

# Chứng khoán

## Sự kỳ vọng được kéo dài

### Kỳ lục mới về lợi nhuận và doanh thu trong 4Q21

Theo tổng hợp kết quả kinh doanh của 25 công ty, chiếm 90% tổng doanh thu trong các năm 2019-2020, doanh thu sơ bộ của ngành ghi nhận khoảng 20.4 nghìn tỷ đồng (+92% n/n) trong quý 4 và khoảng 60.5 nghìn tỷ đồng (+109% n/n) trong cả năm 2021. Song song với tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận sau thuế (LNST) cũng tăng mạnh đạt 6.6 nghìn tỷ đồng (+88% n/n) trong quý 4 và 21.5 nghìn tỷ đồng (+115% n/n) trong năm 2021. Biên lợi nhuận thuần của ngành được duy trì ở mức 40%.

### Bức tranh khác nhau ở các công ty

VPS ghi nhận doanh thu lớn nhất với 9,500 tỷ đồng trong năm 2021, kế đến là SSI (4,700 tỷ đồng), VND (5,800 tỷ đồng), và TCBS (5,200 tỷ đồng). Về phương diện tăng trưởng, KIS, VPS và VND có tốc độ tăng trưởng ấn tượng trong năm 2021 lần lượt là 239%/149%/150% n/n. Động lực thúc đẩy doanh thu chủ yếu dựa vào hoạt động môi giới, cho vay margin và FVTPL. Tuy nhiên, mức tăng trưởng doanh thu khả quan không được chuyển thành mức tăng trưởng lợi nhuận tích cực ở tất cả các công ty khi mà biên lợi nhuận có sự phân hóa. VPS đã cố gắng đánh đổi lợi nhuận để đạt được thị phần khi mà biên lợi nhuận gộp chỉ khoảng 10%, so với mức trung bình ngành là 39.9% trong năm 2021.

### Bùng nổ thanh khoản và hoạt động môi giới

Đến cuối năm 2021, tổng số tài khoản đã đạt đến con số 4.3 triệu và tỉ lệ tài khoản cá nhân trên dân số Việt Nam đã đạt 4.5%, tỉ lệ này là 2.9% trong năm 2020. Trong năm 2021, giá trị giao dịch bình quân đã bùng nổ chưa từng có và đạt 26.6 nghìn tỷ đồng mỗi phiên (+260% n/n). Thị trường được kỳ vọng sẽ duy trì giá trị giao dịch bình quân trong 2022. VPS chiếm lĩnh thị phần môi giới ở HSX với 16%, bỏ xa hai công ty phía sau là SSI, VND lần lượt là 11%/7.5%. Hai công ty này đã mất khoảng 1.6% thị phần gộp vào tay VPS và các công ty khác.

### Cuộc đua tăng vốn thêm nhiệt

Vào cuối tháng 12/2021, tỷ lệ margin ở 8 công ty với dư nợ margin lớn nhất đã vượt qua 150%, và một vài công ty đã gần với mức trần 200%. Mặc dù các công ty chứng khoán đã thực hiện tăng vốn trong năm 2021 lên đến khoảng 61% n/n, tốc độ tăng trưởng dư nợ margin vẫn nhanh hơn tăng trưởng vốn. Kết quả là các công ty đã gần chạm ngưỡng 200% và điều đó làm cho cuộc đua tăng vốn nóng hơn trong năm 2022.

### Lạc quan trong 1Q22F

Chúng tôi ước tính thanh khoản bình quân ngày trong 1Q22F duy trì ở mức 22-23 nghìn tỷ đồng (+20% n/n). Hoạt động môi giới và cho vay margin vẫn đóng vai trò chủ đạo trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận. Vì vậy, kết quả kinh doanh trong 1Q22F được đảm bảo.

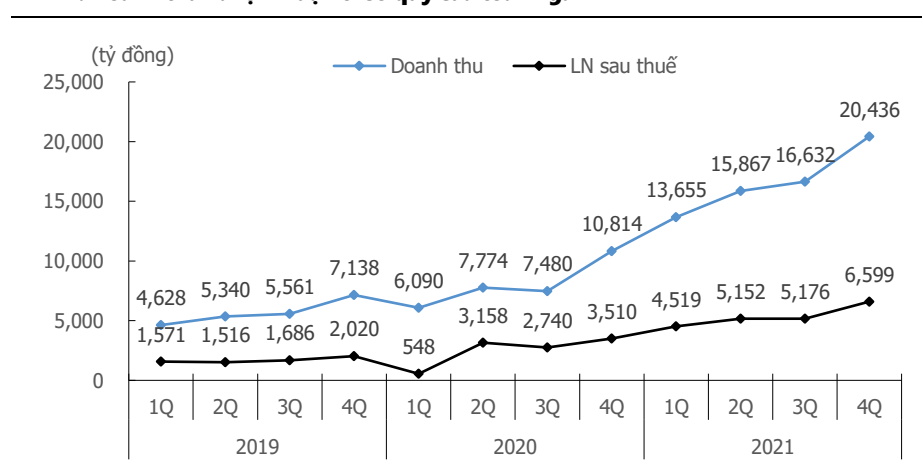
## Chưa đánh giá

**Trí Dương**

tri.dd@kisvn.vn

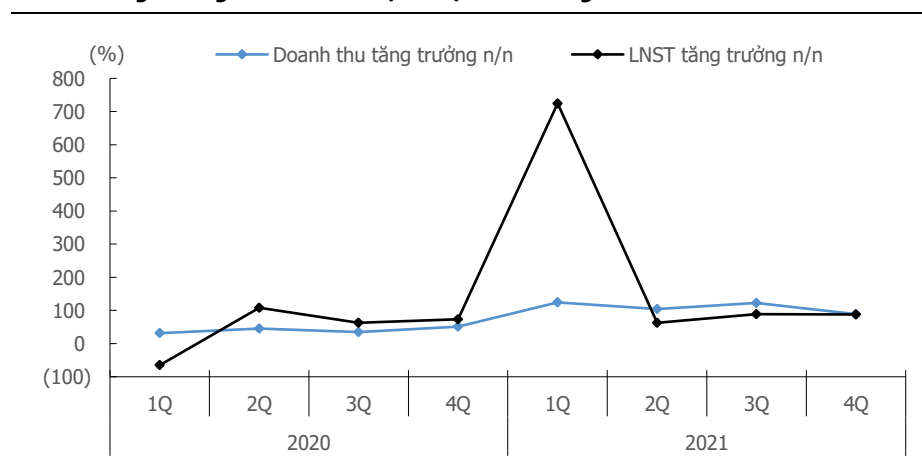
Các công ty đã công bố báo cáo tài chính chưa kiểm toán vào cuối tháng 01/2022, hầu hết các kết quả kinh doanh đều đáp ứng kỳ vọng của thị trường. Trước đó, với việc giá trị giao dịch bình quân ngày tăng mạnh lên 33.6 nghìn tỷ đồng trong 4Q21 tạo nên kỳ vọng về các kết quả kinh doanh vượt trội của nhóm công ty chứng khoán. Doanh thu toàn ngành trong phạm vi theo dõi của KIS, chiếm khoảng 90% doanh thu toàn ngành trong các năm 2019-2020 và 9T21, ghi nhận là 20.4 nghìn tỷ đồng (+92% n/n) trong 4Q21 và 60.5 nghìn tỷ đồng (+109% n/n) trong cả năm 2021. LNST có xu hướng tăng song song với doanh thu và đạt 21.5 nghìn tỷ đồng (+115% n/n) trong năm 2021. Biên lợi nhuận thuần đạt 40%. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy có sự phân hóa ở các công ty.

**Hình 1. Doanh thu và lợi nhuận theo quý của toàn ngành**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, KIS

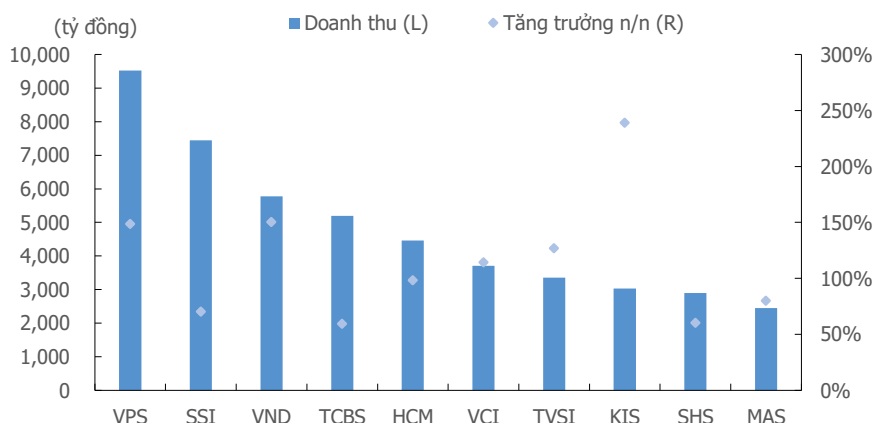
**Hình 2. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận n/n của ngành**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, KIS

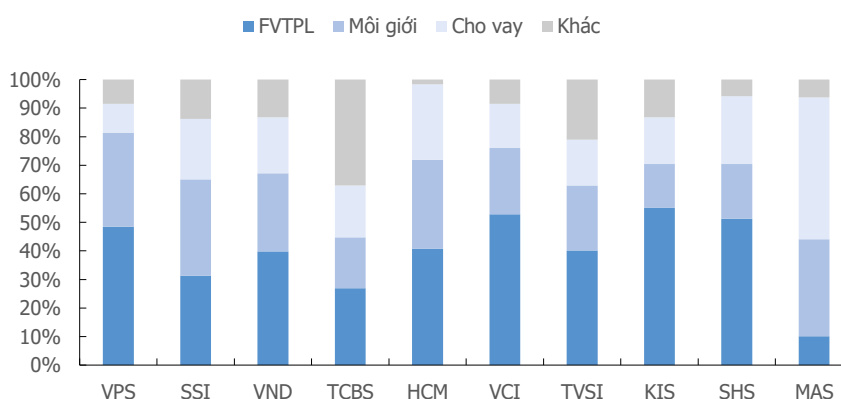
**1. Hoạt động môi giới và cho vay giúp tăng trưởng doanh thu**  
 2021 là năm kỷ lục đối với ngành chứng khoán khi toàn ngành thiết lập mức doanh thu mới và 4Q21 là đỉnh điểm trong năm. Về số tuyệt đối, VPS đứng ở vị trí thứ nhất với hơn 9,500 tỷ đồng doanh thu trong cả năm 2021, tiếp đến là SSI, VND, và TCBS. KIS, VPS, và VND có tốc độ tăng trưởng doanh thu ấn tượng với hơn 150% n/n. Nhân tố chính trong doanh thu ở hầu hết các công ty chứng khoán đến từ doanh thu từ FVTPL, hoạt động môi giới và cho vay margin.

**Hình 3. Top 10 công ty chứng khoán có doanh thu lớn nhất, cả năm 2021**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

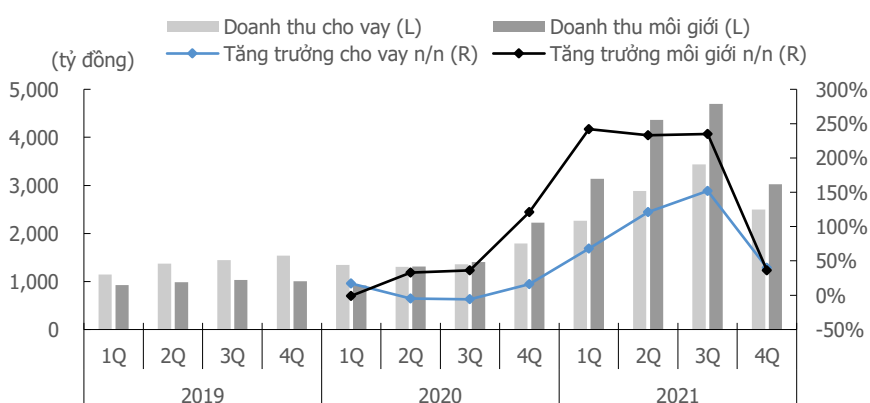
**Hình 4. Cơ cấu doanh thu của top 10 công ty chứng khoán, cả năm 2021**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Doanh thu môi giới và cho vay margin tăng đáng kể kể từ 2020. Nguyên nhân chủ yếu cho sự phát triển vượt trội là nhờ vào sự hấp dẫn của thị trường chứng khoán Việt Nam khi thu hút được số lượng lớn nhà đầu tư mới cũng như vốn đầu tư.

**Hình 5. Doanh thu môi giới và cho vay tăng đáng kể từ năm 2020**

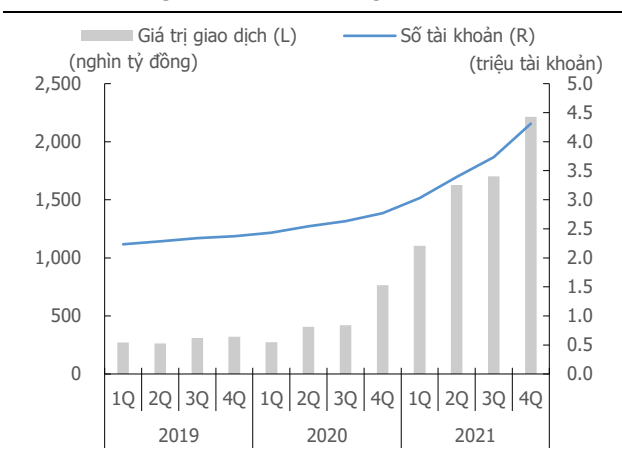


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

### 1.1 Thanh khoản tăng thúc đẩy hoạt động môi giới

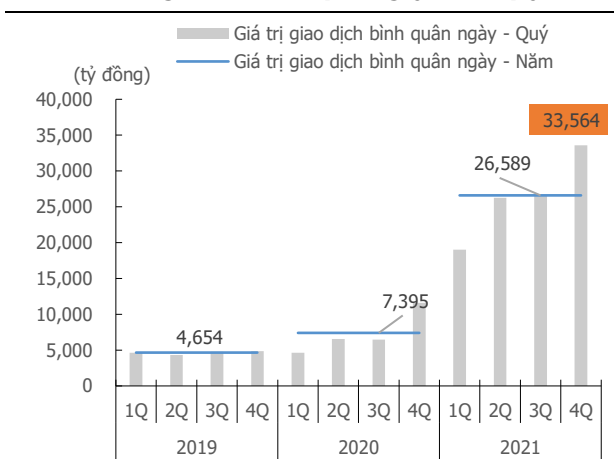
Tốc độ tăng trưởng nhà đầu tư mới duy trì ở mức cao trong năm 2021. 4Q21 ghi nhận các con số cao nhất ở cả số lượng tài khoản mở mới và giá trị giao dịch bình quân mỗi ngày. Đến cuối tháng 12/2021, tổng số tài khoản đạt 4.3 triệu và tỉ lệ số tài khoản cá nhân trên dân số Việt Nam đạt 4.5%. Trong năm 2021, giá trị giao dịch bình quân là 26.6 nghìn tỷ đồng (+260% n/n), vượt qua tất cả những dự đoán. Trong 4Q21, giá trị giao dịch bình quân tăng 190% n/n và 26% q/q. Giá trị giao dịch trong 2022F dự kiến sẽ tiếp tục ở mức cao, khoảng 24-26 nghìn tỷ đồng mỗi ngày. Các nhà đầu tư mới tham gia vào thị trường vẫn tiếp tục là động lực tăng trưởng.

**Hình 6. Giá trị giao dịch và số lượng tài khoản**



Nguồn: VSD, Fiiipro, KIS

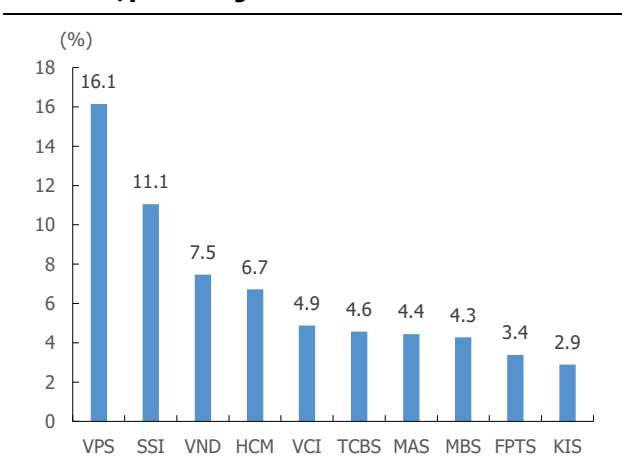
**Hình 7. Giá trị giao dịch bình quân ngày – theo quý và năm**



Nguồn: VSD, Fiiipro, KIS

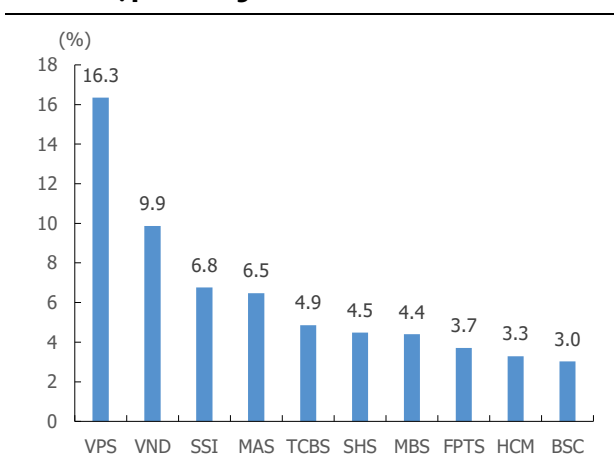
VPS chiếm lĩnh thị trường môi giới khi tạo khoảng cách khá xa với vị trí thứ hai. SSI và VND là hai công ty niêm yết đứng sau VPS. Cả hai công ty này đã để mất thị phần vào tay VPS và các công ty khác khi mà thị phần gộp của hai công ty giảm 1.6% n/n.

**Hình 8. Thị phần môi giới HSX năm 2021**



Nguồn: HSX, KIS

**Hình 9. Thị phần môi giới HNX năm 2021**



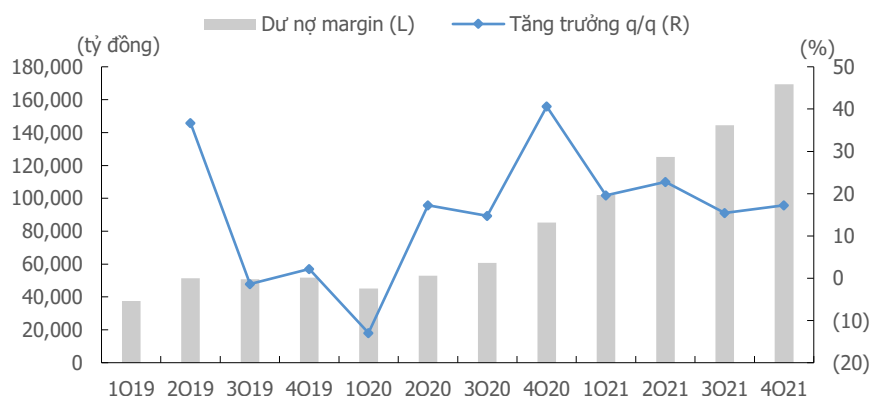
Nguồn: HNX, KIS

### 1.2 Doanh thu cho vay margin tăng cao và cuộc đua tăng vốn

Dư nợ cho vay margin của các công ty chứng khoán tăng đều kể từ năm 2020. Tốc độ tăng trưởng trung bình hằng quý trong năm 2020 và 2021 lần lượt là 15% và 19%. Kết quả là, dư nợ margin hiện tại đang ở mức cao nhất lịch sử.

với xấp xỉ 170 nghìn tỷ đồng (+98.7% n/n).

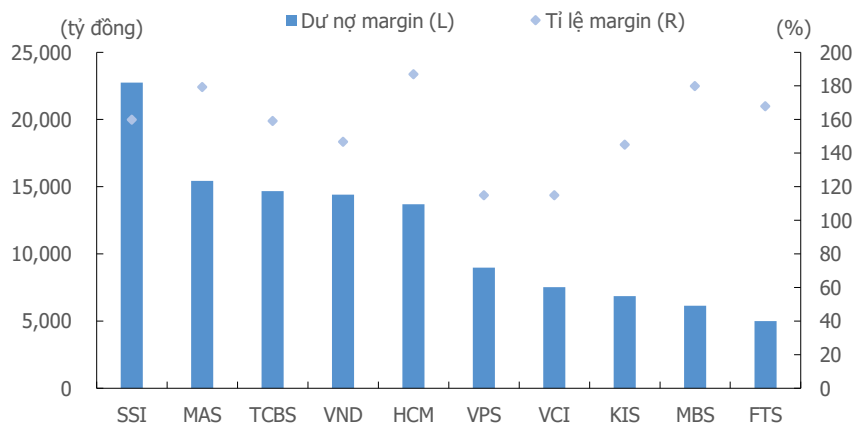
**Hình 10. Dư nợ cho vay margin của toàn ngành và tăng trưởng q/q từ năm 2019**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Tại thời điểm cuối tháng 12/2021, tỉ lệ margin của 8 trên 10 công ty có dư nợ margin lớn nhất đã chạm 150%. Vì vậy, các công ty chứng khoán tiếp tục lên kế hoạch phát hành cổ phiếu nhằm tăng vốn để có thể cải thiện năng lực cho vay margin.

**Figure 11. Margin balance and margin ratio at end-2021, top 10 biggest**

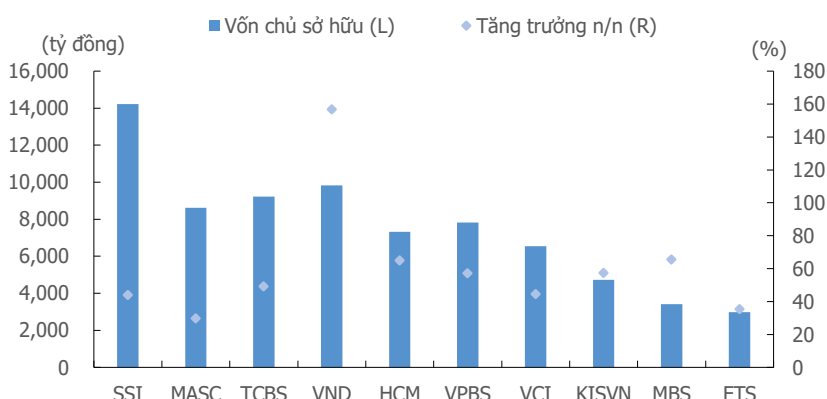


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Ghi chú: Tỉ lệ margin được tính bằng dư nợ margin chia cho vốn chủ sở hữu của công ty. Tỉ lệ này được quy định tối đa là 200% theo Luật chứng khoán.

Nguồn vốn được huy động từ thị trường thông qua việc phát hành cổ phiếu giúp các công ty chứng khoán vừa tăng được mức trần cho vay cũng như bổ sung vốn cho hoạt động kinh doanh. VND đã đẩy mạnh hoạt động cho vay trong năm 2021 khi đã tăng số dư margin và vốn chủ sở hữu lên lần lượt 265% và 157% n/n. SSI, công ty chứng khoán có vốn chủ sở hữu lớn nhất, cũng đã tăng 44% vốn chủ sở hữu và tăng 152% số dư nợ margin. Mặt khác, Mirae Asset, công ty đã nắm giữ top 1 về cho vay margin từ 3Q19-3Q20, không thể bắt kịp tốc độ của SSI do tỉ lệ margin đã đạt ngưỡng. Kết quả là, tỉ lệ margin ở các công ty đang hướng đến mức trần 200%, tạo ra áp lực cho các công ty phải tăng vốn. Đáng chú ý, VND là công ty tăng vốn mạnh nhất trong năm 2021 với 160% n/n trong khi các công ty khác chỉ khoảng 80% n/n trở xuống.

**Hình 12. Vốn chủ sở hữu và tỉ lệ tăng trưởng n/n, cuối năm 2021**

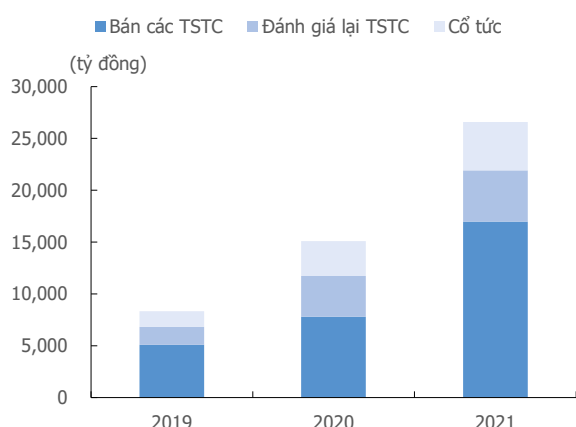


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

## 2. Doanh thu FVTPL rực rỡ trong năm 2021

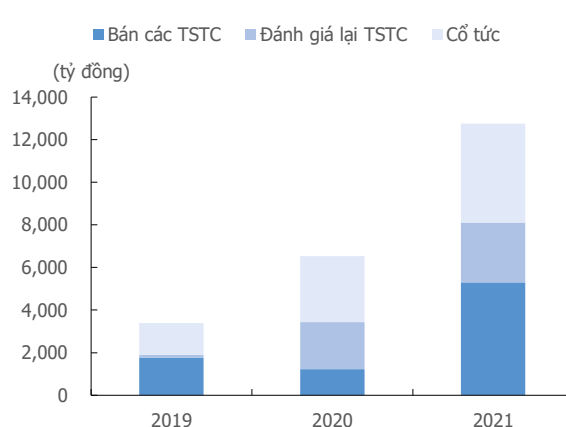
Doanh thu từ Giá trị hợp lý ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) đã tăng 76% n/n trong cả năm 2021. Với xu hướng tăng của VNINDEX và mức doanh thu thấp ở năm 2020, lợi nhuận từ việc bán các tài sản tài chính đã tăng mạnh đạt 5,296 tỷ đồng (+331% n/n). Trong cả năm 2021, bán các tài sản tài chính chiếm 63% doanh thu FVTPL và 41% lợi nhuận FVTPL. Một nguồn lợi nhuận khác trong FVTPL đến từ cổ tức từ việc nắm giữ các tài sản tài chính. Nguồn lợi nhuận này cũng đã tăng đến 50% n/n, đạt 4,642 tỷ đồng và chiếm 36% trong cơ cấu lợi nhuận FVTPL. Tuy nhiên, nguồn doanh thu FVTPL có thể sẽ không giữ được mức sinh lời ấn tượng ở năm 2022F.

**Hình 13. Chi tiết doanh thu ngành từ FVTPL 2019-2021**



Nguồn: Fiinpro, KIS

**Hình 14. Chi tiết lợi nhuận gộp ngành từ FVTPL 2019-2021**



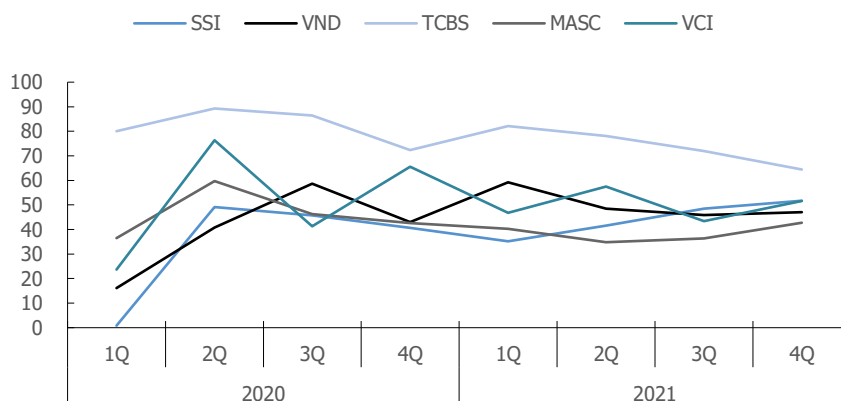
Nguồn: Fiinpro, KIS

## 3. Biên lợi nhuận gộp tác động đến lợi nhuận

Doanh thu cao không đồng nghĩa với việc lợi nhuận cũng sẽ tốt khi mà biên lợi nhuận gộp ở các công ty có sự phân hóa. VPS đã phải đánh đổi thị phần và lợi nhuận khi mà biên lợi nhuận gộp khá mỏng, chỉ khoảng 10%. Trong khi đó, các công ty chứng khoán lớn như SSI, VND và TCBS vẫn duy trì được hiệu quả sinh lời với biên lợi nhuận gộp khoảng 40%. TCBS tiếp tục là quán quân về hiệu quả kinh doanh với mức lợi nhuận lớn nhất dù cho doanh thu chỉ đứng vị trí thứ tư. SSI và VND có mức biên lợi nhuận gộp tương đồng, doanh thu lớn

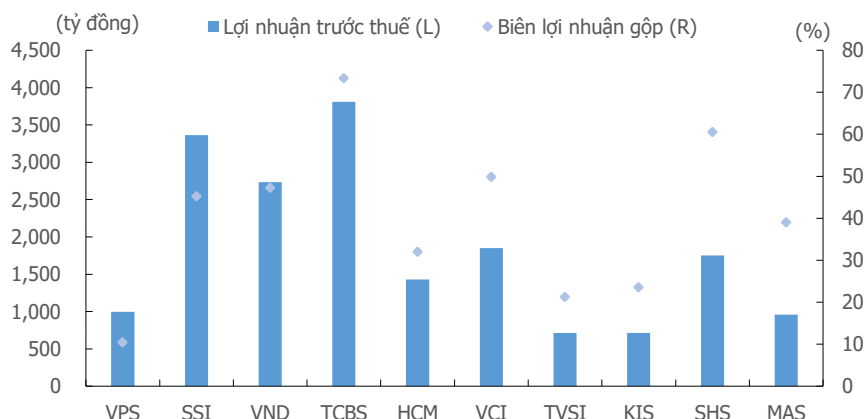
giúp cho SSI đạt mức lợi nhuận cao hơn.

**Hình 15. Biên lợi nhuận gộp tại 10 công ty chứng khoán lớn nhất theo quý**



Nguồn: Fiinpro, KIS

**Hình 16. Lợi nhuận trước thuế và biên lợi nhuận gộp của 10 công ty chứng khoán lớn nhất, cả năm 2021**

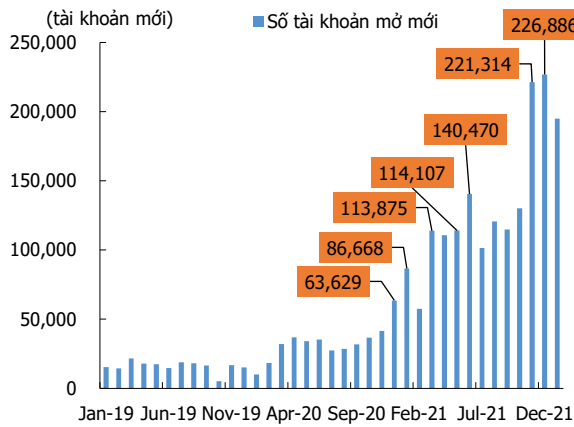


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

### Không đáng lo ngại trong 1Q22F

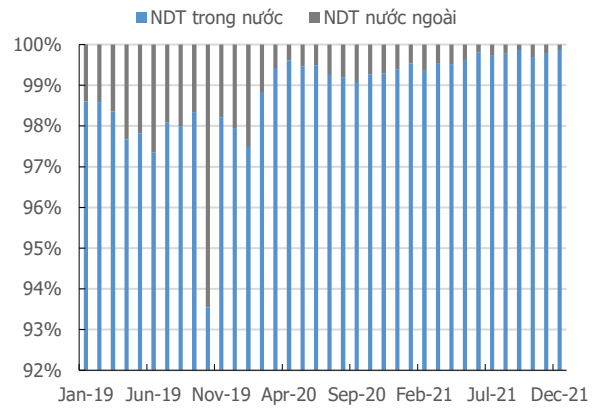
Chúng tôi dự đoán giá trị giao dịch bình quân hàng ngày trong 1Q22F vẫn duy trì từ 22-23 nghìn tỷ đồng (+20% n/n). Doanh thu từ hoạt động môi giới và cho vay margin vẫn sẽ tiếp tục đóng góp phần lớn vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận. Vì vậy, kết quả kinh doanh trong 1Q22F được bảo đảm. Với nửa sau của năm 2022, chúng tôi sẽ cần theo dõi diễn biến của thị trường để có thể ước tính hiệu quả kinh doanh của các công ty chứng khoán.

**Hình 17. Số tài khoản mở mới liên tục xô đổ các kỷ lục**



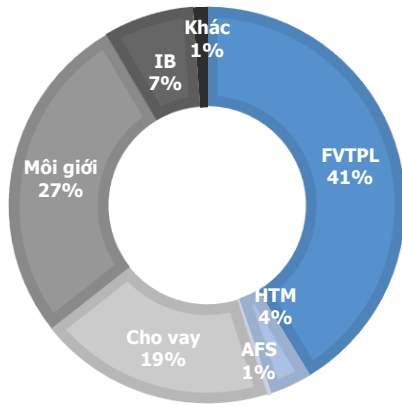
Nguồn: VSD, KIS

**Hình 18. Phân loại nhà đầu tư mới tham gia vào thị trường**



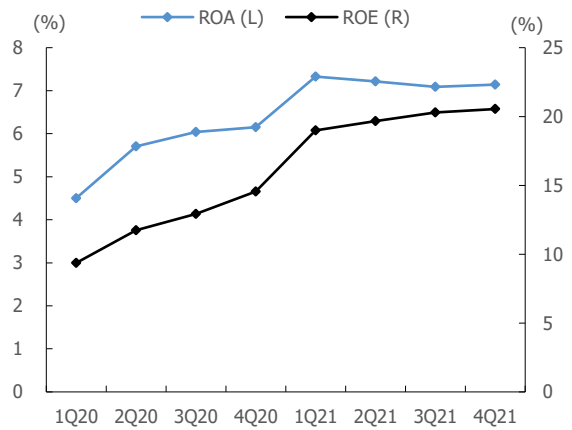
Nguồn: VSD, KIS

**Hình 19. Cơ cấu doanh thu 2021**



Nguồn: Fiinpro, KIS

**Hình 20. ROA & ROE ngành**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS



■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chứng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 21/02/2022.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 21/02/2022.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Chứng khoán và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Trí Dương

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2022 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.