi giới</i>	621.464	1.035.791	66,7%
<i>Lãi từ cho vay ký quỹ</i>	549.942	973.236	77,0%
<i>Lợi nhuận ròng từ hoạt động tự doanh</i>	369.388	564.607	52,8%
<i>Doanh thu ngân hàng đầu tư</i>	37.741	80.000	112,0%
<i>Doanh thu khác</i>	13.196	15.000	13,7%
Chi phí hoạt động	-931.518	-1.465.326	57,3%
Lợi nhuận trước thuế	660.214	1.203.308	82,3%
Lợi nhuận sau thuế	530.452	962.646	81,5%
ROAE (%)	12,10%	17,10%	
EPS (đồng)	1.738	2.093	20,4%
BVPS (đồng)	14.557	15.184	4,3%
Cổ tức tiền mặt	12%	12%	

Nguồn: HCM, SSI Research

**Duy trì chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 12%:** ĐHCĐ năm ngoái đã thông qua mức cổ tức tiền mặt 12% cho năm 2020. 5% trong số này đã được chi trả vào tháng 1/2021. ĐHCĐ này đã thông qua mức tỷ lệ 7% còn lại sẽ được chi trả vào tháng 5/2021. Tỷ lệ chi trả/lợi nhuận là 72% và ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 6/5/2021.

ĐHCĐ 2021 đã thông qua mức cổ tức tiền mặt cho năm 2021 là 12%, tương đương 1.200 đồng/cổ phiếu.

**Phát hành vốn mới để mở rộng kinh doanh:** Năm 2020, dư nợ cho vay ký quỹ đạt mức trần cho phép là gấp đôi giá trị vốn chủ sở hữu. HCM dự kiến tăng 1,5 nghìn tỷ đồng vốn điều lệ thông qua phát hành cổ phiếu như sau:

- Tỷ lệ quyền: 50%.
- Giá phát hành: 14.000 đồng/cổ phiếu.
- Tổng số tiền thu được dự kiến: 2,1 nghìn tỷ đồng, trong đó 70% sẽ được sử dụng để cho vay ký quỹ, 20% để bảo lãnh phát hành và 10% còn lại dành cho hoạt động tự doanh.
- Ngày giao dịch không hưởng quyền dự kiến vào Q2/2021.

Các tài liệu đã được trình UBCKNN phê duyệt.

**Giảm tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FOL):** ĐHCĐ đã thông qua việc giảm FOL của HCM từ 100% xuống 49%. HCM đã nâng FOL lên 100% cách đây 4 năm. Kể từ đó, FOL thực tế của HCM chỉ giao động từ 49% đến 51%. Trong tương lai, việc FOL vượt quá 50% sẽ khiến HCM thành công ty sở hữu nước ngoài, điều này sẽ gây khó khăn trong hoạt động tự doanh và vay nợ ngắn hạn của công ty.

**Giao dịch tại HNX:** HCM được niêm yết trên HSX. Tuy nhiên, hệ thống giao dịch của HSX đang quá tải, ảnh hưởng đến các giao dịch cổ phiếu của HCM. Để bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư, ĐHCĐ đã đồng ý tạm thời chuyển giao dịch cổ phiếu của công ty sang sàn HNX. HCM sẽ quay trở lại sàn HSX khi các vấn đề hiện tại của hệ thống giao dịch HSX được giải quyết.

### **Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2021**

Trong Q1/2021, HCM đạt 402 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng +219% so với cùng kỳ và hoàn thành 33% kế hoạch năm. Tình hình hoạt động tốt hơn được thúc đẩy bởi tăng trưởng phí môi giới +274% so với cùng kỳ, doanh thu từ cho vay +41% và doanh thu từ hoạt động tự doanh +245%. Do sự mở rộng của môi giới trực tuyến, biên lợi nhuận phí môi giới đã tăng đáng kể lên 47,2% từ 32,4% trong năm 2020.

Thị phần môi giới của HCM là 8,7%, đứng thứ 3 trên sàn HOSE. Thị phần của công ty giảm nhẹ so với quý trước do công ty kiên định khẩu vị rủi ro thấp và áp dụng biện pháp quản lý rủi ro thận trọng đối với hoạt động cho vay ký quỹ.

## 5. Công ty Chứng khoán Bản Việt (VCI: HOSE)

### Kết quả kinh doanh năm 2020

**Bảng: Các chỉ số kinh doanh Báo cáo thu nhập**

Tỷ đồng	1Q 2021	1Q 2020	% YoY	2020	2019	% YoY
Doanh thu phí môi giới	169,1	90,1	87,8%	475,8	456,3	4,3%
Cho vay ký quỹ	101,0	86,8	16,3%	295,3	331,7	-11,0%
Tài sản HTM	1,7	5,0	-66,3%	18,6	15,8	17,9%
Đầu tư	339,8	28,8	1.080,1%	685,9	540,7	26,9%
Dịch vụ IB	1,5	0,4	238,8%	27,4	45,9	-40,4%
Khác	4,3	3,1	38,3%	29,5	11,4	159,7%
<b>Tổng thu nhập</b>	<b>617,3</b>	<b>214,2</b>	<b>188,2%</b>	<b>1.532,6</b>	<b>1.401,8</b>	<b>9,3%</b>
Chi phí hoạt động	(204,4)	(59,8)	241,8%	(390,9)	(380,7)	2,7%
Chi phí tài chính	(49,0)	(64,7)	-24,2%	(190,6)	(166,1)	14,8%
LNTT	363,9	89,7	305,5%	951,0	855,0	11,2%
LNST	291,9	118,6	146,1%	768,9	693,2	10,9%

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Các chỉ tiêu tài sản**

Tỷ đồng	1Q 2021	2020	% YTD	1Q 2020	% YoY
Tổng tài sản	9.410	8.382	12,3%	7.160	31,4%
Vốn chủ sở hữu	4.911	4.521	8,6%	3.613	35,9%
Vốn điều lệ	1.656	1.656	0,0%	1.644	0,7%
Cho vay ký quỹ	4.871	3.882	25,5%	2.828	72,3%
Đầu tư cổ phiếu	3.421	3.324	2,9%	2.429	40,8%
Trái phiếu và tài sản HTM	480	109	340,7%	349	37,7%
Cho vay ký quỹ/Vốn CSH	0,99	0,86		0,78	

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Tỷ suất sinh lời tài sản**

(%)	1Q 2021	1Q 2020	2020	2019
Tỷ suất sinh lời tài sản FVTPL	151,6%	13,8%	95,4%	87,5%
Tỷ suất sinh lời tài sản HTM	6,2%	9,5%	10,1%	12,1%
Lãi suất cho vay	9,2%	11,8%	8,5%	11,4%
Biên ròng phí môi giới	25,4%	59,3%	42,6%	38,7%
Biên lợi nhuận gộp	55,6%	43,4%	69,8%	70,0%
Biên lợi nhuận ròng	37,5%	31,3%	44,5%	45,0%
ROAA	13,1%	6,6%	9,8%	10,1%
ROAE	24,8%	12,4%	17,9%	18,0%

Nguồn: Công ty, SSI Research

LNTT năm 2020 đạt 951 tỷ đồng, tăng 11,2% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ hoạt động đầu tư với thu nhập ròng đạt 686 tỷ đồng, tăng 26,9% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân đạt 17,9% dù tổng vốn chủ sở hữu bình quân của Công ty tăng 11,4% trong năm 2020 so với năm 2019.

VCSC tiếp tục củng cố thị phần môi giới trong Top 5 trên HSX với 7,69% thị phần, giảm 0,5% so với năm 2019. VCSC hiện có khoảng 50.000 tài khoản chứng khoán hoạt động tăng 12,1% so với 2019, doanh thu môi giới là khoảng 476 tỷ đồng (tăng nhẹ 4,3% so với năm 2019). Về mảng môi giới khách hàng cá nhân, VCI đang mất thị phần vào các công ty bạn.

Thu nhập từ mảng dịch vụ ngân hàng đầu tư, vốn là thế mạnh của VCI, chỉ đạt 27,4 tỷ đồng, giảm 40% so với cùng kỳ do chưa ghi nhận doanh thu nhiều thương vụ đã thực hiện. Một số thương vụ điển hình do VCI thực hiện trong năm 2020 bao gồm tư vấn cho MSN Group mua công ty bột giặt NET, Vina Capital thoái vốn tại CTCP Sữa Quốc tế (IDP), cổ đông của CTCP Bao bì Biên Hòa thoái vốn, PC1 chào bán 40% cổ phần của 3 dự án điện gió cho đối tác chiến lược Renova, v.v.

### Kế hoạch 2021

VCI đặt kế hoạch doanh thu hoạt động đạt 2.050 tỷ đồng, tăng +18,5% YoY và LNTT đạt 1.250 tỷ đồng, tăng +31.4% YoY với giả định VNIndex cuối năm dao động quanh mức 1.250 điểm.

VCI kỳ vọng sang năm 2021, hoạt động ngân hàng đầu tư sẽ tiếp tục bứt phá. VCI dự kiến các hợp đồng mà công ty đang thực hiện có giá trị giao dịch lớn ước tính khoảng 40.000 tỷ đồng trong năm 2021 ở các lĩnh vực tài chính tiêu dùng, hàng tiêu dùng, kho vận, v.v., tiếp tục ở vị trí số một trên thị trường. VCI cũng đặt mục tiêu nằm trong Top 5 về thị phần môi giới trên HOSE.

**Cổ tức tiền mặt:** Cho năm 2020, VCI đã chi trả cổ tức 10% trong 2020 và sẽ tiếp tục chi trả thêm 20% trong năm 2021. Cho năm 2021, tỷ lệ cổ tức dự kiến là 10-15%.

**ESOP:** VCI sẽ phát hành 900.000 cổ phiếu, tương ứng 0,54% vốn điều lệ, cho cán bộ nhân viên với giá 15.000 đ/cp. Cổ phiếu sẽ bị hạn chế giao dịch trong 1 năm.

**Cổ phiếu thưởng:** VCI dự định trả cổ phiếu thưởng từ nguồn lợi nhuận để lại, với tỷ lệ 100%, dự kiến trong quý 2 hoặc quý 3/2021.

### Cập nhật KQKD Q1/2021

Trong Q1/2021, VCI đạt 364 tỷ LNTT, tăng 306% YoY và hoàn thành 29% kế hoạch cả năm. Cụ thể, thu nhập phí môi giới tăng 88% YoY, từ cho vay ký quỹ tăng 16,3% YoY và thu nhập từ tự doanh đạt 340 tỷ, tăng gần 12 lần so với cùng kỳ.

Thị phần môi giới cổ phiếu và chứng chỉ quỹ của VCI trên HOSE tiếp tục giảm so với các quý trước, tụt xuống vị trí thứ 5 ở mức 5,62%.

## 6. Công ty Chứng khoán VNDS (VND: HNX)

### Kết quả kinh doanh 2020

Năm 2020, VNDS có tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNST rất tốt. ROE và ROA đạt lần lượt 20,5% và 5,6% cho thấy hiệu quả kinh doanh vốn cao. Cụ thể, LNST 2020 đạt 862 tỷ đồng, tăng 80% YoY, nhờ vào tăng trưởng mạnh mẽ các mảng nghiệp vụ môi giới (+34,8% YoY), đầu tư (+81% YoY), dịch vụ ngân hàng đầu tư (IB) (+48% YoY), trong khi chi phí hoạt động tăng thấp hơn doanh thu.

**Bảng: Các chỉ số kinh doanh Báo cáo thu nhập**

Tỷ đồng	1Q 2021	1Q 2020	% YoY	2020	2019	% YoY
Doanh thu phí môi giới	274,9	83,9	227,8%	502,3	372,6	34,8%
Cho vay ký quỹ	172,9	95,3	81,4%	361,4	407,9	-11,4%
Tài sản lãi suất cố định	108,8	105,9	2,7%	381,0	391,4	-2,6%
Đầu tư	375,2	6,1	6.031,6%	358,5	198,1	81,0%
Dịch vụ IB	5,1	0,2	3.056,9%	35,1	23,7	47,9%
Khác	6,0	3,5	73,5%	207,5	37,9	447,8%
<b>Tổng thu nhập</b>	<b>942,9</b>	<b>294,8</b>	<b>219,8%</b>	<b>1.845,8</b>	<b>1.431,7</b>	<b>28,9%</b>
Chi phí hoạt động	(209,1)	(113,8)	83,7%	(612,0)	(512,7)	19,4%
Chi phí tài chính	(89,5)	(109,2)	-18,0%	(371,8)	(439,4)	-15,4%
LNTT	644,3	71,8	796,8%	862,1	479,6	79,8%
LNST	499,9	58,1	759,6%	692,8	382,7	81,0%

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Các chỉ tiêu tài sản**

Tỷ đồng	1Q 2021	2020	% YTD	1Q 2020	% YoY
Tổng tài sản	19.188	14.542	31,9%	11.330	69,4%
Vốn chủ sở hữu	4.492	3.824	17,5%	3.307	35,8%
Vốn điều lệ	2.204	2.204	0,0%	2.204	0,0%
Cho vay ký quỹ	6.537	4.706	38,9%	2.194	197,9%
Đầu tư cổ phiếu	1.671	1.054	58,5%	1.349	23,9%
Tài sản lãi suất cố định	9.839	7.760	26,8%	6.431	53,0%
Cho vay ký quỹ/Vốn CSH	1,46	1,23		0,66	

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Bảng: Tỷ suất sinh lời tài sản**

(%)	1Q 2021	1Q 2020	2020	2019
Tỷ suất sinh lời tài sản FVTPL	87,9%	-10,9%	47,4%	14,4%
Tỷ suất sinh lời tài sản HTM	8,8%	7,0%	7,3%	7,0%
Lãi suất cho vay	12,3%	15,0%	9,9%	14,9%
Biên ròng phí môi giới	62,4%	58,3%	59,4%	53,8%
Biên lợi nhuận gộp	75,7%	58,2%	75,3%	79,9%
Biên lợi nhuận ròng	45,9%	13,1%	32,9%	25,5%
ROAA	11,9%	2,0%	5,6%	3,5%
ROAE	48,1%	7,1%	20,5%	12,3%

Nguồn: Công ty, SSI Research

## Mảng môi giới

Năm 2020, trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt, VNDS là CTCK duy nhất trong top 4 gia tăng được thị phần môi giới cổ phiếu/CCQ trên HSX, đạt 7,2% cao hơn so với 6,81% năm 2019. Doanh thu phí môi giới 2020 đạt 502,3 tỷ đồng, tăng 34,8% YoY. Sang Quý 1/2021, VNDS tiếp tục gia tăng thị phần môi giới lên 7,46%, cao hơn mức 7,28% đạt được trong quý 4/2020.

Hiện nay doanh số môi giới của VNDS từ 3 nguồn:

- Khách hàng tự giao dịch chủ động: với đối tượng này công ty thu phí giao dịch ở mức thấp.
- Khách hàng có MG tư vấn: VNDS vẫn duy trì được biên lợi nhuận môi giới không bị giảm. Hiện đây vẫn là kênh mang lại giá trị giao dịch lớn nhất.
- Kênh quản lý tài sản: trong năm 2020, bên cạnh kênh môi giới truyền thống, VNDS mở ra cách tiếp cận dịch vụ theo hướng D-GO, bao gồm tư vấn đầu tư và quản lý tài sản do công ty thực hiện tập trung trên nền tảng số. Dịch vụ này tư vấn cho NĐT phân bổ thu nhập và tài sản vào các loại tài sản khác nhau do công ty phân phối (tiền gửi, trái phiếu doanh nghiệp, đầu tư cổ phiếu, chứng chỉ quỹ, mua bảo hiểm, v.v.)

Trong dịch vụ môi giới, hướng phát triển của VNDS vẫn tập trung về công nghệ, con người và hệ sản phẩm dịch vụ. Nhờ những nỗ lực này, số lượng tài khoản mở mới năm 2020 đạt gần 120.000 tài khoản, chiếm 30% số lượng tài khoản mở mới toàn thị trường.

Doanh số giao dịch môi giới cổ phiếu tại VNDS trong Q1/2021 tăng mạnh đạt 163,4 nghìn tỷ, tăng 4,2 lần so với cùng kỳ, tương đương 62% mức cả năm 2020.

Biên ròng doanh thu môi giới ngày càng được cải thiện, tăng từ 53,8% năm 2019 lên 59,4% năm 2020 và 62,4% trong Q1/2021.

## Cho vay ký quỹ

Nhờ có sự mở rộng cơ sở khách hàng và thị phần môi giới, dư nợ cho vay ký quỹ cuối Q1/2021 đạt 6,54 nghìn tỷ đồng, tăng 39% so với đầu năm và tăng gần gấp 3 lần so với cùng kỳ. Số dư này tương đương 1,46 lần vốn chủ sở hữu, vẫn thấp hơn mức trần cho phép là 2 lần.

Thu nhập lãi từ cho vay đạt 173 tỷ đồng trong Q1/21, tăng 81,4% YoY, với lãi suất cho vay bình quân đạt 12,3%, cao hơn đáng kể mức trung bình 9,9% năm 2020 và không bị giảm thấp so với đà giảm của mặt bằng lãi suất huy động trên thị trường.

## Hoạt động kinh doanh vốn

VNDS duy trì tỷ lệ Ng/Tổng tài sản tương đối cao (74%) và có tỷ trọng tài sản đầu tư vào trái phiếu và tài sản nắm giữ đến khi đáo hạn (HTM) cao (51%). Đầu tư cổ phiếu chiếm 8,7% tổng tài sản cuối Q1/2021.

Tỷ suất sinh lời tài sản FVTPL tăng mạnh trong Q1/21, đạt 88%, cao hơn mức 47,4% của cả năm 2020.

Tỷ suất sinh lời trái phiếu và tài sản HTM đạt 8,8%, tăng so với 7,3% năm 2020. Một phần trong đó là từ nghiệp vụ mua bán trái phiếu doanh nghiệp để phân phối lại cho nhà đầu tư cá nhân. Dự báo tỷ lệ này sẽ tiếp tục gia tăng thời gian tới.

## Chi phí quản lý trong xu hướng giảm

VNDS đã và đang theo đuổi chiến lược số hóa và tự động hóa. Nhờ vậy, chi phí quản lý công ty chỉ chiếm 19,4% tổng doanh thu năm 2020, giảm so với các năm trước (24,4% năm 2018 và 21,6% năm 2019).

## Kế hoạch kinh doanh 2021

**Bảng: Kế hoạch kinh doanh 2021 của VNDS**

	2021P	2020A	% YoY
Doanh thu hoạt động	2.556	2.127	20,2%
Dịch vụ chứng khoán	1.080	737	46,5%
Dịch vụ đầu tư tài chính	260	180	44,4%
Dịch vụ IB	71	42	69,0%
Kinh doanh vốn	1.129	1.103	2,4%
Đầu tư vốn chủ sở hữu	16	65	-75,4%
Chi phí hoạt động	1.051	923	13,9%
Chi phí quản lý	405	351	15,4%
<b>LNTT</b>	<b>1.100</b>	<b>853</b>	<b>29,0%</b>
<b>LNST</b>	<b>880</b>	<b>685</b>	<b>28,5%</b>

Nguồn: Công ty, SSI Research

Theo ban lãnh đạo, dự kiến trong năm 2021, VNDS sẽ mở được số tài khoản tương đương 60% số tài khoản tích lũy được trong 14 năm hoạt động.

**Cổ tức:** tiền mặt tương đương 5% mệnh giá.

**Tăng vốn:** VNDS dự kiến phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1, giá bán 14,500 đồng/cp. Thời gian dự kiến trong năm 2021 hoặc đầu năm 2022. Dự kiến công ty sẽ tăng vốn điều lệ lên 4,290 tỷ và thu được thặng dư vốn là 1.043 tỷ đồng.

## Cập nhật KQKD Q1/2021

Trong Q1/2021, VNDS đạt doanh thu 943 tỷ đồng, tăng 220% YoY, trên nền thấp của Q1/2020 khi thị trường giảm mạnh do dịch Covid-19. Các nguồn thu chính tăng trưởng mạnh là doanh thu môi giới đạt 275 tỷ đồng (+228% YoY), cho vay ký quỹ đạt 173 tỷ đồng (+81,4% YoY), lãi từ đầu tư FVTPL đạt 375 tỷ so với chỉ 6,1 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái, thu lãi từ tài sản lãi suất cố định đạt 109 tỷ (+2,7% YoY).

LNTT và LNST đạt tương ứng 644 tỷ đồng và 500 tỷ đồng gấp 8,6 lần cùng kỳ 2020, đạt 59% kế hoạch cả năm 2021. ROA and ROE quy năm đạt tương ứng 11,9% và 48,1%, cao hơn các công ty khác trong Top 5 thị phần HOSE.

## KHUYẾN CÁO

---

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

---

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

---

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

---

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp  
nganlt@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích  
tamntd@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

---

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp  
quyenlbn@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

---

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhtk@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tuntt@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tranglh@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

---

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715