

# MUA

Giá mục tiêu 2024: **25.200 VND**  
Upside: **20%**  
Cập nhật: **17/05/2024**

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** VND sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ sự hồi phục của TTCK và thanh khoản nhờ tập trung vào tệp KHCN.

**Tiêu cực:** Thị phần suy giảm trong bối cảnh các CTCK đang cạnh tranh gay gắt.

**Khuyến nghị:** TTCK chưa chính thức xác nhận xu hướng tăng mới, vì vậy chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư kiên nhẫn theo dõi và cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá tốt hơn, từ 19.300-20.500 VND/cp.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Môi giới chứng khoán
Giá hiện tại (VND)	21.050
Vốn hóa (Tỷ VND)	25.636
Số lượng CPLH (triệu cp)	1217,8
EPS 4 quý gần nhất	2.057,4
P/B	1,5
Cao nhất 1 năm	25.600
Thấp nhất 1 năm	15.500

# VND

## Chứng khoán VNDIRECT

# DSC

## TỔNG QUAN

Với chiến lược xuyên suốt hướng tới khách hàng cá nhân, VND đã liên tục nằm trong top 5 các CTCK có thị phần môi giới lớn nhất. 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 các đối thủ cạnh tranh do cơ cấu danh mục đầu tư phân bổ tỷ trọng lớn vào các trái phiếu doanh nghiệp, điển hình là trái phiếu Trung Nam.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Đối thủ đáng gờm trong cuộc đua về vốn

Với định hướng tập trung vào khách hàng cá nhân, việc tăng vốn là cấp thiết để VND có thể khai thác mảnh đất màu mỡ "cho vay margin".

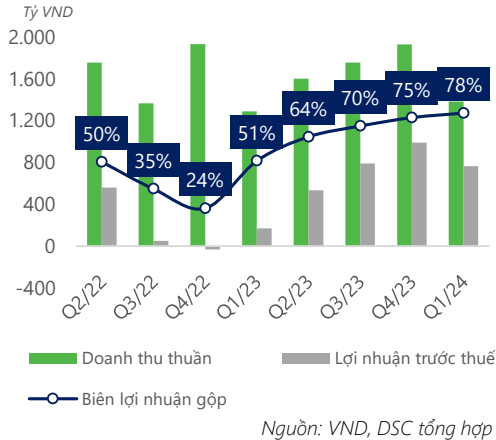
Hiện nay, VND đang chuẩn bị cho đợt tăng vốn mới, sẵn sàng đón làn sóng nhà đầu tư cá nhân trong nửa cuối năm 2024 và bổ sung vốn cho hoạt động tự doanh. Theo đó, doanh nghiệp có kế hoạch chào bán 244 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 5:1, mệnh giá 10.000 VND/cp. Đồng thời, VND dự kiến sẽ phát hành 61 triệu cổ phiếu để trả cổ tức năm 2023 với tỷ lệ 5%. Nếu được UBCKNN chấp thuận và thực hiện thành công cả 2 phương án, dự kiến vốn điều lệ của VND sẽ được nâng lên hơn 15.200 tỷ đồng.

### Nỗ lực vượt qua khó khăn

Cuối tháng 3, hệ thống của VND đã bị tấn công bởi một tổ chức quốc tế. Điều này dẫn đến việc hệ thống giao dịch không thể truy cập được và phải tạm ngừng toàn bộ các hoạt động giao dịch trong thời gian hơn một tuần.

Trong bối cảnh trên, thị phần môi giới Q1.24 của VND đã giảm xuống còn 6,01%, mức thấp nhất trong nhiều năm. Lượng tiền gửi của khách hàng tại VND cũng đã giảm 10% kể từ đầu năm trong khi hầu hết các đối thủ đều ghi nhận tăng. Chúng tôi cho rằng, tuy đã được khắc phục nhưng sự cố này đã và đang đặt ra một thách thức đối với VND trong việc xây dựng lại uy tín và hình ảnh trong mắt khách hàng.

## KẾT QUẢ KINH DOANH



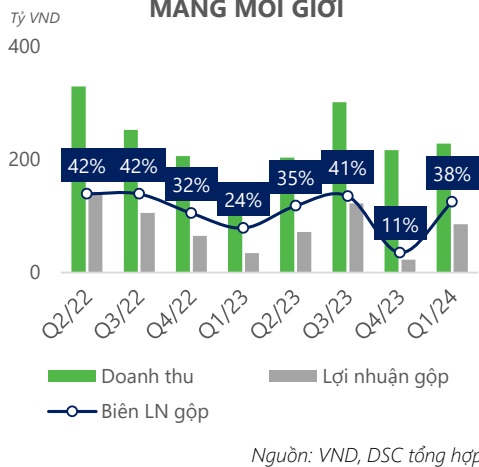
## KẾT QUẢ KINH DOANH

## Lợi nhuận tăng gấp 4,5 lần

Doanh thu và LNTT Q1.24 của VND đạt lần lượt 1.385 tỷ (+7% YoY) và 767 tỷ (+347% YoY). Kết quả kinh doanh tuy tăng mạnh so với cùng kỳ tuy nhiên không còn giữ được đà tăng của 4 quý liền trước.

Mặc dù vậy, biên lợi nhuận gộp vẫn tiếp tục được cải thiện qua từng quý, đạt 78% trong quý vừa qua nhờ sự hồi phục của mảng tự doanh và cho vay margin. Nhìn chung, các mảng kinh doanh của VND đều ghi nhận kết quả kinh doanh tương đối khả quan.

## MẢNG MÔI GIỚI

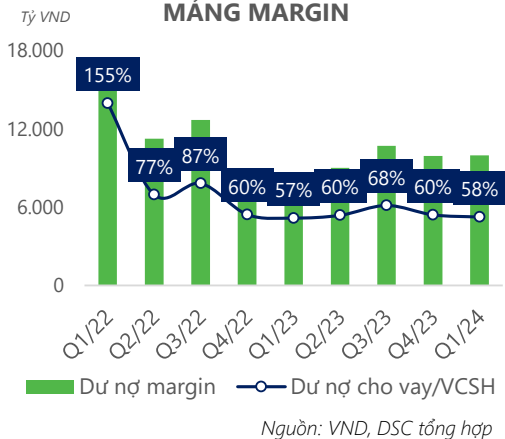


## Mảng môi giới hồi phục theo thị trường chung

Kết thúc Q1.24, mảng môi giới mang lại doanh thu 228 tỷ (+56% YoY), lợi nhuận gộp đạt 86 tỷ (+149% YoY). Thị trường giao dịch tương đối sôi động trong 3 tháng đầu năm đã giúp kết quả kinh doanh mảng môi giới cải thiện đáng kể, biên lợi nhuận hồi phục về gần mức 40%.

Trong bối cảnh các CTCK cạnh tranh khốc liệt, tuy vẫn nằm trong top 5 nhưng thị phần của VND tại HOSE đã giảm mạnh từ 6,64% xuống 6,01%. Một phần lý do đến từ việc hệ thống giao dịch của VND phải ngừng hoạt động trong tuần giao dịch cuối cùng của tháng 3 do bị hacker tấn công.

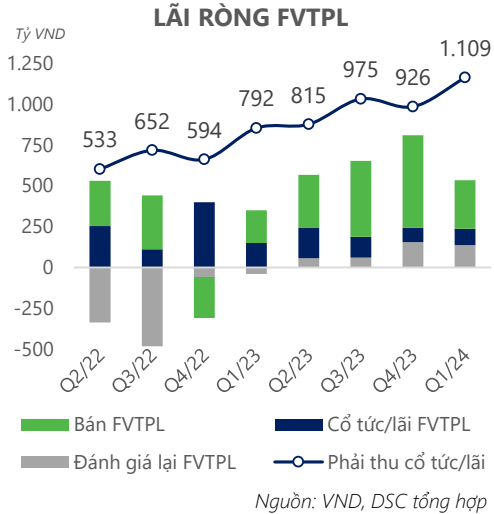
## MẢNG MARGIN



## Cho vay margin chưa thực sự bùng nổ

Lãi từ cho vay của VND cải thiện tích cực, đạt 316 tỷ (+27% YoY). Kết thúc Q1.24 dư nợ margin không thay đổi nhiều so với đầu năm, đạt 9.958 tỷ. Tuy dư nợ margin thuộc top đầu ngành, con số này vẫn còn cách khá xa so với mức đỉnh của năm 2022.

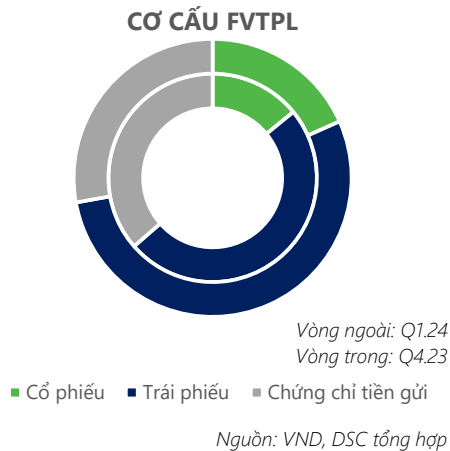
Tỷ lệ dư nợ/VCSH hiện đang ở mức thấp, chỉ khoảng 58% do thời gian qua VND đã tích cực tăng vốn. Dư địa cho vay của VND nói riêng và các CTCK nói chung vẫn đang khá rộng mở, nhất là khi cuộc đua tăng vốn đang nóng trở lại trong năm 2024.



### Tự doanh lãi lớn so với cùng kỳ

Lợi nhuận tự doanh của VND tăng mạnh lên 669 tỷ (+66% YoY) trong quý vừa qua, chủ yếu đến từ lãi ròng của các TSTC FVTPL. Lãi ròng từ bán FVTPL đạt 297 tỷ, tăng tới 49% so với cùng kỳ do lãi đột biến từ bán trái phiếu và chứng chỉ quỹ niêm yết. Khoản lãi ròng đánh giá lại các cổ phiếu cũng đã cải thiện tương đối mạnh theo đà tăng của VNIndex.

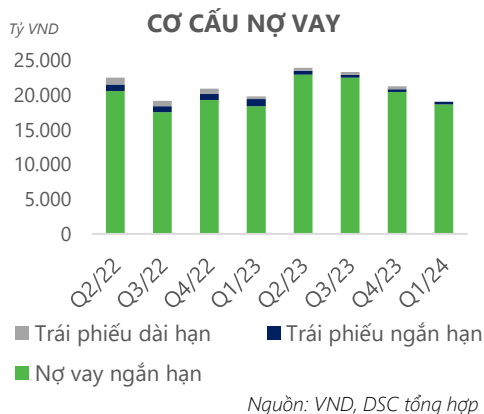
Tỷ trọng trái phiếu trong danh mục lớn nên hoạt động mua bán trái phiếu của VND diễn ra tương đối sôi động. Tuy nhiên, việc nắm giữ nhiều trái phiếu cũng khiến cho khoản phải thu cổ tức/lãi các TSTC liên tục tăng trong các năm gần đây và chưa có dấu hiệu dừng lại. Đây là một yếu tố cần theo dõi để xác định thời điểm dòng tiền đầu tư của VND được cải thiện.



### Gia tăng đầu tư trái phiếu và cổ phiếu

Quy mô danh mục FVTPL không thay đổi nhiều so với đầu năm, tổng giá trị gốc ghi nhận là 16.200 tỷ. Tuy nhiên cơ cấu danh mục đã có sự thay đổi. Cụ thể, chứng chỉ tiền gửi giảm 25% xuống còn 4.514 tỷ, trong khi giá trị trái phiếu tăng ~500 tỷ lên 8.726 tỷ, chiếm hơn một nửa tỷ trọng danh mục FVTPL.

VND cũng đã gia tăng đầu tư cổ phiếu với giá trị gốc đạt 2.974 tỷ, tương đương tăng thêm 27% kể từ đầu năm. Tại ngày 31.03.2024, một số cổ phiếu niêm yết đáng chú ý trong danh mục là VPB (giá trị hợp lý 430 tỷ, lỗ 4,5%) và HSG (giá trị hợp lý 432 tỷ, lãi 32%).



### Không còn khoản vay bằng trái phiếu dài hạn

Kết thúc Q1.24, tổng nợ vay của VND ghi nhận 19.054 tỷ, giảm 10% so với đầu năm. VND đã tắt toán xong khoản vay bằng trái phiếu dài hạn với giá trị 400 tỷ. Vì vậy cơ cấu nợ vay hiện nay toàn bộ đều là ngắn hạn, gồm 18.645 tỷ vay ngân hàng và 400 tỷ trái phiếu ngắn hạn.

Việc giảm nợ vay đã giúp tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm còn 1,1 lần, đây là mức đòn bẩy thấp nhất từ trước đến nay của VND. Khả năng thanh toán nhanh cũng ở mức an toàn là 2,1 lần. Nhìn chung VND có sức khỏe tài chính khá lành mạnh.

## ĐỊNH GIÁ &amp; DỰ PHÓNG

## Thông tin cổ tức

Năm 2023, VND chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỉ lệ 5%, đồng thời có kế hoạch chào bán 244 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 5:1 với mục đích tăng vốn điều lệ. Nếu thực hiện thành công cả hai phương án, vốn điều lệ của VND sẽ được nâng lên 15.223 tỷ, bước chân vào top 2 CTCK có vốn điều lệ lớn nhất.

## Định giá

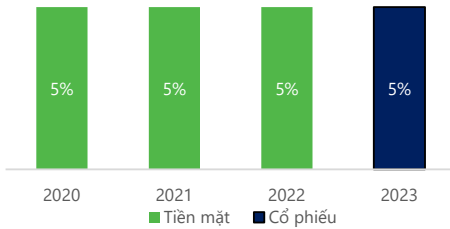
P/B của VND tại giá đóng cửa ngày 17.05.2024 đạt 1,49 lần, thấp hơn trung bình 5 năm (1,68 lần) và trung bình ngành Chứng khoán (1,7x lần). Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cân nhắc giải ngân ở vùng P/B hợp lý 1,42-1,45 lần.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC cho rằng sự tăng trưởng của hoạt động cho vay margin và các cổ phiếu trong danh mục đầu tư sẽ là động lực tăng trưởng chính của VND trong năm 2024. Chúng tôi ước tính doanh thu hoạt động và lợi nhuận trước thuế năm 2024 sẽ đạt lần lượt 7.075 tỷ (+9% YoY) và 2.618 tỷ (+5,1% YoY).

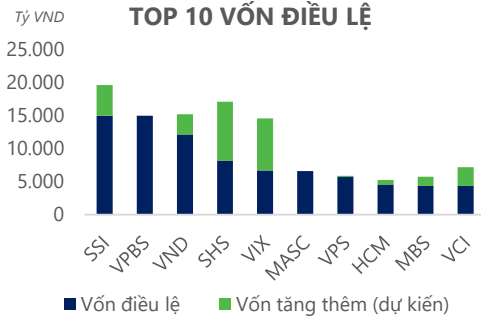
BVPS 2024 dự kiến đạt 15.800 VND/cp, P/B forward là 1,6x lần. Giá mục tiêu của VND 2024 là 25.200 VNĐ/cp, upside 20% so với giá đóng cửa ngày 09.05.2024 là 21.050 VND/cp.

## CỔ TỨC



Nguồn: VND, DSC tổng hợp

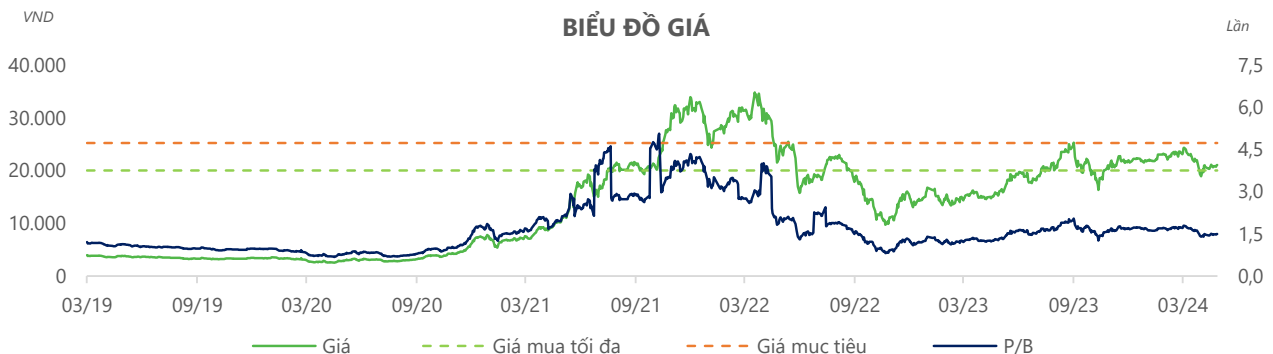
## TOP 10 VỐN ĐIỀU LỆ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	6.829	6.561	7.075
% DTT (YoY)	13%	-4%	8%
Lợi nhuận gộp	3.003	4.367	4.457
Lợi nhuận trước thuế	1.535	2.482	2.618
% LNTT (YoY)	-48%	62%	5%

## BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

## 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

### Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

### Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích  
linh.ltk@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn