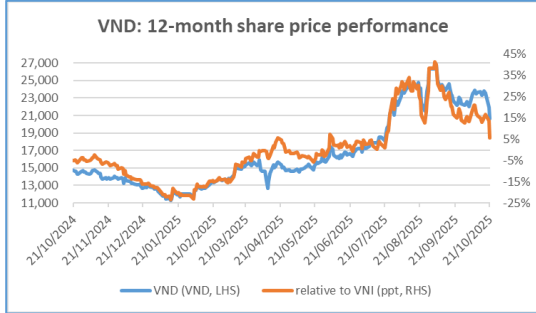


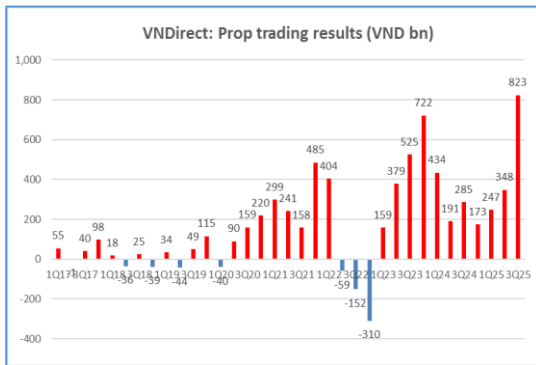
MUA

Mức tăng giá mục tiêu: **+7,9%**
 Đóng cửa: **21/10/2025**
 Giá hiện tại: **19.100 đồng**
 Giá mục tiêu 12T: **22.718 đồng**

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Kết quả tự doanh cao kỷ lục trong Q3/2025



Vốn hóa thị trường (tỷ USD)	1,3
GTGD BQ 6 tháng (triệu USD)	25,5
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	1.522
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	75,0%
Sở hữu nước ngoài (%)	13,5%
Cổ đông lớn (%)	25,0%
Nợ vay/ VCSH Q2/2025 (%)	153%
EV/EBITDA TTM (x)	17,7x
P/B 2025E (x)	1,6x
P/E 2025E (x)	2,4%
Tỷ suất cổ tức 2025E	17,7x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	Không giới hạn

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, VND, YSVN

Matthew Smith, CFA

Giám đốc phân tích

matthew.smith@yuanta.com.vn

Nhi Lý

Trợ lý phân tích

Bloomberg code: YUTA

CTCP Chứng khoán VN Direct (VND)

Hoạt động tự doanh bùng nổ

Lợi nhuận Q3/2025 tăng vọt lên mức kỷ lục hàng quý **929 tỷ đồng (+152% QoQ / +84% YoY)** nhờ lợi nhuận từ hoạt động tự doanh cao nhất lịch sử. Do đó, LNST 9T2025 đã hoàn thành 91% mục tiêu cả năm của công ty và 97% dự báo năm 2025 của chúng tôi.

Tiêu điểm

Phí môi giới gộp Q3/2025 (+77% QoQ / +131% YoY) tăng vọt cùng với tổng khối lượng thị trường (+90% QoQ / +137% YoY). Tuy nhiên, thị phần Q3/2025 của VND trên HOSE đã giảm xuống còn 5,4% (-94 điểm cơ bản QoQ / -28 điểm cơ bản YoY), nhưng đã tăng lên 8,5% trên HNX và 5,8% trên UPCOM. Phí gộp ước tính đạt 11 điểm cơ bản (không đổi QoQ / +1 điểm cơ bản YoY), phí thuần ước tính đạt 4 điểm cơ bản (không đổi QoQ & YoY).

Lãi thuần từ tự doanh (+137% QoQ / +189% YoY) đã "bùng nổ" theo hướng tích cực, đạt 823 tỷ đồng (71% LNTT Q3/2025). Lãi từ thanh lý (+228% QoQ / +105% YoY) là 641 tỷ đồng, và lãi chưa thực hiện (+275% QoQ) là 182 tỷ đồng. Chứng khoán FVTPL chủ yếu là trái phiếu; cổ phiếu niêm yết chỉ chiếm 2,4% tổng tài sản.

Tài sản FVTPL vẫn là khoản mục lớn nhất của bảng CĐKT ở mức 24,6 nghìn tỷ đồng (+19% QoQ / +1% YoY), chiếm 44% tổng tài sản. Các lô trái phiếu Trung Nam (nguyên giá 8.100 tỷ đồng, số lượng nắm giữ hiện tại không rõ ràng) được ghi nhận tại đây dưới khoản mục trái phiếu FVTPL, đã có sự gia tăng, và tổng cộng đạt 14,3 nghìn tỷ đồng (+18% QoQ / +9% YoY) sau khi sụt giảm trong Q2/2025. Trong khi đó, các khoản phải thu tài chính tăng lên 4,4 nghìn tỷ đồng (+15% QoQ / +267% YoY), chiếm 7,8% tổng tài sản.

Doanh thu cho vay (+30% QoQ / +24% YoY) bắt đầu phục hồi trong Q3/2025 cùng với dư nợ cho vay (+40% QoQ / +37% YoY), chiếm 27% tổng tài sản — tỷ trọng này vẫn là khá thấp đối với mảng cho vay ngân hàng so với các đối thủ. Lợi suất cho vay gộp ước tính đạt 12,2% trong Q3/2025 (+123 điểm cơ bản QoQ / +85 điểm cơ bản YoY).

KQKD Q3/2025	Tỷ đồng	YoY	QoQ
Lãi gộp từ nghiệp vụ môi giới chứng khoán	387	131%	77%
Lãi ròng từ nghiệp vụ môi giới chứng khoán	160	175%	93%
Phí dịch vụ	1	-116%	-99%
Lãi ròng từ các khoản cho vay và phải thu	388	24%	30%
Lãi ròng từ giao dịch tự doanh	823	189%	137%
Lãi từ tài sản HTM	172	78%	23%
LNTT	1,165	88%	139%
LNST thu nhập doanh nghiệp	929	84%	152%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, FiinPro

Chúng tôi đã khuyến nghị mạnh mẽ đối với VND từ tháng 02/2025 và duy trì quan điểm đó vào **tháng 04/2025**. Chúng tôi đã **tăng tỷ trọng** đối với các công ty chứng khoán như một đại diện cho thị trường tăng điểm đang diễn ra, mà chúng tôi nghĩ rằng sẽ kéo dài đến 2026E. Những bất ổn từ việc nắm giữ trái phiếu có thể hạn chế sức hấp dẫn của VND, và chúng tôi không đề xuất cổ phiếu này là một cơ hội đầu tư giá trị. Tuy nhiên, với TSSL kỳ vọng 12 tháng là 10,3%, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA.

Những câu hỏi chúng tôi sẽ đặt ra nếu được tham dự buổi công bố KQKD của VND. 1) Làm rõ các thông tin về trái phiếu Trung Nam; 2) Việc tăng cường cho vay trong Q3/2024 có thể hiện một sự thay đổi chiến lược không?; 3) Kế hoạch của công ty để huy động thêm vốn (nếu có) là gì?.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157,
Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,

Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

hien.le@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn