

Báo cáo công ty

Ngành: Chứng khoán

Ngày báo cáo: 15/03/2021

Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI (SSI)

Giá mục tiêu: 45,000 đ/cp

Giá hiện tại: 33,200 đ/cp

Tóm tắt quan điểm

SSI là doanh nghiệp đầu ngành và có định hướng phát triển bền vững trong dài hạn trong ngành chứng khoán. Quy mô thị trường chứng khoán tăng trưởng gấp 3 lần về quy mô giao dịch và tiếp tục kỳ vọng tăng trưởng thêm ít nhất 50% trong giai đoạn 2021-2023 nhờ (1) dòng tiền nhà đầu tư cá nhân mới tham gia thị trường hậu dịch bệnh Covid và (2) dòng tiền nhà đầu tư tổ chức đi theo tiến trình thăng hạng của thị trường Việt Nam. Định giá theo mô hình P/E, chúng tôi kỳ vọng năm 2021, SSI sẽ giao dịch quanh vùng giá 45,000 đồng, tương ứng với mức lợi nhuận tăng trưởng tối thiểu 35% so với năm 2020. Riêng chu kỳ dài hạn, nếu dòng tiền tham gia thị trường duy trì trên 16,000 tỷ đồng/phiên bền vững thì SSI sẽ chạm mốc vốn hóa hơn 1.5 tỷ đô, tức giá khoảng 60,000 đồng/cp trong chu kỳ 2021-2023.

Giai đoạn	Giá trị giao dịch trung bình trên HSX	Giá cổ phiếu SSI trung bình
22/2/2017-21/11/2017	3,500 tỷ đồng/ngày	17,700 đồng
22/11/2017-15/6/2018	5,200 tỷ đồng/ngày	25,400 đồng
Kỳ vọng 2021-2023	>16,000 tỷ đồng/ngày	????

Giai đoạn giữa năm 2018-cuối năm 2019, trung bình giá trị giao dịch thị trường là 3,100 tỷ đồng và giá SSI trung bình giai đoạn này là 20,000 đồng/cp. Hiện tại, quy mô giao dịch đang gấp 5 lần giai đoạn đó và gấp 3 lần giai đoạn 2017-2018. Do đó, chúng tôi ước tính nếu các mảng tư doanh của SSI không bị thua lỗ thì giá SSI phải tăng ít nhất 3 lần so với mức 20,000 đồng/cp, tức phải đạt mốc tối thiểu 60,000 đồng/cp nếu thanh khoản thị trường duy trì quanh mốc >16,000 tỷ đồng trong dài hạn 2021-2023 và thị phần SSI vẫn đứng vững trong top 3.

Bảng ước tính giá trị vốn hóa và giá cổ phiếu SSI theo tham số P/E trong năm 2021.

P/E	12	13	14	15	16	17	18
Vốn hóa kỳ vọng	20,549	22,261	23,973	25,686	27,398	29,111	30,823
Giá cổ phiếu SSI	34,305	37,163	40,022	42,881	45,740	48,598	51,457

SSI đang tích lũy để hình thành mặt bằng giá mới cho giai đoạn 2021-2023, theo quy mô tăng trưởng của thị trường chứng khoán Việt Nam


#1 Quy mô thị trường tiếp tục tăng trong giai đoạn 2021-2023

Quy mô giá trị giao dịch thị trường được chúng tôi kì vọng tiếp tục gia tăng vượt mốc 1 tỷ đô/ngày nhờ (1) dòng tiền nhà đầu tư mới tham gia thị trường từ giai đoạn hậu Covid và (2) dòng tiền khối ngoại từ tiềm năng thăng hạng lên thị trường mới nổi.

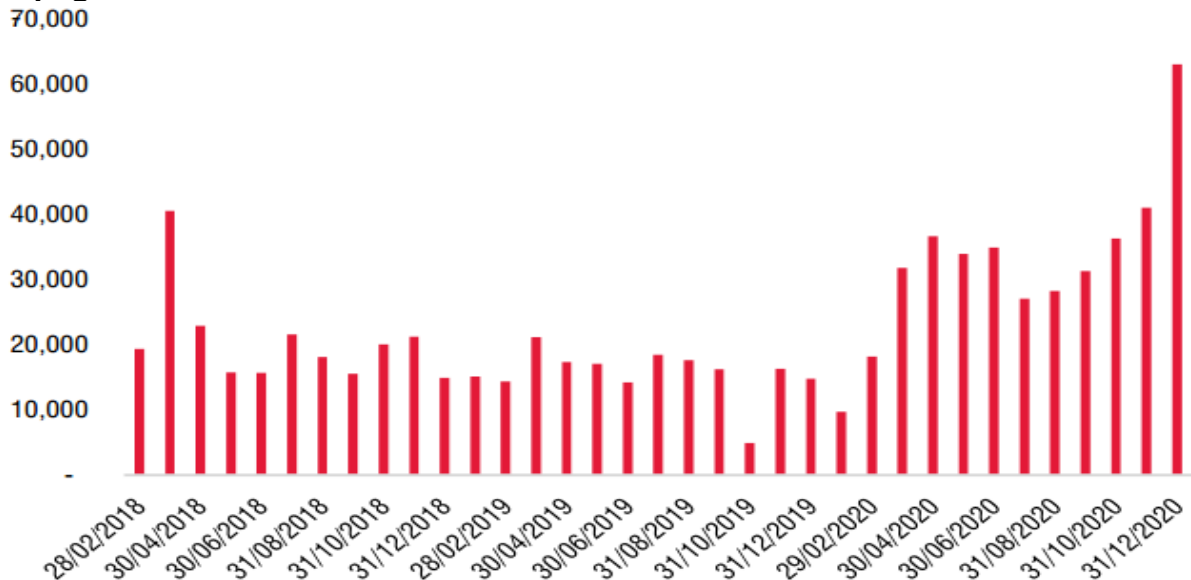
Thanh khoản gia tăng nhờ dòng tiền NĐT mới tham gia

Thanh khoản thị trường năm 2021 sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi môi trường lãi suất thấp trong nửa đầu năm cùng với kinh tế phục hồi trên diện rộng trong nửa sau của năm. Trong khi các nhà đầu tư cá nhân sẽ tiếp tục là động lực chính của thị trường, các nhà đầu tư nước ngoài nhiều khả năng sẽ quay trở lại trong dài hạn nhờ động lực từ việc thăng hạng thị trường.

Giá trị giao dịch trung bình năm 2020 chỉ khoảng 5,000 tỷ đồng/phiên (riêng trung bình Q4/2020 là khoảng 8,500 tỷ đồng/phiên). Trong khi đó, trung bình GTGD trên sàn HOSE từ đầu năm 2021 đến nay là 13,000 tỷ đồng/phiên, tăng 2.5 lần so với trung bình năm 2020 và 1.5 lần so với trung bình Q4/2020. Chúng tôi tin tưởng trong dài hạn GTGD trung bình sàn HSX sẽ dao động trong khoảng 18,000-22,000 tỷ đồng/phiên, tức gấp 4-5 lần trung bình năm 2020. Chúng tôi cũng lưu ý là giá SSI có tương quan chặt với thanh khoản thị trường (sẽ trình bày phần sau).

Cùng sự tăng trưởng của thanh khoản thị trường, các công ty chứng khoán sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh thu nhập phí môi giới CK và thu nhập cho vay margin.

Số lượng tài khoản mở mới

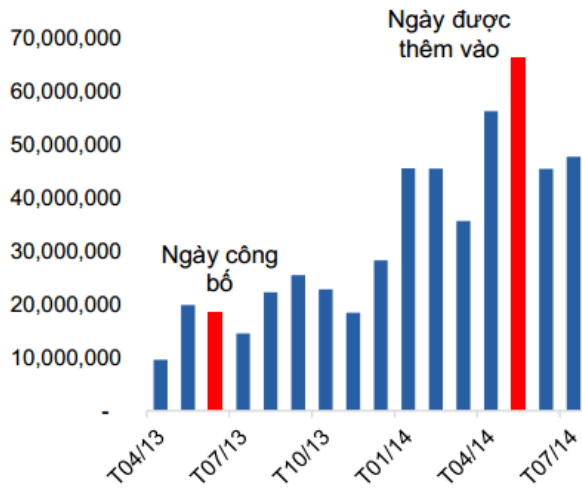


Nguồn: VSD, Funan Securities

Thanh khoản sẽ gia tăng trong quá trình thăng hạng thị trường

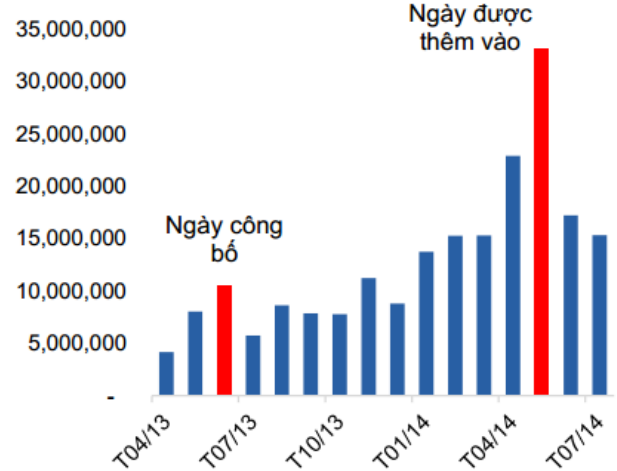
Yếu tố hỗ trợ trong trung hạn sẽ là việc Việt Nam được nâng hạng thị trường của MSCI và đẩy mạnh giá trị giao dịch trung bình một ngày. Quan sát diễn biến thanh khoản tại hai quốc gia được nâng hạng gần đây (UAE và Qatar), chúng tôi nhận thấy thanh khoản gia tăng 50-100% kể từ thời điểm công bố cho đến thời điểm chính thức thăng hạng. Do đó, chúng tôi kì vọng thanh khoản thị trường Việt Nam cũng diễn ra theo mẫu hình tương tự, tức giá trị giao dịch sẽ tăng thêm ít nhất 50% trong giai đoạn 2021-2023.

GTGD hàng tháng tại UAE trước và sau ngày công bố và ngày được nâng hạng



Nguồn: Funan Securities

GTGD hàng tháng tại Qatar trước và sau ngày công bố và ngày được nâng hạng

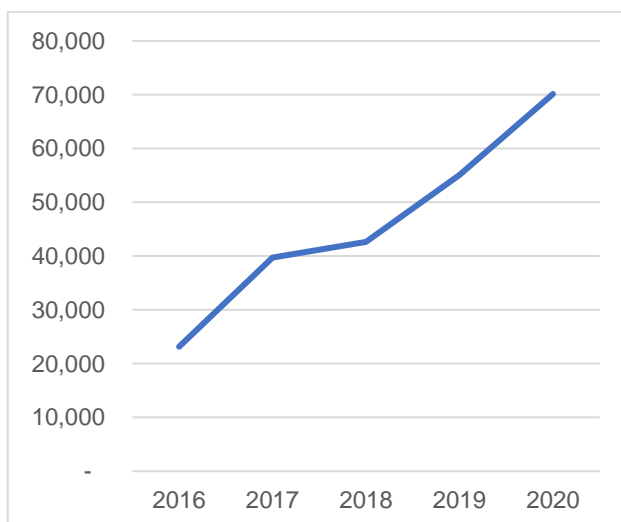


Quy mô margin mở rộng

Dư nợ cho vay margin sẽ tiếp tục tăng trong năm 2021, do thanh khoản cải thiện và tỷ lệ thâm nhập thị trường gia tăng. Quan trọng hơn, các CTCK đang đẩy mạnh tham gia vào thị trường tín dụng, mở rộng tín dụng cho các công ty dưới hình thức trái phiếu doanh nghiệp và/hoặc cho vay margin, với các điều khoản linh hoạt hơn so với tín dụng ngân hàng. So với cho vay margin truyền thống, các CTCK còn nhiều cơ hội để mở rộng các khoản vay kinh doanh cho doanh nghiệp trên quy mô rộng hơn nhiều.

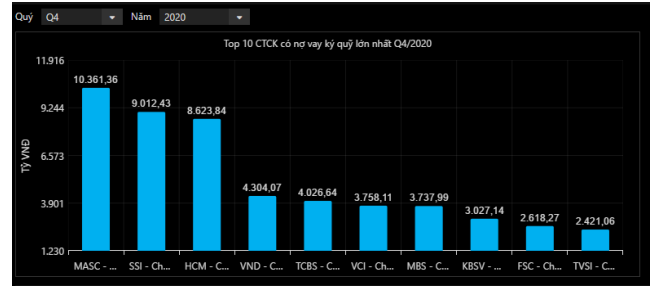
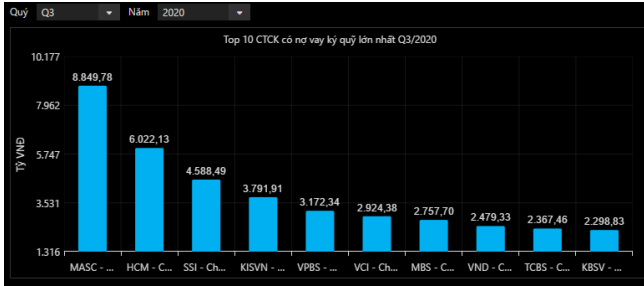
Quý NĐT cũng nên theo sát kế hoạch tăng vốn của các CTCK, đặc biệt là SSI để có thể ra quyết định đầu tư. Bởi lẽ, mỗi lần tăng vốn sẽ giúp SSI gia tăng room cho vay margin và gia tăng lợi nhuận.

Tổng dư nợ cho vay ký quỹ



Dư nợ cho vay ký quỹ một số công ty chứng khoán lớn

	2016	2017	2018	2019	2020
Tổng dư nợ vay ký quỹ	23,158	39,748	42,645	55,113	70,151
Mirae	258	977	3,421	7,007	10,361
SSI	3,565	5,633	5,888	5,286	9,012
HCM	2,666	4,484	3,143	4,681	8,624
VND		2,995	2,456	2,767	4,304
TCBS	244	802	1,359	1,776	4,027
VCI	1,238	3,315	2,658	2,962	3,758
MBS	1,963	2,556	2,300	2,576	3,738
KB	233	449	1,052	1,893	3,027
VPS	729	1,190	1,427	2,394	5,529



Nguồn: FiinPro, Funan Securities

Thông tư 121/TT-BTC vừa ban hành tạo điều kiện cho các CTCK huy động vốn bổ sung cho hoạt động margin, tự doanh. Cụ thể, mặc dù vẫn đang khống chế dư nợ margin không vượt quá 2 lần vốn chủ sở hữu, tuy nhiên thông tư mới cho phép CTCK vay nợ gấp 5 lần thay vì 3 lần vốn chủ sở hữu. Điều này mở cơ chế giúp tăng năng lực tài chính cho CTCK và thể hiện chính sách đang theo hướng nới lỏng, tạo điều kiện cho thị trường vốn phát triển.

Thu nhập tự doanh duy trì ở mức tích cực:

Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi đặt mục tiêu VN Index giao dịch trong biên độ 1100 +/- 15% trong năm 2021 (tham khảo thêm Báo cáo cơ hội đầu tư Q1/2021: Năm bắt thời cơ vàng). Chúng tôi tin rằng có nhiều cơ hội để các CTCK tăng thu nhập tự doanh vào năm 2021. Đặc biệt là giai đoạn 6 tháng cuối năm, khi hệ thống giao dịch được kỳ vọng sẽ khắc phục và thông tin về kì đánh giá lại của FTSE diễn ra.

#2 Các yếu tố dẫn dắt diễn biến giá cổ phiếu SSI

Một vài yếu tố chính ảnh hưởng đáng kể đến diễn biến giá cổ phiếu của SSI. Chúng tôi chia các yếu tố này thành: **thanh khoản thị trường và tương quan thị phần và đặc điểm danh mục tự doanh.**

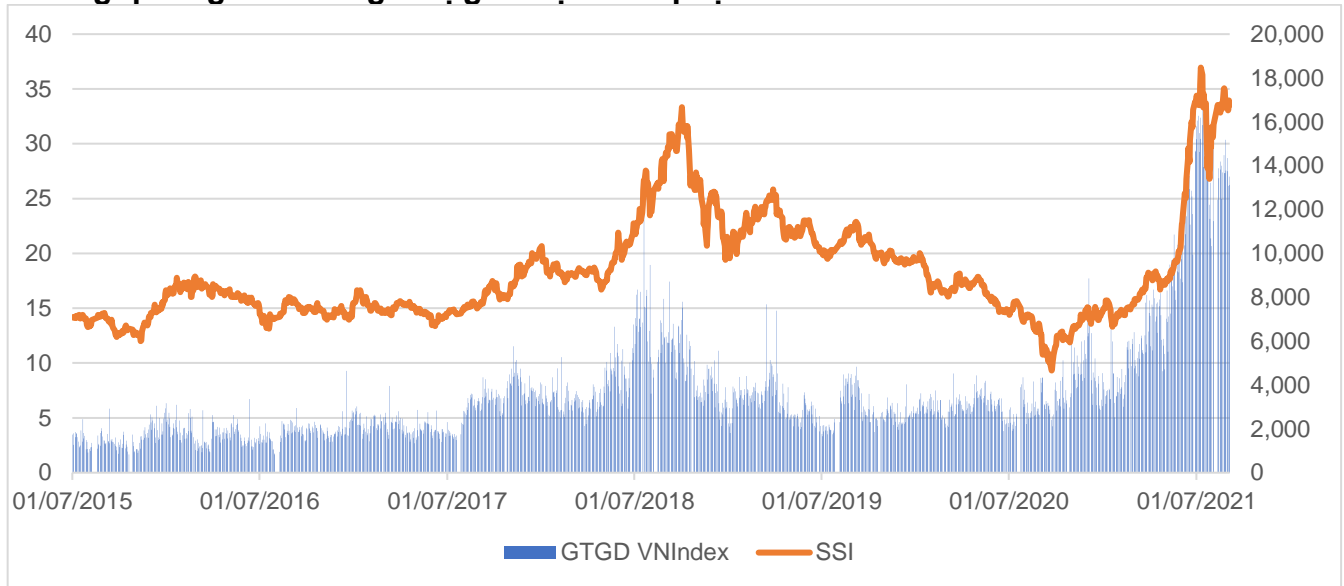
Thanh khoản giao dịch: mối tương quan dương mạnh mẽ giữa giá cổ phiếu SSI và GTGD hàng ngày của thị trường trong giai đoạn 2012-7/2018.

Giai đoạn	Giá trị giao dịch trung bình trên HSX	Giá cổ phiếu SSI trung bình
22/2/2017-21/11/2017	3,500 tỷ đồng	17,700 đồng
22/11/2017-15/6/2018	5,200 tỷ đồng	25,400 đồng
Kỳ vọng 2021-2023	>16,000 tỷ đồng	????

Trong hai giai đoạn thị trường tăng trưởng quy mô giao dịch lần trước, chúng tôi nhận thấy quy mô giá trị giao dịch tăng trưởng xấp xỉ tăng trưởng giá của SSI.

Giai đoạn giữa năm 2018-cuối năm 2019, trung bình giá trị giao dịch thị trường là 3,100 tỷ đồng và giá SSI trung bình giai đoạn này là 20,000 đồng/cp. Hiện tại, quy mô giao dịch đang gấp 5 lần giai đoạn đó và gấp 3 lần giai đoạn 2017-2018. Do đó, chúng tôi ước tính nếu các mảng tự doanh của SSI không bị thua lỗ thì giá SSI phải tăng ít nhất 3 lần so với mức 20,000 đồng/cp, tức phải đạt mốc tối thiểu 60,000 đồng/cp nếu thanh khoản thị trường duy trì quanh mốc >16,000 tỷ đồng trong dài hạn 2021-2023 và thị phần SSI vẫn đứng vững trong top 3.

Tương quan giá SSI và giá trị giao dịch khớp lệnh trên sàn HSX



Thị phần môi giới: SSI mất thị phần có làm ảnh hưởng giá cổ phiếu?

Vấn đề để mất thị phần vào công ty chứng khoán ngoại là điều không thể tránh khỏi. Tuy nhiên, quan sát diễn biến giá cổ phiếu các công ty chứng khoán niêm yết giai đoạn 2012-2018, chúng tôi nhận thấy vấn đề thị phần không ảnh hưởng nhiều đến giá cổ phiếu công ty chứng khoán. Cụ thể, thị phần môi giới của SSI tại HOSE là 11,7% trong quý 2/2012 và đã tăng nhanh chóng lên 23,1% trong quý 2/2018, mức thị phần cao nhất mà SSI đạt được từ trước đến nay. Thị phần của HCM đi ngang trong cùng giai đoạn này với xấp xỉ 11% trong khi VND của có mức tăng thị phần khá tốt, tăng mạnh từ 3,1% trong quý 1/2012 lên 6,9% trong quý 2/2018. Nhìn chung, SSI đã duy trì vị thế thống trị về thị phần trong vòng 6 năm 2012-2018 và vẫn đang gia tăng khoảng cách với công ty xếp tiếp theo là HCM. Trong hình dưới, dù SSI luôn chiếm vị trí thị phần số 1 và tăng trưởng thị phần không ngừng giai đoạn trước 2018, nhưng lại là cổ phiếu có tốc độ tăng giá thấp hơn so với các công ty còn lại.

Tương quan tăng trưởng giá cổ phiếu SSI, HCM, VND, SHS



Nguồn: Fireant, Funan Securities

Mảng tự doanh: thận trọng và hướng đến giá trị bền vững

Bảng tổng kết tài sản và hiệu quả đầu tư tài chính

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tài sản tài chính						
Tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ (FVTPL)	1,088	1,426	1,431	2,040	4,315	13,252
Tài sản đầu tư giữ đến đáo hạn (HTM)	4,481	5,285	8,013	12,628	14,166	11,056
Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	803	960	1,535	1,265	760	186
Hiệu quả đầu tư						
Lãi/lỗ ròng từ FVTPL	431	496	182	25	316	776
Lãi/lỗ ròng từ HTM	194	345	451	716	991	850
Lãi/lỗ ròng từ AFS	41	74	243	(152)	65	(45)
Tỷ suất sinh lãi						
FVTPL		39%	13%	1%	10%	9%
HTM		7%	7%	7%	7%	7%
AFS		8%	19%	-11%	6%	-9%

Do khoản lãi lỗ AFS không ghi nhận vô kết quả kinh doanh nên hoạt động tự doanh của SSI khá ổn định tại suất sinh lời 7-10%/năm.

SSI rất thận trọng với danh mục tiền gửi rất lớn hơn 11,000 tỷ đồng (~1/3 tổng tài sản của SSI).

Danh mục đầu tư của SSI đều là các doanh nghiệp đầu ngành và chất lượng tốt.

7.1 Tài sản tài chính FVTPL	Số cuối kỳ		Số đầu năm	
	Giá gốc	Giá trị hợp lý	Giá gốc	Giá trị hợp lý
	VND	VND	VND	VND
Cổ phiếu và chứng khoán niêm yết (1)	1.509.746.467.720	1.546.091.942.060	1.672.963.319.466	1.447.285.043.650
HPG	95.660.359.949	103.497.375.450	179.508.676.258	183.250.791.000
FPT	73.847.343.900	79.197.605.100	159.446.563.013	178.218.144.500
ELC	87.623.997.200	37.700.705.870	191.238.144.589	52.962.725.140
PLX	88.242.019.220	93.835.942.200	370.076.019.330	341.475.456.000
TDM	62.363.706.603	59.603.855.000	57.128.699.880	46.585.619.000
MWG	32.119.701.765	32.753.739.700	2.769.525.621	2.707.386.000
OPC	169.857.155.480	203.169.116.500	163.914.646.949	157.071.600.000
Cổ phiếu và chứng khoán niêm yết khác	900.032.183.603	936.333.602.240	548.881.043.826	485.013.322.010
Cổ phiếu niêm yết cho hoạt động phòng ngừa rủi ro của chứng quyền	497.988.719.529	525.040.743.600	147.825.259.973	148.166.359.500
HPG	119.366.528.685	129.145.682.100	18.404.132.189	18.814.335.000
FPT	23.445.299.072	25.143.917.700	25.783.439.996	28.818.914.300
VHM	73.445.353.414	78.661.550.000	15.560.689.439	15.196.160.000
MBB	40.205.038.732	41.310.001.000	24.218.098.386	23.022.979.200
STB	56.953.396.377	59.450.144.000	-	-
Cổ phiếu khác	184.573.103.249	191.329.448.800	63.858.899.963	62.313.971.000
Cổ phiếu và chứng chỉ quỹ (CCQ) chưa niêm yết	54.082.228.373	34.525.310.285	399.114.275.313	386.642.357.221
CCQ SSIBF			40.000.000.000	47.085.000.000
Cổ phiếu chưa niêm yết khác	54.082.228.373	34.525.310.285	359.114.275.313	339.557.357.221
Trái phiếu chưa niêm yết (2)	2.282.847.114.683	2.282.847.114.683	791.847.533.546	791.847.533.546
Chứng chỉ tiền gửi (3)	8.863.948.398.453	8.863.948.398.453	1.541.303.479.150	1.541.303.479.150
Tổng cộng	13.208.612.928.758	13.252.453.509.081	4.553.053.867.448	4.315.244.773.067

7.2 Tài sản tài chính AFS

	Số cuối kỳ		Số đầu năm	
	Giá gốc	Giá trị hợp lý	Giá gốc	Giá trị hợp lý
	VND	VND	VND	VND
Cổ phiếu niêm yết	-	-	251.088.814.728	591.104.213.600
HAH	-	-	26.089.965.620	11.392.969.200
Cổ phiếu niêm yết khác	-	-	224.998.849.108	579.711.244.400
Cổ phiếu chưa niêm yết	191.347.164.707	185.676.629.817	178.515.646.904	168.937.901.904
Công ty Cổ Phần Pan Farm	53.408.921.300	53.408.921.300	53.408.921.300	53.408.921.300
Công ty Cổ Phần ConCung	55.073.516.807	55.073.516.807	42.241.999.000	42.241.999.000
Cổ phiếu chưa niêm yết khác	82.864.726.600	77.194.191.710	82.864.726.604	73.286.981.604
Tổng cộng	191.347.164.707	185.676.629.817	429.604.461.632	760.042.115.504

7.3 Các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)

	Số cuối kỳ VND	Số đầu năm VND
Tiền gửi và Chứng chỉ tiền gửi có kỳ hạn còn lại dưới 1 năm	5.591.644.622.570	10.721.931.457.865

Trong số tiền gửi và chứng chỉ tiền gửi có kỳ hạn còn lại dưới 1 năm tại ngày 31 tháng 12 năm 2020, có 5.200.000.000.000 VND được dùng để đảm bảo cho các khoản vay ngắn hạn của Công ty và 292.550.000.000 VND được dùng để đảm bảo thanh toán cho chứng quyền của Công ty phát hành.

11. CÁC KHOẢN ĐẦU TƯ DÀI HẠN

	Tỷ lệ biểu quyết của Công ty	Tỷ lệ sở hữu của Công ty	Số cuối kỳ VND	Số đầu năm VND
Các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (1)			5.464.741.128.665	3.444.540.512.534
- Tiền gửi có kỳ hạn còn lại trên 1 năm			2.000.415.894.298	-
- Trái phiếu nắm giữ đến ngày đáo hạn			3.464.325.234.367	3.444.540.512.534
Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết (2)			785.069.409.790	794.315.339.944
- Công ty Cổ phần Tập đoàn PAN (PAN)	20,09%	20,05%	785.069.409.790	794.315.339.944
Tổng cộng			6.249.810.538.455	4.238.855.852.478

(1) Tại ngày 31 tháng 12 năm 2020, trong số các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn có 102.400 trái phiếu với giá trị mệnh giá là 3.400.000.000.000 VND và 2.000.000.000.000 tiền gửi có kỳ hạn được sử dụng là tài sản đảm bảo cho khoản vay ngắn hạn của Công ty.

(2) Tại ngày 31 tháng 12 năm 2020, trong số cổ phiếu đầu tư vào công ty liên kết, có 32.880.120 cổ phiếu với giá trị mệnh giá là 328.801.200.000 VND được sử dụng là tài sản đảm bảo cho khoản vay ngắn hạn của Công ty.

Theo Luật Kế toán 2015 sửa đổi và Thông tư 210/2014/TT-BTC, bắt đầu từ năm 2017, CTCK thực hiện đánh giá chênh lệch tăng/giảm các khoản tài sản tài chính. Theo phân loại, khoản đầu tư của CTCK sẽ được chia làm 2: Tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi lỗ (FVTPL) và tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS). Như vậy, cuối mỗi kỳ kế toán, tài sản tài chính FVTPL được đánh giá phản ánh lợi nhuận tài chính chưa thực hiện. Trong khi đó, tài sản tài chính AFS được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu trên bảng cân đối tài sản. Đây là những điểm khác biệt rất đáng kể so với giai đoạn trước, khi các CTCK chỉ ghi nhận trích lập/hoàn nhập dự phòng chứng khoán giảm giá.

Tài sản tài chính ghi nhận qua lãi lỗ (FVTPL) – theo quy định mới, TSTC FVTPL sẽ được hạch toán theo giá thị trường thay vì giá vốn điều chỉnh cho các khoản lỗ chưa thực hiện từ 2016 trở về trước. Theo đó các khoản lãi chưa thực hiện nhờ thị giá cao hơn giá vốn sẽ được ghi nhận cho dù chứng khoán đã được bán hay chưa và thị giá vào ngày cuối quý trước sẽ được lấy làm giá để tính lỗ/lãi chưa thực hiện cho quý tiếp theo.

– Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS): lãi/lỗ chưa thực hiện sẽ không hạch toán trên bảng báo cáo kết quả kinh doanh. Lỗ chưa thực hiện sẽ đi vào bảng có tên “báo cáo thu nhập toàn diện khác”. Sau đó được ghi nhận trực tiếp vào mục “đánh giá lại tài sản” trong phần vốn chủ sở hữu trên bảng cân đối kế toán. Lãi chưa thực hiện (thị giá cao hơn giá vốn) sẽ không được ghi nhận vào lợi nhuận. Đến khi chứng khoán được bán thì khoản lãi này mới được ghi nhận vào lợi nhuận trên bảng báo cáo kết quả kinh doanh.

Đối với công ty chứng khoán, các tài sản là tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) khi thoả mãn điều kiện tài sản tài chính được phân loại vào nhóm nắm giữ để kinh doanh - tức được mua hoặc tạo ra chủ yếu cho mục đích mua đi/bán lại trong thời gian ngắn; có bằng chứng về việc kinh doanh công cụ đó nhằm mục đích thu lợi ngắn hạn; hoặc công cụ tài chính phái sinh (ngoại trừ các công cụ tài chính phái sinh được xác định là một hợp đồng bảo lãnh tài chính hoặc một công cụ phòng ngừa rủi ro hiệu quả).

Mảng cho vay margin: thận trọng và hướng đến giá trị bền vững

Tổng kết mảng kinh doanh cho vay

Hoạt động cho vay	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Các khoản cho vay	3,634	3,779	5,764	5,967	5,359	9,226
Lãi từ các khoản cho vay và phải thu	297	429	520	711	678	525
Tỷ suất lãi cho vay margin trung bình		11.6%	10.9%	12.1%	12.0%	9.8%
Nguồn tài trợ						
Tổng nợ vay	4,601	5,395	9,273	12,516	16,656	24,498
Chi phí lãi vay	(125)	(269)	(344)	(537)	(804)	(829)
Tỷ suất chi phí vốn vay		-5.4%	-4.7%	-4.9%	-5.5%	-4.0%
Chênh lệch giữa chi phí vốn vay và tỷ suất lãi cho vay margin		6.2%	6.2%	7.2%	6.5%	5.8%

Dư nợ cho vay margin của SSI tăng hơn 72% trong Q4/2020 sau nhiều năm liên tiếp giữ ổn định quanh mức 5,500 tỷ đồng. Với hơn 4,000 tỷ đồng dư nợ gia tăng này, chúng tôi ước tính **lợi nhuận tăng thêm từ hoạt động cho vay margin trong năm 2021** so với năm 2020 vào **khoảng 200 tỷ đồng**.

Mảng môi giới:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu nghiệp vụ môi giới chứng khoán	288	381	780	1,131	582	797
Chi phí nghiệp vụ môi giới chứng khoán	(223)	(303)	(516)	(773)	(555)	(626)
Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới chứng khoán	64	79	264	358	27	172
Biên lợi nhuận nghiệp vụ môi giới chứng khoán	22%	21%	34%	32%	5%	22%
Giá trị giao dịch khớp lệnh HSX	413,910	500,424	862,295	1,056,495	734,110	1,316,629
Tỷ lệ doanh thu nghiệp vụ môi giới trên GTGD	0.069%	0.076%	0.090%	0.107%	0.079%	0.061%

Với giá trị giao dịch trung bình năm 2021 ước tính tăng 2.5 lần so với năm 2020, chúng tôi kỳ vọng mảng môi giới sẽ có doanh thu tăng thêm 1200 tỷ đồng, tức đạt mốc khoảng 2,000 tỷ đồng. Nếu SSI giữ được mức sinh lãi như năm 2020, tức 22%, thì lợi nhuận mảng môi giới sẽ đạt khoảng 433 tỷ đồng, tức **tăng thêm 260 tỷ đồng lợi nhuận từ mảng môi giới trong năm 2021**.

Riêng các mảng còn lại liên quan đến tư vấn bảo lãnh phát hành,.... Chúng tôi chưa thấy dấu hiệu có sự tăng trưởng đột biến nên kỳ vọng sẽ ổn định trong năm 2021.

Ước tính KQKD 2021

Bảng ước tính KQKD 2021

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Lãi từ đầu tư	665	912	884	941	1,380	1,822	1,892
Lãi từ cho vay margin	297	252	570	671	666	525	1,039.54
Lợi nhuận hoạt động môi giới	64	79	264	358	27	172	405.39
Lãi hoạt động ngân hàng đầu tư và khác	26	127	42	51	(9)	(53)	(31)
Tổng lãi gộp	1,053	1,369	1,761	2,022	2,064	2,465	3,306
Doanh thu hoạt động tài chính	255	95	145	266	67	209	138
Chi phí lãi vay	(125)	(269)	(344)	(537)	(804)	(829)	(1,043)
Chi phí tài chính khác	(0)	(0)	(2)	(10)	(34)	(108)	(71)
Chi phí quản lý	(134)	(141)	(168)	(174)	(193)	(184)	(189)
Lợi nhuận hoạt động	1,049	1,054	1,392	1,567	1,099	1,552	2,140
Lợi nhuận trước thuế	1,054	1,057	1,405	1,623	1,106	1,558	2,140
Lợi nhuận sau thuế	840	875	1,161	1,303	907	1,256	1,712
Thuế suất	-20%	-17%	-17%	-20%	-18%	-19%	-20%
Quy mô tài sản đầu tư	6,373	7,670	10,979	15,933	19,242	24,495	24,495
Tỷ suất đầu tư		13.0%	9.5%	7.0%	7.8%	8.3%	7.7%
Quy mô dư nợ cho vay margin	3,634	3,779	5,764	5,967	5,359	9,226	11,994
Tỷ suất lãi cho vay		11.6%	10.9%	12.1%	12.0%	9.8%	9.8%
Tỷ suất lợi nhuận mảng môi giới	0.12%	0.11%	0.19%	0.18%	0.03%	0.11%	0.11%
Dư nợ vay	4,601	5,395	9,273	12,516	16,656	24,498	27,266
Chi phí lãi vay	0.0%	-5.4%	-4.7%	-4.9%	-5.5%	-4.0%	-4.0%
GTGD trung bình sàn HSX (tỷ/năm)	413,910	500,424	862,295	1,056,495	734,110	1,316,629	3,586,000
Thị phần SSI sàn HSX	13.07%	13.69%	16.25%	18.70%	13.96%	12.33%	10.70%
Giá trị giao dịch trung bình tại SSI (tỷ/năm)	54,098	68,508	140,123	197,565	102,482	162,340	383,702

Biến động P/E cổ phiếu SSI



Với mức lợi nhuận ước tính sơ bộ năm 2021, chúng tôi kỳ vọng SSI sẽ cán mốc hơn 1,700 tỷ đồng lợi nhuận. Với lịch sử PE giao dịch trong vùng 12-18, tương ứng với mức vốn hóa của SSI trong năm 2021 dao động như sau:

Ước tính giá trị vốn hóa SSI theo mức P/E kỳ vọng

P/E	12	13	14	15	16	17	18
Vốn hóa kỳ vọng	20,549	22,261	23,973	25,686	27,398	29,111	30,823
Giá cổ phiếu SSI	34,305	37,163	40,022	42,881	45,740	48,598	51,457



Chúng tôi tin tưởng SSI sẽ đạt mốc giá quanh vùng 45,000 đồng/cp trong năm 2021 và đạt mốc >60,000 đồng/cp (tức hơn 1.5 tỷ đô) trong chu kỳ tăng hạng của thị trường Việt Nam (2021-2023).

Thông tin doanh nghiệp qua các con số

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Chứng khoán
VHTT (tỷ đồng)	19,887
SLCP ĐLH (triệu cp)	599
KLGDTB 1 tháng (cp)	12,605,700
Giá cao nhất 52T	37,000
Giá thấp nhất 52T	9,300
Tỷ lệ sở hữu NN còn có thể mua	47.2%

Thông tin định giá nhanh

Hiện tại	
P/E trượt	20.14
P/B	2.03

Phân tích điểm mua bán theo phân tích kỹ thuật



Một số chỉ số phân tích doanh nghiệp

	Đơn vị	2016	2017	2018	2019	2020
EPS cơ bản	VNĐ	1,700	2,210	2,430	1,783	2,085
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn vay ngắn dài hạn/Vốn CSH		0.67	0.99	1.22	1.65	2.37
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	61.76%	60.75%	55.05%	63.80%	56.45%
Tỷ suất EBITDA	%	56.24%	55.68%	51.16%	59.15%	53.44%
Tỷ suất EBIT	%	55.42%	54.96%	50.32%	57.83%	52.23%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	%	47.67%	48.48%	44.20%	34.17%	35.67%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	%	47.56%	48.04%	42.67%	33.96%	35.55%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	39.47%	40.06%	35.47%	28.04%	28.76%
Hệ số quay vòng tài sản		0.17	0.18	0.17	0.13	0.14
Hệ số quay vòng vốn CSH		0.32	0.37	0.41	0.35	0.45
Hiệu quả quản lý						
ROE%	%	12.64%	14.74%	14.69%	9.80%	13.05%
ROA%	%	6.91%	7.26%	6.13%	3.57%	4.00%
Doanh số tính trên đầu người	Triệu VNĐ	2,294.79	3,000.08	3,802.11	3,348.84	4,520.50
Lợi nhuận thuần tính trên đầu người	Triệu VNĐ	905.79	1,201.97	1,348.80	939.02	1,300.14
P/E pha loãng		21.70	16.67	15.10	21.68	18.18
P/B		2.35	1.99	1.91	1.85	2.09

Nguồn: FiinPro, Funan Securities

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel : (028) 6295.9158

Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TPHCM

Tel : (028) 6295.9138

Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng

Tel : (0236) 377.9655

Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội

Tel : (024) 6283.3666

Fax: (024) 3206 8881