

Tiêu điểm

- ▶ Thị trường không thể tăng mãi.
- ▶ Chỉ số ngành chứng khoán của chúng tôi đã giảm 59% kể từ mức đỉnh tháng 11/2021, giảm sâu hơn chỉ số VN-Index 39 điểm %.
- ▶ Do đó, định giá P/B cũng giảm sâu về vùng 1,1 – 1,5x từ mức đỉnh trước đó là 3-4x...
- ▶ ... và đà tăng trưởng sẽ phục hồi tương ứng với sự phục hồi của toàn thị trường vào nửa cuối năm 2022.

Quan điểm

- ▶ Chúng tôi nâng quan điểm lên Tích cực đối với toàn ngành, và khuyến nghị MUA trên cả 4 mã: SSI, HCM, VND, và VCI.
- ▶ Đợt bán tháo của VN-Index vào Q2/2022 là cơ hội tích lũy cho dài hạn, và chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ phục hồi vào nửa cuối năm 2022.
- ▶ Các CTCK là những đại diện cho triển vọng tích cực của chúng tôi trong trung hạn.
- ▶ Thời điểm rất quan trọng... Báo cáo hạ tỷ trọng của chúng tôi được phát hành quá sớm vào tháng 7/2021 và lần này có thể cũng không ngoại lệ.

Trở về mặt đất

Định giá của các công ty chứng khoán giảm mạnh dưới tác động chung của thị trường giá xuống (bear market). Chỉ số của 4 công ty chứng khoán (CTCK) thuộc danh sách khuyến nghị của chúng tôi đã giảm đến 59% so với mức đỉnh tháng 11/2021, giảm sâu hơn 39 điểm % (ppt) so với chỉ số VN-Index. Khuyến nghị Giảm tỷ trọng của chúng tôi hồi tháng 7/2021 – được đưa ra dựa trên quan điểm cho rằng thị trường không thể tăng mãi – nhưng cuối cùng thì quan điểm này cũng đúng. Nhưng phải thừa nhận rằng, thời điểm chúng tôi phát hành báo cáo là quá sớm và thị trường vẫn tiếp tục tăng vào thời điểm đó. Vì thế, các cổ phiếu vẫn tăng thêm 54% và đạt đến đỉnh cao của mọi thời đại.

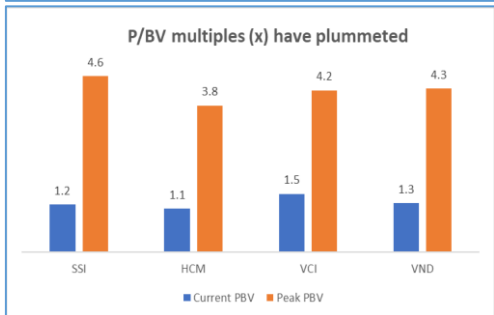
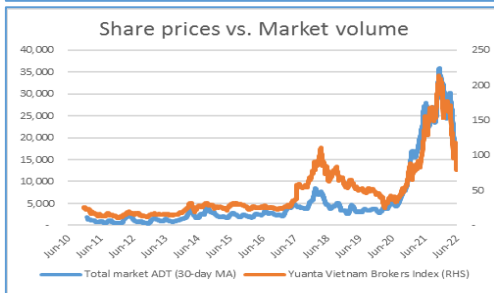
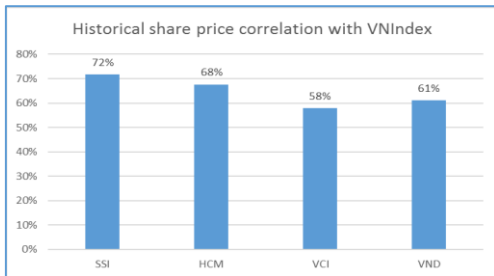
Các CTCK là những đại diện cho triển vọng tích cực của thị trường giá lên vào nửa cuối năm 2022 (2H22). Quan điểm mang tính chiến lược của chúng tôi là hiện nay thị trường có thể đã chạm đáy và đà tăng có thể sẽ phục hồi vào 2H22. Chúng tôi vẫn nhận thấy rằng, các CTCK sẽ là những đại diện được hưởng lợi khi thị trường tăng lên do các hoạt động của thị trường phần lớn neo theo xu hướng của thị trường. Có thể nhận thấy được điều này thông qua sự tương quan giữa giá cổ phiếu so với thanh khoản thị trường cũng như so với chỉ số VN-Index.

Nâng quan điểm lên Tích cực... Chúng tôi nâng lên khuyến nghị MUA đối với cả 4 CTCK: HCM (từ khuyến nghị NẮM GIỮ - Khả quan), SSI (từ NẮM GIỮ - Kém khả quan), VCI (từ BÁN), và VND (từ BÁN). Nhìn chung, SSI là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ vào lợi thế quy mô, sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh, và vị thế vững chắc trên thị trường. Chúng tôi cũng nhận thấy được giá trị của VCI và HCM nhờ vào tệp khách hàng nước ngoài dẫn đầu ngành. VND cũng trở thành công ty được các nhà đầu tư yêu thích nhờ vào tốc độ tăng trưởng và mô hình kinh doanh, và theo chúng tôi, VND vẫn là công ty tốt nhất trong khối các nhà đầu tư các nhân.

... nhưng không cần phải vội. Một lưu ý cho các nhà đầu tư dựa trên “bài học” về việc đưa ra quan điểm quá sớm của chúng tôi vào năm ngoái: có khả năng lần này cũng vậy. Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường chứng khoán có thể vẫn sẽ ảm đạm trong vài tuần tới, và diễn biến giá cổ phiếu của các CTCK trong ngắn hạn có thể sẽ phản ánh điều này. Triển vọng tích cực của chúng tôi vào 2H22 một phần được hỗ trợ bởi ~3 tỷ USD vốn được bổ sung vào nguồn cho vay ký quỹ khi các CTCK tăng vốn cổ phần: điều này sẽ giúp thúc đẩy hoạt động thị trường và cả lợi nhuận của các CTCK.

Định giá rất quan trọng! Ngành chứng khoán mang tính chu kỳ cao, thâm dụng vốn và các nhà đầu tư nên cân nhắc xem liệu tăng trưởng EPS có tương ứng với mức định giá hay không. Với định giá P/B lũy kế thấp hơn 2x và ROE dài hạn kỳ vọng đạt ~15-20%, chúng tôi cho rằng ngành chứng khoán hiện đủ hấp dẫn để các nhà đầu tư có thể “đặt cược” vào khuyến nghị tích cực mang tính chiến lược của chúng tôi. Tuy nhiên, nếu cổ phiếu giao dịch cao hơn vùng đỉnh (tức P/B đạt 3-4x, hoặc cao hơn), đó sẽ là thời điểm thích hợp để chốt lời cổ phiếu.

Rủi ro trọng yếu đối với quan điểm tích cực của chúng tôi khá rõ ràng: nếu thị trường giá xuống vẫn kéo dài, thì việc hạ khuyến nghị các CTCK có thể sẽ tiếp tục diễn ra.



Nguồn: Bloomberg, FIINPro, Yuanta Việt Nam

Matthew Smith, CFA

Giám đốc nghiên cứu & phân tích

matthew.smith@yuanta.com.vn

Lưu Bộ Di

Trợ lý phân tích

<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

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.

Ngành chứng khoán Việt Nam: Nâng quan điểm lên Tích cực

Biểu đồ 1: Khuyến nghị cổ phiếu

Yuanta Vietnam Brokerage Coverage

Company	Stock code	Market cap (USDm)	6-month ADT (USDm)	Yuanta Rating	Current price (VND)	Target price (VND)	Up (down) side	2022E Dividend yield	12-m TSR*
HCM City Securities	HCM VN	373	5.2	BUY	18,950	29,957	58%	6.6%	65%
Saigon Securities	SSI VN	756	20.9	BUY	17,700	26,092	47%	3.8%	51%
Viet Capital Securities	VCI VN	473	6.8	BUY	32,800	47,656	45%	6.7%	52%
VNDirect Securities	VND VN	891	17.0	BUY	17,000	26,539	56%	3.6%	60%

*Notes: 1) TSR = Total shareholder return over the next 12 months inclusive of expected share price change and dividends. 2) 6-month ADT refe matched orders and put-through blocks. 3) Stock ratings and pricing data is as of close on Jun 22 2022.

Source: Bloomberg, Yuanta Vietnam

Chúng tôi nâng quan điểm lên Tích cực đối với ngành chứng khoán sau đợt điều chỉnh mạnh của giá cổ phiếu, đưa định giá từ mức đỉnh (được thiết lập vào 7 tháng trước đó) về đáy - theo quan điểm của chúng tôi. Cả 4 công ty chứng khoán (CTCK) trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi đều đang giao dịch tương ứng với P/B từ 1,1-1,5x, mà theo chúng tôi, đây chính là mức "sàn" do tỷ lệ ROE của các công ty vẫn rất tích cực và các CTCK này sẽ đóng vai trò là những công ty đại diện cho sự phát triển của thị trường vốn Việt Nam trong tương lai.

Contents	Page
Summary.....	2
Valuations are cheap again.....	5
Risks.....	6
Reducing our 2022 ADT assumption.....	7
Pure agency brokerage is not the key earnings driver.....	8
A heated competitive environment continues to intensify	11
Prop trading is (mostly) a wildcard.....	14
Margin lending: Soaring demand also drives capital raising.....	16
Capital call: The downside for this equity-intensive business.....	22
Foreigners have been substantial net sellers of the brokers YTD	24
1Q22 results in review.....	26
HCM (Upgrade to BUY): Egregiously undervalued.....	28
SSI (Upgrade to BUY): Ready to rumble.....	32
VCI (Upgrade to BUY): Attractively valued.....	36
VND VN (Upgrade to BUY): Pure play retail broker.....	41
Disclosures and contacts.....	45

Nhìn chung, quan điểm của chúng tôi đối với triển vọng ngành chứng khoán trong những năm tới vẫn không đổi. Thị trường vốn là một thành phần quan trọng của cả hệ thống tài chính, thị trường này đại diện cho một hệ tuần hoàn quan trọng của nền kinh tế đang phát triển nhanh chóng tại Việt Nam.

Chúng tôi nhận thấy các CTCK là những lựa chọn sẵn có tốt nhất cho các nhà đầu tư đang tìm kiếm những đại diện cho sự phát triển của thị trường vốn Việt Nam như đã được thảo luận một cách chuyên sâu thông qua các bài báo cáo: 1) [Báo cáo lần đầu](#) của chúng tôi, phát hành vào tháng 02/2019, 2) "[Cuộc khủng hoảng cạnh tranh](#)" - tháng 12/2019, 3) "[Ngành chứng khoán: Cùng thị trường phục hồi](#)" - tháng 05/2020, và 4) lần hạ khuyến nghị tương đối sớm của chúng tôi với tiêu đề "[Đã đến lúc giảm vị thế](#)" vào tháng 07/2021.

Quan điểm trên vẫn không đổi. Các CTCK đã hoạt động rất tích cực và giá cổ phiếu cũng đã tăng rất mạnh trong năm 2021 – giai đoạn bùng nổ của thị trường. Tuy nhiên, thị trường không thể tăng mãi, và trên thực tế xu hướng giảm đã bắt đầu từ tháng 1, khiến nhiều nhà đầu tư vay ký quỹ gặp khó khăn.

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các CTCK vẫn tiếp tục ghi nhận kết quả không mấy khả quan trong Q2/2022, phản ánh thanh khoản ảm đạm trên thị trường. Phần lớn lợi nhuận của các CTCK không đến từ mảng môi giới, và kết quả tự doanh không nhất thiết phải “neo” theo các chỉ số. Tuy nhiên, giá trị giao dịch trung bình / ngày (ADT) và kết quả về điểm số của VN-Index là những tập giá trị rất lớn, và cũng là chỉ báo cho KQKD của các CTCK, và tất nhiên, giá cổ phiếu có tương quan rất chặt chẽ với ADT và các chỉ số.

Giá trị giao dịch bình quân / ngày (ADT) trên HSX, HNX và UPCOM đạt 1.368 triệu USD vào Q1/2022, nhưng ADT đã giảm -32% QoQ chỉ còn 929 triệu USD vào Q2/2022 (tính đến ngày 17/06).

Giá cổ phiếu cũng đã giảm trong Q2/2022, chỉ số VN-Index đã giảm -21% tính đến ngày chúng tôi phát hành báo cáo. Và chỉ số vốn hóa vừa và nhỏ HNX-Index (chỉ số chính của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội) đã giảm đến -38% trong cùng giai đoạn tương tự.

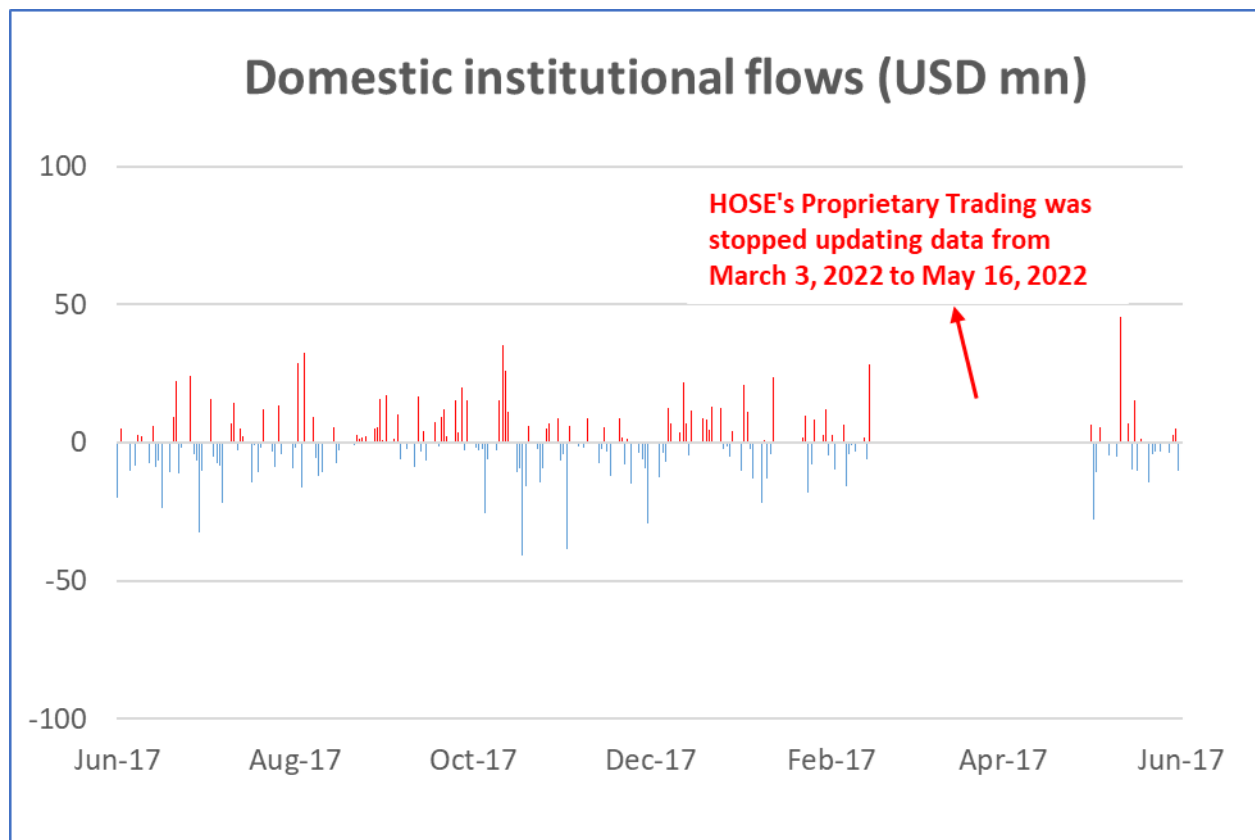
Chúng tôi cho rằng dư nợ ký quỹ có thể đã giảm ~15-20% so với Q1/2022.

Tất cả những yếu tố đã nêu trên cho thấy điều kiện kinh doanh không mấy thuận lợi đối với doanh thu và lợi nhuận của các CTCK trong Q2/2022.

Chúng tôi KHÔNG nghĩ rằng nhiều CTCK sẽ bị tổn thất lớn ở mảng cho vay ký quỹ, nếu có chúng tôi chắc hẳn đã nghe một vài công ty chia sẻ về những khó khăn tài chính liên quan đến việc cho vay.

Tương tự, hoạt động của các CTCK trên một thị trường mà dòng tiền của các nhà đầu tư cá nhân chiếm đến 85-90% sẽ phải “nương” theo tâm lý chung của thị trường; vì thế, chúng tôi nghĩ rằng các CTCK mà chúng tôi theo dõi đã giảm mạnh tỷ trọng tự doanh của họ vào tháng 04. Thật không may, đây cũng là giai đoạn mà dòng tiền của các nhà đầu tư tổ chức trong nước không được HOSE công bố - thêm một vấn đề đáng suy ngẫm.

Biểu đồ 2: Kết quả giao dịch tự doanh không được công bố từ ngày 03/03-16/05/2022



Nguồn: FiinPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tất cả những điều trên cho thấy KQKD Q2/2022 có thể sẽ kém khả quan hơn quý trước, và thậm chí là so với cùng kỳ năm trước. Nhưng đồng thời, chúng tôi cũng không nghĩ kết quả sẽ quá tệ.

Như đã đề cập trước đó, thời điểm rất quan trọng: Các nhà đầu tư nên xem kỳ báo cáo Q2/2022 không mấy khả quan này như một áp lực khiến giá cổ phiếu giảm, từ đó giúp thiết lập điểm vào thậm chí còn hấp dẫn hơn nữa.

Tất nhiên, sự phục hồi quá sớm của thị trường có thể làm lu mờ tác động của việc công bố KQKD yếu kém, vì thế nếu các nhà đầu tư đồng ý với quan điểm Tích cực của chúng tôi thì nên tích lũy dần vị thế trong vài tuần tới thay vì cố gắng lựa chọn thời điểm thích hợp. Chúng tôi nghĩ hiện không cần phải vội.

Liệu Warrant Buffett có mua cổ phiếu của các CTCK không? Có thể là không. Ngành chứng khoán là một ngành mang tính chu kỳ cao và thâm dụng vốn, những yếu tố này có thể làm giảm sức hấp dẫn của những công ty có năng lực quản trị tốt mà đối với chúng tôi có thể được xem như những khoản đầu tư “mãi mãi”. Mỗi tương quan cao giữa giá cổ phiếu và ADT (nguồn thu của mảng môi giới và chỉ báo của mảng cho vay ký quỹ) cũng như chỉ số VN-Index (một chỉ báo giá cổ phiếu, ít tác động trực tiếp tới giá cổ phiếu nhưng vẫn rất quan trọng vì chỉ số này phản ánh tâm lý của các nhà đầu tư) cho thấy hoạt động kinh doanh của các CTCK có mối liên hệ chặt chẽ với những cảm xúc thăng trầm trên thị trường.

Những yếu tố mang tính thị trường này thường khá biến động và rất khó để dự báo một cách chắc chắn. Tức là, không nên “mua và nắm giữ” các mã cổ phiếu ngành chứng khoán, đặc biệt là khi định giá có sự biến động mạnh. Vì thế, các nhà đầu tư chỉ nên xem xét các CTCK như những khoản đầu tư ngắn hạn (hoặc đối với các quỹ nắm giữ một lượng lớn tiền mặt và/hay beta thấp, nên xem xét nắm giữ như một công cụ phòng ngừa rủi ro).

Vậy còn Cathie Wood thì sao? Chúng tôi cũng đoán có thể là không. Sự cạnh tranh gay gắt của ngành chứng khoán và những nỗ lực đáng khen ngợi về chiến lược số hóa đã giúp thị trường chứng khoán phát triển mạnh mẽ trong thời kỳ đại dịch COVID thông qua giải pháp mở tài khoản trực tuyến KYC. Trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, VND xứng đáng được “khen ngợi” vì đã tiên phong trong việc xây dựng nền tảng công nghệ. Tuy nhiên, đừng nhầm lẫn các CTCK này là những doanh nghiệp “sáng tạo đột phá” – vẫn còn nhiều công nghệ “quý báu” và “mới mẻ” trong lĩnh vực này vẫn chưa được khai phá.

Các CTCK tồn tại và phát triển chủ yếu nhờ vào nghiệp vụ cho vay ký quỹ và đa dạng hơn là nghiệp vụ tư vấn - ngân hàng đầu tư. Những nghiệp vụ này thường cần rất nhiều vốn và bị kiểm soát bởi những quy định rất nghiêm ngặt.

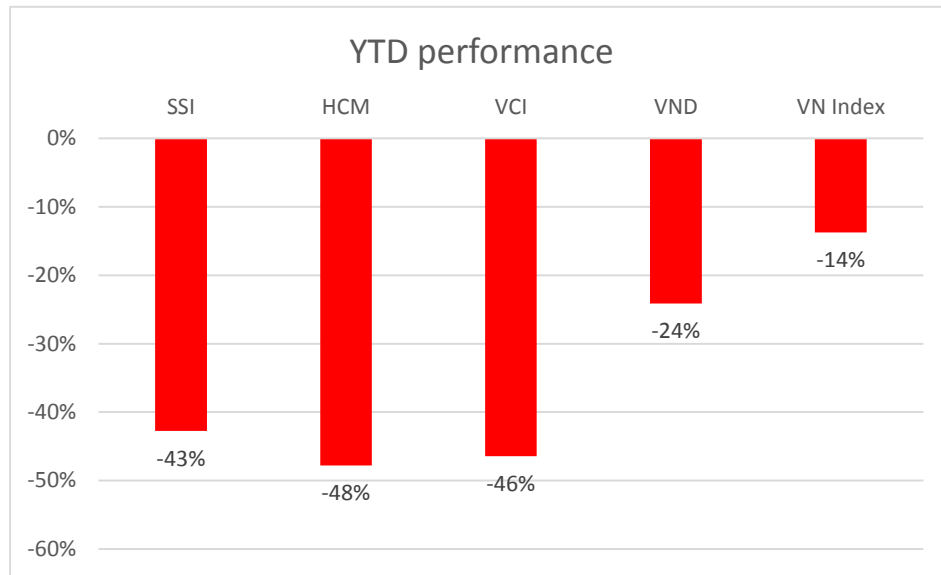
Tuy nhiên, cần lưu ý là các CTCK Việt Nam là những doanh nghiệp tạo giá trị trong môi trường kinh doanh có ROE thường cao hơn so với chi phí vốn xét trong một chu kỳ. Điều này khá bất thường đối với ngành chứng khoán ở các quốc gia khác trên thế giới (trong đó có Việt Nam), vốn rất cạnh tranh và phân mảnh.

Và cuối cùng thì sự cạnh tranh có thể khiến lợi nhuận giảm về tương đương với mức sinh lời tối thiểu (hoặc có thể giảm thấp hơn) như đã diễn ra ở các thị trường khác. Nhưng quá trình này có thể mất rất nhiều năm và chúng tôi kỳ vọng sẽ xuất hiện nhiều cơ hội giao dịch hấp dẫn trong khi chờ đợi quá trình này diễn ra.

Định giá lại quay về mức hấp dẫn

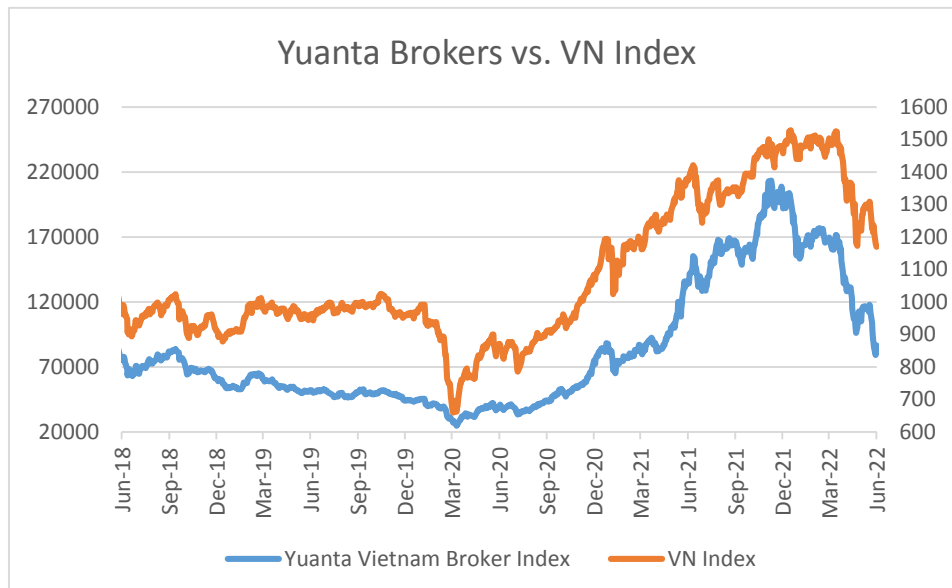
Chúng tôi nâng quan điểm lên Tích cực đối với các CTCK từ quan điểm Tiêu cực chúng tôi đưa ra vào tháng 7/2021. Trong quá khứ, chúng tôi cố gắng tách biệt các khuyến nghị đối với từng công ty, nhưng điều này có vẻ không hiệu quả do các nhóm cổ phiếu có xu hướng “di chuyển” cùng nhau. Vì vậy, chúng tôi nâng lên khuyến nghị MUA đối với cả 4 cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi: SSI (khuyến nghị trước đó là NĂM GIỮ - Kém khả quan), HCM (khuyến nghị trước đó là NĂM GIỮ - Khả quan), VCI (khuyến nghị trước đó là BÁN) và VND (khuyến nghị trước đó cũng là BÁN).

Biểu đồ 3: Các CTCK kém khả quan hơn so với thị trường chung



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: Đợt điều chỉnh đưa giá cổ phiếu của các CTCK “trở về mặt đất”



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Các rủi ro

1) Thị trường giá giảm tiếp tục kéo dài. Giá cổ phiếu tương quan mạnh với những biến động trên thị trường. Nếu như những khuyến nghị của chúng tôi – được đưa ra dựa trên kỳ vọng thị trường sẽ phục hồi vào nửa cuối năm 2022 – là sai, thì xu hướng giá cổ phiếu ngành chứng khoán có thể vẫn sẽ “ảm đạm”. Đây có vẻ là quan điểm chi tiết nhất mà chúng tôi có thể đưa ra, và nếu thị trường giá giảm tiếp tục kéo dài thì đây sẽ là rủi ro lớn nhất đối với quan điểm của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng định giá đang ở ngưỡng rất thấp, hàm ý rằng mức độ sai lệch đối với quan điểm của chúng tôi là không đáng kể.

2) Khối môi giới KH cá nhân là một dịch vụ mang tính hàng hóa. Những công ty đã phát triển giải pháp KYC trực tuyến vẫn có thể bị thay thế và nhân rộng một cách dễ dàng và nhanh chóng. Và rồi tỷ suất sinh lời cũng trở nên cạnh tranh hơn, như ở các thị trường khác trong cùng khu vực. Tuy nhiên, quá trình này có thể mất vài năm.

3) Khối môi giới KH tổ chức có tính cạnh tranh gay gắt hơn và ít tương quan với đà bùng nổ của các ĐĐT cá nhân. Ngoài ra, vẫn còn nhiều các ngân hàng đầu tư trong và ngoài nước sẵn sàng mở rộng bộ phận ngân hàng đầu tư để tận dụng lợi thế với kỳ vọng Việt Nam sẽ được thêm vào rổ chỉ số các thị trường mới nổi FTSE và MSCI.

4) Đây là ngành có tính thâm dụng vốn, vì thế các CTCK phải thường xuyên phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn, đặc biệt là để củng cố nguồn vốn cho vay ký quỹ. Đây chính xác là những gì đã diễn ra vào năm 2021, do đã có ít nhất 21 CTCK tìm kiếm cơ hội huy động vốn nhằm củng cố hoạt động cho vay ký quỹ. Theo quan điểm của chúng tôi, tăng vốn là một chiến lược đúng đắn, nhưng cũng sẽ khiến EPS và ROE bị pha loãng và chúng tôi không chắc rằng liệu điều này đã được phản ánh vào kỳ vọng của các nhà đầu tư hay chưa. Bên cạnh đó, theo quan sát của chúng tôi, giá cổ phiếu thường tăng lên trước khi quá trình huy động vốn diễn ra, và sẽ giảm xuống khi số lượng cổ phiếu mới được giao dịch trên thị trường.

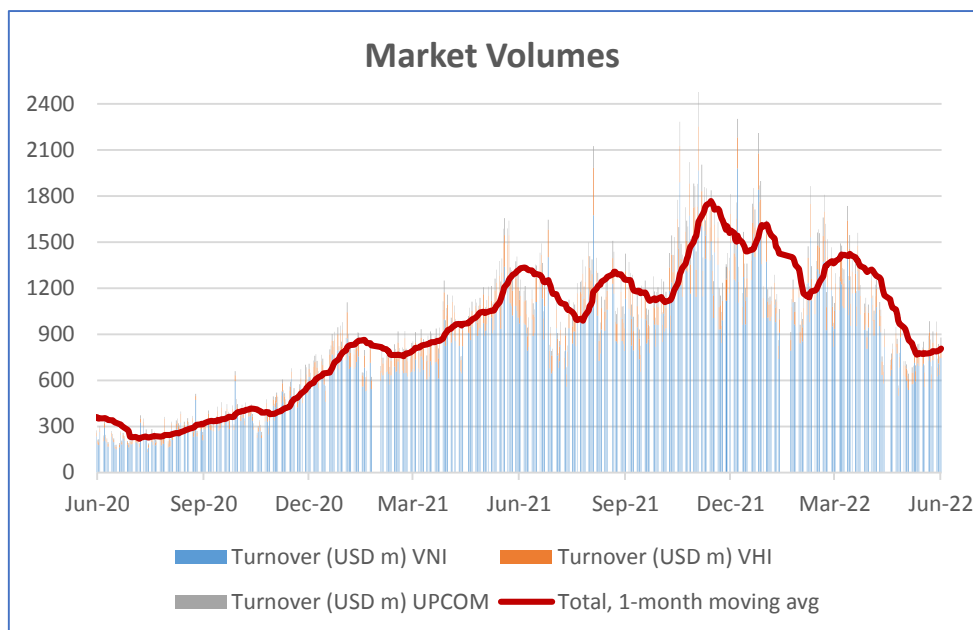
5) Ngành chứng khoán đang ngày càng phân hóa và cạnh tranh. Khả năng sinh lời của các CTCK đã cải thiện một cách đáng kinh ngạc khi thị trường bùng nổ, tại thời điểm đó thì sự cạnh tranh của ngành chứng khoán đã được giảm bớt ở một mức độ nào đó. Tuy nhiên, sự cạnh tranh này có thể trở nên gay gắt hơn nữa trong tương lai, theo quan điểm của chúng tôi.

6) Tuân thủ luật rất quan trọng đối với ngành chứng khoán, vốn được quản lý rất chặt chẽ. Chúng tôi tin rằng các CTCK (mà chúng tôi theo dõi) hiểu rõ được những rủi ro và có sự kiểm soát hiệu quả cũng như tuân thủ các quy định một cách toàn diện. Thế nhưng, những luồng tin tức gần đây liên quan đến hành vi sai trái của một vài đối tượng, hay những bài viết có liên quan đến sự thao túng thị trường hay/hoặc phát hành chứng khoán sai quy định lại một lần nữa tác động tiêu cực đến tâm lý của các nhà đầu tư, ít nhất là trong ngắn hạn. Tuy nhiên, những tin tức này lại là một dấu hiệu tích cực trong dài hạn, nhằm loại bỏ những tác nhân xấu ra khỏi ngành chứng khoán.

Giảm dự báo ADT 2022 còn 1,1 tỷ USD (-3% YoY)

Chúng tôi giảm dự báo GTGD BQ / ngày (ADT) từ 1,4 tỷ USD (đã được thảo luận trong [báo cáo chiến lược tháng 4](#)) còn 1,1 tỷ USD (-21%) tính trên cả 3 sàn HSX, HNX và UPCOM. Giả định đã được điều chỉnh của chúng tôi tương ứng với ADT giảm -3% YoY trong năm 2022.

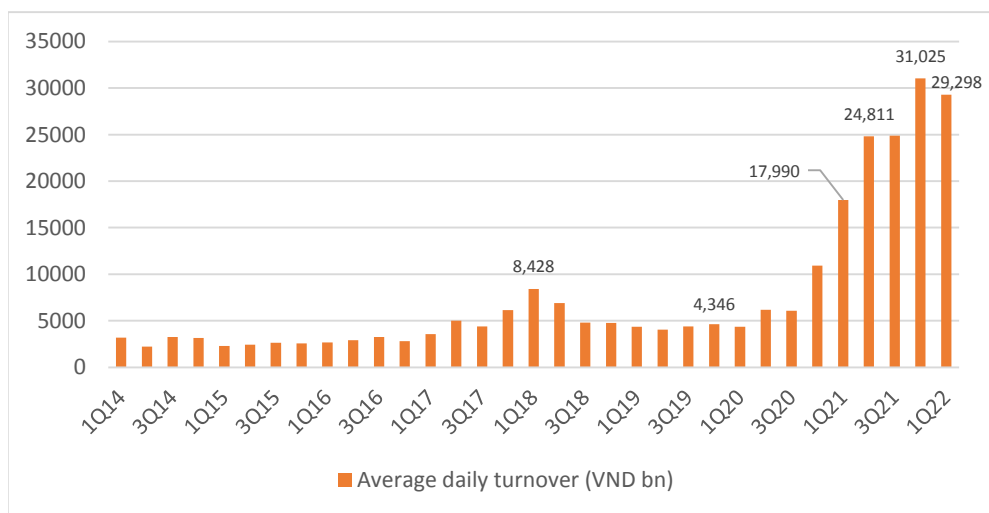
Biểu đồ 5: Khối lượng giao dịch: Âm ảm trong Q2/2022



Nguồn: FIINPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Hoạt động giao dịch rất khó để “dự đoán”: vì thế dùng từ “giả định” sẽ thích hợp hơn. Thanh khoản trên thực tế sẽ phụ thuộc vào các yếu tố có thể định lượng – đáng chú ý nhất là sự phục hồi của mảng cho vay ký quỹ vào 2H22, sau khi các CTCK một lần nữa thành công trong việc huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu – và cả các yếu tố định tính như tâm lý của các nhà đầu tư.

Biểu đồ 6: Khối lượng giao dịch theo quý



Nguồn: FiinPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Những giả thuyết cơ bản đối với giả định ADT đã điều chỉnh của chúng tôi:

- 1) ADT đạt 1,4 tỷ USD vào Q1/2022.
- 2) Tính từ đầu Q2/2022 đến ngày 10/06, ADT hiện là 939 triệu USD. Chỉ một lần duy nhất kể từ đầu tháng 4 mà ADT đạt hơn 1 tỷ USD là vào ngày 13/05 – đó là ngày đầu tiên khi thị trường “chạm đáy” vào giữa tháng 5. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi thì ADT đang lấy lại đà tăng trưởng sau khi chạm đáy với giá trị < 700 triệu USD kể từ khi thị trường bắt đầu hồi phục vào giữa tháng 5.
- 3) Giả định nếu ADT Q2/2022 phục hồi với tốc độ hiện tại thì ADT 1H22 sẽ là 1,2 tỷ USD.
- 4) Chúng tôi giả định rằng ADT 2H22 sẽ phục hồi 10-20% từ mức thấp của Q2/2022.
- 5) Do đó, dự báo ADT cả năm là 1,1 tỷ USD, thấp hơn 21% so với dự báo trước đó của chúng tôi và tương ứng giảm -3% YoY.

Với những thảo luận trên, chúng tôi cho rằng giả định ADT 2022E của chúng tôi là hợp lý và thận trọng, và GTGD vẫn sẽ tiếp tục tăng mạnh hơn và cao hơn với trong bối cảnh thị trường bùng nổ trong thời gian tới.

Mặc dù, chúng tôi là những chuyên viên môi giới và phải thừa nhận rằng chúng tôi thường nhìn theo hướng tích cực khi xem xét kỳ vọng đối với GTGD. Chúng tôi cho rằng vùng giả định phù hợp đối với GTGD năm 2022E sẽ từ 950 – 1.250 triệu USD, và trong nửa năm còn lại, ADT tương ứng sẽ đạt từ 725 triệu – 1,3 tỷ USD. Trên thực tế, kết quả có thể sẽ dao động chênh lệch xung quanh ngưỡng này.

Khi chúng tôi càng cố gắng phân tích sâu vào dự báo GTGD, thì sự tự tin của chúng tôi đối với những dự báo này càng thấp. Tuy nhiên, vấn đề là cần xác định đúng xu hướng. Bảng phía dưới tóm tắt các trường hợp dự báo của chúng tôi đối với giai đoạn 2022-2027E mà chúng tôi cho là hợp lý, thậm chí khi mức độ tự tin của chúng tôi đối với các dự báo này là khá thấp.

Theo chúng tôi, GTGD sẽ tiếp tục tăng mạnh hơn, và kỳ vọng này đã được phản ánh vào dự báo ADT năm 2023E với 1,3 tỷ USD (+16% YoY) và ADT 2024E với 1,5 tỷ USD (+13% YoY). Tất nhiên, những dự báo đến từ những dự báo của chúng tôi đối với các CTCK, nhưng điều quan trọng cần lưu ý là thu nhập từ dịch vụ môi giới không phải nguồn thu chính đối với các CTCK: mà nghiệp vụ ký quỹ, tự doanh và (nếu độc giả quan tâm đến ROE) nghiệp vụ tư vấn ngân hàng đầu tư mới là những động lực quan trọng giúp thúc đẩy lợi nhuận của doanh nghiệp.

Average total daily turnover on HSX, HNX, and UPCOM exchanges (USD mn)									Notes
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	
ADT (USD mn)	321	1156	1125	1307	1479	1606	1703	1806	These are our explicit forecasts, which assume a sharp correction in 2Q22 followed by a resurgence of market activity in 2H22 as broker capital calls lead to another surge in margin lending. Our base case assumes a gradual reduction in turnover growth rates to reach GDP growth by 2026-27E. Actual results could be much higher given the implications of the new trading system coming online in 2023, and the potential for IPOs, NVDRs, and MSCI emerging markets inclusion within the next five years.
YoY chg	60%	260%	-3%	16%	13%	9%	6%	6%	
Extreme Bear			578	613	650	689	730	1,503	Assumptions: 1) the market fails to recover in 2H22; 2) 2022E ADT reverts to half of the 2020A actual level, and 3) 2023-26E grows at 6%, in line with GDP growth.
YoY chg			-50%	6%	6%	6%	6%	106%	
Difference from base case			-49%	-53%	-56%	-57%	-57%	-17%	
Moderate Bear			1,226	1,299	1,377	1,460	1,547	3,187	Assumptions: 1) The market slows down substantially in 2H22, and 2) 2023-26E ADT grows at 6% CAGR, in line with GDP growth.
YoY chg			6%	6%	6%	6%	6%	106%	
Difference from base case			9%	-1%	-7%	-9%	-9%	76%	
Moderate Bull			1,241	1,441	1,631	1,771	1,878	1,992	Assumptions: 1) the 2H22 resurgence is stronger than our base case and ADT accelerates by 10ppt higher than our base case for the full year, and 2) ADT growth in 2023-26E is in line with our base case.
YoY chg			7%	16%	13%	9%	6%	6%	
Difference from base case			10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Extreme Bull			1,414	1,714	2,024	2,299	2,554	2,836	Assumptions: 1) the 2H22 resurgence is stronger than expected, leading to 2H22 ADT of US\$2.0bn, following which 2) ADT expands by 5ppt higher than our base case assumptions for each year in 2022-26E.
YoY chg			22%	21%	18%	14%	11%	11%	
Difference from base case			26%	31%	37%	43%	50%	57%	

Nguồn: FiinPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Lưu ý: Phần lớn lợi nhuận của các CTCK không đến từ nghiệp vụ môi giới thuần túy. Một trong những khó khăn khi đưa ra khuyến nghị đối với ngành chứng khoán Việt Nam là sự khan hiếm về nguồn tài liệu nghiên cứu. Theo như chúng tôi được biết, chúng tôi là tổ chức duy nhất phát hành báo cáo khuyến nghị ngành ngoài SSI (mã cổ phiếu nằm trong rổ VN30), vì thế rất khó để có thể so sánh sự khác biệt về quan điểm phân tích cơ bản của chúng tôi với Các bên.

Tuy nhiên, từ những gì chúng tôi quan sát, phần lớn các báo cáo phân tích ngành (chủ yếu là các báo cáo doanh thu và báo cáo truyền thông) chỉ tập trung vào doanh thu của nghiệp vụ môi giới và nghiệp vụ tự doanh mà không xem xét đến chi phí môi giới hay những khoản lỗ tự doanh tương ứng, theo quan điểm của chúng tôi điều này là không hợp lý.

Một phương pháp phân tích hợp lý hơn của chúng tôi là tách biệt các chi phí liên quan trong khoản mục chi phí của các CTCK (và cụ thể hơn là tách biệt cả những khoản lỗ tự doanh trong tổng thu nhập từ giao dịch tự doanh). Phương pháp này giúp “vẽ” ra một bức tranh rõ ràng hơn về thu nhập ròng của nghiệp vụ môi giới, nghiệp vụ tự doanh, nghiệp vụ tư vấn và các loại phí khác mà theo chúng tôi sẽ cung cấp một góc nhìn tốt hơn về những động lực thực sự thúc đẩy lợi nhuận của các CTCK (lưu ý: tất nhiên sẽ không phải khoản phí môi giới 0,12% mà các CTCK thu về khi các nhà đầu tư giao dịch).

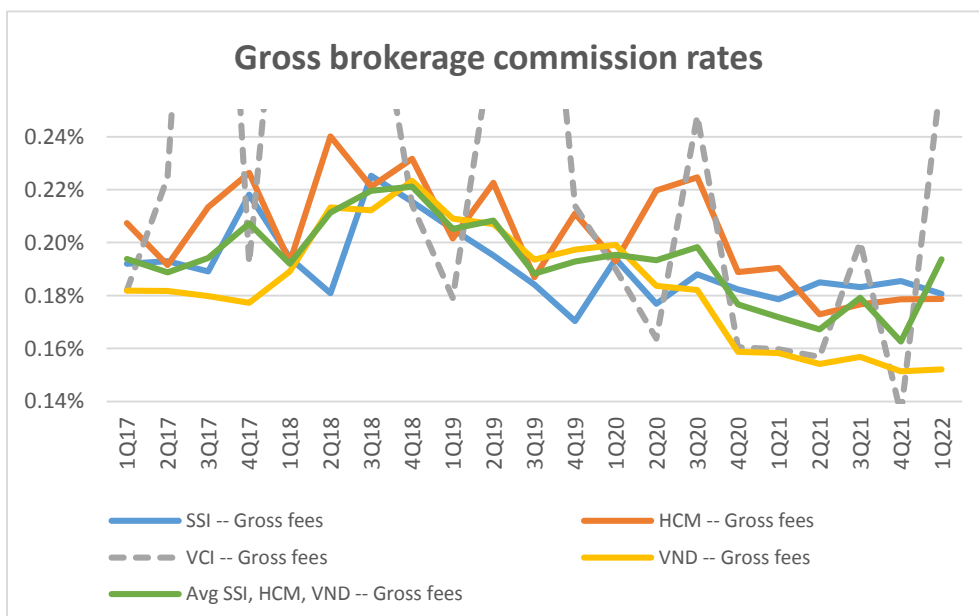
Đã hai năm sau khi mức phí môi giới 0,15% được loại bỏ vào tháng 02/2019, rõ ràng là chính sách này đã làm giảm đáng kể lợi nhuận của ngành chứng khoán. Tuy nhiên, cả phí môi giới gộp và phí môi giới ròng của 4 CTCK mà chúng tôi theo dõi đều có vẻ đã tăng lên và duy trì ở mức khá ổn định, đây là một điều tích cực đối với các cổ đông, nhưng có thể là lý do khiến thị phần suy giảm.

Dựa trên dữ liệu thị phần, tỷ lệ phí môi giới trung bình của 4 CTCK thuộc danh sách khuyến nghị của chúng tôi đã giảm từ 0,22% (Q4/2018 – quý cuối cùng được áp dụng mức phí sàn) còn 0,16% (Q4/2021 – giai đoạn sau khi đã loại bỏ phí sàn) và đã tăng trở lại với 0,18% vào Q1/2022.

Lưu ý rằng, phí môi giới của VCI có nhiều biến động mạnh là do doanh thu có liên quan đến nghiệp vụ ngân hàng đầu tư được ghi nhận vào cùng khoản mục với doanh thu từ phí môi giới. Đồng nghĩa với việc, chúng tôi không thể sử dụng dữ liệu của VCI để tính toán phí môi giới gộp và phí môi giới ròng như trên. Ngoài ra, sự biến động mạnh trong báo cáo thu nhập của 3 CTCK so với quý trước cũng có thể đến từ các nguyên nhân tương tự.

Nhưng những sự biến động này vẫn không làm thay đổi quan điểm là phí môi giới gộp đã chạm đáy, hoặc ít nhất là đối với các CTCK mà chúng tôi theo dõi, mặc dù mức phí sàn đã được loại bỏ kể từ tháng 02/2019.

Biểu đồ 7: Phí môi giới gộp đang có xu hướng giảm kể từ khi phí môi giới sàn được xóa bỏ vào tháng 2/2019

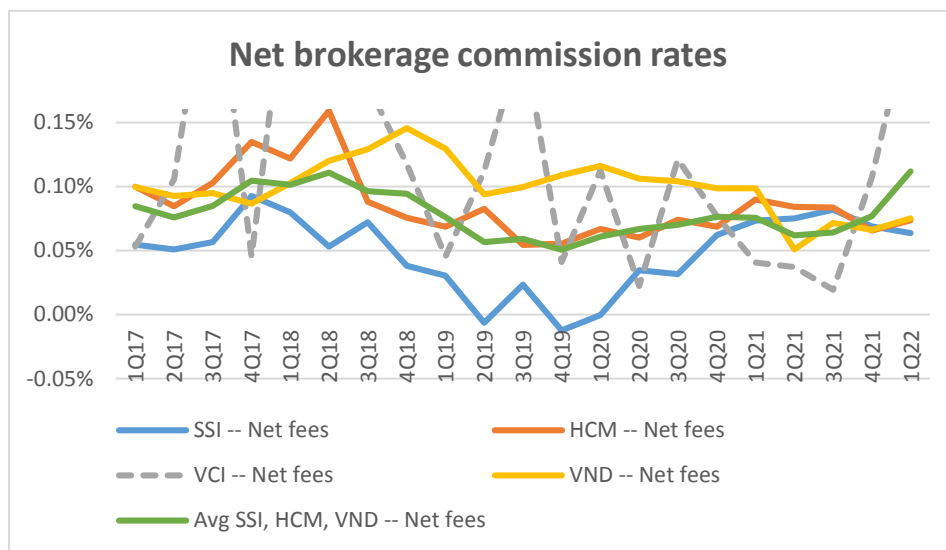


Nguồn: FIINPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biên lợi nhuận thấp từ nghiệp vụ môi giới có thể được xem xét kĩ hơn bằng cách lấy phí môi giới trừ chi phí có liên quan (được công bố trên báo cáo thu nhập). Sau khi trừ đi chi phí, phí môi giới trung bình là 0,09% trong Q4/2018 và đã giảm đi kể từ đó còn 0,06 – 0,08% vào những quý sau. Chúng tôi cho rằng đây là kết quả hợp lý và một lần nữa giúp chứng minh các CTCK mà chúng tôi theo dõi vẫn cố gắng giữ được thị phần mà không cần phải giảm lợi nhuận khi phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt.

Như đã đề cập trước đó, SSI đã thay đổi chiến lược ban đầu sau tháng 02/2019, giai đoạn mà SSI dường như không quan tâm đến khả năng sinh lời của nghiệp vụ môi giới, khi đó phí môi giới ròng của SSI là bằng 0 (hoặc thậm chí có đôi lúc phí môi giới là một con số âm) từ Q2/2019-Q1/2020. Tuy nhiên, sau đó thì phí môi giới ròng của SSI cũng đã tăng trở lại và đạt 0,06-0,08% - mức tương ứng với ngành vào những quý gần đây.

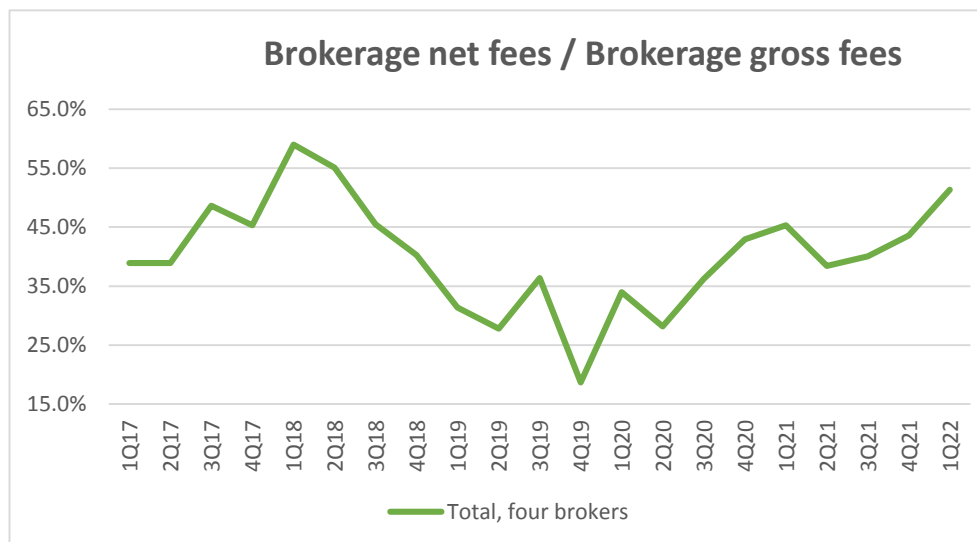
Biểu đồ 8: Phí môi giới ròng cũng đi ngang và đạt 0,06-0,08% vào những quý gần đây



Nguồn: FIINPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Kết quả là trung bình tỷ lệ phí môi giới ròng / tổng phí môi giới (biên lợi nhuận gộp của nghiệp vụ môi giới) tăng từ 34% (Q1/2020) lên đến 45% (Q1/2021), và SSI là công ty có sự cải thiện vượt bậc nhất (trung bình tỷ lệ này trong 4 quý gần nhất là 28%, so với giai đoạn từ Q2/2019-Q1/2020 chỉ đạt 1%). VND tiếp tục là công ty có biên lợi nhuận từ việc thu phí môi giới cao nhất với bình quân tỷ lệ phí môi giới ròng / tổng phí môi giới giai đoạn Q2/20-Q1/22 là 60%. Trong cùng giai đoạn tương tự, biên lợi nhuận gộp nghiệp vụ môi giới của HCM đạt 36% và VCI đạt 34%, dựa trên ước tính của chúng tôi, và VND, HCM và VCI ghi nhận tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ năm trước.

Biểu đồ 9: Hệ số sinh lợi mảng môi giới tăng tương ứng với ADT



Nguồn: FIINPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tỷ suất sinh lời thấp của mảng môi giới đã đặt ra câu hỏi về cơ sở lý luận cho mối tương quan cao giữa GTGD và giá cổ phiếu của các CTCK. Những nhà đầu tư ủng hộ cho lý thuyết thị trường hiệu quả, nếu họ muốn, có thể ủng hộ quan điểm cho rằng tổng GTGD cũng là chỉ báo phản ánh cho các nghiệp vụ kinh doanh khác mang lại lợi nhuận cao hơn như cho vay ký quỹ, ngân hàng đầu tư, và có thể (trong tương lai) là quản lý quỹ.

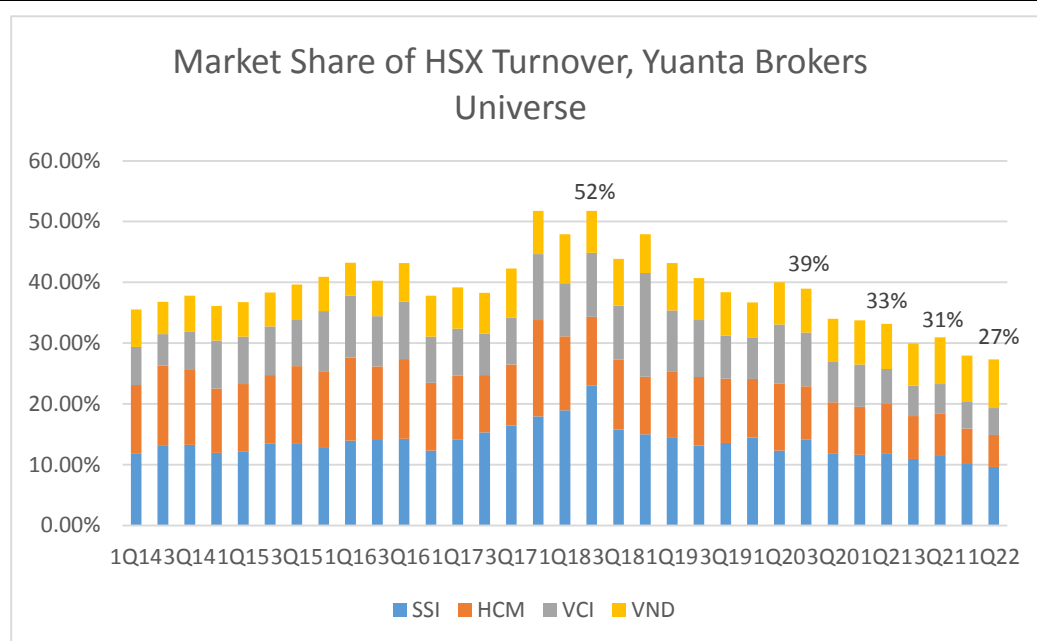
Số nhà đầu tư còn lại (những người mà trong nội tâm vẫn không chắc chắn về lý thuyết thị trường hiệu quả) chỉ cần lưu ý đến hệ số này và giao dịch theo xu hướng của GTGD.

Sự cạnh tranh vẫn rất khốc liệt

Sự phân mảnh của ngành chứng khoán vẫn là một rủi ro đầu tư trọng yếu đối với ngành. Chúng tôi đã từng đưa ra quan điểm cho rằng các CTCK nước ngoài là những đối thủ cạnh tranh đối với các CTCK trong nước (vui lòng xem báo cáo “[Cuộc khủng hoảng cạnh tranh](#)”). Áp lực cạnh tranh chỉ gay gắt khi số lượng các CTCK nước ngoài và các CTCK liên ngân hàng trong nước tiếp tục tăng lên, khiến thị phần của 4 CTCK mà chúng tôi theo dõi giảm xuống.

Có thể, sự thay đổi rõ rệt nhất trong một năm qua là sự phân mảnh của ngành chứng khoán trong nước có vẻ đã trở nên nghiêm trọng hơn, trong khi các CTCK nước ngoài vẫn tiếp tục thâm nhập vào thị trường – đặc biệt là đối với mảng cho vay ký quỹ. Tuy nhiên, sự bùng nổ của thị trường rõ ràng đã phần nào làm giảm tác động của sự cạnh tranh do số lượng cổ phiếu, thanh khoản, và hoạt động cho vay ký quỹ vẫn gia tăng, miễn là thị trường vẫn tiếp tục “nhảy múa”.

Biểu đồ 10: Thị phần của 4 CTCK trên HOSE đang giảm dần



Nguồn: FIINPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 11: Thị phần theo quý trên HOSE

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
VPS	2.86%	NA	NA	2.87%	3.14%	3.08%	4.33%	4.91%	5.50%	5.87%	7.65%	10.84%	13.24%	16.40%	16.50%	17.12%	17.94%
SSI	18.98%	23.08%	15.79%	14.99%	14.54%	13.15%	13.60%	14.49%	12.32%	14.13%	11.82%	11.65%	11.89%	10.97%	11.58%	10.28%	9.66%
HCM	12.15%	11.26%	11.51%	9.52%	10.82%	11.31%	10.59%	9.65%	11.03%	8.77%	8.43%	7.90%	8.23%	7.05%	6.79%	5.66%	5.24%
VND	8.02%	6.92%	7.71%	6.36%	7.75%	6.86%	7.16%	5.70%	6.95%	7.25%	7.12%	7.28%	7.46%	6.92%	7.72%	7.67%	8.01%
VCI	8.75%	10.51%	8.88%	17.04%	10.05%	9.37%	7.04%	6.84%	9.70%	8.84%	6.65%	6.94%	5.62%	5.00%	4.90%	4.37%	4.42%
MAS	0.00%	3.46%	0.00%	NA	NA	3.69%	5.27%	5.44%	5.25%	4.33%	4.49%	4.80%	4.41%	4.56%	3.94%	4.74%	5.01%
MBS	4.15%	3.67%	5.93%	5.14%	5.36%	4.16%	4.54%	4.99%	4.70%	4.42%	5.11%	4.83%	4.07%	3.99%	4.45%	4.43%	4.52%
TCBS	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.49%	0.00%	0.00%	3.60%	4.03%	4.81%	5.28%	5.55%
FPTS	3.63%	3.09%	3.25%	3.30%	NA	NA	NA	NA	3.48%	4.01%	3.75%	3.73%	3.46%	3.33%	3.38%	3.39%	3.24%
KIS	NA	NA	NA	NA	3.11%	NA	3.03%	NA	NA	NA	3.78%	3.75%	NA	2.79%	2.98%	2.80%	3.27%

Nguồn: Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE)

Biểu đồ 12: Thị phần theo quý trên HNX

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
VPS	3.42%	NA	NA	4.02%	4.35%	6.01%	6.33%	6.16%	5.48%	6.75%	8.20%	12.05%	13.01%	14.10%	17.02%	19.50%	20.98%
VNDS	9.13%	8.49%	9.64%	9.59%	9.66%	7.92%	8.17%	8.31%	7.56%	7.55%	6.78%	6.89%	8.56%	9.83%	9.98%	10.50%	10.47%
SSI	13.61%	11.18%	11.70%	9.80%	9.90%	11.11%	10.37%	7.40%	8.42%	7.63%	6.89%	7.72%	6.76%	7.06%	6.69%	6.36%	6.74%
TCBS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5.58%	4.07%	4.54%	5.43%	6.39%
MBS	7.90%	7.38%	7.51%	6.72%	6.38%	5.97%	5.68%	4.96%	5.83%	4.77%	4.57%	4.35%	4.16%	4.18%	4.68%	4.47%	4.21%
FPTS	4.68%	5.28%	4.96%	4.90%	4.17%	4.55%	4.59%	NA	4.55%	5.19%	4.16%	3.84%	4.01%	3.84%	3.67%	3.44%	3.41%
MAS	NA	NA	NA	NA	NA	3.51%	5.19%	6.68%	NA	4.94%	5.69%	5.25%	6.46%	9.34%	7.51%	3.09%	3.04%
SHS	8.62%	9.52%	7.28%	7.94%	5.86%	5.54%	5.00%	3.58%	9.92%	7.62%	4.96%	5.57%	5.38%	5.78%	3.42%	3.83%	3.02%
BSC	4.17%	3.56%	3.39%	NA	3.61%	NA	NA	NA	3.36%	NA	NA	NA	NA	NA	2.82%	3.26%	2.89%
VCBS	NA	0.0372	0.0351	NA	NA	NA	3.75%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2.82%	2.74%
HSC	8.97%	8.07%	9.42%	7.60%	7.44%	6.88%	6.74%	4.86%	5.67%	5.02%	4.41%	5.54%	NA	3.46%	3.56%	NA	NA
BVS	NA	NA	NA	5.39%	NA	NA	NA	NA	3.59%	NA	NA	3.70%	4.57%	4.08%	NA	NA	NA
KBS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	4.38%	3.75%	NA	NA	NA	NA
VCSC	4.80%	4.66%	4.15%	4.21%	3.46%	3.44%	NA	NA	NA	NA	NA	3.33%	NA	NA	NA	NA	NA

Nguồn: Hanoi Stock Exchange (HNX)

Biểu đồ 13: Thị phần theo quý trên UPCoM

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
VPS	NA	NA	4.13%	6.38%	7.27%	6.80%	8.28%	11.41%	9.36%	8.80%	10.91%	11.03%	16.72%	18.63%	23.95%	24.29%	24.00%
SSI	12.26%	8.66%	11.10%	11.78%	10.74%	9.14%	9.82%	8.43%	8.15%	9.01%	9.60%	6.88%	8.33%	8.62%	7.37%	7.36%	6.67%
VNDS	9.26%	11.54%	13.28%	8.22%	8.42%	9.07%	9.27%	12.38%	12.59%	9.00%	9.57%	8.66%	9.00%	8.42%	9.56%	9.41%	10.01%
Tan Viet	NA	NA	NA	NA	NA	NA	10.57%	NA	NA	4.21%	NA	6.54%	6.30%	5.35%	3.60%	2.91%	3.80%
TCBS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	4.30%	4.54%	5.28%	5.93%	6.13%
MBS	4.99%	4.58%	5.66%	5.65%	6.83%	6.61%	6.65%	7.64%	13.65%	6.99%	4.39%	4.27%	5.43%	4.53%	4.81%	4.77%	5.15%
VCBS	6.07%	3.96%	NA	4.03%	4.19%	5.61%	4.11%	NA	3.14%	4.11%	4.18%	6.13%	4.39%	4.42%	3.84%	3.28%	3.30%
FPTS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	3.12%	4.54%	4.85%	NA	4.48%	4.24%	4.21%	3.86%	3.75%
BIDVS	5.64%	5.14%	5.82%	5.49%	7.25%	4.33%	4.36%	4.12%	3.55%	5.64%	4.14%	4.01%	3.82%	3.62%	3.17%	3.18%	2.88%
HSC	6.39%	6.30%	5.51%	7.59%	6.15%	9.20%	8.99%	6.28%	7.11%	9.18%	6.16%	7.57%	4.08%	3.55%	3.10%	NA	NA
VCSC	7.08%	10.51%	7.50%	5.82%	5.29%	NA	NA	3.50%	4.59%	6.62%	5.32%	NA	NA	NA	NA	3.48%	NA
SHS	4.21%	4.74%	6.19%	5.61%	4.24%	5.04%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
BVS	NA	3.82%	NA	NA	4.53%	NA	4.58%	5.32%	3.02%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2.81%

Nguồn: Hanoi Stock Exchange (HNX)

Biểu đồ 14: Thị phần phái sinh theo quý

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
VPS	8.39%	6.50%	9.87%	21.79%	37.50%	51.82%	55.92%	59.57%	55.40%	51.18%	52.05%	56.10%	53.99%	54.58%	56.68%	56.21%	53.84%
HCM	20.22%	25.94%	25.35%	18.62%	13.79%	7.29%	7.01%	5.46%	7.23%	10.28%	12.54%	11.31%	15.62%	15.75%	14.62%	12.87%	13.40%
VND	25.29%	27.35%	23.98%	21.49%	15.16%	12.57%	12.14%	9.40%	10.36%	9.93%	8.06%	6.88%	6.72%	6.98%	6.58%	5.95%	6.59%
SSI	21.86%	16.52%	15.40%	11.12%	9.87%	6.80%	5.90%	5.46%	6.54%	6.65%	6.62%	6.54%	5.63%	5.62%	5.49%	7.05%	6.08%
MAS	NA	NA	NA	NA	NA	3.39%	2.47%	2.87%	2.78%	3.34%	2.43%	1.79%	3.01%	3.29%	3.63%	4.09%	4.37%
MBS	16.20%	17.22%	15.88%	16.77%	12.84%	10.65%	10.28%	9.87%	8.58%	7.96%	6.87%	7.24%	5.10%	4.80%	4.13%	4.09%	NA
FPTS	NA	NA	NA	NA	NA	1.01%	1.42%	1.40%	1.44%	1.85%	2.17%	2.00%	2.63%	2.68%	2.39%	1.57%	NA
VCBS	NA	NA	1.39%	2.21%	1.80%	1.51%	1.18%	0.89%	NA	1.42%	1.34%	NA	0.95%	1.19%	1.16%	1.39%	NA
BIDVS	5.49%	3.84%	4.65%	3.65%	2.76%	1.98%	1.08%	0.98%	1.14%	1.35%	1.22%	1.15%	1.34%	1.12%	1.05%	1.18%	NA
YSVN	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.12%	1.41%	NA	NA	1.14%	NA	0.95%	0.99%	NA	NA
VCSC	2.54%	2.64%	2.84%	1.85%	1.63%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
KBVN	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.46%	1.44%	2.28%	1.69%	1.63%	NA	NA	NA	NA

Nguồn: Hanoi Stock Exchange (HNX)

Các nhà đầu tư nước ngoài vẫn ở đây. Các độc giả nên lưu ý rằng giá trị tài sản của các tổ chức nước ngoài tăng thêm chứ không giảm đi khi thị trường tăng mạnh trong 2 năm vừa qua.

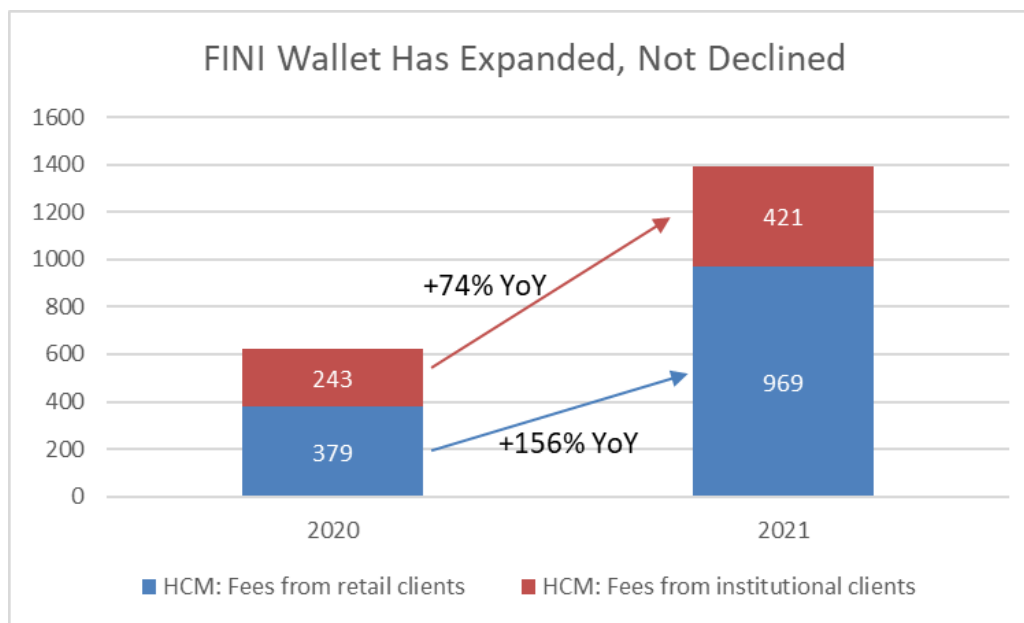
Xu hướng tích cực mua của các nhà đầu tư cá nhân trái ngược với xu hướng liên tục bán của khối ngoại, dẫn đến một nhận thức sai lầm là hoạt động giao dịch của khối ngoại đã giảm đi. Nhận thức không đúng đắn này có thể đến từ việc xem xét tỷ lệ % GTGD của khối ngoại / GTGD của toàn thị trường, tỷ lệ này thực sự đã giảm trong 2 năm vừa qua.

Mặc dù thị phần giao dịch giảm nhưng GTGD của khối ngoại vẫn tăng mạnh. Theo dữ liệu Fiinpro, tổng GTGD của khối ngoại đạt khoảng 10 tỷ USD vào năm 2019, 13 tỷ USD vào năm 2020 và 37 tỷ USD vào 2021. GTGD của khối ngoại đã tăng gấp 4 lần trong vòng 3 năm qua, nhưng sự gia tăng này lại bị “che khuất” bởi sự suy giảm của tỷ lệ GTGD khối ngoại / tổng GTGD thị trường: tỷ lệ này đạt 13% trong năm 2019, đạt 10% trong năm 2020 và chỉ đạt 8% trong năm 2021. Thị phần giao dịch của khối ngoại giảm

đơn giản là do GTGD của các nhà đầu tư trong nước đã tăng mạnh hơn: GTGD của các nhà đầu tư cá nhân trong nước tăng từ 56 tỷ USD vào năm 2019, lên 103 tỷ USD vào năm 2020 và đạt đến 399 tỷ USD vào năm 2021.

Sự chuyển dịch này cũng có thể dễ dàng nhận thấy trên báo cáo KQKD năm 2021 của các CTCK. Ví dụ, cơ cấu phí môi giới gộp của HCM năm 2021 là 61% từ khách hàng cá nhân và 39% từ khách hàng tổ chức. Trong năm 2021, doanh thu phí môi giới từ khách hàng cá nhân tăng trưởng +156% và đạt 969 tỷ đồng, hoặc tương đương chiếm 70% tổng doanh thu phí. Phí môi giới gộp từ khách hàng tổ chức chỉ chiếm 30% tổng doanh thu năm 2021 của HCM, nhưng vẫn tăng trưởng đến +74% YoY với giá trị là 421 tỷ đồng.

Biểu đồ 15: Khối môi giới khách hàng tổ chức vẫn tăng mạnh dù thị phần giao dịch của khối ngoại giảm



Nguồn: FIINPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Kết quả tự doanh rất khó dự đoán

Cả 4 CTCK đều ghi nhận kết quả giao dịch tự doanh khả quan trong Q1/2022 – chỉ số VN-Index khá biến động trong quý này nhưng kết thúc quý đi ngang so với quý trước (chỉ số giảm -0,4% QoQ trong Q1/2022). Thị trường trở nên biến động hơn trong Q2/2022, hàm ý rằng GTGD sẽ tăng mạnh hơn, nhưng chúng tôi không thể xác định những nhà đầu tư nào đã thành công trong việc bắt đáy.

Biểu đồ 16: Kết quả giao dịch tự doanh Q1/2022 (tỷ đồng)

	SSI	HCM	VCI	VND
Lợi nhuận đã đi nhận	240	107	121	157
Lợi nhuận chưa ghi nhận	-114	-15	15	247
Tổng lợi nhuận từ tự doanh	126	92	136	404

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Dự báo kết quả tự doanh là một trong những giả khoa học phi lý nhất từng tồn tại. Sự yếu kém của thị trường chứng khoán vào Q2/2022 (chỉ số VN-Index đã giảm 21% từ ngày 31/03 đến ngày 23/06) được kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến kết quả giao dịch.

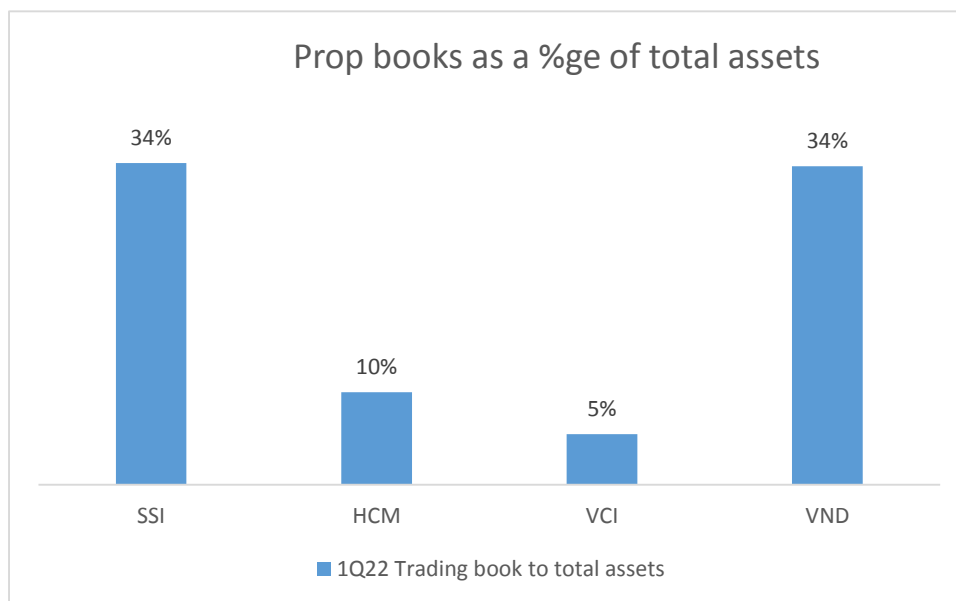
Tuy nhiên, số liệu trên thực tế có thể không yếu kém như kỳ vọng của các nhà đầu tư do:

- 1) Các CTCK là những nhà giao dịch hiểu rõ dòng tiền nhất trên thị trường và có khả năng họ đã giảm rủi ro, và
- 2) Sự biến động của giá cổ phiếu không ảnh hưởng nhiều đến các thị trường có thu nhập cố định, vốn chiếm một tỷ trọng khá lớn khi đầu tư.

Nói cách khác, các CTCK không đơn giản chỉ mua và nắm giữ chỉ số, hay chỉ nắm giữ trái phiếu chính phủ có rủi ro thấp. Kết quả giao dịch tự doanh của họ thường khá biến động, và mỗi CTCK đều có chiến lược phân bổ tài sản, chiến lược giao dịch khác nhau và cách họ sử dụng khoản mục các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi / lỗ (FVTPL) để hỗ trợ cho hoạt động tạo lập thị trường cũng khác nhau.

Tóm lại, chúng tôi cho rằng vẫn hợp lý khi kỳ vọng KQKD không mấy khả quan từ các nhà giao dịch tự doanh sáng suốt và nhanh nhẹn của các CTCK trong Q2/2022. SSI và VND có thể đã tăng tỷ trọng tự doanh vào đầu Q2/2022, điều này có thể hoặc không tác động đến kết quả báo cáo KQKD Q2/2022 của công ty.

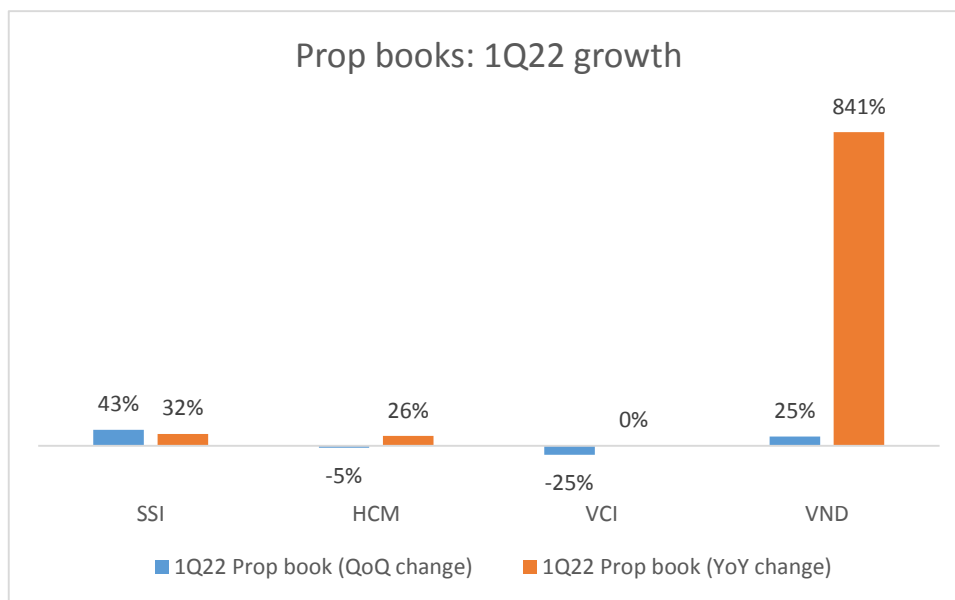
Biểu đồ 17: Tỷ trọng giao dịch tự doanh Q1/2022



Nguồn: FIINPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Nghĩa là, các nhà đầu tư nên lưu ý rằng HCM và đặc biệt là VCI đã giảm tỷ trọng tự doanh vào Q1/2022 so với quý trước, trong khi đó cả SSI và VND đều tăng tỷ trọng tự doanh so với quý trước. HCM là công ty duy nhất chia sẻ với chúng tôi về chiến lược tự doanh của họ: chính sách của công ty là tránh đặt cược vào xu hướng của thị trường và thay vào đó sẽ tập trung hỗ trợ cho những hoạt động tạo lập thị trường (như chứng quyền và ETF). Dựa trên quan sát của chúng tôi, danh sách cổ phiếu tự doanh của HCM thường là những cổ phiếu ít biến động, điều này phù hợp với chiến lược của công ty. Các CTCK khác cũng có thể chia sẻ những điều tương tự, nhưng chúng tôi không nghĩ họ thực sự muốn làm như vậy (và họ cũng không chia sẻ với chúng tôi về điều này).

Biểu đồ 18: tăng trưởng giao dịch tự doanh Q1/2022



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Nghịệp vụ ký quỹ: Tăng vốn để đáp ứng nhu cầu

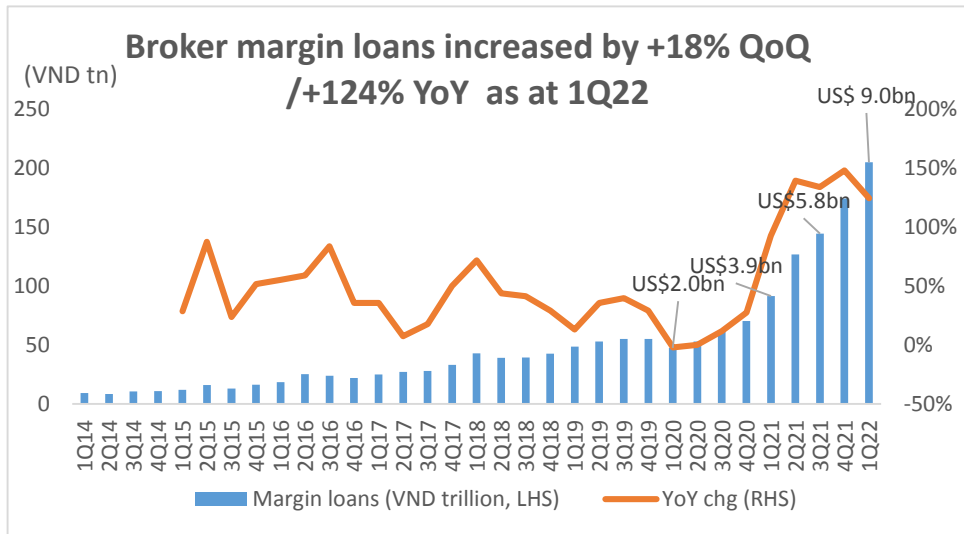
Cho vay ký quỹ - vốn không phải là nghiệp vụ môi giới thuần túy – là một nền tảng quan trọng để “rút tiền” từ ví của các nhà đầu tư cá nhân. Vị thế ký quỹ cũng có thể được xem như một chỉ báo hữu ích để xem tâm lý của các nhà đầu tư cá nhân cũng như cả thị trường. Bởi vì, những người vay ký quỹ, theo định nghĩa, cuối cùng cũng sẽ là những người bán các cổ phiếu mà họ đã mua ký quỹ. Vì thế, khi càng nhiều người vay ký quỹ, rủi ro xuất hiện những đợt bán tháo càng tăng.

Dựa trên KQKD Q1/2022 của các CTCK, dư nợ ký quỹ trên toàn ngành đạt khoảng 9 tỷ USD tính đến hết Q1/2022, tăng +18% QoQ và tăng đến +124% YoY. Đến cuối tháng 7 thì dữ liệu về cho vay ký quỹ mới được công bố, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, dư nợ ký quỹ có thể giảm so với quý trước sau khi thị trường giảm, và trên thực tế thì hầu hết các CTCK đều đang dần cạn kiệt nguồn vốn cho vay ký quỹ. Tin đồn trên thị trường cho rằng dư nợ ký quỹ đã giảm khoảng 20-30% từ mức đỉnh Q1/2022. Chúng tôi cho rằng con số này có thể thấp hơn, nghĩa là việc bán giải chấp có thể vẫn chưa hoàn tất. Trong mọi trường hợp, chúng tôi sẽ xác nhận lại tổng dư nợ cho vay khi BCTC của các CTCK được công bố từ đây đến cuối tháng 7.

Theo quan điểm của chúng tôi, nghiệp vụ ký quỹ là một động lực cốt lõi thúc đẩy lợi nhuận của các CTCK, đặc biệt là đối với các công ty tập trung vào khối môi giới khách hàng cá nhân.

Thật không may, hoạt động cho vay ký quỹ đã làm nổi bật sự hạn chế của những công ty có định hướng chỉ phục vụ cho các khách hàng cá nhân, để có thể bổ sung nguồn vốn cho vay ký quỹ thì nhu cầu huy động vốn vẫn tiếp tục tăng lên. Và phát hành vốn cổ phần để tài trợ cho các khoản vay ngắn hạn sẽ mang lại lợi nhuận trong dài hạn, nhưng cũng mang lại rủi ro thừa vốn (từ đó khiến ROE suy giảm) trong khi thời kỳ thị trường suy giảm, khi đó nhu cầu vay ký quỹ có thể giảm xuống.

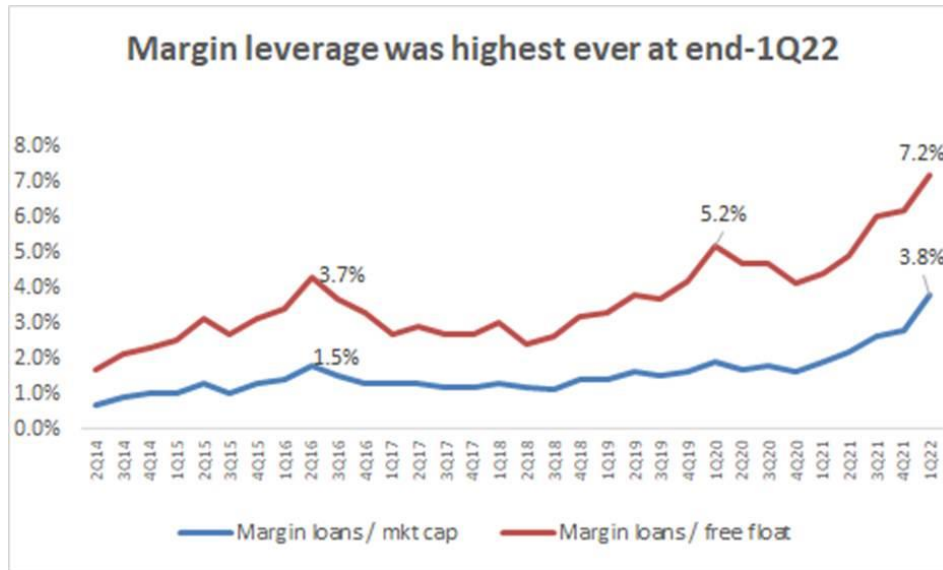
Biểu đồ 19: Dư nợ ký quỹ được hỗ trợ bởi thị trường chứng khoán bùng nổ tại Việt Nam



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tỷ lệ dư nợ ký quỹ / vốn hóa thị trường tự do đạt khoảng 7,2% tính đến cuối Q1/2022. Đây là mức cao kỷ lục và cũng đáng lo ngại, nhưng chưa đến mức cực đoan như thời kỳ bong bóng kinh tế, như Trung Quốc vào năm 2015 (tỷ lệ này đạt đỉnh khoảng 12-13%), hoặc Mỹ vào năm 1929 (20%+).

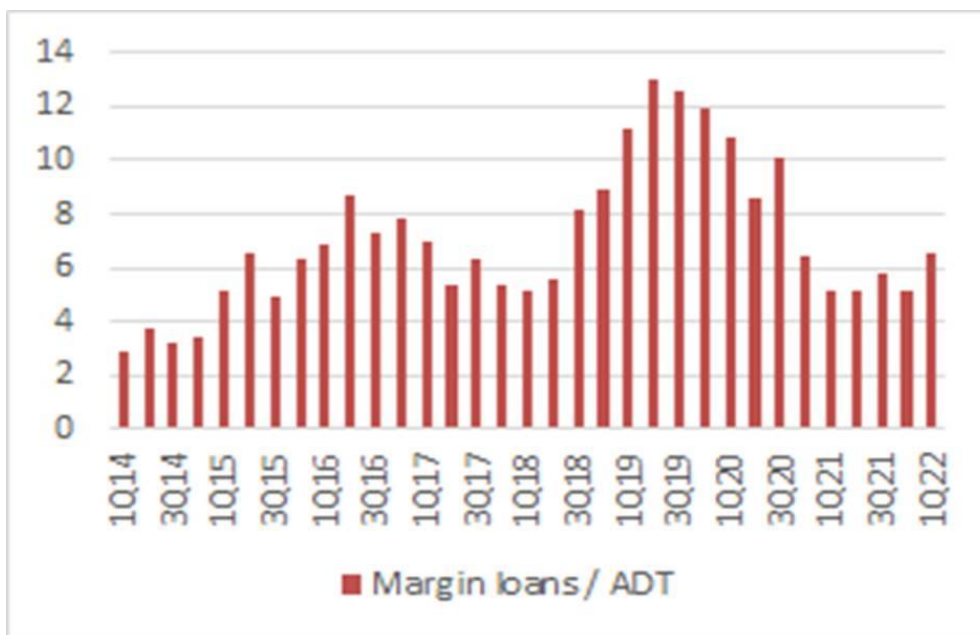
Biểu đồ 20: Dư nợ ký quỹ / Vốn hóa chuyển nhượng tự do đạt 7,2% - đỉnh cao lịch sử - vào cuối tháng 03/2022



Nguồn: Bloomberg, FiinPro, Yuanta Việt Nam

Thêm một yếu tố đáng lo ngại khác là mặc dù dư nợ ký quỹ tăng mạnh, nhưng GTGD còn tăng mạnh hơn. Vì thế tỷ lệ dư nợ ký quỹ / ADT hiện đang tương ứng với mức trung bình lịch sử với 6,6x trong Q1/2022.

Biểu đồ 21: Do ADT tăng vọt, tỷ lệ dư nợ ký quỹ / ADT hiện đang tương ứng với mức trung bình lịch sử



Nguồn: Bloomberg, FiinPro, Yuanta Việt Nam

Tỷ lệ dư nợ ký quỹ / ADT thấp hơn trong Q1/2022 do ADT Q1/2022 đạt đến 1,4 tỷ USD. Tuy nhiên, nếu ADT giảm còn 800 triệu USD, thì tỷ lệ này sẽ là 11x (đây không phải là một điều tốt). Tất nhiên, một trường hợp mà có thể có thể bù đắp cho rủi ro này là dư nợ ký quỹ chắc chắn thấp hơn 9 tỷ USD sau đợt điều chỉnh của tháng 4 do những người đi vay và người cho vay có thể giảm giảm rủi ro ở một mức độ nào đó. Thật không may là chúng tôi không còn cách nào để xác nhận lại quan điểm này, do toàn bộ dữ liệu về dư nợ cho vay ký quỹ chỉ được công bố theo quý.

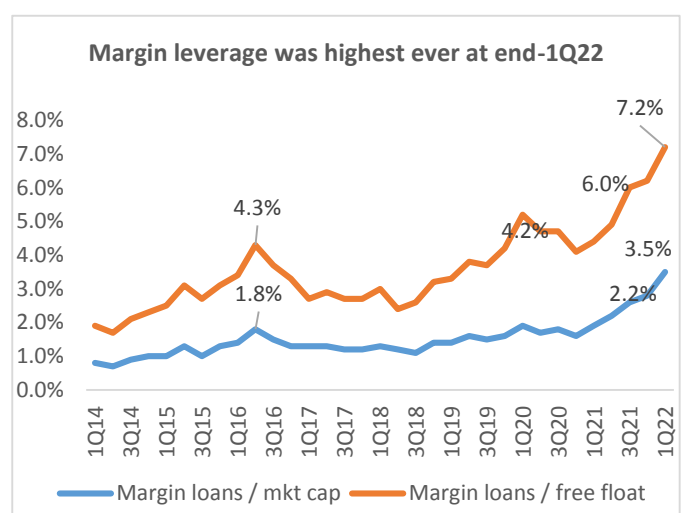
Dựa trên những hiểu biết của chúng tôi, dư nợ ký quỹ có thể đã giảm 20-30% trong nửa đầu năm 2022, trùng hợp là thị trường cũng đã điều chỉnh giảm và tạo đáy vào giữa tháng 5. Chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh này đã làm giảm đáng kể sự hưng phấn quá mức của thị trường vào Q1/2022, do đó thiết lập một xu hướng tăng mới đối với hoạt động cho vay và giá cổ phiếu vào nửa cuối năm 2022.

Rủi ro tín dụng? Không nhiều. Chúng tôi không quá lo ngại về rủi ro ký quỹ của các CTCK, chủ yếu do bản chất của kinh doanh là rủi ro phải được quản trị theo những tiêu chuẩn phù hợp. Và do đó, tỷ lệ đòn bẩy sẽ được giới hạn ở một mức nhất định, và những khoản cho vay ký quỹ sẽ được thế chấp bởi những cổ phiếu có tính thanh khoản.

Tháng 4 và tháng 5 được coi là giai đoạn xuất hiện những đợt bán giải chấp nghiêm trọng nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặc dù KQKD Q2/2022 vẫn chưa được công bố, nhưng chúng tôi cho rằng những khoản thất thoát của các CTCK đã được tiết lộ trên thị trường.

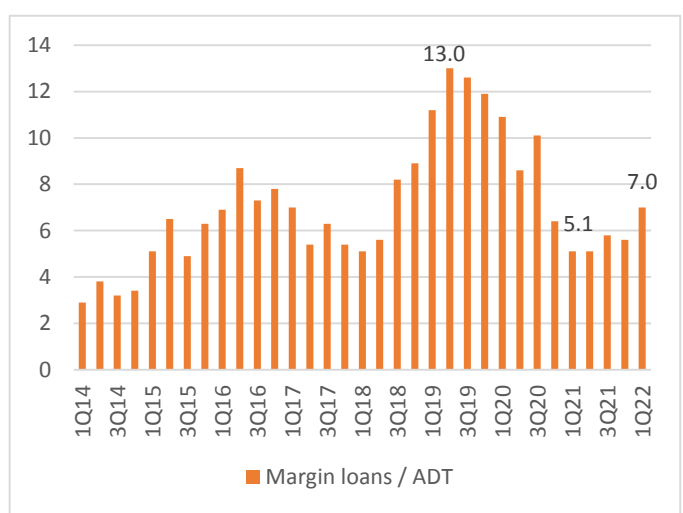
Chúng tôi rất tự tin vào khả năng quản trị rủi ro nghiệp vụ ký quỹ của các CTCK quy mô lớn và chúng tôi không nghĩ mảng này có nhiều rủi ro trọng yếu. Đáng chú ý là không có công ty nào trong số 4 CTCK được chúng tôi khuyến nghị báo lỗ trong hoạt động cho vay ký quỹ kể từ khi nghiệp vụ ký quỹ được tiêu chuẩn hóa trên báo cáo tài chính vào năm 2016

Biểu đồ 22: Dư nợ ký quỹ / Vốn hóa TT tự do - gần như đạt đỉnh vào Q1/2022 ...



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 23: ... nhưng dư nợ ký quỹ/ADT thấp hơn nhiều so với đỉnh do ADT tăng mạnh.

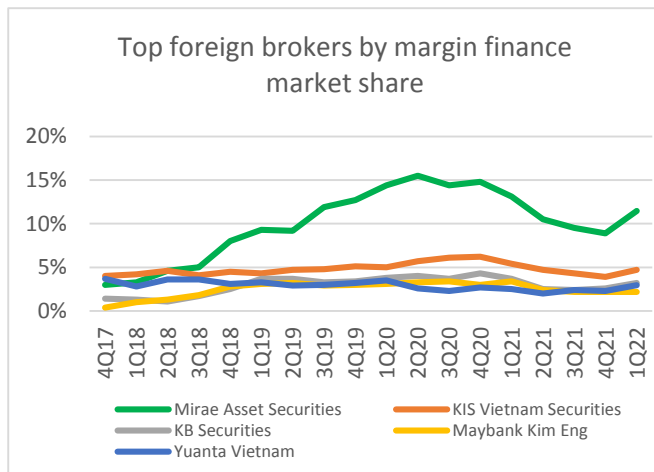


Nguồn: FiinPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Sự cạnh tranh về thị phần của các CTCK có thể đã bớt gay gắt trong những quý gần đây do vốn chủ sở hữu của các CTCK vẫn đủ để huy động thêm vốn nhằm đáp ứng nhu cầu vay ký quỹ của khách hàng mà vẫn tuân thủ theo quy định về tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ (không vượt quá 2x vốn chủ sở hữu). Trên thực tế, dư nợ ký quỹ đã giảm đi đáng kể trong tháng 4 và tháng 5, vì thế phần nào cũng làm giảm bớt lo ngại về sự cạnh tranh trong Q2/2022.

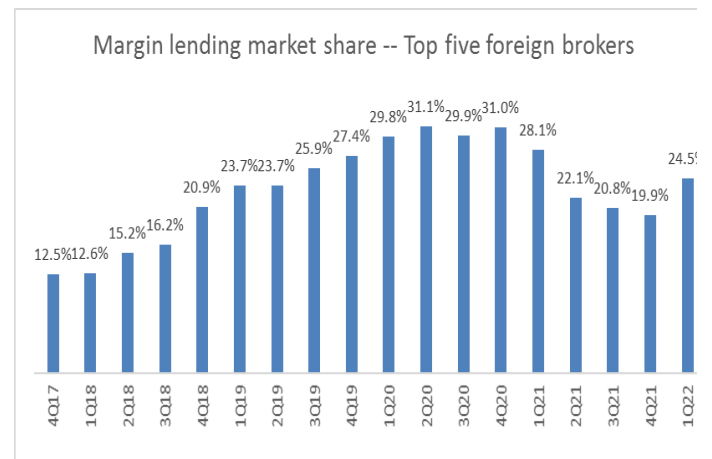
Cho vay ký quỹ là một nghiệp vụ mà các CTCK nước ngoài có lợi thế từ chi phí huy động vốn thấp hơn. Top 5 CTCK nước ngoài xét theo thị phần cho vay ký quỹ chiếm 24,5% trên tổng dư nợ ký quỹ hiện hành vào thời điểm cuối Q1/2022, tăng đến +4,6 điểm % (ppt) QoQ, nhưng giảm -3,6ppt YoY.

Biểu đồ 24: Thị phần cho vay ký quỹ của các CTCK nước ngoài chiếm tỷ trọng lớn...



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 25: ... và hiện đã chiếm hơn ¼ thị phần cho vay ký quỹ



Tổng thị phần của CTCK Mirae, KIS, KB, Yuanta, và Maybank-Kim Eng (thị phần Q4/2020 của KIS là ước tính của chúng tôi).

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 26: Thị phần cho vay ký quỹ theo quý (Top 20 CTCK)

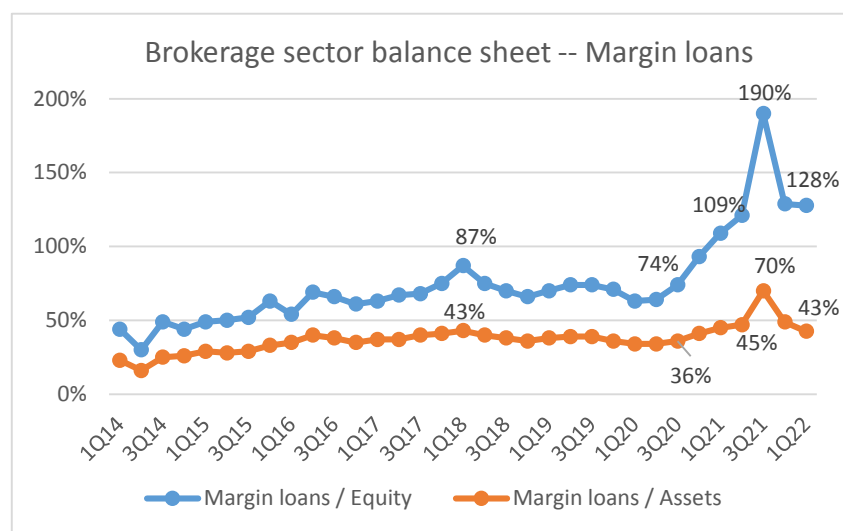
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
SSI Securities	16.31%	14.92%	13.44%	13.79%	12.04%	11.83%	11.34%	9.59%	8.38%	7.36%	7.44%	12.83%	11.90%	12.26%	12.54%	13.05%	19.73%
VNDIRECT (HOSE: VND)	8.69%	7.06%	8.24%	5.75%	5.04%	5.60%	5.36%	5.02%	4.22%	4.27%	4.02%	6.13%	6.57%	6.73%	7.56%	8.27%	15.38%
Ho Chi Minh Securities	11.44%	7.70%	10.93%	7.36%	7.72%	8.78%	8.47%	8.49%	7.42%	8.02%	9.76%	12.28%	9.71%	7.23%	6.65%	7.86%	13.89%
Mirae Asset Securities	3.28%	4.60%	4.97%	8.01%	9.27%	9.20%	11.90%	12.71%	14.40%	15.54%	14.35%	14.75%	13.09%	10.52%	9.50%	8.86%	11.45%
VPS Securities	n/a	n/a	n/a	3.34%	3.08%	3.33%	4.77%	4.34%	3.04%	3.83%	5.14%	n/a	n/a	5.82%	4.37%	5.15%	8.50%
Viet Capital Securities (HOSE: VCI)	9.35%	11.04%	9.90%	6.23%	4.70%	5.27%	5.05%	5.37%	5.87%	3.61%	4.74%	5.35%	5.00%	4.30%	4.33%	4.31%	7.44%
MB Securities (HNX: MBS)	5.98%	5.22%	n/a	5.39%	5.09%	4.79%	4.60%	4.67%	4.79%	4.57%	4.47%	5.32%	4.45%	3.38%	4.22%	3.52%	6.14%
Techcom Securities	1.99%	2.58%	3.13%	3.18%	2.95%	3.26%	3.12%	3.22%	5.06%	4.66%	3.84%	5.73%	6.19%	6.42%	7.95%	8.42%	5.42%
Tan Viet Securities	2.37%	2.19%	2.80%	2.65%	2.58%	2.29%	2.20%	1.97%	1.97%	1.99%	2.13%	3.45%	3.18%	2.80%	3.16%	2.53%	4.81%
KIS Vietnam Securities	4.19%	4.61%	4.14%	4.47%	4.31%	4.72%	4.79%	5.07%	4.98%	5.71%	6.15%	n/a	5.38%	4.71%	4.25%	3.93%	4.71%
Sai Gon - Ha Noi Securities (HNX: SHS)	5.43%	5.15%	4.92%	4.20%	3.28%	3.19%	3.06%	2.80%	2.55%	2.78%	2.75%	2.53%	2.60%	3.42%	2.52%	2.79%	4.20%
Vietcombank Securities	2.92%	2.84%	2.29%	1.86%	1.79%	1.94%	1.86%	2.16%	1.91%	1.92%	1.79%	2.38%	2.56%	2.30%	2.34%	1.90%	4.00%
KB Securities Vietnam	1.26%	1.15%	1.66%	2.46%	3.69%	3.69%	3.29%	3.43%	3.82%	4.00%	3.73%	4.31%	3.67%	2.52%	2.40%	2.56%	3.21%
BIDV Securities (HOSE: BSI)	1.93%	2.05%	1.83%	1.73%	1.46%	1.54%	1.60%	1.81%	1.88%	1.71%	1.51%	2.01%	2.30%	2.15%	2.00%	1.53%	2.99%
Yuanta Securities Vietnam (Upcom: FSC)	0.95%	1.30%	1.78%	2.82%	3.12%	3.19%	2.94%	3.00%	3.10%	3.28%	3.40%	2.98%	3.37%	2.44%	2.16%	2.18%	2.95%
FPT Securities (HOSE: FTS)	3.92%	4.48%	4.63%	3.55%	3.41%	3.15%	3.26%	3.10%	3.03%	3.16%	2.80%	3.17%	3.35%	2.94%	2.75%	2.87%	2.93%
Phu Hung Securities	2.00%	1.93%	2.67%	2.69%	2.35%	1.87%	1.79%	1.99%	1.76%	1.65%	1.72%	1.98%	1.85%	1.58%	1.93%	1.81%	2.92%
Bao Viet Securities (HNX: BVS)	2.69%	3.26%	3.04%	3.40%	3.06%	2.94%	2.92%	2.34%	2.68%	2.65%	2.27%	2.46%	2.44%	2.23%	2.02%	1.53%	2.72%
Maybank Kim Eng Securities	2.79%	3.59%	3.58%	3.07%	3.33%	2.94%	3.05%	3.16%	3.45%	2.60%	2.27%	2.74%	2.51%	1.98%	2.38%	2.28%	2.20%
Viet Dragon Securities	3.65%	3.55%	4.13%	3.16%	3.33%	2.89%	2.77%	2.35%	2.68%	1.90%	2.60%	n/a	2.13%	1.40%	1.77%	1.28%	1.86%

Thật không may, dữ liệu về dư nợ ký quỹ chỉ được công bố theo quý, và vì thế chỉ có thể tính tổng dư nợ ký quỹ của từng CTCK, thay vì tính tỷ trọng dư nợ ký quỹ đối trên từng cổ phiếu (cả 2 loại dữ liệu này đều có sẵn và được công bố công khai theo ngày tại các thị trường phát triển như Đài Loan, và thậm chí là Trung Quốc).

Đây là một mối lo ngại đối với hầu hết các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam, và cả các CTCK - những doanh nghiệp cho vay dựa trên giá trị thế chấp của những cổ phiếu này. Tất nhiên, dư nợ ký quỹ đại diện cho sự dao động của các cổ phiếu do các nhà đầu tư mua cổ phiếu bằng tiền vay ký quỹ cuối cùng sẽ phải hoàn trả vị thế, và điều này thường diễn ra trong một giai đoạn rất ngắn. Khi thị trường giảm mạnh, các CTCK tạo áp lực lên các nhà đầu tư nhỏ lẻ - những người không / không thể “đáp ứng” các cuộc gọi ký quỹ, khiến cho áp lực bán giải chấp càng nghiêm trọng hơn.

Sự gia tăng của hoạt động vay ký quỹ có thể vẫn được duy trì trong một thị trường giá tăng vào những năm tới, chúng tôi cho rằng tác động của việc bán giải chấp có thể sẽ khiến tình trạng bán tháo trở nên nghiêm trọng hơn trong tương lai.

Biểu đồ 27: Dư nợ cho vay ký quỹ bằng 128% VCSH



Source: HOSE, HNX, Bloomberg, Company data, Yuanta Research

Chúng tôi tính toán trung bình lãi suất cho vay gộp trên thị trường tài chính của 4 CTCK mà chúng tôi theo dõi đạt ~10,5% vào Q1/2022. Chúng tôi tính toán lãi suất ở bảng phía dưới bằng cách chia thu nhập gộp của các CTCK (một chu kỳ) cho bình quân dư nợ cho vay ký quỹ được lấy từ bảng cân đối kế toán (một thời điểm).

Phân tích này có thể dẫn đến sự bóp méo tiềm ẩn do hiệu ứng thời vụ thông thường, hay tác động của hành vi làm đẹp báo cáo tài chính, và sự biến động theo ngày của dư nợ cho vay ký quỹ khi thị trường bị bán tháo mạnh. Một phương pháp chính xác hơn là sử dụng bình quân dư nợ ký quỹ thực tế trong kỳ làm mẫu số, nhưng thật không may là dữ liệu này không được công bố.

Biểu đồ 28: Lãi suất từ nghiệp vụ cho vay ký quỹ theo quý

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
SSI	10.9%	12.1%	11.0%	12.2%	10.5%	11.6%	12.4%	12.1%	12.4%	10.8%	10.8%	8.8%	9.7%	9.9%	10.0%	10.6%	10.1%
HSC	13.3%	13.7%	12.3%	12.4%	11.7%	12.4%	11.0%	11.4%	11.3%	10.8%	10.6%	10.6%	10.2%	12.0%	13.4%	12.7%	10.6%
VCSC	10.0%	9.1%	9.0%	18.4%	11.0%	11.6%	12.2%	12.5%	11.8%	10.6%	8.8%	10.3%	9.2%	10.5%	10.5%	10.3%	9.9%
VND	13.7%	13.8%	12.2%	13.3%	13.6%	14.9%	13.6%	18.1%	15.0%	13.5%	11.9%	12.3%	12.3%	12.3%	12.1%	13.0%	11.4%
Average	12.0%	12.2%	11.1%	14.0%	11.7%	12.6%	12.3%	13.5%	12.6%	11.4%	10.5%	10.5%	10.3%	11.2%	11.5%	11.7%	10.5%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 29: Lãi suất cho vay ký quỹ / doanh thu gộp

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
SSI	31%	50%	25%	43%	34%	35%	31%	32%	54%	12%	20%	22%	30%	33%	39%	41%	48%
HCM	35%	60%	54%	82%	71%	74%	69%	64%	68%	45%	63%	78%	49%	66%	64%	102%	84%
VCI	22%	34%	38%	76%	26%	40%	41%	32%	63%	18%	36%	19%	25%	24%	34%	25%	33%
VND	44%	49%	40%	41%	30%	47%	33%	34%	37%	24%	16%	21%	21%	36%	35%	33%	40%
Average	33%	48%	39%	61%	40%	49%	43%	41%	55%	25%	34%	35%	31%	40%	43%	50%	51%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

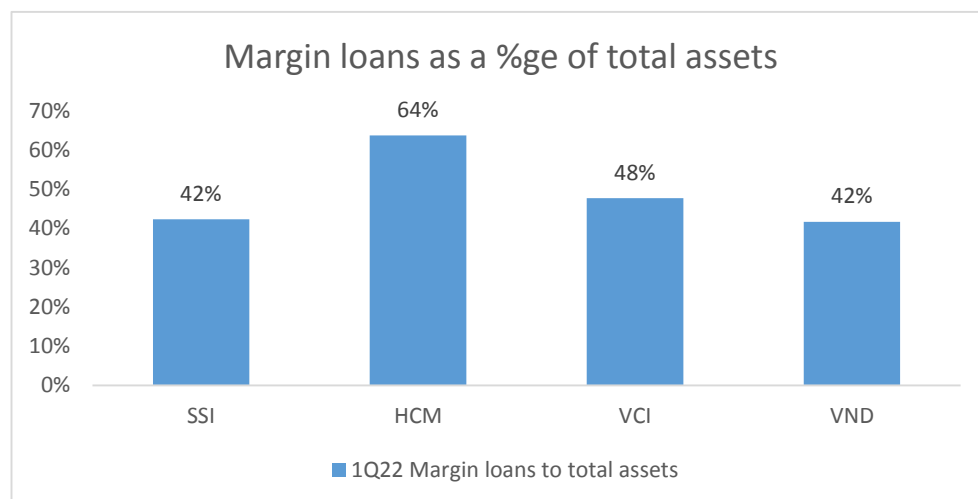
Tổng thu nhập từ nghiệp vụ ký quỹ chiếm đến 40-50% tổng doanh thu trong bốn quý vừa qua. Như đã được đề cập trước đó, tổng doanh thu không thể hiện rõ đâu là nghiệp vụ tạo lợi nhuận cốt lõi cho công ty, đặc biệt là nghiệp vụ môi giới (doanh thu của mảng này gia tăng tương ứng với sự bùng nổ của thị trường, nhưng chi phí cũng vậy).

Chúng tôi có thể tính toán thu nhập hoạt động từng nghiệp vụ của hầu hết các CTCK do BCTC của các công ty này đã thể hiện rõ những khoản mục chi phí tương ứng. Thế nhưng, điều này lại không đơn giản đối với nghiệp vụ ký quỹ do chi phí tương ứng của mảng này – chi phí huy động vốn – không được công bố cụ thể và chi tiết. Tuy nhiên, dựa trên những giả định của chúng tôi về chi phí huy động vốn (dùng để tài trợ cho nguồn vốn cho vay ký quỹ) của các CTCK mà chúng tôi theo dõi, chúng tôi

ngành nghiệp vụ này sẽ chiếm khoảng 35-40% tổng thu nhập hoạt động của 4 CTCK (và con số này có thể cao hơn nếu tính cho cả ngành). Đây rõ ràng là một nghiệp vụ có khả năng sinh lời tốt hơn so với nghiệp vụ môi giới thuần túy trong khối môi giới khách hàng cá nhân; và nhiều CTCK có vẻ không quan tâm đến lợi nhuận của nghiệp vụ môi giới như nghiệp vụ cho vay ký quỹ.

Vì thế, chúng tôi cho rằng nghiệp vụ ký quỹ sẽ là động lực quan trọng và duy nhất giúp thúc đẩy lợi nhuận của khối khách hàng cá nhân. Biểu đồ bên dưới minh họa tỷ trọng dư nợ ký quỹ / tổng tài sản của 4 CTCK thuộc danh sách khuyến nghị của chúng tôi.

Biểu đồ 30: HCM và VCI có tỷ trọng cho vay ký quỹ cao nhất trong số 4 công ty mà chúng tôi theo dõi tính đến cuối Q1/2022

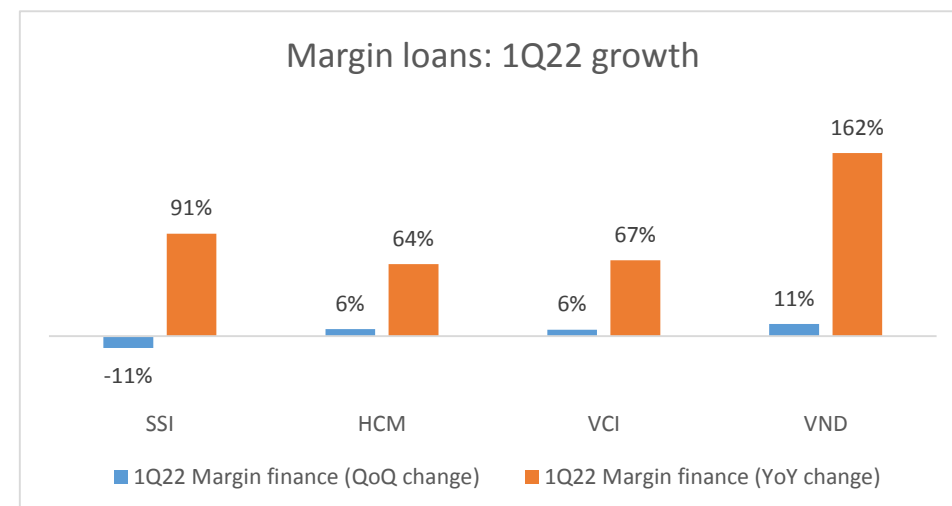


Nguồn: FIINPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Dư nợ ký quỹ chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của cả 4 cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi. Điều này đặc biệt đúng đối với HCM (chiếm 64% tổng tài sản Q1/2022) và VCI (48% tổng tài sản); mà theo quan điểm của chúng tôi, chiến lược phát triển của những công ty này không hướng đến các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Tỷ trọng cho vay đối với các nhà đầu tư giàu có (HNWI) không được công bố, nhưng nhà đầu tư này là những khách hàng mang lại ROE cao nhất cho các CTCK.

Một vài nhà đầu tư đưa ra quan điểm rằng, việc cho các nhà đầu tư HNWI vay phần nào là “không phù hợp”, nhưng chúng tôi không đồng ý với quan điểm này. Đây đơn giản chỉ là khoản cho vay được thế chấp bởi tài sản có tính thanh khoản và giúp tạo thu nhập từ khoản chênh lệch so với chi phí huy động vốn. Dù cho khoản tiền được cho vay như thế nào, thì ký quỹ vẫn là một nghiệp vụ rất hấp dẫn xét từ khía cạnh của cả công ty cho vay và cổ đông của công ty cho vay.

Biểu đồ 31: Nhưng dư nợ ký quỹ của VND và SSI đã và đang tăng rất mạnh nhằm đáp ứng nhu cầu đang tăng lên



Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Huy động vốn: Rủi ro đối với ngành thâm dụng vốn

Nghiệp vụ ký quỹ là một giao dịch nợ ngắn hạn có tính thể chấp cao với đối tượng khách hàng không quá nhạy cảm với lãi suất. Vì thế, với giả định rằng hệ thống quản trị rủi ro được áp dụng một cách hiệu quả và có thể hạn chế hoặc loại bỏ những tổn thất tín dụng thì về tổng thể, đây là một nghiệp vụ kinh doanh rất hấp dẫn.

Tuy nhiên, rào cản của nghiệp vụ này là những quy định về vốn: Pháp luật Việt Nam đặt giới hạn về giá trị được phép cho vay ký quỹ. Cụ thể, nguồn vốn dùng để cho vay ký quỹ không được vượt quá 2x vốn chủ sở hữu.

Vì thế, nghiệp vụ ký quỹ là mảng thâm dụng vốn. Các CTCK đạt giới hạn cho vay ký quỹ có nguy cơ đánh mất thị phần từ các khách hàng HNWI do có rất nhiều CTCK đối thủ sẽ tham gia và đáp ứng nhu cầu của những khách hàng này.

Theo quy định đề ra, chúng tôi cho rằng việc huy động vốn trong tình huống này là một chiến lược đúng đắn. Thật vậy, theo các giáo án về tài chính doanh nghiệp của chúng tôi, tăng vốn khi giá cổ phiếu bị định giá cao là một việc làm đúng đắn xét từ góc độ quản trị công ty.

Biểu đồ 32: Chứng khoán là một ngành thâm dụng vốn

Kế hoạch tăng vốn của các CTCK					
STT	Công ty chứng khoán	VCSH hiện tại (tỷ đồng) - ngày 31/12/2021	Kế hoạch tăng vốn (tỷ đồng)	Vốn chủ sở hữu sau huy động vốn (tỷ đồng)	% thay đổi
1	SSI	9.848	6.113	15.961	62%
2	VND	4.349	7.829	12.178	180%
3	VPBank Securites	269	8.650	8.919	3216%
4	MASC	6.591	-	6.591	0%
5	TCBS	6.590	-	6.590	0%
6	SHS	3.253	3.253	6.506	100%
7	VPS	5.700	-	5.700	0%
8	VIX	2.746	2.746	5.492	100%
9	AAS	800	4.200	5.000	525%
10	HCM	4.581	-	4.581	0%
11	VCI	3.330	1.020	4.350	31%
12	ORS	2.000	2.000	4.000	100%
13	KIS	3.762	-	3.762	0%
14	MBS	3.330	-	3.330	0%
15	SBS	1.267	1.500	2.767	118%
16	FPTS	1.476	475	1.950	32%
17	AGR	2.120	-	2.120	0%
18	VDSC	1.050	1.050	2.100	100%
19	YSVN	1.500	500	2.000	33%
20	PHS	1.400	500	1.900	36%
21	BSI	1.221	657	1.878	54%
22	TCI	1.010	701	1.711	69%
23	FTS	1.476	-	1.476	0%
24	MBKE	1.056	-	1.056	0%
	Total	70.722	41.194	111.916	58%

Nguồn: Yuanta tổng hợp, dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tuy nhiên, mối lo ngại của chúng tôi là thị trường sẽ chỉ đơn giản chấp nhận kế hoạch kinh doanh của ban lãnh đạo mà không cần xem xét đến sự pha loãng của EPS - diễn ra khi cổ phiếu được phát hành thêm. Nói cách khác, thu nhập ròng tăng khi nguồn vốn tăng lên không ảnh hưởng trực tiếp đến sự gia tăng của EPS. Ngoài ra, tăng vốn cũng sẽ làm ROE bị pha loãng do mẫu số tăng.

Cả 2 rủi ro trên đều không quá lo ngại trong giai đoạn bùng nổ thị trường. Tuy nhiên, khi nhu cầu vay ký quỹ thấp (sẽ biến động theo chu kỳ tâm lý thị trường), thì thu nhập lãi vay cũng sẽ giảm, nhưng vốn chủ sở hữu vẫn không đổi: ảnh hưởng đến ROE.

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực trên thị trường và chúng tôi cho rằng việc tăng vốn một lần nữa trong năm 2022 vẫn là một bước đi đúng đắn. Tuy nhiên, tăng vốn không có nghĩa là không mất phí. Rủi ro trọng yếu: các CTCK có thể bị rơi vào tình trạng thừa vốn nếu dư nợ ký quỹ đạt đỉnh.

Một điểm tích cực trong trường hợp này là có thể khuyến khích các CTCK tăng chi trả cổ tức từ lợi nhuận giữ lại nhằm cải thiện hiệu quả sử dụng vốn và thưởng cho các cổ đông. Vì vậy, chúng tôi sẽ không đi quá sâu vào những rủi ro quá tiêu cực tại đây.

Dựa trên khảo sát sơ bộ của chúng tôi về thị trường vào tháng 6, chúng tôi ước tính có ít nhất 23 CTCK sẽ huy động khoảng 41 nghìn tỷ đồng (tương đương 1,9 tỷ USD) vốn chủ sở hữu trước khi kết thúc năm, phần lớn được thông qua các đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu. Đối với các CTCK đã niêm yết, các đợt phát hành như vậy thường được thực hiện với mức chiết khấu khá cao so với giá thị trường hiện tại nhằm đảm bảo được phát hành đầy đủ.

Theo quan sát của chúng tôi tại Việt Nam, giá cổ phiếu thường tăng lên trước các đợt phát hành, nhưng sau đó giá cổ phiếu sẽ giảm mạnh. Các CTCK đã phát hành cổ phiếu theo cách này vào năm ngoái – giai đoạn khi thị trường bùng nổ, nhưng không có đợt giảm giá nào đáng kể đã diễn ra cho đến khi thị trường bắt đầu bị gián đoạn từ tháng 1-2/2022, và sau đó là đợt bán tháo mạnh hơn vào tháng 4-5. Vì vậy, các CTCK dường như chỉ chú trọng xem xét các điều kiện thị trường hơn là huy động vốn, ít nhất là trong năm qua.

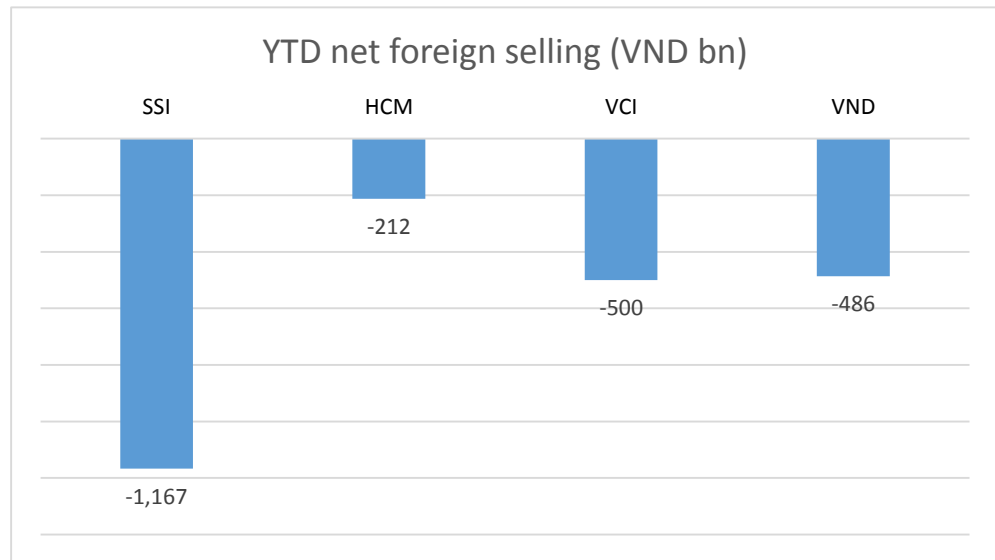
Liệu rằng xu hướng này có trở nên đúng hơn vào thời điểm này hay không vẫn còn phải theo dõi, nhưng chúng tôi cho rằng triển vọng thị trường có thể sẽ cải thiện đáng kể vào nửa cuối năm 2022, hỗ trợ cho các đợt phát hành cổ phiếu của các CTCK trong thời gian sắp tới.

Khối ngoại mua/bán ròng các công ty chứng khoán

Như được minh họa trong các biểu đồ phía dưới, quan điểm Tiêu cực trước đó của chúng tôi khá tương đồng với quan điểm của các nhà đầu tư nước ngoài, những nhà đầu tư đã bán tổng cộng 2,4 nghìn tỷ đồng (tương đương 102 triệu USD) 4 mã cổ phiếu này tính từ đầu năm đến nay.

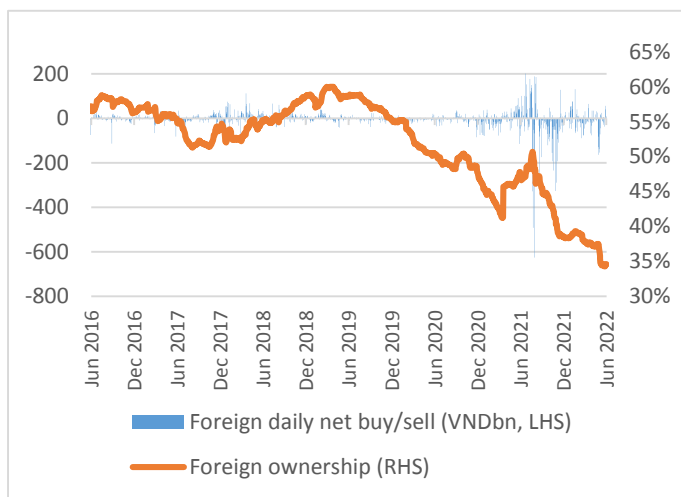
Nội bộ doanh nghiệp, nhà đầu tư cá nhân, và bên bán của các nhà đầu tư tổ chức đã trở nên ít sôi nổi hơn kể từ tháng 1, và KQKD Q2/2022 có thể sẽ giảm so với quý trước. Vì thế, chúng tôi kỳ vọng các phương tiện truyền thông trong nước sẽ có những quan điểm tích cực khi đưa tin về KQKD Q2/2022 khi BCTC được công bố vào tháng 7. Tuy nhiên, quan điểm của các bên sẽ trở nên tích cực hơn nếu, theo giả định của chúng tôi, thị trường bắt đầu tăng lên từ Q3/2022 đến cuối năm.

Biểu đồ 33: Khối ngoại đã bán ròng 102 triệu USD cổ phiếu của 4 CTCK



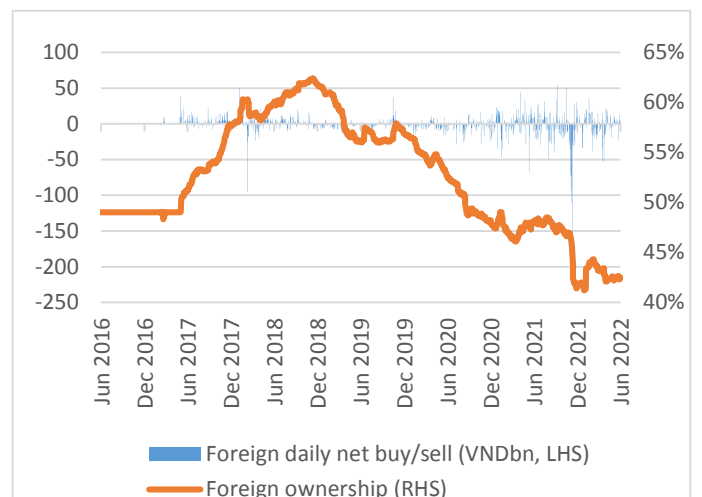
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam (tính đến ngày 22/06/2022)

Biểu đồ 34: SSI – Khối ngoại mua/bán ròng



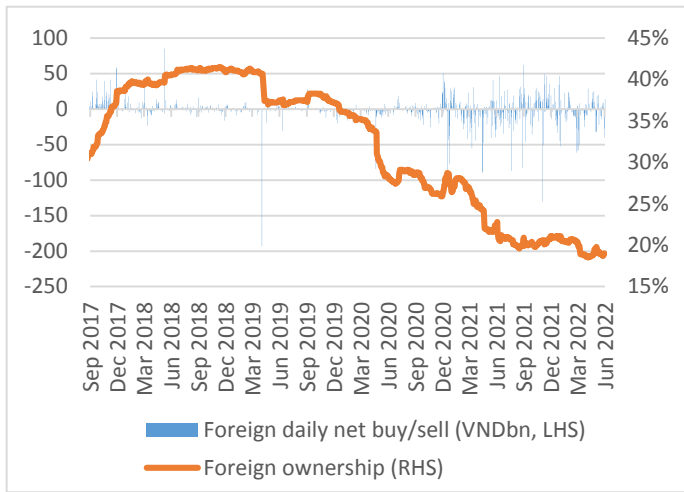
Nguồn: FiinPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 35: HCM – Khối ngoại mua/bán ròng



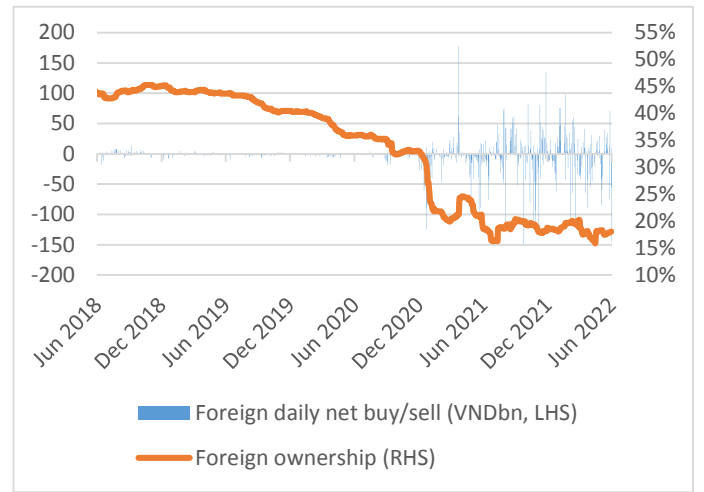
Nguồn: FiinPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 36: VCI – Khối ngoại mua/bán ròng



Nguồn: FiinPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 37: VND – Khối ngoại mua/bán ròng



Nguồn: FiinPro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Các bảng phía dưới trình bày tóm tắt KQKD của quý gần nhất (Q1/2022) của 4 CTCK thuộc danh sách khuyến nghị của chúng tôi.

Biểu đồ 38: KDKQ Q1/2022

Quarterly earnings summary						
SSI	1Q22 (VND bn)	YoY	QoQ	YTD (VND bn)	YoY	vs our full-year target
Gross brokerage income	599	37%	-24%	599	37%	23%
Net brokerage income	211	18%	-28%	211	18%	21%
Service fees	15	-1782%	-10%	15	-1782%	36%
Gross margin income	566	131%	2%	566	131%	24%
Prop trading	126	33%	-54%	126	33%	11%
Gains from AFS assets	0	#DIV/0!	-100%	0	#DIV/0!	0%
Gains from HTM assets	130	-24%	-26%	130	-24%	16%
Net operating income	1,191	47%	-12%	1,191	47%	20%
PBT	883	67%	-30%	883	67%	20%
Reported PATMI	706	67%	-29%	706	67%	20%
HCM	1Q22 (VND bn)	YoY	QoQ	YTD (VND bn)	YoY	vs our full-year target
Gross brokerage income	283	-4%	-23%	283	-4%	22%
Net brokerage income	117	-16%	-13%	117	-16%	20%
Service fees	-1	-107%	-113%	-1	-107%	-3%
Gross margin income	373	68%	1%	373	68%	21%
Prop trading	92	-20%	5%	92	-20%	20%
Gains from AFS assets	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>
Gains from HTM assets	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>
Net operating income	446	-2%	23%	446	-2%	15%
PBT	354	-12%	27%	354	-12%	22%
Reported PATMI	283	-12%	26%	283	-12%	22%
VCI	1Q22 (VND bn)	YoY	QoQ	YTD (VND bn)	YoY	vs our full-year target
Gross brokerage income	352	115%	65%	352	115%	46%
Net brokerage income	315	658%	86%	315	658%	120%
Service fees	0	-82%	-100%	0	-82%	0%
Gross margin income	196	94%	7%	196	94%	31%
Prop trading	136	-58%	-47%	136	-58%	11%
Gains from AFS assets	4	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	4	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>
Gains from HTM assets	6	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	6	255%	<i>nmf</i>
Net operating income	588	48%	-20%	588	48%	19%
PBT	521	43%	-11%	521	43%	27%
Reported PATMI	417	43%	-11%	417	43%	26%
VND	1Q22 (VND bn)	YoY	QoQ	YTD (VND bn)	YoY	vs our full-year target
Gross brokerage income	461	72%	-15%	461	72%	31%
Net brokerage income	228	36%	-4%	228	36%	34%
Service fees	71	874%	101%	71	874%	21%
Gross margin income	464	169%	6%	464	169%	32%
Prop trading	404	35%	-17%	404	35%	21%
Gains from AFS assets	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>
Gains from HTM assets	96	-11%	16%	96	-11%	40%
Net operating income	1,164	41%	-11%	1,164	41%	25%
PBT	955	48%	-8%	955	48%	26%
Reported PATMI	761	52%	-9%	761	52%	25%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Cả 4 CTCK đều đã hoạt động hết công suất trong 2 năm vừa qua với vai trò là những đại diện dẫn đầu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Chúng tôi cho rằng KQKD Q2/2022 có thể kém khả quan so với quý trước và cả khi so với cùng kỳ năm trước, do thanh khoản và dư nợ ký quỹ giảm (theo chu kỳ), cũng như điều kiện kinh doanh không ủng hộ cho mảng tự doanh.

KQKD Q2/2022 có thể không quá “thất vọng” do giá cổ phiếu của các công ty chứng khoán đã giảm rất mạnh, vì thế giá cổ phiếu có thể sẽ tăng lên nếu điều kiện thị trường phục hồi. Trong dài hạn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng tăng trưởng của ngành. Định giá một lần nữa lại rất hấp dẫn, chúng tôi nâng quan điểm lên Tích cực đối với ngành chứng khoán (từ quan điểm Tiêu cực trước đó).

Vui lòng xem các bài báo cáo chi tiết của từng công ty chứng khoán trong phần bên dưới về kỳ vọng đối với năm 2022 và những năm tới.

Việt Nam: Ngành chứng khoán
7 July 2022
HCM
MUA
Giá mục tiêu tăng +58%
Đóng cửa ngày 22/06/2022

Giá	18.950 đồng
Mục tiêu 12T	29.957 đồng
Mục tiêu trước đó	31.174 đồng
Thay đổi mục tiêu	-3,9%

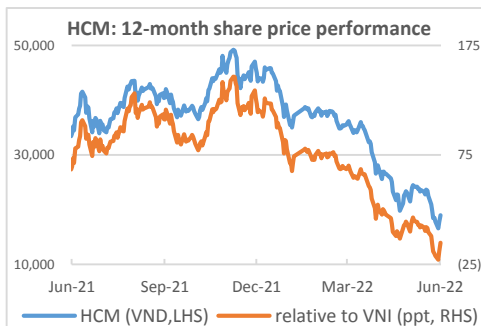
Tiêu điểm

- ▶ **Phương pháp tiếp cận khách hàng mục tiêu** tiếp tục có hiệu quả trong tương lai.
- ▶ **Chúng tôi giảm nhẹ giá mục tiêu** do dự báo lợi nhuận giảm nhẹ với số lượng cổ phiếu ổn định.
- ▶ **KQKD Q2/2022 có thể vẫn khả quan** hơn so với ngành do GTGD của khối ngoại không giảm nhiều.
- ▶ **ĐHCĐ thường niên sẽ được tổ chức** vào tháng 7.

Quan điểm

- ▶ **Nâng lên khuyến nghị MUA** từ khuyến nghị NĂM GIỮ - Khả quan.
- ▶ **Định giá thấp nhất trong số 4 CTCK mà chúng tôi theo dõi** với P/B 2022E là 1,1x và P/E là 6,7x.
- ▶ **Rủi ro: thiếu sự linh hoạt trong nguồn vốn**, một vấn đề phổ biến. Một khi vấn đề này được giải quyết có thể sẽ trở thành một chất xúc tác rất tích cực.
- ▶ **Chiến lược tập trung vào mức sinh lời và khả năng quản trị** giúp củng cố niềm tin trong dài hạn

Tổng quan: Trong một thị trường ngày càng cạnh tranh, HCM vẫn là một trong những công ty chứng khoán có vị thế phát triển dài hạn tốt nhất tại thị trường vốn Việt Nam nhờ vào thế mạnh về khả năng quản trị, chiến lược tập trung vào lợi nhuận thay vì thị phần, và tình hình tài chính vững chắc.



Vốn hóa thị trường	373 triệu USD
GTGD BQ 6T	5,2 triệu USD
SLCP đang lưu hành	457 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự	46%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	42,5%
Cổ đông lớn	54%
Nợ ròng/VCSH Q1/2022	101%
EV/EBITDA 2022E	4,9x
P/B 2022E	1,1x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	6,5%

*Lưu ý: HCM tăng giới hạn room ngoại lên 49% trong 1H22.

Key metrics	2021A	2022E	2023E
Op rev (YoY)	151%	25%	13%
Adj PATMI (YoY)	116%	13%	3%
Cur ratio (x)	1.4	1.3	1.3
Debt/Equity (x)	1.1	1.7	1.9
ROA (x)	6.2%	4.7%	3.9%
ROE (x)	19.5%	16.9%	15.9%
EPS (VND)	2,776	2,843	2,918
EPS (YoY)	109.5%	2.4%	2.7%
PE (x)	6.8	6.7	6.5
PB (x)	1.2	1.0	1.0
Dividend yield	4.7%	6.6%	7.5%

Source: Bloomberg, Company data, Yuanta Vietnam

Matthew Smith, CFA

+84 28 82 858 2451 ext 3815

matthew.smith@yuanta.com.vn
Bloomberg code: YUTA

CTCP Chứng Khoán TP.HCM (HCM)

Định giá thấp

Mảng môi giới khách hàng tổ chức là một thế mạnh khác biệt so với toàn ngành vì rất khó để các công ty khác có thể “sao chép” (hãy tin chúng tôi về quan điểm này). Lợi thế này có thể không quá lớn trong một thị trường được dẫn dắt bởi các nhà đầu tư cá nhân, nhưng vẫn quan trọng đối với mảng ngân hàng đầu tư. Hơn thế nữa, HCM còn nhận được lợi ích to lớn khi niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài đối với thị trường Việt Nam phục hồi (xu hướng này có vẻ đang diễn ra) và khi Việt Nam được thêm vào danh sách các thị trường phát triển.

Định giá P/B thấp nhất trong số 4 CTCK mà chúng tôi theo dõi. Cổ phiếu đang giao dịch với P/B 2022E là 1,1x, gần bằng với 1,0x – mức mà chúng tôi cho là đáy. Mức định giá này quá hấp dẫn cho một doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời ROE ổn định ở mức ~15-20%.

KQKD Q2/2022 có thể rất khả quan do kỳ vọng chung ở mức thấp, được phản ánh qua mức định giá. HCM báo cáo không lỗ trong mảng cho vay ký quỹ và rủi ro đầu tư giảm sâu vào đầu Q2/2022. Ngoài ra, thị phần của công ty có thể đã cải thiện so với quý trước do GTGD của các tổ chức nước ngoài có thể đạt ~9% trên tổng GTGD Q2/2022, so với Q1/2022 chỉ đạt 6,7%.

Kế hoạch kinh doanh cả năm có thể sẽ được công bố vào những ngày sắp tới do công ty đã chốt lịch họp ĐHCĐ thường niên vào ngày 11/07. Chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh có thể sẽ vượt dự báo lợi nhuận của chúng tôi do chúng tôi kỳ vọng PATMI chỉ tăng trưởng +13%, nhưng chúng tôi cho rằng việc đặt những con số thận trọng là chiến lược sáng suốt.

Theo quan điểm của chúng tôi, HCM đại diện cho sự phát triển dài hạn của thị trường vốn Việt Nam đang bị định giá thấp. Cơ cấu cổ đông giới hạn sự linh hoạt trong nguồn vốn – đây là lý do chính khiến giá cổ phiếu giảm khi thị trường tăng mạnh vào năm 2021. Do vậy, một khi vấn đề này được giải quyết sẽ là chất xúc tác thúc đẩy giá cổ phiếu tăng. Trong mọi trường hợp, định giá đã phản ánh rủi ro này, đặc biệt là với tiềm năng tăng trưởng mà chúng tôi kỳ vọng sẽ bùng nổ trong 2H22.

Nâng lên khuyến nghị MUA từ khuyến nghị NĂM GIỮ - Khả quan. Giá mục tiêu của chúng tôi là 29.957 đồng, được tính toán thông qua việc kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, GGM, DDM, và SoTP dựa trên số liệu theo từng nghiệp vụ của công ty. Giá trị hợp lý này tương ứng với P/B 2022E là 1,7x và P/E là 10,5x.

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.

HCM: Nâng khuyến nghị lên MUA

Quarterly earnings summary

HCM	1Q22 (VND bn)	YoY	QoQ	YTD (VND bn)	YoY	vs our full-year target
Gross brokerage income	283	-4%	-23%	283	-4%	22%
Net brokerage income	117	-16%	-13%	117	-16%	20%
Service fees	-1	-107%	-113%	-1	-107%	-3%
Gross margin income	373	68%	1%	373	68%	21%
Prop trading	92	-20%	5%	92	-20%	20%
Gains from AFS assets	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>
Gains from HTM assets	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	0	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>
Net operating income	446	-2%	23%	446	-2%	15%
PBT	354	-12%	27%	354	-12%	22%
Reported PATMI	283	-12%	26%	283	-12%	22%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

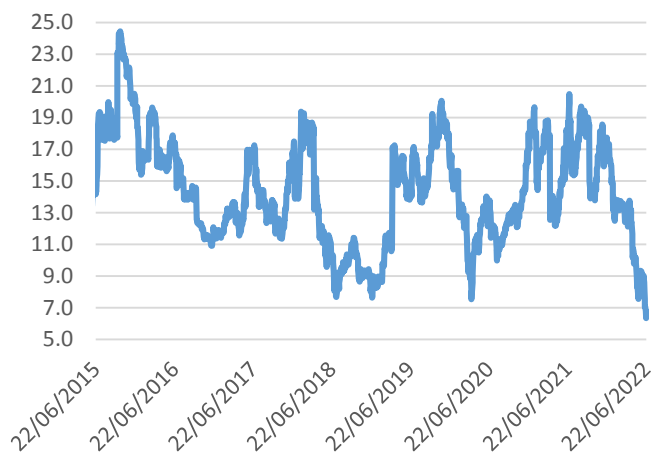
Price multiples

(x)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Reported P/E	14.3	6.8	6.7	6.5	6.1
Adjusted P/E	14.3	6.8	6.7	6.5	6.1
Reported P/B	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
Tangible P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV / EBITDA	14.9	6.0	4.9	4.3	3.9
Dividend Yield	4.8%	4.7%	6.6%	7.5%	7.7%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

HCM: P/E lũy kế 12T

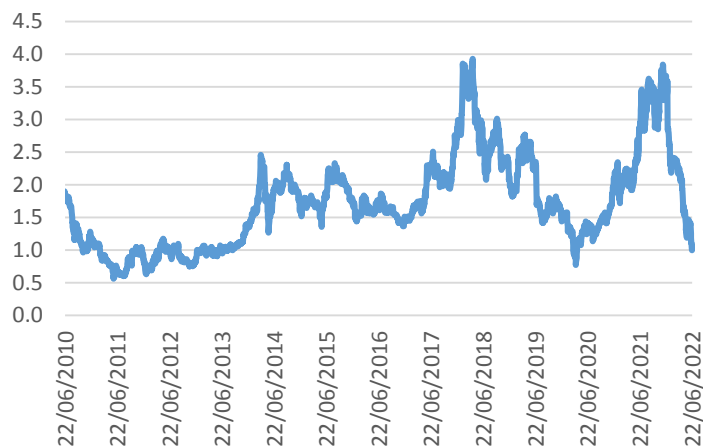
HCM: PE Band



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

HCM: P/B lũy kế 12T

HCM: P/BV Band



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Valuation Summary: HCM

	VND per share	Upside / downside	Implied 2022E PB (x)	Implied 2022E PE (x)	Implied 2023E PE (x)
Current price	18,950		1.0	6.7	6.5
DCF valuation	30,358	60.2%	1.7	10.7	10.4
Gordon growth valuation	31,049	63.8%	1.7	10.9	10.6
DDM	26,226	38.4%	1.5	9.2	9.0
SoTP	29,789	57.2%	1.6	10.5	10.2
Mean fair value	29,356	54.9%	1.6	10.3	10.1
Weighted fair value	29,957	58.1%	1.7	10.5	10.3

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Income Statement: HCM					
(VND bn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage net revenues	201	624	571	657	735
Margin lending net revenues	550	1,179	1,726	1,985	2,184
Gains on trading assets	161	420	454	510	542
Gains on AFS & HTM assets	-	-	-	-	-
Other investment	152	210	230	188	211
Total investment revenues	313	630	683	698	753
Net fee income	17	24	30	36	30
Other operating net revenues	0	15	16	17	19
Net operating revenues	1,082	2,472	3,027	3,393	3,721
SG&A expenses	(216)	(297)	(317)	(340)	(363)
Operating profit	866	2,175	2,709	3,054	3,358
Associates	0	0	0	0	0
Non-operating revenues	2	2	3	3	3
Interest expense (ex margin)	(207)	(747)	(1,087)	(1,389)	(1,592)
Pretax profit	660	1,430	1,625	1,668	1,769
Tax	(130)	(283)	(325)	(334)	(354)
Minorities	-	-	-	-	-
Reported PATMI	530	1,147	1,300	1,334	1,415
PATMI plus OCI	530	1,147	1,300	1,334	1,415
Adjusted PATMI	530	1,147	1,300	1,334	1,415
Reported EPS (VND)	1,325	2,776	2,843	2,918	3,095
Adjusted EPS (VND)	1,325	2,776	2,843	2,918	3,095

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Balance sheet: HCM					
(VND bn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	207	7,199	7,774	8,163	8,571
Net margin loans	8,586	13,690	19,851	23,821	26,679
FVPL assets	3,061	2,372	2,668	3,002	3,377
AFS assets	-	-	-	-	-
S/T HTM assets	-	-	-	-	-
Other current assets	454	926	973	1,023	1,075
Current assets	12,308	24,187	31,267	36,008	39,702
L/T HTM assets	-	-	-	-	-
Associates	-	-	-	-	-
Other L/T assets	182	184	196	208	222
Total L-T assets	182	184	196	208	222
Total assets	12,490	24,371	31,463	36,217	39,924
S/T borrowings	6,717	15,040	21,206	25,087	27,972
S/T bonds	-	-	-	-	-
Other S/T liabilities	1,332	2,004	2,205	2,394	2,468
Current liabilities	8,048	17,044	23,411	27,481	30,440
Long-term bonds	-	-	-	-	-
Other L/T liabilities	-	-	-	-	-
Long-term liabilities	-	-	-	-	-
Shareholder equity	3,046	4,568	4,568	4,568	4,568
Reserves	719	1,527	1,527	1,527	1,527
Retained earnings	675	1,230	1,956	2,641	3,389
Minority interests	-	-	-	-	-
Total equity	4,440	7,325	8,051	8,736	9,484
Attributable equity	4,440	7,325	8,051	8,736	9,484
BVPS (VND)	14,557	16,444	18,074	19,610	21,289

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Selected ratios: HCM					
Liquidity & leverage	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Current ratio (x)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
Net debt / equity	147%	107%	167%	194%	205%
Interest coverage ratio (x)	4.2	2.9	2.5	2.2	2.1
Equity / Assets	35.6%	30.1%	25.6%	24.1%	23.8%
Tangible Equity / Assets	35.4%	30.0%	25.6%	24.1%	23.7%
Asset yields	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Margin loans (net)	3.7%	3.7%	4.6%	4.6%	4.6%
FVPL realized	4.8%	12.9%	15.0%	15.0%	14.0%
FVPL revaluation	2.6%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
Dividends / Interest on FVPL	9.6%	11.1%	12.5%	10.0%	10.0%
Total trading book	14.4%	23.2%	27.1%	24.6%	23.6%
Fee income / Assets	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Profitability	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage GPM	32.4%	44.9%	44.9%	46.7%	48.7%
Margin lending GPM	100.0%	100.0%	97.6%	97.6%	97.6%
Brokerage / net op inc	18.6%	25.2%	18.9%	19.3%	19.8%
Margin / net op inc	50.8%	47.7%	57.0%	58.5%	58.7%
Fees / net op inc	1.6%	1.0%	1.0%	1.1%	0.8%
Investments / net op inc	28.9%	25.5%	22.6%	20.6%	20.2%
Staff comp ratio	16.1%	13.2%	24.0%	25.0%	25.0%
Bonus & welfare / NPAT	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Adj ROA	5.3%	6.2%	4.7%	3.9%	3.7%
Adj ROE	12.1%	19.5%	16.9%	15.9%	15.5%
Growth (YoY)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage revenues	33.1%	209.8%	-8.5%	15.0%	12.0%
Margin lending net revenues	5.8%	114.3%	46.5%	15.0%	10.0%
Investment revenues	117.8%	101.3%	8.4%	2.1%	7.9%
Fee income	-53.5%	42.4%	23.6%	20.7%	-17.2%
Net operating revenues	26.8%	128.5%	22.4%	12.1%	9.7%
SG&A expenses	15.8%	37.2%	7.0%	7.0%	7.0%
Operating profit	29.9%	151.3%	24.6%	12.7%	10.0%
Reported PATMI	22.6%	116.2%	13.3%	2.7%	6.1%
Adjusted PATMI	33.6%	116.2%	13.3%	2.7%	6.1%
Reported EPS	-17.0%	109.5%	2.4%	2.7%	6.1%
Adjusted EPS	-9.6%	109.5%	2.4%	2.7%	6.1%
Avg margin loans	57.4%	67.7%	50.0%	15.0%	10.0%
FVPL assets	137.9%	-22.5%	12.5%	12.5%	12.5%
AFS assets	-	-	-	-	-
Short-term HTM assets	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	200.0%
Total current assets	68.7%	96.5%	29.3%	15.2%	10.3%
Total assets	66.8%	95.1%	29.1%	15.1%	10.2%
Attributable equity	3.1%	65.4%	9.9%	8.5%	8.6%
BVPS	3.3%	13.0%	9.9%	8.5%	8.6%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

SSI
MUA
Giá mục tiêu tăng +47%
Đóng cửa ngày 22/06/2022

Giá	17.700 đồng
Mục tiêu 12T	26.092 đồng
Mục tiêu trước đó	28.211 đồng
Thay đổi giá mục tiêu	-8%

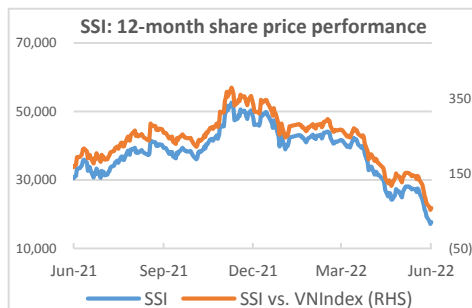
Tiêu điểm

- **Chiến lược tập trung vào lợi nhuận của SSI** khiến chúng tôi phải thay đổi quan điểm về cổ phiếu này.
- **Kế hoạch 2022E: LNTT tăng trưởng 30% YoY.** Dự báo của chúng tôi cao hơn do chúng tôi kỳ vọng PATMI tăng +34% YoY.
- **Chờ đón đà tăng vào 2H22.** Đợt phát hành cổ phiếu gần đây giúp SSI duy trì vị thế dẫn đầu ngành về cho vay ký quỹ do đà tăng của thị trường sẽ phục hồi vào 2H22.

Quan điểm

- **Nâng lên khuyến nghị MUA** từ khuyến nghị **NĂM GIỮ** - Kém qua quan.
- **Cổ phiếu được cho là đại diện tốt nhất** trên thị trường Việt Nam xét về quy mô và GTGD của SSI.
- **Dòng tiền rất quan trọng.** Cổ phiếu có thể vẫn sẽ hưởng lợi với vai trò là thành viên của VN30.
- **Và lợi nhuận cũng vậy.** Chúng tôi đã rất ấn tượng khi ROE của SSI đã cải thiện.

Tổng quan: SSI là CTCK lớn nhất tại Việt Nam tính theo thị phần môi giới và vốn chủ sở hữu. Công ty đã lấy lại vị thế dẫn đầu về thị phần cho vay ký quỹ, một kết quả rất khả quan mặc dù phải cạnh tranh với các CTCK nước ngoài vốn có chi phí huy động vốn thấp. SSI vẫn là CTCK duy nhất nằm trong rổ chỉ số VN30 dù vốn hóa thị trường đã giảm thấp hơn VND.



Vốn hóa thị trường	756 triệu USD
GTGD BQ 6T	20,9 triệu USD
SLCP đang lưu hành	993 triệu
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	65%
Sở hữu nước ngoài	34,6%
Cổ đông lớn	35%
Nợ ròng / VCSH Q1/2022	216%
EV/EBITDA 2022E	3,5x
P/B 2022E	1,0x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	nmf*

*Note: SSI không giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài

Key metrics	2021A	2022E	2023E
Operating inc growth (YoY)	76%	39%	2%
Adj PATMI growth (%)	115%	34%	1%
Current ratio (x)	1.3	1.3	1.4
Debt/Equity (x)	2.1	1.9	1.7
ROA (x)	6.2%	6.8%	6.5%
ROE (x)	22.6%	23.1%	19.9%
Adj EPS (VND/share)	3,394	3,628	3,680
EPS growth (%)	49.8%	6.9%	1.4%
PE (x)	5.2	4.9	4.8
PB (x)	1.2	1.0	0.9
Dividend yield	4.6%	3.8%	5.1%

Source: Bloomberg, Company data, Yuanta Vietnam

Matthew Smith, CFA
+84 28 82 858 2451 ext 3815
matthew.smith@yuanta.com.vn

<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

CTCP Chứng Khoán SSI (SSI)

Sẵn Sàng Vươn Lên

Hưởng lợi từ dòng thanh khoản. Chính quy mô và sự chào đón “nồng nhiệt” đối với các nhà đầu tư nước ngoài của SSI (SSI không giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài) giúp công ty củng cố vị thế xét về tính thanh khoản. Cổ phiếu này được thêm vào các rổ chỉ số (như FTSE và MSCI) và các quỹ ETF trong nước (như VN30 ETF, ETF Financial Leaders và sẽ sớm nhanh chóng được tham gia vào quỹ KIM). Do đó, SSI có thể là đại diện thị trường phù hợp nhất trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi.

Khả năng sinh lời phục hồi. Mặc dù sự gia tăng của ROE vào những quý gần đây đã trở thành xu hướng của toàn ngành, nhưng chúng tôi vẫn đặc biệt ấn tượng với sự thay đổi chiến lược rõ ràng của SSI từ tập trung vào thị phần sang tập trung vào khả năng sinh lời. Các nhà đầu tư có thể nhận thấy điều này thông qua phí môi giới, trước đây là một con số âm nhưng hiện đang ở mức có thể so sánh với các công ty cùng ngành.

Định giá lại quay về mức hấp dẫn: Cổ phiếu đang giao dịch tương ứng với P/B 2022E là 1,0x (ngày 22/06) – theo chúng tôi đây là mức sàn. Trong khi đó, tỷ lệ P/E là 5x, tương ứng với mức thấp nhất trong 5 năm qua (nguồn: Bloomberg). Đợt bán tháo trên diện rộng có vẻ đã hoàn tất nếu quan điểm cho rằng thị trường sẽ tăng lên của chúng tôi là đúng, và giá cổ phiếu có thể tiếp tục tăng sau khi chia cổ tức và phát hành cổ phiếu vào ngày 22/06. Nếu quan điểm chiến lược của chúng tôi là sai thì những kỳ vọng cho rằng thị trường sẽ giảm cũng đã được phản ánh vào mức định giá, do vậy rủi ro giảm giá sẽ được hạn chế, theo quan điểm của chúng tôi.

Nâng lên khuyến nghị MUA từ khuyến nghị **NĂM GIỮ** - Kém khả quan. Giá mục tiêu của chúng tôi là 26.092 đồng, tương ứng với P/B 2022E là 1,8x và P/E 2022E là 11x, đây là mức định giá hợp lý theo quan điểm của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ bán nếu cổ phiếu tăng trở lại vùng P/B cao hơn 2x, mức định giá này không còn phù hợp với nền tảng cơ bản của doanh nghiệp, theo quan điểm của chúng tôi.

Khi sự thật thay đổi ... Trong quá khứ, đây là lần đầu tiên chúng tôi khuyến nghị MUA đối với SSI. Những lời cảnh báo trong quá khứ của chúng tôi chủ yếu được đưa ra dựa trên quan điểm cho rằng công ty chỉ tập trung vào việc chiếm lĩnh thị phần thay vì tập trung vào khả năng sinh lời. Tuy nhiên, KQKD của công ty đã thuyết phục chúng tôi rằng quan điểm này là sai hoặc không còn là “rủi ro” khi khuyến nghị MUA đối với SSI.

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.

SSI: Nâng lên khuyến nghị MUA

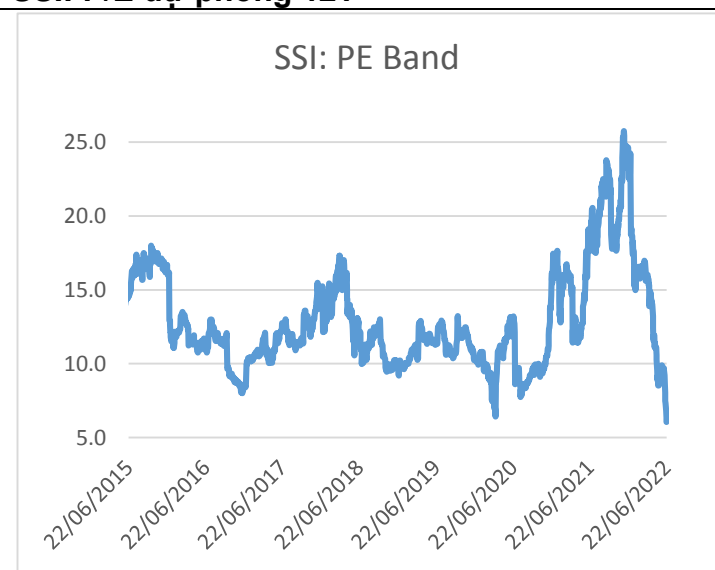
Quarterly earnings summary						
SSI	1Q22 (VND bn)	YoY	QoQ	YTD (VND bn)	YoY	vs our full-year target
Gross brokerage income	599	37%	-24%	599	37%	18%
Net brokerage income	211	18%	-28%	211	18%	17%
Service fees	15	-1782%	-10%	15	-1782%	36%
Gross margin income	566	131%	2%	566	131%	24%
Prop trading	126	33%	-54%	126	33%	11%
Gains from AFS assets	0	nmf	-100%	0	nmf	0%
Gains from HTM assets	130	-24%	-26%	130	-24%	16%
Net operating income	1,191	47%	-12%	1,191	47%	19%
PBT	883	67%	-30%	883	67%	19%
Reported PATMI	706	67%	-29%	706	67%	19%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Price multiples: SSI

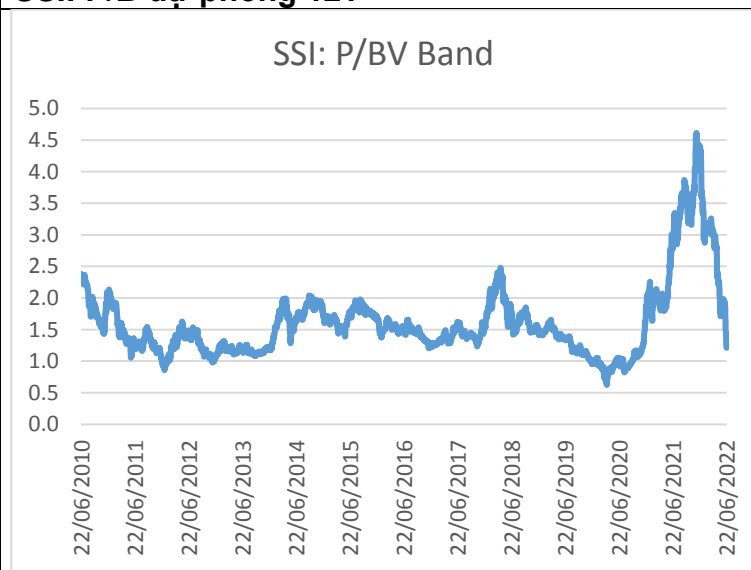
(x)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Reported P/E	7.8	5.2	5.3	5.3	5.0
Adjusted P/E	7.8	5.2	4.9	4.8	4.6
Reported P/B	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
Tangible P/B	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV / EBITDA	8.3	4.6	3.5	3.4	3.3
Dividend Yield	6.1%	4.6%	3.8%	5.1%	5.2%

SSI: P/E dự phóng 12T



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

SSI: P/B dự phóng 12T



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Valuation Summary: SSI

	VND per share	Upside / downside	Implied 2022E PB (x)	Implied 2022E PE (x)	Implied 2023E PE (x)
Current price	17,700		1.2	7.3	7.2
DCF valuation	26,738	51.1%	1.9	11.1	10.9
Gordon growth valuation	23,046	30.2%	1.6	9.5	9.4
DDM	25,114	41.9%	1.7	10.4	10.2
SoTP	25,597	44.6%	1.8	10.6	10.4
Mean fair value	25,124	41.9%	1.7	10.4	10.2
Weighted fair value	26,092	47.4%	1.8	10.8	10.6

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Income Statement: SSI					
(VND bn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage net revenues	172	1,025	1,028	1,072	1,170
Margin lending net revenues	525	1,614	2,385	2,538	2,754
Gains on trading assets	384	530	1,136	1,017	996
Gains on AFS & HTM assets	1,069	720	914	960	980
Other investment	368	398	420	456	457
Total investment revenues	1,822	1,648	2,470	2,433	2,433
Net fee income	36	37	42	47	52
Other operating net revenues	(89)	(35)	(37)	(39)	(41)
Net operating revenues	2,465	4,289	5,888	6,051	6,368
SG&A expenses	(184)	(265)	(292)	(326)	(366)
Operating profit	2,281	4,024	5,595	5,725	6,002
Associates	167	314	45	45	45
Non-operating revenues	-61	58	59	61	64
Interest expense	(829)	(1,030)	(1,212)	(1,279)	(1,333)
Pretax profit	1,558	3,365	4,488	4,553	4,778
Tax	(302)	(670)	(884)	(897)	(941)
Minorities	-	-	-	-	-
Reported PATMI	1,256	2,695	3,604	3,656	3,837
PATMI plus OCI	1,257	2,696	3,605	3,657	3,838
Adjusted PATMI	1,254	2,694	3,603	3,655	3,836
Reported EPS (VND)	2,272	3,396	3,310	3,358	3,524
Adjusted EPS (VND)	2,266	3,394	3,628	3,680	3,863

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Balance Sheet: SSI					
(VND bn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	363	1,114	1,170	1,228	1,290
Net margin loans	9,178	23,636	25,408	27,060	28,954
FVPL assets	13,252	12,023	13,225	13,887	14,581
AFS assets	186	272	299	314	329
S/T HTM assets	5,592	7,834	8,422	8,969	9,597
Other current assets	469	1,661	1,706	1,753	1,802
Current assets	29,040	46,540	50,230	53,211	56,553
L/T HTM assets	5,465	3,087	3,550	3,905	4,178
Associates	785	602	602	602	602
Other L/T assets	480	564	574	585	596
Total L-T assets	6,729	4,253	4,726	5,092	5,377
Total assets	35,770	50,793	54,957	58,303	61,930
S/T borrowings	23,351	31,121	32,988	34,638	35,850
S/T bonds	-	-	-	-	-
Other S/T liabilities	1,325	5,358	4,720	3,656	3,142
Current liabilities	24,677	36,479	37,708	38,294	38,992
Long-term bonds	1,147	-	-	-	-
Other L/T liabilities	73	94	98	103	109
Long-term liabilities	1,220	94	98	103	109
Shareholder equity	6,138	10,643	10,643	10,643	10,643
Reserves	995	587	587	587	587
Retained earnings	2,677	2,928	5,857	8,611	11,533
Minority interests	63	63	64	65	66
Total equity	9,873	14,220	17,150	19,906	22,829
Attributable equity	9,809	14,158	17,086	19,841	22,762
BVPS (VND)	16,376	14,412	17,207	19,980	22,923

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Select ratios: SSI

Liquidity & leverage	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Current ratio	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
Net debt / equity	2.44	2.11	1.86	1.68	1.51
Interest coverage ratio	2.7	3.9	4.6	4.5	4.5
Equity / Assets	27.6%	28.0%	31.2%	34.1%	36.9%
Tangible Equity / Assets	27.5%	27.9%	31.1%	34.1%	36.8%
Asset yields	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Margin loans (net)	-2.1%	4.6%	5.8%	5.8%	5.3%
FVPL realized	1.6%	2.9%	6.0%	5.0%	5.0%
FVPL revaluation	2.8%	1.3%	3.0%	2.5%	2.0%
AFS securities	49.2%	0.4%	40.0%	30.0%	15.0%
S/T HTM securities	6.7%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%
Associates	21.2%	45.2%	7.5%	7.5%	7.5%
Profitability	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage GPM	21.5%	40.7%	39.4%	38.2%	38.0%
Margin lending GPM	99.9%	102.8%	102.6%	101.1%	101.6%
Brokerage / net op inc	7.0%	23.9%	17.5%	17.7%	18.4%
Margin / net op inc	21.3%	37.6%	40.5%	41.9%	43.2%
Fees / net op inc	1.5%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
Investments / net op inc	73.9%	38.4%	42.0%	40.2%	38.2%
Staff comp ratio	0.0%	0.0%	13.0%	13.0%	13.0%
ROA	4.0%	6.2%	6.8%	6.5%	6.4%
ROE	13.2%	22.6%	23.1%	19.9%	18.1%
Growth (YoY)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage revenues	545.7%	497.6%	0.2%	4.3%	9.2%
Margin lending net revenues	-21.3%	207.6%	47.8%	6.4%	8.5%
Investment revenues	32.1%	-9.6%	49.9%	-1.5%	0.0%
Fee income	-31.2%	2.7%	15.1%	10.6%	10.6%
Net operating revenues	19.4%	74.0%	37.3%	2.8%	5.2%
SG&A expenses	-4.7%	43.9%	10.4%	11.3%	12.6%
Operating profit	21.9%	76.4%	39.1%	2.3%	4.8%
Reported PATMI	31.8%	114.6%	33.7%	1.4%	4.9%
Adjusted PATMI	31.7%	114.8%	33.7%	1.4%	4.9%
Reported EPS	21.0%	49.5%	-2.5%	1.4%	4.9%
Adjusted EPS	21.0%	49.8%	6.9%	1.4%	4.9%
Avg margin loans	3.4%	3.7%	40.0%	8.0%	8.0%
FVPL assets	207.1%	-9.3%	10.0%	5.0%	5.0%
AFS assets	-75.6%	46.3%	10.0%	5.0%	5.0%
Short-term HTM assets	-47.8%	40.1%	7.5%	6.5%	7.0%
Total current assets	30.3%	60.3%	7.9%	5.9%	6.3%
Total assets	32.3%	42.0%	8.2%	6.1%	6.2%
Attributable equity	5.1%	44.5%	20.7%	16.2%	14.8%
BVPS	-10.9%	-12.0%	19.4%	16.1%	14.7%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Việt Nam: Ngành chứng khoán
7 July 2022
VCI
MUA
Giá mục tiêu tăng +45,3%
Đóng cửa 22/06/2022

Giá	32.800 đồng
Mục tiêu 12T	47.656 đồng
Mục tiêu trước đó	39.653 đồng
Thay đổi giá mục tiêu	+20%

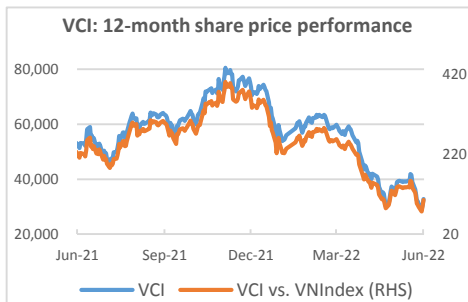
Tiêu điểm

- ▶ **Giá cổ phiếu VCI đã giảm -59%** kể từ mức đỉnh tháng 11/2021, giảm sâu hơn 36ppt so với VN-Index
- ▶ **Kế hoạch LNTT năm 2022 chỉ tăng +3%**. Thấp hơn so với các CTCK khác
- ▶ **Nhưng VCI không quá tập trung vào việc tăng vốn**, vì thế sự pha loãng của EPS và ROE không phải là những rủi ro chính.
- ▶ **Khối ngoại đã bán 22 triệu USD** cổ phiếu tính từ đầu năm đến nay.

Quan điểm

- ▶ **Nâng khuyến nghị lên MUA** từ KN BÁN.
- ▶ **Môi giới KH tổ chức và ngân hàng đầu tư là những lợi thế cạnh tranh của VCI.** VCI xếp thứ 2 về môi giới KH tổ chức và dẫn đầu mảng ngân hàng đầu tư trong nước.
- ▶ **KQKD Q2/2022** có thể tăng mạnh một cách bất ngờ do kỳ vọng thấp và tỷ lệ GTGD của khối ngoại / tổng GTGD tăng nhẹ.
- ▶ **Rủi ro:** Mảng NHĐT có thể bị ảnh hưởng bởi dòng tiền của các NĐT mới. VCI sẽ bị tác động nhiều hơn so với các CTCK khác.

Tổng quan: Theo quan điểm của chúng tôi, VCI được cho là công ty dẫn đầu khối môi giới KH tổ chức và là công ty dẫn đầu về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư trong ngành chứng khoán nội địa. Chiến lược quản trị tập trung vào ROE nhiều hơn thị phần đang được khởi động lại, và nghiệp vụ kinh doanh chính của VCI giúp công ty tạo được lợi thế khác biệt trong ngành vốn rất phân mảnh như ngành chứng khoán.



Vốn hóa thị trường	473 triệu USD
STGD BQ 6T	6,8 triệu USD
SLCP đang lưu hành	335 triệu
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	62%
Sở hữu nước ngoài	18,9%
Cổ đông lớn	38%
Nợ ròng/VCSH Q1/2022	104%
EV/EBITDA 2022E	3,8x
P/B 2022E	1,5x
Nên tăng giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	nmf*

*Lưu ý: VCI không giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài

Key metrics	2021A	2022E	2023E
Operating income chg (YoY)	93%	16%	4%
Adj PATMI growth (%)	95%	5%	3%
Current ratio (x)	1.7	1.7	1.8
Debt/Equity (x)	0.8	0.8	0.8
ROA (x)	12.0%	9.0%	8.4%
ROE (x)	26.6%	22.3%	20.6%
Adj EPS (VND/share)	4,418	4,658	4,791
EPS growth (%)	-3.1%	5.4%	2.9%
PE (x)	7.4	7.0	6.8
PB (x)	1.7	1.5	1.3
Dividend yield	6.7%	6.7%	7.1%

Source: Bloomberg, Company data, Yuanta Vietnam

Matthew Smith, CFA
+84 28 82 858 2451 ext 3815
matthew.smith@yuanta.com.vn

<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

CTCP Chứng Khoán Bản Việt (VCI)

Định giá hấp dẫn

Nghiệp vụ ngân hàng đầu tư (IB) là một lợi thế cạnh tranh. Theo lý thuyết, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư của VCI là một lợi thế khác biệt trong một môi trường cạnh tranh của mảng môi giới KH cá nhân. Chúng tôi cho rằng thị trường vốn và nợ của Việt Nam sẽ còn tăng trưởng mạnh hơn so với giai đoạn thị trường bùng nổ kể từ năm 2020. COVID và những sự kiện gần đây đã làm gián đoạn hoạt động kinh doanh, nhưng điều này chỉ là tạm thời. Khả năng của VCI về việc duy trì ưu thế của nghiệp vụ IB lại là một lợi thế rất quan trọng, khi việc huy động vốn sẽ được thực hiện trong những năm sắp tới

Giá cổ phiếu của VCI vẫn ít tương quan nhất đối với thanh khoản thị trường và các chỉ số dù chênh lệch mức độ tương quan giữa các CTCK đã bị thu hẹp lại. Tương quan thấp có thể là do VCI có cơ cấu doanh thu tương đối đa dạng, đặc biệt là khi xét về những khoản đầu tư và mảng IB, những mảng này mang lại kết quả kinh doanh vững chắc khi việc huy động vốn tăng mạnh, như trong giai đoạn 2017-2018, khi thị trường được thúc đẩy tăng bởi hoạt động IPO.

Lợi nhuận Q2/2022 có thể gây bất ngờ do kỳ vọng của các bên khá thấp. Ít nhất thì VCI cũng được hưởng lợi khi tỷ lệ GTGD khối ngoại / tổng GTGD thị trường tăng từ mức dưới 7% (Q1/2022) lên đạt khoảng 9% (Q2/2022). Chỉ một số ít các CTCK thực sự được hưởng lợi khi khối ngoại quay trở lại mua ròng, và VCI nằm trong số những CTCK đó.

Nâng lên khuyến nghị MUA từ khuyến nghị BÁN. Giá mục tiêu của chúng tôi là 47.656 đồng, được tính dựa trên việc kết hợp 4 phương pháp định giá cơ bản. Giá mục tiêu này tương ứng với P/B 2022E là 1,9x và P/E 2022E là 10,2x. Với tỷ lệ ROE qua các năm của công ty đạt khoảng 20% và có nghiệp vụ IB dẫn đầu ngành thì mức giá mục tiêu này vẫn còn khá thận trọng, nhưng vẫn đủ để mang lại giá trị cho các cổ đông với mức sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng là +52%.

Đừng quên chốt lời nếu và khi cổ phiếu quay trở lại vùng P/B 3,0 – 4,0x. Thị trường sẽ không thể tăng mãi.

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.

VCI: Nâng lên khuyến nghị MUA

Quarterly earnings summary						
VCI	1Q22 (VND bn)	YoY	QoQ	YTD (VND bn)	YoY	vs our full-year target
Gross brokerage income	352	115%	65%	352	115%	37%
Net brokerage income	315	658%	86%	315	658%	97%
Service fees	0	-82%	-100%	0	-82%	0%
Gross margin income	196	94%	7%	196	94%	31%
Prop trading	136	-58%	-47%	136	-58%	11%
Gains from AFS assets	4	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	4	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>
Gains from HTM assets	6	<i>nmf</i>	<i>nmf</i>	6	255%	<i>nmf</i>
Net operating income	588	48%	-20%	588	48%	19%
PBT	521	43%	-11%	521	43%	26%
Reported PATMI	417	43%	-11%	417	43%	26%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Price multiples: VCI

(x)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Reported P/E	7.1	7.3	6.9	6.7	6.9
Adjusted P/E	7.2	7.4	7.0	6.8	7.1
Reported P/B	1.2	1.7	1.5	1.3	1.2
Tangible P/B	1.2	1.7	1.5	1.3	1.2
EV / EBITDA	9.5	4.9	3.8	3.6	3.6
Dividend Yield	7.6%	6.7%	6.7%	7.1%	7.3%

VCI: P/E dự phóng 12T

VCI: PE Band



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

VCI: P/B dự phóng 12T

VCI: P/BV Band



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Valuation Summary: VCI

	VND per share	Upside / downside	Implied 2022E PB (x)	Implied 2022E PE (x)	Implied 2023E PE (x)
Current price	32,800		1.3	7.0	6.8
DCF valuation	47,505	44.8%	1.9	10.2	9.9
Gordon growth valuation	48,943	49.2%	2.0	10.5	10.2
DDM	47,564	45.0%	1.9	10.2	9.9
SoTP	47,512	44.9%	1.9	10.2	9.9
Mean fair value	47,881	46.0%	1.9	10.3	10.0
Weighted fair value	47,656	45.3%	1.9	10.2	9.9

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Income Statement: VCI					
(VND bn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage net revenues	199	287	261	293	320
Margin lending net revenues	191	378	98	98	112
Gains on trading assets	632	1,159	1,251	1,199	1,319
Gains on AFS & HTM assets	19	98	435	463	191
Other investment	44	25	112	137	151
Total investment revenues	694	1,282	1,798	1,800	1,661
Net fee income	20	227	359	431	496
Other operating net revenues	(1)	9	10	11	12
Net operating revenues	1,103	2,182	2,526	2,633	2,601
SG&A expenses	(72)	(188)	(203)	(219)	(224)
Operating profit	1,031	1,995	2,323	2,413	2,378
Associates	0	0	0	0	0
Non-operating revenues	-11	-12	-14	-17	-20
Interest expense	(69)	(132)	(358)	(390)	(414)
Pretax profit	951	1,851	1,951	2,007	1,943
Tax	(182)	(352)	(371)	(382)	(370)
Minorities	-	-	-	-	-
Reported PATMI	769	1,499	1,580	1,625	1,574
PATMI plus OCI	769	1,499	1,580	1,625	1,574
Adjusted PATMI	755	1,471	1,551	1,596	1,545
Reported EPS (VND)	4,643	4,501	4,744	4,881	4,726
Adjusted EPS (VND)	4,558	4,418	4,658	4,791	4,640

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Balance sheet: VCI					
(VND bn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	643	1,132	1,188	1,248	1,310
Net margin loans	3,879	7,699	8,623	9,485	10,434
FVPL assets	615	1,222	1,344	1,478	1,626
AFS assets	2,713	5,324	6,069	6,615	7,277
S/T HTM assets	106	754	754	754	754
Other current assets	357	439	461	484	508
Current assets	8,312	16,569	18,439	20,064	21,909
L/T HTM assets	-	-	-	-	-
Associates	-	-	-	-	-
Other L/T assets	70	67	71	74	78
Total L-T assets	70	67	71	74	78
Total assets	8,382	16,636	18,510	20,138	21,987
S/T borrowings	2,696	6,363	7,158	7,731	8,194
S/T bonds	668	1,964	2,062	2,145	2,231
Other S/T liabilities	369	1,289	1,429	1,558	2,083
Current liabilities	3,734	9,615	10,649	11,433	12,508
Long-term bonds	-	-	-	-	-
Other L/T liabilities	127	479	503	528	554
Long-term liabilities	127	479	503	528	554
Shareholder equity	1,656	3,330	3,330	3,330	3,330
Reserves	1,322	1,971	1,971	1,971	1,971
Retained earnings	1,544	1,241	2,056	2,876	3,624
Minority interests	-	-	-	-	-
Total equity	4,521	6,542	7,357	8,177	8,924
Attributable equity	4,521	6,542	7,357	8,177	8,924
BVPS (VND)	27,304	19,645	22,094	24,556	26,800

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Select ratios: VCI

Liquidity & leverage	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Current ratio	2.2	1.7	1.7	1.8	1.8
Net debt / equity	45%	80%	81%	79%	77%
Interest coverage ratio	6.5	6.6	3.2	3.1	2.9
Equity / Assets	53.9%	39.3%	39.7%	40.6%	40.6%
Tangible Equity / Assets	53.9%	39.3%	39.7%	40.6%	40.6%
Asset yields	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Margin loans (net)	3.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
FVPL realized	88.0%	106.0%	75.0%	65.0%	65.0%
FVPL revaluation	1.7%	20.3%	22.5%	20.0%	20.0%
Dividends / Interest on FVPL	8.0%	6.0%	12.0%	13.0%	13.0%
Total trading book	98.5%	139.6%	140.2%	127.6%	107.0%
Fee income / Assets	0.3%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
Profitability	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage GPM	42.6%	33.4%	34.3%	34.3%	34.3%
Margin lending GPM	64.7%	65.6%	15.4%	14.3%	15.3%
Brokerage / net op inc	18.0%	13.1%	10.3%	11.1%	12.3%
Margin / net op inc	17.3%	17.3%	3.9%	3.7%	4.3%
Fees / net op inc	1.8%	10.4%	14.2%	16.4%	19.1%
Investments / net op inc	62.9%	58.7%	71.2%	68.4%	63.9%
Staff comp ratio	0.0%	0.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Bonus & welfare / NPAT	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Adj ROA	9.8%	12.0%	9.0%	8.4%	7.5%
Adj ROE	17.6%	26.6%	22.3%	20.6%	18.1%
Growth (YoY)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage revenues	18.3%	44.3%	-8.8%	12.1%	9.2%
Margin lending net revenues	-17.8%	97.9%	-74.2%	0.2%	14.6%
Investment revenues	26.3%	84.7%	40.2%	0.1%	-7.7%
Fee income	-38.7%	1013.5%	58.7%	20.0%	15.0%
Net operating revenues	12.7%	97.8%	15.7%	4.2%	-1.2%
SG&A expenses	7.7%	159.5%	8.0%	8.0%	2.0%
Operating profit	13.1%	93.4%	16.5%	3.9%	-1.5%
Reported PATMI	10.9%	94.9%	5.4%	2.9%	-3.2%
Adjusted PATMI	10.9%	94.9%	5.4%	2.9%	-3.2%
Reported EPS	9.5%	-3.1%	5.4%	2.9%	-3.2%
Adjusted EPS	9.5%	-3.1%	5.4%	2.9%	-3.2%
Avg margin loans	17.8%	16.4%	10.0%	7.5%	7.5%
FVPL assets	-22.7%	98.7%	10.0%	10.0%	10.0%
AFS assets	56.7%	96.3%	14.0%	9.0%	10.0%
Short-term HTM assets	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total current assets	15.9%	99.3%	11.3%	8.8%	9.2%
Total assets	15.7%	98.5%	11.3%	8.8%	9.2%
Attributable equity	11.6%	44.8%	12.5%	11.1%	9.1%
BVPS	10.8%	-28.0%	12.5%	11.1%	9.1%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Việt Nam: Ngành chứng khoán
7 July 2022
VND
MUA
Giá mục tiêu tăng +56%
Đóng cửa 22/06/2022

Giá thị trường	17.000 đồng
Giá mục tiêu 12T	26.539 đồng
Mục tiêu trước đó	30.669 đồng
Thay đổi mục tiêu	-13%

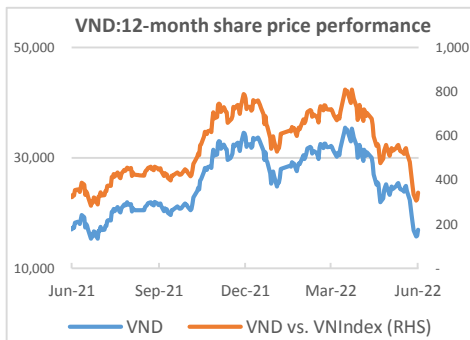
Tiêu điểm

- ▶ **Định giá VND đã quay trở về mức thấp** và đang giao dịch tương ứng với P/B là 1,7x và P/E dự phóng là 6,9x.
- ▶ **Kế hoạch LNTT 2022 tăng trưởng 32%**. Đây là mức có thể đạt được, nhưng chúng tôi kỳ vọng PATMI sẽ tăng trưởng chậm hơn với +25% YoY.
- ▶ **Chúng tôi giảm giá mục tiêu 13%** sau khi thêm vào mô hình số lượng cổ phiếu phát hành thêm.

Quan điểm

- ▶ **Nâng lên khuyến nghị MUA** (từ khuyến nghị BÁN). Thị trường đã cho thấy một cơ hội đầu tư dài hạn.
- ▶ **Đại diện tối ưu cho các NĐT cá nhân:** Giá cổ phiếu tương quan cao với ADT và độ biến động của chỉ số VN-Index
- ▶ **Rủi ro:** thị trường giá giảm tiếp tục kéo dài. Lời khuyên: Chốt lời nếu P/B đạt 4x.

Tổng quan: VND là một CTCK Việt Nam vẫn đang tiếp tục phát triển trong 3 năm vừa qua. Nền tảng CNTT dẫn đầu ngành đã giúp VND tăng trưởng cả về thị phần và lợi nhuận một cách hiệu quả trong ngành có tính phân mảnh này. Đây là một nỗ lực đáng khen ngợi. Khuyến nghị BÁN trước đó của chúng tôi được đưa ra do định giá năm 2022E quá cao với P/B 1,7x và P/E 6,9x.



CTCP Chứng Khoán VNDirect (VND)

Thế mạnh về môi giới khách hàng cá nhân

VND là một CTCK chuyên về môi giới KH cá nhân nhờ có nền tảng giao dịch vượt trội hơn so với các CTCK cùng ngành. Chúng tôi cho rằng, nhờ có chiến lược số hóa hiệu quả mà công ty đã phát triển rất tốt mảng môi giới KH cá nhân. Với vai trò là CTCK tiên phong trong việc áp dụng các giải pháp công nghệ một cách hiệu quả, VND là một trong những công ty đầu tiên sử dụng giải pháp KYC trực tuyến, và rõ ràng là công ty được hưởng lợi nhiều nhất dưới sự gia tăng của các nhà đầu tư mới trong 2 năm vừa qua.

Tuy nhiên, môi giới khách hàng cá nhân là một thị trường mang tính cạnh tranh cùng với các nhà đầu tư "cá voi" thuộc quỹ nước ngoài và sự gia tăng không ngừng của các nhà đầu tư "cá mập" trong nước. VND đã hoạt động rất tốt dưới điều kiện kinh doanh này, nhưng đừng nhầm lẫn VND với các doanh nghiệp "sáng tạo đột phá" do lợi thế về CNTT của VND có thể sẽ giảm đi bởi những đối thủ cạnh tranh – những công ty này sẽ nhanh chóng áp dụng giải pháp công nghệ tương tự. Vì thế, thị phần giao dịch của VND trên HSX vẫn đi ngang và dao động quanh vùng 7-8% trong những quý vừa qua. Đây là mức thị phần ổn định so với áp lực cạnh tranh gay gắt của ngành.

Đánh giá KQKD Q1/2022. Thị phần của VND được duy trì có thể là do giảm phí môi giới. Theo ước tính của chúng tôi, phí môi giới ròng của VND đã giảm còn 5-8bp trong 4 quý vừa qua. Mặc dù đây là mức tương ứng với ngành, nhưng đã giảm so với mức được cho là dẫn đầu ngành với 10-11bp trong giai đoạn Q2/2020-Q1/2021. Ngược lại, ước tính của chúng tôi đối với lãi suất cho vay ký quỹ của VND là khoảng 11-12%, cao hơn so với các CTCK khác (9-11%) trong những quý gần đây.

Chúng tôi nâng lên khuyến nghị lên MUA từ khuyến nghị BÁN. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 26.539 đồng, được tính dựa trên sự kết hợp 4 phương pháp định giá và tương ứng với P/B 2022E là 2,9x. Xin nhắc lại, nếu cổ phiếu quay về mức P/B 4x thì khi đó định giá sẽ không còn hợp lý so với các điều kiện cơ bản của doanh nghiệp – chúng tôi sẽ chốt lời nếu định giá quay về mức này.

Rủi ro: Như đã được nêu lên trong phần quan điểm, rủi ro chính là xu hướng của thị trường: kỳ vọng về thị trường giá tăng vào 2H22 của chúng tôi có thể sẽ không diễn ra, và mức định giá tương đối cao của VND cho thấy mức độ sai lệch đã được thu hẹp. Xét về cơ bản, sự thay đổi nhân sự cấp cao và thị phần bị chiếm lĩnh nhanh chóng bởi VPS và TCBS sẽ tác động mạnh đến những công ty tập trung vào khối KH cá nhân như VND hơn là những công ty chú trọng phát triển khối KH tổ chức nước ngoài và ngân hàng đầu tư.

Vốn hóa thị trường	891 triệu USD
GTGD BQ 6T	17,0 triệu USD
SLCP đang lưu hành	1.218 triệu CP
Tỷ lệ chuyên nhượng tự do	60%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	18,1%
Cổ đông lớn	40%
Nợ ròng/ VCSH Q1/2022	236%
EV/EBITDA 2022E	4,7x
P/B 2022E	1,7x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	nmf*

*VND không giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài.

Key metrics	2021A	2022E	2023E
Operating income chg (YoY)	177%	27%	16%
Adj PATMI growth (%)	242%	25%	18%
Current ratio (x)	1.4	1.5	1.6
Debt/Equity (x)	1.9	1.6	1.3
ROA (x)	9.2%	7.7%	8.5%
ROE (x)	33.2%	25.7%	24.3%
Adj EPS (VND/share)	2,514	2,327	2,745
EPS growth (%)	212.3%	-7.4%	17.9%
PE (x)	6.8	7.3	6.2
PB (x)	1.9	1.7	1.4
Dividend yield	0.7%	1.6%	2.1%

Source: Bloomberg, Company data, Yuanta Vietnam

Matthew Smith, CFA

Head of Research

matthew.smith@yuanta.com.vn

<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

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.

VND: Nâng lên khuyến nghị MUA

Quarterly earnings summary						
VND	1Q22 (VND bn)	YoY	QoQ	YTD (VND bn)	YoY	vs our full-year target
Gross brokerage income	461	72%	-15%	461	72%	31%
Net brokerage income	228	36%	-4%	228	36%	34%
Service fees	71	874%	101%	71	874%	21%
Gross margin income	464	169%	6%	464	169%	32%
Prop trading	404	35%	-17%	404	35%	21%
Gains from AFS assets	0	-100%	nmf	0	-100%	nmf
Gains from HTM assets	96	-11%	16%	96	-11%	40%
Net operating income	1,164	41%	-11%	1,164	41%	25%
PBT	955	48%	-8%	955	48%	26%
Reported PATMI	761	52%	-9%	761	52%	25%

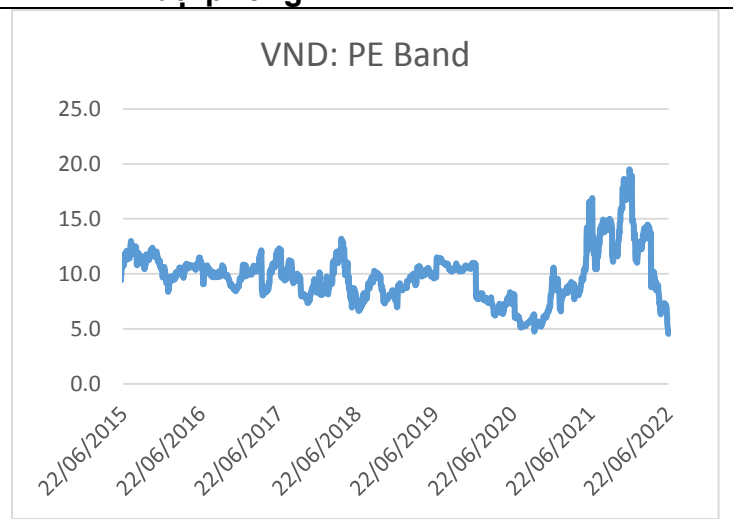
Source: Company data, Yuanta Vietnam

Price multiples: VNDirect

(x)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Reported P/E	20.0	6.4	6.9	5.9	6.4
Adjusted P/E	21.1	6.8	7.3	6.2	6.8
Reported P/B	3.7	1.9	1.7	1.4	1.2
Tangible P/B	3.7	1.9	1.7	1.4	1.2
EV / EBITDA	16.5	6.0	4.7	4.1	4.4
Dividend Yield	0.9%	0.7%	1.6%	2.1%	2.4%

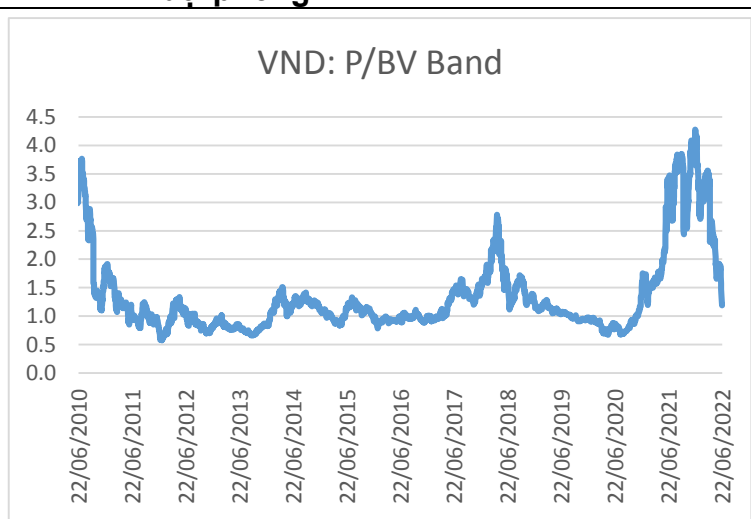
Source: Company data, Yuanta Vietnam

VND: P/E dự phóng 12T



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

VND: P/B dự phóng 12T



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Valuation Summary: VNDirect

	VND per share	Upside / downside	Implied 2021A PB (x)	Implied 2022E PE (x)	Implied 2023E PE (x)
Current price	17,000		1.9	7.3	6.2
DCF valuation	26,249	54.4%	2.9	11.3	9.6
Gordon growth valuation	27,617	62.5%	3.0	11.9	10.1
DDM	26,261	54.5%	2.9	11.3	9.6
SoTP	27,774	63.4%	3.0	11.9	10.1
Mean fair value	26,975	58.7%	2.9	11.6	9.8
Weighted fair value	26,539	56.1%	2.9	11.4	9.7

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Income Statement: VNDirect					
(VND bn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage net revenues	284	725	664	725	771
Margin lending net revenues	343	1,093	1,366	1,503	1,638
Gains on trading assets	442	1,183	1,898	2,111	1,513
Gains on AFS & HTM assets	436	483	241	499	537
Other investment	62	176	338	363	390
Total investment revenues	940	1,842	2,476	2,973	2,440
Net fee income	57	220	334	369	406
Other operating net revenues	(32)	(166)	(182)	(197)	(213)
Net operating revenues	1,591	3,715	4,658	5,373	5,043
SG&A expenses	(358)	(300)	(326)	(351)	(377)
Operating profit	1,233	3,414	4,332	5,022	4,667
Associates	0	0	0	0	0
Non-operating revenues	-2	-20	-20	-19	-18
Interest expense	(369)	(414)	(576)	(597)	(614)
Pretax profit	862	2,980	3,736	4,407	4,035
Tax	(165)	(597)	(749)	(883)	(809)
Minorities	-	-	-	-	-
Reported PATMI	697	2,383	2,987	3,523	3,226
PATMI plus OCI	697	2,383	2,987	3,523	3,226
Adjusted PATMI	661	2,261	2,834	3,343	3,061
Reported EPS (VND)	848	2,650	2,453	2,893	2,649
Adjusted EPS (VND)	805	2,514	2,327	2,745	2,513

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Balance Sheet: VNDirect					
(VND bn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	974	2,702	2,837	2,978	3,127
Net margin loans	4,634	15,328	16,401	17,549	18,778
FVPL assets	1,054	12,616	13,562	14,579	15,673
AFS assets	2,963	-	-	-	-
S/T HTM assets	3,266	5,312	6,003	6,483	6,943
Other current assets	328	590	619	650	683
Current assets	13,219	36,548	39,422	42,240	45,204
L/T HTM assets	1,543	342	369	395	419
Associates	-	-	-	-	-
Other L/T assets	214	205	216	226	238
Total L-T assets	1,757	547	585	622	657
Total assets	14,976	37,095	40,007	42,862	45,860
S/T borrowings	9,458	20,449	21,164	21,799	22,453
S/T bonds	600	500	625	719	816
Other S/T liabilities	982	5,419	4,875	4,166	3,927
Current liabilities	11,040	26,368	26,664	26,684	27,196
Long-term bonds	104	750	863	772	691
Other L/T liabilities	13	155	162	171	179
Long-term liabilities	117	905	1,025	943	870
Shareholder equity	2,003	4,349	4,349	4,349	4,349
Reserves	364	1,917	1,917	1,917	1,917
Retained earnings	1,452	3,556	6,051	8,969	11,528
Minority interests	-	-	-	-	-
Total equity	3,819	9,822	12,317	15,235	17,794
Attributable equity	3,819	9,822	12,317	15,235	17,794
BVPS (VND)	4,651	9,163	10,114	12,510	14,611

Source: Company data, Yuanta Vietnam

Select ratios: VNDirect					
Liquidity & leverage	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Current ratio	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7
Net debt / equity	2.25	1.88	1.56	1.29	1.12
Interest coverage ratio	9.3	10.5	8.7	7.8	8.1
Equity / Assets	25.5%	26.5%	30.8%	35.5%	38.8%
Tangible Equity / Assets	25.5%	26.4%	30.7%	35.5%	38.8%
Asset yields	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Margin loans (net)	0.6%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
FVPL realized	18.3%	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%
FVPL revaluation	16.4%	12.8%	10.0%	10.0%	5.0%
Dividends / Interest on FVPL	4.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Total trading book	73.7%	27.0%	18.9%	21.1%	16.1%
Fee income / Assets	0.4%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
Profitability	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage GPM	59.3%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
Margin lending GPM	94.9%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%
Brokerage / net op inc	17.8%	19.5%	14.2%	13.5%	15.3%
Margin / net op inc	21.5%	29.4%	29.3%	28.0%	32.5%
Fees / net op inc	3.6%	5.9%	7.2%	6.9%	8.1%
Investments / net op inc	59.1%	49.6%	53.2%	55.3%	48.4%
Staff comp ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Bonus & welfare / NPAT	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
Adj ROA	5.2%	9.2%	7.7%	8.5%	7.3%
Adj ROE	18.8%	33.2%	25.7%	24.3%	18.6%
Growth (YoY)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Brokerage revenues	57.3%	155.5%	-8.5%	9.2%	6.4%
Margin lending net revenues	-14.4%	218.8%	25.0%	10.0%	9.0%
Investment revenues	58.8%	96.1%	34.4%	20.1%	-17.9%
Fee income	-24.4%	287.2%	51.8%	10.3%	10.3%
Net operating revenues	28.4%	133.5%	25.4%	15.3%	-6.1%
SG&A expenses	15.8%	-16.2%	8.7%	7.4%	7.5%
Operating profit	32.6%	177.0%	26.9%	15.9%	-7.1%
Reported PATMI	75.7%	242.1%	25.4%	17.9%	-8.4%
Adjusted PATMI	75.7%	242.1%	25.4%	17.9%	-8.4%
Reported EPS	75.7%	212.3%	-7.4%	17.9%	-8.4%
Adjusted EPS	75.7%	212.3%	-7.4%	17.9%	-8.4%
Avg margin loans	2.5%	3.4%	25.0%	10.0%	9.0%
FVPL assets	-29.5%	1097.3%	7.5%	7.5%	7.5%
AFS assets	334.3%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Short-term HTM assets	-42.2%	62.6%	13.0%	8.0%	7.1%
Total current assets	17.6%	176.5%	7.9%	7.1%	7.0%
Total assets	29.4%	147.7%	7.8%	7.1%	7.0%
Attributable equity	17.8%	157.2%	25.5%	23.7%	16.8%
BVPS	17.6%	97.0%	10.4%	23.7%	16.8%

Source: Company data, Yuanta Vietnam

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, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
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

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

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

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Trung Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)

trung.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn