

MUA

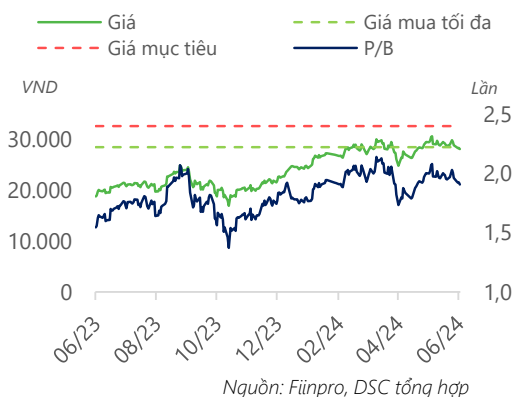
Giá mục tiêu 2024: **32.650 VND**
Upside: **16%**
Cập nhật: 21/6/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Thực hiện thành công kế hoạch tăng vốn sau 5 năm giúp HSC bổ sung thêm vốn và dư địa cho hoạt động cho vay margin.

Tiêu cực: Danh mục tự doanh gia tăng đầu tư vào cổ phiếu, có thể tiềm ẩn rủi ro khi thị trường chứng khoán biến động tiêu cực, tuy nhiên cũng là cơ hội trong một thị trường tăng giá.

Rủi ro: Quá trình nâng hạng TTCK Việt Nam chậm hơn dự kiến, hệ thống KRX không vận hành theo đúng kế hoạch.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Môi giới chứng khoán
Giá hiện tại (VND)	28.100
Vốn hóa (Tỷ VND)	19.782
Số lượng CPLH (triệu cp)	704,0
EPS 4 quý gần nhất (VND)	1.468,7
P/B	1,9
Cao nhất 1 năm (VND)	31.250
Thấp nhất 1 năm (VND)	16.846

HCM

Chứng khoán HSC

DSC

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HCM trên cơ sở tiềm năng tăng trưởng của ngành Chứng khoán và định giá cổ phiếu đang ở vùng hấp dẫn.

Chúng tôi lạc quan về mức tăng trưởng của HSC trong năm 2024, ước tính doanh thu (cộng gộp lãi/lỗ tự doanh) đạt 3.084 tỷ (+37% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 1.425 tỷ (+69% YoY).

Động lực tăng trưởng của HSC trong giai đoạn tới được thúc đẩy bởi (1) TTCK dự báo đang bước vào chu kỳ tăng mới, (2) chiến lược cải thiện mảng dịch vụ của HSC đang từng bước mang lại hiệu quả, (3) đầu tư vào TPDN là làn gió mới cho hoạt động tự doanh.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quyết tâm lấy lại thị phần môi giới

HSC đang lên kế hoạch để giành lại thị phần môi giới. Bên cạnh việc hoàn thành kế hoạch phát hành cổ phiếu, doanh nghiệp dự kiến có thể bổ sung vốn thông qua vay ngân hàng và kênh trái phiếu. Bên cạnh đó, phí dịch vụ môi giới cũng được điều chỉnh theo hướng linh động và cạnh tranh hơn để thu hút khách hàng. HSC đang hướng đến mục tiêu thị phần KHCN tăng gấp đôi tại thời điểm cuối 2024.

Dư nợ cho vay trên đà vượt đỉnh

Dư nợ của HSC đang thuộc top đầu, đạt 14.200 tỷ trong Q1.24 và đang tiệm cận mức đỉnh 14.523 tỷ đạt được trong Q1.22. HSC đang tiếp tục bổ sung vốn cho mảng margin với mục tiêu đưa dư nợ của HSC lên tới 18.000-20.000 tỷ. Với mức dư nợ kỷ lục như vậy, lãi từ cho vay sẽ tăng trưởng mạnh, ước tính đạt 1.532 tỷ trong năm 2024.

Đầu tư TPDN là làn gió mới cho tự doanh

Từ trước đến nay, HSC khá hạn chế việc đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Khoản đầu tư vào trái phiếu trong danh mục hầu hết là trái phiếu của BIDV, độ an toàn cao tuy nhiên lãi suất không quá hấp dẫn. Trong ĐHCĐ vừa qua, HSC cho biết thời gian tới mảng tự doanh sẽ có thêm hoạt động đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Chúng tôi kỳ vọng mảng đầu tư mới này sẽ giúp kết quả hoạt động tự doanh có sức bật tốt hơn trong thời gian tới.

TỔNG QUAN

HSC là một trong những CTCK đứng đầu trong việc tạo lập thị trường cho các quỹ ETF và Chứng quyền có đảm bảo.

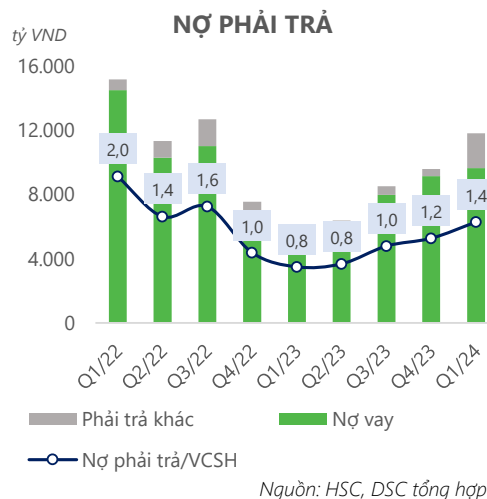
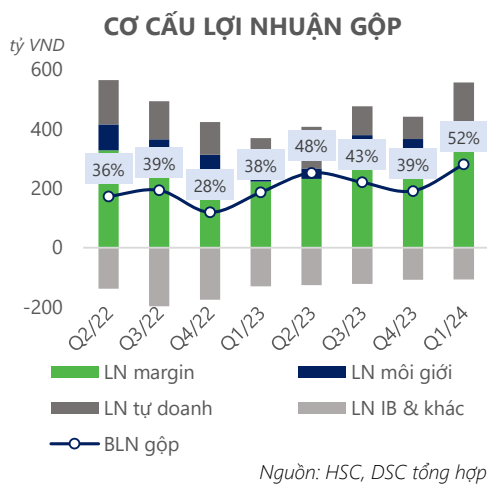
Đây cũng là một trong những CTCK top đầu, liên tục duy trì vị trí top 5 thị phần môi giới trên HOSE. Doanh nghiệp đang hướng tới mục tiêu tăng gấp đôi thị phần môi giới khách hàng cá nhân trong năm 2024.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Lợi nhuận tăng trong bối cảnh TTCK diễn biến tích cực

Kết quả kinh doanh của HSC tương đối khởi sắc trong quý vừa qua. Cụ thể, doanh thu hoạt động ghi nhận 863 tỷ (+37% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 346 tỷ (+125% YoY). Doanh thu và lợi nhuận khởi sắc nhờ mảng dịch vụ cải thiện rõ rệt và hoạt động tự doanh tương đối hiệu quả.

Năm 2024, HSC đặt mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu đạt 3.182 tỷ (+41% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 1.450 tỷ (+72% YoY). Tính đến hết Q1.24, doanh nghiệp đã hoàn thành được ~23% kế hoạch năm.



Tăng nợ vay để bổ sung vốn cho hoạt động kinh doanh

Nợ phải trả của HSC vẫn đang trong đà tăng kể từ Q1.23, chủ yếu là do tăng nợ vay ngắn hạn. Tính đến hết Q1.24, nợ vay ngắn hạn ghi nhận 9.662 tỷ (+5,5 %QoQ, +80% YoY). Vốn vay chủ yếu được sử dụng để bổ sung vốn cho hoạt động cho vay margin và mở rộng thị phần mảng môi giới.

Với mục tiêu dư nợ margin 2024 lên đến 18.000-20.000 tỷ và mở rộng danh mục tự doanh sang mảng TPDN, dự kiến nợ vay của HSC sẽ còn tiếp trong thời gian tới, hệ số nợ phải trả/VCSH ước tính tăng lên mức 1,4 lần

Tuy nhiên, đây vẫn là mức đòn bẩy khá an toàn và tương đương nhiều doanh nghiệp khác trong ngành, vì vậy việc tăng nợ vay của HSC là không đáng ngại và ít tiềm ẩn rủi ro.

