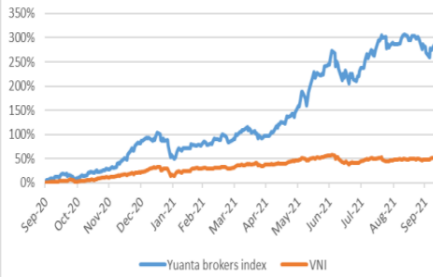


Brokers vs. VNI: Trees don't grow to the sky (right?)



### Tiêu điểm

- ▶ **337 nghìn tài khoản được mở mới** trong Q3/2021, -8% QoQ nhưng +285% (!!!) YoY.
- ▶ **GTGD BQ Q3/2021** (HSX, HNX & Upcom) đạt 1,2 tỷ USD (+2% QoQ/ +316% YoY).
- ▶ **Các NĐT cá nhân vẫn rất tích cực tham gia vào thị trường** (có thể nhận thấy thông qua GTGD và lượng tài khoản mở mới), hàm ý rằng tài chính kỷ quỹ tiếp tục tăng cao trong Q3/2021.
- ▶ **Nhưng ngành chứng khoán vẫn phân mảnh.** Thị phần trên sàn HSX trong Q3/2021 của 4 CTCK thuộc danh sách khuyến nghị của chúng tôi là 31%, giảm từ mức 39% trong Q3/2020

### Quan điểm

- ▶ **Doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh.** Lợi nhuận ngành trong quý 3 có thể sẽ tăng so với cùng kỳ năm trước, nhưng so với quý trước thì có thể sẽ giảm.
- ▶ **Khuyến nghị.** Chúng tôi vẫn khuyến nghị các nhà đầu tư nên giảm tỷ trọng ngành vì mức định giá hiện đang quá cao so với ROE dự phóng và tốc độ tăng trưởng thực tế.
- ▶ **Cơ hội giao dịch trong ngắn hạn** có thể xuất hiện khi kết quả Q3/2021 được công bố và khi tâm lý của các NĐT cá nhân cải thiện.

## Ước tính KQKD Q3/2021

**Lợi nhuận có thể tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước** do GTGD đã tăng lên gấp 4x và nghiệp vụ cho vay ký quỹ vẫn tiếp tục tăng trưởng khi các công ty chứng khoán (CTCK) đồng loạt tăng vốn. GTGD Q3/2021 trên sàn HSX, HNX và UPCOM đạt 1.162 triệu USD, tăng đến +316% YoY. Đây cũng là quý có 2/3 tháng ghi nhận số lượng tài khoản mở mới cao kỷ lục (tháng 8 ghi nhận 121 nghìn tài khoản được mở mới và tháng 9 là 115 nghìn tài khoản), với tổng số tài khoản mở mới trong Q3/2021 tăng gấp 3x so với cùng kỳ năm trước, đạt 337 nghìn tài khoản.

**Nhưng kết quả theo quý có thể sẽ kém khả quan hơn.** Số lượng các nhà đầu tư cá nhân tham gia vào thị trường tăng mạnh một cách đáng kinh ngạc, nhưng đã tăng trưởng có thể đã bị chứng hụt, ít nhất là trong Q3/2021. GTGD tăng +2% QoQ, và số lượng tài khoản mở mới trong Q3/2021 thực sự đã giảm -8% QoQ. Cả 2 con số trên đều không dẫn đến sự sụt giảm lợi nhuận, nhưng xu hướng tăng liên tục trong thời gian gần đây có thể sẽ tạo đỉnh do số lượng cổ phiếu gia tăng sẽ làm pha loãng EPS công bố.

**Chúng tôi giả định rằng dư nợ cho vay ký quỹ có thể sẽ tăng mạnh thêm một quý nữa** do các CTCK đã rất tích cực huy động vốn. Nếu vậy, chỉ báo đòn bẩy ký quỹ có thể sẽ vượt lên vùng "báo động". Xin nhắc lại, trong Q2/2021, dư nợ ký quỹ bằng 5,1x GTGD BQ ngày và chiếm 5,6% vốn hóa thị trường tự do. Đối với lợi nhuận, chúng tôi nghĩ rằng mức tăng trưởng YoY có thể sẽ khả quan hơn tăng trưởng QoQ, tương ứng với kết quả của thị trường: ví dụ, VN-Index đóng cửa ngày 30/09 đạt 1.342 điểm, tăng +48,3% YoY, nhưng giảm -4,7% QoQ.

**KQKD Q3/2021 của SSI có thể sẽ vượt trội hơn** do công ty quay trở lại chiến lược tập trung vào nhóm khách hàng cá nhân cốt lõi. Công ty cho biết LNTT sơ bộ đạt 836 tỷ đồng, tăng +14% QoQ / +99% YoY. Dư nợ ký quỹ trong Q3/2021 của công ty được công bố đạt 18,1 nghìn tỷ đồng (+12% QoQ / +284% YoY). Chúng tôi phải đợi đến khi KQKD sơ bộ được công bố trước khi so sánh với các CTCK khác, nhưng chúng tôi nghĩ rằng KQKD của SSI có thể vượt trội hơn, đặc biệt là khi thị phần của SSI đã tăng dần lên 11,6% trong Q3/2021 (+61 điểm cơ bản QoQ).

**Khuyến nghị.** Chúng tôi đã hạ khuyến nghị ngành chứng khoán xuống Giảm tỷ trọng hồi tháng 7; các cổ phiếu đã tăng trung bình 18% kể từ đó, khi các nhà đầu tư bắt đầu kỳ vọng rằng mức tăng trưởng đáng kinh ngạc có thể sẽ kéo dài vĩnh viễn. Chúng tôi lạc quan với triển vọng dài hạn của thị trường vốn Việt Nam (đó là lý do chúng tôi có mặt tại đây); nhưng thị trường sẽ không thể tăng mãi. Ngành chứng khoán là loại hình kinh doanh thâm dụng vốn, đang giao dịch tương ứng với P/B trung bình đạt 3,6x với ROE xuyên suốt chu kỳ đạt mức từ 11-15%. Các nhà đầu tư có thể tìm thấy cơ hội tốt hơn ở các lĩnh vực khác.

Yuanta Vietnam Brokers Coverage							
Stock code	Market cap (USDm)	3-month ADT (USDm)	Yuanta Rating	Current price (VND k)	Target price (VND k)	2021 Dividend yield	12-m TSR
HCM VN	779	12.6	HOLD-OFF	38,500	42,317	2.5%	12%
SSI VN	1,801	29.5	HOLD-UPF	41,400	42,706	2.4%	6%
VCI VN	903	12.7	SELL	61,700	39,653	1.8%	-34%
VND VN	984	18.3	SELL	51,900	30,669	1.6%	-39%

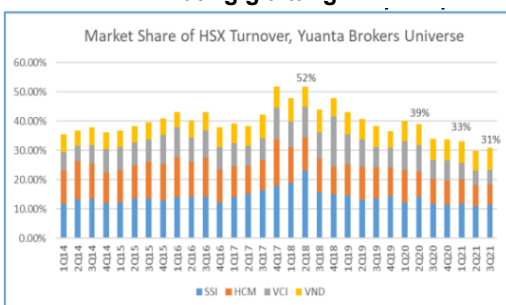
Note: Pricing is as of close on Oct.12.

Source: Bloomberg, Yuanta Vietnam

### Số lượng tài khoản mở mới tăng vọt từ đầu năm



### Thị phần trên HSX cho thấy sự cạnh tranh đang gia tăng



Nguồn: VSD, HSX, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

**Matthew Smith, CFA**

GD Nghiên cứu

+84 28 3622 6868 ext. 3815

[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto: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.

---

# 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

© 2019 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:** 4<sup>th</sup> 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](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

#### Quang Vo

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3872)

[quang.vo@yuanta.com.vn](mailto:quang.vo@yuanta.com.vn)

#### Tam Nguyen

Analyst (Property)

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

[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

#### Huy Nguyen

Head of Institutional sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3808)

[Huy.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:Huy.nguyen@yuanta.com.vn)

#### Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

#### Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

#### Trung Nguyen

Sales Trader

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

[trung.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:trung.nguyen2@yuanta.com.vn)