# NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VN – BID (HOSE)
# KHẢ QUAN – GIÁ HỢP LÝ: 45.600

## CẬP NHẬT KQKD 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2021

| Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng) | H1/2020 | H1/2021 | % YoY |
|---|---|---|---|
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự | 49,993.06 | 50,229.31 | 0% |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự | -33,905.37 | -26,469.78 | -22% |
| Thu nhập lãi thuần | 16,087.69 | 23,759.53 | 48% |
| Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ | 2,298.98 | 3,175.98 | 38% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ hoạy động kinh doanh ngoại hối và vàng | 816.35 | 784.58 | -4% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh | 420.90 | 572.41 | 36% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư | 668.57 | -493.16 | -174% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác | 1,811.83 | 3,992.18 | 120% |
| Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần | 58.03 | 105.19 | 81% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 22,162.34 | 31,896.71 | 44% |
| Chi phí hoạt động | -7,442.35 | -8,144.76 | 9% |
| LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng | 14,719.99 | 23,751.95 | 61% |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | -10,361.15 | -15,692.40 | 51% |
| Tổng lợi nhuận trước thuế | 4,358.84 | 8,059.55 | 85% |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | -866.11 | -1,598.84 | 85% |
| Lợi nhuận sau thuế | 3,492.74 | 6,460.71 | 85% |

*Nguồn: BID, CSI Research*

**Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2021 của BID tiếp tục khả quan**. Trong 6 tháng đầu năm, BIDV (BID) đã ghi nhận thu nhập hoạt động TOI và LNTT đạt lần lượt 31.896 tỷ đồng (+44% YoY) và 8.059 tỷ đồng (+85% YoY), tức hoàn thành đến 62% kế hoạch cả năm 2021. Tăng trưởng thu nhập tích cực đến từ biên lãi ròng NIM mở rộng, tăng trưởng thu nhập ngoài lãi và tiết giảm chi phí hoạt động.

Đóng góp nhiều nhất cho tổng thu nhập là thu nhập lãi thuần với 23.759 tỷ đồng (+48% YoY). Biên lãi ròng NIM cũng tăng lên 3,3% do chi phí vốn tiếp tục giảm nhờ hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp. Tăng trưởng tín dụng của BID đạt 1.297 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 6,8% so với đầu năm. Trong khi đó, huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá ghi nhận 1.392 nghìn tỷ đồng (+7,9% trong kì). Tỷ lệ tiền gửi không kì hạn trên tổng huy động CASA tăng nhẹ lên mức 18,2%.

Thu nhập ngoài lãi cũng tăng trưởng tốt với 8.137 tỷ đồng (+34% YoY). Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ duy trì mức tăng cao, đạt 3.175 tỷ đồng (+38% YoY), trong khi lãi từ hoạt động mua bán chứng khoán ghi nhận lỗ 493 tỷ đồng do thực hiện trích lập dự phòng rủi ro khoảng 500 tỷ đồng. Lợi nhuận khác tăng đột biến đến chủ yếu từ thu hồi nợ xấu đã xóa đạt 3.992 tỷ đồng (+120% YoY), với hoạt động thanh lý tài sản đảm bảo được đẩy mạnh nhờ thị trường bất động sản thuận lợi.

**Chi phí tiếp tục được tối ưu hoá.** Trong nửa đầu năm, chi phí hoạt động của BID đạt 8.144 tỷ đồng (+9% YoY). Nhờ nhiều chi phí hoạt động được cắt giảm bằng việc hiện đại hoá hệ thống, tỷ lệ chi phí trên doanh thu CIR giảm mạnh xuống 25,4%. Điều này đã giúp BID trở thành một trong những ngân hàng có chi phí được tối ưu hoá hiệu quả nhất toàn ngành.

**Chất lượng tài sản dần cải thiện.** Tại cuối quý II, tỷ lệ nợ xấu ghi nhận ở mức 1,63%, giảm nhẹ so với mức 1,76% vào cuối năm 2020. Dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 và 03 ghi nhận khoảng khoảng 13.400 tỷ đồng, tương đương 1% dư nợ. Nhờ vào việc tăng cường trích lập dự phòng cho các khoản nợ xấu với chi phí trích lập dự phòng đạt 15.692 tỷ đồng (+51% YoY), tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) đã tăng lên 131%, cao hơn mức trung bình của hệ thống.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

**Chất lượng tài sản cải thiện giúp thúc đẩy lợi nhuận:** Trong các năm gần đây lợi nhuận của BID bị ảnh hưởng rất nhiều do chi phí trích lập dự phòng rủi ro. Tuy nhiên hiện ngân hàng đã tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC và dự kiến hoàn thành trích lập xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong năm 2021. Do đã trích lập phần lớn nợ xấu tồn đọng, áp lực trích lập dự phòng từ nửa cuối năm 2021 sẽ giảm đi đáng kể giúp bớt gánh nặng lên lợi nhuận của BID.

**Kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động:** Tỷ lệ CIR của BID đang ở mức thấp của ngành nhờ sự hỗ trợ của các cổ đông chiến lược, cùng với việc ứng dụng công nghệ số hiện đại và các giải pháp số hóa vào hoạt động (như Ứng dụng Smartbanking, hệ thống core banking mới…).

**Tăng vốn là yếu tố thúc đẩy quan trọng:** Chúng tôi dự báo bức tranh lợi nhuận 6 tháng cuối năm sẽ gặp nhiều khó khăn hơn khi: (1) Làn sóng thứ 4 của dịch Covid-19 tác động xấu tới chất lượng tài sản của BID; (2) BID công bố nhiều gói cho vay với lãi suất ưu đãi theo chỉ đạo từ Ngân hàng Nhà nước.

Tuy nhiên, với giả định dịch bệnh sẽ được kiểm soát tốt từ cuối quý 4 cùng với việc BID đã đẩy mạnh trích lập dự phòng trong nửa đầu năm, chúng tôi vẫn đánh giá cao khả năng BID có thể hoàn thành tương đối kế hoạch kinh doanh 2021. Cùng với đó, chúng tôi kì vọng BID sẽ có tăng trưởng khởi sắc trong năm 2022 với nhu cầu tín dụng tăng từ nền kinh tế cũng như lực đẩy từ việc tăng vốn. Cùng với đó, lộ trình tăng trong 2 năm tới của BID qua các phương án phát hành riêng lẻ hay chi cổ tức bằng cổ phiếu. Đây sẽ là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến sự tăng trưởng của BID trong thời gian tới nhờ vào các hệ số an toàn vốn sẽ được cải thiện nếu tăng vốn thành công.

## KHUYẾN NGHỊ

**BID** là một trong những ngân hàng đầu ngành về quy mô và cả thị phần, với nguồn lực tốt và đang trong quá trình tích cực tái cơ cấu để làm lành mạnh chất lượng tài sản. Chúng tôi đánh giá việc đợt dịch lần thứ tư bùng phát mạnh tại các tỉnh thành phía Nam sẽ có những tác động tiêu cực nhất định lên chất lượng tài sản và rủi ro của **BID**. Tuy nhiên với tiềm năng trong dài hạn của **BID**, chúng tôi vẫn đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** và định giá hợp lý của cổ phiếu BID là **45.600 đồng/cổ phiếu**.

# NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI – MBB (HOSE)
# KHẢ QUAN – GIÁ HỢP LÝ: 31.500

## CẬP NHẬT KQKD 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2021

| Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng) | H1/2020 | H1/2021 | % YoY |
|---|---|---|---|
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự | 15,872.12 | 18,648.40 | 17% |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự | -6,552.92 | -6,133.83 | -6% |
| Thu nhập lãi thuần | 9,319.21 | 12,514.57 | 34% |
| Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ | 1,689.80 | 2,095.56 | 24% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ hoạy động kinh doanh ngoại hối và vàng | 340.66 | 558.43 | 64% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh | 33.84 | 19.61 | -42% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư | 680.67 | 999.96 | 47% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác | 778.75 | 1,859.96 | 139% |
| Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần | 69.50 | 69.38 | 0% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 12,912.42 | 18,117.47 | 40% |
| Chi phí hoạt động | -4,484.29 | -5,890.73 | 31% |
| LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng | 8,428.14 | 12,226.73 | 45% |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | -3,309.53 | -4,240.47 | 28% |
| Tổng lợi nhuận trước thuế | 5,118.61 | 7,986.27 | 56% |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | -946.09 | -1,589.44 | 68% |
| Lợi nhuận sau thuế | 4,172.52 | 6,396.83 | 53% |

*Nguồn: MBB, CSI Research*

**Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm tích cực.** Trong 2 quý đầu năm, tín dụng của MBB tăng 10.5% lên 340,000 tỷ đồng nhờ đẩy mạnh cho vay cá nhân và dự án năng lượng. Nhờ đó mà MBB ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 7.986 tỷ đồng (+56% YoY) nhờ tín dụng tăng trưởng tốt và NIM tiếp tục mở rộng. Mới đây, ngân hàng này cũng đã được NHNN nới trần tăng trưởng tín dụng năm 2021 lên 15%

Cấu trúc dư nợ cho vay của MBB bao gồm 44% dư nợ cá nhân, 8,2% dư nợ doanh nghiệp nhà nước và 47,8% dư nợ doanh nghiệp tư nhân. Trong đó, phân khúc khách hàng doanh nghiệp tư nhân có mức tăng trưởng cao nhất với +20,6% YoY, trong khi dư nợ nhóm doanh nghiệp nhà nước ghi nhận mức giảm -24,8% YoY. Dư nợ khách hàng cá nhân tăng +11,3% YoY, với đóng góp lớn từ mảng cho vay tiêu dùng với công ty con M Credit.

Về phía huy động, tiền gửi và giấy tờ có giá tại cuối quý II của MBB đạt 396 nghìn tỷ đồng (+9,3% YoY). Trong đó, số dư tiền gửi không kỳ hạn (CASA) tăng nhẹ đạt 119 nghìn tỷ đồng (+3,3% YoY), tỷ lệ CASA giảm nhẹ xuống 34,6% và vẫn duy trì ở nhóm cao đầu ngành.

**Chất lượng tài sản cải thiện vượt bậc**. Nhờ vào việc tích cực xử lý nợ xấu và tăng trích lập dự phòng rủi ro tín dụng bao gồm cả tăng trích lập dự phòng cho dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 03. Tỷ lệ nợ xấu của MBB tại cuối quý II giảm mạnh xuống mức thấp kỷ lục 0.8%. Trong đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) đạt 311%, tức cao gấp đôi so với đầu năm nhờ đẩy mạnh xử lý nợ xấu và tăng trích lập dự phòng.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

**Lãi từ hoạt động kinh doanh cốt lõi tích cực nhờ tăng trưởng tín dụng vượt trội:** Với việc MBB đang có chất lượng tài sản tốt, nguồn vốn dồi dào đáp ứng tốt chuẩn Basel II, chúng tôi tin rằng đây là những điều kiện để MBB được giao chỉ tiêu tín dụng cao hơn trung bình ngành trong các giai đoạn sắp tới. Hiện tại MBB đã được nâng "room" tăng trưởng tín dụng lên 15% và nhiều khả năng sẽ được cấp thêm khi nền kinh tế mở cửa trở lại và nhu cầu tín dụng khả quan hơn vào quý 4 tới. MBB hiện đang tập trung tăng trưởng tín dụng ở mảng bán lẻ, tiêu dùng, và các ngành nghề đa dạng, ít chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh như điện, may mặc, y tế, logistics.

**Chi phí vốn tiếp tục duy trì mở mức thấp**: CSI đánh giá cao chiến lược hướng trọng tâm tới khách hàng giúp MBB ghi nhận tỷ trọng CASA từ khách hàng cá nhân cao hơn trước cũng như mức lãi suất huy động tốt hơn. Với cơ cấu huy động và cơ cấu tiền gửi không kỳ hạn đa dạng, chúng tôi cho rằng MBB có thể duy trì lợi thế chi phí vốn thấp và duy trì biên lãi ròng NIM ở mức cao trong dài hạn. Đặc biệt, tập khách hàng cá nhân dồi dào, đa dạng sẽ củng cố năng lực cạnh tranh của MBB trong việc thu hút CASA và tiền gửi, tăng trưởng về tín dụng và tỷ suất sinh lời, cũng như tiềm năng bán chéo các sản phẩm dịch vụ

**Rủi ro:** Hiện tại, với các ảnh hưởng từ lần bùng phát dịch lần thứ 4, MBB cùng với ngành ngân hàng đang phải chịu một số ảnh hưởng tiêu cực liên quan đến chất lượng tài sản và lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá chất lượng tài sản của MBB tốt hơn đáng kể so với trung bình ngành. Đồng thời, MBB cũng đã tích cực trích lập nợ xấu trong suốt thời gian qua, vì vậy những năm tới ngân hàng sẽ chịu ít áp lực trích lập hơn. Tuy nhiên, nếu dịch bệnh không được kiểm soát trong quý 4 năm 2021 như dự tính, lợi nhuận của MBB vẫn sẽ chịu tác động tiêu cực khi nợ xấu gia tăng khiến chi phí dự phòng tăng nhanh.

## KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối cổ phiếu **MBB** sau khi cân nhắc kĩ các rủi ro hiện tại nhờ vào tập khách hàng phong phú và đa dạng, chất lượng tài sản tốt, nguồn vốn dồi dào và triển vọng tăng trưởng bền vững trong dài hạn của **MBB**. Chúng tôi cũng đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu **MBB** là **34.000 đồng/cổ phiếu.**

# NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN – STB (HOSE)
# TRUNG LẬP – GIÁ HỢP LÝ: 26.500

## CẬP NHẬT KQKD 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2021

| Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng) | H1/2020 | H1/2021 | % YoY |
|---|---|---|---|
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự | 16,855.97 | 15,352.02 | -9% |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự | -11,378.90 | -9,195.45 | -19% |
| Thu nhập lãi thuần | 5,477.08 | 6,156.57 | 12% |
| Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ | 1,418.80 | 1,773.73 | 25% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng | 398.31 | 374.85 | -6% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư | -32.52 | 51.52 | -258% |
| Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác | 181.31 | 533.10 | 194% |
| Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần | 1.41 | 1.68 | 20% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 7,444.37 | 8,891.45 | 19% |
| Chi phí hoạt động | -4,450.72 | -5,005.43 | 12% |
| LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng | 2,993.65 | 3,886.02 | 30% |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | -1,565.22 | -1,461.53 | -7% |
| Tổng lợi nhuận trước thuế | 1,428.43 | 2,424.49 | 70% |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | -299.32 | -510.59 | 71% |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,129.11 | 1,913.90 | 70% |

*Nguồn: STB, CSI Research*

**Kết quả kinh doanh nửa đầu năm tăng trưởng nhẹ.** Tính đến 30/6/2021, tổng tài sản của ngân hàng đạt 505.534 tỷ đồng, tăng 2,4% so với đầu năm, trong đó cho vay khách hàng tăng 6,1% đạt 361.109 tỷ đồng. Tiền gửi khách hàng là 433.944 tỷ đồng, tăng 1,4% so với cuối năm 2020.

Trong 6 tháng đầu năm, tổng thu nhập hoạt động (TOI) của STB đạt 8.891 tỷ đồng, tức +19,4% YoY. Trong đó, thu nhập lãi thuần NII tăng trưởng 679 tỷ đồng, tức +12,4% YoY. Đồng thời hoạt động dịch vụ cũng mang về cho ngân hàng hơn 1.773 tỷ đồng (+25% YoY). Cá biệt, lãi thuần từ hoạt động kinh doanh khác cũng ghi nhận tăng trưởng rất mạnh lên đến 194% so với cùng kỳ.

Chi phí hoạt động của STB cũng ghi nhận mức tăng đáng kể 12,5% YoY lên mức 5.005 tỷ đồng. Điều này chứng tỏ STB cũng đã có cố gắng trong việc tối ưu hóa chi phí hoạt động, tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá STB không phải là một ngân hàng hoạt động thực sự hiệu quả tương quan với ngành.

**Chất lượng tài sản của STB cải thiện nhẹ.** Chất lượng tài sản tại STB luôn là một vấn đề đáng quan tâm, tuy nhiên trong 6 tháng đầu năm STB đã cố gắng hạn chế các khoản cho vay có rủi ro. Trong 6 tháng đầu năm, nợ xấu của ngân hàng này ghi nhận mức giảm nhẹ 3% xuống còn 5.609 tỷ đồng. Nhờ đó mà tỷ lệ nợ xấu của STB giảm từ 1,7% xuống còn 1,55%. Tuy đây không phải là con số thấp so sánh với các ngân hàng tư nhân khác nhưng cũng đã có cải thiện so với lịch sử của STB. Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) là 9,75%, tăng 0,22% so với đầu năm và đạt mức cao hơn khá nhiều so với mức tối thiểu 8% theo quy định. Trong khi đó, chi phí dự phòng rủi ro lại giảm 6,6% xuống còn 1.462 tỷ đồng.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

**Chất lượng tài sản cải thiện làm giảm gánh nặng lên lợi nhuận**. Hiện tại, STB là một trong những ngân hàng có lợi nhuận bị ảnh hưởng tiêu cực do các khoản nợ xấu lớn. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy tốc độ hoàn nhập lãi dự thu trong 6 tháng đầu năm 2021 nhanh hơn kỳ vọng, cho thấy gánh nặng cho các năm tiếp theo sẽ được giảm dần. Với giả định toàn bộ lãi dự thu tồn đọng sẽ được xử lý vào năm 2022 và toàn bộ số dư ròng VAMC sẽ được xử lý và trích lập dự phòng vào cuối năm 2022 sẽ giúp STB bớt đi đáng kể các áp lực trích lập dự phòng trong các năm tới.

**Lợi nhuận trong nửa cuối năm 2021 không khả quan.** Mặc dù lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm 2021 của STB tăng trưởng khá tốt, chúng tôi vẫn đưa ra dự báo lợi nhuận cả năm 2021 sẽ giảm nhẹ so với cùng kì do chi phí dự phòng tăng đáng kể dự chủ yếu do tác động tiêu cực của dịch COVID-19. Thêm vào đó việc chỉ đạo giảm lãi xuất hỗ trợ nền kinh tế từ NHNN sẽ tạo áp lực giảm lên NIM của STB trong thời gian tới.

**Rủi ro chính liên quan đến STB**. Theo chúng tôi đánh giá, các rủi ro có ảnh hưởng trọng yếu đến STB trong thời gian tới bao gồm: (1) Tiến độ xử lý tài sản tồn đọng không đạt với dự kiến; (2) Nợ xấu phát sinh do tác động của dịch COVID-19 phức tạp và kéo dài hơn dự báo.

## KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối cổ phiếu **STB** sau khi cân nhắc kĩ các rủi ro hiện tại và cũng nhưng các triển vọng kinh doanh trong tương lai. Chúng tôi nhận thấy **STB** không có nhiều tiềm năng phát triển chủ yếu đến từ việc ngân hàng này không có thế mạnh tập trung cho một tệp khách hàng cụ thể cũng như định giá hiện tại đã ở mức hợp lý. Từ đó, chúng tôi cũng đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu **STB** là **26.500 đồng/cổ phiếu** tức với hệ số P/B mục tiêu 1,6x lần.

# CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VIX – VIX (HOSE)
# KHẢ QUAN – GIÁ HỢP LÝ: 21.500

## CẬP NHẬT KQKD 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2021

| Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng) | H1/2020 | H1/2021 | % YoY |
|---|---|---|---|
| **DOANH THU HOẠT ĐỘNG** | **261.59** | **867.17** | **232%** |
| Doanh thu thuần về hoạt động kinh doanh | 261.59 | 867.17 | 232% |
| **Chi phí hoạt động kinh doanh** | **-198.62** | **-311.08** | **57%** |
| LỢI NHUẬN GỘP | 62.97 | 556.09 | 783% |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 1.47 | 2.02 | 38% |
| Chi phí tài chính | -10.97 | -17.93 | 63% |
| CHI PHÍ QUẢN LÝ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN | -9.11 | -9.71 | 7% |
| KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG | 44.36 | 530.47 | 1096% |
| Thu nhập khác ròng | 13.30 | -0.81 | -106% |
| **TỔNG LỢI NHUẬN KẾ TOÁN TRƯỚC THUẾ** | **57.66** | **529.66** | **819%** |
| CHI PHÍ THUẾ THU NHẬP DOANH NGHIỆP | -11.46 | -103.12 | 800% |
| **LỢI NHUẬN KẾ TOÁN SAU THUẾ** | **46.20** | **426.55** | **823%** |

*Nguồn: VIX, CSI Research*

**Kết quả kinh doanh quý II tăng trưởng mạnh.** Theo báo cáo tài chính quý II, Chứng khoán VIX ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh với 356 tỷ đồng (+110% YoY). Trong đó, lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) đạt 265 tỷ đồng, tăng 79% so với cùng kì. Lãi bán tài sản tài chính tức hoạt động tự doanh tăng trưởng rất mạnh với 292 tỷ đồng, cùng kỳ khoản này chỉ là 19 tỷ đồng. Ngoài ra, VIX còn có khoản cổ tức, tiền lãi phát sinh từ tài sản tài chính là 71 tỷ đồng (+180% YoY).

Mảng môi giới chứng khoán của VIX cũng có mức tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu đạt 48,5 tỷ đồng, gấp 7,6 lần so với cùng kì năm trước. Lãi từ cho vay và phải thu ở mức 36,5 tỷ đồng (+260% YoY). Trong khi đó, chi phí hoạt động cũng gấp 2,5 lần cùng kỳ và lên 206 tỷ đồng. Nhờ đó, lợi nhuận sau thuế quý II của VIX đạt gần 108 tỷ đồng, tăng 52% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, mức lợi nhuận này của VIX là thấp nhất trong vòng 4 quý vừa qua.

Nếu tính lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu của VIX đạt 867 tỷ đồng, gấp 3,3 lần nửa đầu năm 2020. Lợi nhuận sau thuế đạt gần 427 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ chỉ là hơn 46 tỷ đồng và hoàn thành 78% kế hoạch cả năm 2021. Cũng tại thời điểm 30/6, tổng tài sản của VIX đạt 2.921 tỷ đồng, tăng 38% so với số cuối năm ngoái. Sau khi giảm đáng kể giá trị danh mục FVTPL ở cuối quý I thì đến cuối quý II, khoản này của VIX tăng lên mức 1.332,4 tỷ đồng, tương ứng tăng 16,5% so với cuối năm trước và tăng 62% so với cuối quý I. Công ty nắm giữ gần 936 tỷ đồng cổ phiếu niêm yết, 282 tỷ đồng cổ phiếu chưa niêm yết và 114 tỷ đồng trái phiếu chưa niêm yết

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

**Mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp giúp hỗ trợ thị trường chứng khoán.** Với việc đợt dịch thứ tư bùng phát từ tháng 7 năm 2021, chúng tôi dự báo NHNN sẽ vẫn tiếp tục giữ lãi suất ở mức thấp như hiện nay và chỉ bắt đầu thắt chặt lại chính sách tiền tệ từ quý II năm 2022. Đồng thời, chúng tôi cũng nhận định tăng trưởng tín dụng trong năm nay vẫn sẽ ổn định và xấp xỉ mức 12% của năm 2020.

Điều này sẽ giúp thị trường chứng khoán tiếp tục được hưởng lợi nhờ dòng "tiền rẻ" chảy vào thị trường. Nhờ đó các công ty chứng khoán nói chung và VIX nói riêng sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ việc tự doanh chứng khoán khi thị trường lên cũng như các dịch vụ môi giới.

**Tăng vốn giúp VIX thêm dự địa phát triển mảng cho các nghiệp vụ.** Trong năm 2021, tăng vốn là chủ đề nóng của các công ty chứng khoán và VIX cũng không ngoại lệ. Cụ thể, VIX sẽ phát hành tổng cộng hơn 146,8 triệu cổ phiếu trả cổ tức và chào bán cho cổ đông hiện hữu tăng vốn điều lệ. Tổng giá trị phát hành theo mệnh giá gần 1.468 tỷ đồng.

Ngoài ra Chứng khoán VIX phát hành gần 127,72 triệu cổ phiếu chào bán cho cổ đông hiện hữu. Tỷ lệ 1:1 nhằm tăng vốn điều lệ lên gấp đôi. Giá chào bán 10.000 đồng/cổ phiếu. Tổng số tiền dự kiến thu về 1.277 tỷ đồng. Mục đích phát hành nhằm bổ sung vốn kinh doanh nhằm nâng cao năng lực đầu tư tự doanh, năng lực cho vay ký quỹ chứng khoán và năng lực bảo lãnh phát hành.

Chúng tôi đánh giá việc tăng vốn này là rất cần thiết cho VIX, đặc biệt là hoạt động cho vay margin của công ty. Việc có thêm vốn sẽ giúp VIX có thêm dư địa để phát triển mảng cho vay margin của mình và thu được doanh thu lớn từ mảng này, đặc biệt là trong giai đoạn lãi suất thấp và nhu cầu trên thị trường đang ngày càng lớn như hiện nay.

## KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối cổ phiếu **VIX** sau khi cân nhắc kĩ các rủi ro hiện tại và cũng nhưng các triển vọng kinh doanh trong tương lai. Chúng tôi nhận thấy định giá hiện tại của **VIX** còn đang tương đối thấp so với trung bình ngành. Từ đó, chúng tôi cũng đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu **VIX** là **21.500 đồng/cổ phiếu**.

# CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN ALPHA SEVEN – DL1 (HNX)
# HẠ TỶ TRỌNG

## CẬP NHẬT KQKD 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2021

| Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng) | H1/2020 | H1/2021 | % YoY |
|---|---|---|---|
| **Doanh số** | **90.78** | **55.54** | **-39%** |
| Doanh số thuần | 90.78 | 55.54 | -39% |
| Giá vốn hàng bán | -88.27 | -52.10 | -41% |
| **Lãi gộp** | **2.51** | **3.44** | **37%** |
| Thu nhập tài chính | 23.42 | 20.24 | -14% |
| Chi phí tài chính | -8.64 | -9.47 | 10% |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015) | 0.02 | 11.66 | 46926% |
| Chi phí bán hàng | -0.45 | -0.63 | 41% |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 1.68 | -1.46 | -187% |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh | 18.55 | 23.78 | 28% |
| Thu nhập khác, ròng | -0.01 | -0.02 | 94% |
| **Lãi/(lỗ) ròng trước thuế** | **18.54** | **23.76** | **28%** |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | -4.80 | -3.05 | -36% |
| **Lãi/(lỗ) thuần sau thuế** | **13.74** | **20.71** | **51%** |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | -1.06 | 0.02 | -102% |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ | 14.80 | 20.68 | 40% |

*Nguồn: DL1, CSI Research*

**Kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm không khả quan**. Alpha Seven tiền thân là CTCP Phát triển dịch vụ công trình công cộng Đức Long Gia Lai được thành lập vào tháng 12/2005, đến năm 2020 được đổi tên thành CTCP Tập đoàn năng lượng tái tạo Việt Nam và chỉ sau khoảng 1 năm tiếp tục được đổi tên như hiện nay.

Về kết quả kinh doanh, kết thúc 6 tháng đầu năm 2021, DL1 ghi nhận doanh thu đạt 55,54 tỷ đồng, giảm 39% so với cùng kỳ năm ngoái; lợi nhuận sau thuế đạt 20,71 tỷ đồng, tăng 51%. Như vậy, với kế hoạch kinh doanh cả năm là doanh thu 600 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 52 tỷ đồng, nửa đầu năm, Alpha Seven mới hoàn thành 9,26% mục tiêu doanh thu và 39,8% mục tiêu lợi nhuận cho cả năm.

Nhìn về báo cáo năm 2020, DL1 ghi nhận gần 189 tỷ đồng doanh thu thuần và hơn 35 tỷ đồng lãi sau thuế, lần lượt thực hiện 94% và 177% kế hoạch đề ra. So với kết quả năm trước đó, lợi nhuận đạt mức tăng 122% và cũng là cao nhất từ khi niêm yết đến nay.

Trong khi đó, lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh chính năm 2020 chỉ đem về 4.3 tỷ đồng, thấp nhất từ trước đến nay, bất chấp doanh thu vẫn xấp xỉ năm 2018. Biên lãi gộp liên tục suy yếu về ở mức 2.3% (năm 2018 đạt 6.3% và 2019 đạt 3.5%) cho thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi của DL1 đang gặp không ít thách thức.

## TRIỂN VỌNG

**Vết nhơ thao túng giá cổ phiếu không dễ phai mờ.** Cụ thể, ngày 28/05/2019, UBCKNN đã ban hành Quyết định về việc xử phạt vi phạm hành chính đối với ông Nguyễn Thanh Lâm. Cá nhân này bị phạt tiền 550 triệu đồng do hành vi đã sử dụng 57 tài khoản để liên tục mua bán, tạo cung cầu giả tạo, thao túng giá cổ phiếu DL1. Đây chính là giai đoạn DL1 bất ngờ tăng giá phi mã cùng với nhiều phiên giao dịch đạt khối lượng cao đến 1-2 triệu cp/phiên. Việc dính vào "vết đen" bị thao túng giá, giá cổ phiếu đã giảm không phanh đến 12 lần. Chúng tôi cho rằng đây là một dấu hiệu không tốt và sẽ cổ phiếu DL1 khó lòng có thể thu hút được dòng tiền lớn từ các nhà đầu tư.

**Rủi ro tài chính lớn.** Theo báo cáo tài chính hợp nhất năm 2020, tổng các khoản cho vay mượn tại ngày 31/12/2020 của DL1 đạt trên 526 tỷ đồng, tăng 35% so với cuối năm 2019. Đáng chú ý là tất cả các khoản cho vay mượn này đều không có tài sản đảm bảo. Trong đó, cho vay mượn ngắn hạn chiếm gần 171 tỷ đồng còn dài hạn đạt gần 356 tỷ đồng. Đến cuối quý 2/2021, lượng tiền cho vay mượn thậm chí còn tăng lên 565 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng việc DL1 cho vay mượn tới hơn một nửa vốn điều lệ mà không hề có tài sản đảm bảo đang là một điểm rủi ro tài chính lớn.

**Triển vọng kinh doanh không rõ ràng.** Chúng tôi cho rằng triển vọng kinh doanh của DL1 trong thời gian tới là không rõ ràng do đợt bùng phát dịch lần thứ tư đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến chuỗi cung ứng các sản phẩm nông nghiệp của DL1 trong 2 quý cuối năm 2021. Thêm vào đó, việc hoạt động của các bến xe khách tại Tây Nguyên cũng bị đình trệ và làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến doanh thu của DL1. Chúng tôi cũng nhận thấy triển vọng kinh doanh trong tương lai cho các mảng hiện tại của DL1 là không mấy khả quan, ngay cả khi dịch bệnh được kiểm soát từ cuối quý IV năm nay như dự báo.

## KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra quan điểm **HẠ TỶ TRỌNG** đối cổ phiếu **DL1** sau khi cân nhắc kĩ các rủi ro hiện tại và cũng nhưng các triển vọng kinh doanh trong tương lai. Chúng tôi nhận thấy định giá hiện tại của **DL1** đã là cao hơn dự tính khi mà công ty này không hề có kế hoạch kinh doanh đủ chắc chắn cũng như lịch sử thao túng giá cổ phiếu trái pháp luật. Từ đó, chúng tôi từ chối đưa ra khuyến nghị đầu tư đối với cổ phiếu này.