

CTCP CHỨNG KHOÁN SSI (SSI)

Trung lập

TÀI CHÍNH

Giá hiện tại	VND34.400
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND39.150/20.300
Giá mục tiêu	VND36.500
Giá mục tiêu trước đó	N/A
Consensus	5,9%
Tiềm năng tăng giá	6,1%
Tỷ suất cổ tức	2,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	8,8%

Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Trung lập

Giá trị thị trường (tr USD)	2.200
GTGD/Q 3 tháng (tr USD)	33,5
Sở hữu NN (tr USD)	1.262
Số CP lưu hành (tr)	1.501
Số CP sau pha loãng (tr)	1.728

	SSI	Ngành	VNI
P/E trượt	24,3	24	16,1
P/B hiện tại	2,41	2,4	1,7
ROA	3,78%	4,98%	4,5%
ROE	10,1%	9,42%	9,3%

*Tính đến ngày 17/04/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu	1T	3T	12T
SSI	2,2%	9,6%	70,9%
VNIIndex	1,8%	8,3%	17,6%

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Chứng Khoán Daiwa	16.0%
Công ty TNHH đầu tư NDH	6.0%
Khác	78%

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập vào tháng 12/1999, SSI là một trong những công ty đầu tiên trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các sản phẩm của SSI trải dài trên các lĩnh vực dịch vụ tài chính bao gồm Quản lý Quỹ Đầu tư, Dịch vụ Ngân hàng Đầu tư, Huy động vốn và Giao dịch tài chính, Đầu tư, Dịch vụ Chứng khoán cho KHDN và KHCN

Chuyên viên phân tích:



Võ Minh Chiến

chien.vominh@vndirect.com.vn

Các động lực tăng trưởng đã phản ánh vào giá

- Chúng tôi đặt ra khuyến nghị lần đầu Trung lập với giá mục tiêu 36.500 đồng và tỷ suất cổ tức 2,7%.
- SSI là một trong những công ty chứng khoán hàng đầu với mô hình kinh doanh cân bằng và có thế mạnh trong mảng cho vay ký quỹ và tự doanh.
- P/B hiện tại là 2,46x cao hơn mức trung bình 5 năm. Chúng tôi đặt mục tiêu 2,7x, cao hơn 30% so với tỷ lệ P/B trung bình của ngành +1 độ lệch chuẩn (2,08x) do sự ưa thích mô hình kinh doanh của công ty.

Điểm nhấn tài chính

- Tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 7.158 tỷ đồng trong năm 2023, tăng 13% svck, với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm khoảng 18,3%.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2023 đạt 66%, tương đương lợi nhuận gộp 4,723 tỷ đồng, cao nhất trong 5 năm qua.
- ROAE năm 2023 đạt 10,1%, tăng so với năm trước (9,3%) nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình 5 năm (13%). Chúng tôi kỳ vọng ROAE sẽ đạt lần lượt 11,2%/14,9% trong năm 2024 - 2025.

Luận điểm đầu tư

Kết quả kinh doanh là một trong những yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong dài hạn

SSI, như hầu hết các công ty chứng khoán, có P/B hiện tại bằng hoặc cao hơn mức trung bình 5 năm. Điều này cho thấy tăng trưởng lợi nhuận và các chỉ số lợi nhuận được cải thiện trong những năm tới sẽ khiến SSI trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư. ROE năm 2023 của SSI là 10,1%, cao hơn năm trước (9,3%) và trung bình ngành (7,9%).

Chúng tôi tin rằng ROE của SSI sẽ tiếp tục tăng trong năm 2024 – 2025, lần lượt đạt 11,8% và 14,6%, vượt qua mức trung bình 5 năm (13,3%). Việc đạt được kế hoạch hoạt động kinh doanh năm 2024 của SSI là khả thi do: 1) triển vọng nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam; và 2) khả năng huy động vốn để mở rộng quy mô.

Triển vọng tăng vốn sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu trong năm 2024

Bên cạnh kết quả kinh doanh, chúng tôi kỳ vọng việc sớm hoàn thành kế hoạch tăng vốn của SSI sẽ hỗ trợ đà tăng của cổ phiếu trong năm 2024. Điều này sẽ tạo ra kỳ vọng về hiệu quả kinh doanh tốt hơn cho SSI trong năm nay và trong những năm tới, vì hoạt động tự doanh và cho vay ký quỹ sẽ đòi hỏi nguồn vốn dồi dào để mở rộng quy mô trong giai đoạn tăng trưởng tiếp theo của thị trường.

Một mô hình kinh doanh cân bằng nhưng phụ thuộc nhiều vào hoạt động tự doanh

Mô hình kinh doanh của SSI tương tự như các công ty khác trong ngành, nhưng có sự cân bằng tốt hơn giữa khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp (nghiêng nhiều hơn về KHCN). SSI có thể duy trì ROE ổn định (tuy không nổi bật so với một số đối thủ) qua nhiều năm trong bối cảnh quy mô vốn liên tục được mở rộng

Hình 1: Dự phóng doanh thu của SSI từ 2023 – 2028

Đơn vị: tỷ đồng	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E	12-27E	12-28E
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	7.158	8.127	10.384	13.466	14.509	17.118
Tăng trưởng TOI svck (%)		13,5%	27,8%	29,7%	7,7%	18,0%
Biên lợi nhuận gộp (%)	66,0%	65,7%	69,2%	78,0%	79,6%	80,2%
Lợi nhuận trước thuế	2849	3.432	5.120	8.569	9.409	11.639
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế svck (%)		20,5%	49,2%	67,4%	9,8%	23,7%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck (%)	34,9%	21,2%	48,4%	67,3%	9,9%	23,7%
P/B	2,4	2,4	2,5	2,5	2,2	2,0
ROAE	10,1%	11,2%	14,9%	21,4%	19,8%	20,3%

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

TRIỂN VỌNG NGÀNH TÀI CHÍNH

TRIỂN VỌNG CỦA THỊ TRƯỜNG

Nhiều yếu tố quan trọng đang hỗ trợ thị trường trong việc nâng cao tính minh bạch và trở thành kênh huy động vốn dài hạn cho doanh nghiệp, như: 1) chính sách hỗ trợ của Chính phủ; và 2) xử phạt các tổ chức, cá nhân có hành vi thao túng giá cổ phiếu.

Chúng tôi nhận thấy một số yếu tố hỗ trợ chỉ số VN-Index và kết quả kinh doanh của các công ty trong ngành, bao gồm: 1) nhân khẩu học (62,2% dân số trong độ tuổi lao động); 2) sự cải thiện thu nhập khả dụng của người dân Việt Nam và; 3) công nghệ hiện đại như KRX và triển vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi từ thị trường cận biên.

Với việc đã giảm lãi suất của Fed không đáp ứng như mong đợi trước đó, chúng tôi tin rằng một kịch bản cần trọng, trong đó VN-Index tối đa đạt 1.300 điểm, tương ứng với tỷ lệ P/E khoảng 13x (với tỷ lệ tăng trưởng EPS khoảng 16%-18%), là phù hợp.

Triển vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi

Gần đây, việc nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi theo xếp hạng của MSCI và FTSE Russell là ưu tiên hàng đầu. Nhiều nhà đầu tư tin rằng việc nâng cấp như vậy có ảnh hưởng đáng kể đối với thị trường chứng khoán và thị trường chứng khoán Việt Nam có thể thu hút thêm vốn từ các quỹ đầu tư toàn cầu. Các nhà đầu tư dự đoán rằng việc nâng hạng thị trường chứng khoán sẽ cho phép các công ty vốn hóa lớn dễ dàng huy động vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài.

Ba tiêu chí quan trọng nhất mà Việt Nam không thỏa mãn trong đánh giá tháng 9/2023 của FTSE Russell có liên quan đến:

- 1) Chuyển giao đối ứng thanh toán (DvP)
- 2) Thủ tục đăng ký phức tạp đối với nhà đầu tư nước ngoài
- 3) Các vấn đề liên quan đến giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) và tỷ lệ sở hữu nước ngoài

Đây cũng là ba yếu tố được MSCI đề cập khi xem xét nâng hạng cho Việt Nam. Ngoài ra, MSCI có sáu tiêu chí quan trọng khác. Do đó, chúng tôi hy vọng việc nâng hạng bởi FTSE sẽ dễ dàng hơn so với MSCI và các nguồn lực cần thiết nên được tập trung nhằm giải quyết hai vấn đề quan trọng được cả hai tổ chức đề cập là FOL và yêu cầu ký quỹ trước (pre-funding).

Ngày 20/3/2024, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thông báo lấy ý kiến về dự thảo Thông tư sửa đổi, bổ sung Thông tư 120/2020/TT-BTC về quy chế giao dịch chứng khoán. Dự thảo này sẽ mở đường cho việc cho phép các công ty chứng khoán cung cấp dịch vụ giao dịch ký quỹ lên đến 100% cho nhà đầu tư nước ngoài, tháo gỡ một trong hai điểm nghẽn quan trọng nêu trên.

Điều này cũng hàm ý rằng các công ty chứng khoán phải đảm bảo đủ nguồn vốn để thực hiện giao dịch trong trường hợp nhà đầu tư tổ chức nước ngoài thiếu vốn thanh toán, do đó, việc tăng vốn sẽ là nhiệm vụ quan trọng đối với các công ty chứng khoán trong năm nay và là luận điểm đầu tư quan trọng.

Chúng tôi tin rằng triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam được FTSE nâng hạng tại kỳ đánh giá tháng 9/2024 là hoàn toàn khả thi và có thể thu hút nguồn

vốn đầu tư đáng kể từ các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, con số thực tế sẽ phụ thuộc nhiều vào chất lượng cổ phiếu trên thị trường.

TRIỂN VỌNG CHO CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH TÀI CHÍNH

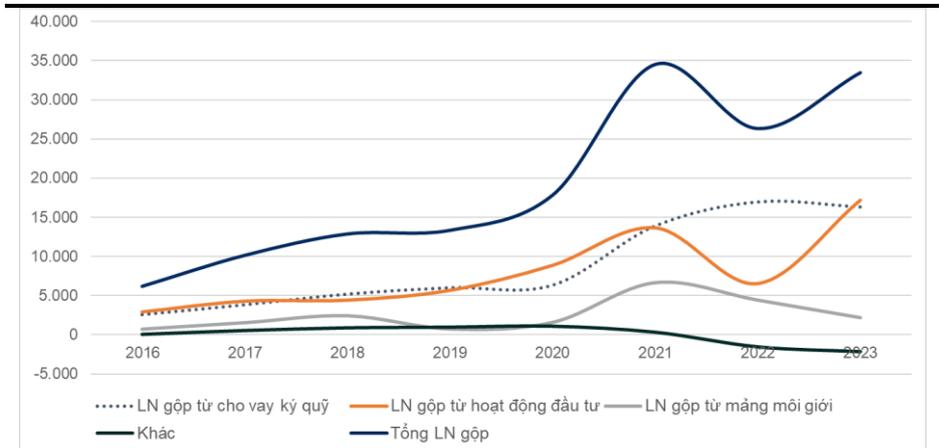
Mô hình kinh doanh của các công ty tài chính đang trải qua những thay đổi

Mô hình kinh doanh của ngành tài chính đã phát triển nhanh chóng trong năm năm qua do những tiến bộ trong công nghệ và sự cạnh tranh từ các công ty chứng khoán như TCBS, DSC và MAS với tiềm lực tài chính mạnh mẽ và nền tảng công nghệ hiện đại.

Công nghệ hiện đại giúp việc mở tài khoản dễ dàng hơn, đẩy nhanh tốc độ thâm gia thị trường. Yếu tố này cũng đã cho phép các công ty trên thị trường phát triển một loạt các sản phẩm như cho vay ký quỹ, tư vấn đầu tư trực tuyến và quản lý tài sản đồng thời giảm chi phí giao dịch và tăng tính thanh khoản của thị trường.

Cho vay ký quỹ và tự doanh là những hoạt động mang lại lợi nhuận cao nhất cho các công ty trong ngành. Tuy nhiên, mỗi phân khúc kinh doanh đóng vai trò quan trọng khác nhau trong mô hình kinh doanh của công ty. Dịch vụ môi giới có thể không còn tạo ra lợi nhuận gộp đáng kể trong bối cảnh cạnh tranh không phí, nhưng chúng đóng một vai trò quan trọng trong việc mở rộng tệp khách hàng để bán chéo các sản phẩm khác. Cho vay ký quỹ mang lại sự ổn định về doanh thu, trong khi giao dịch độc quyền tối ưu hóa tỷ suất lợi nhuận trên vốn nhưng khá nhạy cảm với thị trường chung và các thị trường khác (như trái phiếu).

Hình 2: Cho vay ký quỹ và hoạt động tự doanh đóng góp đáng kể cho lợi nhuận gộp (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Cho vay ký quỹ là một yếu tố tăng trưởng quan trọng

Chúng tôi tin rằng hoạt động cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán sẽ được hưởng lợi đầu tiên trong môi trường lãi suất thấp được duy trì, khi mô hình kinh doanh phụ thuộc nhiều hơn vào sự chênh lệch giữa lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí vốn. Không giống ngân hàng, một ngành cũng nhạy với lãi suất, ngành chứng khoán không đối mặt với những vấn đề liên quan đến rủi ro đạo đức và pháp lý từ khách hàng khi cho vay. Do đó, lãi suất cho vay thấp hơn sẽ có lợi hơn cho những hoạt động này.

Chúng tôi đánh giá cho vay ký quỹ cùng với đầu tư sẽ là những nguồn doanh thu chính cho các công ty trong ngành, và đây cũng là mô hình kinh doanh nhiều công ty hướng tới. Đối với hầu hết các công ty, hoạt động cho vay ký quỹ đóng góp phần lớn vào lợi nhuận gộp của họ, ngoại trừ SSI và VND. Điều này không phải do sự khác biệt trong định hướng kinh doanh mà là do tối ưu hóa lượng vốn dư sau cho vay ở mức tối đa.

Các công ty trên thị trường đang thực hiện các chiến lược khác nhau để tăng thị phần cho vay ký quỹ. Các công ty chứng khoán thuộc sở hữu ngân hàng, công ty chứng khoán nước ngoài có nguồn vốn rẻ có thể đưa ra mức lãi suất ưu đãi cho vay ký quỹ, chấp nhận biên độ chênh lệch mỏng và bù đắp bằng cách tăng quy mô cho vay. Một số công ty đặt mục tiêu mở rộng danh mục cho vay ký quỹ bằng cách cung cấp các khoản vay ký quỹ cho các cổ phiếu có mức độ rủi ro cao hơn.

Chúng tôi tin rằng trong năm 2024, khi thị trường chứng khoán tiếp tục cho thấy đà tăng điểm theo kịch bản cơ sở như đã đề cập kéo theo nhu cầu cho vay ký quỹ tăng lên, các công ty chứng khoán sẽ phải lựa chọn giữa việc tăng lãi suất cho vay cao hơn để duy trì mức chênh lệch hoặc giữ mức thấp và bù đắp bằng cách tăng quy mô số dư cho vay.

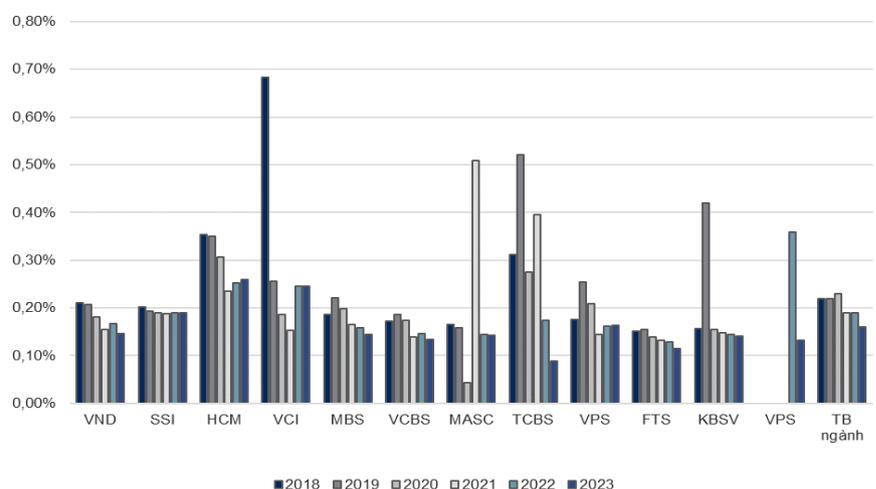
Với chiến lược thứ hai, chấp nhận biên độ chênh lệch mỏng và bù đắp doanh thu bằng cách tăng quy mô cho vay sẽ thích hợp hơn với các công ty hội đủ 2 yếu tố sau: 1) thị phần cho vay ký quỹ đủ lớn; và 2) một hệ sinh thái sản phẩm được thiết lập tốt để bán chéo cho khách hàng nhằm bù đắp lãi suất cho vay ký quỹ thấp hơn.

Mảng môi giới: Hướng đến chiến lược thị trường đại chúng

Mảng môi giới dự kiến sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2024, phù hợp với sự phục hồi chung của ngành. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy doanh thu từ hoạt động môi giới có xu hướng thu hẹp. Xét đến tầm quan trọng của mảng môi giới, đó không chỉ mang tính chất đóng góp lợi nhuận mà còn là khía cạnh chiến lược định hướng thị trường đại chúng cho các công ty trong ngành.

Cụ thể, các doanh nghiệp sẽ tận dụng mảng môi giới của mình để thu hút một lượng lớn khách hàng giao dịch, từ đó bán chéo các sản phẩm như cho vay ký quỹ, dịch vụ lưu ký, tư vấn đầu tư hoặc quản lý tài sản.

Hình 3: Phí môi giới của ngành đang có xu hướng giảm



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng chính sách không phí giao dịch sẽ là một trong những yếu tố then chốt thực hiện chiến lược thị trường đại chúng cho các công ty chứng khoán. Tuy nhiên, để chiến lược này thành công, cần phải diễn ra đồng thời một số yếu tố khác như:

- 1) Nâng cao trải nghiệm của khách hàng thông qua những tiến bộ công nghệ như mở tài khoản tự động, tư vấn đầu tư AI, danh mục đầu tư mẫu do công ty giới thiệu, đầu tư vào chứng chỉ quỹ, sản phẩm tiết kiệm trực tuyến và hệ thống bảo mật tốt. Tất cả các tính năng này được tích hợp vào một ứng dụng duy nhất. Điều này sẽ đảm bảo duy trì thị phần của mỗi công ty.
- 2) Xây dựng niềm tin thương hiệu trong con mắt của nhà đầu tư.

Hiện tại, một số công ty như TCBS, MBS và BSI đang cố gắng đón đầu bằng cách giới thiệu các sản phẩm dựa trên AI hoặc cung cấp dịch vụ sao chép giao dịch cho phép nhà đầu tư sao chép giao dịch của các nhà đầu tư khác, chẳng hạn như iCopy của TCBS hoặc Copi24 của MBS.

Cả hai xu hướng này đều có chung một điểm mạnh là cung cấp khả năng tiếp cận thị trường chứng khoán cho những nhà đầu tư không chuyên với quỹ thời gian hạn hẹp, từ đó thúc đẩy thị phần môi giới. Theo chúng tôi, điểm mạnh của các sản phẩm dựa trên AI nằm ở việc giải quyết các xung đột lợi ích và thiên kiến đầu tư, trong các mô hình môi giới truyền thống. Còn đối với các sản phẩm sao chép giao dịch, chúng có thể giúp các nhà đầu tư mới nhìn thấy kết quả ngay lập tức, từ đó đẩy nhanh quá trình mở rộng thị phần.

Chúng tôi tin rằng sẽ mất nhiều thời gian hơn để chứng minh tính hiệu quả của các phương pháp được coi là tiên tiến nhất này do các yếu tố liên quan đến: 1) chi phí công nghệ; 2) chi phí giáo dục khách hàng vì đầu tư tài chính phụ thuộc rất nhiều vào niềm tin được xây dựng qua nhiều năm; 3) hiệu quả của tài khoản mẫu; và 4) thiếu các quy định nghiêm ngặt liên quan đến dịch vụ sao chép giao dịch, đặc biệt là về quản lý sản phẩm, tiêu chuẩn về mô hình và tài khoản sao chép, khả năng tương thích với khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư như ở các thị trường phát triển khác.

Điều này cho thấy, tuy các mô hình này có thể phát triển nhanh chóng trong chu kỳ tăng trưởng của ngành nhưng sự bất ổn trong giai đoạn khó khăn có thể làm tổn hại đến thương hiệu của các công ty chứng khoán, đặc biệt là các công ty trong lĩnh vực đầu tư tài chính.

Hoạt động tự doanh: Kênh để tối ưu vốn

Tự doanh là một trong hai mảng quan trọng nhất trong mô hình kinh doanh của các công ty chứng khoán. Chúng tôi tin rằng giao dịch tự doanh có thể nhanh chóng mang lại kết quả kinh doanh tích cực, đặc biệt là trong giai đoạn thị trường tăng trưởng.

Tuy nhiên, do tính chất không ổn định của mảng này và sự phức tạp trong việc phân tích triển vọng và rủi ro cho cơ hội đầu tư, trái ngược với sự đơn giản của mô hình cho vay ký quỹ, chúng tôi cho rằng các công ty chứng khoán nên xem đây là một phương án tối ưu hóa vốn sau khi đáp ứng tất cả các nhu cầu cho vay ký quỹ của khách hàng.

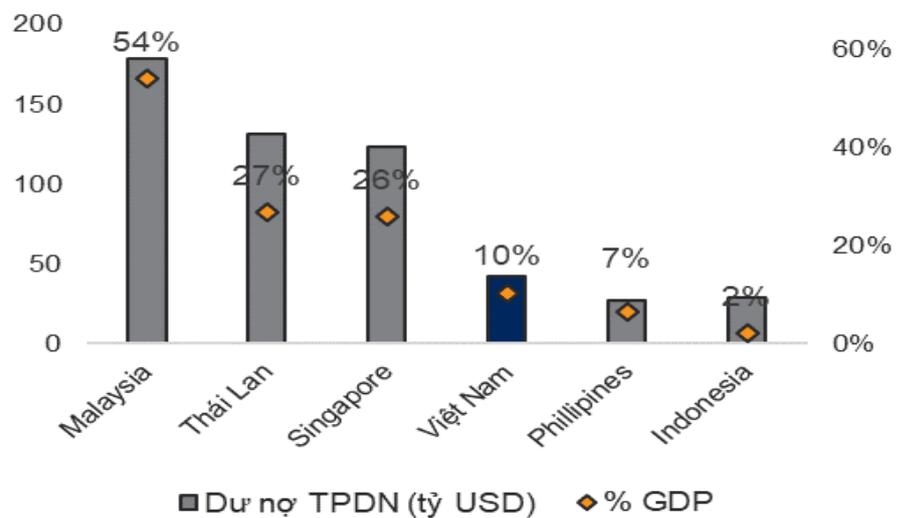
Chúng tôi tin rằng triển vọng tăng trưởng của lĩnh vực tự doanh trong năm 2024 phụ thuộc vào ba yếu tố chính: 1) nguồn vốn và khả năng đầu tư của bộ phận kinh doanh tự doanh; 2) xu hướng của VN-Index và; 3) sự phục hồi của thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Chúng tôi tin rằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn đóng vai trò quan trọng không chỉ đối với doanh nghiệp như một kênh huy động vốn dài hạn mà còn là kênh đầu tư quan trọng cho các công ty chứng khoán khi xem xét tỷ trọng phân bổ trái phiếu trong danh mục đầu tư của mình.

Rủi ro ngắn hạn đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2024 nằm ở áp lực trái phiếu đáo hạn, tổng khoảng 207.000 tỷ đồng, trong đó 59,3% do các doanh nghiệp bất động sản phát hành. Điều này đặc biệt có ý nghĩa khi một số quy định của Thông tư 65, bao gồm quy định về nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và xếp hạng tín nhiệm bắt buộc, có hiệu lực từ ngày 1/1/2024. Nếu xảy ra tình trạng vỡ nợ với quy mô lớn ở thị trường trái phiếu doanh nghiệp, điều này sẽ phải mất nhiều năm mới khôi phục được niềm tin của nhà đầu tư vốn đã suy giảm

Có thể phải đến nửa cuối năm 2024, thị trường trái phiếu doanh nghiệp mới dần hồi phục khi thông tin về kết quả kinh doanh và khả năng trả nợ của doanh nghiệp bất động sản trở nên rõ ràng hơn, đồng thời với sự phục hồi rõ rệt hơn của thị trường bất động sản nói chung.

Hình 4: Giá trị thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang lưu hành tại Việt Nam và các quốc gia khác

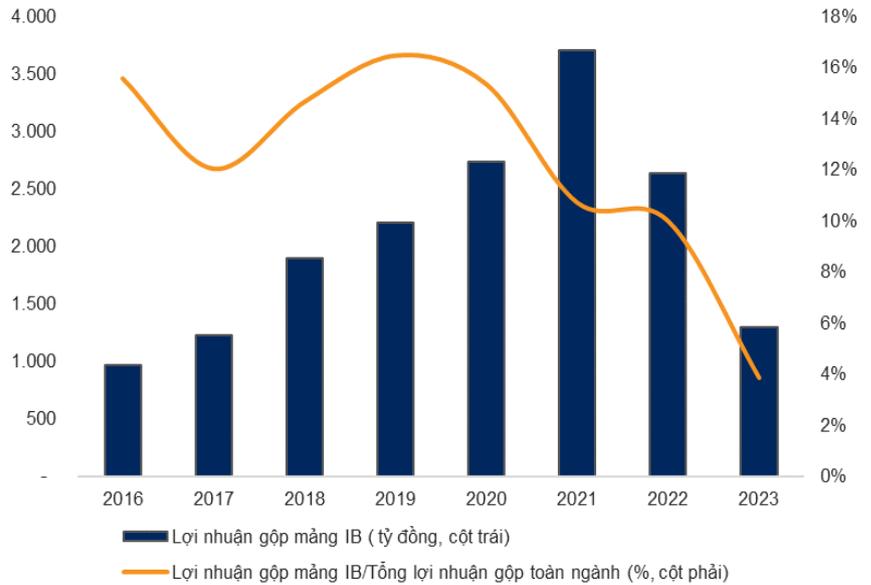


Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Ngân hàng đầu tư (IB): Cần thời gian để phục hồi

Năm 2023, lợi nhuận gộp từ hoạt động IB giảm 51% svck xuống còn khoảng 1.302 tỷ đồng, chiếm 3,9% tổng lợi nhuận gộp toàn ngành. Lợi nhuận từ hoạt động IB tiếp tục xu hướng giảm và chưa có dấu hiệu phục hồi từ năm 2021 do thanh khoản thị trường kém. Lợi nhuận gộp từ hoạt động bảo lãnh và phát hành đạt 1.113 tỷ đồng (-38,1% svck), chiếm 86% lợi nhuận gộp của mảng IB.

Hình 5: Lợi nhuận gộp IB và tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp ngành (tỷ đồng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, vai trò của IB sẽ dần trở nên quan trọng hơn khi thị trường chứng khoán phát triển, trở nên chuyên nghiệp hơn với các nhà đầu tư tổ chức chiếm tỷ trọng lớn hơn về khối lượng và giá trị giao dịch. Thị trường chứng khoán sẽ thể hiện vai trò là nguồn vốn dài hạn chính cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế, tương tự như các thị trường phát triển khác.

Thị trường M&A

Vẫn còn nhiều thách thức đối với thị trường M&A, đặc biệt là các vấn đề về thủ tục và pháp lý như các quy định nhằm ngăn chặn việc trốn thuế bằng cách chuyển nhượng cổ phần trong một công ty Việt Nam thông qua việc bán một thực thể nước ngoài nắm giữ số cổ phần đó. Do đó, cơ quan thuế Việt Nam thực hiện kiểm soát chặt chẽ và có các hành động pháp lý nhằm ngăn ngừa thất thoát nguồn thu thuế, có khả năng cản trở đầu tư nước ngoài vào Việt Nam.

Thị trường IPO

Chúng tôi cho rằng triển vọng thị trường IPO sẽ vẫn âm đạm trong thời gian tới không chỉ do thị trường kém thanh khoản mà còn do các quy định chặt chẽ hơn từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC). Cụ thể các quy định này bao gồm:

- (i) Công ty IPO phải hoạt động có lãi trong 2 năm liên tiếp trước năm IPO (trước đây chỉ yêu cầu 1 năm) và không có lỗ lũy kế. Điều này tuy giúp lựa chọn các công ty có tốc độ tăng trưởng ổn định và năng lực tài chính mạnh để tham gia thị trường chứng khoán, từ đó nâng cao chất lượng sản phẩm của thị trường nhưng cũng vô hình chung cản trở sự phát triển của các doanh nghiệp khởi nghiệp, đặc biệt trong lĩnh vực công nghệ, khiến các dòng vốn từ các quỹ đầu tư mạo hiểm ngần ngại đầu tư vào các công ty khởi nghiệp ở Việt Nam trừ khi họ có kế hoạch niêm yết ở nước ngoài;

- (ii) Các công ty IPO phải làm rõ mục đích sử dụng vốn từ khi thành lập cho đến khi nộp hồ sơ IPO, điều này đặt ra thách thức cho những công ty đã thành lập hàng chục năm;
- (iii) Thời gian xử lý hồ sơ IPO kéo dài khiến nhà đầu tư nước ngoài lưỡng lự.

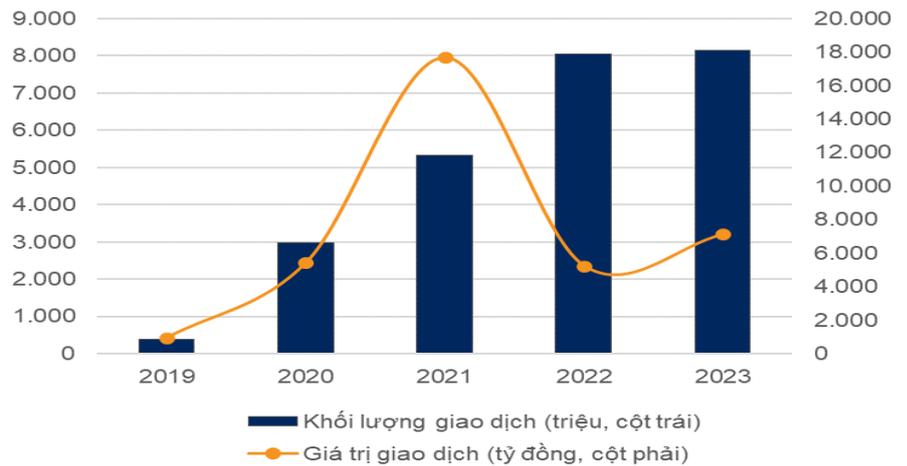
Thoái vốn nhà nước

Chúng tôi tin rằng tốc độ thoái vốn nhà nước sẽ tăng nhanh bắt đầu từ năm nay khi thanh khoản thị trường được cải thiện cũng như nhu cầu thoái vốn sớm để tài trợ vốn cho các mục tiêu chính sách tài khóa của Chính phủ.

Thị trường phái sinh: cần phát triển hơn nữa

Chúng tôi tin rằng việc phát triển thị trường phái sinh là rất quan trọng vì nó giúp tăng cường tính minh bạch và cung cấp các công cụ quản lý rủi ro cho nhà đầu tư. Vì vậy, Chính phủ cũng đặt mục tiêu tăng trưởng 20%-30% hàng năm cho thị trường phái sinh trong giai đoạn 2021-30 theo Quyết định số 1726/QĐ-TTg.

Hình 6: Khối lượng và giá trị giao dịch chứng quyền có đảm bảo năm 2019-23



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI (SSI – HOSE) được thành lập vào tháng 12 năm 1999 và là một trong những công ty lâu đời nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Các sản phẩm của SSI trải rộng trên các lĩnh vực dịch vụ tài chính chính bao gồm Quản lý quỹ đầu tư, Dịch vụ ngân hàng đầu tư, Nguồn vốn và giao dịch tài chính, Đầu tư, Dịch vụ chứng khoán cho khách hàng cá nhân (KHCCN) và khách hàng tổ chức (KHCCO)

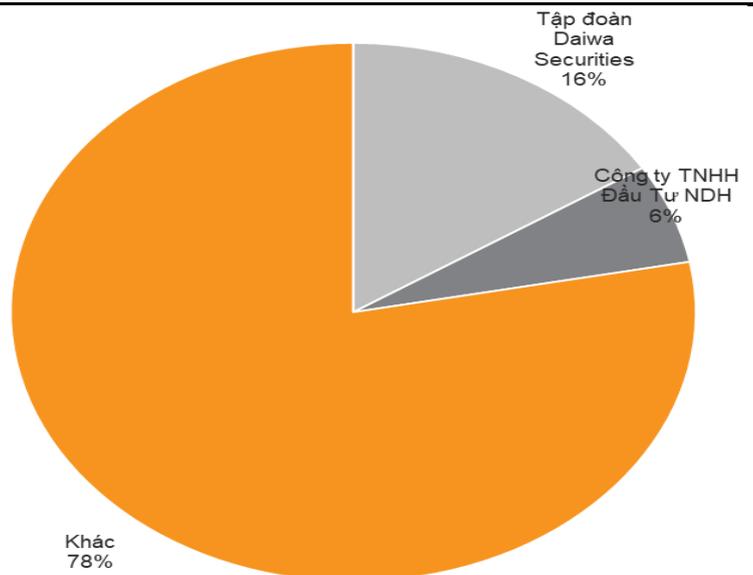
Nguồn doanh thu của SSI qua các năm chủ yếu dựa vào 3 mảng chính: huy động vốn và kinh doanh tài chính, hoạt động cho vay ký quỹ và dịch vụ môi giới. Tuy nhiên, nhờ khả năng cung cấp dịch vụ chuyên nghiệp cho khách hàng tổ chức và liên tục xây dựng quan hệ đối tác với các tổ chức tài chính lớn tại các thị trường chứng khoán phát triển như Hoa Kỳ, Nhật Bản và Hàn Quốc, SSI có thể huy động nguồn vốn giá rẻ để hỗ trợ hoạt động kinh doanh bán lẻ.

Tính đến cuối năm 2023, công ty nắm giữ thị phần môi giới lớn thứ 2 trên HOSE và đứng thứ 4 trên HNX. Đồng thời giữ vị trí thứ 2 về thị phần cho vay ký quỹ và sở hữu danh mục đầu tư lớn nhất ngành, gấp đôi so với giá trị danh mục của công ty đứng thứ 2 thị trường vào năm 2023.

Công ty hiện có tới 800 nhân viên toàn thời gian, với một trụ sở chính, 4 chi nhánh, 9 phòng giao dịch và văn phòng đại diện tập trung tại các thành phố lớn như Hà Nội, Hải Phòng, Nha Trang và Thành phố Hồ Chí Minh, với độ phủ sóng nhỉnh hơn các công ty khác trong cùng ngành.

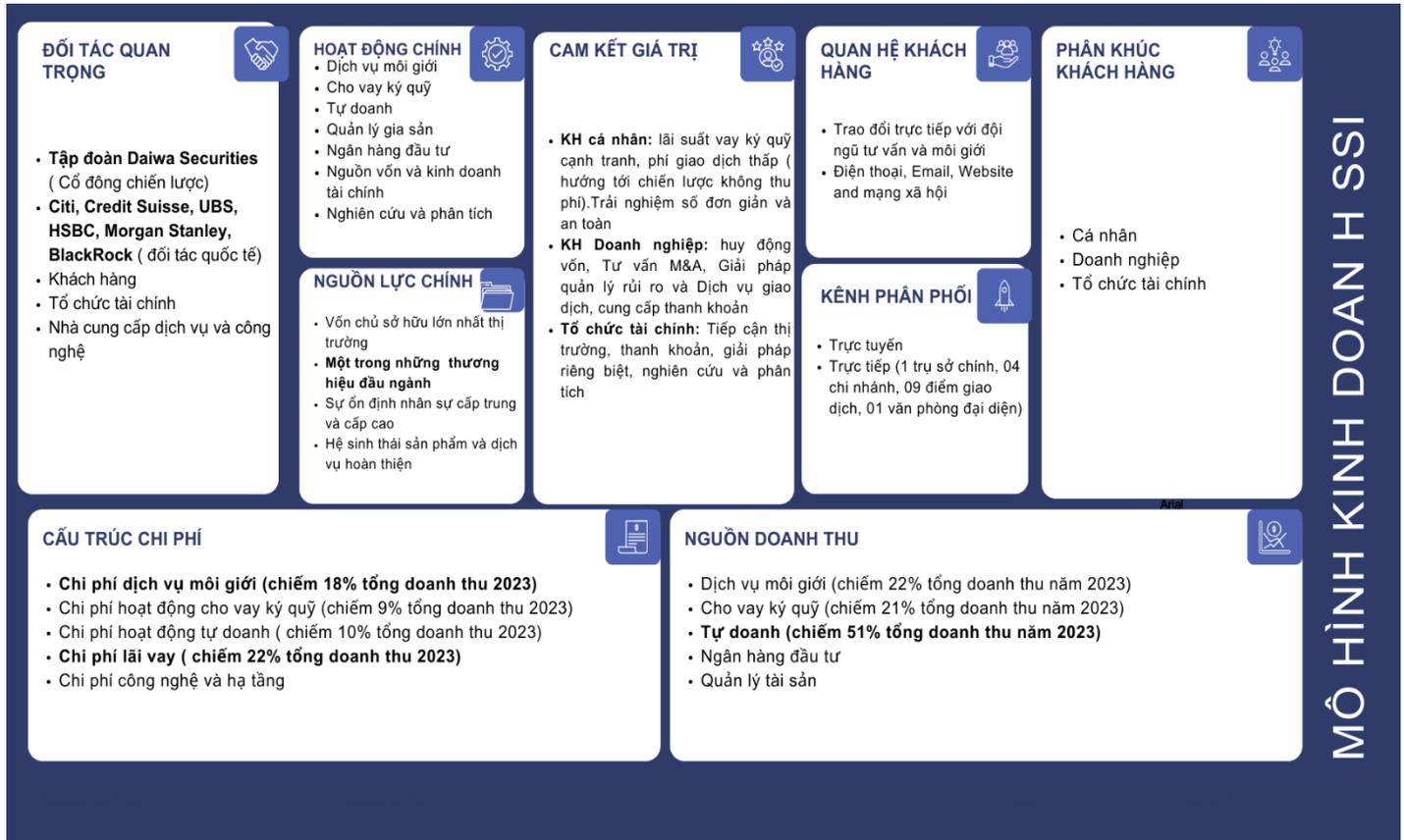
Cổ đông chiến lược lớn nhất của SSI hiện nay là Daiwa Securities Group Inc, nắm giữ 15,5% cổ phần, tiếp theo là Công ty TNHH Đầu tư NDH, nắm giữ 6,3% cổ phần. Ông Nguyễn Duy Hưng hiện giữ chức Chủ tịch Hội đồng quản trị SSI và đồng thời là chủ sở hữu Công ty TNHH NDH Invest.

Hình 7: Cấu trúc cổ đông hiện hữu của SSI



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Mô hình kinh doanh của SSI



Nguồn: Fiin Pro, SSI, VNDIRECT

Mô hình kinh doanh của SSI phụ thuộc nhiều vào hoạt động tự doanh. Nói cách khác, biến động của thị trường có tác động không nhỏ đến kết quả kinh doanh của SSI so với các công ty cùng ngành vì nó tác động trực tiếp tới mảng kinh doanh này. Đây là hệ quả sau nhiều năm tăng vốn khiến quy mô của SSI quá lớn, đặt ra bài toán tối ưu nguồn vốn sẵn có.

Thị phần môi giới và cho vay ký quỹ bị ảnh hưởng bởi sự cạnh tranh từ các công ty khác, do đó nhu cầu cho vay ký quỹ từ khách hàng hiện hữu không đủ để hấp thụ lượng vốn huy động được dẫn đến hoạt động tự doanh được xem là phương thức tối ưu hóa vốn.

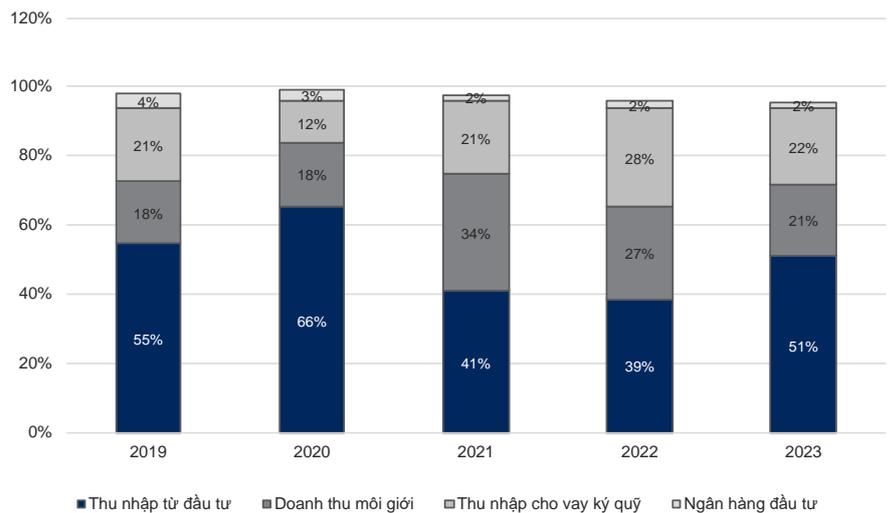
Phần lớn danh mục đầu tư của SSI trong những năm gần đây chủ yếu phân bổ cho hợp đồng tiền gửi/chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu. Nguyên nhân chính là chiến lược của SSI trong thời gian qua là đảm bảo ROI ổn định qua các năm, trước những biến động của thị trường và mặc dù quy mô danh mục đầu tư SSI đã rất lớn nhưng số lượng cổ phiếu chất lượng trên thị trường vẫn chưa tăng đáng kể.

Hình 9: Sản phẩm cụ thể của từng phân khúc

Bán lẻ và Quản lý gia sản	Dịch vụ khách hàng tổ chức	Ngân hàng đầu tư	Quản lý gia sản	Tự doanh và nguồn vốn
<ul style="list-style-type: none"> Dịch vụ môi giới và ký quỹ Các sản phẩm cấu trúc tài chính Quản lý gia sản Nghiên cứu đầu tư 	<ul style="list-style-type: none"> Dịch vụ môi giới Nghiên cứu đầu tư Tiếp cận doanh nghiệp 	<ul style="list-style-type: none"> Huy động vốn Thoái vốn Nhà nước Mua bán & Sáp nhập Tư vấn niêm yết và quy định pháp lý Tư vấn cấu trúc tài chính 	<ul style="list-style-type: none"> Quỹ mở Quỹ ETF Quỹ thành viên Danh mục quản lý riêng cho các nhà đầu tư Quỹ hưu trí Dịch vụ tư vấn 	<ul style="list-style-type: none"> Cung cấp thanh khoản Phát hành chứng quyền có đảm bảo

Nguồn: SSI, VNDIRECT

Hình 10: Cấu trúc TOI của SSI qua các năm



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ CHIẾN LƯỢC KINH DOANH

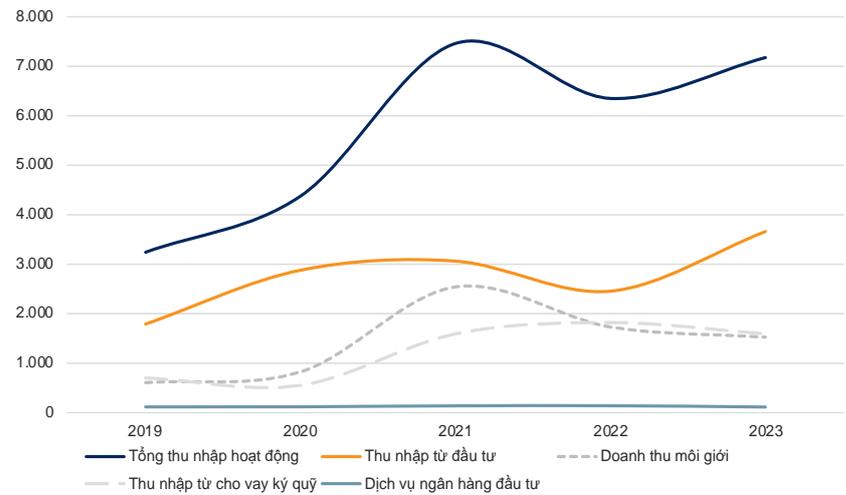
Hình 11: Các chỉ số tài chính quan trọng của SSI

Đơn vị: tỷ đồng, %	2019	2020	2021	2022	2023
Tổng doanh thu hoạt động	3.235	4.367	7.443	6.336	7.158
%svck		35,0%	70,4%	-14,9%	13,0%
Thu nhập từ hoạt động đầu tư	1.773	2.862	3.046	2.440	3.647
%svck		61,4%	6,4%	-19,9%	49,4%
<i>Lãi bán các tài sản tài chính FVTPL</i>	699	1.779	2.325	2.020	3.167
<i>Lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)</i>	991	850	720	417	474
<i>Lãi từ tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)</i>	83	233	1	3	6
Lãi từ các khoản cho vay và phải thu	678	525	1.571	1.801	1.568
%svck		-22,5%	199,1%	14,7%	-12,9%
Doanh thu nghiệp vụ môi giới chứng khoán	582	797	2.519	1.707	1.502
%svck		37,0%	215,9%	-32,2%	-12,0%
Doanh thu từ nghiệp vụ ngân hàng đầu tư	134	135	143	144	132
%svck		0,9%	6,3%	0,8%	-8,4%
Chi phí hoạt động	1.171	1.902	3.155	2.705	2.435
%svck		62,4%	65,9%	-14,3%	-10,0%
Chi phí từ các hoạt động đầu tư	383	1.016	1.343	962	682
<i>Lỗ bán các tài sản tài chính FVTPL</i>	383	1.003	1.342	962	656
<i>Lỗ chênh lệch đánh giá lại AFS</i>	0	13	1	-	26
Chi phí nghiệp vụ môi giới chứng khoán	555	626	1.494	1.337	1.316
Chi phí khác	129	137	199	234	293
Chi phí nghiệp vụ ngân hàng đầu tư	82	99	106	124	111
Lợi nhuận gộp	2.064	2.465	4.289	3.631	4.723
%svck		19,4%	74,0%	-15,3%	30,1%
Lợi nhuận gộp từ hoạt động đầu tư	1.391	1.846	1.703	1.479	2.965
%svck		33%	-8%	-13%	100%
Lợi nhuận gộp từ nghiệp vụ môi giới	27	172	1.025	370	186
%svck		545,7%	497,6%	-63,9%	-49,8%
Lợi nhuận gộp từ khoản cho vay và phải thu	678	525	1.571	1.801	1.568
%svck		-22,5%	199,1%	14,7%	-12,9%
Lợi nhuận gộp từ nghiệp vụ ngân hàng đầu tư	52	36	37	20	21
%svck		-31,2%	2,7%	-45,7%	4,7%
Lợi nhuận/Lỗ hoạt động	1.099	1.552	3.252	2.100	2.847
Lợi nhuận trước thuế	1.106	1.558	3.365	2.110	2.849
%svck		40,9%	116,0%	-37,3%	35,0%
Lợi nhuận sau thuế	909	1.257	2.696	1.699	2.293
%svck		38,3%	114,4%	-37,0%	34,9%

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

TOI của SSI đạt tăng trưởng kép là 17,2% trong 5 năm qua, thấp hơn so với mức trung bình ngành (19,8%). Nguyên nhân được cho là do quy mô doanh thu lớn của SSI, đạt 7.158 tỷ đồng, gấp 1,1 lần quy mô doanh thu của công ty xếp thứ 2 (VNDS) và gấp 3,7 lần so với công ty có tăng trưởng kép cao nhất ngành (VPBS). Thu nhập từ đầu tư thường chiếm tỷ trọng lớn nhất trong TOI, dao động từ 50% đến 65%. Trong khi đó, doanh thu dịch vụ môi giới và vay ký quỹ thường chiếm tỷ trọng ngang nhau trong cơ cấu TOI, dao động từ 18% đến 20% trong 5 năm qua.

Hình 12: TOI của SSI tiếp tục xu hướng tăng nhờ thu nhập từ hoạt động đầu tư (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Biên LN gộp của SSI đã cải thiện từ 63,8% năm 2019 lên 66% năm 2023 do chi phí tăng chậm hơn. Điều này cũng phản ánh hiệu quả hoạt động mảng tự doanh của SSI được cải thiện, khi trong 5 năm qua, chất lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường đã được cải thiện và thị trường trái phiếu phát triển đáng kể, tạo điều kiện cho SSI thực hiện chiến lược phân bổ vốn vào tài sản có thu nhập cố định nhằm tránh những biến động từ cổ phiếu niêm yết.

LN hoạt động và LN ròng tiếp tục có xu hướng tăng lên trong 5 năm qua, với tăng trưởng lần lượt đạt 21% và 20,3%. Biên LN ròng đã được cải thiện từ 28,1% lên 32% nhờ: 1) biên LN gộp được cải thiện như đã phân tích ở trên và; 2) SSI liên tục giảm mức lãi suất đi vay từ 5,5% năm 2019 xuống 4,4% năm 2023, chủ yếu do tác động của môi trường lãi suất thấp hỗ trợ nền kinh tế và uy tín đầu ngành giúp SSI thu xếp vốn thuận lợi.

ROAE của SSI đã cải thiện nhẹ trong 5 năm qua, từ 9,9% năm 2019 lên 10,1% vào năm 2023. SSI đang gặp thách thức trong việc cải thiện ROAE do quy mô của công ty trở nên quá lớn.

Giao dịch tự doanh: đóng góp lớn nhất cho TOI, sự kiên định với chiến lược thận trọng

Tăng trưởng kép hàng năm của hoạt động đầu tư của SSI từ năm 2019 đến năm 2023 là khoảng 21,8% và đạt 51.632 tỷ đồng vào năm 2023, tăng 41,3% svck. Tài sản được phân loại theo giá trị của Tài sản tài chính thông qua lãi lỗ (FVTPL), tài sản nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) và tài sản sẵn sàng để bán (AFS) lần lượt chiếm 85%, 14% và 1% tổng danh mục đầu tư.

LN gộp từ hoạt động tự doanh của SSI năm 2023 đạt 2.965 tỷ đồng, chiếm 62,8% tổng LN gộp và tăng dần qua các năm.

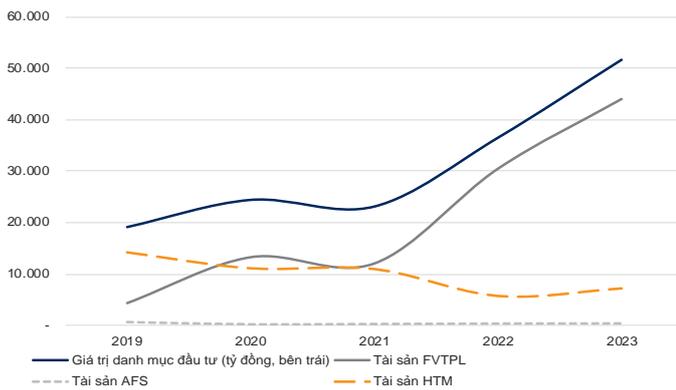
Lợi suất đầu tư (ROI) của SSI năm 2023 đạt 6,7%, tăng 170 điểm cơ bản svck (5%). Mặc dù vẫn thấp hơn ROI trung bình 5 năm gần đây nhất của SSI (7,1%) nhưng vẫn tương đương với ROI trung bình của VN-INDEX trong 5 năm qua (6,6%).

ROI của tài sản tài chính nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) vào năm 2023 là 7,4%. Danh mục đầu tư này chủ yếu bao gồm chứng chỉ tiền gửi và hợp đồng tiền gửi (69,6%), còn lại là trái phiếu (30,4%).

ROI của tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ (FVTPL) vào năm 2023 là 6,7%. Danh mục tài sản này chủ yếu bao gồm hợp đồng tiền gửi và chứng chỉ tiền gửi (68%), tiếp theo là trái phiếu (28%). Cổ phiếu niêm yết chỉ chiếm 3,4%

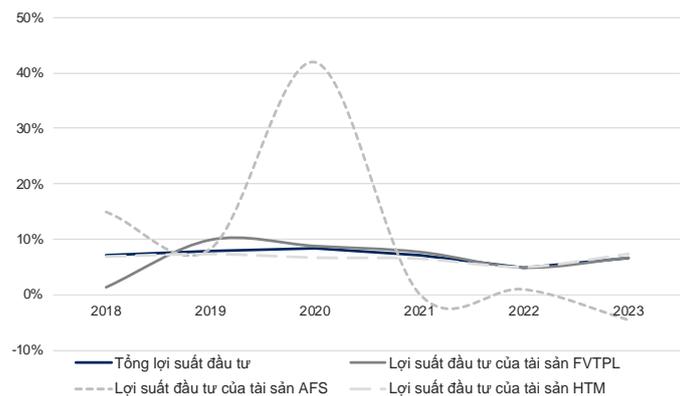
ROI của tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS) có độ biến động cao nhất và đạt đỉnh vào năm 2020 do phần lớn là cổ phiếu chưa niêm yết (91%).

Hình 13: Giá trị danh mục đầu tư của SSI tăng trưởng nhanh trong 5 năm qua (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT, FIIN PRO

Hình 14: ROI của các loại tài sản tài chính



Nguồn: VNDIRECT, FIIN PRO

Hoạt động tự doanh đã đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu và lợi nhuận của SSI trong những năm gần đây. Tuy nhiên, đây cũng là hoạt động rủi ro nhất trong mô hình kinh doanh của SSI do phụ thuộc vào: 1) điều kiện chung của thị trường; 2) chất lượng danh mục đầu tư và; 3) quy mô vốn đầu tư quá lớn của SSI khiến việc phân bổ vào các tài sản có chất lượng trở nên khó khăn.

Yếu tố đầu tiên có thể không phải là vấn đề đáng kể đối với SSI trong năm 2024 hoặc những năm tới khi triển vọng nâng hạng của thị trường chứng khoán Việt Nam là rất cao. Tuy nhiên, đối với yếu tố 2) và 3), trong 5 năm qua, SSI đã cố gắng duy trì sự cân bằng giữa lợi nhuận với rủi ro bằng cách phân bổ chủ yếu vào trái phiếu doanh nghiệp và hợp đồng tiền gửi.

Tuy nhiên, trong năm 2024, với việc thị trường trong nước chưa có dấu hiệu phục hồi rõ ràng, các doanh nghiệp bất động sản vẫn gặp khó khăn, đồng thời với môi trường lãi suất thấp khiến sản phẩm tiền gửi kém hấp dẫn, SSI sẽ phải lựa chọn giữa: 1) phân bổ tài sản vào cổ phiếu niêm yết có ROI cao hơn nhưng lại biến động mạnh cùng với VN-INDEX hoặc; 2) tiếp tục chiến lược thận trọng, đầu tư vào chứng chỉ tiền gửi và hợp đồng tiền gửi.

Chúng tôi kỳ vọng SSI sẽ theo đuổi chiến lược thận trọng, không phân bổ nhiều cho cổ phiếu niêm yết mà thay vào đó tham gia giao dịch repo, mua trái phiếu ngân hàng và thậm chí cả trái phiếu doanh nghiệp bất động sản.

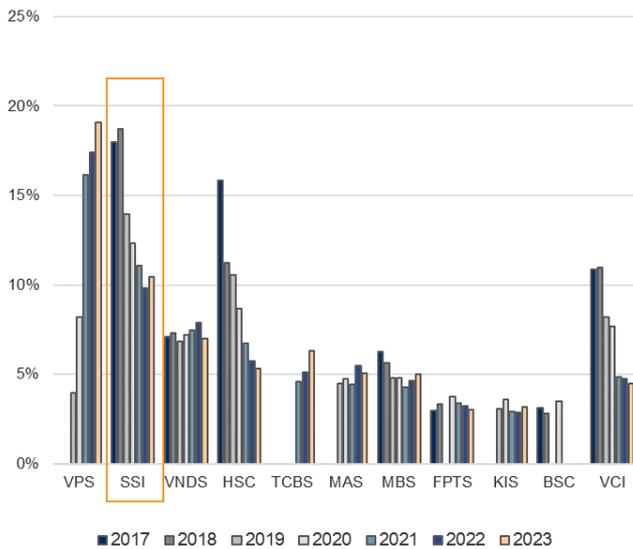
Mảng môi giới: Duy trì thị phần phục vụ chiến lược đại chúng

SSI cũng đang đi theo xu hướng chung của các công ty trong ngành khi liên tục giảm chi phí giao dịch và hoa hồng để mở rộng tệp khách hàng và bán chéo các sản phẩm khác như tư vấn tài chính, quản lý tài sản và cho vay ký quỹ. Tuy

nhiên, phí môi giới tại SSI đạt xấp xỉ 0,19%-0,2% vào năm 2023, vẫn đứng thứ 5 toàn ngành.

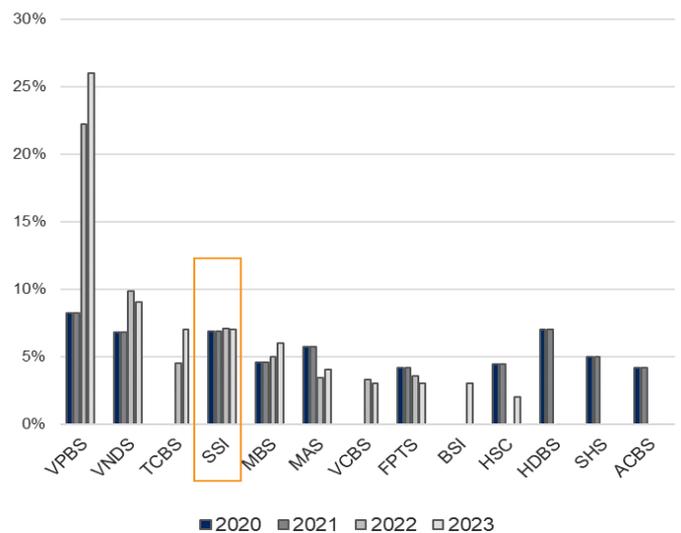
Điều này là do sự khác biệt trong cách tiếp cận của SSI. Thay vì giảm đáng kể phí giao dịch như một số công ty môi giới khác, SSI đang cố gắng mở rộng tệp khách hàng bằng cách đưa ra mức hoa hồng cao cho nhân viên tư vấn và bộ phận môi giới. Trong 5 năm qua, SSI liên tục mất thị phần ở mảng môi giới. Thị phần môi giới của SSI trên HOSE và HNX năm 2023 lần lượt ở mức 10,4% và 7,02%, đứng thứ hai trên HOSE và thứ tư trên HNX

Hình 15: Thị phần môi giới SSI (HOSE)



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Hình 16: Thị phần môi giới SSI (HNX)

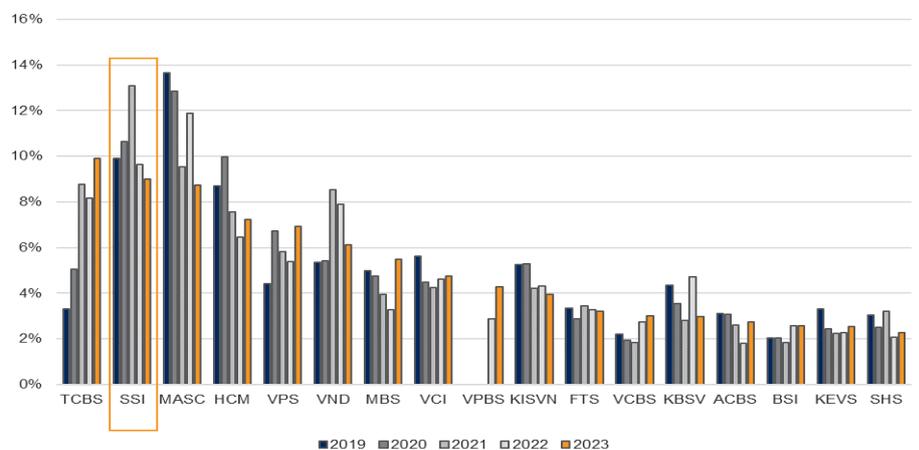


Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Mảng cho vay ký quỹ: chi phí vốn thấp là yếu tố tạo nên sự khác biệt

Thị phần của SSI trong lĩnh vực cho vay ký quỹ giảm dần từ 13,08% năm 2021 xuống 9,02% năm 2023, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 10,46%. Điều này là do áp lực cạnh tranh từ các công ty chứng khoán mới, đặc biệt là các công ty có khả năng tiếp cận nguồn vốn giá rẻ như công ty chứng khoán nước ngoài hay công ty được hỗ trợ bởi ngân hàng thương mại.

Hình 17: Thị phần cho vay ký quỹ của SSI đứng thứ 2 ngành

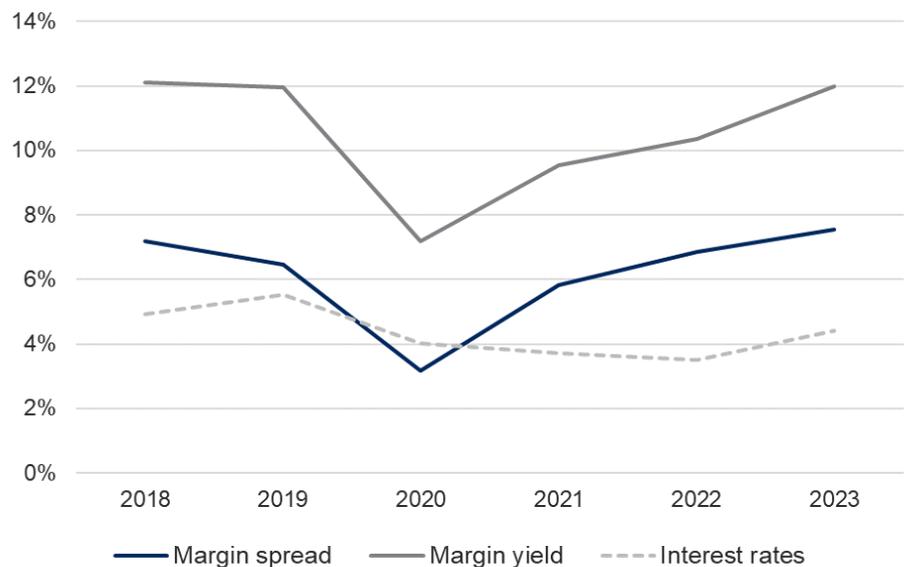


Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Dù vậy, thị phần cho vay ký quỹ của SSI vẫn duy trì được vị trí thứ 2 trên thị trường (sau TCBS) nhờ lợi thế lãi suất cho vay ký quỹ cạnh tranh dành cho khách hàng. Biên độ chênh lệch lãi suất cho vay ký quỹ của SSI tăng lên 7,6% vào năm 2023 từ mức 6,9% vào năm 2022, do tốc độ tăng lãi suất cho vay ký quỹ (tăng 160 điểm cơ bản) nhanh hơn so với mức tăng lãi suất chi phí vay vốn (tăng 90 điểm cơ bản) trong năm qua.

LN gộp từ hoạt động cho vay ký quỹ của SSI liên tục tăng trong 5 năm qua, từ 678 tỷ đồng năm 2019 lên 1.568 tỷ đồng vào năm 2023, với tăng trưởng kép hằng năm khoảng 18% .

Hình 18: Chênh lệch cho vay ký quỹ đã phục hồi



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Một số yếu tố có thể giúp SSI mở rộng quy mô dư nợ cho vay ký quỹ trong những năm tới bao gồm 1) **vốn chủ sở hữu lớn**. SSI vẫn còn nhiều dư địa cho vay khi tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu chỉ đạt 0,7 vào năm 2023, thấp hơn nhiều so với yêu cầu là 5. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ không thay đổi trong năm 2024 và tăng nhẹ vào năm 2025 (0,8) 2) thị trường chứng khoán có thể được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi và thu nhập khả dụng của người dân cải thiện do nền kinh tế phục hồi và 3) SSI có thể hạ dần lãi suất cho vay ký quỹ từ mức trung bình 12% năm 2023 xuống 8,9% vào năm 2024, chấp nhận mức chênh lệch biên LN thấp hơn là 5,4% (thấp hơn 220 điểm cơ bản so năm 2022) để thu hút khách hàng mới và giữ chân khách hàng hiện có.

Những lý do chính khiến SSI chấp nhận chênh lệch cho vay ký quỹ thấp hơn là vì: 1) mục tiêu duy trì thị phần cho vay ký quỹ là 9% như năm trước và; 2) SSI ưu tiên phân bổ vốn vào các tài sản có lợi suất ổn định do quy mô vốn rất lớn.

Hơn nữa, việc duy trì sức hấp dẫn của thương hiệu và uy tín của công ty đối với các nhà đầu tư là điều cần thiết, giúp công ty tiếp cận được nguồn vốn rẻ hơn so với các công ty khác trong ngành. Vì vậy, một trong những sự kiện có thể hỗ trợ giá cổ phiếu SSI chính là hoạt động tăng vốn trong thời gian tới.

Mảng IB giúp hoàn thiện hệ sinh thái sản phẩm

Mảng IB đóng góp tương đối ít vào tổng doanh thu của SSI. Với việc thị trường IPO và M&A vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi mạnh (xem chi tiết trang 7 trong

phần báo cáo ngành Tài Chính), chúng tôi kỳ vọng doanh thu khối IB sẽ tăng nhẹ 4,1% svck, đạt 138 tỷ đồng, lợi nhuận gộp khoảng 33 tỷ đồng (+58% svck).

Trên thực tế, đóng góp của mảng IB là hoàn thiện mô hình kinh doanh cho SSI, nâng cao uy tín của SSI trong mắt nhà đầu tư nhờ khả năng cung cấp tất cả các sản phẩm trong ngành. Do đó, nó có thể giúp SSI huy động vốn với chi phí thấp hơn nhờ uy tín của mình. Vì vậy, đây cũng là lợi thế cạnh tranh của SSI khi số lượng khách hàng tổ chức có thể sẽ tăng lên khi thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển hơn nữa trong thời gian tới.

Triển vọng KQKD 2024-28

Hình 19: Dự phóng LN 2024-28 của SSI

Đơn vị: tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	7.158	8.127	10.384	13.466	14.509	17.118
Thu nhập từ đầu tư	3.647	4.515	6.199	8.436	9.050	11.290
Tài sản tài chính thông qua lãi lỗ (FVTPL)	3.167	4.308	5.928	7.587	7.821	9.671
Tài sản nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	474	202	265	839	1.202	1.578
Tài sản sẵn sàng để bán (AFS)	6	5	7	11	27	42
Cho vay ký quỹ	1.568	1.556	1.777	2.331	2.592	2.660
Dịch vụ môi giới	1.502	1.495	1.709	1.803	1.719	1.675
Khác	308	425	561	757	1.010	1.356
Ngân hàng đầu tư	132	138	138	139	138	137
Lợi nhuận gộp	4.723	5.340	7.187	10.497	11.549	13.726
Biên lợi nhuận gộp (%)	66,0%	65,7%	69,2%	78,0%	79,6%	80,2%
Chi phí lãi vay	1.570	1.619	1.640	1.592	1.741	1.789
% chi phí lãi vay/TOI	21,9%	3,1%	1,3%	-2,9%	9,3%	2,7%
Chi phí quản lý doanh nghiệp (GA)	362	406	571	539	580	514
% GA/TOI	5%	5,0%	5,5%	4,0%	4,0%	3,0%
Lợi nhuận hoạt động	2.847	3.398	5.066	8.466	9.338	11.545
Lợi nhuận trước thuế	2.849	3.432	5.120	8.569	9.409	11.639
Lợi nhuận ròng	2.293	2.778	4.124	6.900	7.584	9.385
Biên lợi nhuận ròng (%)	32,0%	34,2%	39,7%	51,2%	52,3%	54,8%
Tăng trưởng TOI svck (%)	13,0%	13,5%	27,8%	29,7%	7,7%	18,0%
Tăng trưởng thu nhập từ đầu tư svck	49,4%	23,8%	37,3%	36,1%	7,3%	24,8%
Tăng trưởng thu nhập từ cho vay ký quỹ svck	-12,9%	-0,8%	14,2%	31,2%	11,2%	2,6%
Tăng trưởng thu nhập từ dịch vụ môi giới svck	-12,0%	-0,5%	14,3%	5,5%	-4,6%	-2,5%
Tăng trưởng từ ngân hàng đầu tư svck	-8,4%	4,1%	0,6%	0,5%	-0,6%	-0,9%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck (%)	34,9%	21,2%	48,4%	67,3%	9,9%	23,7%
ROAA	3,8%	3,6%	4,5%	6,3%	5,9%	6,5%
ROAE	10,1%	11,2%	14,9%	21,4%	19,8%	20,3%

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

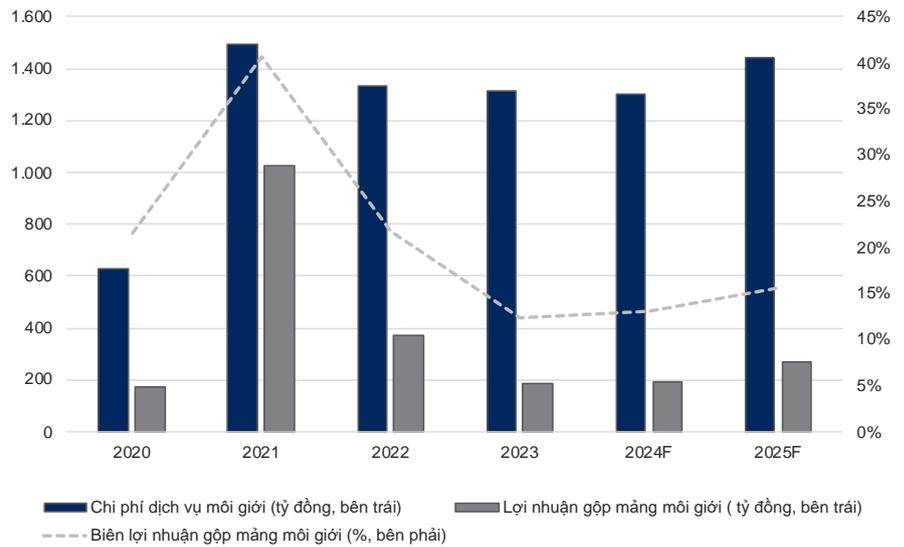
Trong Q4/23, TOI của SSI đạt 2.047 tỷ đồng, tăng 51% svck và đà tăng vẫn được duy trì với mức tăng 5% so với quý trước. Nhìn chung trong năm 2023, TOI của SSI đạt 7.158 tỷ đồng, tăng 13% svck. Chúng tôi kỳ vọng TOI của SSI sẽ đạt 8.127 tỷ đồng vào năm 2024, tăng 13,5% svck, hoàn thành 100% kế hoạch kinh doanh của SSI trong năm và đạt tăng trưởng kép hàng năm là 16,1% trong giai đoạn 2024-28.

Động lực chính cho kỳ vọng tăng trưởng nêu trên là:

- (i) VN-Index dự phóng sẽ dao động xung quanh kịch bản cơ sở của chúng tôi là 1.300 điểm, tương ứng với mức EPS hiện tại khoảng 13 lần;
- (ii) Thị trường chứng khoán Việt Nam kỳ vọng được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi trong kỳ đánh giá tháng 9/2024;
- (iii) Việc tăng vốn của SSI sẽ hoàn tất trong Q2/24, cụ thể thông qua việc phát hành thêm 453,3 triệu cổ phiếu mới, trong đó có 302,2 triệu cổ phiếu thường để tăng vốn điều lệ với tỷ lệ 100:20. Đợt chào bán cho cổ đông hiện hữu sẽ là 151 triệu cổ phiếu với giá 15.000 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ đăng ký mua là 100:10. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng SSI sẽ chia cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 10% như thường lệ;
- (iv) Tốc độ **tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trong dài hạn** đạt tương đương ROI của VN-Index trong 5 năm qua là 6,6%/năm.

Mảng môi giới: Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng thị phần môi giới của SSI sẽ không thay đổi so với hiện tại, với doanh thu dịch vụ môi giới đạt 1.495 tỷ đồng (-0,5% svck) và biên lợi nhuận gộp là 13% tăng nhẹ svck (12,4%).

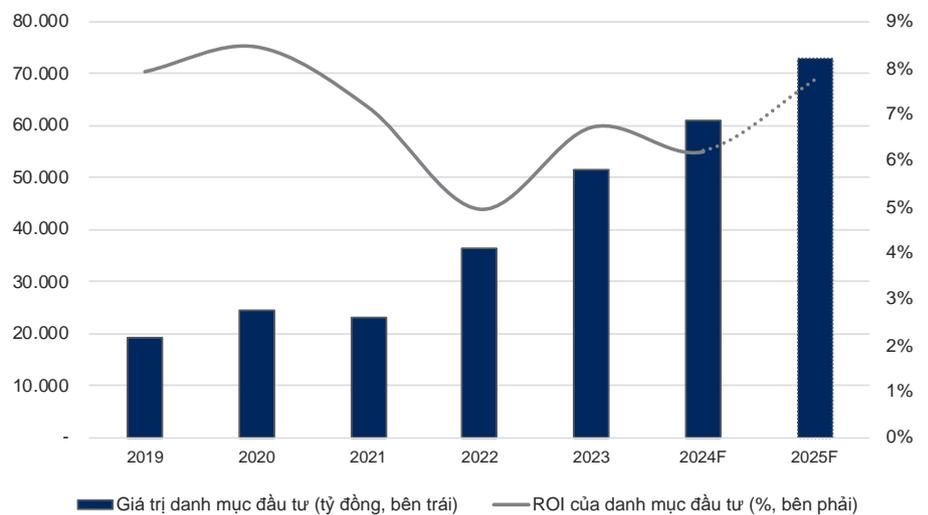
Hình 20: Biên lợi nhuận mảng môi giới được kỳ vọng sẽ phục hồi từ năm 2024 trở đi



Nguồn: VNDIRECT; Fiin Pro

Tự doanh: Danh mục đầu tư của SSI dự phóng đạt 60.629 tỷ đồng, tăng 18% svck, trong đó phần lớn là tài sản FVTPL có giá trị khoảng 58.489 tỷ đồng (96% tổng giá trị đầu tư).

Hình 21: ROI của hoạt động tự doanh đang trên đà hồi phục



Nguồn: VNDIRECT

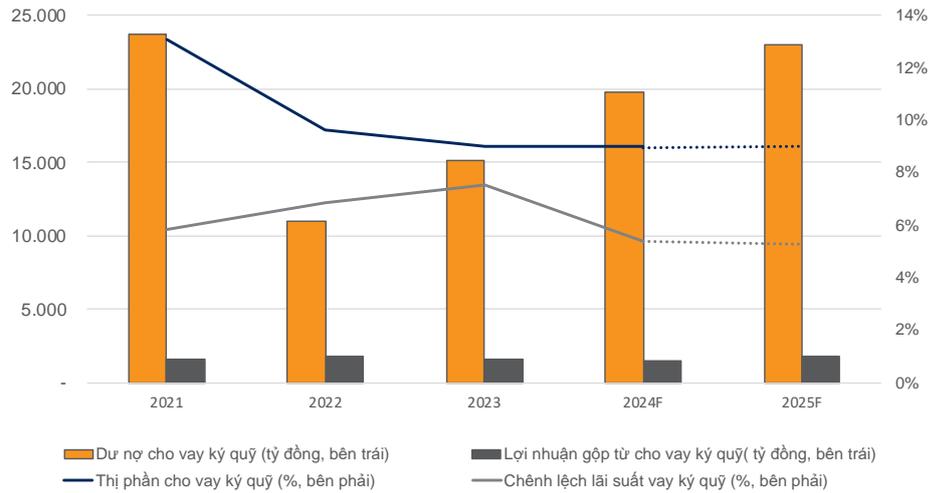
Tỷ lệ ROI năm 2024 dự phóng đạt khoảng 6,2%, giảm 50 điểm cơ bản svck, phản ánh lãi suất tiền gửi thấp hơn năm ngoái, do phần lớn danh mục đầu tư bao gồm chứng chỉ tiền gửi và hợp đồng tiền gửi. Tuy nhiên, dự phóng sẽ tăng đáng kể lên 7,4% vào năm 2025 khi hoạt động kinh tế trong nước dần hồi phục và lãi suất tăng khi hoạt động kinh tế quay trở lại.

Mảng cho vay ký quỹ:

Chúng tôi tin rằng trong năm 2024, SSI sẽ duy trì thị phần cho vay ký quỹ ở mức tương tự như năm 2023 là 9%. Tổng dư nợ cho vay ký quỹ sẽ đạt 19.826 tỷ đồng, tăng 31% svck và thu nhập cho vay ký quỹ sẽ đạt 1.556 tỷ đồng, giảm nhẹ 0,8% svck vào năm 2024.

Để duy trì thị phần như cũ, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng này của SSI sẽ cần giảm xuống 5,4% vào năm 2024 từ mức 7,6% vào năm 2023.

Hình 22: Để giữ thị phần, SSI sẽ phải chấp nhận biên LN thu hẹp hơn



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Trong Q4/23, LN trước thuế của SSI đạt 644 tỷ đồng, tăng 123% svck nhưng giảm 27% so với quý trước, cho thấy xu hướng tăng đang suy yếu do thị trường chứng lại, dẫn đến chi phí đầu tư tăng hơn 154% so với quý trước.

LN trước thuế cho cả năm 2023 đạt 2.849 tỷ đồng, tăng 35% svck. Chúng tôi kỳ vọng LN trước thuế của SSI trong năm 2024-25 sẽ đạt 3.432 tỷ đồng/5.120 tỷ đồng, với tăng trưởng kép hàng năm khoảng 28% trong giai đoạn 2024-28.

ROAE của SSI năm 2023 đạt 10,1%, cao hơn năm trước (9,3%) nhưng thấp hơn tốc độ tăng trưởng bình quân 5 năm (13%). Chúng tôi dự phóng ROAE cho năm 2024-25 sẽ đạt 11,2%/14,9% và đạt tốc độ tăng trưởng dài hạn là 14,8%/năm.

Định giá: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu là 36.500 đ/cp

Chúng tôi kết hợp định giá P/B và phương pháp thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau là 50% để đưa ra mức giá mục tiêu là 36.500 đ/cp cho SSI, dựa trên các giả định sau:

- **Lãi suất phi rủi ro là 2,24%** (lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm) và **phần bù rủi ro thị trường** là 9%.
- **P/B mục tiêu của SSI là 2,7 lần**, cao hơn 30% so với mức P/B trung bình ngành 05 năm +1 độ lệch chuẩn là 2,08. Chúng tôi tin rằng P/B của SSI là phù hợp vì trong quá khứ, các nhà đầu tư sẵn sàng trả mức P/B cao hơn 20-30% cho SSI so với mức trung bình ngành do ưa thích mô hình kinh doanh của SSI (Xem Hình 29).

Phân tích độ nhạy

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Thị trường chứng khoán Việt Nam không được nâng hạng trong năm 2024, dẫn đến vốn đầu tư phân bổ cho thị trường Việt Nam không như kỳ vọng, và 2) lãi suất phi rủi ro tăng và phần bù rủi ro thị trường tăng do NHNN tăng lãi suất nhằm giảm bớt áp lực tỷ giá.

Nếu trường hợp 1) xảy ra, chúng tôi hạ kỳ vọng tăng trưởng LN sau thuế của SSI xuống 6%, tương đương với kịch bản tăng trưởng GDP bình quân. Giữ nguyên các giả định khác, SSI sẽ được định giá lại ở mức giá hợp lý là **35.900 đ/cp**.

Tương tự, nếu (2) xảy ra với các giả định khác không thay đổi, chi phí vốn dự phóng sẽ tăng lên 14,6% và giá mục tiêu của SSI sẽ khoảng **34.400 đ/cp**.

Với kịch bản cả hai trường hợp rủi ro xảy ra đồng thời, giá mục tiêu cho SSI sẽ là **34.200 đ/cp**, tương ứng giảm 6,3% so với giá mục tiêu ban đầu.

Hình 23: Giả định chung

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%
Phần bù rủi ro	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Beta	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Tăng trưởng dài hạn									6,6%
ROE dài hạn									14,8%
ROE năm cuối									19,4%

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Hình 24: Mô hình thu nhập thặng dư

	2024	2025	2026	2027	2028	Năm cuối
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	(130)	765	3.273	3.083	4.236	3.506
Tỷ lệ chiết khấu	0,89	0,79	0,70	0,62	0,55	
Gía trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	(116)	604	2.293	1.918	2.341	42.956
Gía trị sổ sách đầu kỳ	23.100					
Gía trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	7.041					
Gía trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	23.742					
Gía trị vốn chủ sở hữu	53.884					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.728					
Gía trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	31.189					

Nguồn: Fiin Pro; VNDIRECT

Hình 25: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Gía trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	31.189	15.595
Hệ số P/B (2.7 lần cho năm 2024)	50%	41.755	20.877
Gía mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			36.472
Gía mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			36.500

Nguồn: VNDIRECT

Hình 26: Phân tích độ nhạy về mức độ thay đổi tốc độ tăng trưởng dài hạn ảnh hưởng đến giá mục tiêu

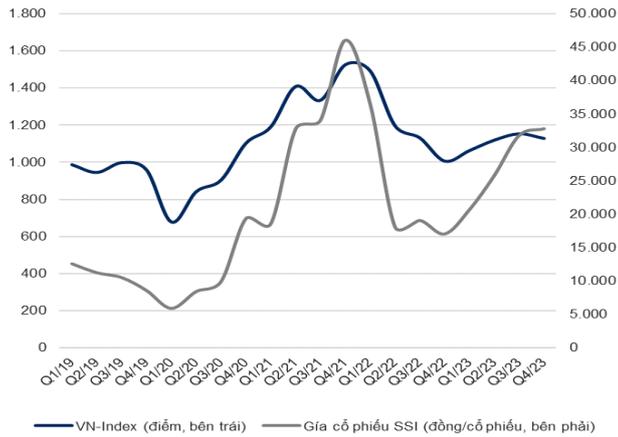
Chi phí vốn	Tăng trưởng dài hạn					
		6%	6,30%	6,60%	6,90%	7,20%
10,60%	37.800	38.100	38.500	38.900	39.300	
11,60%	36.800	37.100	37.500	37.800	38.200	
12,60%	35.900	36.200	36.500	36.800	37.100	
13,60%	34.900	35.200	35.500	35.700	36.000	
14,60%	34.000	34.200	34.400	34.700	34.900	

Nguồn: VNDIRECT

Tương quan giữa giá cổ phiếu SSI với VN-Index và ROE

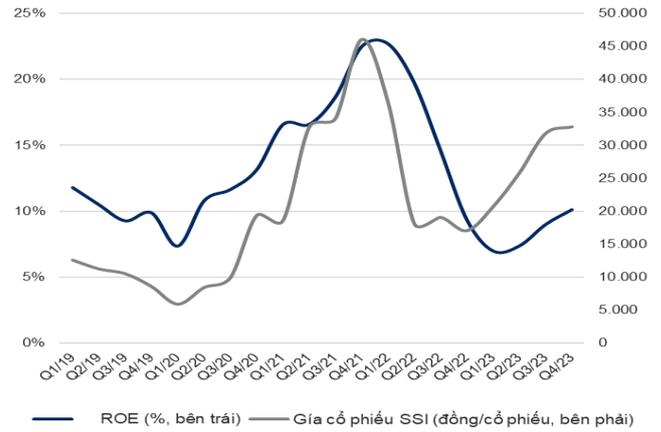
Giá cổ phiếu SSI có xu hướng tăng trước những thay đổi của ROE. Nói cách khác, giá cổ phiếu SSI diễn biến trước kết quả kinh doanh. Giá cổ phiếu SSI cũng có xu hướng đi trước xu hướng VN-Index.

Hình 27: Giá cổ phiếu SSI luôn biến động mạnh hơn VN-Index



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Hình 28: Giá cổ phiếu SSI luôn phản ánh trước kỳ vọng về ROE



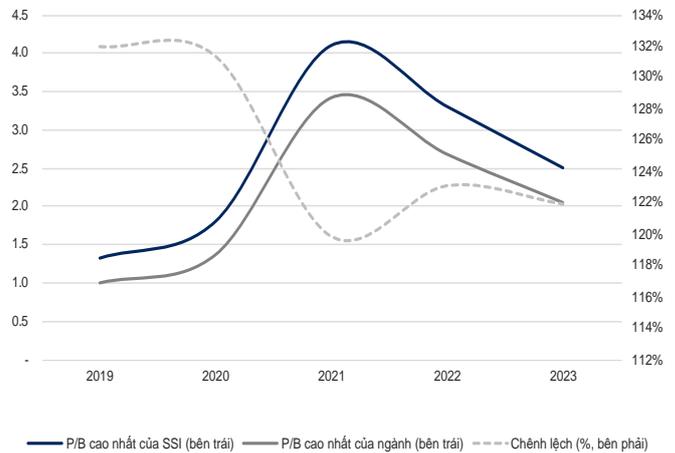
Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT

Hình 29: P/B hiện tại của SSI



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Chênh lệch P/B của SSI và P/B ngành



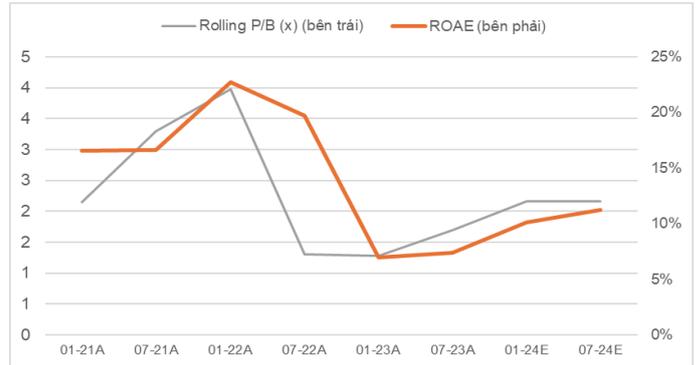
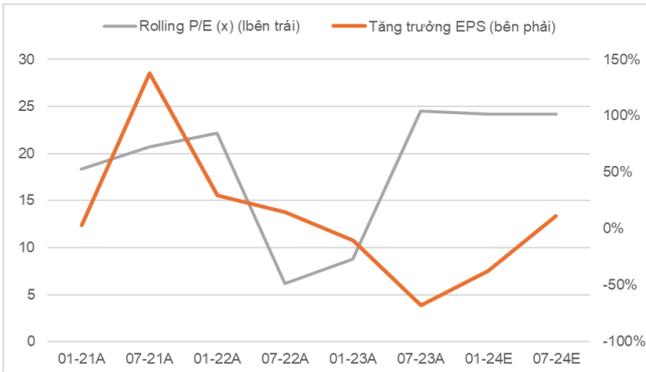
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: So sánh các công ty chứng khoán năm 2024

Mã CK	Tên công ty	Vốn hoá (tỷ đồng)	P/BV (x)		P/E (x)		ROE (%)		ROA (%)		Tăng trưởng LN ròng svck (%)		Tăng trưởng tổng doanh thu svck (%)	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
HCM VN	CTCP Chứng Khoán TP Hồ Chí Minh	22.050	2,3	2,1	28,2	16,4	8,30%	12,6%	4,0%	4,4%	-20,9%	97,2%	-25,6%	49,3%
VCI VN	CTCP Chứng khoán Vietcap	22.793	2,9	2,8	43,1	29,6	7,10%	9,5%	3,9%	3,9%	-43,4%	45,7%	-21,7%	11,7%
VND VN	Công ty Cổ phần Chứng khoán VND	26.731	1,7	N/A	13,9	N/A	13,10%	N/A	5,0%	N/A	65,9%	N/A	N/A	N/A
MBS VN	Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS	12.954	2,6	N/A	22,8	N/A	11,9%	N/A	4,5%	N/A	13,6%	N/A	N/A	N/A
SHS VN	Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn-Hà Nội	16.913	1,4	N/A	26,2	N/A	5,7%	N/A	5,0%	N/A	244,8%	N/A	N/A	N/A
	Trung bình		2,2	2,5	26,8	23,0	9,2%	11,1%	4,5%	4,2%	52,0%	71,5%	-23,7%	30,5%
	Trung vị		2,2	2,5	26,5	23,0	8,8%	11,1%	4,5%	4,2%	32,8%	71,5%	-23,7%	30,5%
SSI VN	CTCP Chứng khoán SSI	56.292	2,4	2,4	24,4	23,2	10,1%	11,2%	3,8%	3,6%	35,0%	21,2%	13,0%	13,5%
SSI VN	CTCP Chứng khoán SSI	56.292	2,4	2,4	24,4	23,2	10,1%	11,2%	3,8%	3,6%	35,0%	21,2%	13,0%	13,5%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT

Định giá



Kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	12-23A	12-24E	12-25E
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	7.157	8.127	10.384
Thu từ hoạt động đầu tư	3.647	4.515	6.199
Thu nhập từ cho vay ký quỹ	1.568	1.556	1.777
Doanh thu môi giới	1.502	1.495	1.709
Doanh thu dịch vụ ngân hàng đầu tư	132	138	138
Chi phí hoạt động	(2.434)	(2.787)	(3.197)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(362)	(406)	(571)
Lợi nhuận hoạt động	2.847	3.398	5.066
Chi phí lãi vay	(1.570)	(1.619)	(1.640)
Lợi nhuận trước thuế	2.849	3.432	5.120
Thuế	(554)	(653)	(996)
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	0	0
Lợi nhuận sau thuế	2.295	2.778	4.124

Chỉ số trọng yếu

	12-23A	12-24E	12-25E
Chỉ số tăng trưởng svck			
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	30,1%	13,1%	34,6%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	32,0%	34,2%	39,7%
Tổng tài sản	32,6%	20,4%	18,6%
Vốn chủ sở hữu	3,8%	15,5%	8,0%
Tăng trưởng EPS	34,0%	5,3%	31,2%
Chỉ số sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	66,0%	65,7%	69,2%
ROI của hoạt động tự doanh	6,7%	6,2%	7,7%
ROI của tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ (FVTPL)	6,7%	6,4%	7,4%
ROI của tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	-4,7%	0,5%	0,8%
ROI của tài sản tài chính nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	7,4%	4,5%	6,3%
Lợi suất cho vay ký quỹ	12,0%	8,9%	8,3%
Biên lợi nhuận gộp mảng môi giới	12,4%	13,0%	15,7%
ROAE	10,1%	11,2%	14,9%
ROAA	3,8%	3,6%	4,5%
Chỉ số thanh toán			
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1,9	1,9	2,1
Dư nợ cho vay ký quỹ/Vốn chủ sở hữu	0,7	0,7	0,8

Bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	12-23A	12-24E	12-25E
Tài sản			
Tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ (FVTPL)	51.632	19.826	22.994
Tài sản tài chính nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	7.145	1.828	6.580
Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	416	609	731
Cho vay ký quỹ	15.134	19.826	22.994
Tổng tài sản ngắn hạn	65.755	80.583	96.115
Tài sản tài chính dài hạn	2.812	2.812	2.812
Tổng tài sản ngắn hạn	69.241	83.395	98.927
Vay ngắn hạn	43.169	49.319	60.036
Các khoản phải trả	920	2.843	4.610
Tài sản ngắn hạn khác	500	488	1.905
Tổng nợ ngắn hạn	45.939	52.650	66.551
Tổng nợ dài hạn	62	4.067	3.571
Vốn điều lệ	1.501	5.563	5.563
Lợi nhuận giữ lại	4.696	1.786	2.832
Vốn chủ sở hữu	23.240	26.678	28.805
Lợi ích cổ đông thiểu số	141	207	176
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	69.241	83.395	98.927

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>

