



Triển vọng ngành Chứng khoán năm 2021: Hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp và kinh tế phục hồi

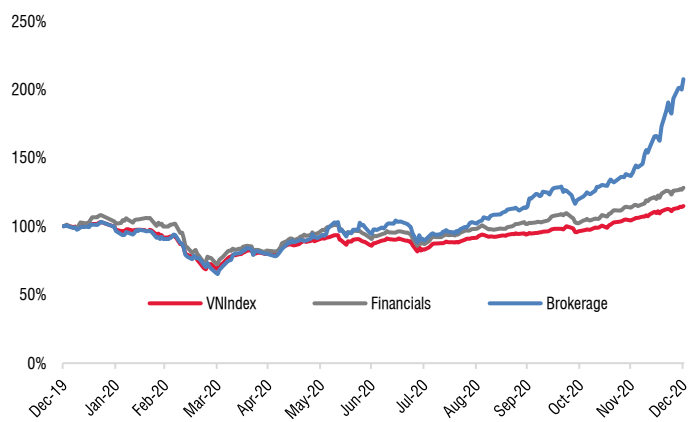
Điểm nhấn năm 2020

Diễn biến ngành: KHẢ QUAN

Trái ngược với tất cả các dự báo ban đầu, và bất chấp một năm thiệt hại nặng nề do Covid-19, thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng trưởng ngoạn mục. Tổng giá trị giao dịch tăng lên 80,3 tỷ USD, +54% so với cùng kỳ, trong khi VN-Index tăng +14,9% so với cùng kỳ.

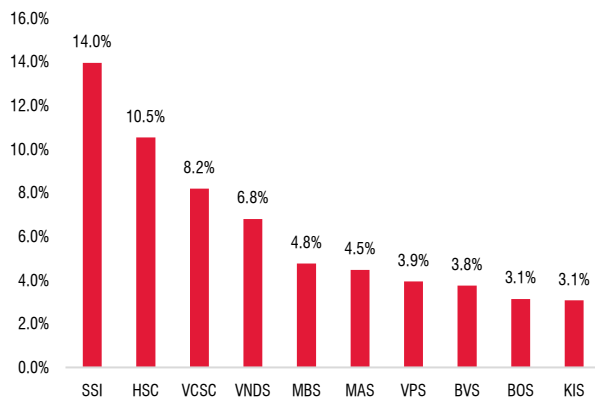
Các công ty chứng khoán niêm yết đã có một năm tích cực với tăng trưởng 107,7% so với cùng kỳ, vượt trội so với thị trường. Từ mức đáy hồi tháng 3, ngành này đã tăng trở lại 219%, cao hơn mức phục hồi 67% của VN-Index. Tất cả các công ty chứng khoán đều tăng giá mạnh, bao gồm SSI (+126,3% YoY), VCI (+110% YoY), VND (+116,5% YoY), HCM (+52,5% YoY), SHS (+256,4% YoY), FTS (+61,8% YoY), BSI (+58,6% YoY), v.v.

Diễn biến ngành trong năm 2020

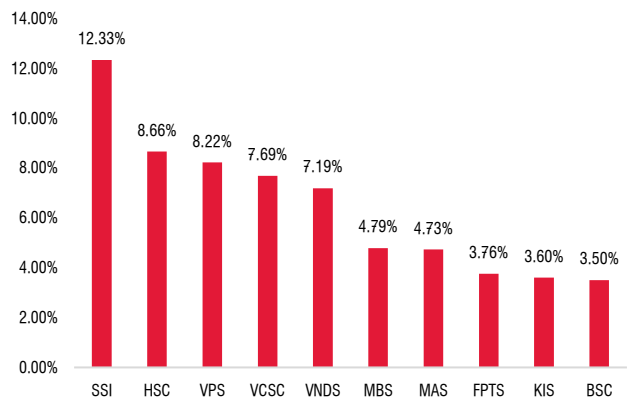


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Top 10 CTCK chiếm 62,6% thị phần HOSE năm 2019



Top 10 CTCK chiếm 64,5% thị phần HOSE năm 2020



Nguồn: HOSE

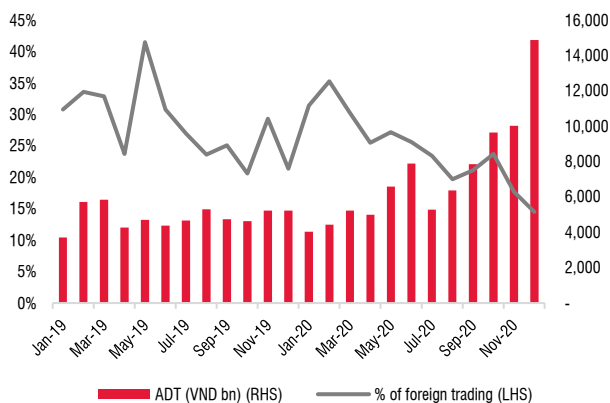
Điểm nhấn của ngành trong năm 2020

Kết quả kinh doanh hồi phục trong nửa cuối năm 2020: Top 20 công ty chứng khoán lớn nhất Việt Nam công bố kết quả kinh doanh 9T2020 xuất sắc, với LNTT tăng 39,1% so với cùng kỳ đạt 7,6 nghìn tỷ đồng. Điều này chủ yếu nhờ vào thu nhập tự doanh (+62,3% YoY) do thị trường tăng và phí môi giới chứng khoán (+30,8% YoY). Doanh thu phí môi giới chứng khoán tăng +24,5% và tỷ suất lợi nhuận môi giới CK trong nước trung bình cải thiện từ 27,8% trong 9T2019 lên 29,2% trong 9T2020.

Doanh thu phí từ nghiệp vụ ngân hàng đầu tư liên quan đến phát hành cổ phiếu và M&A không cao trong năm nay, do Covid-19 ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp và việc giãn cách xã hội khiến không thể hoàn thành các thương vụ M&A. Thu nhập từ phí tư vấn tài chính doanh nghiệp giảm toàn ngành (-3,3% so với cùng kỳ, không bao gồm TCBS), đặc biệt là những công ty đầu ngành như VCI (-120% YoY) và HCM (-28,7% YoY).

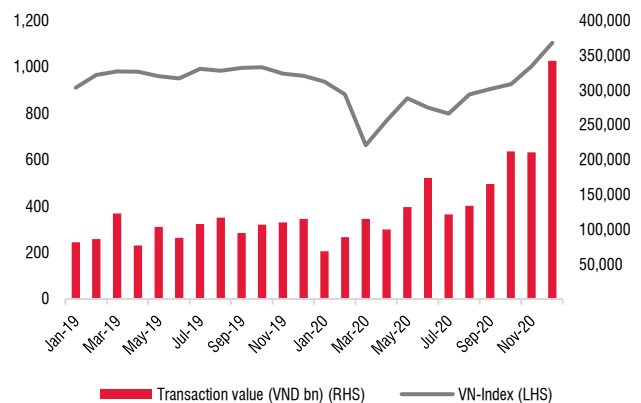
- Hoạt động kinh doanh trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục khởi sắc:** Sát với dự báo của chúng tôi trong báo cáo chiến lược năm ngoái, thị trường trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục mở rộng mạnh mẽ vào năm 2020. Lãi suất huy động giảm đáng kể, thúc đẩy nhu cầu đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp có lợi suất cao hơn. Số lượng trái phiếu doanh nghiệp ngoài ngành ngân hàng phát hành đến giữa tháng 12 đã tăng 57% so với cùng kỳ lên 295,2 nghìn tỷ đồng, chiếm 3,7% GDP. Riêng tại TCBS, số lượng trái phiếu phát hành trong 9T2020 đạt 52,2 nghìn tỷ đồng, +114% YoY. TCBS cũng phân phối 56,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu cho nhà đầu tư đại chúng (+43% YoY). TCBS thu về lợi nhuận đáng kể từ phát hành và phân phối trái phiếu là 1,3 nghìn tỷ đồng, +186,4% YoY trong 9T2020. Con số này bằng 81,4% thu nhập ròng từ phí dịch vụ ngân hàng đầu tư của Top 20 công ty chứng khoán trong 9T2020. Công ty chứng khoán VNDirect (VND: HOSE) cũng đạt tăng trưởng thu nhập từ nghiệp vụ tư vấn ấn tượng +36,3% YoY, trong đó có liên quan nhiều đến hoạt động phát hành và phân phối trái phiếu.
- Độ sâu thị trường cải thiện:** GTGD trung bình ngày trong năm 2020 tăng 52,3% YoY lên 7,4 nghìn tỷ đồng sau khi giao dịch âm ảm trong năm 2019. Lãi suất huy động dần giảm xuống mức thấp kỷ lục trong năm, khiến thị trường chứng khoán trở nên hấp dẫn hơn. Vốn hóa thị trường đạt 231,6 tỷ USD - tương đương 67,3% GDP.

GTGD TB ngày và giao dịch NĐTNN



Nguồn: HOSE

Giá trị giao dịch và VNINDEX

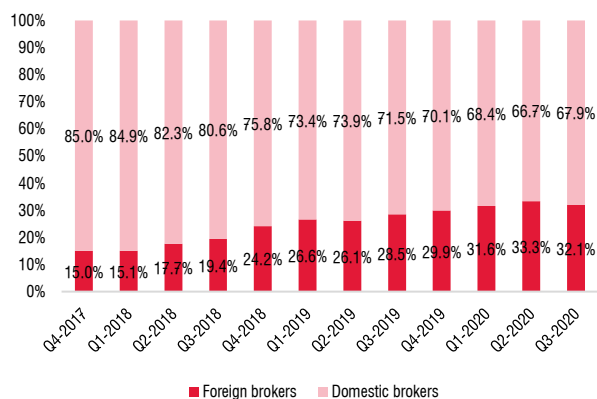


Nguồn: HSX, HNX, SSI Research

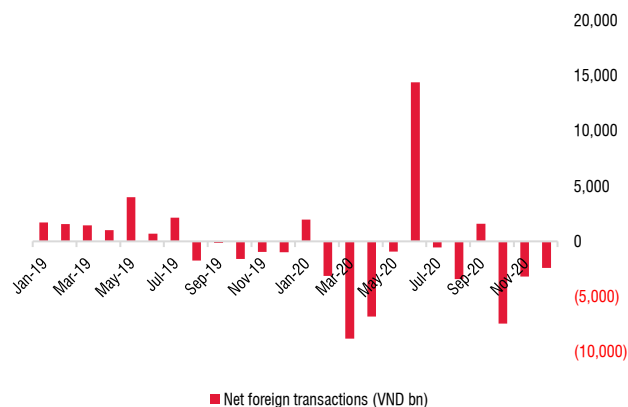
- Trên thị trường niêm yết, **nhà đầu tư nước ngoài** đã bán ròng 807,5 triệu USD giá trị cổ phiếu, so với mức mua ròng 311 triệu USD trong năm 2019. Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tăng 23% so với cùng kỳ về giá trị, nhưng giảm tỷ trọng xuống chỉ còn 11,3% tổng thị trường, giảm so với 15,7% trong năm 2018 và 14,1% vào năm 2019. Do đó, các công ty có thể mạnh về môi giới chứng khoán cho NĐTNN (SSI, HCM, VCI, v.v.) đang mất dần thị phần.

Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy một làn sóng lớn nhà đầu tư trong nước lần đầu tham gia vào thị trường. Số lượng tài khoản giao dịch mới của nhà đầu tư cá nhân trong nước tăng lên mức cao kỷ lục trong năm, đạt 392.527 tài khoản, +109% so với cùng kỳ trong 11T2020. Nhà đầu tư trong nước (chủ yếu là cá nhân) đã chiếm phần lớn thị trường, với tỷ trọng giá trị giao dịch tăng từ 85,9% năm 2019 lên 88,7% năm 2020. **Thị phần môi giới chứng khoán** chuyển dịch nhiều hơn sang các công ty tập trung vào mảng môi giới bán lẻ như VPS, VND, MBS, BSC, MAS, ... Các công ty này đưa ra mức phí hấp dẫn với lãi suất cho vay ký quỹ (margin) thấp và các sản phẩm chứng khoán có thu nhập cố định đa dạng cho khách cá nhân.

Thị phần cho vay margin của các CTCK nước ngoài



GTGD ròng của NĐTNN (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, SSI Research

Nguồn: HSX, HNX, SSI Research

- **Cho vay margin** trong 9T2020 tăng 11,9% so với đầu năm lên 61,7 nghìn tỷ đồng, tương đương 1,35% tổng vốn hóa thị trường. Các CTCK nước ngoài đang chiếm thị phần nhiều hơn, mở rộng cho vay margin +22,7% so với đầu năm, trong khi các CTCK trong nước tăng 7,4% so với đầu năm. Thị phần cho vay margin của 11 công ty chứng khoán nước ngoài đã tăng từ 15% năm 2017 lên 24,2% năm 2018, 29,4% năm 2019 và lên 32,5% vào tháng 9/2020. Trong khi đó, thị phần của Top 5 CTCK cho vay margin trong nước đã giảm còn 31,5% vào quý 3/2020 từ 38,6% năm 2018 và 33,2% năm 2019. **Lãi suất cho vay trung bình** của Top 10 CTCK năm 2020 giảm -36 điểm cơ bản trong 9T2020 so với 9T2019.

Đối với các CTCK nước ngoài, thị phần cho vay margin cao hơn thị phần môi giới chứng khoán, có thể kể đến như MAS (14,4% thị phần cho vay margin; 4,5% thị phần môi giới CK), KIS (6,1% margin và 3,8% môi giới), KBS (3,7% margin và dưới 3,6% môi giới), v.v ... Điều này là do phần lớn khoản cho vay margin là nợ vay kinh doanh của các công ty dùng cổ phiếu làm tài sản đảm bảo.

Triển vọng năm 2021

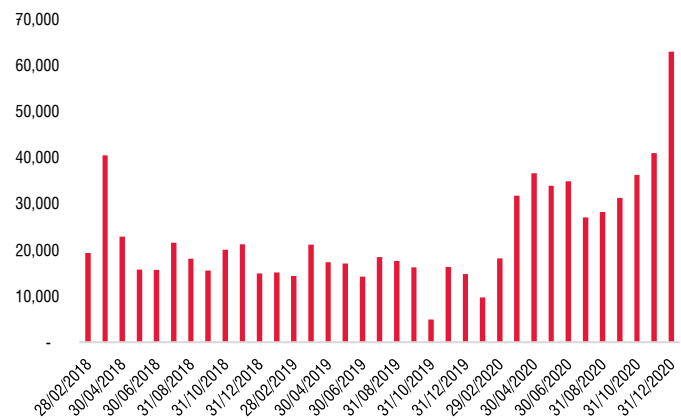
Triển vọng tăng trưởng năm 2021

Tăng trưởng ngành 2021 ước tính: 10-20%

- **Chính sách nới lỏng tiền tệ và kinh tế phục hồi:** Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng rằng các chuyến bay thương mại quốc tế sẽ dần được khởi động lại từ Q2/2021 với lượng khách quốc tế tăng theo. Chúng tôi ước tính tiêu dùng trong nước và đầu tư nước ngoài sẽ cải thiện vào năm 2021. Trong khi đó, chúng tôi ước tính NHNN sẽ tiếp tục chính sách nới lỏng thận trọng, với lãi suất thị trường sẽ duy trì gần mức đáy cho đến giữa năm, trong khi đồng USD giảm giá so với VND. Chúng tôi cũng kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ tăng từ 13-14% YoY, cao hơn mức hơn 12% được công bố vào năm 2020.

- **Thanh khoản thị trường** năm 2021 sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi môi trường lãi suất thấp trong nửa đầu năm cùng với kinh tế phục hồi trên diện rộng trong nửa sau của năm. Trong khi các nhà đầu tư cá nhân sẽ tiếp tục là động lực chính của thị trường, các nhà đầu tư nước ngoài nhiều khả năng sẽ quay trở lại, nhờ triển vọng đồng VND tăng giá. Chúng tôi ước tính giá trị giao dịch sẽ duy trì ở mức nửa cuối tháng 12/2020 (với GTGD TB ngày là 16,4 nghìn tỷ đồng) trong 4T2021. Tổng giá trị giao dịch cả năm 2021 ước tính tăng 47,3% YoY, với GTGD TB ngày ~ 10,9 nghìn tỷ đồng. Các công ty chứng khoán sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh thu nhập phí môi giới CK và thu nhập cho vay margin.

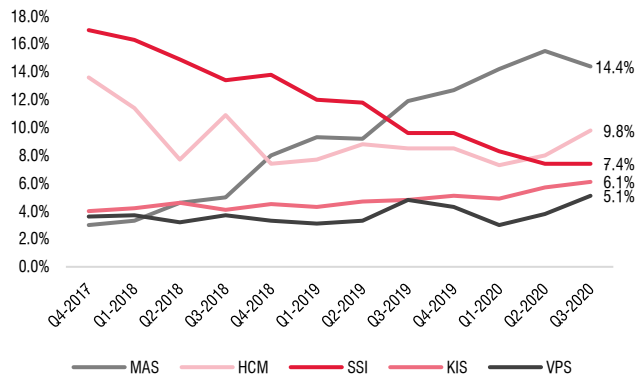
Số lượng tài khoản mở mới của KH cá nhân, theo tháng



Nguồn: VSD, SSI Research

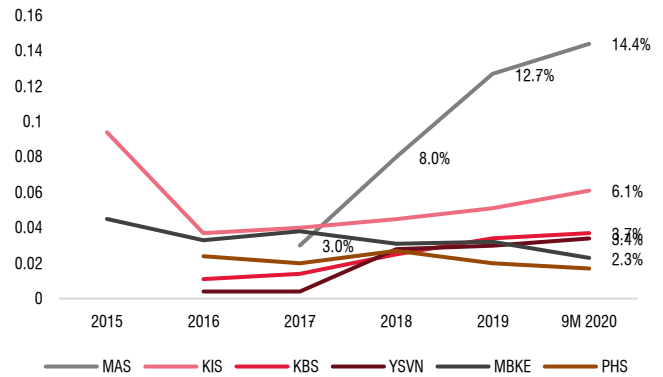
- **Dư nợ cho vay margin** sẽ tiếp tục tăng trong năm 2021, do thanh khoản cải thiện và tỷ lệ thâm nhập thị trường gia tăng. Quan trọng hơn, các CTCK đang đẩy mạnh tham gia vào thị trường tín dụng, mở rộng tín dụng cho các công ty dưới hình thức trái phiếu doanh nghiệp và/hoặc cho vay margin, với các điều khoản linh hoạt hơn so với tín dụng ngân hàng. So với cho vay margin truyền thống, các CTCK còn nhiều cơ hội để mở rộng các khoản vay kinh doanh cho doanh nghiệp trên quy mô rộng hơn nhiều.

Top 5 thị phần cho vay margin (%)



Nguồn: Các công ty, SSI Research

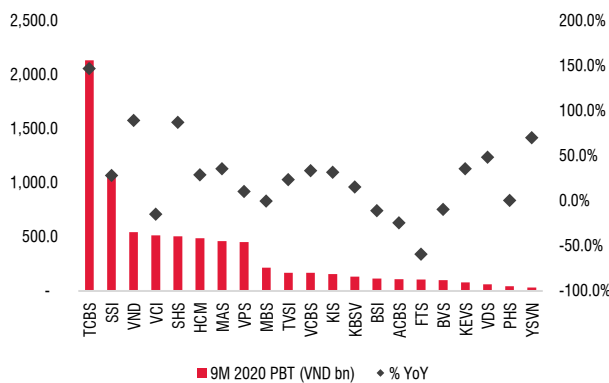
Thị phần cho vay margin của CTCK nước ngoài (%)



Nguồn: Các công ty, SSI Research

- Dịch vụ ngân hàng đầu tư** ước tính tăng trưởng do triển vọng lợi nhuận chung các doanh nghiệp cải thiện trong các năm 2020 và 2021. Các hoạt động IPO và M&A sẽ tiếp tục trở lại, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2021. Ngược lại, khối lượng phát hành trái phiếu ước tính giảm do các hạn chế từ Nghị định 81/2021 về chào bán ra công chúng. Tuy nhiên, một số ít công ty chứng khoán (TCBS, VPS, MBS, VND, v.v.) có thể tiếp tục thu phí từ việc phân phối trái phiếu doanh nghiệp có kỳ hạn dài đã phát hành trong những năm trước.
- Thu nhập tự doanh duy trì ở mức tích cực:** Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi đặt mục tiêu VN Index tăng ~ 12,3% vào năm 2021 lên mức PE là 18 lần so với cuối năm 2020 là 16 lần (giả định lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết 2021 tăng mạnh 23 % YoY trên toàn thị trường). Giá cổ phiếu có thể được hỗ trợ thêm do các chỉ số MSCI tăng tỷ trọng của Việt Nam. Chúng tôi tin rằng có nhiều cơ hội để các CTCK tăng thu nhập tự doanh vào năm 2021. Với việc thu nhập tự doanh 2020 tăng mạnh nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường, việc duy trì tăng trưởng vào năm 2021 sẽ là một thách thức.

LNTT 9T2020 của các CTCK



Nguồn: Công ty, SSI Research

Bảng: Định giá của các CTCK niêm yết

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (USD)	P/E	P/B	ROE
SSI VN Equity	858,4	18,51	2,16	11,5
VCI VN Equity	417,3	16,74	2,61	15,9
HCM VN Equity	414,7	18,71	2,18	11,8
VND VN Equity	270,8	10,62	1,76	17,7
SHS VN Equity	224,3	12,39	1,93	16,1
VIX VN Equity	126,75	13,95	1,82	13,9
MBS VN Equity	117,4	12,20	1,46	12,8
FTS VN Equity	93,1	39,77	1,10	2,7
AGR VN Equity	78,6	19,58	0,98	5,1
BSI VN Equity	65,5	17,26	1,18	6,9
VDS VN Equity	46,4	24,16	1,11	4,6
BVS VN Equity	57,2	14,12	0,85	6,7
Trung vị	122,1	17,0	1,61	11,7
Trung bình	230,9	18,2	1,59	10,5

Nguồn: Công ty, SSI Research

Định giá

- Các công ty chứng khoán đang giao dịch tại PE quá khứ là 18,2 lần và PB quá khứ là 1,59 lần so với tương ứng 9,6 lần và 0,76 lần vào năm 2019. Mức đỉnh trước đó của ngành vào tháng 4/2018 là 14 lần và 1,6 lần.
- Các công ty cùng ngành trong khu vực giao dịch ở mức PE và PB là 35,1 lần và 1,68 lần với ROE trung bình là 2,26%.
- Triển vọng ROE lạc quan do môi trường lãi suất thấp, tỷ lệ thâm nhập thị trường ngày càng tăng và sự phát triển của thị trường nợ trong nước.
- Mặc dù lĩnh vực này sẽ tiếp tục tăng trưởng lợi nhuận khá cho năm 2021, nhưng triển vọng tăng trưởng này dường như đã phản ánh vào giá. Do đó, chúng tôi đánh giá Trung lập đối với lĩnh vực này.

Các vấn đề và rủi ro

- Dự báo của chúng tôi dựa trên giả định Covid-19 đã được kiểm soát. Bất kỳ vấn đề tiêu cực nào liên quan đến vắc xin hoặc biến thể của vi rút đều có thể gây trở ngại cho việc phục hồi.
- Rủi ro chính đối với ngành là tỷ suất lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi giảm, bao gồm cả cho vay margin và môi giới chứng khoán, do áp lực cạnh tranh gay gắt. Lạm phát tăng, lãi suất tăng và giá cổ phiếu giảm có thể dẫn đến thanh khoản thị trường kém hơn và thu nhập giảm.

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

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+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

