

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **25.200 VND (▲5%)**

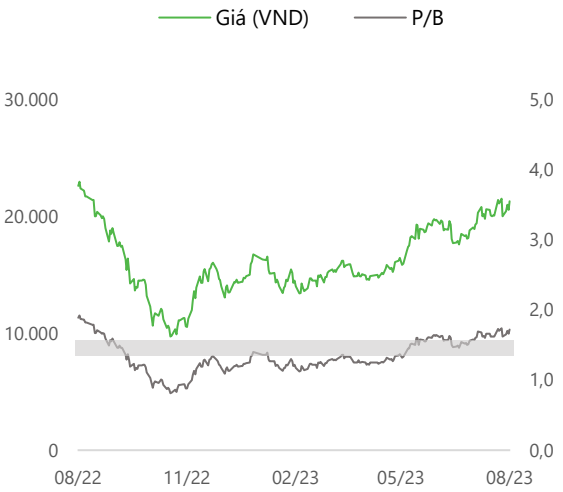
Cập nhật: 07/09/2023

TRIỂN VỌNG 2023

**Tích cực:** Hưởng lợi trực tiếp nhờ thanh khoản cải thiện khi tập trung chủ yếu vào khách hàng cá nhân.

**Tiêu cực:** Vấn đề về trái phiếu doanh nghiệp vẫn mang một số rủi ro tiềm ẩn.

**Khuyến nghị:** Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 20.000d – 21.000d, mức P/B hợp lý rơi vào **khoảng 1,7 lần**.



Dữ liệu thị trường

| Ngành nghề               | Chứng khoán |
|--------------------------|-------------|
| Giá hiện tại (VND/cp)    | 21.300      |
| Vốn hóa (Tỷ VND)         | 46.373      |
| Số lượng CPLH (triệu cp) | 2.177       |
| EPS 4 quý gần nhất       | 0,36        |
| P/B (24/08/2023)         | 1,72        |
| Cao nhất 52 tuần         | 22.400      |
| Thấp nhất 52 tuần        | 9.720       |

VND

CTCP Chứng khoán VNDirect

DSC

TỔNG QUAN

Với chiến lược xuyên suốt hướng tới khách hàng cá nhân, VND đã liên tục duy trì thị phần quanh mức 7-8%, nằm top 5 trong nhiều năm. Trong cuộc đua tăng vốn của các CTCK, VND cũng là một đối thủ nặng ký với tốc độ nhanh khi trong vòng 2 năm đã bổ sung thêm gần 10.000 tỉ đồng.

Tuy nhiên, VND hiện nay vẫn đối mặt với rủi ro lớn hơn đối thủ cạnh tranh do cơ cấu danh mục đầu tư phân bổ tỷ trọng lớn vào trái phiếu doanh nghiệp, điển hình là trái phiếu Trung Nam.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

**Câu chuyện về trái phiếu doanh nghiệp vẫn là cực máu đông mang lại rủi ro ngầm**

VND là công ty chứng khoán nắm giữ tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp cao top đầu ngành. Sở dĩ việc nắm nhiều TPDN này nằm tại bản chất hệ sinh thái VNDirect – IPA – Trustlink. Trustlink được IPA tài trợ vốn, và có nhiều thương vụ cho vay các doanh nghiệp niêm yết, đặc biệt là nhóm bất động sản. Trước năm 2022, Trustlink còn được biết đến với việc cho vay margin “ké” VND khi thị trường sôi động.

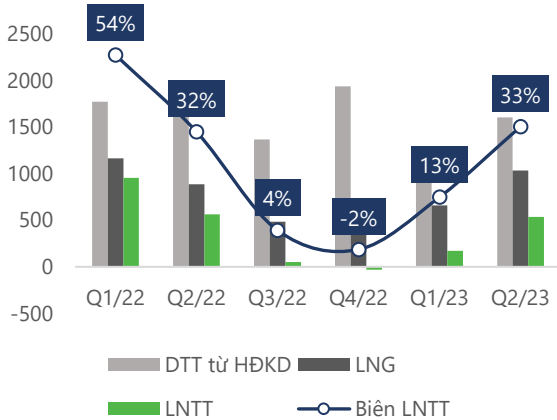
Với mối quan hệ chặt chẽ, có thể thấy dòng vốn giữa các doanh nghiệp này có điểm chung là đều rót vào việc cho vay doanh nghiệp niêm yết. Vì vậy nên VND thường tham gia bảo lãnh cam kết chắc chắn khá nhiều thương vụ trái phiếu trên thị trường vừa qua.

Đối thủ đáng gờm trong cuộc đua về vốn

Giai đoạn thị trường bùng nổ, VND cùng SSI là hai công ty chứng khoán có tốc độ tăng vốn dẫn đầu ngành. Với định hướng tập trung hoàn toàn vào khách hàng cá nhân, việc tăng vốn là cấp thiết để khai thác mảnh đất màu mỡ “cho vay margin”.

Thị trường chứng khoán hiện đã có những bước hồi phục rõ ràng từ vùng đáy, VND cũng đang chuẩn bị cho đợt tăng vốn mới, sẵn sàng đón làn sóng nhà đầu tư cá nhân quay lại. Nếu thực hiện thành công, đợt tăng vốn dự kiến đưa vốn điều lệ lên 18.000 tỷ đồng.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

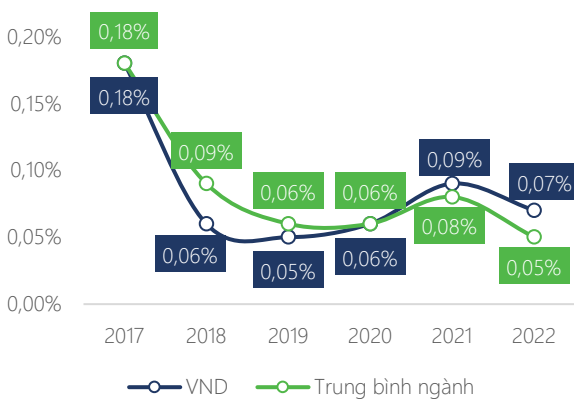


## KẾT QUẢ KINH DOANH

**Q4/22 xác nhận đáy lợi nhuận, doanh thu Q2/23 hồi phục tiến dần về mức đỉnh, hiệu quả kinh doanh cải thiện**

Doanh thu và LNTT Q2/23 đạt lần lượt 2.894 tỷ (- 53% yoy) và 707 tỷ (- 18% yoy). Mặc dù doanh thu vẫn còn kém mức đỉnh Q4.2022, tuy nhiên biên lợi nhuận được cải thiện hơn nhiều khi Q4 VND phải bán lỗ lượng lớn cổ phiếu, xác lập đáy lợi nhuận. Mảng tự doanh đóng góp đáng kể vào việc cải thiện biên lợi nhuận. Mức độ biến động có phần nhẹ nhàng hơn từ thị trường giúp khoản lỗ đánh giá lại giảm đáng kể.

## PHÍ MÔI GIỚI GỘP VND VÀ TRUNG BÌNH NGÀNH



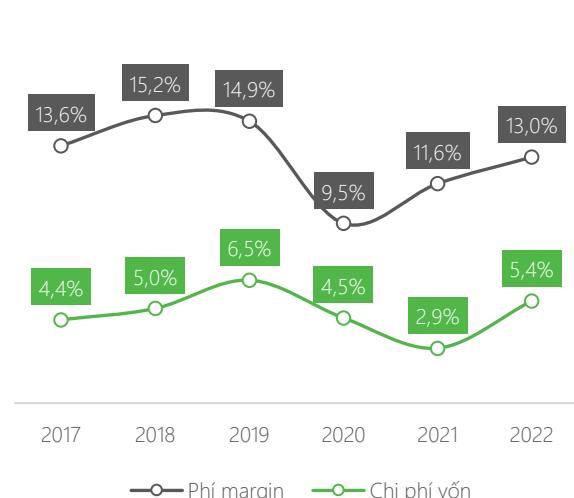
## Điều chỉnh phí môi giới phù hợp với trung bình ngành để tạo vị thế cạnh tranh

Doanh thu và lợi nhuận môi giới 6T/23 đạt 349 tỷ (-55% yoy) và 107 tỷ (-70% yoy).

Xét về Top 5 công ty chứng khoán đầu ngành, VND là CTCK duy nhất tập trung hoàn toàn vào khách hàng cá nhân. Nhờ lợi thế về công nghệ, VND vẫn giữ chân được khách hàng mà không cần hy sinh quá nhiều phí môi giới.

Mặc dù VND duy trì phí môi giới cao hơn trung bình thị trường, tuy nhiên khoảng cách đã co hẹp lại do miếng bánh thị phần ngày càng nhỏ, độ nóng cạnh tranh ngày càng lớn.

## PHÍ MARGIN VÀ CHI PHÍ VỐN 2017-2022

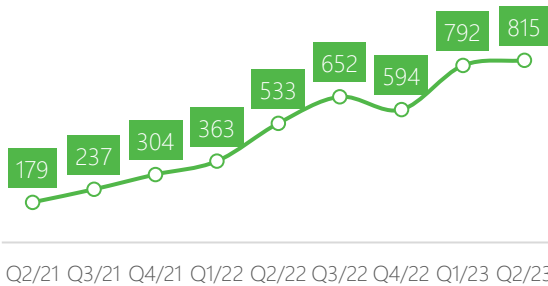


## Một trong những công ty chứng khoán hưởng lợi đầu tiên khi lớp sóng nhà đầu tư cá nhân quay lại

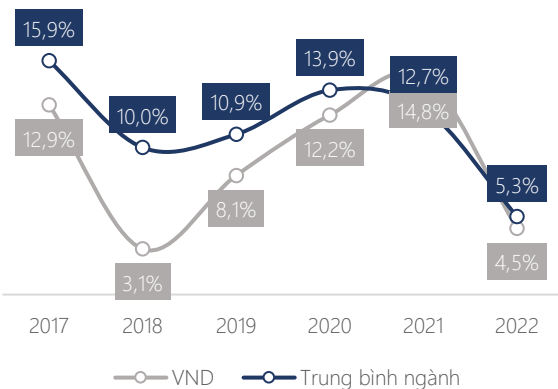
Mảng cho vay margin là mảng trọng tâm của VND khi liên tục giữ vị trí trong top 5 về quy mô cho vay margin. 6T/23 doanh thu đạt 523 tỷ, chiếm 18% tổng doanh thu.

VND là doanh nghiệp có lợi thế về cho vay margin nhờ nguồn vốn dồi dào với chi phí vốn tương đối rẻ so với doanh nghiệp cùng ngành (quanh ngưỡng 4-5%, thậm chí thấp hơn trong điều kiện mức nền lãi suất thấp như năm 2021). Chủ yếu nguồn vốn cho vay của VND đến từ các khoản vay ngắn hạn từ ngân hàng. Trong khi đó, lãi suất cho vay margin cao hơn trung bình ngành, và liên tục tăng từ năm 2020 cho đến nay, tạo ra mức biên lợi nhuận margin tương đối.

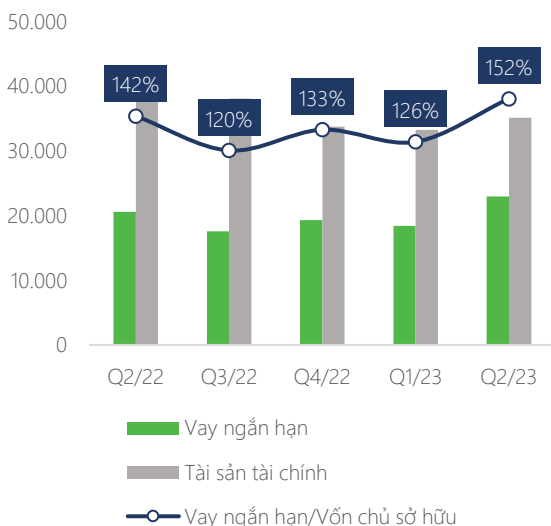
## PHẢI THU TỪ CỔ TỨC VÀ LÃI TỪ TSTC



## ROI



## NỢ VAY VÀ TÀI SẢN TÀI CHÍNH



## KẾT QUẢ KINH DOANH

### Hoạt động tự doanh chưa thực sự hiệu quả

Doanh thu và lợi nhuận tự doanh 6T/23 lần lượt đạt 1.964 tỷ (+17% yoy) và 1.080 tỷ (+33% yoy). Sở dĩ có sự cải thiện là do danh mục đầu tư mở rộng, thị trường ổn định hơn nên khoản đánh giá lại tài sản tài chính ít biến động.

Danh mục tự doanh phân bổ gần 50% tỷ trọng vào trái phiếu, trong đó chủ yếu là thuộc các doanh nghiệp năng lượng tái tạo. Tương đối nhiều trái phiếu thuộc Tập đoàn Trung Nam thông báo chậm trả lãi từ đầu năm đến hiện tại. VND với vai trò là bên thu xếp bảo lãnh phát hành chịu rủi ro đồng thời về danh tiếng và rủi ro trong hoạt động kinh doanh.

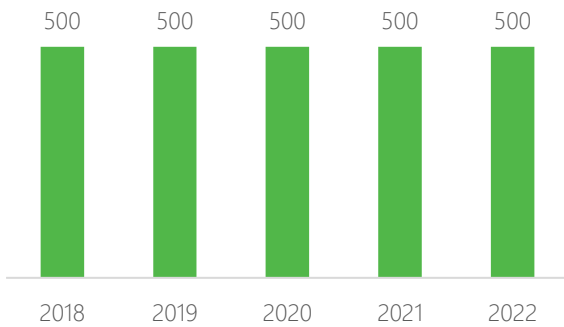
Có thể thấy dòng tiền bị nghẽn trong khoản phải thu cổ tức và lãi tiền gửi lũy kế tăng dần đều qua các quý. Bên cạnh đó, với tình hình khả quan hơn của các dự án, được cấp phép bán một phần cho EVN, rủi ro về trái phiếu trước mắt của VND cũng không còn quá lớn. Tuy nhiên, khoản phải thu từ cổ tức và lãi vẫn cần phải theo dõi trong các quý tới.

### VND tích cực thực hiện hoạt động nguồn vốn, duy trì tỷ lệ nợ vay ngắn hạn liên tục cao

Với quy mô danh mục đầu tư nở rộng dần, đặc biệt là khoản trái phiếu doanh nghiệp, cộng với dư nợ margin tăng dần cũng tạo áp lực lên nguồn vốn của VNDirect.

Q2/23, vốn điều lệ dừng tại mức 12.178 tỷ, trong khi danh mục đầu tư có giá trị hơn 25 nghìn tỷ, dư nợ cho vay đạt 9,3 nghìn tỷ khiến nợ vay ngắn hạn tăng lên mức gần 23 nghìn tỷ. Đây là mức đỉnh trong 5 quý trở lại đây. VND duy trì tỷ lệ nợ vay/VCSH khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành, khiến doanh nghiệp nhạy cảm với lãi suất hơn. Điển hình như giai đoạn 2022, khi lãi suất đạt đỉnh, chi phí lãi vay của VND đã tăng chóng mặt, phần nào ăn mòn biến lợi nhuận doanh nghiệp.

## CỔ TỨC TIỀN MẶT



## ĐỊNH GIÁ &amp; DỰ PHÓNG

## Thông tin cổ tức

Từ 2018-2022, giữ nguyên tỷ lệ trả cổ tức Tiền mặt 5%, tương đương với tỷ suất cổ tức trung bình là 2,3% (theo mức giá tại ngày 24/08/2023).

## Định giá

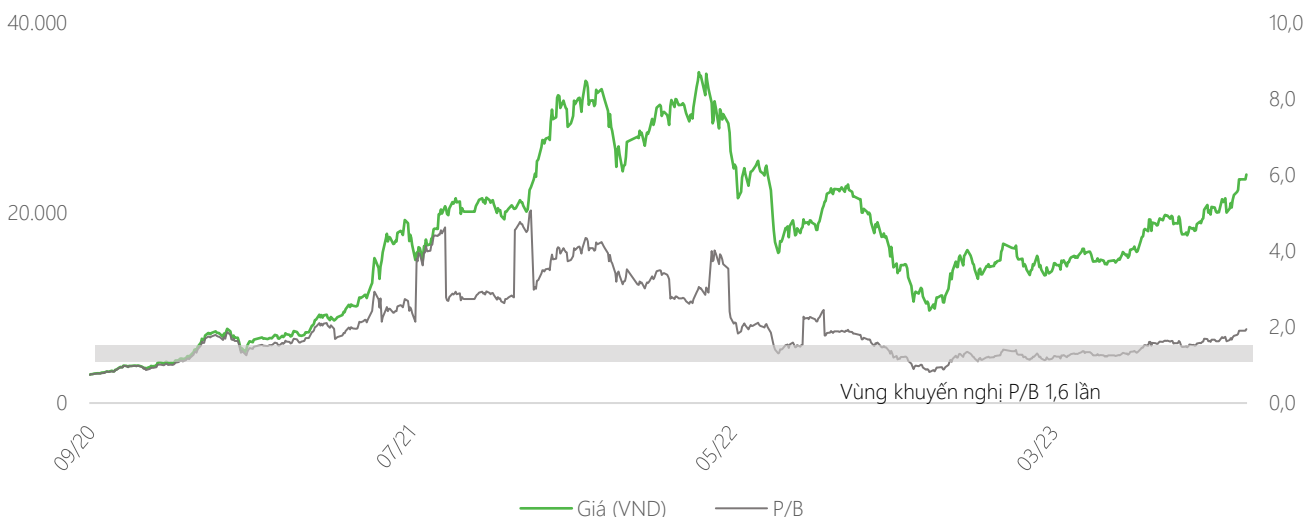
P/B của VND (tại giá đóng cửa (07/09/2023) đạt 1,94 lần, cao hơn so với mức P/B trung bình 5 năm (1,61 lần) và cao hơn trung bình ngành (1,61 lần).

## Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu hoạt động và lợi nhuận trước thuế của 2023 sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt -8% và 22%, đạt lần lượt 6.250 tỷ và 1.875 tỷ. Với mảng môi giới và cho vay margin, kỳ vọng thanh khoản cải thiện sẽ mang lại tăng trưởng 3% doanh thu. Với mảng tự doanh, mặc dù dự phóng tăng trưởng 5%, tuy nhiên vẫn cần lưu ý rằng khoản lãi từ trái phiếu trong danh mục FVTPL vẫn chưa thu được, nằm trong mục dự thu.

BVPS 2023 dự kiến đạt 12.500 VND/cp, tương đương P/B fw là 1,91 lần. Giá mục tiêu của 2023 là 25.200 VNĐ/cp, **upside 5%** so với giá đóng cửa ngày 07/09/2023 là 24.000 VND/cp.

## BIỂU ĐỒ GIÁ



## 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

**Phạm Văn Trang,**  
Chuyên viên Phân tích  
trang.pv@dsc.com.vn

**Nguyễn Minh Tuấn,**  
Chuyên viên Phân tích  
tuan.nm@dsc.com.vn

**Tiền Quốc Việt,**  
Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

**Phan Duy Thành,**  
Chuyên viên Phân tích  
thanh.pd@dsc.com.vn

**Nguyễn Vũ Thái Sơn,**  
Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

**Nguyễn Hoàng Hiệp,**  
Trưởng nhóm vĩ mô  
hiep.nh@dsc.com.vn