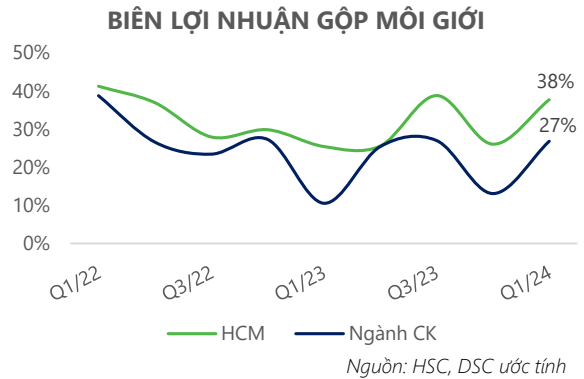
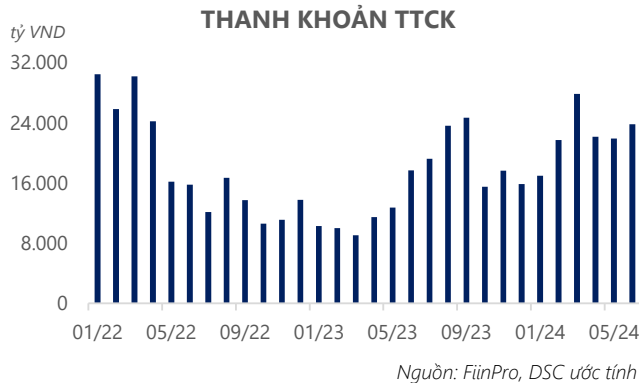
LUẬN ĐIỂM 1:

Quyết tâm giành lại thị phần môi giới khách hàng cá nhân

HCM

Chứng khoán HSC

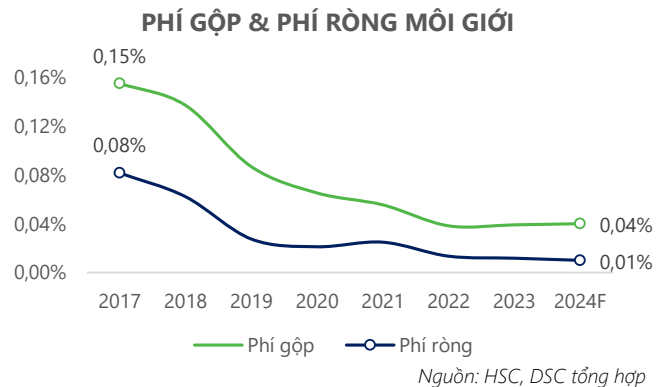
DSC



Biên lợi nhuận môi giới duy trì tốt hơn so với mặt bằng chung

Thị trường chứng khoán diễn biến tích cực với thanh khoản cải thiện rõ rệt so với giai đoạn trước giúp lợi nhuận môi giới các CTCK tăng trưởng so với cùng kỳ. Tuy nhiên khi nhìn vào kết quả kinh doanh trong 2 năm trở lại đây, mảng môi giới của ngành chứng khoán đã có sự sụt giảm rõ rệt về cả doanh thu và lợi nhuận do xu hướng miễn/giảm phí giao dịch đang ngày càng phổ biến hơn.

Mặc dù vậy, biên lợi nhuận gộp môi giới của HSC nhìn chung luôn cao hơn so với trung bình ngành, đồng thời, mức độ biến động của biên gộp cũng không quá lớn như các CTCK khác. Chúng tôi cho rằng, mảng môi giới của HSC không quá đặc sắc nhưng ổn định hơn các đối thủ là nhờ duy trì được tệp khách hàng tổ chức.



Chiến lược lấy lại thị phần môi giới khách hàng cá nhân

Thị phần môi giới KHCN của HSC đã suy giảm mạnh trong các năm gần đây xuất phát từ một số nguyên nhân: (1) HSC tập trung vào tệp KHTC, (2) quá trình tăng vốn diễn ra chậm hơn dự kiến và (3) thiếu vốn do các ngân hàng cắt giảm hạn mức tín dụng.

Để lấy lại thị phần đã mất, HSC đang lên kế hoạch cải thiện các yếu tố kể trên. Cụ thể, bên cạnh việc hoàn thành kế hoạch phát hành cổ phiếu, doanh nghiệp cho biết có thể bổ sung vốn thông qua vay ngân hàng và kênh trái phiếu. Phí dịch vụ môi giới cũng được điều chỉnh theo hướng linh động và cạnh tranh hơn để thu hút khách hàng.

Chúng tôi cho rằng, kế hoạch này đang mang lại hiệu quả tích cực khi thị phần môi giới KHCN của HSC đang từng bước cải thiện trong 3 quý vừa qua. Ước tính thị phần môi giới của HSC sẽ có thể trở lại ngưỡng 6,x% trong năm 2024.

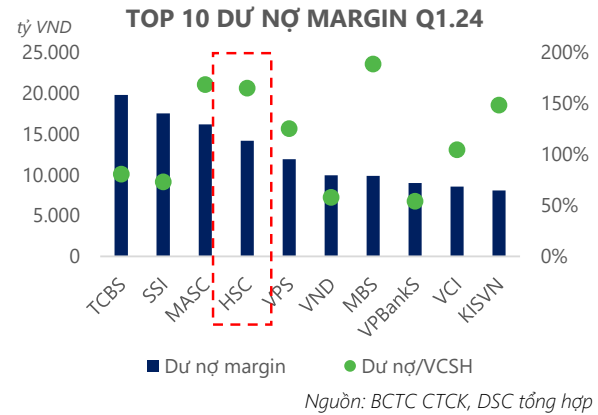
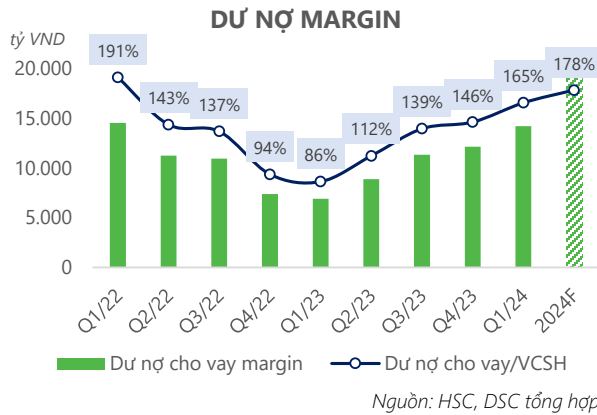
LUẬN ĐIỂM 2:

Dư nợ margin trên đà vượt đỉnh

HCM

Chứng khoán HSC

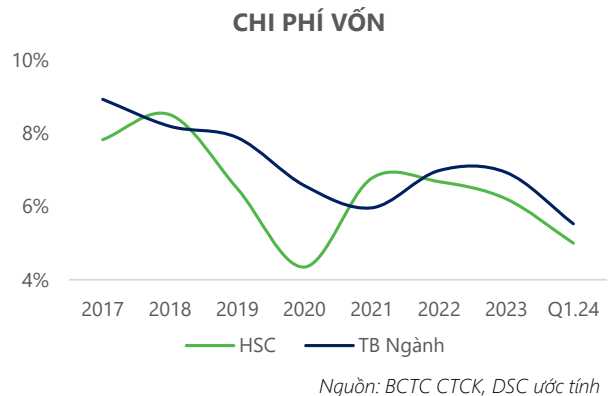
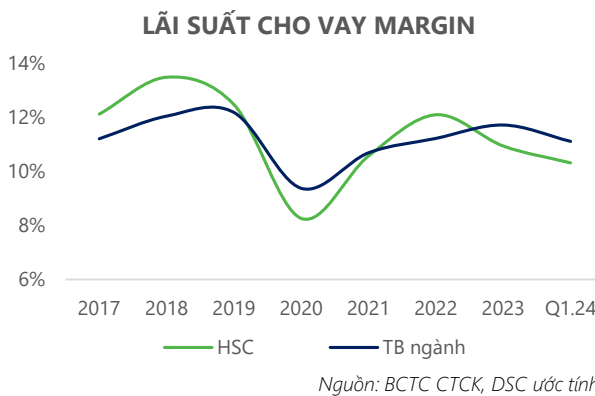
DSC



Dư nợ tiệm cận mức đỉnh, tiến tới mục tiêu kỷ lục trong năm nay

Dư nợ margin của HSC đã tăng liên tục kể từ vùng đáy Q1.23. Tính đến hết ngày 31.03.2024, dư nợ cho vay đạt 14.200 tỷ, tiệm cận mức đỉnh 14.523 tỷ. Mặc dù dư nợ margin đang thuộc top đầu, HSC vẫn đang tiếp tục bổ sung vốn cho mảng kinh doanh này. Dư địa cho vay cũng sẽ được nới rộng hơn khi doanh nghiệp đã thành công hoàn thành kế hoạch tăng vốn sau 5 năm. Ước tính tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSH của HSC có thể đạt ngưỡng 178% trong năm 2024.

Chúng tôi cho rằng, nhiều khả năng dư nợ của HSC đã vượt đỉnh trong Q2.24 và đang tiến đến mục tiêu 18.000-20.000 tỷ dư nợ đặt ra trong ĐHCĐ. Với kịch bản VNIndex thành công vượt mốc 1.300 điểm, việc hoàn thành mục tiêu này là hoàn toàn khả thi.



Hoạt động cho vay được hỗ trợ bởi chi phí vốn tương đối thấp

Ước tính, lãi suất cho vay margin của HSC hạ nhiệt dần kể từ năm 2022 và đang ở mức thấp hơn so với trung bình ngành (~11-12%). Chúng tôi cho rằng, doanh nghiệp có thể thực hiện việc hạ phí là nhờ chi phí vốn giảm xuống mức thấp.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở mức tương đối thấp sẽ tạo điều kiện cho HSC tiếp tục giữ lãi suất cho vay margin ở mức cạnh tranh. Kết hợp với sự hồi phục của thị phần môi giới, mảng margin dự báo sẽ có sức bật mạnh mẽ, ước tính lợi nhuận đạt ~1.532 tỷ, tương đương tăng trưởng 44% so với cùng kỳ.

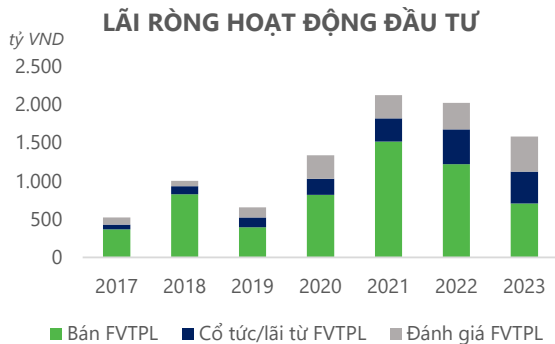
LUẬN ĐIỂM 3:

Kỳ vọng mở rộng mảng tự doanh sẽ đem lại làn gió mới

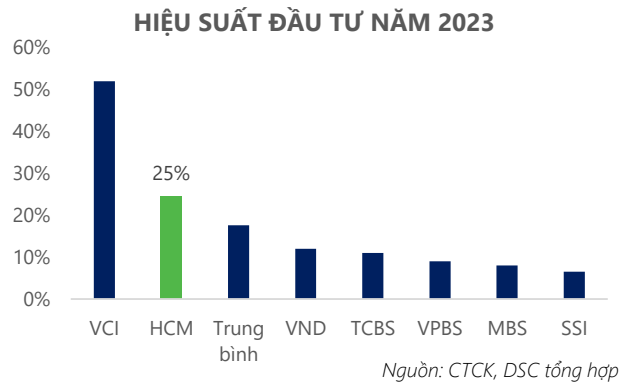
HCM

Chứng khoán HSC

DSC



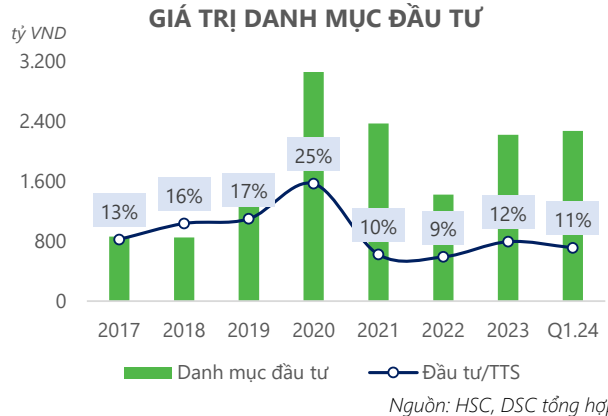
Nguồn: HSC, DSC tổng hợp



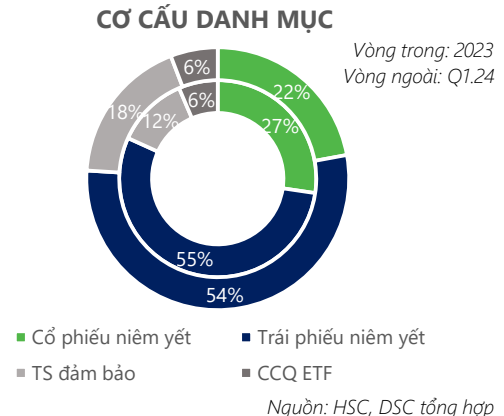
Nguồn: CTCK, DSC tổng hợp

Lợi nhuận thực, hiệu suất tốt

Lợi nhuận tự doanh của HSC chủ yếu đến từ việc bán cổ phiếu và thu cổ tức hoặc lãi từ trái phiếu. Vì vậy, mặc dù không bùng nổ trong 2 năm trở lại đây nhưng lợi nhuận đến từ dòng tiền thực chứ ít khi có kết quả đột biến từ đánh giá lại TSTC FVTPL như một số CTCK khác. Quy mô danh mục không quá lớn nhưng hiệu suất của HCM tương đối tốt, cao hơn các đối thủ như VND, SSI,... và cao hơn mức trung bình ngành. Chúng tôi nhận thấy hiệu suất đầu tư của HSC được hỗ trợ phần lớn từ cổ tức và lãi phát sinh từ tài sản tài chính.



Nguồn: HSC, DSC tổng hợp



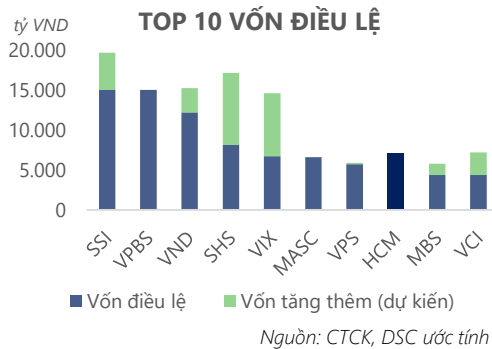
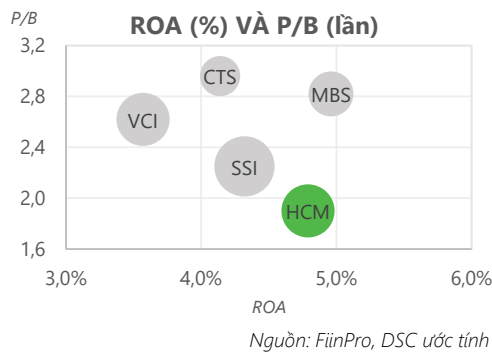
Nguồn: HSC, DSC tổng hợp

Mở rộng danh mục đầu tư với mảng trái phiếu doanh nghiệp

Hoạt động tự doanh từ trước đến nay hầu hết là tạo lập thị trường cho các quỹ ETF và Chứng quyền có đảm bảo nên danh mục của HSC thường duy trì một lượng nhất định cho chứng quyền và ETF. HSC cũng khá hạn chế việc đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Khoản đầu tư vào trái phiếu trong danh mục hầu hết là trái phiếu của BIDV có độ an toàn cao, tuy lãi suất không quá hấp dẫn.

Trong ĐHCĐ vừa qua, HSC cho biết thời gian tới mảng tự doanh sẽ có thêm hoạt động đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Nghị định 65 có hiệu lực giúp chất lượng TPDN được nâng cao, tăng cường tính minh bạch của thị trường, giảm bớt rủi ro cho nhà đầu tư. Vì vậy đây là thời điểm hợp lý để đầu tư vào mảng này. Chúng tôi kỳ vọng, việc đầu tư thêm vào TPDN sẽ giúp cho doanh thu và lợi nhuận mảng tự doanh của HSC tăng trưởng tốt hơn kể từ 2025. Đồng thời trong dài hạn, khi hoạt động đầu tư vào các quỹ ETF trở nên sôi động hơn, đây cũng sẽ là một kênh đầu tư có tiềm năng tăng trưởng cho HSC.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	2.851	2.254	3.084
% DTT (YoY)	-36%	-21%	37%
Lợi nhuận gộp	1.415	1.207	2.192
Lợi nhuận trước thuế	1.068	842	1.425
% LNTT (YoY)	-25%	-21%	69%



DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

Với kịch bản TTCK vận động tích cực trong nửa cuối năm, doanh thu mảng môi giới 2024 ước tính tăng trưởng 18-20% svck, lãi từ cho vay margin tăng ~44% svck nhờ dư nợ trung bình đạt ~17.000-18.000 tỷ và lợi nhuận tự doanh tăng trưởng nhờ hiệu suất tốt hơn của các cổ phiếu trong danh mục đầu tư.

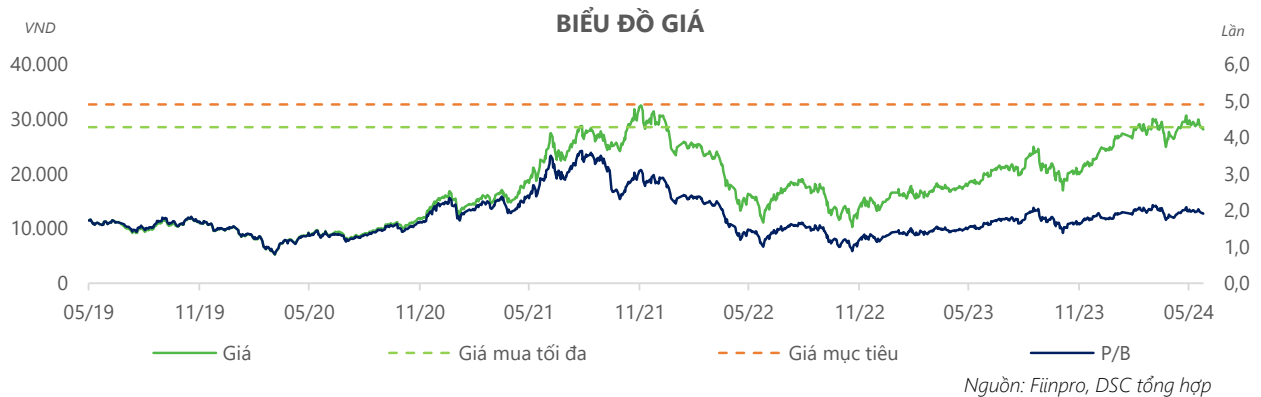
Ước tính, doanh thu của HSC (cộng gộp lãi/lỗ tự doanh) đạt 3.084 tỷ (+37% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 1.425 tỷ (+69% YoY).

Định giá

Hiện tại, P/B của cổ phiếu HCM đang ở ngưỡng 1,9 lần, thấp hơn mức trung bình ngành Chứng khoán (2,3x lần). Chúng tôi cho rằng, mức định giá của HCM chưa phản ánh hết kỳ vọng và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Vì vậy, đây là mức định giá rẻ và hấp dẫn đối với nhà đầu tư ưa thích cổ phiếu nhóm ngành Chứng khoán.

Sử dụng phương pháp định giá P/B, với BVPS forward đạt 16.325 VND/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu: 32.650 VND/cp (upside 16% so với giá đóng cửa ngày 20/06/2024).

*Chúng tôi thực hiện điều chỉnh mức định giá và dự phóng so với báo cáo trước do HSC đã nhận được thông báo của HOSE về kết quả thay đổi vốn điều lệ sau chào bán cổ phiếu ra công chúng.



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn