

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN (HSX: SSI)

Báo cáo cập nhật 20/12/2019

Khuyến nghị:	Khả quan
Giá mục tiêu (VND):	21.480
Tiềm năng tăng giá:	17,3%
Cổ tức:	15%
Lợi suất cổ tức:	8%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu 20/12/2019

Giá hiện tại (VND):	18.300
Số lượng CP niêm yết:	510.063.000
Vốn điều lệ (tỷ VND):	5.100
Vốn hóa TT(tỷ VND):	9.297
% Sở hữu nước ngoài:	55,2%
% Giới hạn sở hữu NN:	100%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2016	2017	2018
EPS (vnd)	1.700	2.210	2.430
BV (vnd)	14.434	17.080	17.819
Cổ tức (vnd)	1.000	1.000	1.000
ROE(%)	12,64	14,74	14,69
ROA(%)	6,91	7,26	6,13

Hoạt động chính

CTCP Chứng khoán Sài Gòn SSI là CTCK lớn nhất Việt Nam trên hầu hết các tiêu chí: Tổng tài sản, vốn chủ sở hữu, thị phần môi giới và tổng doanh thu. Dự báo trong 3-5 năm tới, thị phần môi giới cổ phiếu của SSI sẽ tiếp tục mở rộng và có thể đạt mức trên 20% tổng giao dịch cả 3 sàn HSX, HNX và Upcom.

Nguồn: VNCS tổng hợp

THỊ PHẦN MÔI GIỚI BỊ CẠNH TRANH NGÀY Càng LỚN

Chỉ tiêu	2016	2017	2018	2019 (F)
Doanh thu hoạt động (tỷ vnd)	2.217	2.898	3.673	3.200
Tăng trưởng doanh thu	43,3%	34,8%	26,7%	-12,8%
Lợi nhuận gộp (tỷ vnd)	1.369,1	1.760,7	2.021,8	1.728
Biên lợi nhuận gộp	61,7%	60,8%	55,1%	54,0%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ vnd)	875	1.161	1.303	1.040
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	4,2%	33%	12,2%	-20,2%
Biên lợi nhuận sau thuế	39,5%	40,1%	35,5%	32,5%
EPS (vnd)	1.700	2.210	2.430	2.040

Luận điểm đầu tư:

- **Nền kinh tế tăng trưởng khá, mặt bằng lãi suất ổn định** trong 3 quý đầu năm 2019 đang tác động tích cực đến thị trường chứng khoán. Thị trường duy trì xu hướng đi ngang và tăng nhẹ trong 3 quý đầu 2019.
- **Quá trình cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước tại các tập đoàn, tổng công ty lớn đang được đẩy nhanh** sẽ tạo nhiều hàng hóa chất lượng cao trên thị trường, giúp thu hút các dòng vốn lớn từ các nhà đầu tư quốc tế.
- **SSI là công ty chứng khoán lớn nhất thị trường trong nhiều năm** về các phương diện: Tổng tài sản, vốn chủ sở hữu, doanh thu, thị phần môi giới cổ phiếu.
- **Quý 3/2019, doanh thu hoạt động hợp nhất và lợi nhuận trước thuế** của SSI lần lượt đạt 850,9 tỷ đồng và 332,3 tỷ đồng, giảm tương ứng (-2,7%) và (-29,1%) so với cùng kỳ Quý 3/2018.
- **Doanh thu hoạt động và lợi nhuận trước thuế lũy kế 9 tháng/2019** của SSI lần lượt đạt 2.331 tỷ đồng và 842 tỷ đồng, giảm tương ứng (-16,6%) và (-37,8%) so với cùng kỳ 9 tháng/2018.

Rủi ro:

- Doanh nghiệp niêm yết vẫn duy trì tăng trưởng nhưng đà tăng trưởng có xu hướng chậm lại, điều này có thể tác động không tích cực tới định giá các cổ phiếu niêm yết.
- Chỉ số CPI có dấu hiệu tăng trở lại trước diễn biến giá thịt lợn tăng cao là tín hiệu cảnh báo diễn biến vĩ mô có thể nhiều biến động khó lường trong các tháng cuối năm.
- Do đặc thù ngành, kết quả kinh doanh và tốc độ tăng trưởng của SSI biến động phụ thuộc nhiều vào biến động của TTCK Việt Nam.

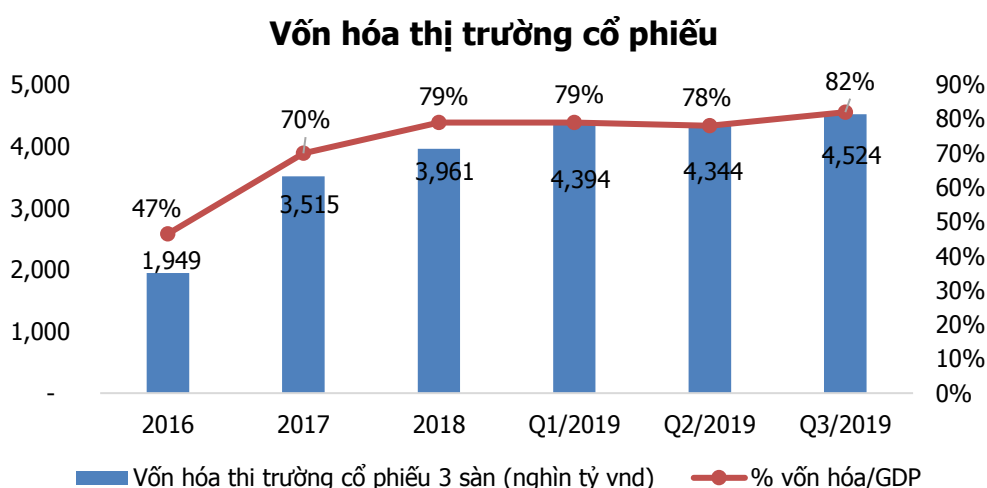
Khuyến nghị: Dựa trên kết quả kinh doanh cập nhật Q3/2019, kết hợp 2 phương pháp so sánh P/E và P/B với trọng số 50% mỗi phương pháp, cổ phiếu SSI có mức giá hợp lý là 21.480 vnd. Với mức EPS dự phóng theo kế hoạch 2018 là 2.040 vnd/cp, mức giá 21.480 vnd tương ứng với P/E dự phóng 10,6 lần.

Trên cơ sở các phương pháp định giá so sánh, chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu SSI cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ NGÀNH CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

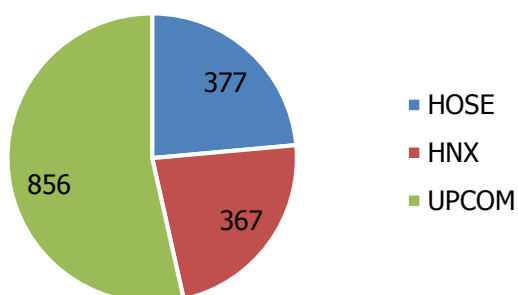
Vốn hóa tăng trưởng tỷ lệ thuận với số lượng doanh nghiệp niêm yết

Quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu Việt Nam trên 3 sàn (HSX, HNX và UPCOM) hiện đạt khoảng 190 tỷ USD – tương đương 4,52 triệu tỷ đồng (cuối Q3/2019), trong đó sàn giao dịch Tp.HCM chiếm tỷ trọng vốn hóa lớn nhất chiếm khoảng 75% tổng giá trị vốn hóa 3 sàn. Tuy số lượng các doanh nghiệp niêm yết vẫn không ngừng tăng trên cả 3 sàn nhưng do chỉ số VNIndex và HNXIndex có xu hướng đi ngang trong Q2-Q3/2019 nên vốn hóa của thị trường cổ phiếu chỉ tăng nhẹ trong Q2-Q3/2019. Tính đến hết tháng 9/2019, tổng số lượng doanh nghiệp niêm yết trên 3 sàn đạt 1.600 doanh nghiệp, trong đó sàn UPCOM chiếm tới hơn 53% với 856 doanh nghiệp đăng ký giao dịch.

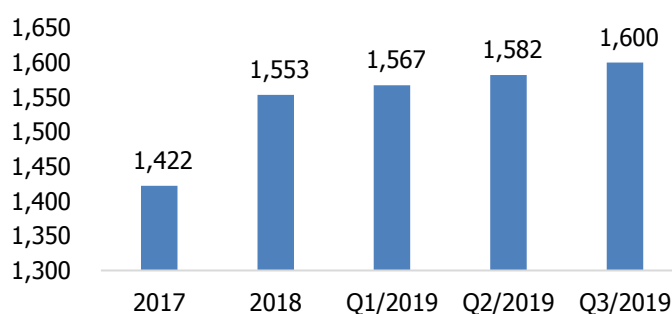


(Nguồn: UBCK NN, VNCS tổng hợp)

Số lượng doanh nghiệp niêm yết Q3/2019



Tổng số lượng doanh nghiệp niêm yết 3 sàn

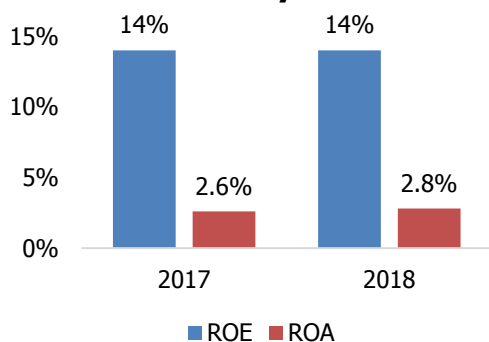


(Nguồn: UBCK NN, VNCS tổng hợp)

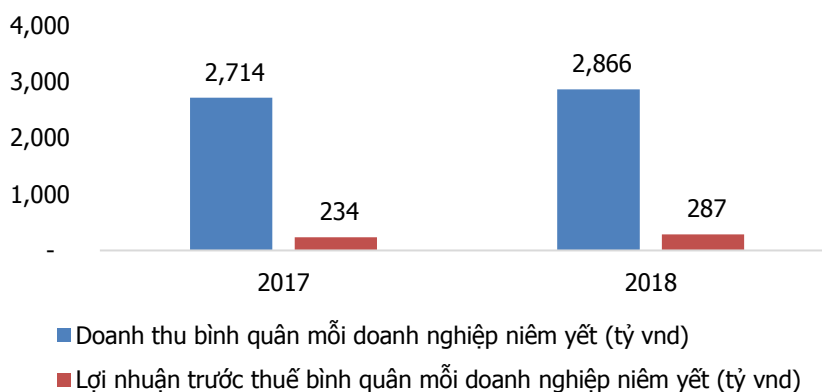
Doanh nghiệp niêm yết vẫn tăng trưởng trong 2018

Tình hình hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2018 cũng có bước tăng trưởng trong các chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận. Theo số liệu thống kê từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước trên số lượng các doanh nghiệp báo cáo, tổng doanh thu bình quân các doanh nghiệp niêm yết đạt 2.866 tỷ đồng/doanh nghiệp – tăng 5,6% so với 2017; lợi nhuận trước thuế bình quân đạt 287 tỷ đồng/doanh nghiệp – tăng 22,6% so với 2017. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và tổng tài sản bình quân trong năm 2018 lần lượt đạt 14% và 2,8%.

Tỷ suất lợi nhuận trung bình các doanh nghiệp niêm yết



Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết

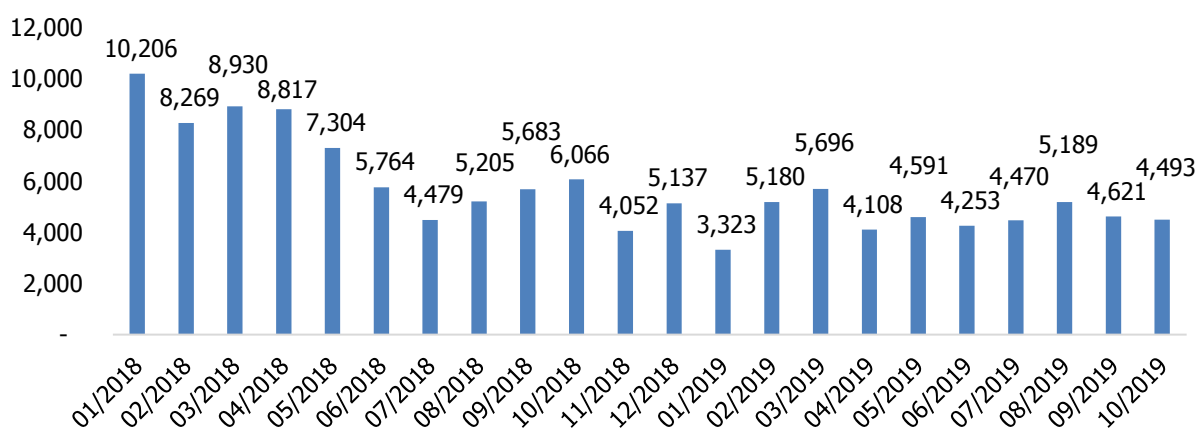


(Nguồn: UBCK NN, VNCS tổng hợp)

Thanh khoản toàn thị trường giảm so với cùng kỳ

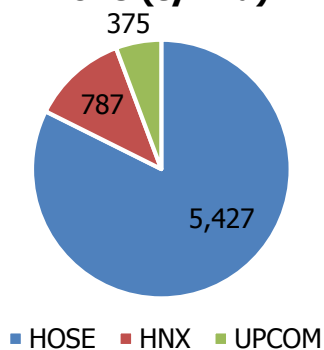
Giá trị giao dịch bình quân ngày trong 9 tháng đầu 2019 suy giảm đáng kể so với cùng kỳ 2018. Cụ thể, giá trị giao dịch giao dịch bình quân ngày trong 9 tháng 2019 đạt 4.603 tỷ đồng, giảm gần 36% so với mức thanh khoản 7.184 tỷ đồng bình quân ngày của 9 tháng 2018. Một trong những nguyên nhân phải kể đến là do biến động thị trường đã giảm đáng kể, chỉ số VNIndex chủ yếu dao động trong biên độ 900 – 1000 điểm trong hầu hết giai đoạn 3 quý đầu năm 2019, trái ngược với biến động khá lớn của chỉ số này trong giai đoạn cùng kỳ 2018.

Giá trị giao dịch bình quân ngày cả 3 sàn (tỷ vnd)

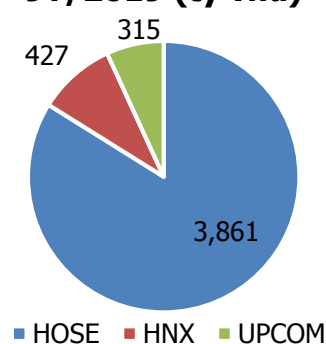


(Nguồn: UBCK NN, VNCS tổng hợp)

Giá trị giao dịch bình quân ngày 2018 (tỷ vnd)



Giá trị giao dịch bình quân ngày 9T/2019 (tỷ vnd)

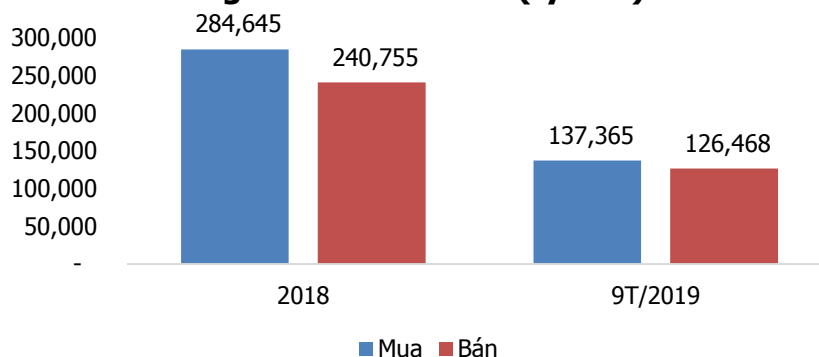


(Nguồn: UBCK NN, VNCS tổng hợp)

Khôi ngoại vẫn duy trì mua ròng trong 9 tháng đầu 2019

Khối nhà đầu tư nước ngoài vẫn duy trì mua ròng cổ phiếu trên cả 3 sàn. Cụ thể trong 3 quý đầu 2019, các nhà đầu tư nước ngoài giải ngân khoảng 137,4 nghìn tỷ đồng và bán ra hơn 126,5 nghìn tỷ đồng giá trị cổ phiếu. Giá trị mua ròng trong 9 tháng đầu 2019 đạt 11,2 nghìn tỷ đồng.

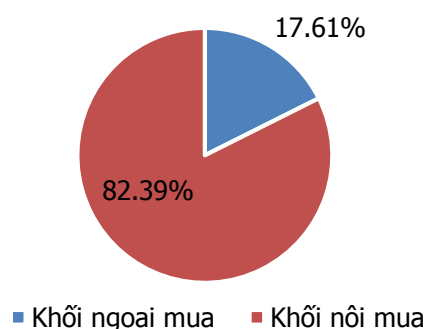
Giao dịch cổ phiếu của Nhà đầu tư nước ngoài trên cả 3 sàn (tỷ vnd)



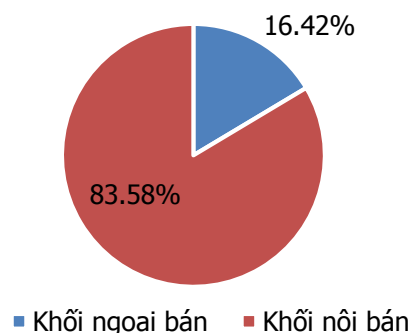
(Nguồn: UBCK NN, VNCS tổng hợp)

Tính riêng trên sàn HOSE trong 9 tháng đầu 2019, giao dịch mua của khối ngoại chiếm khoảng 17,61% toàn sàn HOSE, trong khi đó giá trị bán chiếm khoảng 16,42%.

Tỷ trọng giá trị khối ngoại mua 9T/2019 trên HOSE



Tỷ trọng giá trị khối ngoại bán 9T/2019 trên HOSE

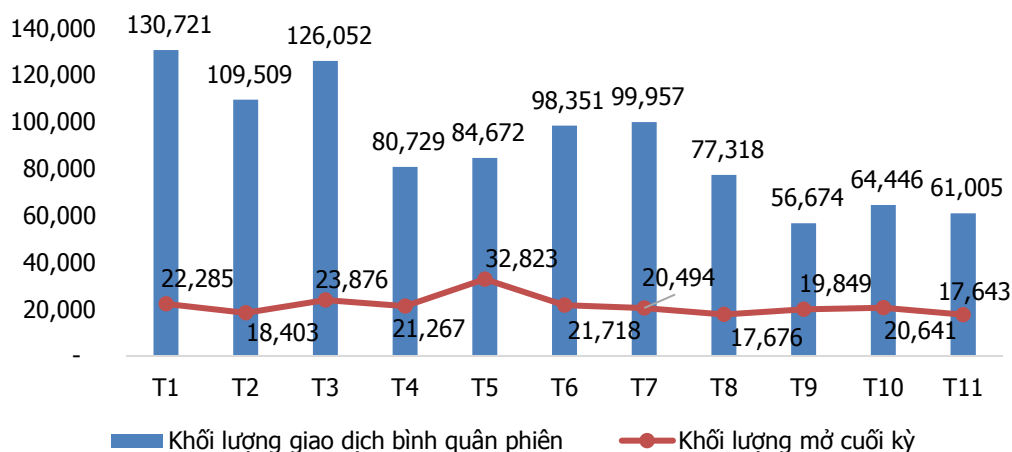


(Nguồn: UBCK NN, VNCS tổng hợp)

Thanh khoản thị trường Hợp đồng tương lai giảm dần về cuối năm

Thị trường phái sinh hợp đồng tương lai thanh khoản giảm dần về cuối năm. Cụ thể, Q1/2019 khối lượng giao dịch luôn duy trì trên 100.000 hợp đồng/phần, tuy nhiên càng về cuối năm thanh khoản giảm dần và Q3/2019 thanh khoản duy trì ở mức bằng 50% so với Q1/2019. Tuy nhiên, khối lượng hợp đồng mở (OI) vẫn duy trì khá ổn định quanh mức 20 nghìn hợp đồng.

Giao dịch hợp đồng tương lai



(Nguồn: HNX, VNCS tổng hợp)

Triển vọng thị trường chứng khoán thời gian tới

Dự báo quy mô vốn hóa trị trường vẫn tiếp tục tăng trưởng cùng với lộ trình cổ phần hóa và thoái vốn của các Tổng công ty/Tập đoàn Nhà nước đang được Chính phủ đẩy nhanh. Thị trường chứng khoán phái sinh tuy mới ra đời nhưng đã có những bước tăng trưởng rất nhanh và dự kiến trong năm 2020 sẽ triển khai thêm các sản phẩm phái sinh mới. Bên cạnh đó, khả năng thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi được dự báo sẽ là câu chuyện của ít nhất 2- 3 năm tới, do hiện tại thị trường Việt Nam vẫn chưa nằm trong danh sách xem xét nâng hạng, và quá trình đánh giá của MSCI đối với một thị trường chứng khoán sau khi đã được đưa vào danh sách xem xét nâng hạng cũng kéo dài khoảng 1 năm. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo trong 2019 – 2020 thị trường Việt Nam có thể được đưa vào danh sách xem xét nâng hạng.

Dưới đây là kế hoạch lộ trình cổ phần hóa và thoái vốn sở hữu Nhà nước của một số doanh nghiệp lớn trong vòng 2 năm tới:

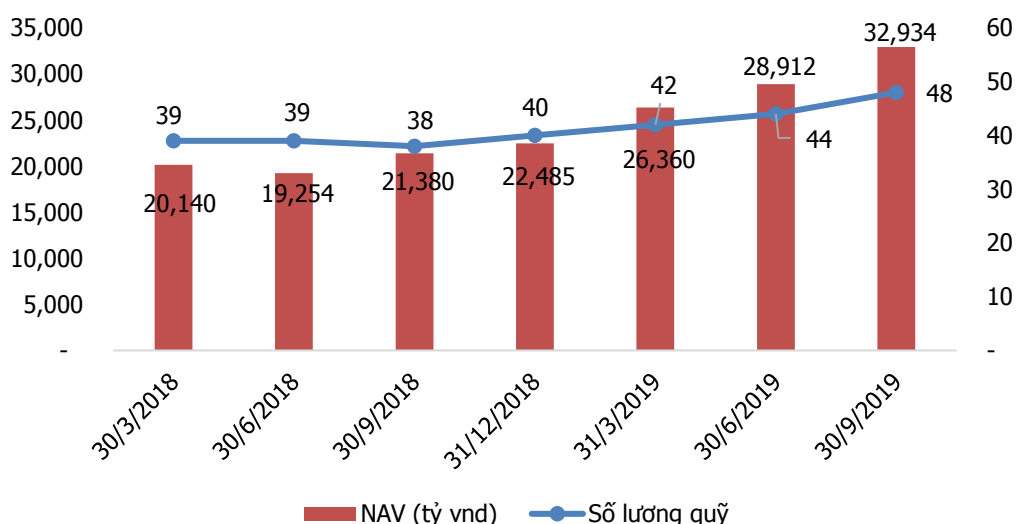
TT	Doanh nghiệp	Tính chất	Tỷ lệ IPO – Thoái vốn	Giá trị IPO – Thoái vốn (ước tính)	Thời gian dự kiến
1	Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam	IPO	30%	0,9 tỷ USD	2020/21
2	Tập đoàn Than – Khoáng sản Việt Nam	IPO	30%	0,5 tỷ USD	2020/21
3	Ngân hàng NN&PT Nông thôn (Agribank)	IPO	30%	1,0 tỷ USD	2020/21
4	Tổng công ty Viễn Thông Mobifone	IPO	30%	1,3 tỷ USD	2020/21
5	Vinamilk - VNM (HOSE)	Thoái vốn	36%	4 - 5 tỷ USD	2020
6	SABECO – SAB (HOSE)	Thoái vốn	36%	3 - 4 tỷ USD	2020
7	Tổng công ty khí VN – GAS (HOSE)	Thoái vốn	30%	2,5 tỷ USD	2020
8	CTCP Dược Hậu Giang – DHG (HOSE)	Thoái vốn	43%	0,3 tỷ USD	2020
9	VIGLACERA – VGC (HNX)	Thoái vốn	53,7%	0,3 tỷ USD	2020

(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Tổng quan các thành viên trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn hiện nay

Tính đến hết Q3/2019, trên thị trường chứng khoán Việt Nam có khoảng 80 công ty chứng khoán và hơn 40 công ty quản lý quỹ đang hoạt động bình thường, cùng với 10 ngân hàng thương mại cung cấp dịch vụ ngân hàng lưu ký và 1 ngân hàng chỉ định thanh toán (NHTM CP Đầu tư và Phát triển Việt Nam – BIDV). Các loại hình quỹ đầu tư tuy chưa phong phú, nhưng các dạng cơ bản cũng đã được hình thành từ nhiều năm nay như quỹ đại chúng, quỹ thành viên; xét về loại hình có quỹ đóng, quỹ mở và ngoài các quỹ ETF ngoại, hiện tại còn có 2 quỹ ETF nội đang hoạt động tham chiếu theo chỉ số VN30 và HNX30. Tính đến hết tháng 9/2019, loại hình quỹ mở đang chiếm số lượng nhiều nhất với 32 quỹ và còn có thể gia tăng số lượng trong thời gian tới, quỹ đóng còn 2 quỹ hoạt động, ngoài ra còn có 11 quỹ thành viên (private fund) và 2 quỹ ETF và 1 quỹ đầu tư bất động sản (HSX : FUCVREIT). Tổng giá trị tài sản ròng (NAV) của tất cả 48 quỹ đầu tư kể trên đang đạt khoảng 32.934 tỷ đồng (tính đến 30/9/2019).

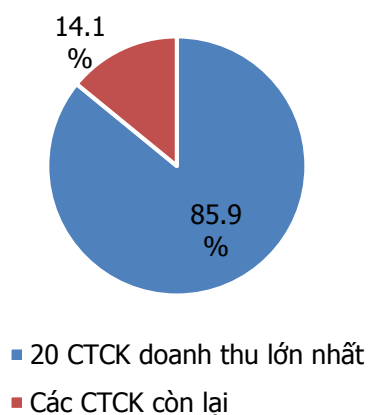
Số lượng quỹ đầu tư và NAV



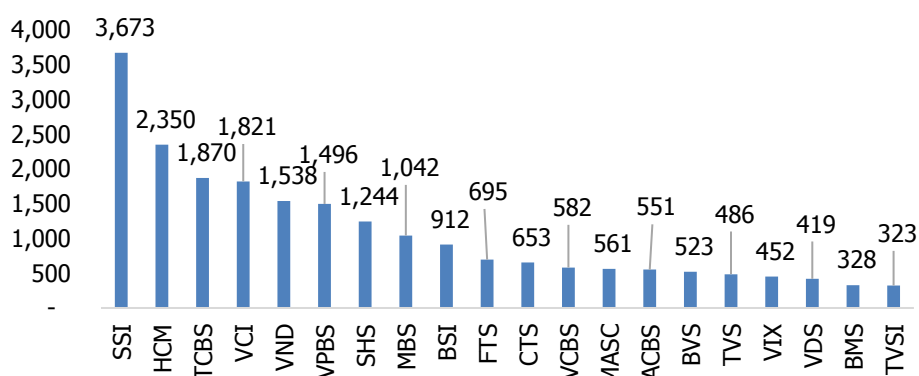
(Nguồn: UBCK NN, VNCS tổng hợp)

Tổng doanh thu hoạt động năm 2018 của các CTCK đạt khoảng 25.050 tỷ đồng, trong đó 20 CTCK có doanh thu lớn nhất đã chiếm 85,9% - khoảng 21.518 tỷ đồng. Có thể thấy, doanh thu toàn thị trường tập trung chủ yếu vào 20 CTCK top đầu. Xét theo tiêu chí lợi nhuận trước thuế, chúng ta cũng thấy bức tranh tương tự khi 20 CTCK có lợi nhuận lớn nhất chiếm khoảng 92% tổng lợi nhuận của các CTCK có lãi trong năm 2018. Ngành chứng khoán Việt Nam đang thể hiện mức độ tập trung tương đối cao. Xu hướng trong thời gian tới, mức độ tập trung được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng mạnh với sự phân hóa ngày càng cao hơn, cùng với sự ra đời của thị trường chứng khoán phái sinh với các điều kiện khắt khe về quy mô vốn, tỷ suất lợi nhuận để đáp ứng yêu cầu của cơ quan quản lý trong điều kiện cấp phép cung cấp dịch vụ.

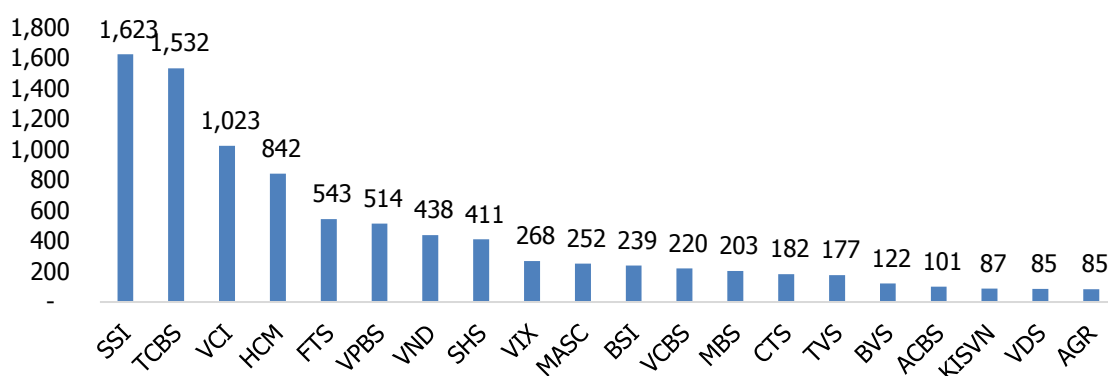
Thị phần doanh thu các CTCK 2018



TOP 20 CTCK doanh thu lớn nhất 2018 (tỷ vnd)



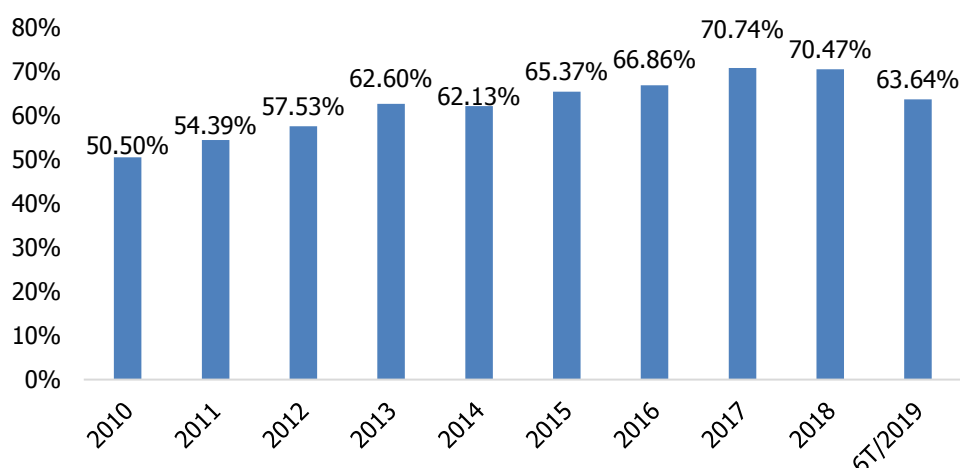
TOP 20 CTCK lợi nhuận trước thuế lớn nhất 2018 (tỷ vnd)



(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Thị phần môi giới cổ phiếu 6 tháng đầu 2019 đã giảm bớt tập trung vào nhóm các CTCK lớn. Trên sàn HOSE, năm 2018 Top 10 CTCK lớn chiếm 70,47% thị phần môi giới cổ phiếu. Nửa đầu năm 2019, 10 CTCK top đầu chỉ còn chiếm 63,64% thị phần.

Tổng thị phần TOP 10 môi giới cổ phiếu trên HOSE



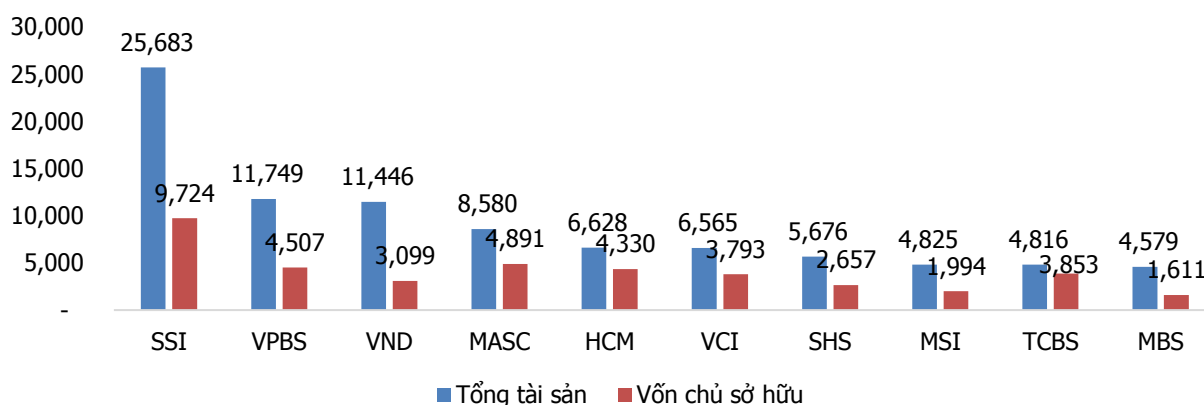
(Nguồn: VNCS tổng hợp)

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SSI

Quá trình hình thành, phát triển

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn (SSI) được thành lập vào tháng 12/1999 với số vốn điều lệ ban đầu là 6 tỷ đồng, và là công ty chứng khoán tư nhân đầu tiên được thành lập trên thị trường. Năm 2007, SSI tiến hành niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM và tính đến cuối Q3/2019, SSI vẫn đang duy trì vị trí là CTCK lớn nhất tại Việt Nam về quy mô vốn điều lệ (5.100 tỷ đồng), vốn chủ sở hữu (9.724 tỷ đồng) và tổng tài sản (25.683 tỷ đồng).

TOP 10 CTCK về quy mô Tổng tài sản Q3/2019 (tỷ vnd)



SSI hoạt động kinh doanh trên tất cả các mảng trong ngành chứng khoán, bao gồm 4 lĩnh vực kinh doanh chính:

- **Dịch vụ chứng khoán:** Các sản phẩm dịch vụ cơ bản đối với chứng khoán niêm yết như mở tài khoản giao dịch, môi giới, lưu ký, giao dịch điện tử; Các sản phẩm dịch vụ tài chính như giao dịch ký quỹ margin; Các sản phẩm tư vấn đầu tư với nhiều hình thức báo cáo phân tích (vĩ mô, ngành, cổ phiếu, phân tích kỹ thuật); Dịch vụ Chứng khoán phái sinh; Và nhiều hình thức hội thảo cho khách hàng, tổ chức cho khách hàng đi thăm các công ty niêm yết.
- **Dịch vụ ngân hàng đầu tư:** Tư vấn tài chính doanh nghiệp, tư vấn xác định giá trị doanh nghiệp, tư vấn niêm yết và tư vấn cổ phần hóa, tư vấn mua bán sáp nhập doanh nghiệp (M&A); Tư vấn và bảo lãnh phát hành cổ phiếu, trái phiếu.
- **Dịch vụ quản lý quỹ:** Huy động và quản lý các Quỹ đầu tư trong và ngoài nước, quản lý danh mục đầu tư, quản lý tài sản, tư vấn chiến lược đầu tư và phân bổ tài sản.
- **Dịch vụ nguồn vốn và kinh doanh tài chính:** Bao gồm các hoạt động giao dịch tiền tệ thông qua các hợp đồng tiền gửi, hợp đồng tiền vay, kinh doanh giấy tờ có giá, dịch vụ Repo. Các dịch vụ liên quan đến trái phiếu bao gồm môi giới, hỗ trợ hiện thực hóa các nhu cầu mua bán của nhà đầu tư thông qua các phương thức đấu thầu, bảo lãnh phát hành trái phiếu. Dịch vụ thiết kế, xây dựng các sản phẩm cấu trúc linh hoạt nhằm đáp ứng tối đa nhu cầu vay vốn và đầu tư vốn của khách hàng.

Ngoài trụ sở chính, SSI hiện có 12 chi nhánh và phòng giao dịch trên cả nước, và là một trong số những CTCK có mạng lưới phòng giao dịch nhiều nhất trong các CTCK đang hoạt động.

Công ty con và công ty liên kết

Tính đến cuối Q3/2019, SSI sở hữu từ 80% - 100% vốn tại 2 công ty con và nắm cổ phần tại 1 công ty liên kết:

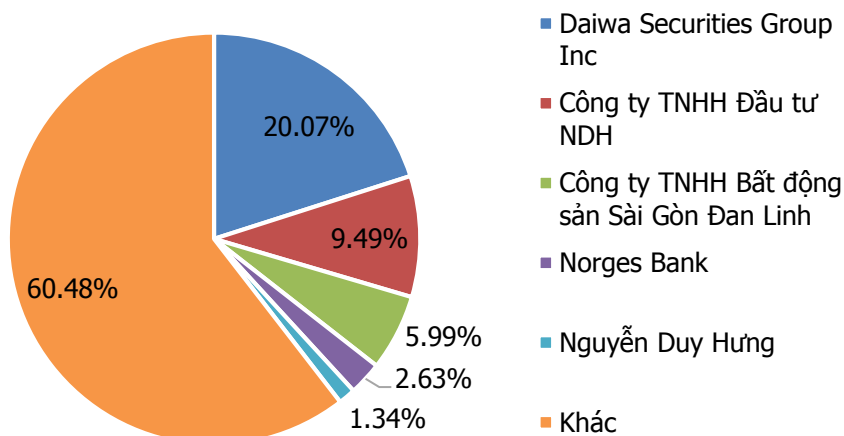
TT	Công ty	Vốn điều lệ 2018 (tỷ đồng)	Sở hữu của SSI	Lĩnh vực hoạt động
1	Cty TNHH Quản lý quỹ SSI (SSIAM)	30	100 %	Dịch vụ quản lý quỹ
2	Quỹ đầu tư thành viên SSI (SSIMF)	390	80 %	Đầu tư
3	CTCP Tập đoàn PAN	1.391	24 %	Bất động sản, chăn nuôi

(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

Cơ cấu cổ đông và sở hữu của ban lãnh đạo

Cơ cấu cổ đông tại thời điểm cuối Q3/2019:

Cơ cấu cổ đông Q3/2019



(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Chủ tịch kiêm Tổng giám đốc Nguyễn Duy Hưng vẫn là cá nhân nắm tỷ lệ lớn nhất trong đội ngũ ban lãnh đạo công ty – chưa tính đến tỷ lệ sở hữu gián tiếp qua Công ty TNHH đầu tư NDH.

TT	Họ Tên	Chức vụ	Số lượng cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
1	Nguyễn Duy Hưng	Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	6.783.400	1,34 %
2	Nguyễn Hồng Nam	Thành viên HĐQT kiêm Phó TGD	1.400.000	0,28 %
3	Nguyễn Duy Khánh	Thành viên HĐQT	700.000	0,14 %
4	Phạm Viết Muôn	Thành viên HĐQT	40.000	0,01%
5	Bùi Quang Nghiêm	Thành viên HĐQT	263.174	0,05 %
6	Ngô Văn Diễm	Thành viên HĐQT độc lập	150.000	0.03%
7	Hironori Oka (đại diện phần vốn Daiwa Securities Group)	Thành viên HĐQT	101.978.121	20,07 %

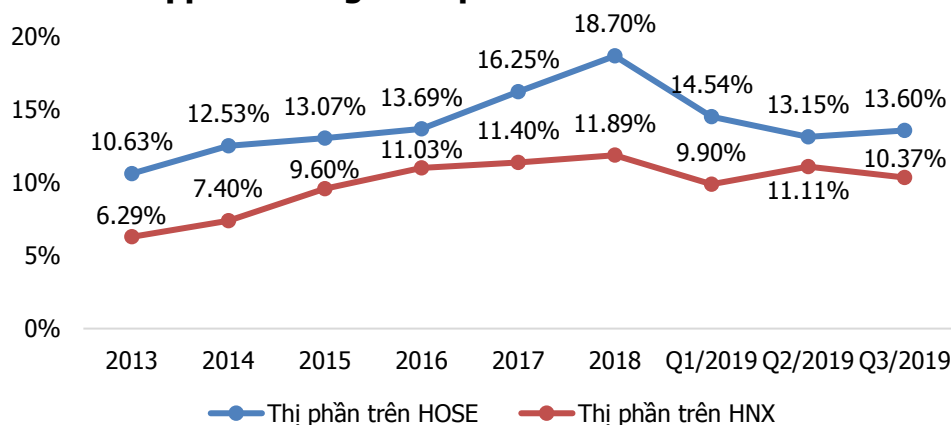
(Nguồn: VNCS tổng hợp)

CÁC MẢNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mảng môi giới và dịch vụ chứng khoán

Thị phần môi giới cổ phiếu và chứng chỉ quỹ của SSI trong năm 2018 đạt mức trong nhiều năm trở lại đây. Cụ thể thị phần môi giới trên sàn HOSE đạt 18,7% và trên HNX đạt 11,89%. Tuy nhiên, trong 3 quý đầu 2019 thị phần môi giới của SSI trên 2 sàn có phần giảm sút, điều này cho thấy sự cạnh tranh từ các công ty chứng khoán khác trong mảng môi giới ngày càng lớn.

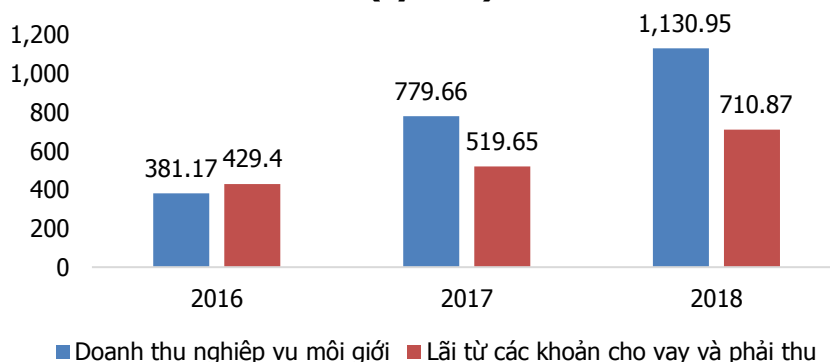
Thị phần môi giới cổ phiếu của SSI trên 2 sàn



(Nguồn: HSX, HNX, VNCS tổng hợp)

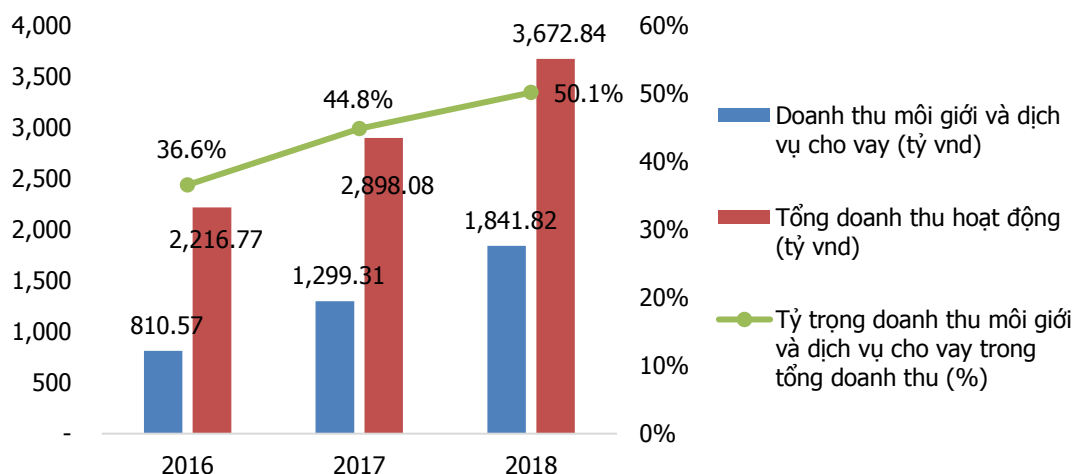
Xét về giá trị tuyệt đối, SSI đứng top đầu cả về doanh thu phí môi giới và doanh thu lãi từ hoạt động cho vay margin, giao dịch ký quỹ. Doanh thu môi giới tăng trưởng bình quân 72% trong giai đoạn 2016 – 2018, trong khi đó doanh thu lãi từ các khoản cho vay tăng trưởng bình quân 28,7% cũng trong giai đoạn này.

Doanh thu từ môi giới và cho vay ký quỹ (tỷ VND)



Tỷ trọng doanh thu môi giới và dịch vụ cho vay năm 2018 của SSI chiếm khoảng 50,1% trong tổng cơ cấu doanh thu hoạt động. Tỷ trọng này tăng khá mạnh so với các mức dưới 44,8% của năm liền trước.

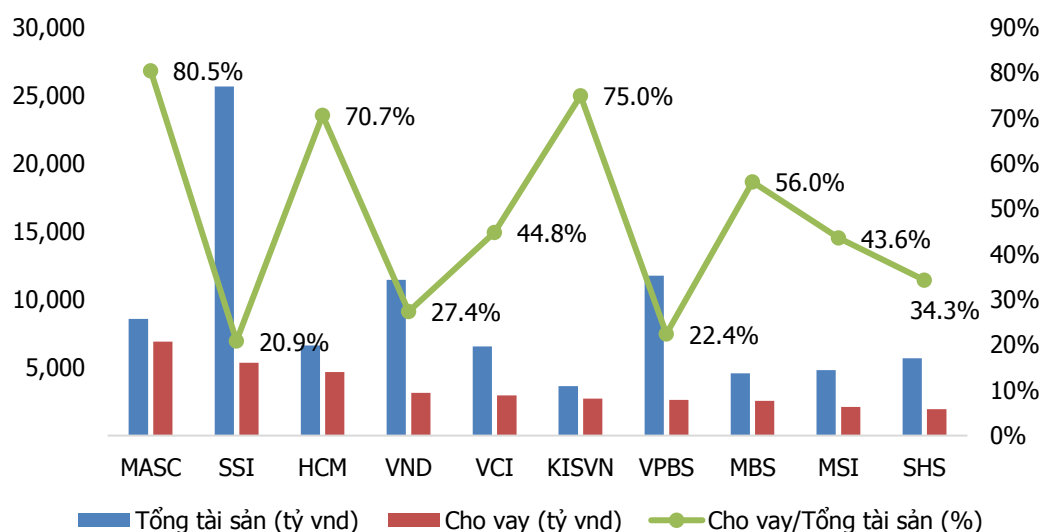
Tỷ trọng doanh thu môi giới và cho vay trong tổng doanh thu hoạt động



(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

Tại thời điểm cuối Q3/2019, dư nợ cho vay giao dịch ký quỹ đạt mức 5.632 tỷ đồng, cùng với dư nợ cho vay ứng trước tiền bán và một số dịch vụ tài chính khác, tổng dư nợ cho vay của SSI đạt khoảng 5.366 tỷ đồng. Xét về giá trị tuyệt đối thì dư nợ của SSI đứng thứ 2 thị trường (sau MASC), tuy nhiên xét về tỷ lệ cho vay trên tổng tài sản thì SSI mới ở mức thấp, thời điểm cuối Q3/2019 khoản cho vay khách hàng mới chiếm khoảng 20,9% tổng tài sản, thấp hơn nhiều so với các CTCK lớn khác, do vậy lợi thế cạnh tranh về dư địa phát triển dịch vụ của SSI còn khá nhiều.

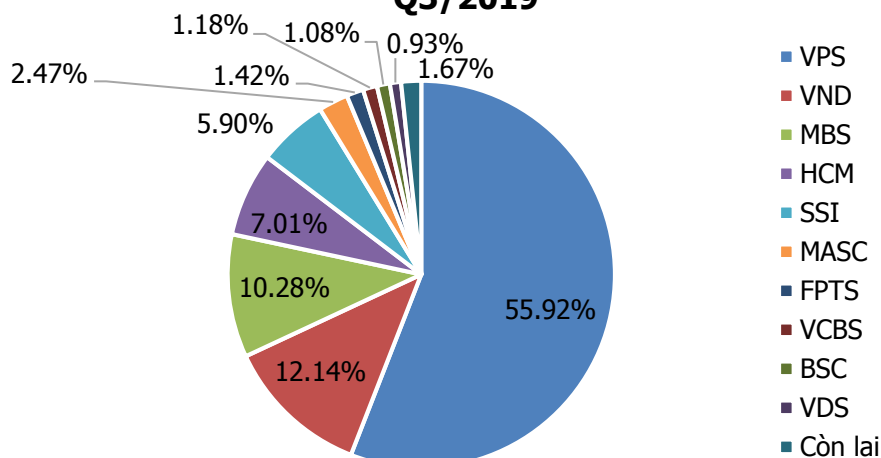
Dư nợ cho vay và Tổng tài sản Q3/2019



(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

SSI là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên được Ủy ban chứng khoán nhà nước cấp giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh chứng khoán phái sinh cũng như kết nối giao dịch chứng khoán phái sinh với HNX. Trong Q3/2019 SSI đang đứng thứ 5 về thị phần môi giới Hợp đồng tương lai.

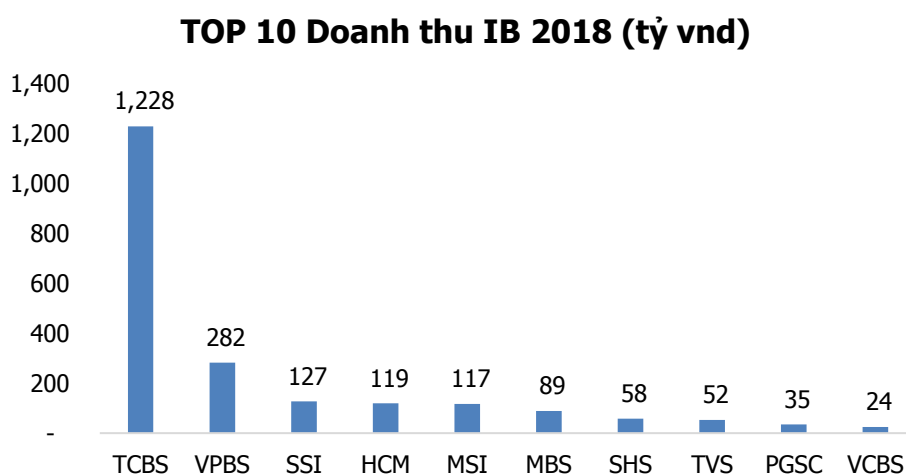
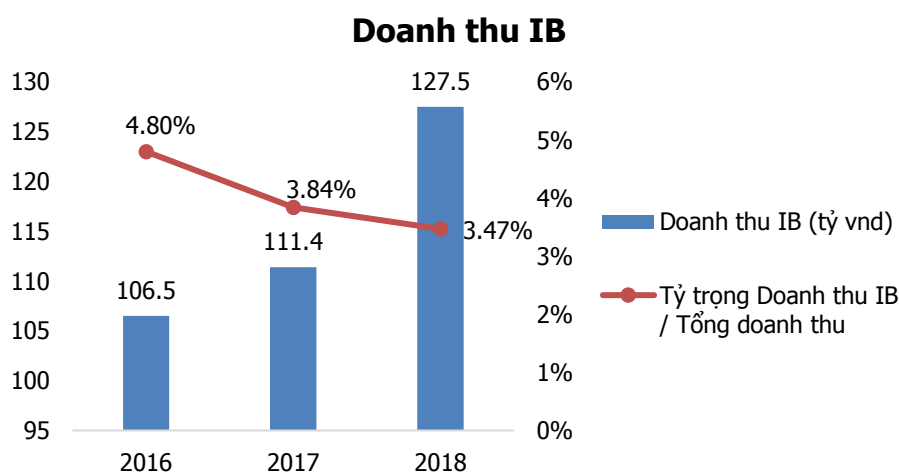
TOP 10 thị phần môi giới Hợp đồng tương lai Q3/2019



(Nguồn: HNX, VNCS tổng hợp)

Mảng dịch vụ ngân hàng đầu tư – IB

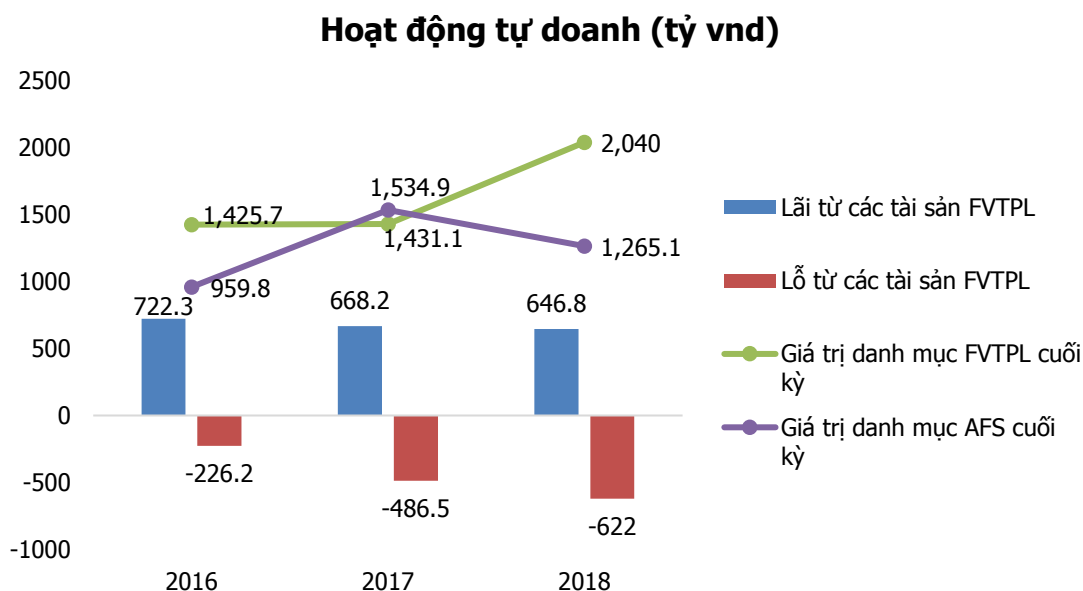
Doanh thu mảng IB của SSI tăng trưởng bình quân 9,5%/năm trong giai đoạn 2016 – 2018, từ mức 106,5 tỷ đồng năm 2016 lên mức 127,5 tỷ đồng năm 2018. SSI vẫn duy trì Top 3 về doanh thu IB trong năm 2018, đứng sau TCBS và VPBS. Tuy nhiên, tỷ trọng doanh thu IB trong tổng doanh thu hoạt động của SSI lại có xu hướng giảm dần, từ mức 4,8% năm 2016 xuống còn 3,47% năm 2018.



(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

Mảng Đầu tư

Giá trị danh mục các tài sản FVTPL năm 2018 đạt mức 2.040 tỷ đồng, tăng 42,6% so với mức 1.431 tỷ đồng của năm 2017; tuy nhiên giá trị danh mục AFS 2018 giảm 17,5% so với 2017. Tỷ suất lợi nhuận của danh mục FVTPL trong năm 2018 cũng sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ năm trước.



(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

Mảng dịch vụ quản lý quỹ đầu tư

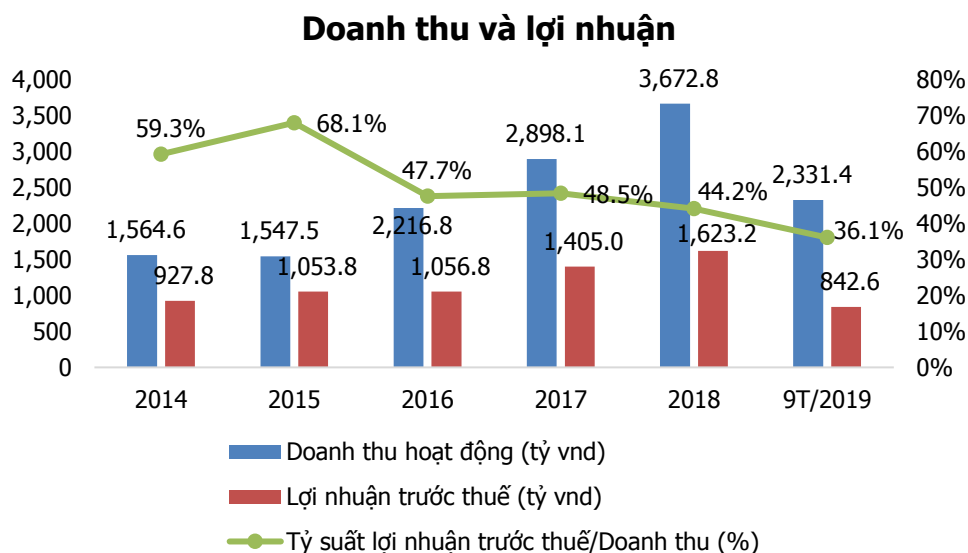
SSIAM quản lý 3.823 tỷ đồng tài sản khách hàng (thời điểm cuối 2018) ở các quỹ đầu tư trong nước và nước ngoài.

Đối với thị trường trong nước: Trong năm 2018, SSIAM không triển khai quỹ đầu tư nào mới mà tập trung phát triển các quỹ mở và quỹ ETF hiện tại, đồng thời dành nhiều thời gian phát triển kênh phân phối với các đối tác bên ngoài với mục tiêu tăng khả năng tiếp cận của quỹ mở tới đông đảo các nhà đầu tư.

Đối với thị trường nước ngoài: SSIAM đã tiến hành chuyển đổi thành công quỹ Andbanc Investments SIF – Vietnam Value and Portfolio (quỹ mở thành lập tại Luxembourg đầu tư vào TTCK Việt Nam) thành quỹ SSIAM SIF – Vietnam Active Value Portfolio dưới mô hình quỹ mẹ - quỹ con độc lập, và mang thương hiệu SSIAM. Việc này sẽ giúp tăng tính nhận diện thương hiệu của SSIAM với nhà đầu tư toàn cầu nói chung và nhà đầu tư châu Âu nói riêng.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHUNG VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

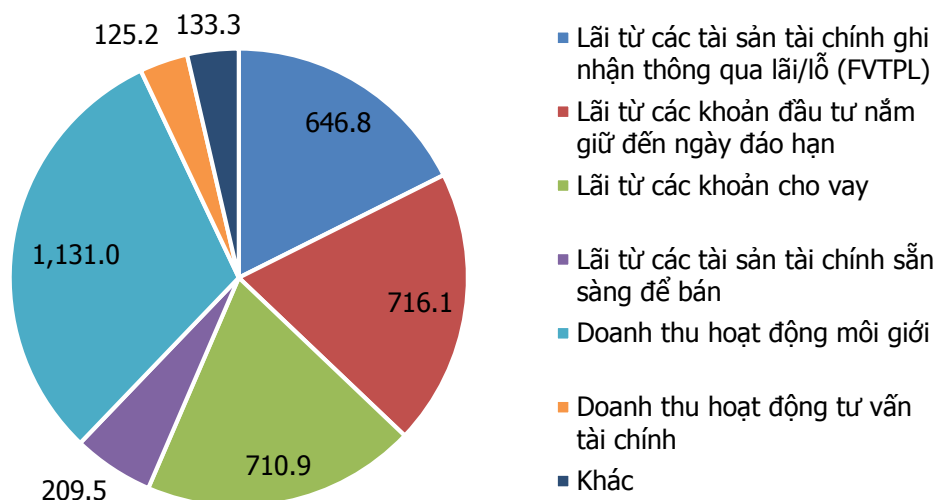
Doanh thu hoạt động của SSI tăng trưởng kép bình quân 23,8%/năm trong giai đoạn 2014 – 2018, trong khi đó lợi nhuận trước thuế tăng bình quân 15%/năm cũng trong giai đoạn này. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế trên doanh thu hoạt động có xu hướng giảm dần nhưng vẫn đạt mức khá cao 44,2% trong năm 2018.



(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

Trong cơ cấu doanh thu hoạt động năm 2018 của SSI, doanh thu từ hoạt động môi giới chiếm tỷ trọng giá trị lớn nhất, đạt 1.131 tỷ đồng, chiếm gần 31% tổng doanh thu hoạt động. Tiếp đến là các khoản doanh thu lãi từ cho vay và tiền gửi ngân hàng, mỗi khoản chiếm khoảng 19% tổng doanh thu hoạt động. Doanh thu lãi từ các tài sản FVTPL trong năm 2018 đạt 647 tỷ đồng, chiếm khoảng 17,5% tổng doanh thu hoạt động. Có thể thấy doanh thu từ hoạt động môi giới 2018 chiếm tỷ trọng cao nhất trong nhiều năm trở lại đây. Tổng doanh thu trực tiếp từ các hoạt động môi giới chứng khoán (doanh thu môi giới và lãi từ cho vay) đạt 1.842 tỷ đồng – chiếm 50,1% tổng doanh thu hoạt động của SSI. Tỷ trọng này tăng đáng kể so với mức 44,8% của năm 2017 và 36,5% của năm 2016. Có thể thấy tỷ trọng doanh thu từ các hoạt động môi giới tăng trưởng khá đều đặn trong các năm gần đây.

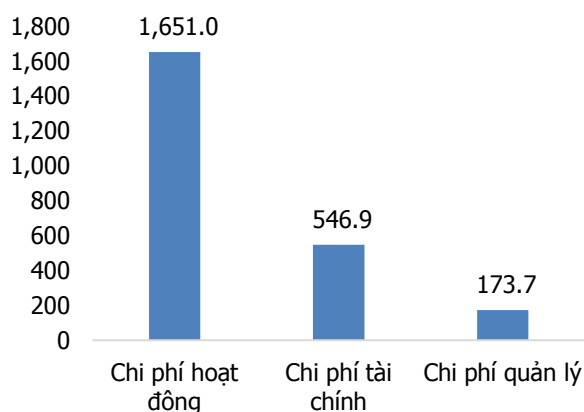
Cơ cấu doanh thu hoạt động 2018 (tỷ vnd)



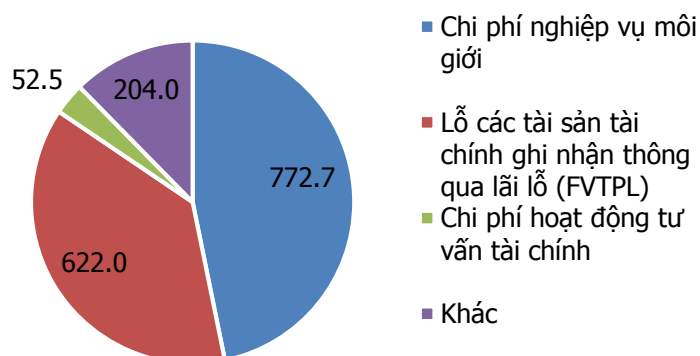
(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

Nhóm chi phí hoạt động luôn chiếm tỷ trọng chủ yếu. Trong cơ cấu chi phí hoạt động, chi phí cho nghiệp vụ môi giới và lỗ ghi nhận từ đầu tư tự doanh tài sản FVTPL vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng chi phí hoạt động của SSI trong năm 2018.

Các nhóm chi phí 2018 (tỷ vnd)

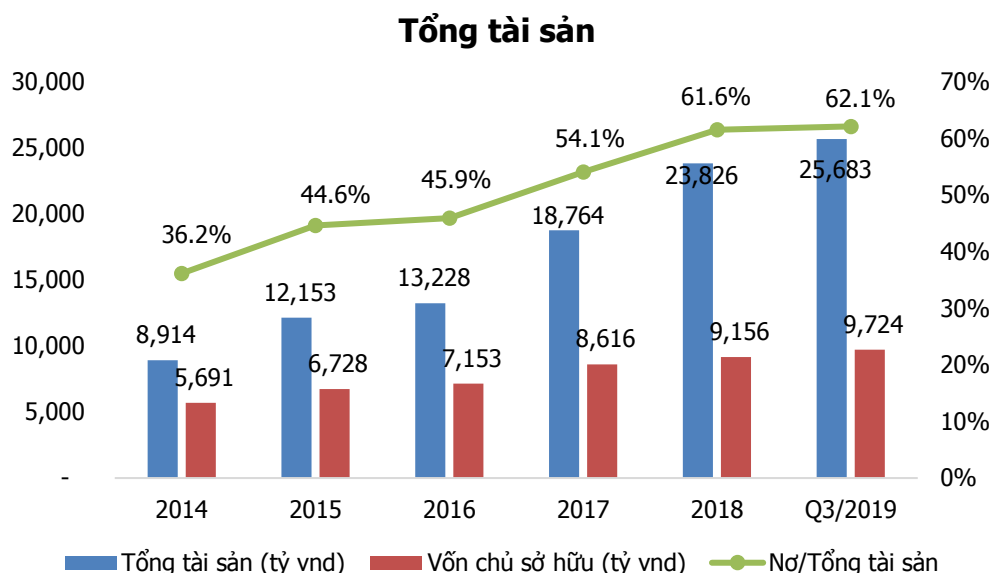


Cơ cấu nhóm chi phí hoạt động 2018 (tỷ vnd)



(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

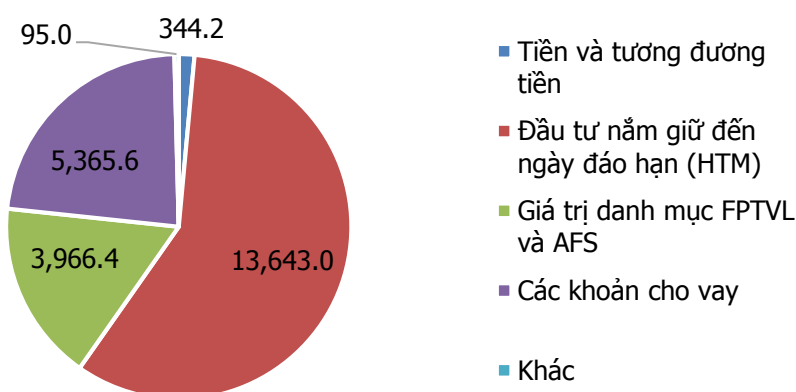
Tốc độ tăng trưởng kép bình quân tổng tài sản giai đoạn 2014 – 2018 đạt 27,8%, trong khi vốn chủ sở hữu tăng trưởng bình quân 12,6% trong giai đoạn này. Công ty gia tăng các khoản vay nợ, chủ yếu là nợ ngắn hạn nhằm gia tăng dư nợ phục vụ cho vay giao dịch ký quỹ.



(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

Cơ cấu tài sản thời điểm gần nhất cho thấy, tài sản ngắn hạn chiếm hơn 91% tổng tài sản tại thời điểm cuối Q3/2019. Khoản tiền gửi có kỳ hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 53,6%, tiếp đến là các khoản cho vay và giá trị danh mục tự doanh chiếm lần lượt 21% và 15,6% tài sản ngắn hạn.

Cơ cấu tài sản ngắn hạn Q3/2019 (tỷ VND)



(Nguồn: SSI, VNCS tổng hợp)

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

Quý 3/2019 doanh thu hoạt động hợp nhất và lợi nhuận trước thuế của SSI lần lượt đạt 850,9 tỷ đồng và 332,3 tỷ đồng, đều giảm lần lượt (-2,7%) và (-29,1%) so với cùng kỳ Q3/2018. Lũy kế doanh thu hoạt động và lợi nhuận trước thuế hợp nhất 9 tháng 2019 của SSI lần lượt đạt 2.331,4 tỷ đồng và 842,6 tỷ đồng, đều giảm lần lượt (-16,6%) và (-37,8%) so với cùng kỳ 9 tháng 2018.

So với kế hoạch kinh doanh 2019 doanh thu hợp nhất 3.775 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế hợp nhất 1.700,7 tỷ đồng, công ty đạt 61,8% kế hoạch doanh thu và 49,5% kế hoạch lợi nhuận trước thuế. Căn cứ tình hình thị trường chứng khoán, chúng tôi dự phóng tổng doanh thu hoạt động của 2019 của SSI đạt 3.200 tỷ đồng (84,8% kế hoạch), lợi nhuận trước thuế 1.300 tỷ đồng (76,4% kế hoạch).

Chúng tôi xác định thông số P/E và P/B trung bình ngành chứng khoán bằng cách tổng hợp chỉ tiêu EPS (4 quý gần nhất), Book value (Q3/2019) của tất cả 21 CTCK đang niêm yết trên HOSE và HNX có lãi trong 4 quý gần nhất, theo Bảng định giá so sánh .

EPS 4 quý gần nhất của SSI đạt 1.713 vnd/cp, Book value tại thời điểm cuối Q3/2019 đạt 19.009 vnd/cp. Định giá cổ phiếu SSI theo phương pháp P/E và P/B lần lượt đạt 23.571 vnd và 19.389 vnd. Tổng hợp 2 phương pháp P/E và P/B với trọng số 50% mỗi phương pháp, thị giá cổ phiếu SSI hợp lý ở mức **21.480** vnd/cp, cao hơn 17,3% thị giá hiện tại. Do vậy chúng tôi khuyến nghị Khả quan với cổ phiếu SSI.

Bảng định giá so sánh:

TT	CTCK	Thị giá 20.12.2019 (vnđ)	Vốn hóa 20.12.2019 (tỷ vnđ)	P/E	P/B
1	AGR	3.430	724	9,94	0,36
2	APG	9.850	335	32,51	0,95
3	ART	2.900	281	5,19	0,26
4	BSI	7.500	915	8,81	0,63
5	BVS	9.900	715	6,03	0,40
6	CTS	7.290	776	11,12	0,61
7	EVS	9.000	540	28,55	0,74
8	FTS	11.900	1.431	2,62	0,67
9	HBS	2.000	66	11,73	0,17
10	HCM	20.450	6.248	14,13	1,44
11	IVS	10.200	707	152,5	0,97
12	MBS	15.100	1.844	10,81	1,14
13	PSI	2.300	138	20,65	0,22
14	SHS	7.700	1.596	4,27	0,60
15	SSI	18.300	9.297	10,68	0,96
16	TVB	14.300	695	19,05	1,29
17	TVS	12.700	1.018	9,95	1,09
18	VCI	30.000	4.931	7,84	1,30
19	VDS	7.400	741	27,35	0,69
20	VIX	5.700	662	5,53	0,47
21	VND	14.500	3.024	10,95	0,98
Bình quân theo trọng số vốn hóa				13,76	1,02

(Nguồn: VNCS tổng hợp)

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

Tỷ VND	2014	2015	2016	2017	2018
TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,412.05	10,974.95	11,884.99	17,227.98	22,270.36
Tài sản tài chính ngắn hạn	6,393.32	10,733.30	11,786.49	17,092.45	22,237.87
Các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ (FVTPL)	2,263.11	1,088.37	1,425.67	1,431.14	2,039.99
Các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	0.00	4,431.40	5,243.74	7,882.15	12,326.24
Các khoản cho vay	0.00	3,634.07	3,779.18	5,764.07	5,966.65
Các khoản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	0.00	803.35	959.83	1,534.86	1,265.09
TÀI SẢN DÀI HẠN	2,502.38	1,178.48	1,342.98	1,536.39	1,555.27
Tài sản tài chính dài hạn	1,994.65	687.42	750.34	943.37	1,065.90
Đầu tư dài hạn	1,994.65	687.42	750.34	943.37	1,065.90
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	8,914.44	12,153.43	13,227.97	18,764.38	23,825.63
NỢ PHẢI TRẢ	3,140.63	5,425.82	6,075.40	10,148.13	14,669.96
Nợ phải trả ngắn hạn	3,112.71	4,702.55	5,841.95	9,354.27	13,469.41
VỐN CHỦ SỞ HỮU	5,690.95	6,727.61	7,152.57	8,616.25	9,155.66
Vốn chủ sở hữu	5,690.95	6,727.61	7,152.57	8,616.25	9,155.66
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	3,875.96	4,825.14	4,927.41	5,027.88	5,235.15
Vốn góp của chủ sở hữu	3,537.95	4,800.64	4,900.64	5,000.64	5,100.64
Lợi nhuận chưa phân phối	1,441.99	1,341.79	1,576.08	2,212.62	2,795.11
Lợi nhuận đã thực hiện	1,441.99	1,528.04	1,727.17	2,235.69	3,056.18
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	8,914.44	12,153.43	13,227.97	18,764.38	23,825.63

(Nguồn: Fiinpro)

Bảng kết quả kinh doanh

Tỷ VND	2014	2015	2016	2017	2018
DOANH THU HOẠT ĐỘNG	1,564.61	1,547.52	2,216.77	2,898.08	3,672.84
Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL)	0.00	603.50	722.30	668.21	646.76
Lãi bán các tài sản tài chính FVTPL	0.00	204.04	528.55	258.24	309.26
Chênh lệch tăng đánh giá lại các TSTC thông qua lãi/lỗ	0.00	360.10	152.46	363.52	249.07
Cổ tức, tiền lãi phát sinh từ tài sản tài chính FVTPL	0.00	39.36	41.29	46.44	88.43
Lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	0.00	194.04	344.89	450.84	716.06
Lãi từ các khoản cho vay và phải thu	0.00	297.39	429.40	519.65	710.87
Lãi từ các tài sản tài chính sẵn sàng để bán	0.00	40.68	75.01	259.24	209.53
Doanh thu nghiệp vụ môi giới chứng khoán	328.60	287.59	381.17	779.66	1,130.95
Doanh thu nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán	2.84	12.39	0.00	0.00	2.29
Doanh thu đại lý phát hành chứng khoán	0.54	0.00	11.24	6.97	0.00
Doanh thu nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán	20.97	13.65	33.28	25.11	27.18
Doanh thu lưu ký chứng khoán	5.62	7.36	9.58	13.11	16.20
Doanh thu hoạt động tư vấn tài chính	0.00	31.05	95.37	104.39	125.20
Doanh thu khác	477.14	59.86	114.52	70.90	87.79
Các khoản giảm trừ doanh thu	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
Doanh thu thuần về hoạt động kinh doanh	1,564.51	1,547.52	2,216.77	2,898.08	3,672.84
Chi phí hoạt động kinh doanh	-689.83	-495.01	-847.64	-	-
				1,137.40	1,651.03
Lợi nhuận gộp	874.68	1,052.51	1,369.13	1,760.68	2,021.81
Chi phí lãi vay	0.00	-125.21	-269.22	-343.58	-536.54
CHI PHÍ QUẢN LÝ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN	-14.76	-133.92	-140.59	-168.03	-173.68
KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG	859.92	1,048.76	1,054.32	1,392.31	1,567.03
TỔNG LỢI NHUẬN KẾ TOÁN TRƯỚC THUẾ	927.84	1,053.80	1,056.83	1,405.02	1,623.21
LỢI NHUẬN KẾ TOÁN SAU THUẾ	744.70	839.86	875.00	1,161.10	1,302.94

(Nguồn: Fiinpro)

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	Đơn vị	2014	2015	2016	2017	2018
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu						
Số CP Lưu hành	Triệu CP	353.79	480.06	490.06	500.06	510.06
Số cổ phiếu lưu hành bình quân	Triệu CP	353.79	480.06	490.06	500.06	510.06
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	16,085.00	13,845.00	14,434.00	17,074.00	17,819.00
Doanh số/CP	VNĐ	4,422.00	3,224.00	4,523.00	5,795.00	7,201.00
Giá trị sổ sách hữu hình/một cổ phiếu	VNĐ	15,980.00	13,771.00	14,353.00	16,974.00	17,882.00
Giá trị dòng tiền tạo ra/một cổ phiếu (CF)	VNĐ	-5,052.00	-3,024.00	1,013.00	-3,152.00	-5,760.00
EPS cơ bản	VNĐ	2,105.00	1,657.00	1,700.00	2,210.00	2,430.00
Tiềm lực tài chính						
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH		0.26	0.58	0.67	0.99	1.22
Vốn vay ngắn dài hạn/Tổng Tài sản		0.17	0.32	0.36	0.45	0.47
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH		0.55	0.70	0.82	1.09	1.47
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản		0.35	0.39	0.44	0.50	0.57
Tổng công nợ/Vốn CSH		0.55	0.81	0.85	1.18	1.60
Tổng công nợ/Tổng Tài sản		0.35	0.45	0.46	0.54	0.62
Tài chính hiện nay						
EBIT	Tỷ VNĐ	859.92	918.59	1,228.53	1,592.65	1,848.12
EBITDA	Tỷ VNĐ	880.92	939.72	1,246.74	1,613.60	1,878.95
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	55.91%	68.01%	61.76%	60.75%	55.05%
Tỷ suất EBITDA	%	56.31%	60.72%	56.24%	55.68%	51.16%
Tỷ suất EBIT	%	54.96%	59.36%	55.42%	54.96%	50.32%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	59.31%	68.10%	47.67%	48.48%	44.20%
Hiệu quả quản lý						
ROE%	%	13.63%	13.50%	12.64%	14.74%	14.69%
ROA%	%	8.96%	7.96%	6.91%	7.26%	6.13%
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	Ngày	1.00	3.00	3.00	3.00	2.00
Doanh số tính trên đầu người	Triệu VNĐ	1,524.86	1,508.30	2,160.59	2,824.64	3,579.76
Lợi nhuận thuần tính trên đầu người	Triệu VNĐ	725.82	818.58	852.82	1,131.68	1,269.92
Định giá						
P/E		8.86	11.25	10.97	8.44	7.67
P/B		1.16	1.35	1.29	1.09	1.05

(Nguồn: Fiiipro)

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS: vncs.research@vn-cs.com

Người thực hiện: Nguyễn Đức Minh

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: minhnd@vn-cs.com

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS

Đỗ Bảo Ngọc

Phó Tổng giám đốc & Giám đốc trung tâm nghiên cứu

Email: ngocdb@vn-cs.com

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Nguyễn Đức Minh

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: minhnd@vn-cs.com

Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích

Email: duongvt@vn-cs.com

Trần Vũ Phương Liên

Chuyên viên phân tích

Email: lientvp@vn-cs.com

Dương Quang Minh

Chuyên viên phân tích KTVM và TTCK

Email: duongvt@vn-cs.com

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng

Phó Phòng Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Email: khanglec@vn-cs.com

Đỗ Thị Hường

Trợ lý Phân tích

Email: huongdt@vn-cs.com

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2018 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VNCS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VNCS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VNCS.

TRỤ SỞ VNCS

Tầng 3 Grand Plaza, số 117 Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099

Webiste: www.vn-cs.com