



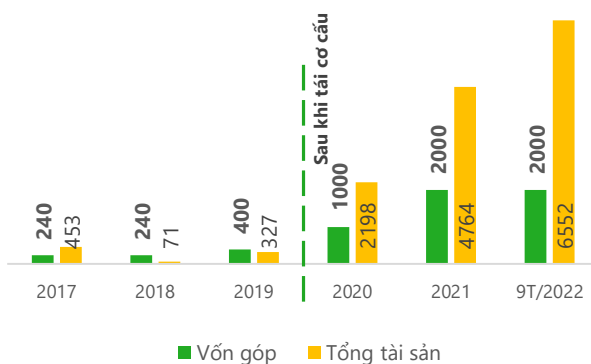
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- CTCP Chứng khoán Tiên Phong (ORS) được thành lập năm 2006 với vốn điều lệ 60 tỷ đồng, hoạt động trong các lĩnh vực: Môi giới, tự doanh, tư vấn đầu tư và lưu ký chứng khoán. Năm 2019, ORS gia nhập hệ sinh thái của ngân hàng TMCP Tiên Phong. Tính đến nay, TPBank đang nắm giữ tỷ lệ sở hữu lớn nhất (tại ngày 07/02/2022 là 9,01%).
- Sau khi tái cơ cấu thành công, hoạt động kinh doanh hiệu quả và ổn định hơn. ORS hiện đang tập trung vào nghiệp vụ tư vấn tài chính, bên cạnh đó đẩy mạnh nghiệp vụ môi giới khách hàng cá nhân.

II. CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

- ORS ghi nhận **kết quả kinh doanh hồi phục mạnh mẽ từ mức nền thấp Q2/2022**. Lợi nhuận tăng từ âm 129 tỷ trong Q2/2022 lên 70 tỷ trong Q3/2022. Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ nghiệp vụ tự doanh và lưu ký chứng khoán.
- Tỷ lệ cho vay margin/vốn chủ đạt trung bình 70%, khá thấp so với ngành, thể hiện **dư địa tăng trưởng hoạt động cho vay còn khá lớn**.
- Danh mục tài sản tài chính trong Q3/2022 có sự biến động mạnh với tỷ trọng chuyển từ trái phiếu sang cổ phiếu**. Khoản trái phiếu niêm yết và chưa niêm yết giảm lần lượt 65% YoY và 91% YoY. Ngược lại, giá trị khoản mục cổ phiếu tăng 58% YoY.
- Tháng 7/2022, ORS phát hành thành công 2 đợt trái phiếu với tổng giá trị lên đến 1.000 tỷ đồng phục vụ chủ yếu cho hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán và tự doanh.
- Khoản mục đáng chú ý nhất trong cơ cấu tài sản ORS là **khoản phải thu khi giá trị khoản mục này có xu hướng tăng dần**. Q3/2022 tăng 22 lần so với cùng kỳ với khoản phải thu dịch vụ công ty chứng khoán cung cấp khác chiếm 70% (tăng 18 lần so với cùng kỳ).

QUY MÔ VỐN GÓP VÀ TỔNG TÀI SẢN

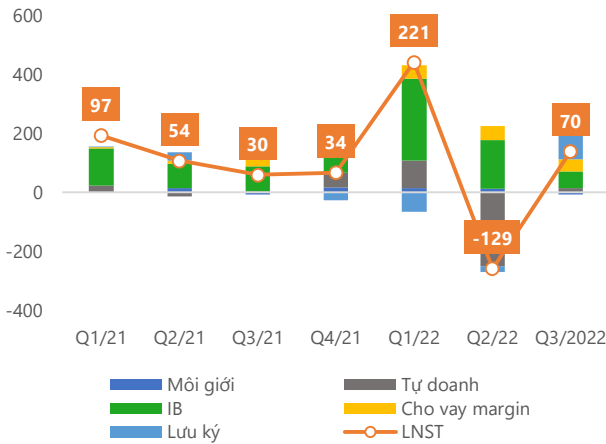




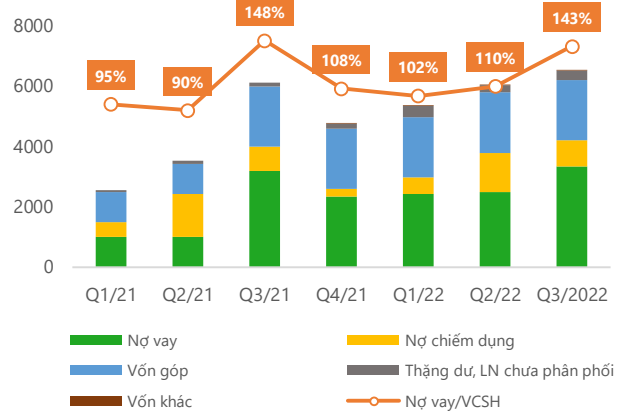
III. TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG

- Doanh thu và lợi nhuận Q3/2022 đạt lần lượt 549 tỷ (+56% YoY) và 70 tỷ (+141% YoY).
- Cơ cấu lợi nhuận gộp của ORS có sự đa dạng hóa và chuyển dịch tỷ trọng rõ rệt. Tỷ trọng mảng IB giảm từ 80% (Q3/2021) xuống còn 28% (Q3/2022). Ngược lại, với chiến lược tập trung mở rộng tệp khách hàng cá nhân, tỷ trọng hoạt động lưu ký và cho vay margin tăng dần, lần lượt đạt 45% và 20%.

CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP

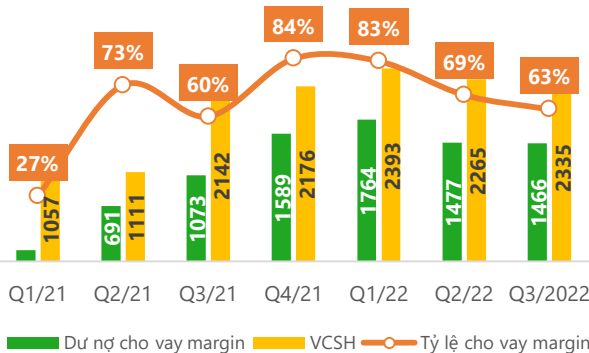


CƠ CẤU NGUỒN VỐN

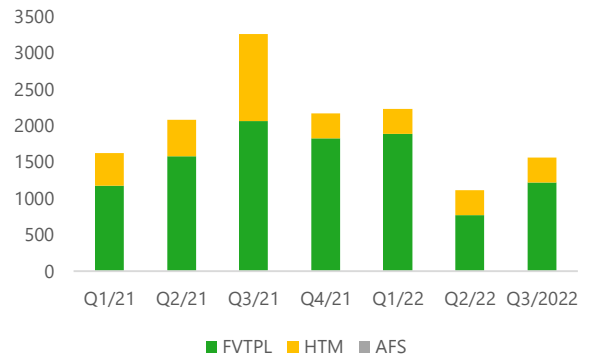


- Cùng với đà tăng doanh thu, chi phí hoạt động cũng tăng mạnh. Chi phí cho nhân viên tăng thêm hơn 12 tỷ đồng so với đầu năm do Công ty đang tích cực mở rộng thị phần.
- Giá trị danh mục đầu tư giảm 52% YoY do Công ty cắt lỗ các khoản trái phiếu chưa niêm yết của Tập đoàn Hưng Thịnh. Tuy nhiên lãi từ việc bán các tài sản tài chính này nằm trong khoản phải thu gần 800 tỷ đồng.

TỶ LỆ CHO VAY MARGIN



CƠ CẤU DANH MỤC ĐẦU TƯ

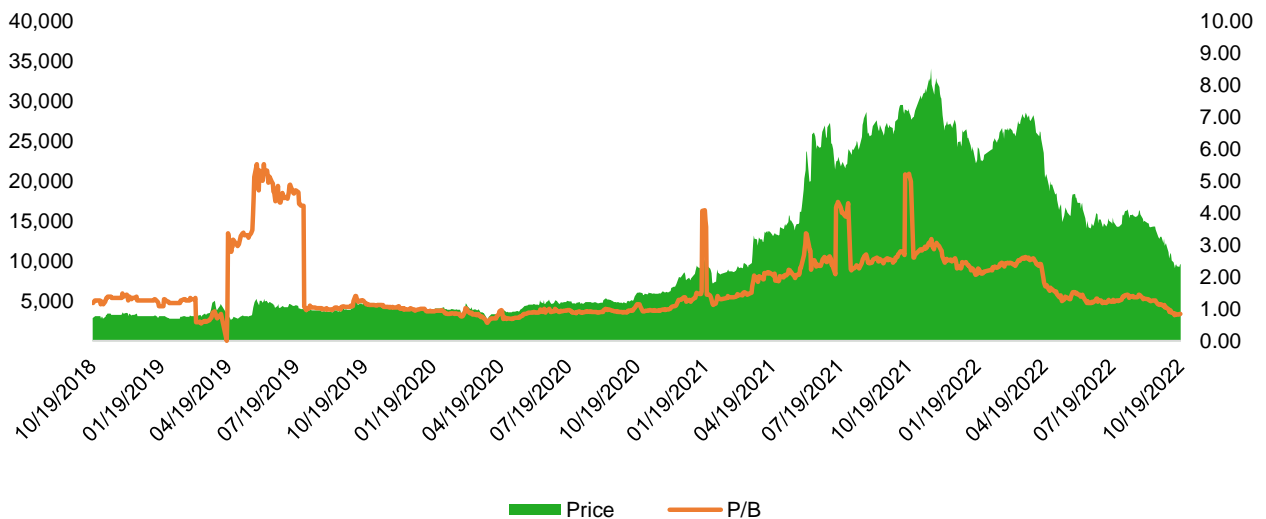




IV. GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

- ORS đang có mức định giá P/B là 0,85 thấp hơn mức trung bình 5 năm (1,73) và trung bình ngành (1,17).
- Sau khi tái cơ cấu, Công ty sử dụng lợi nhuận để bù đắp khoản lỗ từ năm 2018. Đến năm 2021, Công ty thực hiện trả cổ tức Tiền tỷ lệ 7%. Tỷ suất cổ tức tương đương 7,3%. So với lãi suất ngân hàng thì đây là khoản đầu tư hợp lý cho nhà đầu tư dài hạn.

BIỂU ĐỒ GIÁ



V. ĐỊNH GIÁ

- Năm 2022, DSC ước tính doanh thu và lợi nhuận của ORS đạt lần lượt 2.300 tỷ (+70% YoY) và 300 tỷ (+45% YoY), BVPS 2022 là 8.700 VND/cp, tương đương P/B fw là 1,1x lần, giá mục tiêu của ORS 2022 là 11.900 VNĐ/cp, **upside 23%** so với giá đóng cửa ngày 19/10/2022 là 9.630 VND/cp.