

THEO DÕI

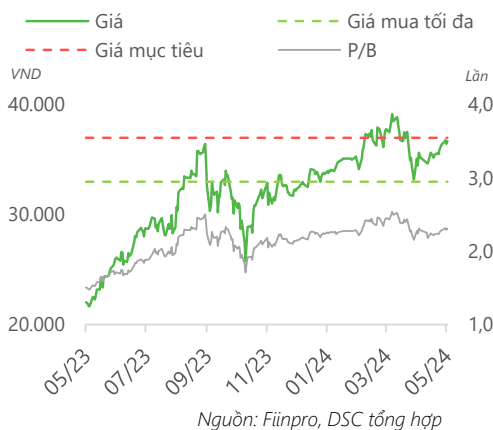
Giá mục tiêu 2024: **37.000 VND**
Upside: **1%**
Cập nhật: **04/06/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Nguồn vốn vững chắc là điểm tựa cho mảng margin và tự doanh.

Tiêu cực: Dư nợ margin tăng cao đi kèm với áp lực quản trị rủi ro.

Khuyến nghị: Cổ phiếu SSI đang ở vùng định giá chưa đủ hấp dẫn, upside thấp, vì vậy chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư giải ngân khi giá chiết khấu về vùng an toàn hơn, mức giá từ 32.000-33.000 VND/cp.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Môi giới chứng khoán
Giá hiện tại (VND)	36.700
Vốn hóa (Tỷ VND)	55.385
Số lượng CPLH (triệu cp)	1509,1
EPS 4 quý gần nhất	1.702,4
P/B	2,3
Cao nhất 1 năm	39.250
Thấp nhất 1 năm	21.647

SSI

Chứng khoán SSI

DSC

TỔNG QUAN

SSI được biết đến là công ty chứng khoán có quy mô tài sản và vốn điều lệ top đầu ngành. Dự kiến trong năm nay SSI sẽ hoàn thành kế hoạch tăng vốn điều lệ lên gần 20.000 tỷ, giữ vững vị trí số 1 toàn ngành.

Mảng IB cũng được coi là điểm mạnh của SSI bởi lợi thế về quy mô lớn cộng thêm mối quan hệ với nhiều thương hiệu, mang về cho SSI nhiều thương vụ IB nổi danh trong và ngoài nước. SSI cũng là một trong số ít các công ty có hoạt động tự doanh ổn định nhờ cơ cấu danh mục hợp lý và an toàn.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Dự kiến hoàn thành tăng vốn điều lệ trong năm nay

Trong cuộc họp ĐHCĐ diễn ra vào tháng 4 vừa qua, SSI không trình thêm phương án tăng vốn mới mà sẽ chỉ tiếp tục thực hiện phương án phát hành cổ phiếu đã được thông qua thời điểm cuối năm 2023.

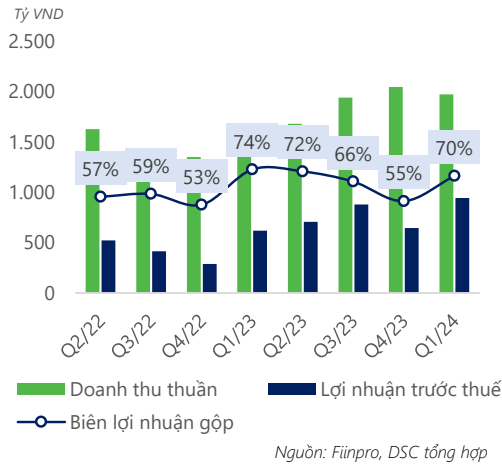
SSI đặt mục tiêu kế hoạch tăng vốn sẽ được hoàn thành trong năm nay, thực hiện qua 02 phương án: (1) Phát hành 302,2 cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 100:20 và (2) Chào bán 151 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 100:10 với mệnh giá 15.000 VND/cp. Vốn điều lệ dự kiến sẽ được nâng lên gần 19.645 tỷ, nới rộng khoảng cách với CTCK xếp thứ 2 về vốn điều lệ.

Tích cực ra mắt các sản phẩm mới, phát triển chiến lược quản lý tài sản

SSI là một trong những CTCK tích cực nghiên cứu để ra mắt các sản phẩm đáp ứng nhu cầu đa dạng của nhà đầu tư. Nổi bật trong thời gian gần đây là sản phẩm mới iFollow - Dịch vụ lựa chọn đầu tư theo danh mục đầu tư mẫu của các chuyên gia. Đây là những bước đi đầu trong việc triển khai chiến lược dài hạn của SSI - phát triển mảng dịch vụ quản lý tài sản.

Nhu cầu quản lý tài sản là vốn có và đang tăng dần lên ở Việt Nam, được thúc đẩy bởi sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu. McKinsey dự báo thị trường quản lý tài sản Việt Nam có tốc độ tăng hàng năm khoảng 11% và sẽ đạt ngưỡng 600 triệu USD vào năm 2027. Với lợi thế về nguồn lực, công nghệ và tệp khách hàng lớn, SSI có tiềm năng để trở thành doanh nghiệp top đầu trong lĩnh vực còn non trẻ này.

KẾT QUẢ KINH DOANH



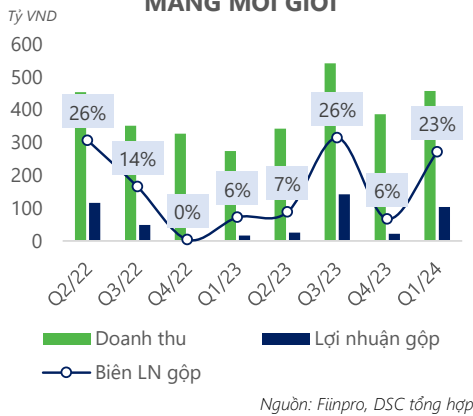
KẾT QUẢ KINH DOANH

Mục tiêu doanh thu và lợi nhuận cao kỷ lục

Nhìn chung, kết quả kinh doanh của SSI vẫn đang trong đà hồi phục kể từ nền thấp Q4.23. Doanh thu thuần và LNTT đạt lần lượt 1.973 tỷ (32% YoY) và 943 tỷ (+52% YoY). Các mảng kinh doanh chính đều cho thấy sự tăng trưởng rõ rệt, trong đó mảng tự doanh và margin vẫn duy trì tỷ trọng cao trong cơ cấu lợi nhuận gộp của SSI.

Năm 2024, SSI đặt mục tiêu doanh thu đạt 8.112 tỷ (+11% YoY), LNTT đạt 3.398 tỷ (+19% YoY). Mục tiêu này còn cao hơn cả kỷ lục SSI đạt được trong năm 2021. Kết thúc Q1.24, doanh nghiệp đã hoàn thành được 24% kế hoạch doanh thu và 28% kế hoạch lợi nhuận năm.

MẢNG MÔI GIỚI

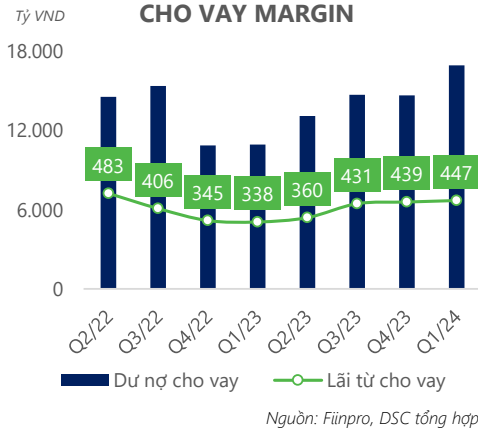


Lợi nhuận môi giới tăng mạnh

Thị trường giao dịch sôi động trong phần lớn thời gian của Q1.24 đã giúp cho kết quả hoạt động mảng môi giới cải thiện đáng kể, doanh thu môi giới ghi nhận 457 tỷ (+67% YoY), lợi nhuận gộp tăng gấp 6 lần so với cùng kỳ lên 103 tỷ. Chi phí môi giới không tăng mạnh nên biên lợi nhuận gộp đã trở lại mức 23%.

Nối tiếp thành công của chương trình Beyond Zero Fee, trong tháng 4 vừa qua SSI đã tiếp tục triển khai ưu đãi miễn phí giao dịch trong vòng 12T, đây sẽ là yếu tố ảnh hưởng tích cực đến thị phần môi giới của SSI trong năm nay.

CHO VAY MARGIN



Dư nợ cho vay margin thuộc top đầu ngành

Lãi từ cho vay tăng tốt so với cùng kỳ, đạt 447 tỷ (+32% YoY) nhờ dư nợ cải thiện rõ rệt. Tính đến hết Q1.24, SSI đang cho vay margin gần 17.000 tỷ, tăng tới 55% so với Q1.23. Dư nợ cho vay của SSI hiện đang đứng thứ 2 toàn thị trường, tuy nhiên mới chỉ bằng 80% mức đỉnh của năm 2021, tỷ lệ dư nợ/VCSH ở ngưỡng 71%, thấp hơn mức trung bình ngành.

Ước tính lãi suất cho vay margin của SSI đã giảm ~1% so với năm 2023 để kích cầu nhà đầu tư. Doanh nghiệp đặt mục tiêu dư nợ năm 2024 đạt 20.000 tỷ, mặc dù đây không phải là mục tiêu khó thực hiện nhưng sẽ đi kèm với áp lực quản trị rủi ro.

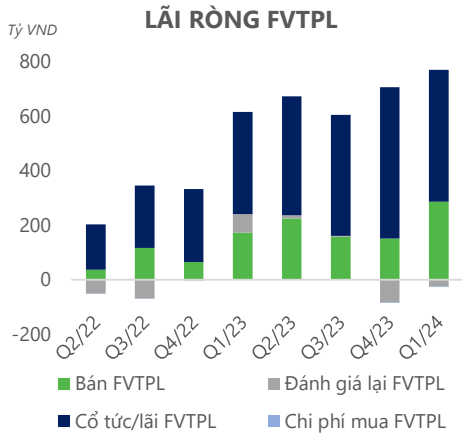
KẾT QUẢ KINH DOANH

Lợi nhuận tự doanh tương đối ổn định

Lợi nhuận mảng tự doanh đạt 828 tỷ (+14% YoY) trong quý vừa qua. Trong đó phần lớn là lãi từ TSTC FVTPL do SSI phân bổ tới 90% danh mục cho loại tài sản này.

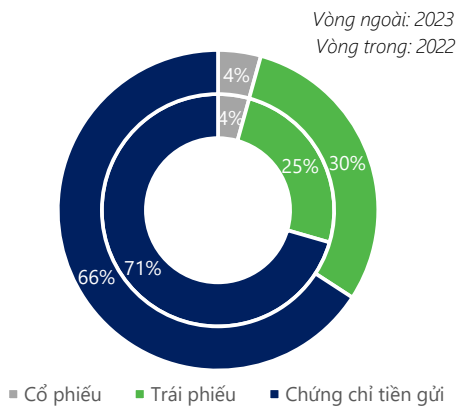
Tính đến hết Q1.24, danh mục tự doanh của SSI ghi nhận tổng giá trị là 43.460 tỷ, giảm 12% kể từ đầu năm do qua SSI đã giảm một lượng lớn chứng chỉ tiền gửi với giá trị ~6.300 tỷ. Quy mô danh mục của SSI khá lớn so với các CTCK khác, nhưng chủ yếu gồm chứng chỉ tiền gửi (28.600 tỷ) và trái phiếu của các NHTM quốc doanh (12.992 tỷ) nên lợi nhuận khá ổn định.

Do nắm giữ nhiều TSTC an toàn nên lợi suất đầu tư của SSI thường thấp hơn so với các CTCK có cổ phiếu chiếm tỷ trọng cao trong danh mục. SSI chỉ phân bổ 4% danh mục cho đầu tư cổ phiếu. Trong đó đáng chú ý, quý vừa qua SSI đã gia tăng đầu tư vào cổ phiếu STB, đồng thời hạ tỷ trọng các cổ phiếu VPB, FPT và HPG. Chúng tôi cho rằng, lợi nhuận tự doanh của SSI thời gian tới duy trì ổn định tuy khó bùng nổ.



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

CƠ CẤU DANH MỤC ĐẦU TƯ



Nguồn: BCTC SSI, DSC tổng hợp

FVTPL - Cổ phiếu đáng chú ý trong danh mục (Tỷ đồng)

		Giá trị gốc	Giá trị hợp lý (31/03/2024)	Giá trị hợp lý (20/05/2024)
Cổ phiếu và Chứng khoán niêm yết	VPB	334	328	329
	STB	59	60	54
	FPT	47	49	55
	HPG	44	45	47
Cổ phiếu niêm yết cho HĐ phòng ngừa rủi ro của CW	HPG	119	120	127
	STB	176	180	162
	VIC	43	45	44
	VIB	35	36	33

Nguồn: BCTC SSI, DSC ước tính

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2016 – 2023, SSI duy trì trả cổ tức bằng Tiền mặt với tỷ lệ 10%, tương đương với tỷ suất cổ tức là 2,7% (so với giá đóng cửa ngày 21/05/2024), so với lãi suất ngân hàng thì đây không phải là khoản đầu tư hấp dẫn cho nhà đầu tư dài hạn.

Định giá

Hiện tại, cổ phiếu SSI đang giao dịch ở mức P/B 2,3 lần, cao hơn trung bình 5 năm (1,89 lần), và gần tương đương mức trung bình ngành (2,3x lần). Có thể thấy, định giá của SSI không còn quá hấp dẫn, nhà đầu tư nên kiên nhẫn đợi giải ngân ở vùng P/B hợp lý 2,15-2,2 lần.

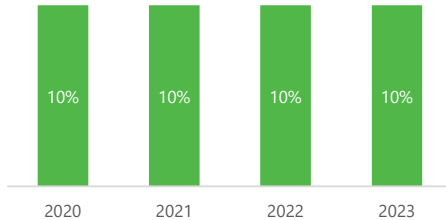
Dự phóng kết quả kinh doanh

Với kịch bản VNIndex có thể hồi phục lên mốc 1.300 trong năm 2024, DSC ước tính kết quả kinh doanh của SSI sẽ có sự tăng trưởng với động lực chính đến từ hoạt động cho vay margin và sự ổn định của mảng tự doanh. Cụ thể, doanh thu hoạt động đạt 8.008 tỷ (+12% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 3.293 tỷ (+16% YoY).

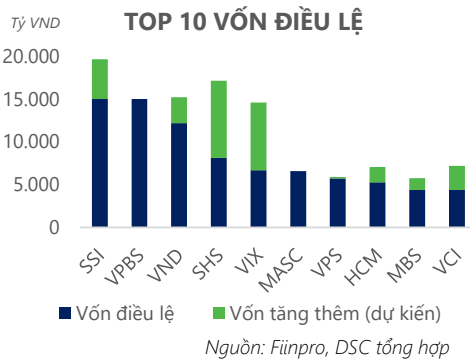
Sử dụng phương pháp P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý 12T cho cổ phiếu SSI tới là 37.200 VND/cổ phiếu, upside 1% so với giá đóng cửa ngày 23/05/2024 là 36.700 VND/cổ phiếu.

Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu SSI, giá mục tiêu bình quân là 34.500 VND/ cổ phiếu, downside 6% so với giá đóng cửa ngày 23/05/2024.

CỔ TỨC TIỀN MẶT



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	6.336	7.158	8.008
% DTT (YoY)	-15%	13%	12%
Lợi nhuận gộp	3.631	4.723	5.093
Lợi nhuận trước thuế	2.110	2.849	3.293
% LNTT (YoY)	-37%	35%	16%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

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

Lê Trần Khánh Linh,

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

HỘI SỞ CHÍNH

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

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn