

MUA

Giá mục tiêu 12 tháng: **40.000 VND (▲ 13,2%)**

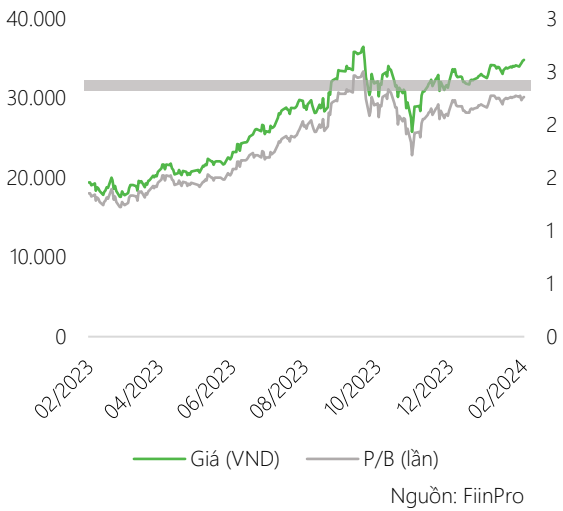
Cập nhật: 20/02/2024

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Doanh thu ổn định nhờ các khoản đầu tư quy mô lớn vào tài sản thu nhập cố định (fixed-income).

Tiêu cực: Áp lực đáo hạn TPDN gia tăng trong 2024 và các thông tin liên quan đến bất ổn địa chính trị ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư và thanh khoản thị trường.

Khuyến nghị: Có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu chiết khấu về vùng giá 30.000 – 32.000 VND.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Chứng khoán
Giá hiện tại (VND/cp)	35.300
Vốn hóa (Tỷ VND)	53.294
Số lượng CPLH (triệu cp)	1.499
EPS 4 quý gần nhất	1.531
P/B (20/02/2024)	2,31
Cao nhất 52 tuần	37.000
Thấp nhất 52 tuần	17.460

SSI

Công ty Cổ phần 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 vốn điều lệ trong năm 2024 của SSI sẽ tiếp tục tăng và giữ vững vị trí số 1.

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.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Tham gia vào cuộc chiến zero fee giành lại thị phần

Sau thời gian dài đứng ngoài, SSI gần đây đã thể hiện động thái mới trong việc quyết tâm giành lại thị phần môi giới bằng **việc hạ phí giao dịch về 0%**.

Điều này đồng nghĩa với việc SSI sẽ phải hy sinh một phần lợi nhuận môi giới, tuy nhiên là cần thiết trong bối cảnh nhà đầu tư cá nhân đang chiếm ưu thế.

Đẩy mạnh hoạt động kinh doanh nguồn vốn – Nước đi đúng đắn trong bối cảnh khó khăn

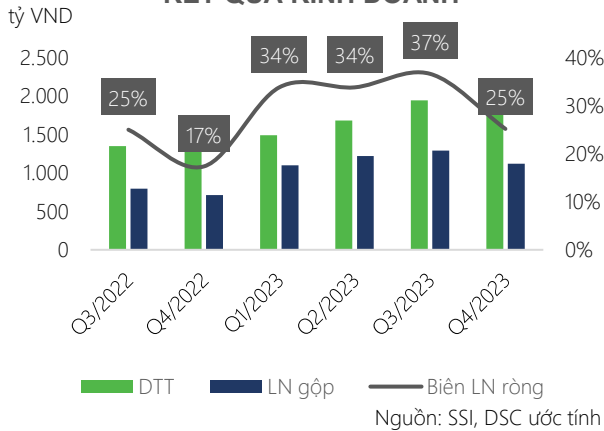
TTCK 2022 diễn biến xấu khiến hoạt động margin gặp khó, do đó SSI đã đẩy mạnh hoạt động đầu tư kinh doanh nguồn vốn, điều này thể hiện qua **quy mô vốn xoay vòng của SSI thường lên tới vài trăm nghìn tỷ mỗi quý**.

Với thế mạnh về mối quan hệ với các định chế tài chính lớn, SSI đã dự trữ được nguồn vốn với chi phí hợp lý trong thời điểm lãi suất tăng cao.

Tích cực tăng vốn điều lệ

Cổ đông SSI đã thông qua kế hoạch tăng vốn điều lệ. Nếu thực hiện thành công, SSI sẽ phát hành thêm 453,3 triệu cổ phiếu, thu về gần 5.300 tỷ. Số vốn này sẽ được sử dụng cho hoạt động cho vay ký quỹ và tự doanh. Vốn điều lệ của SSI dự kiến sẽ được nâng lên gần 19.645 tỷ, nới rộng khoảng cách với CTCK xếp thứ 2 về vốn điều lệ.

KẾT QUẢ KINH DOANH



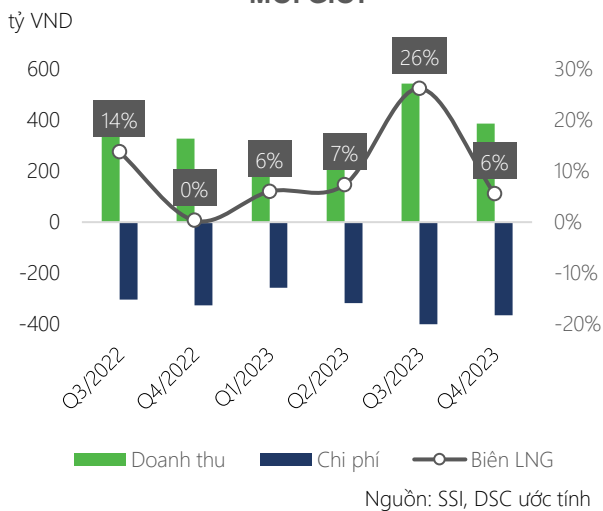
KẾT QUẢ KINH DOANH

Đà phục hồi tốt, dẫn đầu dòng chứng khoán

Q4/2023, DT và LNST đạt lần lượt 2.047 tỷ (+51% yoy) và 514 tỷ (+120% yoy). Đà tăng mạnh mẽ nhờ vào việc kết quả kinh doanh chậm đáy trong Q4/2022. Mảng margin và tự doanh là hai động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho SSI.

Lũy kế cả năm 2023, SSI ghi nhận doanh thu là 7.158 tỷ (+13% YoY), LNTT đạt 2.848 tỷ (+35% YoY). Như vậy doanh nghiệp đã vượt 12% so với kế hoạch LNTT của năm 2023.

MÔI GIỚI

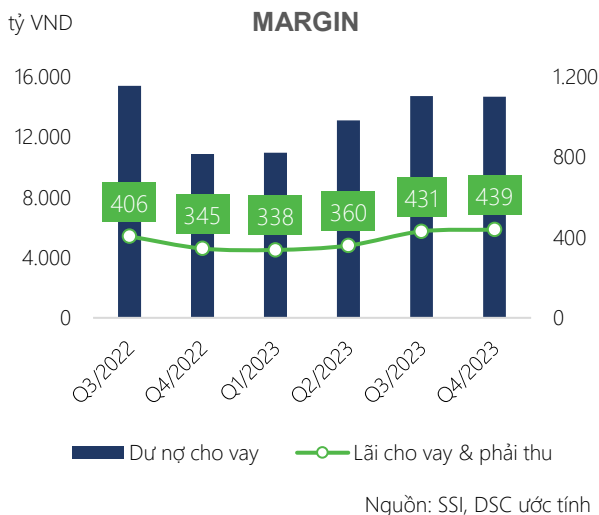


Vị thế tốt là nền tảng vững chắc duy trì biên lợi nhuận môi giới

Nhịp điều chỉnh của thị trường thời điểm cuối Q3 đã tác động mạnh đến mảng môi giới của SSI. Doanh thu Q4 đạt 386 tỷ (+17% yoy, -30% QoQ). Trong khi đó chi phí nghiệp vụ môi giới (chủ yếu là chi phí tiền lương cố định) vẫn ở mức cao (357 tỷ), đã khiến cho lợi nhuận gộp Q4 giảm mạnh so với quý trước xuống chỉ còn 21,5 tỷ. Biên lợi nhuận gộp theo đó thu hẹp chỉ còn 6%.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng thanh khoản cải thiện với giá trị giao dịch bình quân trung bình tăng ~20%, giúp biên lợi nhuận môi giới của SSI cải thiện lên mức 16-18%.

MARGIN



Hoạt động cho vay margin có tín hiệu cải thiện

Lãi cho vay Q4 đạt 439 tỷ (+27% yoy), dư nợ cho vay đạt 15.134 tỷ (+37% yoy). Nhìn chung, dư nợ cho vay có xu hướng hồi phục kể từ vùng đáy Q4.2022. Tuy nhiên, do bình quân dư nợ 2023 (13.739 tỷ) thấp hơn so với 2022 (15.360 tỷ), lũy kế cả năm 2023 lãi cho vay đã giảm 13% so với cùng kỳ.

Dự kiến năm 2024, SSI sẽ điều chỉnh giảm ~0,2% lãi suất cho vay margin để kích thích nhu cầu vay của các nhà đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng dư nợ sẽ tăng 20%-30% trong năm 2024 cùng với đà hồi phục của TTCK.

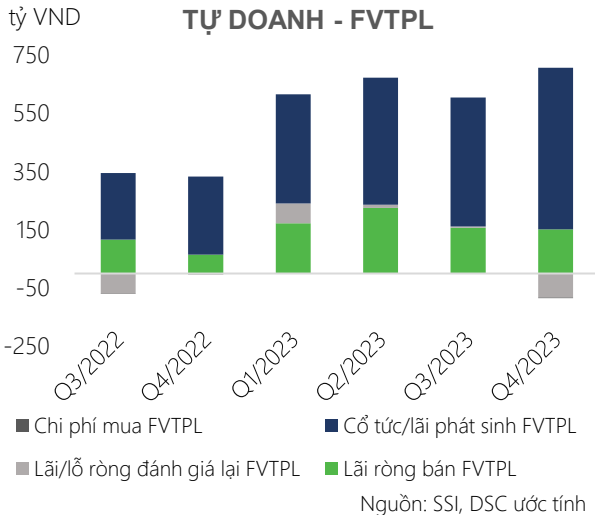
KẾT QUẢ KINH DOANH

Hoạt động tự doanh là điểm sáng, gia tăng đầu tư cổ phiếu

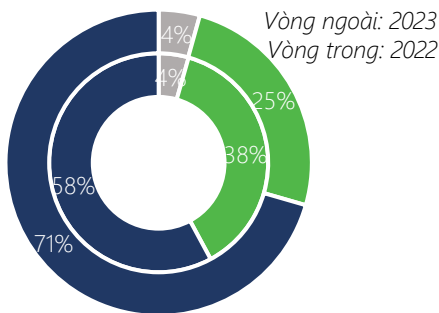
Lợi nhuận mảng tự doanh đạt 682 tỷ (71% yoy) trong Q4. Tính đến hết 2023, danh mục tự doanh của SSI ghi nhận tổng giá trị là 49.570 tỷ (+44% YoY), SSI đang tập trung đầu tư ngắn hạn với tỷ trọng FVTPL chiếm tới 89% danh mục, còn lại là HTM (10%) và AFS (1%).

Quy mô danh mục của SSI khá lớn so với các CTCK khác, nhưng chủ yếu gồm chứng chỉ tiền gửi (~30.000 tỷ) và trái phiếu của các NHTM quốc doanh (12.452 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. Tuy nhiên, SSI đã mạnh tay đầu tư vào cổ phiếu hơn trong 2023 với tổng giá trị đạt 7.128 tỷ, tăng tới 42% svck. Trong đó, SSI gia tăng đầu tư vào VPB, FPT và HPG, đồng thời thoái một lượng lớn vốn khỏi SGN. DSC kỳ vọng, việc tăng đầu tư vào cổ phiếu sẽ giúp SSI tăng hiệu suất đầu tư trong 2024.



TỶ TRỌNG DANH MỤC ĐẦU TƯ



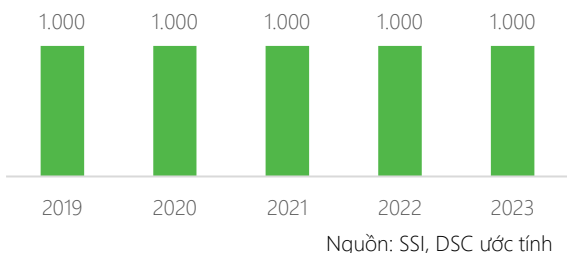
■ Cổ phiếu ■ Trái phiếu ■ Chứng chỉ tiền gửi

Nguồn: SSI, DSC ước tính

TSTC FVTPL – Cổ phiếu trong danh mục (Tỷ đồng)		Giá trị gốc	Giá trị hợp lý
Cổ phiếu và Chứng khoán niêm yết	VPB	385,00	385,30
	FPT	92,00	89,00
	HPG	56,00	57,40
	Cổ phiếu và chứng khoán khác	482,00	475,00
CP niêm yết cho HĐ phòng ngừa rủi ro của CW	FPT	22,30	23,50
	HPG	185,00	189,00
	STB	165,00	160,50
	ACB	30,00	30,30
Cổ phiếu niêm yết khác		90,44	90,50
Cổ phiếu và Chứng chỉ quỹ chưa niêm yết		263,20	251,00

Nguồn: SSI, DSC tổng hợp

CỔ TỨC TIỀN MẶT



(Tỷ đồng)	2022	2023	2024F
Doanh thu HĐ	6.335	7.158	8.196
Tăng trưởng DTT	-15%	13%	15%
Lợi nhuận HĐ	3.631	4.723	5.247
Môi giới	367	186	361
Margin	1.800	1.568	2.019
Tự doanh	1.428	2.933	2.828
IB & Khác	35	36	39
Lợi nhuận TT	2.110	2.849	3.396
Tăng trưởng LNTT	-37%	35%	19%

ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Từ 2016 – 2022, SSI duy trì trả cổ tức bằng Tiền với tỷ lệ 10%, tương đương với tỷ suất cổ tức là 2,9% (so với giá đóng cửa ngày 02/02/2024), so với lãi suất ngân hàng thì đây không phải là khoản đầu tư hấp dẫn cho nhà đầu tư dài hạn.

Định giá

P/B của SSI (tại giá đóng cửa 02/02/2024) đạt 2,26 lần, gần tương đương mức P/B trung bình 3 năm (2,23 lần) và thấp hơn trung bình ngành (2,3 lần).

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của SSI 2024 sẽ đạt lần lượt 8.196 tỷ (+15% yoy) và 3.396 tỷ (+19% yoy), với kỳ vọng doanh thu mảng Môi giới tăng ~30% và lãi từ cho vay margin tăng ~30%.

BVPS 2024 dự kiến đạt 17.315 VND/cp. Sử dụng mức P/B hợp lý là 2,3 lần, giá mục tiêu của SSI 2024 là 40.000 VND/cp, **upside 13,2%** so với giá đóng cửa ngày 20/02/2024.

**Kết quả dự phóng không bao gồm sự kiện tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu riêng lẻ.*

BIỂU ĐỒ GIÁ



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,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Lê Trần Khánh Linh,
Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn