

CTCP CHỨNG KHOÁN SSI (HOSE: SSI) [Năm giữ]

Báo cáo công ty

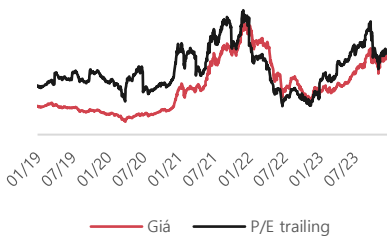
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ		TÓM TẮT TÀI CHÍNH				
Nhóm ngành ICB cấp 3	Chứng khoán	Thu nhập thuần (tỷ đồng)	2021	2022	2023E	2024F
Ngày thực hiện báo cáo	12/01/2024	Tăng trưởng (% y/y)	3,630	2,406	2,951	3,778
Thị giá	33,850	Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	108.4%	-33.7%	22.6%	28.0%
Giá mục tiêu	32,900	Tăng trưởng (% y/y)	2,695	1,698	2,066	2,660
Tiền năng tăng giá	-2.9%	EPS	114.6%	-37.0%	21.7%	28.8%
Cổ tức	1,000	Tổng tài sản (tỷ đồng)	2,738	1,140	1,376	1,363
Tổng lợi nhuận	0.0%	Giá trị sổ sách	50,793	52,226	54,406	65,590
THÔNG TIN CỔ PHIẾU		SO SÁNH NHÓM NGÀNH				
Vốn hóa	50,821	PE	SSI	Trung vị ngành		
Sở hữu nước ngoài	46%	PB	24.3	23.0		
KLTB 10 ngày	13,380,560	ROE	2.3	1.6		
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,499	ROA	9.4%	7.1%		
Beta	1.81		4.0%	3.4%		

Nguồn: AseanSc research tổng hợp

Giới thiệu công ty

Chứng khoán SSI là một trong những công ty chứng khoán hàng đầu tại Việt Nam với hơn 23 năm lịch sử hình thành và phát triển. SSI sở hữu lực lượng khách hàng đông đảo, mạng lưới giao dịch rộng khắp tại các thành phố lớn trên cả nước như Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng, và luôn nằm trong TOP các công ty chứng khoán dẫn đầu về thị phần giao dịch. Tháng 05/2021 đánh dấu cột mốc đáng nhớ của SSI khi trở thành Công ty Chứng khoán đầu tiên đạt quy mô vốn hóa trên 1 tỷ USD trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tăng trưởng giá so với PE



Nguồn: AseanSc research tổng hợp

Phạm Doãn Quyền

Quyên.pd@AseanSc.com.vn

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN DUY TRÌ ỔN ĐỊNH

Quan điểm đầu tư & Định giá

- Chúng tôi đưa ra quan điểm **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu SSI dựa trên vị thế dẫn đầu của công ty trong ngành, cũng như triển vọng kinh doanh khả quan trong năm 2024F. Tuy nhiên, mức giá hiện tại của SSI chưa thực sự hấp dẫn đối với chúng tôi. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên tiếp tục quan sát, theo dõi diễn biến giá của cổ phiếu và chủ động thăm dò khi cổ phiếu xuất hiện các nhịp điều chỉnh về vùng giá 30,000-32,000 VNĐ/cổ phiếu.
- Định giá mục tiêu cho cổ phiếu SSI trong năm 2024 ở mức 32,900 VNĐ/cổ phiếu (-2.9% so với giá tại ngày 12/01/2024) bằng phương pháp P/B, với P/B mục tiêu năm 2024F là 1.96 lần.

Dự báo kết quả kinh doanh 2024

- ASEANSC dự phóng thu nhập hoạt động/lợi nhuận sau thuế năm 2024F của SSI ước đạt 3,778 tỷ đồng (+28.0% yoy)/2,660 tỷ đồng (+28.8% yoy).

Luận điểm đầu tư

- Quy mô và hiệu quả hoạt động môi giới đang dần có sự cải thiện.
- Hoạt động tự doanh duy trì hiệu suất sinh lời ổn định và vượt trội so với Index.
- Quy mô dư nợ cho vay dần phục hồi và Spread lãi suất mở rộng mang tới triển vọng tích cực cho hoạt động huy động & cho vay.
- Hoạt động IB có tín hiệu khởi sắc trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang dần hồi phục.
- Triển vọng tích cực từ thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2024.

Rủi ro đầu tư

- Cơ cấu thu nhập thuần cho thấy sự thiếu bền vững khi tỷ trọng đóng góp của hoạt động tự doanh ở mức quá cao.
- Tồn kho trái phiếu trong book tăng cao khiến rủi ro về mặt thanh khoản tăng lên.
- Cạnh tranh gay gắt về phí giữa các công ty chứng khoán.
- Định giá hiện tại chưa thực sự hấp dẫn.

NHẬN ĐỊNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA SSI

Kết quả kinh doanh 9T-2023 duy trì đà tăng trưởng ở mức cao nhờ đóng góp chính từ mảng hoạt động tự doanh

- Tổng doanh thu Q3-23 của SSI đạt 1,972 tỷ đồng, tăng 15% QoQ. Lũy kế 9T-2023, tổng doanh thu đạt 5,188 tỷ đồng, tăng nhẹ 2% YoY.
- Tổng thu nhập thuần Q3-23 của SSI đạt 961 tỷ đồng, tăng 21% QoQ. Lũy kế 9T-2023, thu nhập thuần đạt 2,452 tỷ đồng, tăng khá (+21% YoY), trong đó:
 - Thu nhập thuần hoạt động môi giới cải thiện mạnh trong Q3-23, tăng gấp 5.7 lần so với Q2-23 và tăng 193% YoY. Tuy vậy, cộng dồn 9T-2023, thu nhập thuần từ hoạt động môi giới vẫn đang giảm tốc -51% YoY. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự suy giảm giá trị giao dịch so với cùng kỳ trên toàn thị trường.
 - Thu nhập thuần từ hoạt động tự doanh Q3-23 giảm nhẹ (-12%) so với quý trước đó nhưng vẫn đang tăng 120% YoY. Lũy kế 9T-2023, hoạt động tự doanh đóng góp 1,927 tỷ đồng vào thu nhập thuần toàn công ty, tăng 165% YoY. Kết quả có được là do diễn biến tích cực từ thị trường trong 9T-2023 khi Vn-Index ghi nhận mức tăng 14.6% YTD trong khi giảm rất mạnh (-24.4% YTD) trong 9T-2022.
 - Thu nhập thuần từ hoạt động huy động & cho vay Q3-23 cải thiện mạnh so với quý trước đó (+293% YTD) và tăng 16% YoY. Lũy kế 9T-2023, hoạt động huy động & cho vay đóng góp 288 tỷ đồng vào thu nhập thuần toàn công ty, giảm mạnh 67% YoY. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự sụt giảm mạnh của dư nợ cho vay kể từ Q3-22 và đạt mức thấp điểm nhất vào Q4-22 và Q1-23.
 - Thu nhập thuần từ hoạt động IB Q3-23 đạt 13 tỷ đồng, lũy kế 9T-2023 mới chỉ đạt 15 tỷ đồng, giảm mạnh 62% YoY do thị trường trái phiếu tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong nửa đầu năm 2023 khiến cho quy mô thị trường tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp bị thu hẹp.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp Q3-23 ở mức 81 tỷ đồng, giảm 10% QoQ nhưng tăng thêm 9% YoY. Lũy kế 9T-2023, chi phí quản lý doanh nghiệp ở mức 247 tỷ đồng, tăng thêm 17% YoY.
- Sự cải thiện hiệu quả hoạt động ở các mảng hoạt động lõi như môi giới và cho vay giúp cho lợi nhuận sau thuế Q3-23 ghi nhận ở mức 710 tỷ đồng, tăng 25% QoQ và tăng mạnh 111% YoY. Lũy kế 9T-2023, lợi nhuận sau thuế đạt 1,780 tỷ đồng, tăng khá (+21% YoY).

Chỉ tiêu	Q3-2023		9T-2023	
Kết quả kinh doanh	Giá trị	%YoY	Giá trị	%YoY
Tổng doanh thu	1,972	44.4%	5,188	2.5%
Hoạt động môi giới	542	54.1%	1,158	-17.7%
Hoạt động tự doanh	784	73.3%	2,215	44.8%
Hoạt động huy động & cho vay	556	12.7%	1,515	-17.4%
Hoạt động IB	25	432.6%	35	-46.4%
Hoạt động khác	66	4.1%	265	17.0%
Thu nhập thuần	961	96.2%	2,452	20.7%
Hoạt động môi giới	142	192.8%	183	-51.0%
Hoạt động tự doanh	610	120.4%	1,927	164.6%
Hoạt động huy động & cho vay	198	16.2%	288	-66.8%
Hoạt động IB	13	404.5%	15	-62.1%
Hoạt động khác	(2)	-38.5%	39	69.6%
Chi phí quản lý	81	8.6%	247	17.3%
Lợi nhuận kế toán trước thuế	880	112.0%	2,205	21.1%
Lợi nhuận sau thuế	710	111.1%	1,780	21.6%

Nguồn: BCTC SSI, AseanSc research tổng hợp

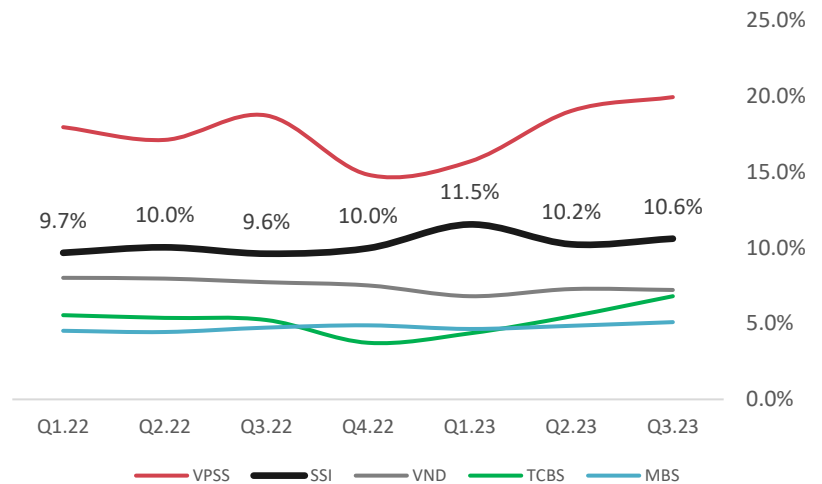
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quy mô và hiệu quả hoạt động môi giới đang dần có sự cải thiện

Duy trì vững chắc vị trí số 2 về mặt thị phần

- Thị phần của SSI duy trì tương đối ổn định trong khoảng từ 9.5-11.5% trong vài năm trở lại đây, bất chấp sự mở rộng thị phần liên tục từ đối thủ cạnh tranh trực tiếp cho vị trí dẫn đầu (VPS). Trong bối cảnh nhiều công ty chứng khoán vốn nhấn mạnh ở 5 vị trí dẫn đầu khác (VND, HCM, VCI) đang dần cho thấy sự hụt hơi trong cuộc đua thị phần.
- Cuộc đua thị phần cũng chứng kiến sự nổi lên của các công ty chứng khoán có vị thế thấp hơn trước đây, cụ thể là TCBS và MBS nhờ việc nhanh chóng triển khai các sản phẩm CopyTrade (iCopy của TCBS & Copy24 của MBS).
- Chúng tôi cho rằng SSI sẽ tiếp tục duy trì được mức thị phần tương đối cao như hiện tại (~11%), tương tự như năm 2023 nhờ vào việc đẩy mạnh các hoạt động truyền thông trên các nền tảng số, và bổ sung các sản phẩm mới chất lượng để giữ chân khách hàng.

Biến động thị phần của TOP 5 công ty chứng khoán hàng đầu

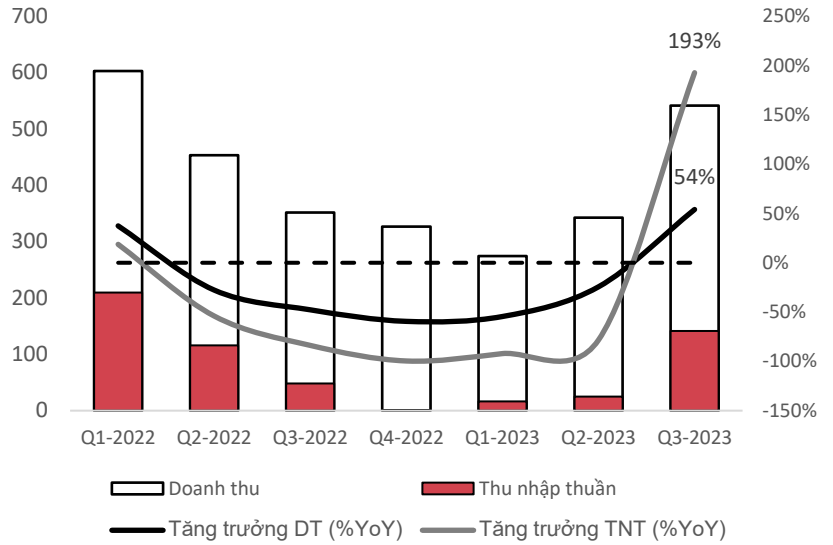


Nguồn: HOSE, AseanSc research tổng hợp

Hoạt động môi giới lấy lại đà tăng trưởng trong những quý cuối năm và sẵn sàng bứt phá trong năm 2024

- Doanh thu hoạt động môi giới Q3-23 ghi nhận mức tăng khá mạnh +54% YoY và +58% QoQ. Thu nhập thuần cải thiện mạnh, tăng 193% YoY và tăng gấp 5.5 lần so với quý trước đó. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự cải thiện mạnh thanh khoản giao dịch trong Q3-2023, cụ thể, giá trị giao dịch bình quân phiên trong Q3-23 ghi nhận mức tăng rất mạnh +63% YoY và +63% QoQ.
- Chúng tôi ước tính doanh thu & thu nhập thuần môi giới Q4-23 sẽ thấp hơn so với Q3-23 do giá trị giao dịch bình quân phiên đang cho thấy sự sụt giảm đáng kể trong Q4-23.
- Trong năm 2024F, chúng tôi đánh giá hoạt động môi giới có thể ghi nhận sự bứt phá trở lại, nhờ giá trị giao dịch bình quân phiên được cải thiện theo hướng tích cực (+20% yoy), thị phần của SSI tiếp tục duy trì ở mức cao như hiện tại (~11%) và tỷ lệ chi phí/doanh thu môi giới được tiết giảm, qua đó đưa doanh thu hoạt động môi giới bứt phá trở lại với mức tăng trưởng +64% yoy.

Doanh thu & thu nhập thuần hoạt động môi giới

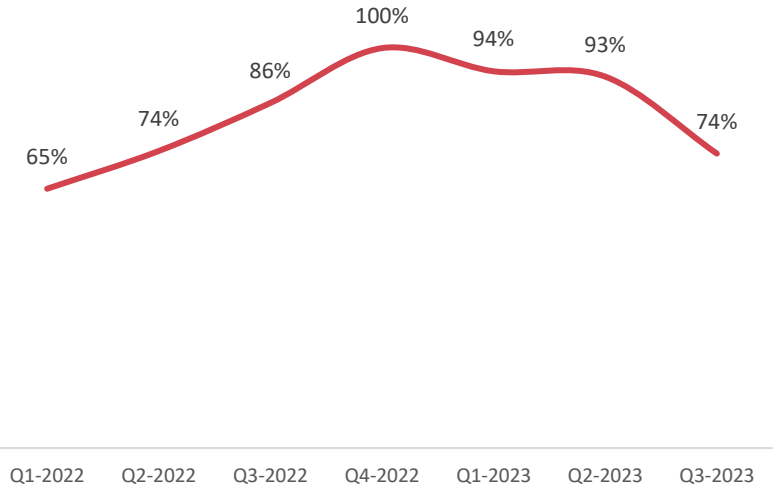


Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Tỷ lệ chi phí/doanh thu môi giới đang dần thu hẹp trở lại

• Tỷ lệ chi phí/doanh thu môi giới đang có dấu hiệu thu hẹp trở lại kể từ Q1-23, hiện chỉ còn ở mức 74% sau giai đoạn duy trì liên tục ở mức cao (>90%) trong 3 quý trước đó. Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự hồi phục của mảng dịch vụ môi giới trong bối cảnh thanh khoản thị trường đã có phần cải thiện hơn, qua đó giúp hiệu quả hoạt động mảng môi giới được cải thiện một cách đáng kể.

Tỷ lệ chi phí/doanh thu môi giới

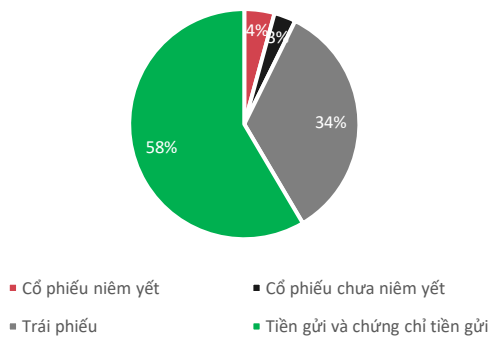


Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Hoạt động tự doanh duy trì hiệu suất sinh lời ổn định và vượt trội so với Index

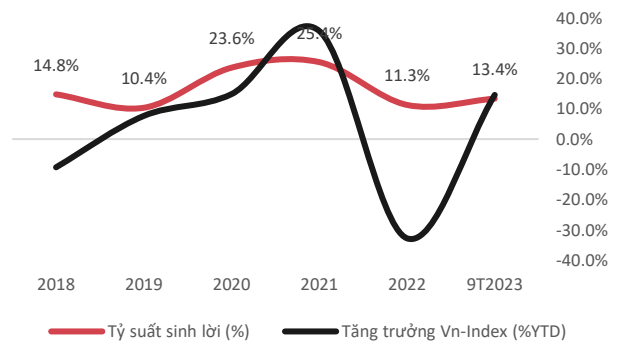
- Có thể thấy, mặc dù Vn-Index liên tục biến động mạnh trong thời gian vừa qua, đỉnh điểm nhất trong năm 2022, Vn-Index đã đánh mất tới gần 33% và cũng mất đến 9.3% trong năm 2018, nhưng SSI vẫn liên tục duy trì được tỷ suất sinh lời bình quân dương và cao hơn Vn-Index trong phần lớn thời gian trong vòng 5 năm trở lại đây.
- Chúng tôi dự báo Vn-Index sẽ có những diễn biến tích cực hơn trong năm 2024, qua đó giúp cho mảng hoạt động tự doanh của SSI duy trì hiệu suất sinh lời ở mức cao (14%/năm).

Tỷ trọng các khoản đầu tư của SSI



Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Tương quan tỷ suất sinh lời hoạt động tự doanh của SSI và Vn-Index



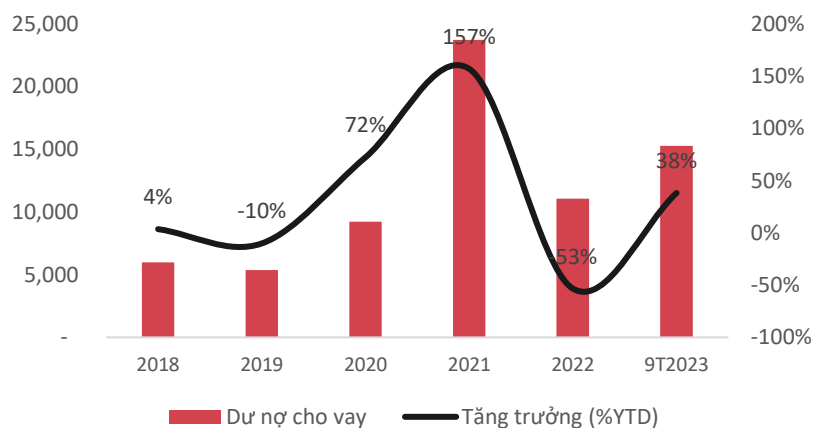
Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Quy mô dư nợ cho vay dần phục hồi và Spread lãi suất mở rộng mang tới triển vọng tích cực cho hoạt động cho vay Margin

Dư nợ đang dần hồi phục

- Dư nợ cho vay khách hàng đang trong xu hướng hồi phục khá mạnh kể từ đáy thấp nhất vào Q4-22 cho tới nay. Tính chung 9 tháng đầu năm 2023, tổng dư nợ cho vay khách hàng của SSI đã tăng hơn 38% so với đầu năm. Tuy vậy, mặt bằng dư nợ cho vay ở mức cao trong phần lớn thời gian của năm 2022 khiến cho tăng trưởng dư nợ bình quân 9T-2023 so với cùng kỳ tiếp tục duy trì ở mức âm.
- Chúng tôi dự báo dư nợ có thể có sự cải thiện nhẹ trong Q4-23 và tăng mạnh trở lại trong năm 2024F với mức tăng +30% yoy nhờ vào các yếu tố tích cực đến từ thị trường.

Tăng trưởng dư nợ (%YTD)

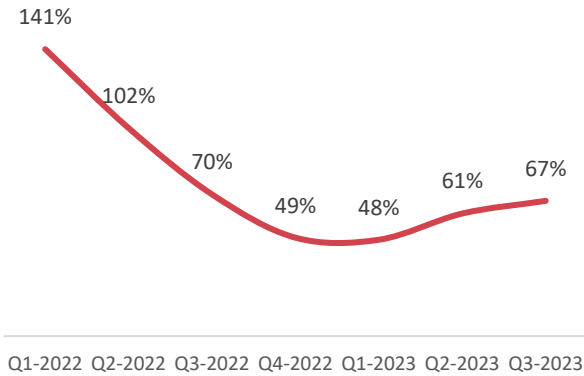


Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Nhu cầu vốn đi vay cao hơn trong bối cảnh thị trường có dấu hiệu tích cực trở lại

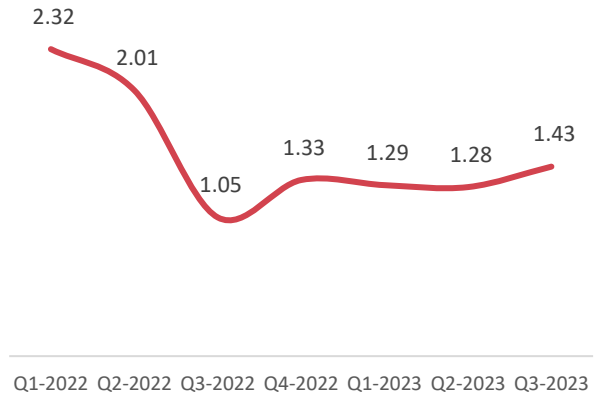
- Tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp có xu hướng nhích dần lên kể từ Q2-23 sau 2 quý rất thấp điểm trước đó. Trong bối cảnh thị trường đã có dấu hiệu hồi phục kể từ cuối Q1-23 giúp kích thích nhu cầu sử dụng đòn bẩy của nhà đầu tư, qua đó gián tiếp giúp các công ty chứng khoán phục hồi dư nợ cho vay.
- Đòn bẩy nợ vay của SSI cũng có dấu hiệu tăng trở lại kể từ cuối năm 2022 cho tới nay. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của SSI hiện ở mức 1.43 lần, tăng nhẹ so với quý trước (1.28 lần) và so với cùng kỳ năm trước (1.05 lần).

Tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn chủ sở hữu



Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu

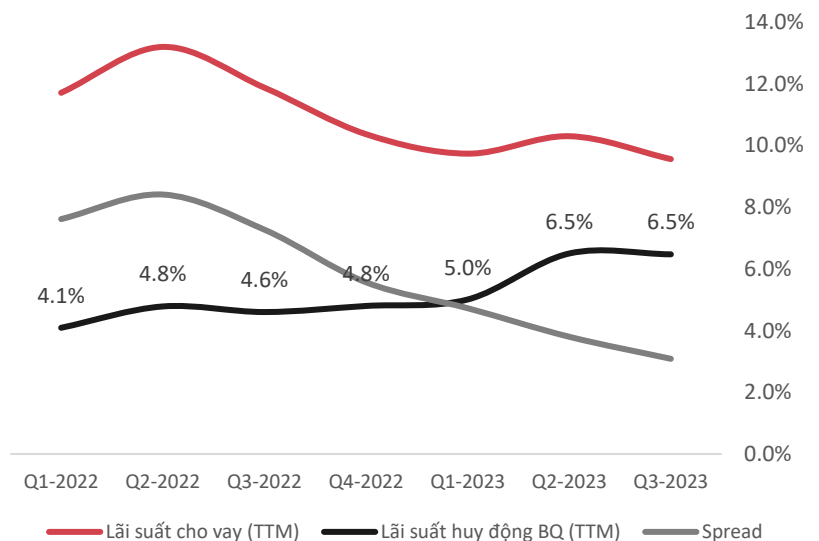


Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Chênh lệch lãi suất cho vay với lãi suất huy động cải thiện nhờ mặt bằng lãi suất huy động giảm nhanh hơn

- Mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng hạ nhiệt nhanh hơn so với lãi suất cho vay đầu ra giúp cho chênh lệch lãi suất đầu ra-đầu vào liên tục được cải thiện trong nhiều quý trở lại đây. Tính đến hết Q3-23, lãi suất cho vay đầu ra của SSI đạt 9.6%, giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước (10.4%), trong khi lãi suất huy động giảm rất mạnh từ mức 7.3% (Q3-22) xuống chỉ còn ở mức 3.1% đến cuối Q3-23, đã giúp cho chênh lệch lãi suất được nâng lên mức 6.5%, vượt trội so với thời điểm cùng kỳ (chỉ 4.6%).
- Chúng tôi dự báo mức chênh lệch lãi suất cho vay & huy động sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao như hiện tại nhờ mặt bằng lãi suất huy động vẫn đang trong xu hướng giảm, trong khi lãi suất cho vay sẽ có tốc độ điều chỉnh giảm chậm hơn.

Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay

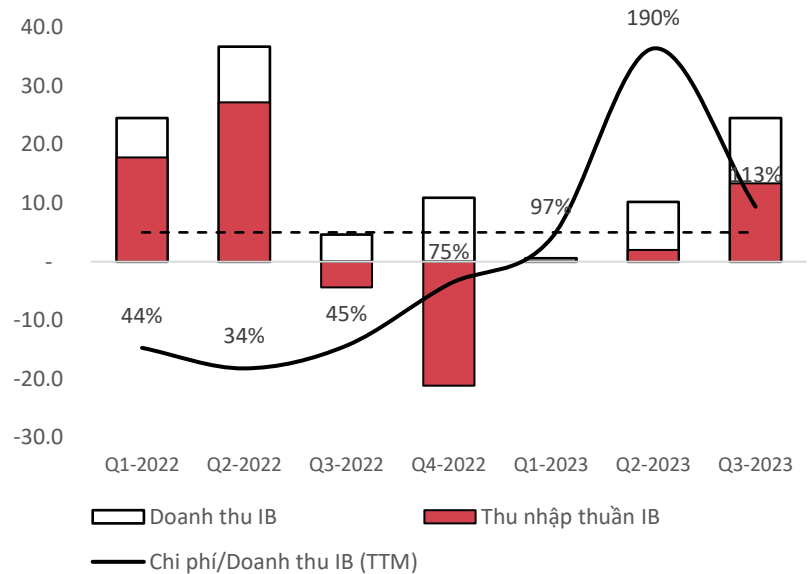


Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Hoạt động IB có tín hiệu khởi sắc trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang dần hồi phục

- Trong Q3-23, SSI ghi nhận doanh thu IB đạt 24.5 tỷ đồng, tăng mạnh 140% so với Q2-23 và tăng gấp 5.3 lần so với cùng kỳ năm trước. Thu nhập thuần từ hoạt động IB Q3-23 cũng tăng mạnh lên 13 tỷ đồng và là quý mang lại thu nhập thuần dương thứ 2 liên tiếp sau 3 quý liên tiếp hoạt động dưới ngưỡng điểm hòa vốn trước đó (Q3-22 đến Q1-23). Đây là những tín hiệu bước đầu cho thấy triển vọng tích cực của mảng hoạt động IB đang dần quay trở lại, trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang dần cho thấy dấu hiệu hồi phục rất rõ nét kể từ T6-23 tới nay, sau khi chính phủ có những động thái tương đối quyết liệt để hỗ trợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp vốn đang chìm trong khủng hoảng, giúp dần lấy lại niềm tin của nhà đầu tư.

Doanh thu và thu nhập thuần hoạt động IB



Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

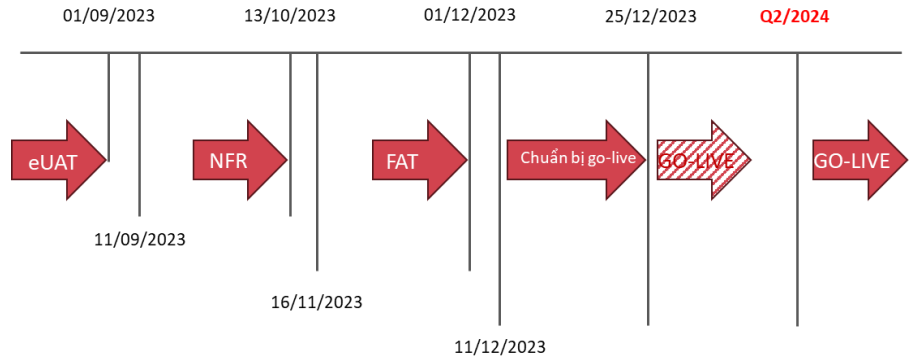
Triển vọng tích cực cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2024

- Trong năm 2024, thị trường chứng khoán Việt Nam được kỳ vọng đón nhận thêm nhiều yếu tố tích cực, qua đó giúp điểm số và thanh khoản thị trường tiếp đà phục hồi và là tiền đề cho các công ty chứng khoán nói chung và SSI nói riêng tiếp tục cải thiện mạnh hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Hệ thống KRX sắp được đưa vào triển khai mang tới nhiều lợi ích cho nhà đầu tư và cả các công ty chứng khoán

- Hệ thống giao dịch KRX dự kiến sẽ đưa vào vận hành từ cuối tháng 12-2023. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, thời gian go-live có thể chậm hơn dự kiến khoảng từ 3-5 tháng do tiến độ test hệ thống giữa các bên vẫn chưa hoàn thành và xuất hiện nhiều lỗi phát sinh. Mặc dù có thể chậm hơn dự kiến nhưng với việc chính thức triển khai hệ thống KRX trong năm 2024 sẽ mang đến cho thị trường chứng khoán Việt Nam cơ hội bứt phá với nhiều lợi ích mới dành cho nhà đầu tư như bán khống cổ phiếu, hướng tới giao dịch T+0 sau khi xử lý xong kỹ thuật thanh toán bù trừ liên tục. Ngoài ra, hệ thống KRX cũng sẽ góp phần thúc đẩy quá trình nâng hạng TTCK khi nhà đầu tư có sự thuận lợi và bình đẳng hơn trong giao dịch.

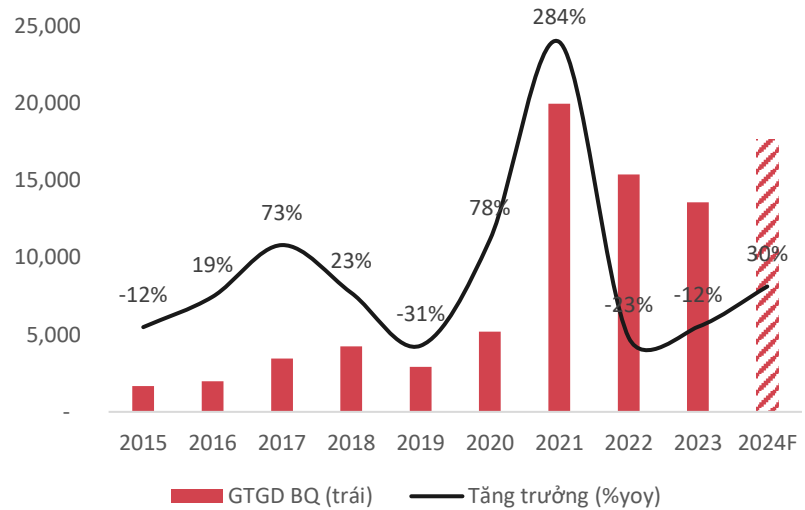
Kế hoạch triển khai hệ thống KRX của HOSE



Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM

- Thanh khoản hệ thống được dự báo sẽ gia tăng đáng kể nhờ việc hệ thống vận hành ổn định, ít trục trặc hơn và thời gian chứng khoán chờ về được rút ngắn giúp tăng sức mua của nhà đầu tư và làm gia tăng thanh khoản giao dịch cho thị trường.

Biến động giá trị giao dịch bình quân phiên HSX



Nguồn: HSX, AseanSc research tổng hợp

Nâng hạng thị trường từ cận biên sang thị trường mới nổi trước năm 2025

- Các cơ quan quản lý đang đặt quyết tâm cao giúp thị trường chứng khoán Việt Nam nâng hạng từ thị trường cận biên sang thị trường mới nổi trước năm 2025. Như vậy, việc triển khai tất cả các tiêu chí để đáp ứng yêu cầu nâng hạng thị trường cần hoàn thành ngay trong năm 2024 tới đây. Việc nâng hạng thị trường sẽ giúp thị trường chứng khoán Việt Nam có thêm lượng lớn vốn đầu tư từ các tổ chức tài chính nước ngoài, đặc biệt là từ các quỹ ETF hiện đang sử dụng các bộ chỉ số MSCI Emerging Markets Index và FTSE EM làm tham chiếu. Việc nâng hạng thị trường lên mới nổi có thể mang đến thêm 10 tỷ USD đầu tư gián tiếp mới cho Việt Nam thông qua thị trường chứng khoán, trong đó năm đầu tiên có thể tiếp nhận thêm từ 2-5 tỷ USD.

Bảng tổng hợp tiêu chí đánh giá nâng hạng thị trường

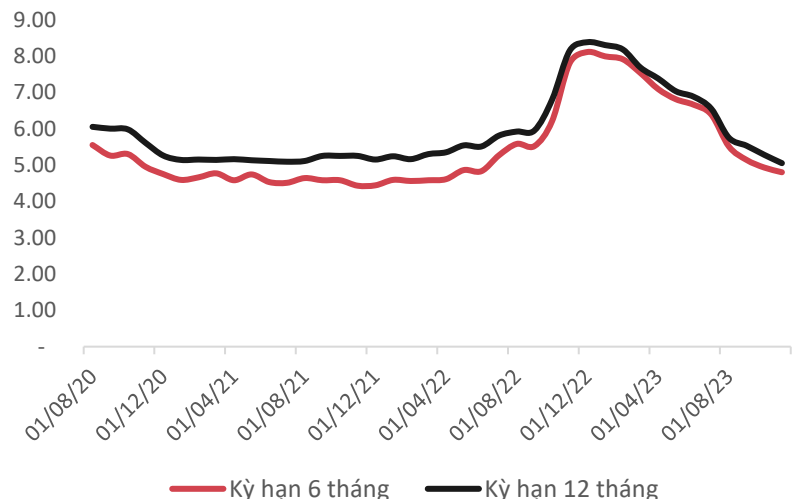
	MSCI	FTSE
Tiêu chí đã đạt	<p>Đạt được 4 tiêu chuẩn định lượng gồm:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Số lượng công ty ✓ Tổng vốn hóa thị trường ✓ Tổng vốn hóa theo free-float <p>Đạt 9/18 tiêu chí định tính:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Thanh khoản thị trường ✓ Chủ yếu là các tiêu chí về lưu ký, thanh toán & môi trường pháp lý 	<p>Đạt chuẩn 10 tiêu chí, trong đó chủ yếu là các tiêu chí về lưu ký, thanh toán & môi trường pháp lý</p> <p>Đạt 2/5 tiêu chí quy định về môi trường pháp lý:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Có cơ quan quản lý thị trường, ✓ Không có sự phản đối hay hạn chế hoặc hình phạt áp dụng với dòng vốn đầu tư hoặc dòng vốn và thu nhập hồi hương <p>Đạt 3/9 tiêu chí quy định về thị trường cổ phiếu:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Môi trường cạnh tranh ✓ Chi phí công khai ✓ Tính minh bạch thị trường
Tiêu chí chưa đạt	<p>9/18 tiêu chí định tính chưa đạt được:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Giới hạn sở hữu nước ngoài ✓ Room khối ngoại ✓ Quyền bình đẳng đối với NĐTNN ✓ Tự do hóa thị trường ngoại hối ✓ Luồng thông tin bằng tiếng Anh ✓ Thanh toán bù trừ ✓ Khả năng chuyển nhượng ✓ Cho vay chứng khoán ✓ Bán khống 	<p>Các tiêu chí hạn chế trong môi trường pháp lý:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Đối xử công bằng với cổ đông thiểu số ✓ Hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài ✓ Đơn giản hóa quy trình đăng ký cho NĐTNN <p>Các tiêu chí hạn chế về môi trường giao dịch:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Thị trường ngoại hối chưa phát triển ✓ Hoạt động cho vay chứng khoán ✓ Thị trường phái sinh phát triển ✓ Cơ chế giao dịch hiệu quả ✓ Các tiêu chí chưa đạt chuẩn ✓ Cho phép bán khống và giao dịch OTC ✓ Trung tâm thanh toán bù trừ (cho cổ phiếu)

Nguồn: AseanSc research tổng hợp

Mặt bằng lãi suất ở mức thấp thúc đẩy dòng tiền quay trở lại kênh chứng khoán.

• Mặt bằng lãi suất thấp hơn sẽ khiến cho người dân trở nên không mấy mặn mà với lãi suất tiền gửi tiết kiệm, qua đó đi tìm kiếm các kênh đầu tư hứa hẹn mang lại lợi suất cao hơn như thị trường chứng khoán, nhất là trong bối cảnh thị trường bất động sản tương đối ảm đạm như hiện nay thì kênh đầu tư chứng khoán lại càng trở nên hấp dẫn hơn. Mặt khác, lãi suất thấp sẽ giúp cho định giá của thị trường và doanh nghiệp niêm yết trở nên hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư và giới chuyên gia nhờ lợi suất kỳ vọng thấp hơn.

Lãi suất huy động bình quân của nhóm ngân hàng lớn

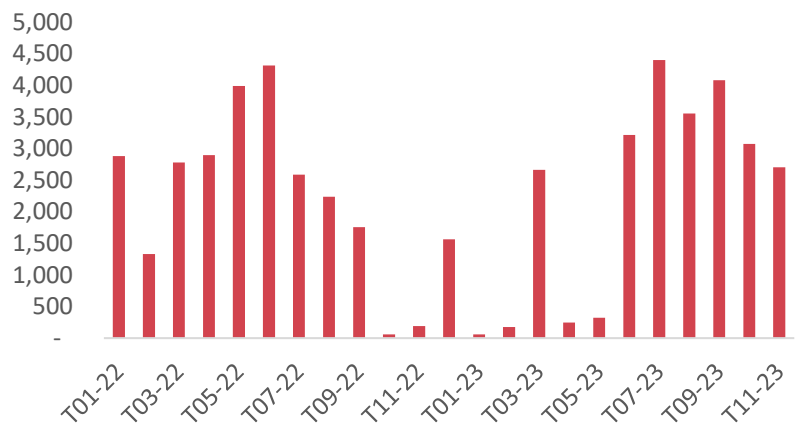


Nguồn: AseanSc research tổng hợp

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp phục hồi mang đến triển vọng tích cực cho mảng hoạt động IB

• Kể từ khi nghị định số 08/2023/NĐ-CP có hiệu lực thi hành kể từ ngày 05/03/2023, cùng với đó là việc đưa vào vận hành hệ thống giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại HNX từ ngày 19/7, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã cho thấy nhiều tín hiệu khởi sắc hơn. Cụ thể, giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành đã có sự cải thiện đáng kể ngay trong T3.2023 và phục hồi gần như hoàn toàn kể từ T6.2023 tới nay, không còn tình trạng trầm lắng và gần như không có phát sinh trong nhiều tháng trước đó. Điều này cho thấy sự và cuộc quyết liệt của Chính phủ trong việc khơi thông một trong những kênh dẫn vốn rất quan trọng đối với nền kinh tế hiện nay. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp khởi sắc cũng sẽ đem đến triển vọng tăng trưởng trở lại cho các hoạt động tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp tại các công ty chứng khoán, vốn đang bị thu hẹp rất mạnh trong thời gian vừa qua, thậm chí đã về dưới mức hòa vốn trong năm 2023.

Giá trị phát hành TPDN trong 2 năm gần đây



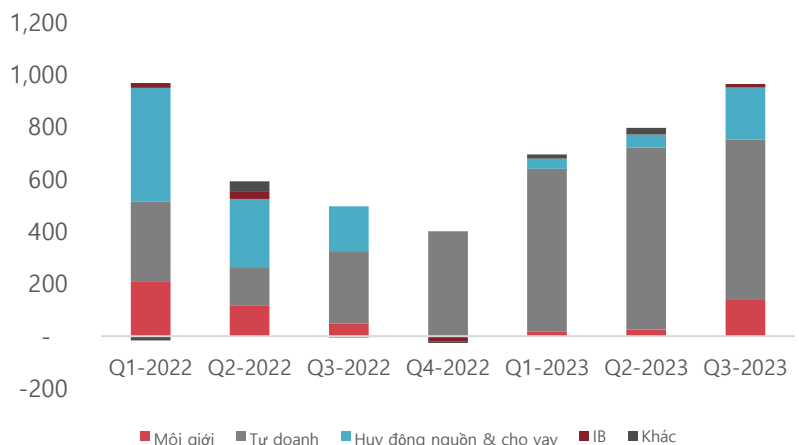
Nguồn: Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam

RỦI RO

Cơ cấu thu nhập thuần cho thấy sự thiếu bền vững khi tỷ trọng đóng góp của hoạt động tự doanh ở mức quá cao

• Cấu trúc thu nhập thuần của SSI ngày càng phụ thuộc hơn vào hoạt động tự doanh. Lũy kế 9T.2023, thu nhập thuần từ hoạt động tự doanh hiện đang chiếm tới 78.6% tổng thu nhập thuần của toàn doanh nghiệp. Trong khi đó, 2 nhóm dịch vụ lõi khác là môi giới và cho vay thu hẹp tỷ trọng đóng góp vào thu nhập thuần chỉ còn ở mức 7.5% và 11.7%.

Cấu trúc thu nhập thuần

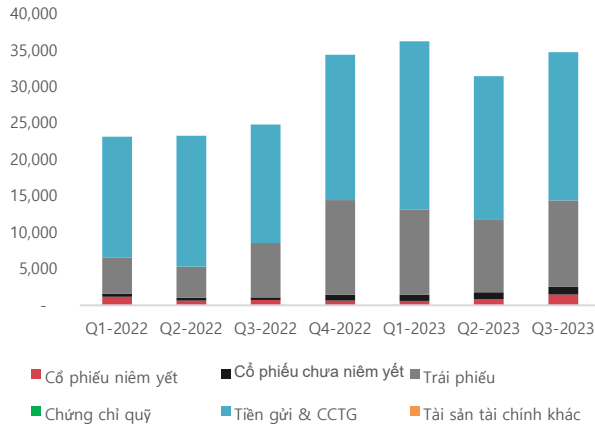


Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Tồn kho trái phiếu trong book tăng cao khiến rủi ro về mặt thanh khoản tăng lên

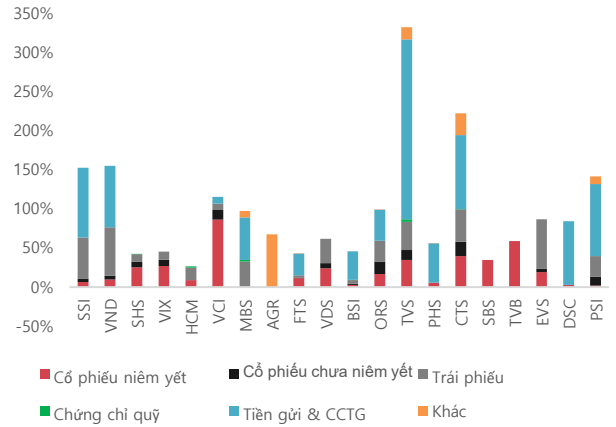
- Quy mô danh mục đầu tư của SSI có xu hướng chững lại trong 3 quý trở lại đây sau khi tăng mạnh trong Q4-22. Danh mục đầu tư của SSI hiện vẫn tập trung lớn vào tiền gửi & chứng chỉ tiền gửi (chiếm 58%) và trái phiếu (chiếm 34%). Trong đó, có thể thấy, quy mô nắm giữ trái phiếu gia tăng mạnh kể từ Q4-22 và duy trì mức tỷ trọng cao từ đó cho tới nay. Tỷ lệ trái phiếu trong book/vốn chủ sở hữu của SSI hiện ở mức 52% và thuộc nhóm cao nhất toàn ngành.

Cấu trúc danh mục đầu tư



Nguồn: BCTC của SSI, AseanSc research tổng hợp

Tỷ trọng tài sản đầu tư/VCSH của các công ty chứng khoán

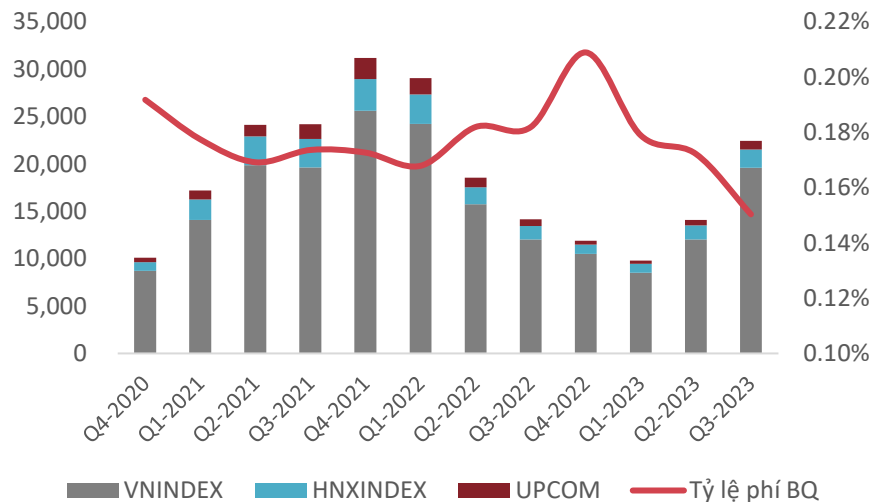


Nguồn: BCTC của các CTCK, AseanSc research tổng hợp

Cạnh tranh gay gắt về phí giữa các công ty chứng khoán

- Hiện nay, để gia tăng thị phần, không ít công ty chứng khoán vừa và nhỏ đã và đang triển khai chính sách hạ phí hay miễn phí giao dịch cho khách hàng. Việc này đang dần trở thành một trào lưu lan rộng trong ngành chứng khoán và buộc các công ty chứng khoán lớn, có tệp khách hàng đông đảo và lịch sử hình thành lâu đời cũng buộc phải tung ra các chương trình hỗ trợ phí/lãi suất dành nhằm giữ chân khách hàng. Cuộc chiến cạnh tranh về phí hiện vẫn chưa có hồi kết và tiếp tục là bài toán nan giải với ban lãnh đạo của nhiều công ty chứng khoán trong bối cảnh hiện nay.

Tỷ lệ phí môi giới bình quân toàn ngành

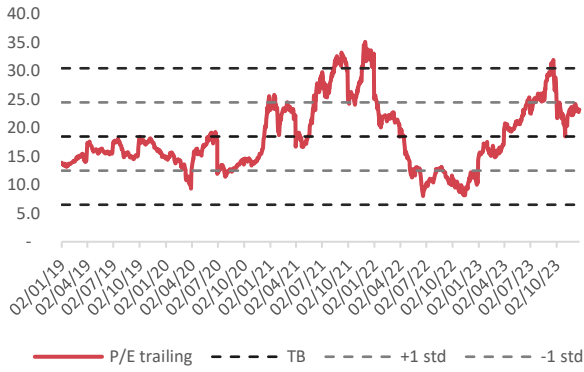


Nguồn: AseanSc research tổng hợp

Định giá hiện đã không còn quá hấp dẫn

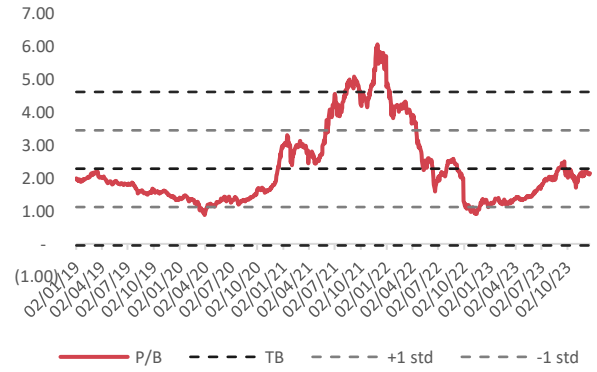
- Hiện SSI đang giao dịch quanh mức định giá P/E là 24.4x và P/B là 2.2x. Đây hoàn toàn không phải là mức định giá quá hấp dẫn của cổ phiếu khi P/B của SSI hiện đang sắp xỉ mức P/B trung bình 5 năm (2.28 lần) và P/E thậm chí còn đang cao hơn mức P/E trung bình 5 năm của cổ phiếu (18.44 lần) và đang tiệm cận rất sát tới đường P/B trung bình 5 năm + 1 độ lệch chuẩn (24.42 lần)

P/E trung bình 5 năm của SSI



Nguồn: AseanSc research tổng hợp

P/B trung bình 5 năm của SSI

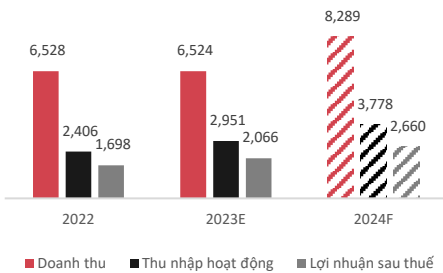


Nguồn: AseanSc research tổng hợp

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

Chúng tôi dự báo trong năm 2024F, điểm số và thanh khoản thị trường sẽ tiếp tục có sự cải thiện đáng kể so với mức đóng cửa/thanh khoản trung bình trong năm 2023E, nhờ vào mặt bằng lãi suất tiếp tục duy trì ở mức thấp và nhiều giải pháp/công cụ mới được đưa vào vận hành giúp thanh khoản thị trường được cải thiện một cách đáng kể, qua đó hỗ trợ tích cực cho các mảng hoạt động môi giới, tự doanh và cho vay tại các công ty chứng khoán. Bên cạnh những dự báo tích cực từ môi trường kinh doanh, chúng tôi cũng đánh giá SSI sẽ tiếp tục duy trì được mức thị phần tương đối cao, tương tự như năm 2023 nhờ vào việc đẩy mạnh các hoạt động truyền thông trên các nền tảng số, và bổ sung các sản phẩm mới chất lượng để giữ chân khách hàng. Chi phí hoạt động tiếp tục được kiểm soát tốt, CIR duy trì quanh mức 12% trong cả năm 2023E và 2024F. Qua đó, AseanSc dự phóng thu nhập hoạt động/lợi nhuận sau thuế năm 2023E của SSI ước đạt **2,951 tỷ đồng** (+22.6% yoy)/**2,066 tỷ đồng** (+21.7% yoy); Thu nhập hoạt động/lợi nhuận sau thuế năm 2024F của SSI ước đạt **3,778 tỷ đồng** (+28% yoy)/**2,660 tỷ đồng** (+29% yoy).

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024



Nguồn: AseanSc research dự phóng

Các giả định chính

- GTGD BQ phiên 2023/2024F: 13,500 tỷ/16,300 tỷ.
- Vn-Index cuối năm 2023/2024F: 1,130 điểm/1,350 điểm.
- Thị phần HSX 2023E/2024F: 10.8%/ 11%.
- Tỷ suất sinh lời của danh mục 2023E/2024F: 15.3%/14.1%.
- Tăng trưởng dư nợ cho vay 2023E/2024F: 40%/30%.
- Lãi suất cho vay BQ 2023E/2024F: 11.2%/11%.
- Lãi suất huy động vốn BQ 2023E/2024F: 5.5%/5.0%.
- Doanh thu IB 2023E/2024F: 50 tỷ/75 tỷ.
- CIR 2023E/2024F: 12.5%/12%.
- Phương án tăng vốn 2024F: Phát hành cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 100:20 và chào bán cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 100:10, giá chào bán 15.000 VNĐ/cổ phiếu.

Tổng hợp kết quả dự phóng

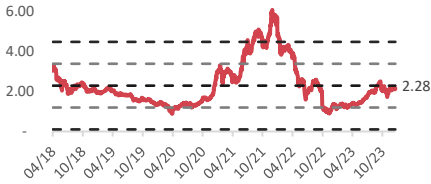
Chỉ tiêu	2021	2022	2023E	2024F	Ghi chú
Thu nhập hoạt động	3,630	2,406	2,951	3,778	<ul style="list-style-type: none"> • Hoạt động môi giới sẽ có sự tăng trưởng trở lại trong năm 2024 dựa trên cơ sở: (i) Thanh khoản thị trường sẽ có sự cải thiện tốt hơn trong năm 2024 trong môi trường hạ lãi suất để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế; (ii) Thị phần giữ vững vị trí số 2 và tiếp tục duy trì ở mức cao (11%); (iii) Chuyển đổi số mạnh mẽ giúp SSI giảm sự phụ thuộc vào đội ngũ môi giới, qua đó góp phần gia tăng hiệu quả hoạt động môi giới. • Vn-Index được dự báo sẽ tiếp tục tăng tốc trong năm 2024, qua đó hỗ trợ hoạt động tự doanh tiếp tục mang lại hiệu quả cao nhưng tăng trưởng sẽ có phần chững lại. • Thu nhập thuần từ hoạt động huy động và cho vay tăng trưởng mạnh trở lại trong năm 2024 nhờ: (i) Duy trì tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay ở mức cao (~30% YTD); (ii) Chênh lệch lãi suất (Spread) mở rộng nhờ chi phí huy động được tiết giảm trong môi trường hạ lãi suất. • Thu nhập thuần hoạt động IB tăng trưởng mạnh trở lại trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp dần phục hồi giúp tăng số lượng deal tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp.
%YoY	108%	-34%	23%	28%	
Hoạt động môi giới	1,030	375	252	390	
%YoY	531%	-64%	-33%	55%	
Hoạt động tự doanh	1,285	1,128	2,162	2,015	
%YoY	13%	-12%	92%	-7%	
Hoạt động huy động & cho vay	1,206	867	502	1,319	
%YoY	152%	-28%	-42%	163%	
Hoạt động IB	37	20	15	34	
%YoY	-7%	-47%	-23%	125%	
Hoạt động khác	72	18	20	20	
Chi phí hoạt động	265	296	369	453	<ul style="list-style-type: none"> • CIR duy trì quanh mức 12%, tương đương năm 2022 và sắp xỉ mức trung bình 5 năm trở lại đây.
%YoY	44%	12%	24%	23%	
Lợi nhuận kế toán trước thuế	3,365	2,110	2,582	3,325	
Lợi nhuận sau thuế	2,695	1,698	2,066	2,660	
%YoY	115%	-37%	22%	29%	

ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Chúng tôi định giá cổ phiếu SSI với giá mục tiêu là **32,900 VNĐ/cổ phiếu** (-2.9% so với mức giá đóng cửa ngày 12/01/2024 là **33,850 VNĐ/cổ phiếu**) theo phương pháp P/B, với P/B mục tiêu năm 2024F là 1.96 lần.

Định giá theo phương pháp P/B

Giá trị P/B lịch sử của SSI



Nguồn: AseanSc research tổng hợp

P/B mục tiêu của SSI cho năm 2024F là 1.96 lần, được xác định dựa trên P/B trung bình 5 năm của cổ phiếu (2.28 lần) và P/B trung vị ngành hiện tại (1.65 lần) với tỷ trọng đóng góp 50%:50%.

Phương pháp so sánh P/B

Tổng giá trị sổ sách 2024F	27,971	tỷ đồng
P/B mục tiêu	1.96	lần
Vốn hóa mục tiêu 2024F	54,917	đồng
Chi phí vốn chủ sở hữu	11.3%	
Vốn hóa chiết khấu về hiện tại	49,342	tỷ đồng
SLCP đang lưu hành	1,499	triệu cổ phiếu
Giá mục tiêu	32,900	đồng/cổ phiếu

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Mã CK	Ngân hàng	VCSH	EPS (TTM)	BVPS (MRQ)	P/E (TTM)	P/B (MRQ)	ROE (TTM)
SSI	CTCP Chứng khoán SSI	22,708	1,395	15,053	24.45	2.27	9%
VND	CTCP Chứng khoán VNDirect	15,719	957	12,907	23.25	1.72	8%
HCM	CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh	8,133	822	10,780	29.91	2.28	8%
VCI	CTCP Chứng khoán Bản Việt	7,292	908	16,666	47.01	2.56	5%
MBS	CTCP Chứng khoán MB	4,865	1,105	11,117	21.00	2.09	10%
FTS	CTCP Chứng khoán FPT	3,602	2,301	16,787	19.08	2.62	14%
VDS	CTCP Chứng khoán Rồng Việt	2,335	1,228	11,016	14.21	1.58	11%
BSI	CTCP Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam	4,597	1,776	22,672	26.40	2.07	8%

Nguồn: BCTC các CTCK, AseanSc research tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH
BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2022	2023E	2024F
Tổng doanh thu	6,528	6,524	8,289
Hoạt động môi giới	1,735	1,577	1,951
Hoạt động tự doanh	2,140	2,485	2,879
Hoạt động gửi tiền & cho vay	2,282	2,113	3,083
Hoạt động IB	77	50	75
Hoạt động khác	295	300	300
Thu nhập thuần	2,406	2,951	3,778
Hoạt động môi giới	375	252	390
Hoạt động tự doanh	1,128	2,162	2,015
Hoạt động DVTC	867	502	1,319
Hoạt động IB	20	15	34
Hoạt động khác	18	20	20
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý	296	369	453
Lợi nhuận kế toán trước thuế	2,110	2,582	3,325
Thuế TNDN	412	516	665
Lợi nhuận sau thuế	1,698	2,066	2,660
Lợi nhuận sau thuế của chủ sở hữu	1,699	2,066	2,660
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(2)	-	-

CHỈ SỐ CHÍNH

	2022	2023E	2024F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	-17.4%	-0.1%	27.0%
Tăng trưởng thu nhập thuần	-33.7%	22.6%	28.0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	-37.3%	22.4%	28.8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-37.0%	21.7%	28.8%
Tăng trưởng EPS	-58.4%	20.7%	-0.9%
Hiệu quả hoạt động			
Biên lợi nhuận ròng	26.0%	31.7%	32.1%
ROA (TTM)	3.3%	3.9%	4.4%
ROE (TTM)	9.3%	9.2%	10.5%
Khả năng thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.64	1.59	1.65
Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E)	1.33	1.42	1.33
Chỉ số định giá			
Tổng giá trị sổ sách (tỷ đồng)	22,245	22,353	27,971
BVPS	14,918	14,890	14,333
EPS	1,140	1,376	1,363

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2022	2023E	2024F
Tổng tài sản	52,226	54,406	65,590
Tài sản ngắn hạn	48,732	50,722	61,586
Tiền và các khoản tương đương tiền	1,418	425	553
Các khoản cho vay	11,057	15,480	20,124
Tài sản tài chính	34,345	33,476	38,398
FVTPL	30,493	28,580	32,846
HTM	3,508	4,129	4,745
AFS	382	803	923
Dự phòng suy giảm tài sản tài chính	(37)	(36)	(116)
Phải thu ngắn hạn	1,802	1,190	2,360
Các khoản phải thu	2,034	1,400	2,744
Dự phòng phải thu	(232)	(210)	(384)
Tài sản ngắn hạn khác	110	150	150
	-	-	-
Tài sản dài hạn	3,494	3,684	4,004
Phải thu dài hạn	-	-	-
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
Dự phòng phải thu dài hạn	-	-	-
Các khoản đầu tư dài hạn	2,773	2,912	3,203
Tài sản cố định	547	573	601
Nguyên giá	968	1,065	1,171
Khấu hao lũy kế	(421)	(492)	(570)
Tài sản dài hạn khác	174	200	200
	-	-	-
Tổng nguồn vốn	52,227	54,406	65,590
Nợ phải trả	29,843	31,903	37,469
Nợ phải trả ngắn hạn	29,789	31,844	37,407
Vay nợ ngắn hạn	27,892	30,682	39,886
Trái phiếu ngắn hạn	-	-	-
Phải trả khác	1,897	1,163	(2,479)
Nợ phải trả dài hạn	54	59	62
Vay nợ dài hạn	-	-	-
Trái phiếu dài hạn	-	-	-
Phải trả khác	54	59	62
	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	22,384	22,503	28,121
Vốn góp của chủ sở hữu	14,911	15,011	19,515
Thặng dư vốn cổ phần	3,299	3,299	4,050
Lợi nhuận chưa phân phối	3,954	3,954	4,253
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	139	150	150
Các quỹ của công ty chứng khoán	61	68	134
Nguồn và quỹ khác	19	20	20

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +10%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-10%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -10%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán ASEAN (ASEANSC), ASEANSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của ASEANSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. ASEANSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 ASEANSC và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của ASEANSC. Khi sử dụng các nội dung đã được ASEANSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN ASEAN (ASEANSC)- www.ASEANSC.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 4, 5, 6, 7 số 3 Đặng Thái Thân, Phường Phan Chu Trinh, quận Hoàn Kiếm, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 6275 8688

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, số 77-79 Phó Đức Chính, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 3933 0308