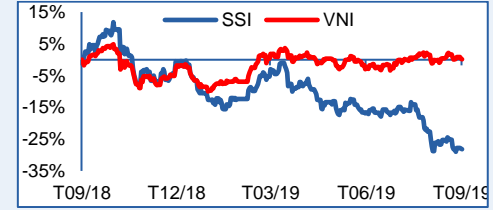


Ngành:	Chứng khoán	2018	2019F	2020F	2021F	
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>05/09/2019</b>	Tăng trưởng DT	26,7%	-3,5%	9,4%	5,7%
Giá hiện tại:	21.300VND	LNST (tỷ đồng)	1.303	1.268	1.441	1.498
Giá mục tiêu:	28.200VND	Tăng trưởng LNST	12,2%	-2,7%	13,6%	4,0%
Giá mục tiêu trước đây*:	29.900VND	Biên LN gộp	55,0%	69,2%	69,9%	69,7%
TL tăng:	+32,4%	Biên LN ròng	35,5%	35,8%	37,2%	36,6%
Lợi suất cổ tức:	4,7%	Cổ tức/CP (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000
Tổng mức sinh lời:	+37,1%	P/B	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
		P/E	8,3x	8,6x	7,5x	7,3x



GT vốn hóa:	469tr USD	SSI	Peers	VNI	
Room KN:	198tr USD	P/E (trượt)	10,8x	9,4x	16,6x
GTGD/ngày (30n):	960.000USD	P/B (hiện tại)	1,1x	1,3x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE (trượt)	10,8%	14,9%	14,6%
SL cổ phiếu lưu hành	508tr	ROA (trượt)	4,2%	7,9%	2,5%
Pha loãng	508tr	Nơ rỗng/Vốn CSH	123,8%	60,6%	N/A

\* Điều chỉnh theo đợt mua lại 2 triệu cổ phiếu

**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

**Điền Đức Minh Nghĩa**  
Chuyên viên

**Ngô Hoàng Long**  
Phó Giám đốc

## Dự báo phụ thuộc vào đà phục hồi của thanh khoản thị trường năm 2020

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 5,7% giá mục tiêu dành cho CTCP Chứng khoán SSI (SSI) xuống 28.200VND/cổ phiếu với việc điều chỉnh giảm 3% dự báo tổng thu nhập thuần 2019-2023. Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA vì giá cổ phiếu tiếp tục thấp do tâm lý chung tiêu cực liên quan đến việc giá trị giao dịch trung bình ngày 6 tháng đầu năm giảm 29% so với năm ngoái.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo thu nhập thuần 2019-2023 chủ yếu do điều chỉnh giảm thu nhập mảng môi giới 2019. Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 1,3% dự báo thu nhập thuần 2019 xuống 1,27 nghìn tỷ đồng (giảm 2,7% so với năm 2018) vì chúng tôi cho rằng thu nhập lãi từ chứng khoán nắm giữ đến đáo hạn (HTM) và chi phí hoạt động giảm sẽ bù đắp cho việc doanh thu môi giới giảm và chi phí vay tăng.
- Định giá SSI hấp dẫn trên cơ sở chỉ số cơ bản, với thị phần lớn nhất thị trường. Chúng tôi cho rằng yếu tố thúc đẩy trong ngắn hạn là lãi từ tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi / lỗ (FVTPL) với khoản đầu tư MBB mà SSI nắm giữ do ngân hàng có kế hoạch huy động vốn trong 6 tháng cuối năm.

**Tỷ lệ phí môi giới được duy trì trong 6 tháng 2019, vốn là một dấu hiệu tích cực để giải tỏa lo ngại của các NĐT.** Như được mô tả trong báo cáo cập nhật [Danh mục tự doanh nhiều khả năng sẽ hỗ trợ cho tình hình kinh doanh khó khăn](#) ngày 04/07/2019 của chúng tôi, việc bãi bỏ mức sàn phí môi giới vào tháng 2/2019 làm ảnh hưởng đến tâm lý NĐT cho ngành chứng khoán. Tuy nhiên, ban lãnh đạo đã thực hiện lời hứa tại ĐHCĐ thường niên của SSI khi cho biết công ty sẽ không tham gia vào cuộc chiến giá cả. Phí môi giới trong 6 tháng 2019 dường như được duy trì với mức tăng 2 điểm cơ bản so với cùng kỳ (YoY). Trong khi chúng tôi ước tính thị phần tổng của SSI trên cả 3 sàn giảm còn 13,3% trong 6 tháng 2019 (báo hiệu môi trường cạnh tranh gia tăng), chúng tôi duy trì quan điểm rằng SSI sẽ duy trì vị thế thị trường mạnh mẽ trong dài hạn trong bối cảnh là địa điểm thu hút được các nhóm khách hàng lớn và sự ổn định, là trở ngại cho các đối thủ nhỏ khác.

**Câu chuyện tăng trưởng dài hạn của thị trường vốn Việt Nam vẫn được duy trì và chúng tôi tin rằng giá trị giao dịch sẽ dần gia tăng trong năm 2020 trở đi.** Trong bối cảnh kinh tế biến động đến từ các căng thẳng thương mại toàn cầu hiện tại, điểm tích cực cho thị trường vốn Việt Nam trong giai đoạn 6 tháng 2019 là sự gia tăng tiếp tục của tỷ lệ tham gia của khối ngoại tính theo phần trăm tổng thị trường lên 16,5% trong tổng giá trị giao dịch so với tỷ lệ lần lượt 12,9%/15,2% giai đoạn 2017/2018. Chúng tôi cho rằng khi tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam vẫn duy trì tích cực, xu hướng dài hạn của giá trị vốn hóa thị trường trong tổng GDP sẽ mở ra các cơ hội cho phát hành mới và giá trị thị trường tăng. Chúng tôi cho rằng giá trị giao dịch trung bình sẽ bắt đầu cải thiện trong năm 2020; tốc độ tăng trưởng kép giá trị giao dịch giai đoạn 2019-2023 đạt 14,2%.

**Phương thức tiếp cận thận trọng, cùng với bảng cân đối kế toán lớn nhất trong số các công ty cùng ngành, cho phép SSI sẽ vượt qua giai đoạn khó khăn của thị trường.** Tài sản nắm giữ đến khi đáo hạn (HTM) tăng mạnh 20,8% tính từ đầu năm, gia tăng mức đóng góp lên 55% trong tổng tài sản 6 tháng 2019 so với 52% tính từ đầu năm. Ngoài ra, lợi suất HTM ghi nhận mức tăng 49 điểm cơ bản YTD lên 6,3%. Thu nhập từ lãi từ HTM ghi nhận mức tăng 51,3% YoY, bù đắp cho mức giảm trong tài sản đánh giá lại giá trị hợp lý thông qua lời lỗ (FVTPL) và doanh thu môi giới. Với lợi suất ròng khoảng 2% cùng chi phí huy động khoảng 4% công bố trong phần ghi chú của một số khoản mục tín dụng, chúng tôi cho rằng phương thức tiếp cận HTM là khá lớn, nhưng là một phương thức tích cực để ghi nhận kế hoạch lợi nhuận 2019.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu hoạt động</b>	<b>3.673</b>	<b>3.543</b>	<b>3.876</b>	<b>4.097</b>	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>22.270</b>	<b>27.432</b>	<b>29.994</b>	<b>30.737</b>
Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi / lỗ (FVTPL)	647	563	557	563	<b>Tài sản tài chính</b>	<b>22.238</b>	<b>27.398</b>	<b>29.958</b>	<b>30.699</b>
Lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	716	1.033	1.202	1.311	Tiền và các khoản tương đương tiền	613	671	509	(108)
Lãi từ các khoản cho vay và phải thu	711	722	778	823	Các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi / lỗ (FVTPL)	2.040	2.589	2.589	2.589
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	16.024	18.267	19.181
Doanh thu nghiệp vụ môi giới chứng khoán	1.131	811	949	997	Các khoản cho vay	5.967	6.569	7.046	7.489
Doanh thu mảng ngân hàng đầu tư	155	181	152	165	Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	1.265	1.516	1.516	1.516
Thu nhập hoạt động khác	104	24	28	30	Dự phòng tài sản tài chính	(30)	(30)	(30)	(30)
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>1.651</b>	<b>1.093</b>	<b>1.166</b>	<b>1.241</b>	Các khoản phải thu từ tài sản tài chính	302	302	302	302
Lỗ từ các tài sản tài chính FVTPL	622	316	367	418	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	619	633	646	<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.555</b>	<b>1.520</b>	<b>1.528</b>	<b>1.559</b>
Chi phí hoạt động khác	247	148	158	168	Đầu tư tài chính dài hạn	1.066	1.066	1.066	1.066
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.022</b>	<b>2.450</b>	<b>2.710</b>	<b>2.856</b>	Tại sản cố định	119	119	119	125
Tổng thu nhập tài chính	266	40	42	44	BĐS đầu tư	215	172	172	189
Tổng chi phí tài chính	(547)	744	779	798	Chi phí XDCB 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	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>23.826</b>	<b>28.952</b>	<b>31.522</b>	<b>32.296</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.623</b>	<b>1.580</b>	<b>1.795</b>	<b>1.866</b>	<b>Nợ phải trả</b>	<b>14.670</b>	<b>19.037</b>	<b>20.455</b>	<b>20.278</b>
Chi phí thuế	320	312	354	368	<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>13.469</b>	<b>17.816</b>	<b>18.664</b>	<b>19.556</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.303</b>	<b>1.268</b>	<b>1.441</b>	<b>1.498</b>	Vay và nợ thuê TC ngắn hạn	11.193	14.887	15.631	16.413
EPS (VND)	2.428	2.496	2.643	2.747	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	2.778	2.888
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	509	508	545	545	<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>1.201</b>	<b>1.222</b>	<b>1.791</b>	<b>723</b>
					Nợ dài hạn	-	-	569	569
					Khác	1.201	1.222	1.222	153
<b>Tăng trưởng</b>					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.156</b>	<b>9.915</b>	<b>11.066</b>	<b>12.018</b>
Tăng trưởng doanh thu	26,7%	-3,5%	9,4%	5,7%	Cổ phiếu phổ thông	5.101	5.101	5.472	5.472
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD	18,6%	19,9%	10,8%	3,5%	Thặng dư vốn cổ phần	29	29	29	29
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	15,5%	-2,7%	13,6%	4,0%	Quyền chọn chuyển đổi trái phiếu	114	114	-	-
Tăng trưởng EPS pha loãng	10,2%	-2,7%	5,9%	4,0%	Cổ phiếu quỹ	(9)	(9)	(9)	(9)
					Chênh lệch đánh giá tài sản theo giá trị hợp lý	278	278	278	278
<b>Khả năng sinh lời</b>					Chênh lệch tỷ giá hối đoái	41	41	41	41
Biên LN gộp %	55,0%	69,2%	69,9%	69,7%	Quỹ dự phòng tài chính và rủi ro nghiệp vụ	740	870	997	1.094
Biên LN từ HĐKD %	51,8%	64,5%	65,3%	63,9%	Lợi nhuận chưa phân phối	2.795	3.424	4.192	5.046
Biên LN ròng %	35,5%	35,8%	37,2%	36,6%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	67	67	67	67
ROE %	14,7%	13,3%	13,7%	13,0%	<b>Tổng cộng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>23.826</b>	<b>28.952</b>	<b>31.522</b>	<b>32.296</b>
ROA %	6,1%	4,8%	4,8%	4,7%	<b>Thanh khoản</b>				
					CS thanh toán hiện hành	1,65	1,54	1,61	1,57
					CS thanh toán tiền mặt	0,05	0,04	0,03	0,02
					Nợ/Vốn CSH	1,18	1,46	1,44	1,44
					Khả năng thanh toán lãi vay	3,55	3,10	3,29	3,32

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Điền Đức Minh Nghĩa, 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 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](http://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 Thị Thanh Trúc, 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](mailto: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](mailto: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](mailto: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

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

## 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.