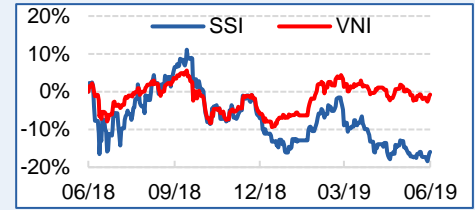


Ngành:	Chứng khoán		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	04/07/2019	Tăng trưởng DT	26,7%	4,1%	6,7%	5,9%
Giá hiện tại:	25.200VND	LNST (tỷ đồng)	1.303	1.285	1.399	1.498
Giá mục tiêu:	29.800VND	Biên LN gộp	55,0%	58,7%	60,0%	60,9%
TL tăng:	32.100VND	Biên LN ròng	35,5%	33,6%	34,3%	34,7%
Lợi suất cổ tức:	+18,3%	EPS (đồng)	2.428	2.523	2.561	2.741
Tổng mức sinh lời:	4,0%	Cổ tức/CP	1.000	1.000	1.000	1.000
Khuyến nghị	+22,3%	P/E	9,7x	9,8x	9,7x	9,1x



GT vốn hóa:	544tr USD	<u>SSI</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	221tr USD	P/E (trượt)	11,8x	9,7x
GTGD/ngày (30n):	1,2tr USD	P/B (hiện tại)	1,4x	1,4x
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	11,8%	18,8%
SL cổ phiếu lưu hành:	509tr	ROA	4,7%	9,3%
Pha loãng:	510tr	Nợ ròng/Vốn CSH	94,6%	81,2%
				N/A

Tổng quan công ty:

SSI luôn nằm trong top CTCK hàng đầu trong vòng 5 năm qua với các mảng kinh doanh môi giới, đầu tư tự doanh, quản lý quỹ và ngân hàng đầu tư. SSI được thành lập năm 1999, và tính đến cuối năm 2018, công ty có 1.026 nhân viên làm việc tại 5 thành phố của Việt Nam

Ngô Phạm Đức Trinh
Chuyên viên

Danh mục tự doanh nhiều khả năng sẽ hỗ trợ cho tình hình kinh doanh khó khăn

Ngô Hoàng Long
Phó Giám đốc

- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 7,2% còn 29.800 cho CTCP Chứng khoán SSI (SSI) với tổng mức dự phóng 22,3% chủ yếu do mức giảm 7,6% trong giá cổ phiếu kể từ khi có quy định về bỏ mức sàn phí môi giới ngày 15/02/2019, ngoài các thông tin kém tích cực chung về mức giảm trong giá trị giao dịch trung bình 26,1% trong 6 tháng 2019 so với 6 tháng 2018.
- Giá mục tiêu của chúng tôi không bị ảnh hưởng từ điều chỉnh lợi nhuận, nhưng đến từ thay đổi phương pháp định giá bù phận ngân quỹ. Dự báo EPS của chúng tôi cho các năm 2019/2020/2021 thay đổi lần lượt 0,4%/-0,2%/0,2% so với báo cáo gần nhất.
- Giá cổ phiếu của SSI đã có diễn biến kém hơn diễn biến của VN-Index trong 6 tháng 2019, giảm -10,3% so với -0,8% của VN-Index, và trong khi giá cổ phiếu hiện đang khá rẻ với giá trị cơ bản, chúng tôi hiện chưa nhận thấy yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn khi chỉ báo chính về nguồn vốn khối ngoại đầu tư vào 3 sàn giao dịch lớn nhất trong 6 tháng 2019 chỉ đạt 196,9 triệu USD (sau khi loại bỏ giao dịch mua cổ phiếu thứ cấp VIC của SK Global).

Chúng tôi không điều chỉnh giảm dự báo thị phần của SSI và giả định đối với TTCK nói chung dù kết quả quý 1/2019 còn thấp. Vì triển vọng tăng trưởng dài hạn của Việt Nam không bị ảnh hưởng bất chấp căng thẳng thương mại hiện nay giữa Mỹ và Trung Quốc và chúng tôi dự báo các cổ phiếu chúng tôi theo dõi nhìn chung sẽ đạt tăng trưởng EPS 13,1% trong năm 2018, chúng tôi không điều chỉnh các giả định cơ bản làm cơ sở để dự báo cho nhóm môi giới chứng khoán. Chúng tôi đưa ra quyết định nói trên dù thị phần của SSI trên ba sàn giao dịch giảm từ 17,9% trong quý 1/2018 xuống 13,8% trong quý 1/2019.

Giá trị tài sản nắm giữ đến khi đáo hạn (HTM) cao, chiếm đến 56,5% tổng tài sản trong quý 1/2019 sẽ hỗ trợ thu nhập lãi trong quý 2/2019, qua đó giúp SSI đạt mục tiêu cả năm. Thu nhập lãi từ tài sản nắm giữ đến khi đáo hạn trong quý 1/2019 tăng 46,6% so với quý 1/2018 và 23,7% so với quý 4/2018 và nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao nếu doanh thu các mảng môi giới và cho vay ký quỹ tiếp tục thấp trong những quý tới.

Việc bãi bỏ mức sàn phí hoa hồng trong tháng 02/2019 ảnh hưởng đến tâm lý thị trường đối với mảng môi giới chứng khoán. SSI khẳng định tại ĐHCĐ 2019 rằng sẽ không tham gia cạnh tranh về phí hoa hồng. Chúng tôi sẽ phải chờ đợi đến khi có kết quả quý 2 để xem xét công ty có giữ đúng lời hứa không nhưng tỷ lệ hoa hồng trong quý 1/2019 là 21 điểm cơ bản, đi ngang so với mức 20 điểm cơ bản quý 1/2018.

Daiwa không tăng cổ phần tại SSI trong 6 tháng đầu năm và hoạt động M&A trên thị trường này nhiều khả năng sẽ trầm lắng trong năm 2019. Hiện cổ phần của Daiwa tại SSI là 20% và dường như Daiwa có ảnh hưởng đáng kể tại SSI với một thành viên đại diện trong HĐQT. Tuy

nhiên, việc Daiwa không hề tăng cổ phần trong 6 tháng đầu năm 2019 cho thấy Daiwa hài lòng với tình hình hiện tại. Trong khi đó, việc tham gia của các cổ đông nước ngoài như CLSA (như Financial Times ngày 12/08/2019 dự báo) khó có thể xảy ra trong năm 2019 trong bối cảnh giao dịch trầm lắng như hiện nay.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu hoạt động	3.673	3.824	4.079	4.321	TÀI SẢN NGẮN HẠN	22.270	24.314	26.678	27.256
Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi / lỗ (FVTPL)	647	684	727	776	Tài sản tài chính	22.238	24.280	26.642	27.218
Lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	716	886	899	943	Tiền và các khoản tương đương tiền	613	1.798	3.189	2.570
Lãi từ các khoản cho vay và phải thu	711	737	799	843	Các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi / lỗ (FVTPL)	2.040	2.040	2.040	2.040
Lãi từ tài sản tài chính sẵn sàng để bán	210	210	210	210	Các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	12.326	12.326	12.943	13.590
Doanh thu nghiệp vụ môi giới chứng khoán	1.131	1.162	1.276	1.367	Các khoản cho vay	5.967	6.822	7.174	7.720
Doanh thu mảng ngân hàng đầu tư	155	130	150	162	Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	1.265	1.265	1.265	1.265
Thu nhập hoạt động khác	104	17	18	20	Dự phòng tài sản tài chính	(30)	(30)	(30)	(30)
Chi phí hoạt động	1.651	1.578	1.632	1.689	Các khoản phải thu từ tài sản tài chính	302	302	302	302
Lỗ từ các tài sản tài chính FVTPL	622	699	728	759	Dự phòng các khoản phải thu	(312)	(312)	(312)	(312)
Lỗ và ghi nhận chênh lệch đánh giá theo giá trị hợp lý tài sản tài chính AFS khi phân loại lại	1	1	1	1	Tài sản tài chính khác	67	69	71	73
Chi phí hoạt động tự doanh	8	8	8	8	Tài sản ngắn hạn khác	32	34	36	38
Chi phí nghiệp vụ môi giới chứng khoán	773	723	738	753	TÀI SẢN DÀI HẠN	1.555	1.520	1.528	1.559
Chi phí hoạt động khác	247	148	158	168	Đầu tư tài chính dài hạn	1.066	1.066	1.066	1.066
Lợi nhuận gộp	2.022	2.246	2.446	2.631	Tại sản cố định	119	119	119	125
Tổng thu nhập tài chính	266	101	106	111	BĐS đầu tư	215	172	172	189
Tổng chi phí tài chính	(547)	(580)	(631)	(640)	Chi phí XDCC dở dang	5	5	5	5
Chi phí quản lý	(174)	(191)	(202)	(260)	Tài sản dài hạn khác	151	159	167	175
Lợi nhuận khác	56	24	24	24	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	23.826	25.834	28.205	28.815
Lợi nhuận trước thuế	1.623	1.600	1.743	1.866	NỢ PHẢI TRẢ	14.670	15.903	17.165	16.823
Chi phí thuế	320	316	344	368	Nợ phải trả ngắn hạn	13.469	14.682	15.374	16.100
Lợi nhuận ròng	1.303	1.285	1.399	1.498	Vay và nợ thuê TC ngắn hạn	11.193	11.753	12.340	12.957
EPS (VND)	2.428	2.523	2.561	2.741	Trái phiếu phát hành ngắn hạn	255	255	255	255
DPS (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000	Các khoản phải trả ngắn hạn khác	2.021	2.674	2.779	2.888
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	509	546	546	546	Nợ phải trả dài hạn	1.201	1.222	1.791	723
					Nợ dài hạn	-	-	569	569
					Khác	1.201	1.222	1.222	153
Tăng trưởng					VỐN CHỦ SỞ HỮU	9.156	9.931	11.041	11.992
Tăng trưởng doanh thu	26,7%	4,1%	6,7%	5,9%	Cổ phiếu phổ thông	5.101	5.101	5.472	5.472
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD	18,6%	9,2%	9,1%	5,6%	Thặng dư vốn cổ phần	29	29	29	29
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	15,5%	-1,4%	8,9%	7,1%	Quyền chọn chuyển đổi trái phiếu	114	114	-	-
Tăng trưởng EPS pha loãng	10,2%	-1,4%	1,5%	7,1%	Cổ phiếu quỹ	(9)	(9)	(9)	(9)
Khả năng sinh lời					Chênh lệch đánh giá tài sản theo giá trị hợp lý	278	278	278	278
Biên LN gộp %	55,0%	58,7%	60,0%	60,9%	Chênh lệch tỷ giá hối đoái	41	41	41	41
Biên LN từ HĐKD %	51,8%	54,4%	55,6%	55,4%	Quỹ dự phòng tài chính và rủi ro nghiệp vụ	740	870	998	1.094
Biên LN ròng %	35,5%	33,6%	34,3%	34,7%	Lợi nhuận chưa phân phối	2.795	3.440	4.164	5.020
ROE %	14,7%	13,5%	13,3%	13,0%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	67	67	67	67
ROA %	6,1%	5,2%	5,2%	5,3%	TỔNG CỘNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	23.826	25.834	28.205	28.815
					Thanh khoản				
					CS thanh toán hiện hành	1,65	1,66	1,74	1,69
					CS thanh toán tiền mặt	0,05	0,12	0,21	0,16
					Nợ/Vốn CSH	1,18	1,03	0,90	0,93
					Khả năng thanh toán lãi vay	3,55	3,61	3,61	3,76

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Phạm Đức Trinh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Phạm Đức Trinh, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.