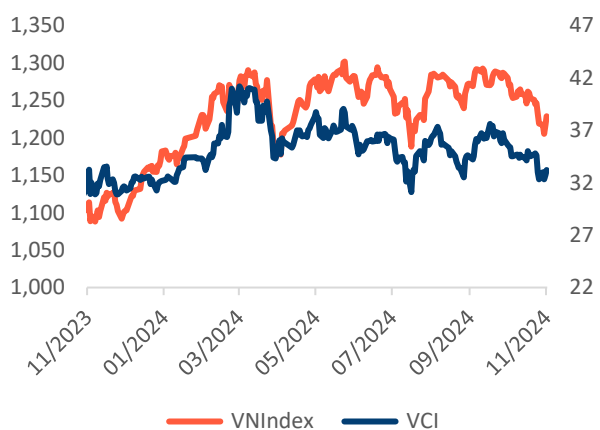


Thông tin cổ phiếu (21/11/2024)

Giá hiện tại	33,200 VND
Giá mục tiêu	41,600 VND
Giá cao nhất 52 tuần	41,200 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	30,900 VND
KLGD TB 1 tháng	6,868,539 CP
Vốn hóa TT	23,840 tỷ VND
BVPS	15,044 VND
Beta	1.76

DIỄN BIẾN GIÁ VCI VÀ VNINDEX



HIỆU SUẤT ĐẦU TƯ CỦA VCI VÀ VNINDEX



Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị “Khả quan” đối với cổ phiếu VCI khi kết quả kinh doanh với lợi nhuận sau thuế Q3/2024 đạt 215.4 tỷ (+20.3% so với cùng kỳ), duy trì mức LNST trên 200 tỷ trong hai quý liên tiếp. Với giá mục tiêu 41,600đ, tiềm năng tăng giá đối với cổ phiếu là 25.30% so với mức 33,200đ ở ngày 21/11/2024.

Chúng tôi đánh giá khả quan đối với cổ phiếu VCI vì các yếu tố sau:

- (1) VCI là doanh nghiệp hiệu quả thuộc top đầu trong mảng tự doanh, thị phần nhà đầu tư tổ chức và mảng Ngân hàng đầu tư (IB). Ngoài ra Công ty thuộc top 4 thị phần giá trị giao dịch môi giới ở hoạt động chứng khoán cơ sở trong Q3/2024 tại Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.
- (2) Kế hoạch xoay trục tập trung hơn vào thị phần nhà đầu tư cá nhân với kế hoạch chi tiết và đạt được kết quả đáng ghi nhận. Thị phần môi giới đang trên phục hồi sau giai đoạn suy giảm, cụ thể VCI có quý thứ 3 liên tiếp phục hồi từ nền thấp, quý 3/2024 đạt mức 6.78% so với 5.32% của quý 2/2024, 5.57% ở quý 1/2024; 4.60% quý 4/2023, và 4.00% quý 3/2023. Thị phần khối khách hàng tổ chức đang khá tốt, đứng trong top 3 toàn thị trường do Công ty có thể mạnh về mạng lưới khách hàng và nghiên cứu.
- (3) Hưởng lợi từ việc giá trị giao dịch thị trường chứng khoán năm 2024 dự kiến tăng 11-18% so với 2023, lãi suất dù tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức nền thấp so với mặt bằng lãi suất một năm trước, điều này hỗ trợ dòng tiền ưu tiên thị trường chứng khoán hơn so với các kênh đầu tư khác (như bất động sản, vàng), thanh khoản thị trường do vậy dự kiến sẽ được gia tăng.
- (4) VCI đang giao dịch với mức P/B~2.72, tương đương gần mức trung bình 5 năm (khoảng ~2.12 lần)
- (5) Quản trị doanh nghiệp: Ban lãnh đạo có năng lực và tầm nhìn tốt, quản trị rủi ro có tính tuân thủ cao; tỷ suất lợi nhuận duy trì ổn định, cổ tức tiền mặt với tỷ lệ phổ biến 5-7% năm.

Dự báo kết quả kinh doanh 2024-2025

- (1) Năm 2024, FNS ước tính doanh thu thuần (DT) và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 2,511 tỷ (+2.0% svck) và 574 tỷ (+17.0% svck). EPS 2024 là 1,306 VND.
- (2) Năm 2025, dự báo DT và LNST lần lượt đạt 2,637 tỷ (+5.0% svck) và 677 tỷ (+18.0% svck), EPS 2025 là 943 VND.

Yếu tố thời điểm và Dự báo kết quả kinh doanh ngắn hạn (6 tháng cuối năm 2024)

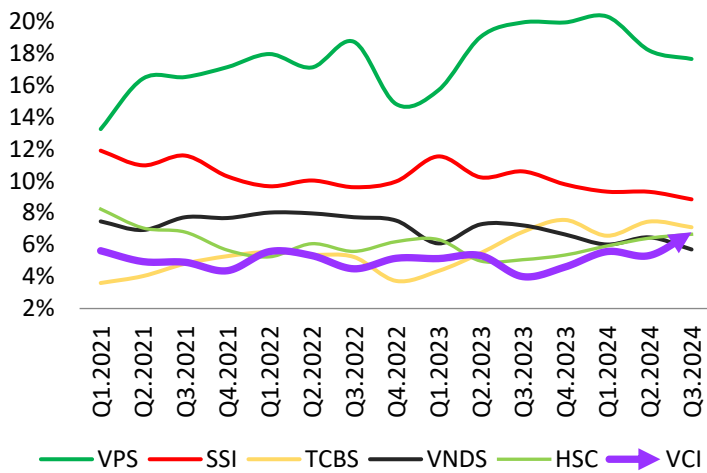
- (1) Chúng tôi ước tính VCI nhiều khả năng vượt mạnh 100% kế hoạch lợi nhuận trước thuế của năm 2024 khi công ty đã hoàn thành 119% kế hoạch chỉ sau ba quý đầu năm 2024 (vượt kế hoạch 19%).
- (2) Chúng tôi cho rằng việc VCI xoay trục và tập trung hơn vào mảng khách hàng cá nhân sẽ hỗ trợ công ty từng bước lấy lại thị phần đã mất, đặc biệt khi hệ thống giao dịch mới (KRX) sắp được vận hành và kỳ vọng nâng hạng từ cận biên lên thị trường mới nổi đối với thị trường chứng khoán Việt Nam.

Rủi ro

- (1) Mảng tự doanh: Tự doanh gia tăng tỷ trọng vào danh mục cổ phiếu có thể gây rủi ro tiềm ẩn khi thị trường chứng khoán biến động không như kỳ vọng.
- (2) Mảng ngân hàng đầu tư (IB): Hoạt động IPO hoặc thị trường M&A sẽ không mạnh mẽ hoặc không bùng nổ như giai đoạn 2020-2021 trực tiếp ảnh hưởng đến doanh thu kỳ vọng của mảng này.
- (3) Việc xoay trục tập trung nhiều hơn vào mảng khách hàng cá nhân nhưng kế hoạch có thể chưa đạt kết quả như kỳ vọng. Ngoài ra, hệ thống phần mềm mới (KRX) không vận hành đúng theo kế hoạch, hoặc quá trình nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam chậm hơn kỳ vọng dẫn đến việc tổng giá trị giao dịch toàn thị trường duy trì ở mức trung bình thấp.

I. TỔNG QUAN NGÀNH

1. Top 5 Công ty Chứng khoán thị phần lớn nhất Sở GDCK TP.HCM (HOSE) quý 3/2024. 5 CTCK có thị phần Môi giới lớn nhất HOSE



Nguồn: VCI, FNS Research

Trong một năm đầy biến động của kinh tế thế giới cùng với những ảnh hưởng địa chính trị, kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng duy trì được sự ổn định. Tăng trưởng GDP 2023 đạt 5.05% và tổng vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đến hết năm 2023 đạt hơn 240 tỉ USD, tương đương 56.4% GDP. Riêng sàn Giao dịch chứng khoán Tp.HCM (HOSE) là 186 tỉ USD. Thanh khoản bình quân toàn thị trường đạt 25,735 tỷ đồng trong Q2/2024, tăng 3.5% so với Q1/2024 và tăng 62% svck. Kể từ đầu năm, thanh khoản bình quân toàn thị trường đạt 25,346 tỷ đồng, tăng 44.7% so với năm 2023 và tăng 85.7% svck.

Vị thế thị phần: Q3/2024, 6 công ty chứng khoán dẫn đầu năm giữ 52.69% thị phần môi giới cổ phiếu toàn thị trường, số liệu công bố từ Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE), trong đó Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap (VCI) trở lại vị trí thứ 4 thị phần trên Sàn HOSE (quý 4/2023 nằm ở top 8).

Mảng ngân hàng đầu tư (IB), năm 2024 danh mục tư vấn của VCI có giá trị thương vụ dao động từ 45-50 nghìn tỷ, trong đó có 2 thương vụ khá lớn với giá trị giao dịch hơn 10 nghìn tỷ/ thương vụ và Công ty hy vọng ít nhất thành công 1 thương vụ trong năm nay, giá trị kỳ vọng mà mảng IB có thể thu về dự kiến vào khoảng 300 tỷ trở lên.

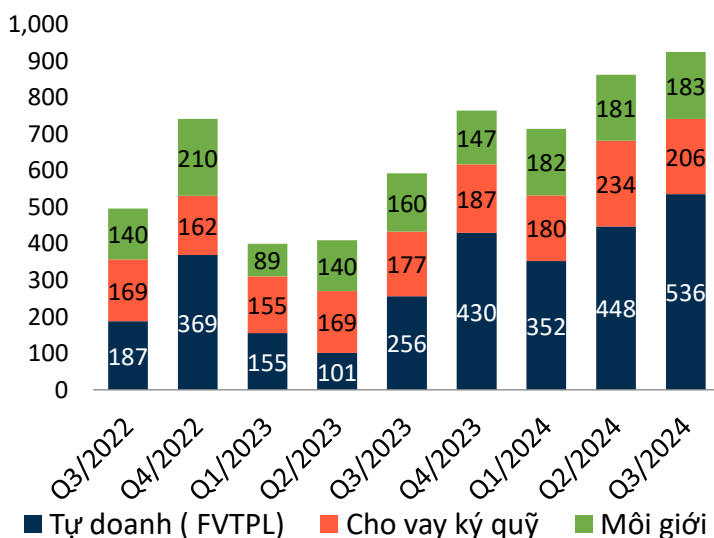
Thị phần VCI lần đầu tiên bị hạ từ vị trí thứ 5 xuống vị trí thứ 8 trong năm 2023. Ban lãnh đạo nhìn nhận có sự chưa nắm bắt kịp xu hướng và đã có kế hoạch xoay trục, tập trung nhiều cho mảng nhà đầu tư cá nhân, từ marketing đến tăng cường hệ thống. Công ty đã phục hồi quay trở lại thị phần Top 4 trong Q3/2024, cải thiện 2 bậc so với top 6 ở Q2/2024. Lý do cho việc bị hạ thị phần trong năm 2023 là chiến lược trước nay (trước Covid) Công ty tập trung nhiều vào các nhà đầu tư tổ chức, tại Việt Nam trước Covid thị phần nhà đầu tư tổ chức chiếm 30-40%, nhà đầu tư cá nhân chiếm 60-70%; tuy nhiên sau Covid, nhà đầu tư cá nhân chiếm 90%, nhà đầu tư tổ chức chỉ chiếm 10%, do vậy ảnh hưởng đến thị phần của công ty.

Tuy nhiên, xét về kết quả kinh doanh thì VCI vẫn duy trì biên lợi nhuận ròng trên mức 20% qua các năm. 9T2024 Công ty đạt lợi nhuận sau thuế tăng 87.6% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận ròng tăng trưởng dương trở lại và duy trì khá tốt với mức phổ biến 19% - 28% mỗi quý.

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	6T2023	9T2024
DT thuần (Tỷ đồng)	1,541	1,730	3,707	3,156	2,472	1,000	2,697
LNST (Tỷ đồng)	693	769	1,499	869	492	190	692
Biên LNR	45%	44%	40%	28%	20%	19%	26%

Nguồn: VCI, FNS research

3 mảng đóng góp doanh thu lớn nhất



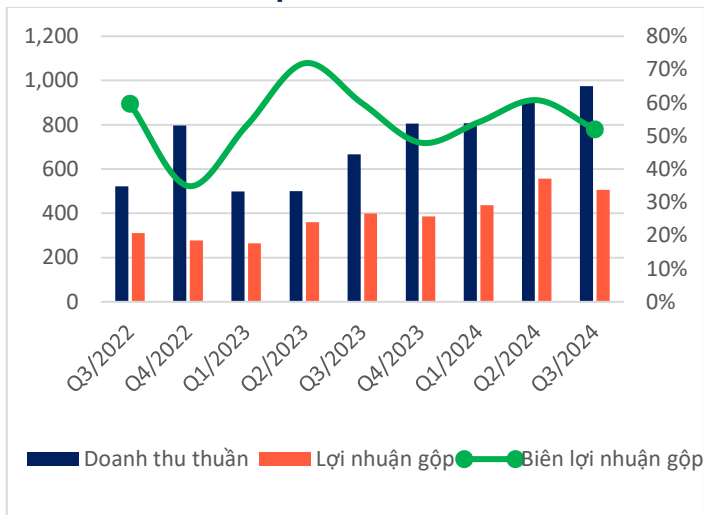
Nguồn: VCI, FNS Research

Tự doanh, cho vay ký quỹ và Môi giới là 3 mảng lớn nhất đóng góp vào doanh thu

Doanh thu của VCI trong các quý gần nhất thì lớn nhất là hai mảng Tự doanh và Cho vay ký quỹ với kết quả bắt đầu hồi phục và tăng mạnh. Doanh thu mảng Tự doanh Q3/2024 là 536 tỷ, Q2/2024 là 448 tỷ, Q1/2024 là 352 tỷ. Quý gần nhất đang có tín hiệu vượt mức cao nhất của giai đoạn cuối 2021. Đáng chú ý VCI ghi nhận lãi từ cho vay ký quỹ đạt trên 200 tỷ đồng trong hai quý gần đây bên cạnh tự doanh tăng trưởng đều 2 quý liên tiếp. Việc đẩy mạnh Tự doanh, cho vay ký quỹ này phù hợp với định hướng tập trung phát triển mạnh vào các mảng kinh doanh cốt lõi của ngành.

2. KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh

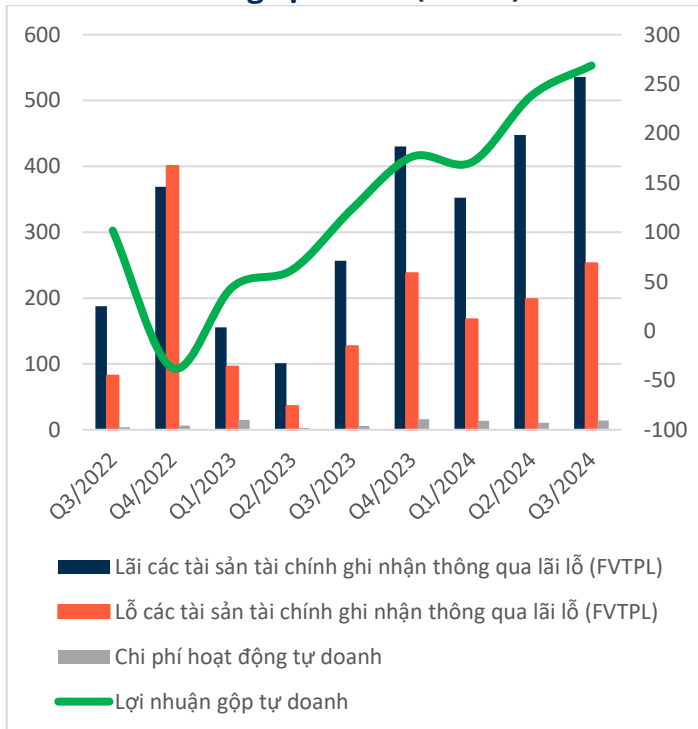


Nguồn: VCI, FNS Research

Doanh thu trên đường hồi phục: Doanh thu và Lợi nhuận gộp Q3/2024 của VCI đạt lần lượt 974 tỷ (+46% YoY) và 506 tỷ (+27% YoY). Kết quả kinh doanh tăng mạnh so với cùng kỳ và đang có tín hiệu bước vào xu hướng tăng ở 4 quý gần nhất.

Điểm đáng chú ý là biên lợi nhuận gộp vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao ở các quý gần đây, đều ở bên trên 50% trong sáu quý gần nhất nhờ sự tăng trưởng mạnh của cả ba mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi: Tự doanh, Cho vay ký quỹ (margin) và Hoạt động môi giới. Tổng thể, các mảng kinh doanh chính (cho vay ký quỹ, tự doanh, môi giới) của VCI đều ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực.

Mảng tự doanh (FVTPL)



Nguồn: VCI, FNS Research

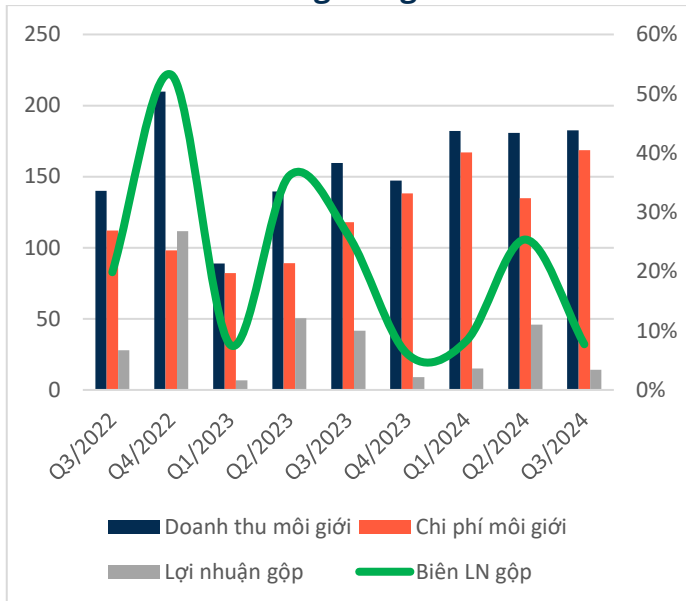
Mảng tự doanh: Chứng khoán niêm yết (AFS và FVTPL) chiếm phần lớn với hơn 90% danh mục, tăng tỷ trọng cổ phiếu niêm yết

Lợi nhuận gộp tự doanh tăng lên 269 tỷ (+117% YoY) trong quý 3 vừa qua, chủ yếu đến từ Lãi các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ (FVTPL) tăng mạnh (+109% YoY), cao hơn nhiều so với các mức tăng ở khoản mục Lỗ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ và chi phí tự doanh.

Phần lớn giá trị danh mục là tài sản tài chính ngắn hạn sẵn sàng để bán (AFS) 6,513 tỷ và tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/ lỗ (FVTPL) 476 tỷ. Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) chiếm tỷ trọng thấp với giá trị 310 tỷ.

So với đầu năm, VCI đã bán một số khoản đầu tư như MSN, MBB, PNJ, STB và hạ tỷ trọng ở KDH. Công ty tăng tỷ trọng vào FPT, TDM và trái phiếu.

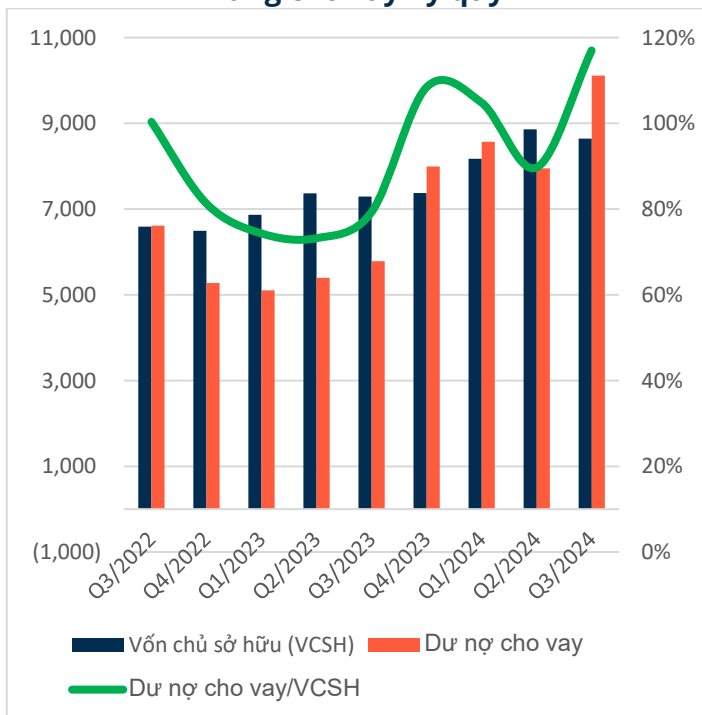
Mảng Môi giới



Mảng môi giới: Doanh thu môi giới tiếp tục đà hồi phục, tuy nhiên chi phí mảng môi giới tăng tỷ lệ thuận cùng doanh thu. Mảng môi giới mang lại doanh thu 183 tỷ (+14% YoY), lợi nhuận gộp đạt 14 tỷ (-66% YoY) ở Q3/2024. Sự xoay trục của công ty cùng với việc thị trường giao dịch sôi động trong 3 quý đầu năm giúp kết quả kinh doanh mảng này cải thiện nhẹ, tuy nhiên chi phí mảng này tăng tương ứng khiến biên lợi nhuận gộp chưa có nhiều đột phá. Lãnh đạo công ty nhìn nhận rằng 2023 công ty chưa nắm bắt kịp xu hướng phát triển của nhà đầu tư cá nhân nên công ty chậm trong việc xoay trục. Từ đầu năm 2024 Công ty đã đầu tư tập trung nhiều hơn từ hệ thống, IT... đối với nhà đầu tư cá nhân, thị phần của VCI tại HOSE tăng từ top 8 ở 2023 lên top 4 ở Q3/2024.

Nguồn: VCI, FNS Research

Mảng cho vay ký quỹ



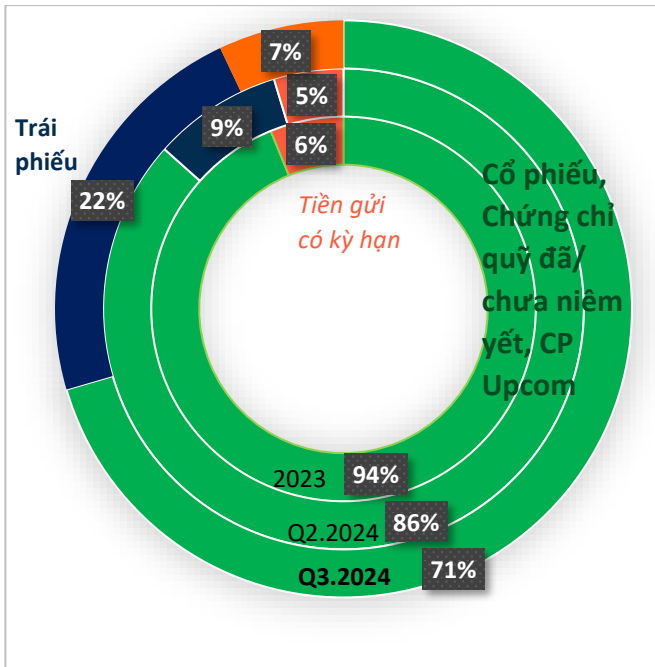
Nguồn: VCI, FNS Research

Mảng cho vay ký quỹ: Công ty tiếp tục kế hoạch mở rộng dư nợ cho vay. Từ đầu năm 2024 VCI đã có kế hoạch tập trung đầu tư mảng môi giới nhà đầu tư cá nhân và tiếp tục theo đuổi chiến lược tối đa hóa lợi nhuận cho cổ đông.

Kết thúc Q3/2024 dư nợ cho vay trên vốn chủ sở hữu có quý tăng trưởng mạnh với dư nợ cho vay đạt gần 10,112 tỷ đồng. Tổng dư nợ cho vay này đạt mức cao kỷ lục trong 12 quý gần nhất nhưng đã đạt mức bình quân giai đoạn cuối năm 2021 - 2022.

Tỷ lệ dư nợ/VCSH tính từ Q2/2023 đang trên đà đi lên và hiện đạt mức 117%. Dư địa cho vay của VCI nói riêng và các CTCK nói chung còn room để phát triển, tỷ lệ dư nợ/VCSH của VCI hiện đang gần mức cao nhất của thời điểm Q4/2021 (117.7%).

Cấu trúc tài sản tài chính

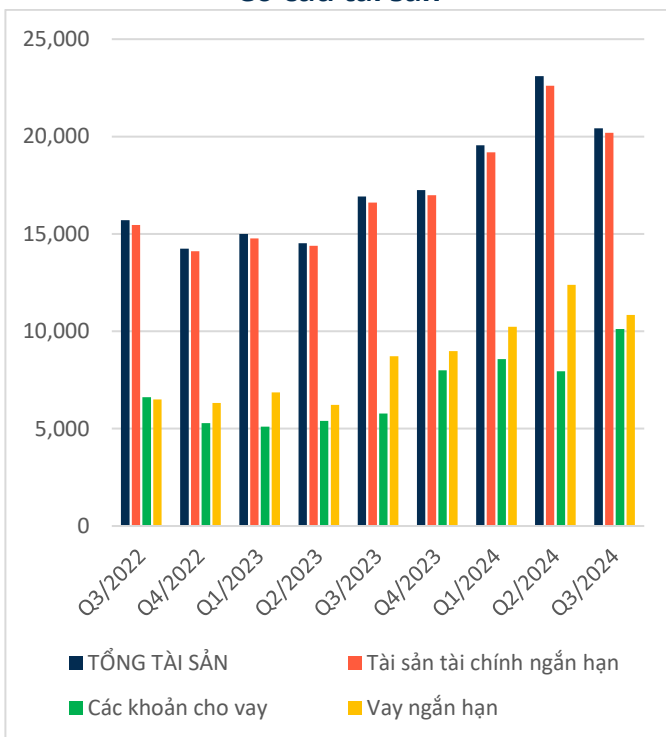


Nguồn: VCI, FNS Research

Cấu trúc tài sản tài chính (FVTPL, AFS, HTM): Quý 3.2024, thu hẹp quy mô so với cả Quý 2 và đầu năm

Quy mô tài sản tài chính Quý 3 giảm về còn 4,409.6 tỷ so với 6,632.9 tỷ ở Quý 2 và 5,029.2 tỷ đầu 2024. Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS) có tỷ trọng lớn nhất với 3,626 tỷ, tương ứng 82% danh mục; Tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) 474 tỷ (11% danh mục); Khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) 310 tỷ. Công ty đã chốt lời một số khoản đầu tư như MSN, MBB, PNJ, STB dẫn đến quy mô tài sản AFS bị thu hẹp hơn 20% so với đầu năm. FPT, TDM và trái phiếu được gia tăng tỷ trọng. Tại 30/09/2024, 3 cổ phiếu niêm yết/Upcom tỷ trọng lớn nhất là IDP (giá thị trường 2,166.2 tỷ, tăng 391.2% so với giá gốc 440.1 tỷ), KDH (giá thị trường 1,068.4 tỷ, tăng 34.4% so với giá gốc 794.8 tỷ); TDM (giá thị trường 775.5 tỷ, tăng 17.2% so với giá gốc 648.4 tỷ).

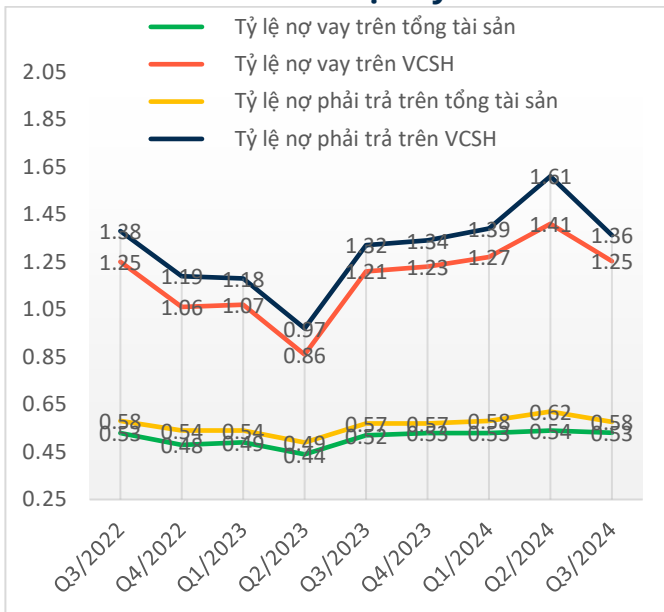
Cơ cấu tài sản



Nguồn: VCI, FNS Research

Cơ cấu tài sản: Trong cơ cấu tài sản thì 98.9% là tài sản tài chính ngắn hạn với 20,188 tỷ đồng. Các khoản chiếm tỷ trọng lớn nhất là các khoản cho vay 10,111 tỷ (49.5% TTS); tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS) với giá trị 6,513 tỷ (chiếm 31.9% tổng tài sản); tiền và tương đương tiền 2,543 tỷ (12.5% tổng tài sản); Tài sản tài chính ghi nhận qua lãi/ lỗ (FVTPL) với 476 tỷ (2.3% TTS). Kết thúc Q3/2024, tổng nợ vay là 10,832 tỷ, tăng 20.6% so với cuối năm 2023 nhưng giảm 12.6% so với quý 2. Cơ cấu nợ vay toàn bộ đều là ngắn hạn, trong đó các khoản lớn nhất có tổng giá trị 7,008 tỷ (chiếm 64.7% tổng nợ vay) hầu hết đều là các khoản vay ngân hàng nước ngoài với lãi suất 4.0-8.4%/năm, công ty đã thực hiện phòng ngừa rủi ro tỷ giá với 100% dư nợ đi vay thông qua các hợp đồng hoán đổi tiền tệ và hợp đồng hoán đổi lãi suất hai đồng tiền với các ngân hàng thương mại trong nước. Điều này cho thấy VCI có sức khỏe tài chính lành mạnh.

Cơ cấu nợ vay

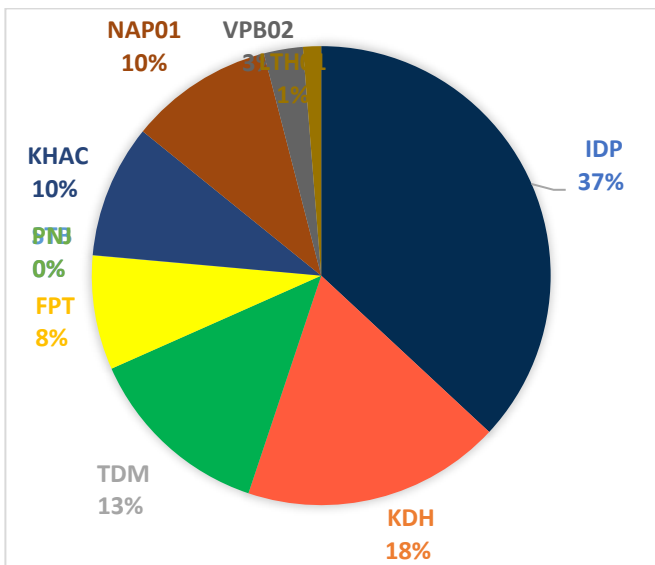


Nguồn: VCI, FNS Research

Cơ cấu nợ vay

Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu đang ở mức 1.25 và phần lớn các khoản nợ vay này lại tập trung đem cho khách hàng vay (các khoản cho vay). Các khoản cho vay này Công ty cho khách hàng vay ký quỹ margin hoặc ứng trước tiền bán và thu về lợi nhuận từ lãi suất cho vay/ ứng trước tiền bán. Với tỷ suất lãi (mức phổ biến cao hơn 10%) thường cao hơn khá nhiều so với mặt bằng lãi suất ngân hàng nên khoản cho vay càng có giá trị cao thì càng mang lại nhiều lợi nhuận. Tuy nhiên theo quy định pháp luật thì các Công ty chứng khoán chỉ được cho vay tối đa 200% so với vốn chủ sở hữu và tại quý gần nhất (quý 3/2024) thì tỷ lệ này của VCI là 117% (các khoản cho vay 10,111 tỷ, vcsh 8,642 tỷ), room cho vay còn dư địa để phát triển.

DM cổ phiếu đã/chưa niêm yết/giao dịch



Nguồn: VCI, FNS Research

Danh mục cổ phiếu đã/chưa niêm yết/giao dịch

Danh mục cổ phiếu niêm yết và giao dịch trên Upcom có chất lượng và chiếm tỷ trọng không quá cao (FVTPL chiếm 2.3%, HTM chiếm 1.5%, AVS chiếm 17.8%) trong tổng tài sản ngắn hạn; tài sản tài chính sẵn sàng để bán AVS phần lớn là các doanh nghiệp hàng đầu trong ngành. Việc VCI luôn nằm trong top đầu về môi giới khách hàng tổ chức cho thấy công ty có thể mạnh riêng, đó là có nguồn thu ổn định từ phí môi giới và việc tuân thủ quản trị rủi ro tốt luôn giúp công ty chịu rủi ro ít hơn thị trường chung trong giai đoạn thị trường ở xu hướng giảm. Đối với trái phiếu, nổi bật là khoản đầu tư vào trái phiếu niêm yết của CII (giá gốc 538 tỷ, giá trị thị trường 646.8 tỷ)

Như vậy tài sản chính của công ty đều đang phục vụ chính cho các mảng kinh doanh cốt lõi của công ty và mang lại tỷ trọng doanh thu lớn. Trong 9 tháng đầu năm tổng tài sản công ty tiếp tục duy trì trên mức 20,000 tỷ khi đạt 20,415 tỷ đồng so với mức 17,255 tỷ đồng ở cuối năm 2023, tương ứng mức tăng 18.3%.

Về nợ vay, đến cuối quý 3/2024 tổng nợ vay của VCI là 10,832 tỷ đồng, tăng 20.64% so với cuối năm 2023. Phần lớn của nợ vay là các khoản vay ngân hàng trong và ngoài nước để lấy nguồn cho khách hàng vay, đây là khoản sẽ thay đổi cùng hướng (tỷ lệ thuận) với khoản cho vay trong phần tài sản. Với lãi suất vay 5.0% - 8.4% trong khi lãi suất cho khách hàng vay phổ biến ở mức trên 10% thì luôn đảm bảo công ty có đủ bộ đệm có lãi và khoản vay này không mang lại quá nhiều rủi ro cho công ty. Có thể thấy cơ cấu tài chính của VCI là khá tốt, tài sản tập trung vào các mảng cốt lõi, vốn chủ sở hữu tăng đều qua các quý giúp giá trị công ty gia tăng theo.

II. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tổng thể sẽ tăng nhẹ trong năm 2024 và sẽ có sự bứt phá trong năm 2025, công ty đã có kế hoạch xoay trục tập trung hơn cho mảng khách hàng cá nhân và đã đạt được một số kết quả khả quan từ đầu năm 2024. Động lực tăng trưởng chính tiếp tục tập trung ở bốn trụ cột: Sự hiệu quả của mảng tự doanh, tăng trưởng của hoạt động cho vay margin, thị phần môi giới bắt đầu hồi phục và mảng ngân hàng đầu tư (IB).

Trong năm 2024 và 2025, tổng lợi nhuận trước thuế dự báo lần lượt đạt 700 tỷ (+22.8% svck) và 865 tỷ (+23.5% svck). Về trung hạn 1-3 năm tới, VCI có thể từng bước hồi phục và giành lại thị phần một khi kế hoạch xoay trục đi đúng kế hoạch, và sau khi đạt mức tăng trưởng lợi nhuận ròng như kế hoạch 2024, công ty sẽ ưu tiên giữ mức tăng trưởng vừa đạt được sau đó tịnh tiến trong các năm tiếp theo.

Dự phóng kết quả kinh doanh VCI 2024 - 2025

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (DTT)	3,707	3,156	2,472	2,511	2,637
% tăng trưởng DTT svck	114%	-15%	-22%	2%	5%
Chi phí hoạt động	1,882	2,176	1,902	1811	1,847
Lợi nhuận trước thuế	1,851	1,060	570	700	865
% Biên lợi nhuận gộp	50%	34%	23%	28%	33%
Lợi nhuận sau thuế	1,499	869	492	574	677
% tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	95%	-42%	-43%	17%	18%

Nguồn: FNS research

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VCI với giá mục tiêu 41,600 VND/CP (tương đương upside +25.30% so với giá ngày 21/11/2024) theo phương pháp P/B, với P/B mục tiêu 1H2025 là 2.12 lần.

Định giá theo phương pháp P/B:

P/B mục tiêu của VCI cho giữa năm 2025 là 2.12 lần, được xác định dựa trên P/B trung bình 5 năm của chính cổ phiếu VCI (2.12 lần).

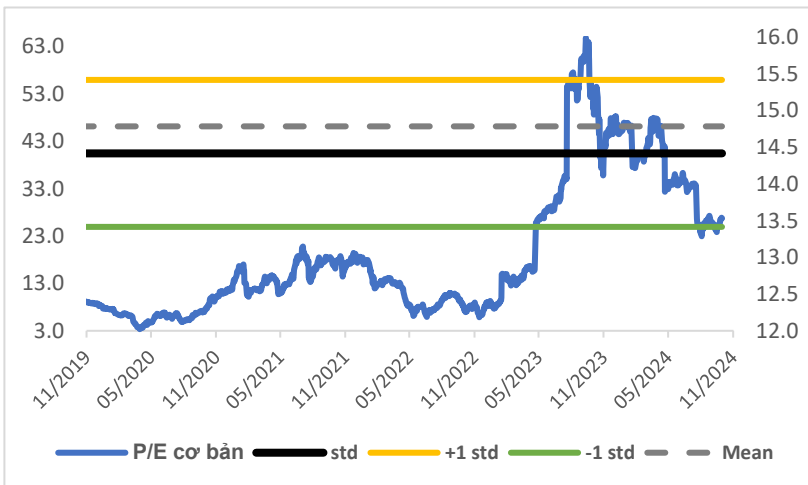
	Giá trị hợp lý
P/B mục tiêu (x)	2.12
Vốn chủ sở hữu dự phóng đến 1H2025 (tỷ đồng)	14,093
Số lượng cổ phiếu dự kiến (triệu cp)	718.1
BVPS dự phóng năm 2025 (đồng)	19,625
Giá trị thị trường mục tiêu VCSH 1H2025 (tỷ đồng)	29,873
Giá trị hợp lý / cổ phiếu (đồng)	41,600

Trong quá trình định giá, chúng tôi giả định rằng đến hết H12025 thì VCI đã hoàn thành đợt tăng vốn với phương án chào bán cổ phiếu riêng lẻ đã được Đại hội đồng cổ đông và HĐQT thông qua theo Nghị quyết số 18/2024/NQ-HĐQT.Vietcap ngày 26/09/2024, tổng số tiền dự kiến huy động thêm là 4,021.64 tỷ, nâng vốn điều lệ từ 5,744.69 tỷ lên 7,180.99 tỷ; tổng giá trị chào bán theo mệnh giá là 1,436.3 tỷ, giá chào bán là 28,000 đồng/ cổ phiếu cho 66 nhà đầu tư chuyên nghiệp, Ban lãnh đạo VCI đang triển khai thực hiện với thời gian chào bán dự kiến là trong năm 2024 và quý 1 năm 2025 ngay sau khi UBCKNN thông báo nhận được hồ sơ hợp lệ.

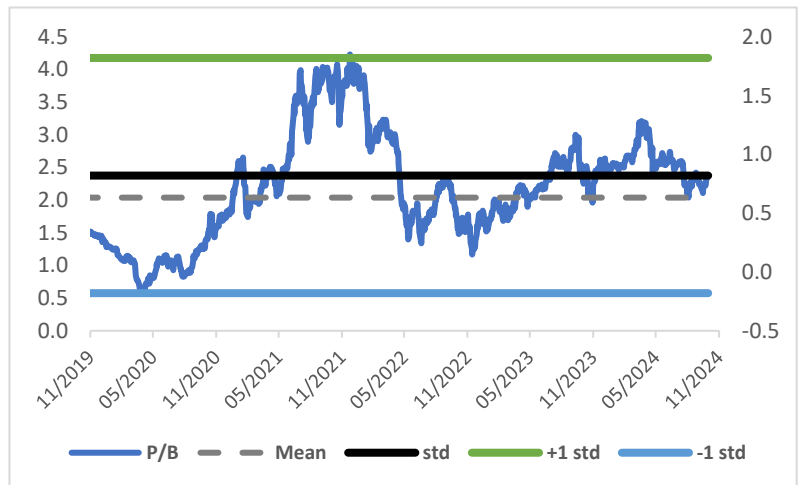
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** dựa trên các yếu tố sau:

- (1) Kỳ vọng doanh thu bắt đầu bước vào xu hướng phục hồi và quay trở lại tăng trưởng kể từ quý 3-4/2024 và tăng mạnh từ 2025, nguyên nhân bởi kế hoạch xoay trục tập trung mạnh hơn vào nhóm khách hàng cá nhân sẽ tạo động lực đem lại thêm nguồn doanh thu.
- (2) BVPS 2025 dự kiến đạt 19,625 VND/cp, P/B forward mục tiêu là 2.12x lần. Giá mục tiêu năm 1H2025 là 41,600 VNĐ/cp, upside 25.30% so với giá đóng cửa ngày 21/11/2024 là 33,200 VND/cp.
- (3) VCI hiện tại đang được giao dịch ở mức P/E = 23.07 đã phản ánh tương đối kỳ vọng đà hồi phục trong năm 2024.

P/E



P/B



Ghi chú: Std - Độ lệch chuẩn

Nguồn: FNS research

PHỤ LỤC - TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2022	2023	2024H1
Doanh thu thuần về hoạt động kinh doanh	3,156	2,472	1,722
Chi phí hoạt động kinh doanh	-1,399	-1,064	-729
Lợi nhuận gộp	1,758	1,409	993
Doanh thu hoạt động tài chính	36	24	23
Chi phí tài chính	-700	-740	-382
Chi phí quản lý công ty chứng khoán	-77	-122	-64
Kết quả hoạt động	1,016	570	569
Thu nhập khác ròng	44	0	3
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	1,060	570	571
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-191	-78	-94
Lợi nhuận kế toán sau thuế	869	492	477
Lãi/(lỗ) từ đánh giá lại TSTC sẵn sàng để bán	-636	578	958
Tổng thu nhập toàn diện	233	1,070	1,434
Thu nhập cơ bản trên cổ phiếu	1,999	1,127	1,090

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

	2022	2023	2024H1
Lợi nhuận trước thuế	1,060	570	571
Lưu chuyển thuần từ hoạt động kinh doanh	3,742	-4,356	-331
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	-22	-8	-18
Lưu chuyển thuần từ hoạt động tài chính	-1,428	1,728	3,465
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,292	-2,636	3,115
Tiền và các khoản tương đương tiền đầu kỳ	1,132	3,424	788
Tiền và các khoản tương đương tiền cuối kỳ	3,424	788	3,903

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2022	2023	2024H1
TÀI SẢN NGẮN HẠN	14,158	17,174	23,010
Tài sản tài chính ngắn hạn	14,106	16,980	22,609
Tiền và tương đương tiền	3,424	788	3,903
Tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ (FVTPL)	665	122	1,007
Khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	886	381	310
Các khoản cho vay	5,279	7,992	7,947
Các khoản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	3,734	6,604	8,513
Tổng các khoản phải thu	120	1,094	931
Tài sản ngắn hạn khác	52	195	401
TÀI SẢN DÀI HẠN	85	81	95
Tài sản cố định	23	23	32
Tài sản dở dang dài hạn	7	6	10
Tài sản dài hạn khác	54	52	53
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	14,243	17,255	23,105
NỢ PHẢI TRẢ	7,747	9,884	14,247
Nợ phải trả ngắn hạn	7,487	9,466	13,598
Nợ phải trả dài hạn	260	418	649
Vốn chủ sở hữu	6,495	7,371	8,859
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	14,243	17,255	23,105

Đơn vị: tỷ đồng
Nguồn: FNS Research

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Trong tương lai, FNS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin thay đổi hoặc có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với nội dung của bài báo cáo trên.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel : (028) 6295.9158

Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TP.VCI

Tel : (028) 6295.9138

Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng

Tel : (0236) 377.9655

Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội

Tel : (024) 6283.3666

Fax: (024) 3206 8881