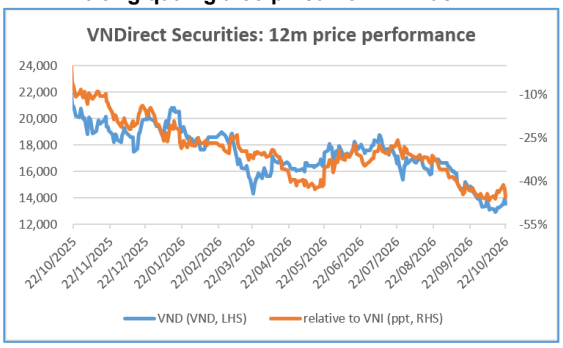
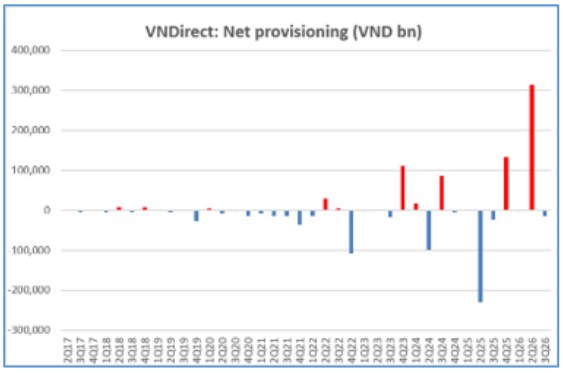
NẮM GIỮ - Kém khả quan

Đóng cửa:	**26/10/2026**
Giá hiện tại:	**13.350 đồng**
Giá mục tiêu 12T:	**12.906 đồng**
Mức tăng giá mục tiêu:	**-3,3%**

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



KQKD 9T2026 vượt kỳ vọng nhờ khoản hoàn nhập trong Q2/2026



Vốn hóa thị trường (triệu USD)	**784**
GTGD BQ 6 tháng (triệu USD)	**8,6**
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	**1.522**
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	**75,0%**
Sở hữu nước ngoài (%)	**6,8%**
Cổ đông lớn (%)	**25,0%**
Nợ vay/ VCSH Q3/2026 (%)	**96%**
EV/EBITDA 2027E (x)	**10,2x**
P/B 2026E (x)	**0,9x**
Tỷ suất cổ tức 2027E	**3,2%**
P/E 2027E	**10,4x**
Sàn giao dịch	**HOSE**
Room ngoại còn lại (%)	**Không giới hạn**

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, Dữ liệu doanh nghiệp, 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 VNDirect (VND)

Danh mục trái phiếu vẫn là tâm điểm

Lợi nhuận giảm -63% QoQ / -65% YoY trong Q3/2026. Trong quý 2/2026, VND ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng lớn -- yếu tố then chốt giúp lợi nhuận 9T2026 đạt 101% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi và 73% kế hoạch năm của doanh nghiệp.

Chi tiết

Phí môi giới gộp Q3/2026 giảm (-23% QoQ / -70% YoY) đạt 115 tỷ đồng, trong khi phí môi giới thuần (-61% QoQ / -91% YoY) chỉ đạt 15 tỷ đồng. Thị phần Q3/2026 lần lượt là: HSX đạt 3,9% (-6 điểm cơ bản QoQ / -1,5 điểm phần trăm YoY), HNX đạt 6,2% và UPCoM đạt 4,3%. Phí gộp Q3/2026 ước tính đạt 12 điểm cơ bản (đi ngang QoQ và YoY) và phí thuần đạt 2 điểm cơ bản (-1 điểm cơ bản QoQ / -3 điểm cơ bản YoY).

Lãi thuần từ mảng tự doanh Q3/2026 (-72% QoQ / -82% YoY) giảm mạnh xuống 150 tỷ đồng, trong đó lãi thuần đã thực hiện đạt 207 tỷ đồng (-54% QoQ / -68% YoY), bị kéo giảm bởi khoản lỗ đánh giá lại theo giá thị trường là 57 tỷ đồng. Tài sản FVTPL (+1,4% QoQ / -8% YoY) đạt 22,6 nghìn tỷ đồng (chiếm 50% tổng tài sản), trong đó có 14,8 nghìn tỷ đồng là trái phiếu mà chúng tôi cho rằng bao gồm cả khoản dư nợ còn lại liên quan đến Trung Nam (không rõ con số cụ thể).

Thu nhập từ hoạt động cho vay (đi ngang QoQ / -3% YoY) tiếp tục trầm lắng so với các công ty cùng ngành. Dư nợ cho vay (-5% QoQ / -18% YoY) chiếm 27% tổng tài sản Q3/2026. Chúng tôi ước tính lợi suất cho vay gộp Q3/2026 đạt 12% (+25 điểm cơ bản QoQ / -21 điểm cơ bản YoY), chi phí vốn đạt 6% (+40 điểm cơ bản QoQ / +1,9% YoY), tương đương chênh lệch lãi suất đạt 6% (-14 điểm cơ bản QoQ / -2,1% YoY). Mức lợi suất ước tính khá cao này ủng hộ cho tuyên bố của VND rằng công ty tập trung vào phục vụ khách hàng môi giới hơn là hoạt động NH ngầm (shadow banking) -- đây là một điểm tích cực theo quan điểm của chúng tôi.

Giảm đòn bẩy tài chính. Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ vay thuần/VCSH đã giảm xuống 96% tại thời điểm Q3/2026, giảm -19 điểm phần trăm QoQ và thấp hơn 57 điểm phần trăm so với mức đỉnh 153% vào Q3/2025. Chúng tôi tiếp tục cho rằng sự sụt giảm đòn bẩy này đến từ chiến lược cho vay thận trọng của VND.

Khoản thu hồi nợ là bất ngờ lớn nhất YTD. Khoản thu hồi 313 tỷ đồng trong Q2/2026 (chiếm 28% LNTT) là nguyên nhân chính giúp VND vượt dự báo lợi nhuận cả năm của chúng tôi. Các khoản phải thu tài chính giảm mạnh xuống 1,2 nghìn tỷ đồng (-31% QoQ / -69% YoY), chỉ còn chiếm 2,8% tổng tài sản (so với mức 8,9% tại Q1/2026).

KQKD Q3/2026	**Tỷ đồng**	***YoY***	***QoQ***
Lãi gộp từ nghiệp vụ môi giới chứng khoán	115	*-70%*	*-23%*
Lãi ròng từ nghiệp vụ môi giới chứng khoán	15	*-91%*	*-61%*
Lãi gộp từ các khoản cho vay và phải thu	375	*-3%*	*0%*
Lãi ròng từ giao dịch tự doanh	150	*-82%*	*-72%*
Lãi từ tài sản HTM	75	*-57%*	*-61%*
LNTT	412	*-65%*	*-63%*
LNST thu nhập doanh nghiệp	**329**	***-65%***	***-63%***

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, FiinPro

Tiếp tục duy trì khuyến nghị NẮM GIỮ - Kém khả quan sau khi hạ giá mục tiêu xuống 12.906 đồng, do giảm các giả định tăng trưởng dài hạn trong mô hình định giá DDM và FCF. Mức P/B 2026E đạt 0,9x của VND là mức định giá thấp nhất trong danh mục theo dõi ngành chứng khoán của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi tiếp tục ưu tiên cổ phiếu SSI (MUA) hơn trong cùng ngành.

Yếu tố có thể thay đổi quan điểm của chúng tôi: 1) Giải quyết triệt để rủi ro liên quan đến danh mục trái phiếu, 2) Mức độ tự tin vào chiến lược cạnh tranh dài hạn so với đối thủ khác như TCX và VCK (Không đánh giá).

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)

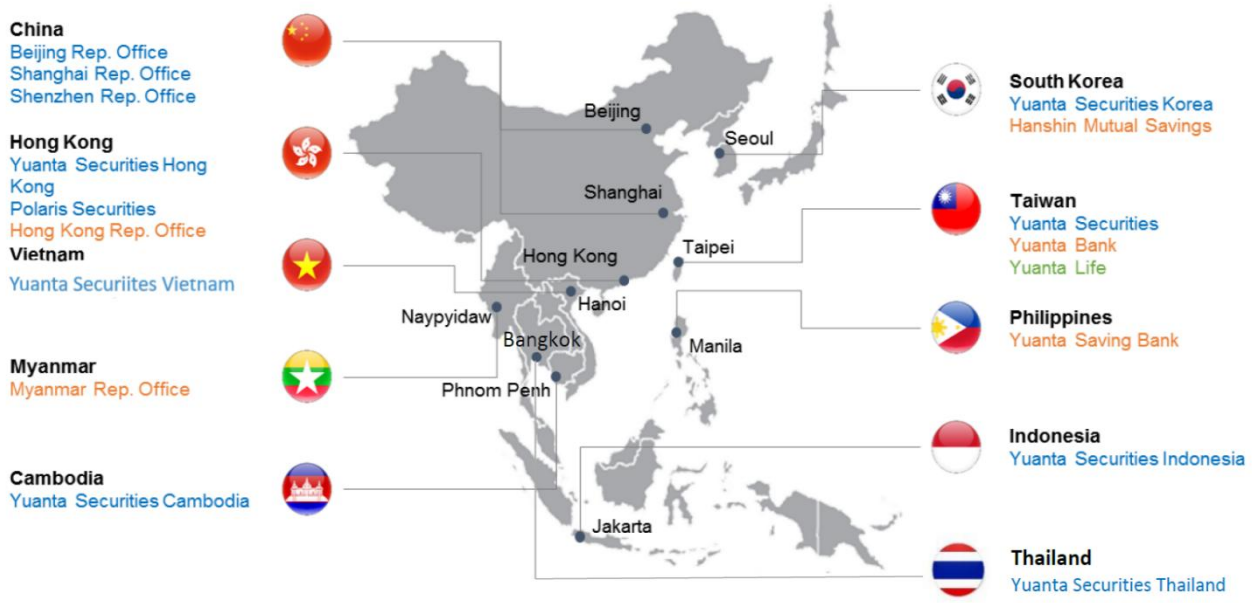
Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

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
matthew.smith@yuanta.com.vn

Binh Truong
Deputy Head of Research (O&G, Energy)
binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Property)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

Tanh Tran
Analyst (Banks)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu
Assistant Analyst
di.luu@yuanta.com.vn

An Nguyen
Assistant Analyst
an.nguyen@yuanta.com.vn

Kien Trung
Analyst (Residential Property)
kien.trung@yuanta.com.vn

Ngan Le
Analyst (Steel, O&G, Energy)
ngan.le@yuanta.com.vn

Giang Hoang
Analyst (Industrial Property)
giang.hoang@yuanta.com.vn

Nhi Ly
AssistantaAnalyst
nhi.ly@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey
Head of Institutional Sales
lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen
Head of Sales Trading
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Jason Lu
Institutional Sales
jason.lu@yuanta.com.vn

Vi Truong
Sales Trader
vi.truong@yuanta.com.vn

Linh Nguyen
Sales Trader
linh.nguyen4@yuanta.com.vn