

Chứng khoán VNDIRECT (VND)

Chuyện gì đã xảy ra với chú ngựa đua?

Doanh thu đến từ cho vay margin và môi giới giảm mạnh

Với tình hình giao dịch của thị trường ở mức thấp, doanh thu đến từ môi giới và cả cho vay margin đều giảm. Cụ thể, doanh thu từ môi giới giảm còn 252 tỷ đồng (-23% q/q, -42% n/n) và từ cho vay margin giảm mạnh còn 286 tỷ đồng (-34.3% q/q, -28.8% n/n). Điểm tích cực hiếm hoi trong quý này là biên lợi nhuận gộp từ hoạt động môi giới vẫn được duy trì và lãi suất vay margin tăng 0.1 %p q/q.

Cảnh báo về danh mục cổ phiếu

Nhìn chung, VNDirect vẫn đang ghi nhận mức lợi nhuận chưa thực hiện dương đối với nhóm cổ phiếu đã niêm yết nhưng thực tế con số này đã giảm đi đáng kể. Đây là sự cảnh báo cho thời gian sắp tới khi lợi nhuận chưa thực hiện đối với nhóm cổ phiếu niêm yết đang thu hẹp. Với đà giảm giá của danh mục cứ tiếp diễn mà không có sự cải thiện nào, dự kiến lợi nhuận chưa thực hiện sẽ âm trong quý tiếp theo. Cụ thể, định giá lại các cổ phiếu đã niêm yết trong Q1 và Q2 lần lượt là 959 tỷ đồng và 688 tỷ đồng. Trong 3Q22, con số này chỉ còn 243 tỷ đồng (-65% q/q, 67% YTD) mà không có sự thay đổi đáng kể về giá gốc.

Đồng USD tăng mạnh làm tăng chi phí tài chính

Chi phí tài chính trong 3Q22 là mức cao lịch sử của công ty. VNDirect ghi nhận chi phí tài chính tăng cao tới 336 tỷ đồng (+38.4% q/q, +256% n/n). Lỗ tỷ giá ghi nhận 119 tỷ đồng, cao bất thường nếu so sánh với các giai đoạn trước đó (gấp 3.6 lần q/q và 109 lần n/n). Nguyên nhân gây ra lỗ tỷ giá đến từ 1) VNDirect chuyển sang tận dụng các khoản nợ bằng đồng USD nhiều hơn (đã tăng tỷ trọng trong vay ngắn hạn từ 25% lên 60%) và 2) tỉ giá USD/VND tăng liên tục.

Liệu quý 4 có phải là niềm hy vọng?

Doanh thu 9T22 đạt 4,895 tỷ đồng (+27.3% n/n) và lợi nhuận ròng đạt 1,258.6 tỷ đồng (-18.6% n/n), hoàn thành chỉ khoảng 44% kế hoạch lợi nhuận năm. Vào ngày 7/11, VND giao dịch với mức giá 10,450 đồng, tương đương với định giá PB TTM 0.93x. Hiện định giá cổ phiếu đã thấp hơn trung bình 3 năm 1.68x và trung vị 1.53x, tiến tới mức -1 độ lệch chuẩn là 0.86x. Quý 4 của VNDirect sẽ có nhiều thử thách đang chờ hơn là một niềm hy vọng trong bối cảnh triển vọng ngành chứng khoán trong ngắn hạn đang "mịt mù".

	D. thu	LNTT	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROA	ROE	DY
	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2017A	1,220	580	481	3,103	16,231	8.0	1.6	7.3	21.6	3.2
2018A	1,538	438	373	1,693	13,532	8.0	1.0	4.0	13.6	3.0
2019A	1,502	480	383	1,736	14,737	7.3	0.9	3.5	12.3	2.9
2020A	2,135	862	693	3,143	17,326	8.7	1.6	5.2	19.6	1.6
2021A	6,039	2,980	2,383	5,479	22,583	12.9	3.6	9.2	34.9	0.9

Thông kê

VNIndex (07/11, điểm)	975
Giá cp (07/11, đồng)	10,450
Vốn hóa (tỷ đồng)	12,726
SLCP lưu hành (triệu)	1,218
Caو/ Tháp 52 tuần (đồng)	34,785/10,450
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	360
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	89.1/14.6

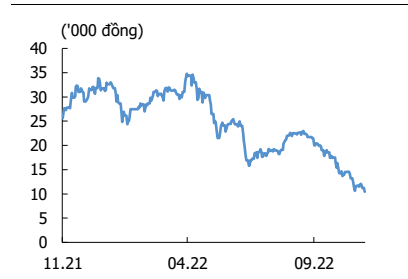
Cổ đông lớn (%)

I.P.A Investment	25.84
Yurie Vietnam Securities Investment Trust	4.99
Vietnam Investments Fund I, LP	4.27

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(26.7)	(60.5)	(59.2)
Tương đối với VNI (%p)	(20.9)	(34.6)	(27.1)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Trí Dương

tri.dd@kisvn.vn

Vào ngày 28/10, VNDirect đã công bố báo cáo tài chính hợp nhất của 3Q22. Doanh thu ghi nhận 1,367 tỷ đồng (-22% q/q, -16% n/n) bị ảnh hưởng bởi sụt giảm từ tất cả các nguồn thu như FVTPL, hoạt động môi giới, hoạt động IB và cho vay margin. Chi phí từ hoạt động kinh doanh không thay đổi nhiều so với quý liền trước nhưng chi phí tài chính tăng mạnh +38.4% q/q và 256% n/n. Điều này đã ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng, khi lợi nhuận ròng chỉ đạt 42 tỷ đồng (-91% q/q, -93% n/n).

Doanh thu môi giới giảm nhưng biên gộp duy trì

Thanh khoản giao dịch thị trường chứng khoán tiếp tục sụt giảm trong quý 3 kéo theo sự đi xuống của doanh thu môi giới của các công ty chứng khoán. Ngoài ra, thị phần môi giới của VNDirect trên sàn HSX mất 0.24%p q/q. Doanh thu môi giới giảm đáng kể còn 252 tỷ đồng (-23% q/q, +42% n/n). Phí môi giới được ước tính khoảng 16.94 điểm cơ bản (đcb), giảm 0.26 đcb so với quý trước. Chi phí cho môi giới cũng giảm còn 147 tỷ đồng (-23% q/q, -38% n/n). Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 42% trong 3Q22, một tín hiệu tích cực trong thời gian khó khăn của ngành nói chung.

Bảng 1. Hoạt động môi giới của VND

(tỷ đồng, %, điểm cơ bản)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	%q/q	%n/n
Doanh thu	433	544	461	330	252	(23.4)	(41.8)
Chi phí	235	306	234	192	147	(23.3)	(37.6)
Giá trị giao dịch cổ phiếu qua VND	271,306	377,791	276,530	191,516	148,908	(22.2)	(45.1)
Thị phần môi giới trên HSX (%)	7.72	7.67	8.01	7.96	7.72	(3.0)	0.0
Biên lợi nhuận gộp (%)	45.67	43.69	49.33	41.84	41.77	(0.2)	(8.5)
Môi giới phí (đcb)	15.97	14.39	16.68	17.21	16.94	(1.5)	6.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Lãi suất cho vay margin tăng

Số dư nợ margin của VNDirect cuối 3Q22 bật tăng lên 12,664 tỷ đồng (+12.8% q/q, 16% n/n). Nhưng có sự giảm mạnh của doanh thu cho vay margin khi VNDirect ghi nhận 286 tỷ đồng (-34.3% q/q, -28.8% n/n). Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm doanh thu là tác động chậm do ghi nhận mức dư nợ suy giảm trong cuối quý 2, dẫn đến sự suy giảm doanh thu cho vay trong quý 3.

Lãi suất cho vay tăng lên 11.9% trong 3Q22, cao nhất trong 2 năm gần đây từ năm 2021, cho thấy khả năng cạnh tranh tốt của VNDirect. Tỷ lệ dư nợ margin trên VCSH đạt 87.3%, mức phù hợp giúp cho VNDirect hạn chế bị ảnh hưởng bởi rủi ro thị trường và có được dư địa tăng trưởng khi thị trường có dấu hiệu hồi phục. Chúng tôi kì vọng doanh thu cho vay margin trong 4Q22 sẽ tăng khi cả dư nợ cho vay và lãi suất cho vay tăng.

Bảng 2. Hoạt động cho vay margin của VND

(tỷ đồng, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	%q/q	%yoy
Dư nợ cho vay	11,317.0	15,473.5	17,122.5	11,663.8	12,950.6	11.0	14.4
Cho vay margin	10,915.9	14,418.2	16,081.4	11,229.3	12,664.1	12.8	16.0
Ứng trước tiền bán khách hàng	401.1	1,055.4	1,041.1	434.5	286.5	(34.1)	(28.6)
Dư nợ margin/VCSH (%)	127.8	146.8	155.3	77.2	86.8	12.5	(32.1)
Doanh thu	313	437	464	423	377	(10.8)	20.5
Lãi suất cho vay trượt 12T (%)	10.6	11.0	11.0	11.8	11.9	1.0	12.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hoạt động IB trầm lắng

Dưới góc nhìn của chúng tôi, thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong quý 3 bị ảnh hưởng mạnh do đợi chờ văn bản quy định mới và thanh tra trái phiếu trong bắt đầu từ quý 2. Vì thế, VNDirect chỉ ghi nhận doanh thu 1.38 tỷ đồng cho hoạt động ngân hàng đầu tư (IB) trong quý này. Nghị định 65 đã được công bố vào ngày 21/09, vì vậy, chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện tình trạng ảm đạm của hoạt động IB trong thời gian sắp tới.

Bảng 3. Doanh thu hoạt động ngân hàng đầu tư (IB)

(tỷ đồng)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	% q/q	% n/n
Doanh thu	150.8	44.5	73.2	83.9	1.4	(98.4)	(99.1)
Chi phí	17.8	5.9	3.2	8.0	8.0	0.8	(54.9)
Lợi nhuận gộp	132.9	38.5	70.0	75.9	(6.7)	n/a	n/a

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Lợi nhuận trái phiếu tốt, cảnh báo với danh mục cổ phiếu

Giá trị hợp lý ghi nhận thông qua lãi lỗ hay còn được viết tắt là FVTPL. Do danh mục FVTPL bao gồm nhiều khoản mục, chúng tôi sẽ tập trung vào lợi nhuận gộp của từng loại tài sản FVTPL cũng như phân loại theo lợi nhuận đã thực hiện và lợi nhuận chưa thực hiện. Lợi nhuận đã thực hiện đến từ lãi/lỗ từ việc thanh lý các tài sản tài chính FVTPL, bao gồm cổ phiếu niêm yết và chưa niêm yết, trái phiếu niêm yết và chưa niêm yết, phái sinh, cổ tức và tiền lãi nhận được khi nắm giữ các tài sản tài chính FVTPL. Lợi nhuận chưa thực hiện là giá trị đánh giá lại của các tài sản tài chính kể trên, được cập nhật vào cuối mỗi kỳ.

Giá gốc FVTPL đến cuối quý 3 là 17,894 tỷ đồng (-12.8% q/q, +51.3% n/n). Về mặt cơ cấu danh mục, công ty tăng số dư trái phiếu lên 9,750 tỷ đồng (+2.3% q/q), tương ứng với 54% danh mục FVTPL. Trong đó, công ty tăng nắm giữ trái phiếu của các công ty tài chính và trái phiếu doanh nghiệp và giảm trái phiếu chính phủ. Ngoài ra, công ty cắt giảm giá gốc danh mục cổ phiếu chỉ còn 859 tỷ đồng (-13.8% q/q) và chứng chỉ tiền gửi còn 6,856 tỷ đồng (-28.9% q/q).

Về lợi nhuận đã thực hiện, giao dịch trái phiếu vẫn đang đóng góp lợi nhuận nhiều nhất. Giao dịch trái phiếu chưa niêm yết mang về 275 tỷ đồng lợi nhuận gộp (+3.5% q/q). Cổ tức và tiền lãi nhận vẫn giữ vị trí thứ 2 về xếp hạng lợi nhuận nhưng lại giảm mạnh về giá trị, cụ thể chỉ đạt 110.8 tỷ đồng (-44.5% q/q). Cổ phiếu niêm yết và chứng quyền đều ghi nhận lời. Cổ phiếu niêm yết ghi nhận 18.2 tỷ đồng lợi nhuận, so với mức lỗ 19.1 tỷ đồng trong quý trước. Chứng quyền có đảm bảo ghi nhận 21.7 tỷ đồng lợi nhuận, tăng gấp năm lần so với quý trước. (Tham khảo Bảng 4.)

Tổng quan, lợi nhuận đã thực hiện của FVTPL trong 3Q22 đạt mức tương đối, ít nhất là trong bối cảnh khó khăn của thị trường. Công ty vẫn cho thấy sự khỏe mạnh trong chiến lược của họ về các hoạt động giao dịch tự doanh. Nguồn doanh thu/lợi nhuận lớn vẫn được đảm bảo và những nguồn nhỏ hơn cũng không bị ảnh hưởng quá nhiều.

Bảng 4. Lợi nhuận đã thực hiện danh mục FVTPL

(tỷ đồng, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	%q/q	%n/n
Lợi từ bán tài sản tài chính FVTPL	290.4	255.0	215.4	535.2	453.1	(15.3)	56.0
Cổ phiếu niêm yết	146.4	107.0	18.1	96.4	42.5	(55.9)	(71.0)
Chứng quyền có bảo đảm	18.8	7.6	30.9	20.9	25.1	20.0	33.8
Cổ phiếu chưa niêm yết và chứng chỉ tiền gửi	5.5	2.7	0.0	0.0	0.1	223.2	(99.1)
Trái phiếu niêm yết	2.4	13.7	8.5	24.0	13.1	(45.4)	442.3
Trái phiếu chưa niêm yết	94.2	118.8	154.5	369.5	336.7	(8.9)	257.5
Giao dịch chứng khoán phái sinh	23.1	5.3	3.5	24.4	7.0	(71.4)	(69.9)
Lỗ từ bán tài sản tài chính FVTPL	208.2	246.6	58.1	257.2	123.9	(51.8)	(40.5)
Cổ phiếu niêm yết	59.9	14.9	13.2	115.5	24.3	(78.9)	(59.4)
Chứng quyền có bảo đảm	82.7	3.1	4.1	16.6	3.5	(79.2)	(95.8)
Cổ phiếu chưa niêm yết và chứng chỉ tiền gửi	(0.5)	2.1	0.4	0.4	0.2	(45.8)	(152.8)
Trái phiếu niêm yết	3.2	2.8	2.9	7.6	23.4	206.4	624.1
Trái phiếu chưa niêm yết	52.9	216.9	30.7	103.7	61.9	(40.4)	16.9
Giao dịch chứng khoán phái sinh	9.9	6.8	6.8	13.3	5.6	(57.9)	(43.4)
Lợi nhuận đã thực hiện	134.0	154.2	166.3	477.3	416.1	(12.8)	210.6
Cổ phiếu niêm yết	86.4	92.1	4.8	(19.1)	18.2	n/a	(79.0)
Chứng quyền có bảo đảm	(63.9)	4.5	26.8	4.3	21.7	403.7	n/a
Cổ phiếu chưa niêm yết và chứng chỉ tiền gửi	5.9	0.6	(0.4)	(0.4)	(0.2)	n/a	n/a
Trái phiếu niêm yết	(0.8)	10.9	5.6	16.4	(10.3)	n/a	n/a
Trái phiếu chưa niêm yết	41.3	(98.2)	123.8	265.8	274.9	3.4	566.0
Giao dịch chứng khoán phái sinh	13.2	(1.6)	(3.3)	11.0	1.4	(87.6)	(89.6)
Cổ tức, tiền lãi từ tài sản tài chính FVTPL	53.8	146.3	9.1	199.5	110.8	(44.5)	105.8
Cổ tức từ tài sản AFS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
Chi phí giao dịch	(2.0)	(0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	n/a	n/a

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Như chúng tôi đã nhắc đến sự thay đổi trong giá gốc FVTPL, công ty đã cắt giảm 2,628 tỷ đồng (-12.8% q/q). Tuy nhiên, giá thị trường của FVTPL giảm mạnh hơn chỉ còn 18,120 tỷ đồng (-14.6% q/q). Kết hợp các yếu tố 1) giảm giá vốn và 2) giá trị thị trường giảm mạnh sau khi đánh giá lại, VNDirect ghi nhận mức điều chỉnh thuần âm 482 tỷ đồng trong 3Q22 sau định giá lại FVTPL, đã làm ảnh hưởng mạnh đến lợi nhuận của công ty. Đây cũng là mức điều chỉnh tuyệt đối cao nhất mà VNDirect đã từng ghi nhận.

Nhìn chung, VNDirect vẫn ghi nhận mức lợi nhuận chưa thực hiện dương đối với cổ phiếu niêm yết, nhưng đã bị thu hẹp đáng kể. Cụ thể, định giá lại các cổ phiếu niêm yết trong quý 1 và 2 lần lượt là 959 tỷ đồng và 688 tỷ đồng. Trong khi đó con số trong quý 3 là 243 tỷ đồng (-65% q/q, -67% n/n) mà không có sự thay đổi đáng kể về giá gốc. Do đó, công ty đang đánh mất lợi nhuận chưa thực hiện khi thị trường giảm điểm. Mức điều chỉnh giảm 445 tỷ đồng chiếm 92% mức điều chỉnh thuần âm của FVTPL. (Đề cập trong Bảng 5.)

Những tài sản khác của FVTPL đã thay đổi từ lời thành lỗ chưa thực hiện, cụ thể là các cổ phiếu niêm yết phòng ngừa rủi ro cho chứng quyền và cổ phiếu chưa niêm yết. Trong 3Q22, mức điều chỉnh giảm ròng của các tài sản này lần lượt là 22 tỷ đồng và 15 tỷ đồng.

Nhìn tổng quan kết quả hoạt động của FVTPL, VNDirect có mức lợi nhuận tốt từ trái phiếu, lợi nhuận đã thực hiện của FVTPL đạt 416 tỷ đồng, là mức cao và chỉ thấp hơn kết quả của quý 2 năm nay. Tuy nhiên, cảnh báo rủi ro đang tăng cao trong lợi nhuận chưa thực hiện của các cổ phiếu niêm yết đang suy giảm. Với đà giảm giá của danh mục các cổ phiếu niêm yết và bối cảnh thị trường không có sự cải thiện nào, rất có thể phần lợi nhuận chưa thực hiện còn lại của danh mục cổ phiếu niêm yết sẽ chuyển thành lỗ. Bên cạnh đó, lợi nhuận đến từ giao dịch trái phiếu có thể bị ảnh hưởng từ các thay đổi quan trọng trong Nghị định 65. Do đó, quý cuối cùng của năm 2022 sẽ cực kỳ thách thức.

Bảng 5. Giá trị đánh giá lại tài sản tài chính FVTPL

(tỷ đồng)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Giá trị đánh giá lại cuối kỳ	328.0	804.5	998.4	714.3	232.7
Cổ phiếu niêm yết	213.3	734.5	958.6	687.8	242.8
Cổ phiếu phòng ngừa rủi ro CW	0.0	7.1	0.4	9.4	(12.2)
Cổ phiếu chưa niêm yết và chứng chỉ quỹ	114.7	50.2	39.5	9.8	(5.2)
Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
Chứng quyền	0.0	12.8	(0.0)	7.4	7.3
Điều chỉnh thuần	22.8	476.5	193.9	(284.1)	(481.6)
Cổ phiếu niêm yết	85.3	521.2	224.1	(270.8)	(445.0)
Cổ phiếu phòng ngừa rủi ro CW	(123.3)	7.1	(6.7)	9.0	(21.6)
Cổ phiếu chưa niêm yết và chứng chỉ quỹ	60.8	(64.5)	(10.7)	(29.7)	(15.0)
Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	0.0	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
Chứng quyền	0.0	12.8	(12.8)	7.4	(0.1)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Tăng mạnh giá đồng USD làm tăng chi phí tài chính

Chi phí tài chính trong 3Q22 ghi nhận mức cao lịch sử. Cụ thể, VNDirect ghi nhận chi phí tài chính 336 tỷ đồng, (+38.4% q/q, +256% n/n). Chi phí lãi vay tăng nhẹ 218 tỷ đồng (+3.8% q/q). Lỗ tỷ giá hối đoái (cả thực hiện và chưa thực hiện) là nguyên nhân chính cho sự tăng mạnh của chi phí tài chính. Lỗ tỷ giá được ghi nhận 119 tỷ đồng trong 3Q22 (gấp 3.6x q/q, 109x n/n), cao một cách bất thường. Nguyên nhân chủ yếu đến từ 1) VNDirect tận dụng nhiều khoản nợ bằng đồng USD và 2) tỉ giá USD/VND tăng mạnh theo đà tăng của chỉ số DXY.

Khoản nợ vay đồng USD là các khoản vay hợp vốn được tài trợ bởi các tổ chức tài chính nước ngoài. Các khoản vay bằng đồng USD thường có lãi suất cạnh tranh. VNDirect đã chuyển sang tận dụng các khoản vay bằng đồng USD từ nửa cuối năm 2021. Ở 4Q21, tỷ lệ khoản nợ đồng VND/khoản nợ đồng USD là 75/25. Sau khi liên tục giảm nợ đồng VND và tăng mạnh của khoản nợ đồng USD, cuối 3Q22 tỷ lệ này là 40/60. Khoản nợ bằng đồng USD là 10,579 tỷ đồng (+104 YTD) trong khi đó khoản nợ bằng đồng VND là 6,976 tỷ đồng (-54% YTD). Nguyên nhân mà VNDirect sử dụng khoản nợ USD nằm ở mức lãi suất hấp dẫn trong ngắn hạn, thấp hơn so với lãi suất của các ngân hàng trong nước. Tuy nhiên với sự tăng giá của đồng USD, điều đó gây ra lỗ tỷ giá hối đoái.

Nợ đến cuối 3Q22 ghi nhận giảm còn 27,521 tỷ đồng (-8% q/q, +1% YTD). Công ty cũng giảm mức nợ ngắn hạn và dài hạn. Tỷ lệ nợ/tổng tài sản giảm còn 65% (-2.5%p q/q), chỉ số đòn bẩy là 188.6% (-16.4% q/q). Hành động cắt giảm các khoản nợ này là để giảm thiểu áp lực trả lãi vay trong bối cảnh thị trường không thuận lợi.

Kết quả kinh doanh 9T22 không như kế hoạch

Kết quả kinh doanh 9T22 đã bị ảnh hưởng bởi sự giảm sút của kết quả kinh doanh 3Q22. Cụ thể, doanh thu đạt 4,895 tỷ đồng (+27.3% n/n) và biên lợi nhuận là 1,258.6 tỷ đồng (-18.6% n/n), hoàn thành mới chỉ 44% kế hoạch lợi nhuận. Tỷ suất lợi nhuận tiếp tục giảm trong quý này, biên lợi nhuận ròng đạt 25.7% (-14.5% n/n) và chỉ số ROE là 12.8% (-9.8% n/n).

Liệu quý 4 có phải là niềm hy vọng?

Thời gian thanh toán bù trừ rút gọn đã được áp dụng nhưng điều đó vẫn không hiệu quả trong việc cải thiện thanh khoản thị trường. Tài khoản mở mới giảm mạnh trong 3Q22 cũng xóa nhòa đi triển vọng những nhà đầu tư mới (F0) đến với thị trường. Các hoạt động giao dịch trái phiếu đang là niềm hy vọng duy nhất của VNDirect, nhưng bối cảnh tương lai của thị trường trái phiếu doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng trong ngắn hạn do nghị định 65. Với những yếu tố trên, quý 4 của VNDirect sẽ đối mặt với nhiều thử thách trong bối cảnh ngành chứng khoán đang còn ảm đạm và VNDirect cũng không là ngoại lệ.

Động lực phát triển trong ngắn hạn của công ty đang còn mơ hồ nhưng trong dài hạn vẫn còn nguyên vẹn. Với việc làm thị trường minh bạch và rõ ràng hơn từ các cơ quan quản lý, chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn từ nước ngoài sẽ đổ vào thị trường Việt Nam nhiều hơn và cải thiện sự tin tưởng của các nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán. Trong ngày 7/11, VNDirect đang được giao dịch với giá 10,540 đồng/cổ phiếu, mức TTM PB 0.93x. Định giá hiện tại đã thấp hơn so với PB trung bình 3 năm là 1.68x và PB trung vị là 1.53x và đang tiến về mức -1 độ lệch chuẩn vào khoảng 0.86x.

Bảng 6. Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng, %)

	3Q21	3Q22	n/n	9M21	9M22	n/n
Doanh thu hoạt động	1,626.3	1,366.6	(16.0)	3,844.0	4,895.1	27.3
Thu nhập FVTPL	590.2	606.3	2.7	1,399.6	2,062.1	47.3
Thu nhập HTM	132.8	119.4	(10.1)	344.0	334.0	(2.9)
Thu nhập AFS	0.0	0.0	n.a	55.9	0.0	n.a
Các khoản cho vay và phải thu	313.1	377.5	20.5	730.4	1,264.8	73.2
Hoạt động môi giới	433.2	252.3	(41.8)	1,071.3	1,043.1	(2.6)
Ngân hàng đầu tư (IB)	150.8	1.4	(99.1)	221.4	158.5	(28.4)
Khác (bao gồm dịch vụ lưu ký)	6.2	9.7	56.5	21.2	32.5	53.1
Chi phí hoạt động	718.7	884.2	23.0	1,434.9	2,363.8	64.7
Lỗ FVTPL	380.2	648.2	70.5	645.2	1,497.7	132.1
Lỗ và đánh giá lại AFS	0.0	0.0	n/a	0.0	0.0	n.a
Chi phí tự doanh	4.5	4.1	(10.8)	17.7	12.4	(30.0)
Dự phòng và chi phí lãi vay	14.5	(2.9)	n.a	37.5	(18.0)	n/a
Hoạt động môi giới	235.4	146.9	(37.6)	583.9	572.3	(2.0)
Ngân hàng đầu tư (IB)	17.8	8.0	(54.9)	36.4	19.2	(47.1)
Khác (bao gồm dịch vụ lưu ký)	66.3	79.9	20.7	114.2	280.1	145.3
Lợi nhuận gộp	907.6	482.4	(46.8)	2,409.1	2,531.3	5.1
Hoạt động tài chính	(92.7)	(332.5)	258.8	(267.6)	(675.1)	152.3
Doanh thu	1.8	3.9	114.0	10.3	42.3	310.3
Chi phí	94.5	336.5	256.0	277.9	717.4	158.1
Chi phí quản lý	70.2	98.1	39.9	204.6	288.3	40.9
Lợi nhuận hoạt động	744.7	51.7	(93.1)	1,936.8	1,567.9	(19.0)
Lợi nhuận khác	0.3	(0.0)	n.a	0.1	0.0	(64.6)
Lợi nhuận trước thuế	745.0	51.7	(93.1)	1,937.0	1,567.9	(19.1)
Lợi nhuận sau thuế	595.6	42.3	(92.9)	1,545.4	1,258.6	(18.6)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

■ Tổng quan về công ty

VNDirect nằm trong top 5 công ty môi giới lớn nhất về giá trị giao dịch trên cả sàn HNX và HSX trong nhiều năm qua. Năm 2021, VNDirect đã tăng mạnh nguồn vốn để tăng cường khả năng cạnh tranh trên thị trường. Trong 2Q22, VNDirect chỉ đứng thứ 2 sau SSI về số liệu này. VNDirect đang sở hữu hệ sinh thái đa dạng với nhiều lĩnh vực tài chính khác nhau.

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Tổng tài sản	8,069	10,535	11,577	14,976	37,095
Tiền và tương đương tiền	342	915	614	974	2,702
Cho vay	3,131	2,582	2,887	4,706	15,474
FVTPL (bao gồm dự phòng)	540	800	1,172	982	12,471
Nắm giữ tới đáo hạn (HTM)	2,258	5,371	5,548	3,266	5,312
Sẵn sàng để bán (AFS)	748	387	783	2,963	0
Các khoản phải thu (bao gồm dự phòng)	144	158	219	314	566
Tài sản ngắn hạn khác	13	17	17	14	103
Đầu tư vào các công ty liên kết	422	0	0	0	0
Đầu tư chứng khoán dài hạn	300	100	105	1,530	318
Tài sản dài hạn khác	171	204	221	214	125
Tổng nợ	5,553	7,552	8,329	11,157	27,272
Vay và nợ thuê tài sản tài chính	4,352	6,012	6,554	9,458	20,449
Trái phiếu	320	1,227	1,104	704	1,250
Nợ khác	15	2	2	13	161
Vốn chủ sở hữu	2,516	2,983	3,249	3,819	9,822
Cổ phiếu phổ thông	1,550	2,204	2,204	2,204	4,349
Thặng dư vốn cổ phần	121	121	121	121	1,504
Quyền chọn chuyển đổi trái phiếu	0	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	(50)	(201)	(201)	(201)	(0)
Quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ	69	90	110	136	222
Quỹ dự phòng tài chính và rủi ro nghiệp vụ	40	61	81	107	192
Chênh lệch đánh giá lại và tỷ giá hối đoái	0	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	785	707	932	1,452	3,556
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0

Chỉ số tài chính

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Hoạt động kinh doanh					
Số lượng nhân viên	n/a	n/a	884	931	1,521
Giá trị giao dịch cổ phiếu thực hiện cho KH (tỷ đồng)	n/a	n/a	136	264	1,046
Dư nợ cho vay margin (tỷ đồng)	2,995	2,456	2,777	4,304	15,474
Chỉ số tài chính (%)					
Dư nợ cho vay margin/VCSH	119.1	82.3	85.5	112.7	157.5
Tỷ lệ đòn bẩy	220.7	253.2	256.4	292.1	277.7
Biên lợi nhuận gộp	79.0	60.3	79.9	74.5	61.5
Biên lợi nhuận thuần	25.5	39.4	24.3	25.5	39.5
Tăng trưởng (%)					
Tổng tài sản	55.9	30.6	9.9	29.4	147.7
Vốn chủ sở hữu	29.1	18.6	8.9	17.6	157.2
Doanh thu	66.8	26.1	(2.4)	42.1	182.9
Lợi nhuận thuần	158.2	(22.4)	2.6	81.0	244.0

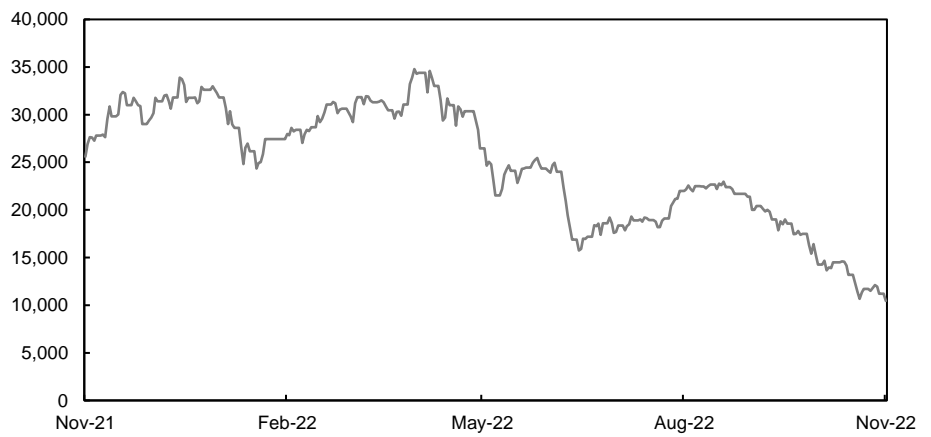
Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Doanh thu hoạt động	8,069	10,535	11,577	14,976	37,095
Thu nhập FVTPL	342	915	614	974	2,702
Thu nhập HTM	3,131	2,582	2,887	4,706	15,474
Thu nhập AFS	540	800	1,172	982	12,471
Các khoản cho vay và phải thu	2,258	5,371	5,548	3,266	5,312
Hoạt động môi giới	748	387	783	2,963	0
Ngân hàng đầu tư (IB)	144	158	219	314	566
Khác (bao gồm dịch vụ lưu ký)	13	17	17	14	103
Chi phí hoạt động	422	0	0	0	0
Thu nhập FVTPL	300	100	105	1,530	318
Thu nhập HTM	171	204	221	214	125
Thu nhập AFS	5,553	7,552	8,329	11,157	27,272
Các khoản cho vay và phải thu	4,352	6,012	6,554	9,458	20,449
Hoạt động môi giới	320	1,227	1,104	704	1,250
Ngân hàng đầu tư (IB)	15	2	2	13	161
Khác (bao gồm dịch vụ lưu ký)	2,516	2,983	3,249	3,819	9,822
Lợi nhuận gộp	1,550	2,204	2,204	2,204	4,349
Hoạt động tài chính	121	121	121	121	1,504
Doanh thu	0	0	0	0	0
Chi phí	(50)	(201)	(201)	(201)	(0)
Chi phí quản lý	69	90	110	136	222
Lợi nhuận hoạt động	40	61	81	107	192
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	785	707	932	1,452	3,556
Lợi nhuận sau thuế	0	0	0	0	0

Changes to recommendation and price target

Company (Code)	Date	Recommendation	Price target	% vs. avg. price	% vs. high (low)
Chứng khoán VNDIRECT (VND)					



■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 11/07/2022.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 11/07/2022.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Chứng khoán VNDIRECT (VND) và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Trí Dương

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2022 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.