

MUA

Giá mục tiêu 2024: **37.200 VND**
Upside: **18%**
Cập nhật: **15/08/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Nguồn vốn vững chắc là điểm tựa cho hoạt động cho vay margin và tự doanh. Duy trì tốt vị thế top đầu mảng dịch vụ môi giới.

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

Rủi ro: Thị trường chứng khoán biến động ảnh hưởng đến kết quả mảng môi giới.

	Q2/2023	Q2/2024	2024F
Doanh thu	1.680	2.307	8.008
% YoY	3%	37%	12%
LNTT	707	1.059	3.293
% YoY	35%	50%	16%

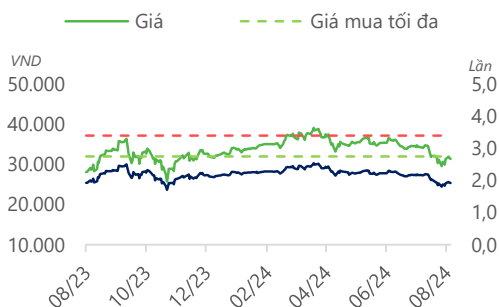
Đơn vị Doanh thu, LNST: tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

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 cộng thêm mối quan hệ với nhiều thương hiệu lớn.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Môi giới chứng khoán
Giá hiện tại:	31.400 VND
Vốn hóa:	47.387 tỷ VND
Số lượng CPLH:	1509,1 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	1.891 VND
P/B:	1,92 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

SSI

CTCP Chứng khoán SSI

KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu của SSI đạt 8.008 tỷ (+12% YoY), lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 3.293 tỷ (+16% YoY) dựa trên kịch bản VNIndex chinh phục thành công mốc 1.300 điểm trong năm 2024.

Lũy kế 1H.24, doanh thu và LNTT của SSI đạt lần lượt 4.280 tỷ (+35% YoY) và 2.002 tỷ (+51% YoY). Doanh nghiệp đã hoàn thành được 53% mục tiêu doanh thu và 59% mục tiêu lợi nhuận năm 2024.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SSI dựa trên cơ sở: (1) Vị thế top đầu mảng dịch vụ, (2) Hưởng lợi trực tiếp khi Hệ thống KRX đi vào hoạt động và TTCK được nâng hạng nhờ tệp KHCN lớn và (3) Danh mục tự doanh an toàn, lợi nhuận ổn định.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Duy trì vị thế top đầu mảng dịch vụ

Doanh thu môi giới của SSI liên tục tăng trong bối cảnh thanh khoản thị trường đang cải thiện qua từng quý. Dư nợ cho vay cũng tăng trưởng đáng kể trong Quý 2 và đang tiến gần hơn đến mức đỉnh đã đạt được vào năm 2021.

SSI vẫn duy trì khá tốt vị trí top đầu thị phần môi giới trong các năm qua nhờ 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 iFollow - Dịch vụ lựa chọn đầu tư theo danh mục đầu tư mẫu của các chuyên gia.

DSC đánh giá, khi hệ thống KRX đi vào hoạt động và TTCK Việt Nam được nâng hạng, SSI sẽ là một trong những CTCK được hưởng lợi nhiều nhất nhờ tệp khách hàng cá nhân lớn và sản phẩm tài chính chất lượng.

Danh mục đầu tư an toàn và tính ổn định cao

SSI là CTCK có danh mục đầu tư lớn nhất trong ngành, sở hữu danh mục có quy mô "khổng lồ" với giá trị lên đến hơn 44.000 tỷ. Hiệu suất đầu tư của danh mục không được cao như các CTCK lớn khác. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá lợi nhuận tự doanh của SSI tương đối ổn định và ít biến động theo thị trường hơn do tài sản nắm giữ chủ yếu là chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu có độ an toàn cao.

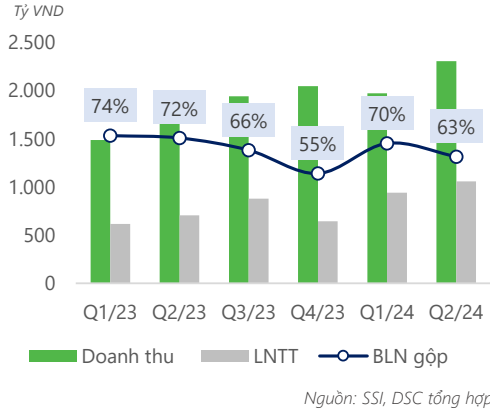
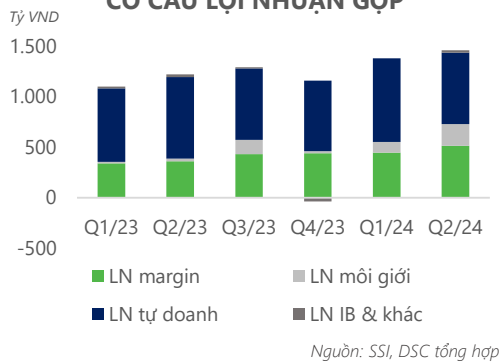
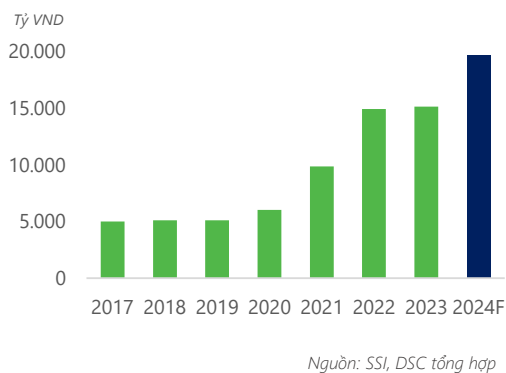
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH**Hồi phục mạnh mẽ**

SSI ghi nhận một Quý 2 đầy khởi sắc, với doanh thu đạt 2.307 tỷ (+37% YoY), LNTT đạt 1.059 tỷ (+50% YoY).

Mảng dịch vụ đóng góp ~50% lợi nhuận gộp của SSI. Trong đó, lợi nhuận gộp môi giới tăng tới gần 8 lần so với cùng kỳ lên mức 216 tỷ nhờ thanh khoản thị trường cải thiện và duy trì tốt thị phần môi giới.

Lợi nhuận margin cũng ghi nhận quả ngọt 513 tỷ (+42% YoY) khi dư nợ margin tăng cao lên đến gần 20.400 tỷ. SSI là CTCK có mức dư nợ cao thứ 2 trên thị trường chỉ sau TCBS. Mảng tự doanh chiếm hơn 43% tỷ trọng lợi nhuận gộp với 704 tỷ, kết quả tương đối ổn định nhờ việc nắm giữ nhiều TSTC an toàn.

Lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu và LNTT của SSI đạt lần lượt 4.280 tỷ (+35% YoY) và 2.002 tỷ (+51% YoY). Doanh nghiệp đã hoàn thành được 53% mục tiêu doanh thu và 59% mục tiêu lợi nhuận năm 2024.

KẾT QUẢ KINH DOANH**CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP****VỐN CHỦ SỞ HỮU****Dự kiến hoàn thành tăng vốn điều lệ trong năm nay**

Trong cuộc họp ĐHĐCĐ diễn ra vào tháng 4, 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.

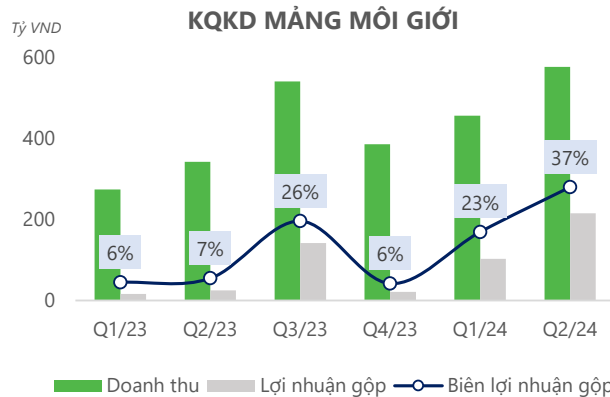
Theo cập nhật mới nhất, HĐQT SSI đã thông qua việc cập nhật hồ sơ đăng ký phát hành cổ phiếu. Kế hoạch tăng vốn sẽ được thực hiện thông qua 02 phương án: (1) Phát hành 302,2 cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 100:20 và (2) Chào bán 151 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 100:10 với mệnh giá 15.000 VND/cp. 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.

LUẬN ĐIỂM 1:

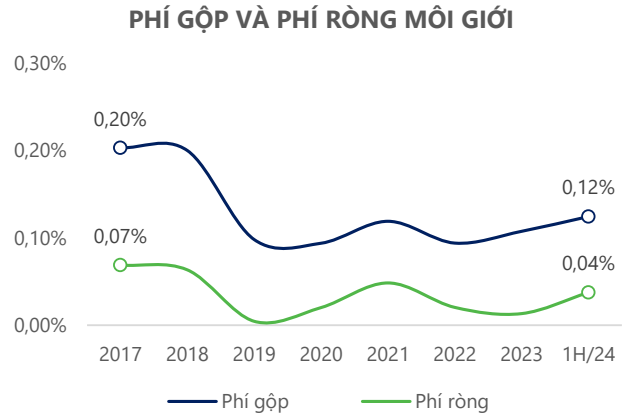
Duy trì vị thế top đầu mảng dịch vụ môi giới

SSI

CTCP Chứng khoán SSI



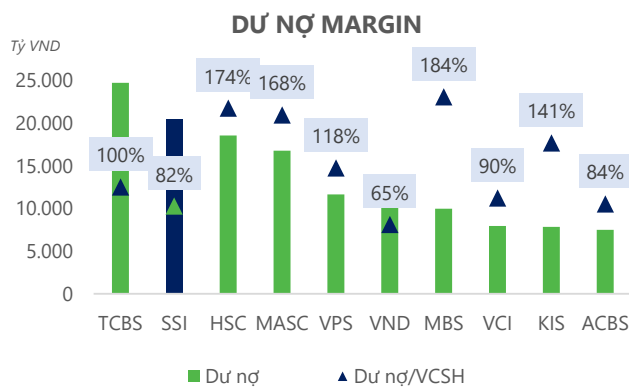
Nguồn: SSI, DSC tổng hợp



Nguồn: SSI, DSC tổng hợp

Mảng môi giới đang trong đà tăng

Thanh khoản thị trường cải thiện đã giúp kết quả hoạt động môi giới cải thiện đáng kể qua từng quý. Doanh thu tăng mạnh nhưng chi phí được kiểm soát nên biên lợi nhuận gộp đã tăng lên 37% - mức cao nhất kể từ Q1.22. SSI đã chủ động tham gia vào cuộc chiến giành thị phần với các chính sách giảm phí giao dịch hấp dẫn. 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.



Nguồn: BCTC Doanh nghiệp, DSC tổng hợp



Nguồn: SSI, DSC tổng hợp

Dư nợ cho vay thuộc top đầu, duy trì mức lãi suất cho vay hấp dẫn

Chúng tôi nhận định, chiến lược miễn/giảm phí giao dịch để thu hút khách hàng mới sẽ là cơ sở để SSI mở rộng hoạt động cho vay margin. Từ trước đến nay, SSI luôn nằm trong nhóm các CTCK có dư nợ margin lớn nhất. Tính đến hết Q2.24, dư nợ ghi nhận đạt 20.385 tỷ, tương đương tăng 16% so với quý trước và vượt mục tiêu năm 2024. Mặc dù vậy, tỷ lệ dư nợ/VCSH của SSI vẫn thấp hơn hầu hết các đối thủ bởi dư địa cho vay đã được mở rộng đáng kể sau các đợt tăng vốn.

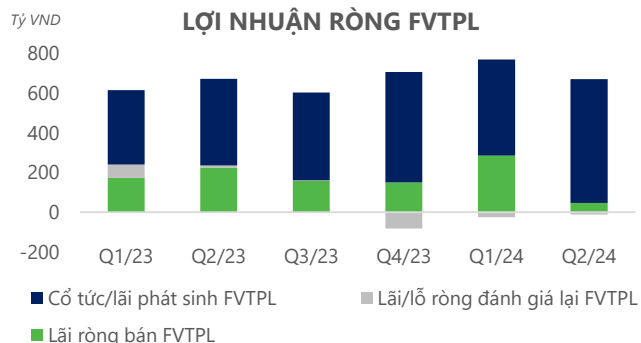
SSI cũng thường xuyên có lãi suất cho vay margin thấp hơn so với trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng, việc SSI có thể tiếp cận được nguồn vốn "rẻ" là yếu tố chính giúp doanh nghiệp có thể giữ lãi suất cho vay ở mức cạnh tranh. Ước tính, chi phí vốn của SSI thường thấp hơn 1-2,5% so với mức trung bình ngành Chứng khoán.

LUẬN ĐIỂM 2:

Danh mục đầu tư an toàn, mang lại lợi nhuận ổn định

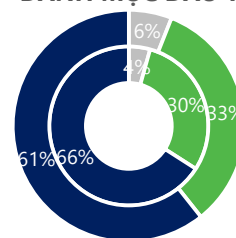
SSI

CTCP Chứng khoán SSI



Nguồn: SSI, DSC tổng hợp

DANH MỤC ĐẦU TƯ



Vòng trong: Q1.24
Vòng ngoài: Q2.24

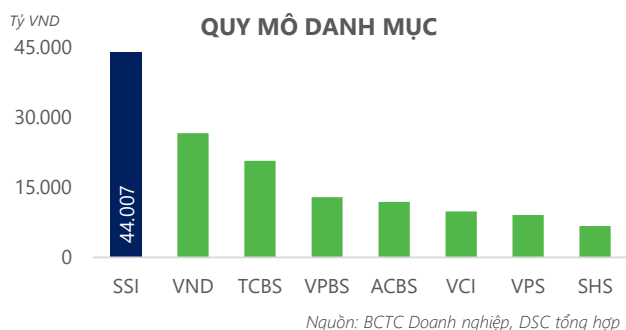
■ Cổ phiếu ■ Trái phiếu ■ Tiền gửi & Chứng chỉ tiền gửi

Nguồn: SSI, DSC tổng hợp

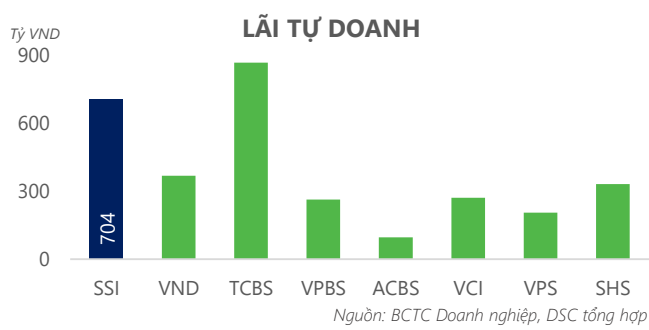
Lợi nhuận tự doanh không biến động mạnh

Phần lớn lợi nhuận tự doanh của SSI là lãi từ TSTC FVTPL do có tới 91% danh mục được phân bổ cho loại tài sản này. Tính đến hết Q2.24, danh mục tự doanh của SSI ghi nhận tổng giá trị là 44.007 tỷ, giảm 11% so với đầu năm do SSI đã giảm một lượng lớn chứng chỉ tiền gửi có giá trị gần 8.300 tỷ. Quy mô danh mục của SSI khá lớn so với các CTCK khác, nhưng chủ yếu gồm chứng chỉ tiền gửi (26.698 tỷ) và trái phiếu của các NHTM quốc doanh (14.667 tỷ) nên có độ an toàn cao.

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. Trong Q2.24, SSI đã gia tăng đầu tư vào cổ phiếu, nâng tỷ trọng loại tài sản này lên 6%. Danh mục cổ phiếu của SSI chủ yếu là các mã trong rổ VN30 và cổ phiếu chưa niêm yết (Pan Farm và ConCung). Một số khoản đầu tư đáng chú ý là VPB, HPG và MWG. Tuy tỷ trọng cổ phiếu tăng nhưng không quá đáng kể so với quy mô danh mục. Vì vậy chúng tôi đánh giá thời gian tới lợi nhuận tự doanh của SSI khó bùng nổ, bù lại mức độ ổn định cao là một điểm cộng.



Nguồn: BCTC Doanh nghiệp, DSC tổng hợp

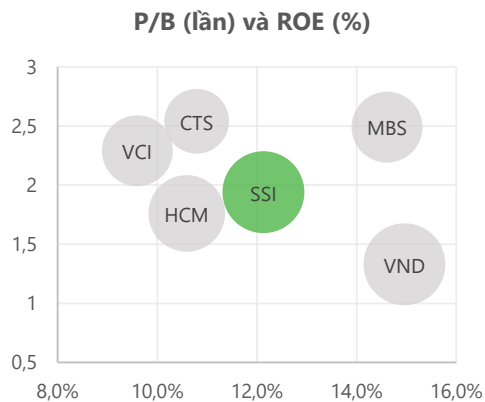


Nguồn: BCTC Doanh nghiệp, DSC tổng hợp

Cổ phiếu đáng chú ý trong danh mục FVTPL (Đơn vị: Tỷ đồng)

	Giá trị gốc	Giá trị hợp lý (30/06/2024)	Lãi/lỗ (%)	
Cổ phiếu và chứng khoán niêm yết	VPB	831,2	802,0	-3,5%
	STB	33,6	32,3	-3,6%
	TCB	95,7	90,9	-4,9%
	HPG	40,1	39,5	-1,5%
Cổ phiếu niêm yết cho hoạt động phòng ngừa rủi ro chứng quyền	HPG	243,1	239,4	-1,5%
	MWG	118,5	122,9	3,7%
	TCB	74,3	70,6	-4,9%
	VIB	83,5	78,9	-5,6%

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu hoạt động	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
% LNST (YoY)	-37%	35%	16%



DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

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. Mảng môi giới cũng cải thiện từ nền thấp của năm 2023 khi thanh khoản thị trường đang có tín hiệu sôi động hơn.

Cụ thể, dự phóng doanh thu năm 2024 sẽ đạt 8.008 tỷ (+12% YoY), LNST đạt 3.293 tỷ (+16% YoY). Nếu hoàn thành, SSI sẽ xác lập một kỷ lục mới về doanh thu trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp.

Định giá

Hiện tại, cổ phiếu SSI đang giao dịch ở mức P/B là 1,9x lần, thấp hơn mức trung vị 4 năm của doanh nghiệp (2,1x lần). Vùng P/B 4 năm được lựa chọn để định giá bởi DSC cho rằng đây là khoảng có tính chất tương đương về cả quy mô doanh nghiệp và sự phát triển của thị trường. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu SSI đang ở vùng mua hấp dẫn với vị thế top đầu ngành và tiềm năng phát triển mảng quản lý tài sản.

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 18% so với giá đóng cửa ngày 14/08/2024 là 31.400 VND/cổ phiếu.

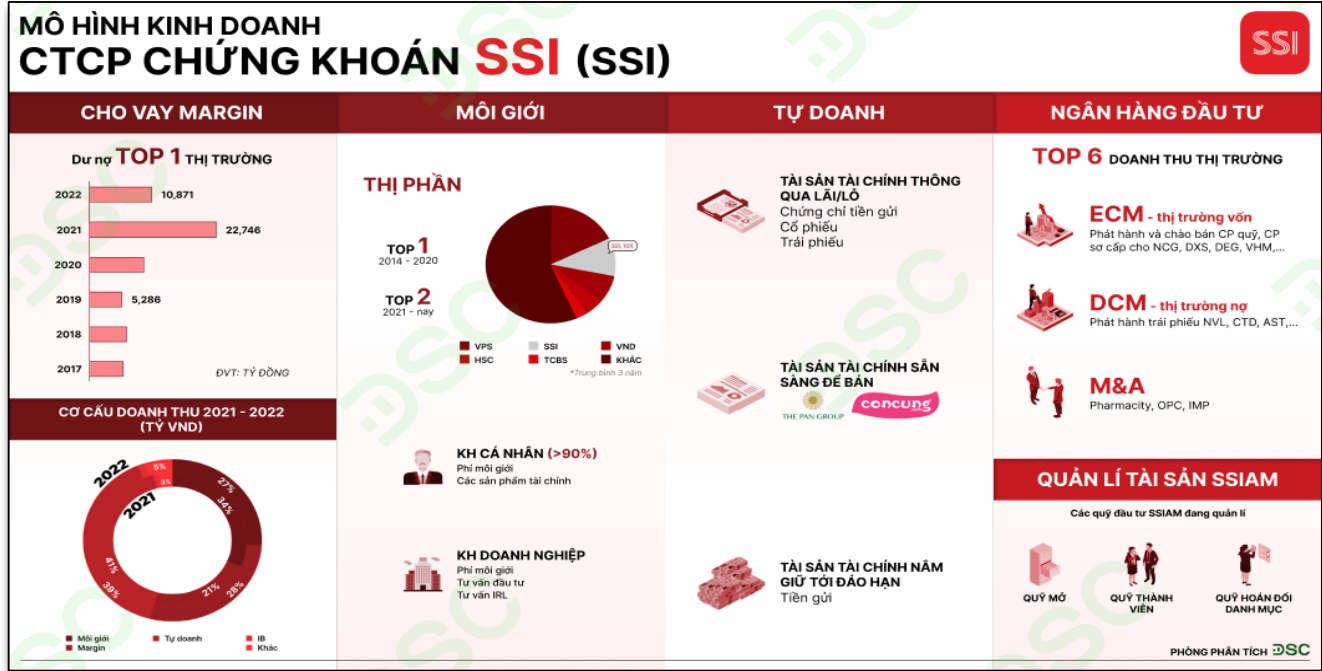
Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu SSI, giá mục tiêu bình quân là 34.500 VND/ cổ phiếu, upside 10% so với giá đóng cửa ngày 12/08/2024.

BIỂU ĐỒ GIÁ

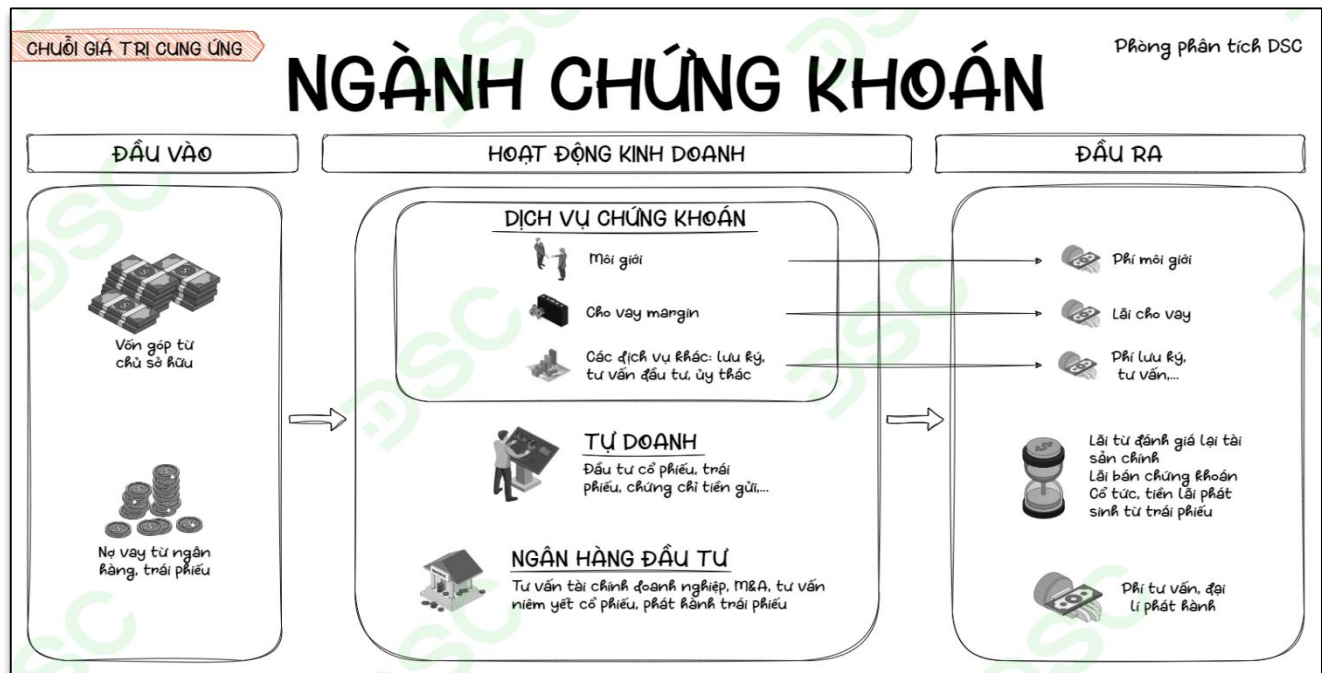


Nguồn: Fünpro, DSC tổng hợp

MÔ HÌNH KINH DOANH



MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG NGÀNH



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

Tiền Quốc Việt,


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

Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@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