

## THEO DÕI

Giá mục tiêu: **23.350 VND (▲15%)**

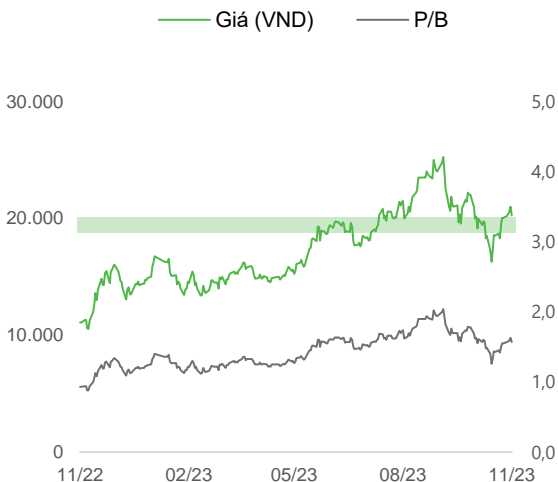
Cập nhật: 17/11/2023

## 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 dòng tiền từ trái phiếu doanh nghiệp vẫn mang rủi ro tiềm ẩn.

**Khuyến nghị:** Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 18.000d – 19.000d, mức P/B hợp lý rơi vào **khoảng 1,5 lần**.



## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Chứng khoán
Giá hiện tại (VND/cp)	20.250
Vốn hóa (Tỷ VND)	24.661
Số lượng CPLH (triệu cp)	1.217
EPS 4 quý gần nhất	470
P/B (17/11/2023)	1,57
Cao nhất 52 tuần	25.250
Thấp nhất 52 tuần	10.550

# 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 cục 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.

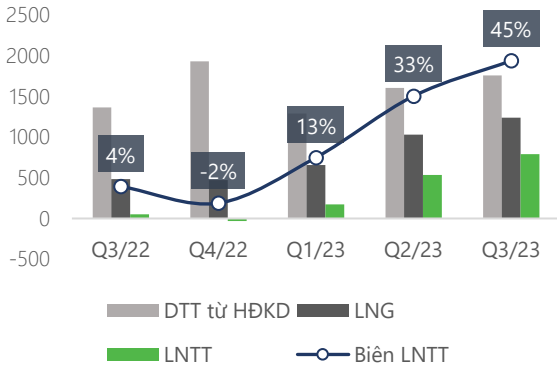
Với mối quan hệ chặt chẽ, có thể thấy dòng vốn giữa các doanh nghiệp này có điểm chung là đều rót vào việc cho vay doanh nghiệp niêm yết. Vì vậy nên VND thường tham gia bảo lãnh cam kết chắc chắn khá nhiều thương vụ trái phiếu trên thị trường vừa qua.

### 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 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



Nguồn: VNDirect

## KẾT QUẢ KINH DOANH

### Biên lợi nhuận liên tục được cải thiện

Doanh thu và LNTT Q3/23 đạt lần lượt 1.239 tỷ (29% yoy) và 792 tỷ, tăng hơn 14 lần. Mức tang trưởng ấn tượng này một phần đến từ mức nền thấp Q3.22, khi tình hình thị trường chung khó khăn, VNDirect ghi nhận lỗ lớn từ danh mục tự doanh.

Việc vực dậy tương đối nhanh khi điều kiện thị trường thuận lợi thể hiện khả năng thích ứng tương đối tốt của VNDirect.

## MÔI GIỚI



Nguồn: VNDirect, DSC ước tính

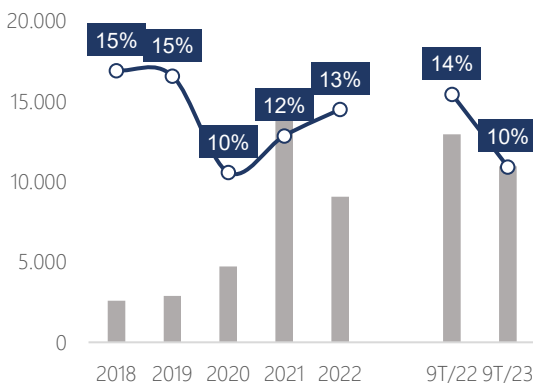
### Hiệu quả quản trị chi phí môi giới ổn định

Q3/23, doanh thu và lợi nhuận môi giới đạt lần lượt 301 tỷ (+19% yoy) và 122 tỷ (+16% yoy). Năm 2023, mảng môi giới liên tục cho thấy sự cải thiện trong hiệu quả hoạt động với biên lãi gộp tăng từ 24% lên 41% sau hai quý.

Mức tăng này một phần đến từ mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái, bên cạnh đó đến từ việc VNDirect duy trì được mức phí môi giới gộp cao hơn trung bình ngành nhờ lợi thế về hạ tầng công nghệ thông tin. Bên cạnh đó là khả năng quản trị khá tốt chi phí môi giới mặc dù cũng tích cực tham gia vào cuộc chiến zero fee để mở rộng thị phần.

Mảng môi giới nhìn chung còn nhiều dư địa phát triển khi tệp khách hàng chính của VNDirect là khách hàng cá nhân, và hệ thống KRX chính thức go-live trong thời gian tới.

## MARGIN



Nguồn: DSC ước tính

### Lãi suất đầu ra giảm do mức nền lãi suất thấp

Mức nền lãi suất neo tại vùng thấp trong thời gian đủ lâu đã dần ngấm vào lãi suất đầu ra của VND. Ước tính lãi suất 9T/23 đạt 10%, giảm tương đối so với cùng kỳ năm trước, ngang mức lãi suất 2020.

VNDirect có khả năng tiếp cận nguồn vốn tốt nên mức lãi suất đầu ra thấp cũng không phải trở ngại quá lớn cho BLN của VND. Bên cạnh đó, mức lãi suất thấp sẽ là động lực để mở rộng mảng margin.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

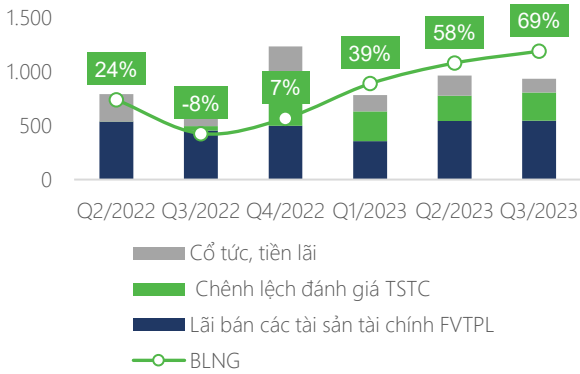
### Thu về dòng tiền đều đặn từ lãi bán trái phiếu

Q3/23, doanh thu và lợi nhuận tự doanh đạt lần lượt 931 tỷ (+53% yoy) và 641 tỷ.

Nhờ lợi thế về nguồn vốn, danh mục đầu tư của VND năm giữ tỷ trọng trái phiếu lớn, vì thế nên hoạt động tự doanh trái phiếu tương đối sôi động. Khoản lãi từ bán trái phiếu và chứng khoán chưa niêm yết duy trì tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu mảng tự doanh.

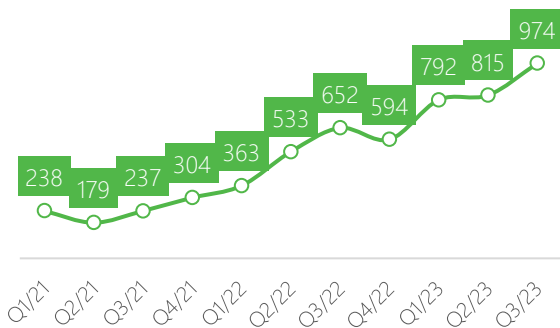
Nhìn chung, mảng tự doanh của VNDirect duy trì hiệu suất tương đối ổn định, tuy nhiên vấn đề về dòng tiền cổ tức vẫn cần xem xét.

### TỰ DOANH



Nguồn: VNDirect, DSC ước tính

### PHẢI THU TỪ CỔ TỨC VÀ LÃI TỪ TSTC



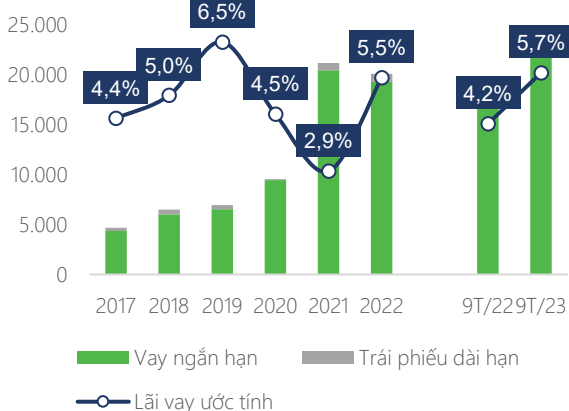
Nguồn: VNDirect

### Cục máu đông là khoản phải thu từ cổ tức và lãi vẫn chưa được giải quyết

Đây là chỉ báo quan trọng trong hoạt động kinh doanh của VNDirect khi rủi ro lớn nhất tính đến thời điểm hiện tại của doanh nghiệp này là khoản đầu tư lớn vào trái phiếu, đặc biệt là những doanh nghiệp năng lượng tái tạo. Những doanh nghiệp NLTT hiện tại chưa tạo ra dòng tiền ổn định do chưa hạch toán được rõ ràng giá bán điện với EVN.

Nhà đầu tư cần theo dõi chỉ số này qua các quý để có thể đánh giá được thời điểm dòng tiền từ đầu tư của VND được cải thiện.

### NỢ VAY



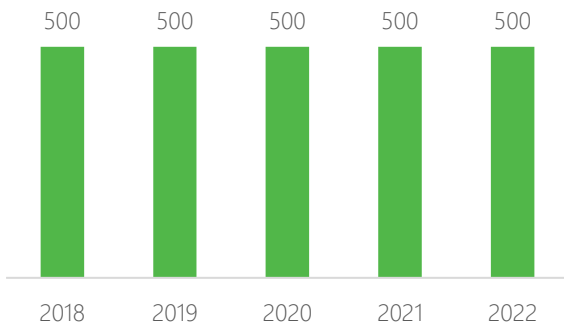
Nguồn: VNDirect, DSC ước tính

### Quy mô vay nợ mở rộng theo thời gian

9T/2023, quy mô vay nợ ngắn hạn của VND đạt 22.530 tỷ (+28% yoy).

Cơ cấu nợ vay vẫn tập trung chính là nợ vay ngắn hạn, với mức lãi suất ước tính quanh mức 4-5%. Mức lãi suất thấp kỷ lục năm 2021 tạo cơ hội cho VNDirect mở rộng quy mô bằng việc tăng mức vay vốn lên kỷ lục. Dự kiến năm 2023, quy mô vay nợ cũng sẽ tăng mạnh khi mức nền lãi suất đã tương đối thấp, tạo tiền đề cho kế hoạch nâng vốn và mở rộng kinh doanh trong năm 2024.

## 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%. Năm 2023, công ty chưa có kế hoạch chi trả cổ tức.

## Định giá

P/B của VND (tại giá đóng cửa (17/11/2023) đạt 1,57 lần, cao hơn so với mức P/B trung bình 5 năm (1,63 lần) và cao hơn trung bình ngành (1,39 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 20%, đạt lần lượt 6.250 tỷ và 1.853 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 1,55 lần. Giá mục tiêu của 2023 là 23.350 VNĐ/cp, **upside 15%** so với giá đóng cửa ngày 17/11/2023 là 20.250 VND/cp.

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023F
Doanh thu hoạt động	6.039	6.829	6.250
Tăng trưởng DTHĐ	182%	13%	-8%
Lợi nhuận gộp	3.715	3.004	3.678
Lợi nhuận trước thuế	2.980	1.535	1.853
Tăng trưởng LNST	245%	-48%	20%

## 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 Vân 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