

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

14 tháng 11 năm 2014

BÁO CÁO PHÂN TÍCH LẦN ĐẦU:



Giá hiện tại (14/11/2014):	VND	30.600
Giá mục tiêu:	VND	27.900
Khuyến nghị ngắn hạn:	NĂM GIỮ	
Ngưỡng kháng cự:	VND	32.400
Ngưỡng hỗ trợ:	VND	30.000

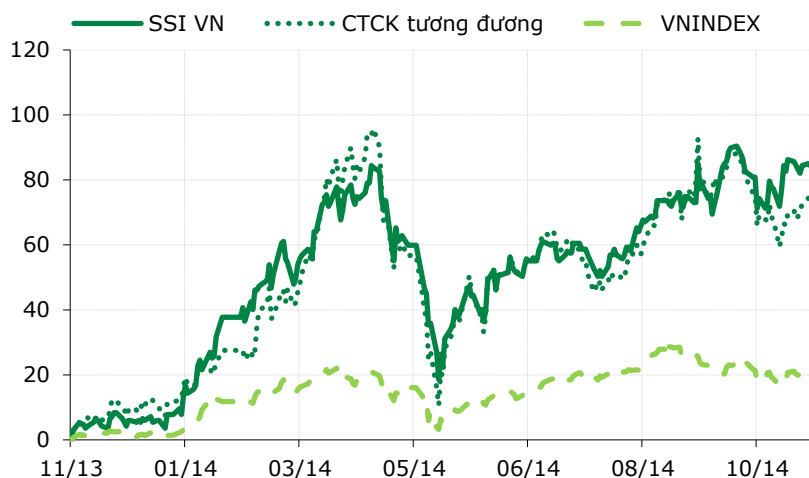
Mã Bloomberg : SSI VN	SGD:	HSX
Ngành: Chứng khoán		
Beta:		1,2
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)		32.400/16.600
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		353,7
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		10.826,1
Tỷ lệ CP lưu hành tự do (%)		68,36
KLGDQ 12 tháng		25.351,32
Sở hữu nước ngoài (%)		37,81

Year	Tỷ lệ cổ tức	EPS
2015F	10%	1.889
2014F	10%	1.790
2013	10%	1.192
2012	10%	1.328

	SSI	Cty tương đương	VNI
P/E	17,3x	11,25x	14,72x
P/B	2,0x	1,3x	1,97x
ROE	11,9%	12,2%	13,7%

Giới thiệu công ty:

- Được thành lập tháng 12 năm 1999, với vốn điều lệ chỉ 6 tỷ đồng, SSI là một trong ba công ty chứng khoán đầu tiên trên thị trường.
- SSI cung cấp đầy đủ dịch vụ chứng khoán, quản lý tài sản và tư vấn tài chính
- SSI hiện tại là công ty chứng khoán lớn nhất với vốn điều lệ 3.538 tỷ đồng



Chúng tôi đưa ra phân tích lần đầu về Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn (SSI) với khuyến nghị **NĂM GIỮ** dựa trên những luận điểm sau:

- ❖ **Cổ phiếu các công ty chứng khoán sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2015:** Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực cho thị trường chứng khoán năm 2015 nhờ điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định và sự phát triển sản phẩm tài chính mới. Khối lượng giao dịch trên thị trường và lợi nhuận được kỳ vọng sẽ giữ ở mức cao, giúp các công ty tăng doanh thu môi giới và lợi nhuận từ các hoạt động tự doanh.
- ❖ **Nhưng cổ phiếu SSI hiện đã ở mức giá phù hợp:** Giá cổ phiếu SSI đã tăng lên tới 90% trong vòng 12 tháng qua, tương tự các công ty chứng khoán đối thủ. Tuy nhiên SSI đang được giao dịch ở mức 62% cao hơn tính theo hệ số P/B. So với mức trung bình quá khứ là 49%, thì giá cổ phiếu hiện tại đã tương đối cao.
- ❖ **Và cổ phiếu SSI khó có khả năng tăng trưởng vượt trội trong ngành:** SSI là công ty đầu ngành với thương hiệu mạnh, lãnh đạo tốt và dẫn đầu về thị phần. Đặc biệt là lĩnh vực môi giới tổ chức, chiếm tới 30% thị phần. Tuy nhiên do khối lượng vốn chủ lớn và ít sử dụng đòn bẩy tài chính, tỷ lệ ROA và ROE chỉ tương đương với các công ty cùng ngành. Hơn nữa việc SSI tập trung vào các hoạt động tự doanh khiến cho kết quả hoạt động không được ổn định.
- ❖ **Việc ANZ thoái vốn là một động thái tích cực:** ANZ gần đây đã thoái 17,5% số vốn sở hữu của mình tại SSI. ANZ không phải là một nhà đầu tư chiến lược tích cực tại SSI, việc bán cổ phần sẽ tạo cơ hội cho các nhà đầu tư nước ngoài khác có thể mang lại nhiều giá trị chiến lược hơn.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở cuối trang.

NỘI DUNG

NGÀNH DỊCH VỤ CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	3
TỔNG QUAN	3
Mức độ tập trung cao.....	3
Nguồn thu chính là hoạt động tự doanh.....	3
Chỉ số đòn bẩy tài chính thấp dần	4
Lợi nhuận cải thiện trong những năm gần đây khi các công ty yếu kém rời khỏi thị trường	5
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG.....	5
Tác động tích cực của nền kinh tế vĩ mô ổn định tới thị trường chứng khoán	5
Tự do hóa thị trường tài chính sẽ mang đến những sản phẩm mới đầy triển vọng	7
Nhóm cổ phiếu Beta cao, sẽ vượt trội khi thị trường phục hồi.....	7
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN	9
GIỚI THIỆU	9
Hoạt động kinh doanh.....	9
Cơ cấu cổ đông	10
Ông Nguyễn Duy Hưng	11
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH.....	12
Tăng trưởng	12
Các nguồn doanh thu chính	13
Mức độ sinh lời và hiệu quả	19
Tỷ lệ đòn bẩy và khả năng thanh toán.....	20
Chính sách cổ tức.....	22
TRIỂN VỌNG VÀ DỰ BÁO	22
ĐỊNH GIÁ	24
Phương pháp thu nhập thặng dư.....	24
Phương pháp chỉ số giá giao dịch	25
Kết luận định giá	26
Phân tích kỹ thuật	27
PHỤ LỤC	28

NGÀNH DỊCH VỤ CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TỔNG QUAN

Mức độ tập trung cao

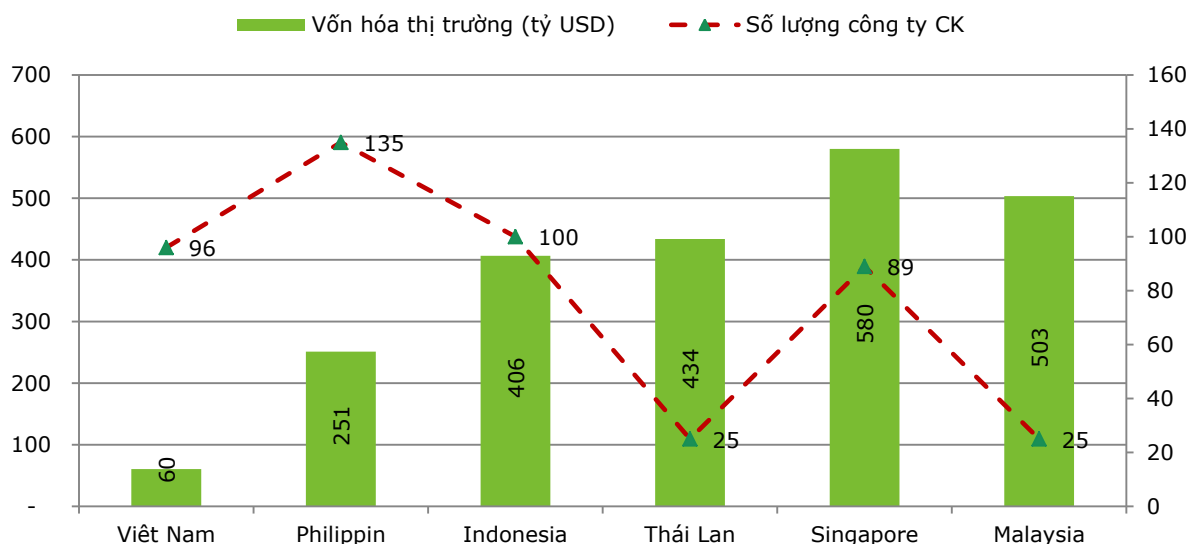
Mười công ty dẫn đầu trong thị trường chứng khoán chiếm 75% toàn bộ thị phần, trong khi 86 công ty còn lại phải cạnh tranh để giành lấy số thị phần 25%. Chịu ảnh hưởng từ sức nóng của hiện tượng bong bóng chứng khoán năm 2006 – 2007, số lượng các công ty chứng khoán được mở ra trên thị trường đã tăng đột biến trong thời kỳ này. Trước năm 2006 chỉ có 14 công ty chứng khoán trên thị trường nhưng đến cuối năm 2007, con số này đã tăng lên gấp năm lần, dừng lại ở mức 78 công ty. Tính đến cuối năm 2013, có 96 công ty chứng khoán hoạt động trên thị trường đóng vai trò trung gian giữa doanh nghiệp niêm yết và nhà đầu tư. Nhưng số lượng các công ty chứng khoán thực sự hoạt động thấp hơn so với con số báo cáo của SSC. Mặc dù còn nhiều hạn chế trong lĩnh vực rủi ro quản trị, nhưng các công ty chứng khoán đang ngày một đa dạng hóa loại hình dịch vụ của mình cũng như nâng cao chất lượng dịch vụ.

Thị phần doanh thu của Top 10 và Top 20 CTCK			
	DT môi giới	DT tư vấn	Lợi nhuận trước thuế
Top 10	62.71%	82.72%	75.39%
Top 20	80.90%	93.76%	94.20%

Nguồn: BCTC các CTCK

Số lượng công ty chứng khoán tại Việt Nam là rất lớn so với quy mô thị trường có mức vốn hóa nhỏ như Việt Nam – 96 công ty với tổng vốn hóa là 60 tỷ USD, trong khi tại Singapore, có 89 công ty với tổng vốn hóa thị trường cao gấp 19 lần.

So sánh TTCK Việt Nam với các nước trong khu vực tại ngày 10/11/2014



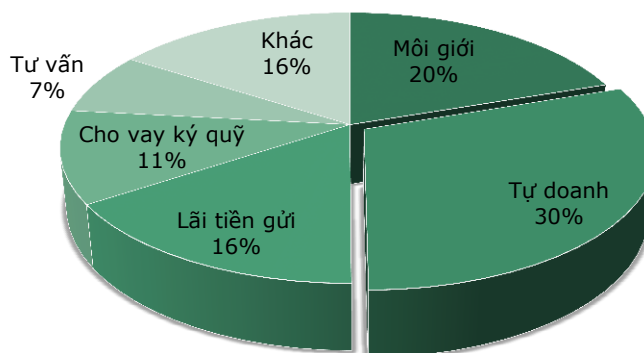
Nguồn: Bloomberg, VPBS tổng hợp

Nguồn thu chính là hoạt động tự doanh

Trong cơ cấu doanh thu của ngành chứng khoán, doanh thu từ hoạt động tự doanh chiếm tỷ lệ cao nhất (32%), tiếp theo đó là lãi tiền gửi ngân hàng (22%) và doanh thu từ hoạt động môi giới chứng khoán (19%), theo kết quả kinh

doanh năm 2013. Mặc dù gửi tiền tại ngân hàng lấy lãi không phải là một hoạt động kinh doanh cốt lõi của một công ty chứng khoán, nhưng nguồn thu này vẫn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu của toàn ngành do mặt bằng lãi suất tiền gửi ngân hàng đã khá cao trong những năm qua. Hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp, mặc dù chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng doanh thu, nhưng luôn đóng vai trò quan trọng trong việc củng cố hình ảnh và danh tiếng của các công ty chứng khoán trong con mắt của các nhà đầu tư.

Cơ cấu doanh thu của 20 công ty chứng khoán đầu ngành năm 2013

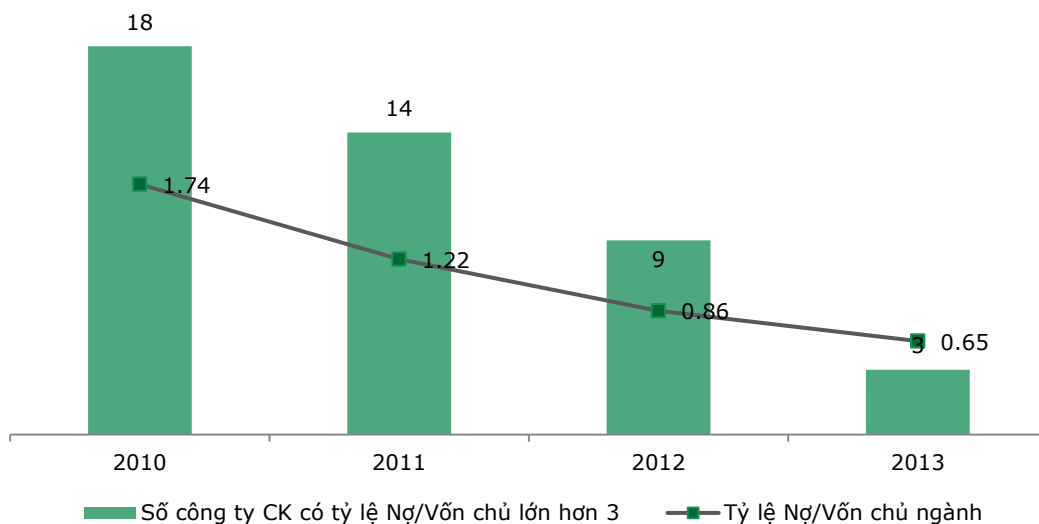


Nguồn: Dữ liệu các công ty, VPBS tổng hợp

Chỉ số đòn bẩy tài chính thấp dần

Chỉ số đòn bẩy tài chính đã giảm đáng kể trong bốn năm qua. Nguyên nhân chủ yếu là do TTCK đã hoạt động kém hiệu quả trong năm 2010 và 2011, với giá trị giao dịch và tỷ suất lợi nhuận thấp. Thêm vào đó, các quy định chặt chẽ hơn về tỷ lệ an toàn tài chính của các công ty chứng khoán cũng đã làm cho khả năng cung cấp các dịch vụ tài chính cho khách hàng (cho vay ký quỹ) và quy mô đầu tư của chính công ty giảm sút.

Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu của các công ty chứng khoán

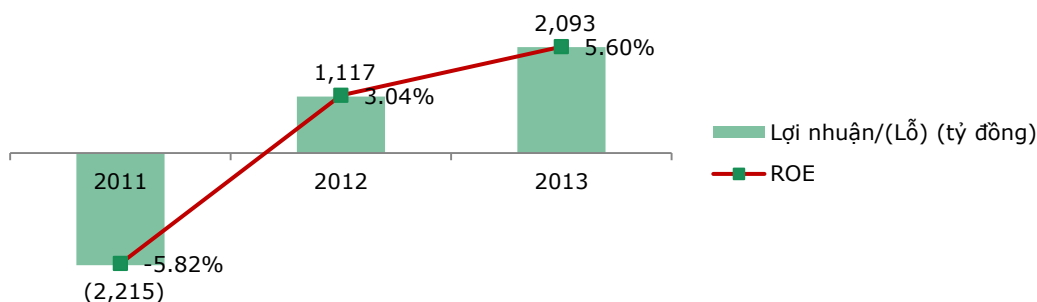


Nguồn: VPBS tổng hợp

Lợi nhuận cải thiện trong những năm gần đây khi các công ty yếu kém rời khỏi thị trường

Doanh thu của ngành chứng khoán đã được cải thiện sau cuộc khủng hoảng năm 2011. Số lượng các công ty báo lỗ đã giảm từ 45 xuống còn 36 công ty từ năm 2012 đến năm 2013. Tuy nhiên, khả năng sinh lợi của ngành (theo chỉ số ROE), vẫn còn thấp so với thị trường.

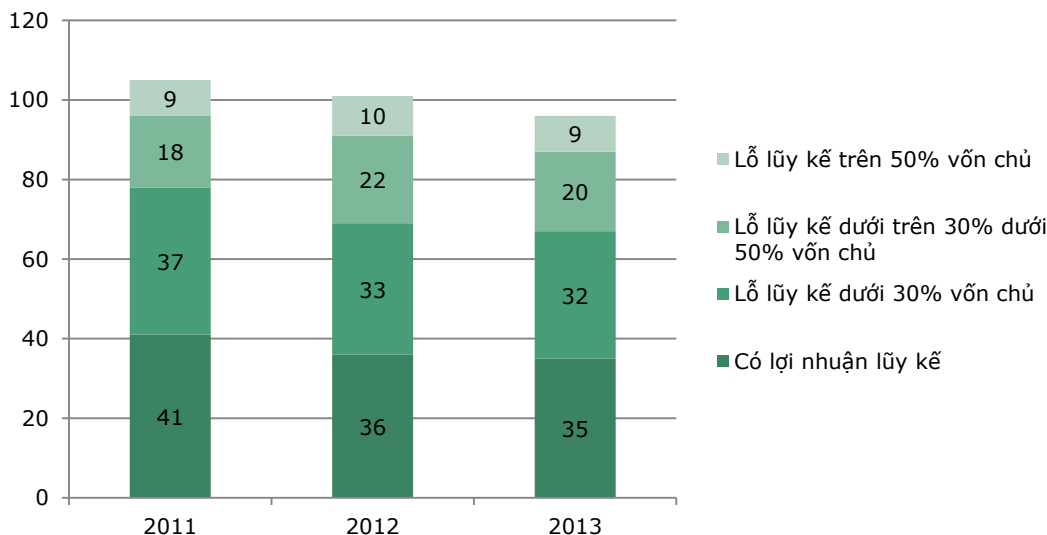
Lợi nhuận của ngành chứng khoán



Nguồn: VPBS tổng hợp

Theo thời gian các công ty chứng khoán nhỏ và yếu đã dần dần bị đẩy ra khỏi thị trường vì đánh mất thị phần của mình vào tay các công ty lớn. Tính đến hết năm tài chính 2013, số lượng các công ty chứng khoán đã giảm xuống còn 96 công ty.

Số lượng công ty theo mức lợi nhuận



Nguồn: VPBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Tác động tích cực của nền kinh tế vĩ mô ổn định tới thị trường chứng khoán

Trong Quý 3/2014, nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng tốt nhưng thị trường chứng khoán lại dao động mạnh. Tăng trưởng GDP khả quan, phần lớn nhờ vào xuất khẩu từ khu vực đầu tư trực tiếp nước ngoài. Tiền đồng được duy

trì ổn định và có lẽ quan trọng hơn cả, lạm phát thấp hơn kỳ vọng và thấp nhất kể từ trước đến nay. Tổng hợp những yếu tố trên đây, lợi suất trái phiếu chính phủ giảm hơn 100 điểm cơ bản trên tất cả các kỳ hạn. Những kết quả kinh tế tích cực đẩy giá cổ phiếu lên những ngưỡng cao nhất kể từ năm 2010 khi chỉ số VN-Index đạt 640 điểm và hệ số P/E 12 tháng đạt 16,2 lần. Tuy nhiên thị trường tăng trưởng cao hơn so với dự đoán của nhiều nhà đầu tư (bao gồm chúng tôi) và sau đó điều chỉnh trong tháng cuối của Quý 3, lùi về 599 điểm, dưới ngưỡng 600 điểm.

Trong quý 4, chúng tôi cho rằng tình hình ổn định của các điều kiện kinh tế vĩ mô vẫn được duy trì. Xuất khẩu tiếp tục tăng, đặc biệt do nhu cầu tiêu dùng của thị trường Mỹ được phục hồi mạnh mẽ. Lãi suất cho vay đang giảm dần, nhưng lợi suất trái phiếu chính phủ có thể bắt đầu tăng trở lại. Mặc dù đã giảm đang tiếp diễn trên thị trường chứng khoán, chúng tôi tin rằng điều kiện kinh tế sẽ giúp ổn định thị trường và chỉ số VN-Index kết thúc năm 2013 trên ngưỡng chủ chốt 600 điểm. Tuy nhiên nếu lợi suất trái phiếu tăng nhanh do những lo ngại về số liệu nợ công của Chính phủ, thị trường chứng khoán có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực và đi xuống.

Trong một đến hai quý tới, chúng tôi tự tin nhận định rằng chỉ số Vn-Index có thể vượt ngưỡng hiện tại. Nguyên nhân chính cho sự tăng giá này đến từ lợi suất trái phiếu. Những phân tích của chúng tôi cho thấy sự tương quan nghịch chiều rất cao (gần 87%) giữa lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm và P/E của chỉ số VN-Index. Dĩ nhiên, điều đó không hoàn toàn gây ngạc nhiên khi lãi suất phi rủi ro giảm, giá trị hiện tại của lợi nhuận tăng. Như chúng tôi đề cập ở phần nhận định về kinh tế vĩ mô phía trên, lợi suất trái phiếu chính phủ đã giảm đáng kể từ đầu năm do lạm phát thấp hơn kỳ vọng và sự thiếu hụt những công cụ đầu tư sinh lời khác cho ngân hàng. Trong quý 4, chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ tiếp tục thấp nhưng tăng trưởng tín dụng sẽ được cải thiện. Vì thế có thể sẽ xuất hiện những áp lực tăng lợi suất trái phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi suất duy trì ở mức thấp và P/E duy trì ở mức cao. Tỷ lệ P/E trung bình 15,5 đến 16 lần sẽ là ngưỡng hợp lý cho chỉ số VN-Index từ nay đến cuối năm dựa vào những điều kiện thị trường được kỳ vọng.

Mặc dù mối tương quan giữa chỉ số P/E và lợi suất trái phiếu là khá cao, nhưng chỉ số P/E là một thước đo về kỳ vọng của nhà đầu tư với tăng trưởng lợi nhuận. Áp dụng quy tắc đó thì diễn biến hiện tại không mấy khả quan vì tăng trưởng lợi nhuận khá thấp. Nếu tăng trưởng lợi nhuận không thể cải thiện, mức lãi suất thấp cũng sẽ không đủ sức để duy trì chỉ số P/E.

Chỉ số HSX trong đầu quý này ghi nhận mức chỉ số P/E trung bình thấp hơn so với các sàn chứng khoán Bangkok, Jakarta hay Philipinnes. Sàn Bangkok và Philippines có mức chỉ số P/E cao hơn HSX là điều khá hợp lý vì lãi suất phi rủi ro thấp hơn Việt Nam. Jakarta dường như được định giá quá cao. Trong quý này, khi chỉ số P/E tại HSX đạt mức 16.2x, chúng tôi nhận thấy chỉ số này quá gần với chỉ số tại Bangkok và Philippine, tuy nhiên vào cuối quý chỉ số đã trở lại mức 14.8x. Chúng tôi ghi nhận chỉ số P/E tăng nhẹ tại bốn sàn giao dịch. Chính vì vậy có thể thấy HSX đang đi theo xu hướng chuyển động chung trong khu vực.

Lợi suất trái phiếu là nhân tố chính của P/E

Tuy nhiên lợi nhuận cũng gây ảnh hưởng

Giá cổ phiếu Việt Nam ở mức tốt so với khu vực

Lợi suất trái phiếu giảm sẽ suy trì giá cổ phiếu tới cuối năm 2014

Tuy nhiên những thay đổi về lãi suất trái phiếu chính phủ chỉ ra rằng HSX thực tế đang thể hiện tốt hơn so với các sàn cùng khu vực. Trong quý 3, lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm của Việt Nam giảm 180 điểm, trong khi của Thái Lan giảm 25 điểm, lợi suất trái phiếu của Indonesia và Philippines đồng loạt tăng. Lợi suất tại Việt Nam bắt đầu quý 3 thấp hơn Indonesia nhưng kết thúc quý ở mức gần với Thái Lan và Phillippines, trong khi chỉ số P/E cho đến nay vẫn là mức thấp nhất của nhóm này. Điều đó chỉ ra rằng chỉ số P/E Việt Nam sẽ tăng điểm.

Trong thời điểm ngắn hạn, cho tới quý tiếp theo, báo cáo lợi nhuận sẽ giữ vai trò ít quan trọng hơn so với các chỉ số kinh tế vĩ mô. Mức lạm phát thấp và lợi suất trái phiếu ở mức thấp sẽ duy trì dòng tiền chảy vào thị trường cổ phiếu doanh nghiệp và giữ P/E ở mức cao. Cuối năm chỉ số P/E hợp lý là 15.5 tới 16.0x, đồng nghĩa với chỉ số VN-Index rơi vào khoảng 610 tới 630 với mức thu nhập doanh nghiệp hiện tại.

Tự do hóa thị trường tài chính sẽ mang đến những sản phẩm mới đầy triển vọng

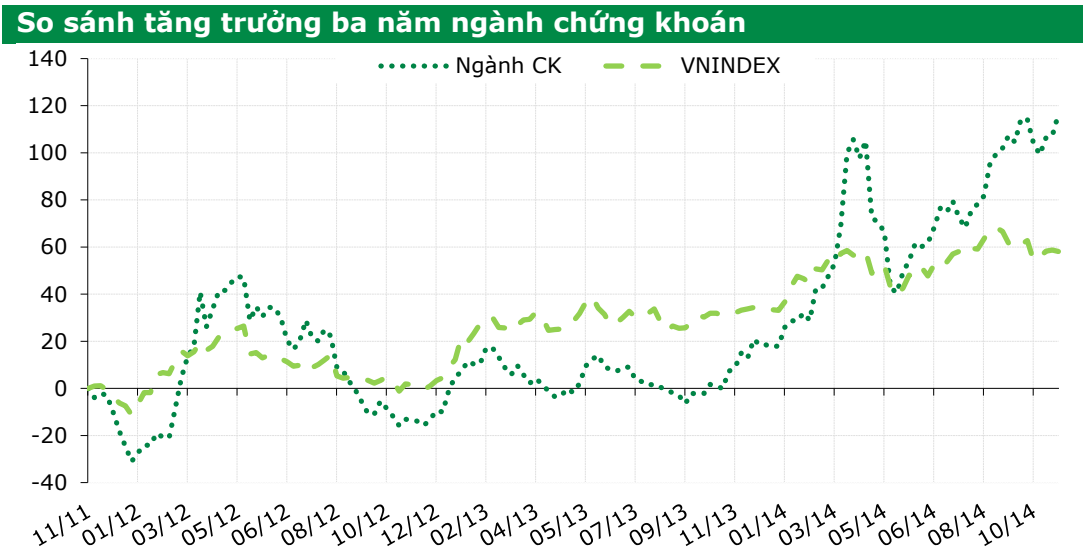
Chứng chỉ quỹ ETF nội địa mang lại sự đang dạt hóa đầu tư cho các nhà đầu tư, đặc biệt cho khối ngoại vì đầu tư vào ETF sẽ không bị tính vào giới hạn đầu tư của nước ngoài.

Ngày 11/3/2013, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt đề án phát triển thị trường chứng khoán phái sinh theo tiêu chuẩn quốc tế, được quản lý tập trung và sẽ bắt đầu đi vào hoạt động năm 2016. Đây được coi là bước tiến quan trọng hoàn thiện cấu trúc thị trường tài chính, hỗ trợ sự phát triển thị trường trái phiếu và cổ phiếu, nâng cao vai trò của thị trường chứng khoán, đa dạng hóa các sản phẩm, và đẩy mạnh năng lực cạnh tranh và tính hiệu quả của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Được xem như là một trong những bước đầu tiên để thực hiện đề án của chính phủ, sự ra đời của chứng chỉ quỹ nội (ETF) đã cho thấy sản phẩm này có sức hút nhất định. Tính đến nay, hai chứng chỉ quỹ mở ETF nội địa đã được niêm yết là: E1VFN30 được quản lý bởi công ty Quản lý Quỹ đầu tư Việt Nam và mô phỏng chỉ số VN30, và SSIAM HNX30 được quản lý bởi Công ty quản lý quỹ SSI và mô phỏng chỉ số HNX30. Vì đầu tư nước ngoài vào chứng chỉ quỹ ETF sẽ không bị tính vào giới hạn sở hữu, nên những sản phẩm này đang rất hấp dẫn đối với các nhà đầu tư ngoại.

Nhóm cổ phiếu Beta cao, sẽ vượt trội khi thị trường phục hồi

Mối tương quan giữa biến động giá nhóm cổ phiếu công ty chứng khoán và chỉ số VN-Index trong ba năm qua là 1,5, nghĩa là nhóm cổ phiếu này rủi ro hơn so với toàn thị trường và nhiều khả năng sẽ mang lại lợi nhuận vượt trội khi thị trường tăng điểm. Có thể dễ dàng nhận thấy các công ty chứng khoán đã tăng trưởng vượt trội chỉ số Vn-Index qua biểu đồ dưới đây, với lợi nhuận đạt 125% so với 50% của Vn-Index tính từ đầu năm đến nay. Chúng tôi kỳ vọng rằng thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục diễn biến tốt trong năm 2014 và 2015, do đó triển vọng của các công ty chứng khoán đầu ngành là khá sáng sủa.



Nguồn: Bloomberg

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN

GIỚI THIỆU

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn (mã: SSI – sàn HSX) là một công ty tài chính hàng đầu tại thị trường Việt Nam. Được thành lập vào tháng 12 năm 1999, SSI là một trong ba công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Vào thời điểm đó, SSI là công ty nhỏ nhất và là công ty tư nhân duy nhất, trong khi hai công ty còn lại là Chứng khoán Bảo Việt (BVSC, 100% vốn của tập đoàn Bảo Việt) và Chứng khoán BIDV (BSC, 100% vốn của tập đoàn BIDV) đều được bảo trợ bởi các tổ chức tài chính lớn của nhà nước.

Từ xuất phát điểm khiêm tốn với số vốn điều lệ là 6 tỷ đồng, SSI nay đã trở thành nhà môi giới hàng đầu của thị trường, cung cấp đầy đủ các loại hình dịch vụ. Công ty được niêm yết lần đầu tại Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội vào tháng 12 năm 2006 nhưng đã chuyển sang Sàn giao dịch TP. Hồ Chí Minh vào tháng 10 năm 2007. Tính đến 30/6/2014, tổng vốn điều lệ của SSI đạt 3.538 tỷ đồng, tổng tài sản đạt 11.092 tỷ đồng, lớn nhất trong ngành chứng khoán.

Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của SSI bao gồm môi giới cá nhân và tổ chức, tư vấn và bảo lãnh niêm yết, kinh doanh vốn và quản lý vốn đầu tư. Hai hoạt động kinh doanh chính chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu của SSI trong nhiều năm qua là dịch vụ môi giới và hoạt động tự doanh.

- ❖ *Dịch vụ chứng khoán:* Sản phẩm, dịch vụ cơ bản đối với chứng khoán niêm yết như mở tài khoản giao dịch, môi giới, tư vấn giao dịch, thực hiện lệnh, thanh toán tiền, lưu ký, và hỗ trợ chuyển nhượng đối với chứng khoán chưa niêm yết. SSI luôn là một trong hai công ty dẫn đầu trong lĩnh vực môi giới.
- ❖ *Quản lý tài sản (SSIAM):* Huy động và quản lý quỹ đầu tư trong nước và nước ngoài, quản lý danh mục đầu tư, và tư vấn đầu tư cho các khách hàng cá nhân, tổ chức trong nước và nước ngoài. SSIAM hiện đang quản lý bốn quỹ với tổng giá trị tài sản 3.365 tỷ đồng tính đến hết năm tài chính 2013.
- ❖ *Tư vấn:* Cung cấp dịch vụ tư vấn tài chính, bao gồm: định giá doanh nghiệp, tái cấu trúc tài chính, mua bán & sáp nhập, chia tách giải thể doanh nghiệp, tư vấn huy động vốn tại thị trường vốn trong và ngoài nước trên thị trường chứng khoán và thị trường nợ. SSI đã cung cấp dịch vụ tư vấn IPO và huy động vốn cho nhiều doanh nghiệp lớn trên thị trường chứng khoán như SAM, HAG, MPC, Petrolimex, HVG, AGF, VSH. Mặc dù tư vấn không chiếm tỷ trọng doanh thu đáng kể với tăng trưởng doanh thu, nhưng đóng vai trò chiến lược trong việc nâng cao hình ảnh và danh tiếng của SSI trong mắt các nhà đầu tư.
- ❖ *Kinh doanh vốn:* Sử dụng nguồn vốn của mình cho các hoạt động bảo lãnh phát hành, cho vay ký quỹ, và hoạt động tự doanh. SSI không tập trung nhiều vào cho vay ký quỹ, hoạt động kinh doanh vốn chủ yếu của SSI là tự doanh, và hoạt động này đã đóng góp lớn nhất cho doanh thu SSI trong nhiều năm qua.

*Nhà môi giới hàng đầu
cung cấp các dịch vụ nổi
bật*

Việc thoái vốn của ANZ đã mở cửa cho các nhà đầu tư nước ngoài

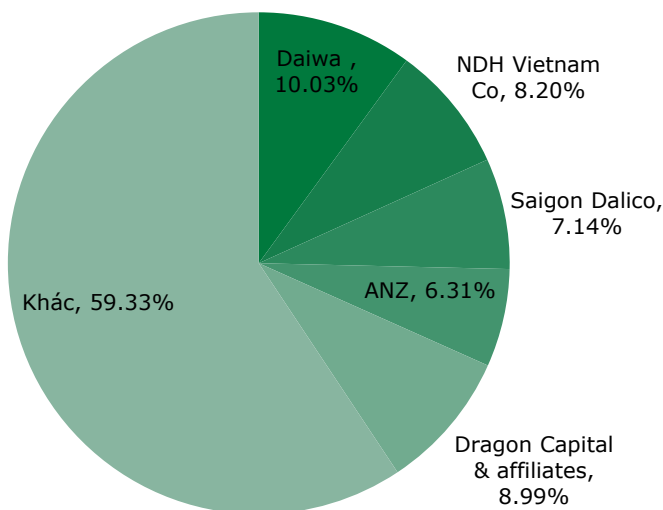
Cơ cấu cổ đông

Sau bảy năm là cổ đông chiến lược, ANZ đã chính thức thông báo quyết định thoái vốn khỏi SSI ngày 28/9/2014, đồng ý bán toàn bộ số cổ phần của mình cho chủ tịch hội đồng quản trị của SSI và một nhóm các nhà đầu tư Việt Nam. Trước đó, ANZ là cổ đông lớn nhất của SSI nắm giữ 17,5%, tiếp theo đó là Chứng khoán Daiwa với 10,03%. Ông Hưng và các bên liên quan chỉ nắm giữ 13,36% cổ phần của SSI.

Tính đến hết ngày 16/10, 39,6 triệu cổ phiếu (11,19%) đã được chuyển giao từ ANZ sang sáu nhà đầu tư trong nước và đều là người thân cận của Ông Hưng và SSI. Số cổ phần còn lại 6,31% có nhiều khả năng sẽ được bán cho Ông Hưng và công ty cổ phần Đường Mặt Trời trước ngày 05/12/2014. Nếu theo đúng kế hoạch, ông Hưng và những người liên quan sẽ tăng vốn sở hữu của mình lên tới 30,86% vào cuối năm nay.

Toàn bộ giao dịch đã và sẽ được thực hiện qua giao dịch thỏa thuận, điều khoản và giá trị của thương vụ vẫn chưa được tiết lộ. Tính theo giá thị trường ngày 29/9/2014 của cổ phiếu SSI (30.700 đồng) thì thương vụ này có giá trị lên tới 1.873 tỷ đồng (89 triệu USD). Trong ba năm qua, kể từ tháng 9 năm 2011, tỷ lệ sở hữu nước ngoài của SSI luôn ở mức trần là 49%. Sau khi giao dịch thành công, room dành cho khối ngoại sẽ tăng lên từ 0% tới 17.5%. Đây là một động thái tích cực đối với giá cổ phiếu SSI, và thị trường dường như cũng có cùng quan điểm khi giá cổ phiếu SSI đã tăng gần 10% trong vòng một tuần sau khi thông tin về giao dịch chuyển nhượng được công bố.

Cơ cấu cổ đông của SSI tính đến 06/10/2014



Nguồn: Bloomberg, VPBS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng, việc thoái vốn của ANZ tại SSI sau bảy năm gắn bó có thể do những nguyên nhân sau:

- (1) ANZ muốn tập trung vào hoạt động ngân hàng thương mại. Danh mục đầu tư của ANZ tại Việt Nam gồm có Sacombank và SSI, nhưng ANZ cũng đã thoái vốn khỏi Sacombank năm 2012;
- (2) ANZ đầu tư vào SSI năm 2007 với mức giá rất cao. Trong một vài năm gần đây, ANZ đã phải ghi nhận dự phòng giảm giá đối với khoản đầu tư

cổ phiếu SSI. Tính từ cuối năm tài chính 2013 đến 28/9/2014, cổ phiếu SSI đã tăng giá 62,2%, giúp cho ANZ ghi nhận lợi nhuận lớn trong năm tài chính 2014;

(3) Vai trò của ANZ tại SSI là không quá quan trọng

Sau khi ANZ thoái vốn khỏi SSI, hai thành viên đại diện của ANZ trong ban hội đồng quản trị cũng SSI cũng đã từ nhiệm. Hiện tại hội đồng quản trị của SSI bao gồm năm thành viên.

Tên	Chức danh	Kinh nghiệm nổi bật
Ông Nguyễn Duy Hưng	Chủ tịch HĐQT, CEO	Ông Hưng là người sáng lập và điều hành SSI
Ông Ngô Văn Diễm	Thành viên HĐQT không điều hành	Ông Diễm có hơn 30 năm kinh nghiệm về đầu tư trong nước và nước ngoài trong vai trò là chuyên gia tư vấn cấp cao của nhiều cơ quan chính phủ. Ông Diễm tốt nghiệp Đại học Leipzig và bằng Tiến sỹ Kinh tế của Đại học Martin Luther tại Đức
Ông Nguyễn Hồng Nam	Thành viên HĐQT	Ông Nam là em trai của Ông Hưng. Ông là nhà quản lý thành công trên nhiều lĩnh vực kinh doanh. Ông tốt nghiệp Đại học Lugansk, Ukraina
Ông Tetsuo Akuzawa	Thành viên HĐQT không điều hành	Ông Akuzawa có 30 năm kinh nghiệm trong ngành chứng khoán. Ông là đại diện của Tập đoàn chứng khoán Daiwa
Ông Bùi Quang Nghiêm	Thành viên HĐQT không điều hành	Ông Nghiêm là giám đốc công ty Luật Hợp danh Nghiêm & Chính, phó chủ nhiệm đoàn luật sư TP. Hồ Chí Minh. Ông tốt nghiệp đại học Halle, Đức

Ông Nguyễn Duy Hưng

Ông Hưng, người sáng lập, Tổng giám đốc điều hành của SSI, là người đứng đầu sau thành công của SSI

Hơn 20 năm trước, Ông Hưng là một du học sinh tại Merseburg, nước Đức. Trong suốt thời gian học tập, với hoài bão làm giàu, ông đã bắt đầu hoạt động buôn bán nhỏ lẻ. Thế nhưng họa vô đơn chí, do việc buôn bán là không được phép đối với sinh viên, ông Hưng đã bị kỷ luật vào năm cuối đại học, bị trục xuất khỏi nước Đức và không lấy được bằng tốt nghiệp ở Đức. Sau khi trở lại Việt Nam, ông theo học tại Đại học Luật để tiếp tục quá trình học tập dở dang của mình. Sau khi tốt nghiệp, đã có một thời gian ông làm thư ký riêng của cựu Chủ tịch Ủy ban Nhân dân tỉnh Khánh Hòa, một người mà ông Hưng vô cùng kính trọng.

Cuối năm 1992, Ông Hưng thành lập công ty tư vấn đầu tư nước ngoài Pan Pacific. Năm 1996 ông là một trong những thành viên chủ chốt của ban Thị trường vốn Việt Nam tham gia nghiên cứu thị trường chứng khoán tại các nước trong khu vực khi ý tưởng về thành lập thị trường chứng khoán Việt Nam đang được hình thành. Năm 1997, khi TTCK của các nước châu Á đang hỗn loạn trong thời kỳ khủng hoảng, ông Hưng đã quyết tâm ở lại Thái Lan, dành tâm huyết lớn để học về thị trường này, và SSI được sáng lập năm 1999 từ chính những bài học và trải nghiệm đó. Khi thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức thành lập vào 20/7/2000, đã có rất nhiều nhà đầu tư bất ngờ khi biết rằng những cổ đông lớn của REE và SAM – hai công ty được niêm yết đầu tiên, không phải là khách hàng của BVSC hay BSC mà là khách hàng của SSI.

Hai quan điểm nổi tiếng của ông Hưng là: (1) Nghịch cảnh tạo ra những cơ hội phát triển đột biến cho những người ai nỗ lực, và (2) Điểm quan trọng trong việc điều hành là phải tìm đúng người say mê công việc đó và giao việc đó cho họ, và chính những thách thức trong công việc sẽ giúp họ phát triển. Với triết lý đó, cùng với đội ngũ nhân viên, ông Hưng và SSI đã không những vượt qua khủng hoảng (2003 và 2008, 2009), mà còn phát triển vượt trội so với các công ty khác cùng ngành.

Sở hữu khối lượng cổ phiếu lớn tại SSI và một số công ty liên kết, ông Hưng đã trở thành một trong những người giàu nhất Việt Nam. Trong giai đoạn đỉnh cao của thị trường chứng khoán năm 2006-2007, giá trị tài sản của ông lên tới 2.801 tỷ đồng (133 triệu USD), đứng thứ tư trên TTCK.

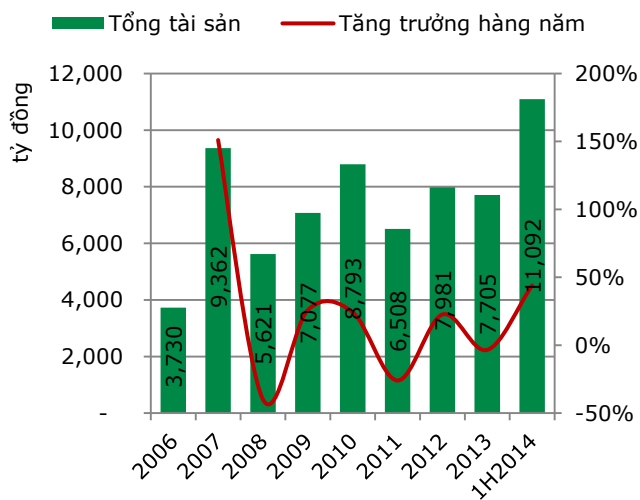
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng

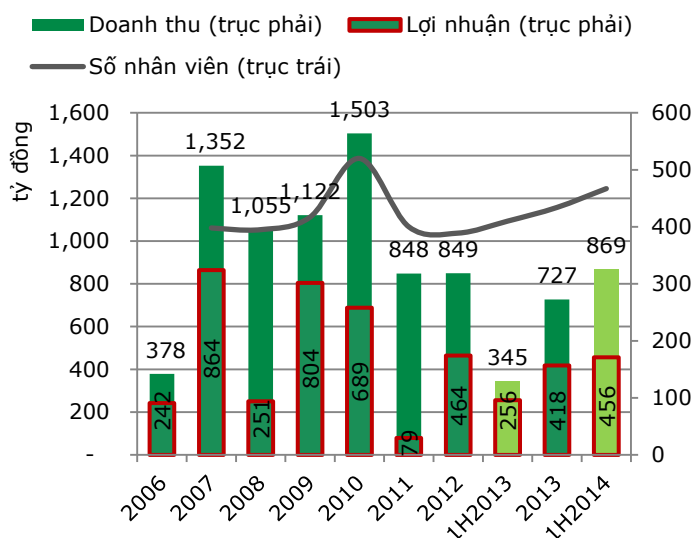
Trong 15 năm phát triển, sự tăng trưởng của SSI thường tuân biến động chung của thị trường. Kể từ khi IPO năm 2006 cho tới Quý 1 năm 2014, tổng tài sản của SSI có mức tăng trưởng bình quân CAGR là 15,6%. Tổng doanh thu và lợi nhuận có mức tăng trưởng bình quân CAGR lần lượt là 9,8%/năm và 8,1%/năm từ năm 2006 tới 2013.

Năm 2007, khi thị trường bùng nổ, chỉ số VN-Index đạt đỉnh 1.167 điểm, tổng tài sản của SSI cũng đã tăng tới 151%, và doanh thu tăng vọt gần 250%. Sau đó, vào tháng 2 năm 2009 chỉ số Vn-Index đã trải qua mức giảm điểm nghiêm trọng tới 80% xuống còn 237 điểm. Thị trường hồi phục mạnh mẽ năm 2009 với chỉ số Vn-Index tăng 56% và sau đó đi ngang trong năm 2010. Năm 2011, một đợt suy thoái nữa lại diễn ra khi thị trường giảm tới 27,5%. Nhưng từ năm 2012 cho tới nay, thị trường đã phục hồi tương đối tốt.

Tổng tài sản



Doanh thu và số lượng nhân viên



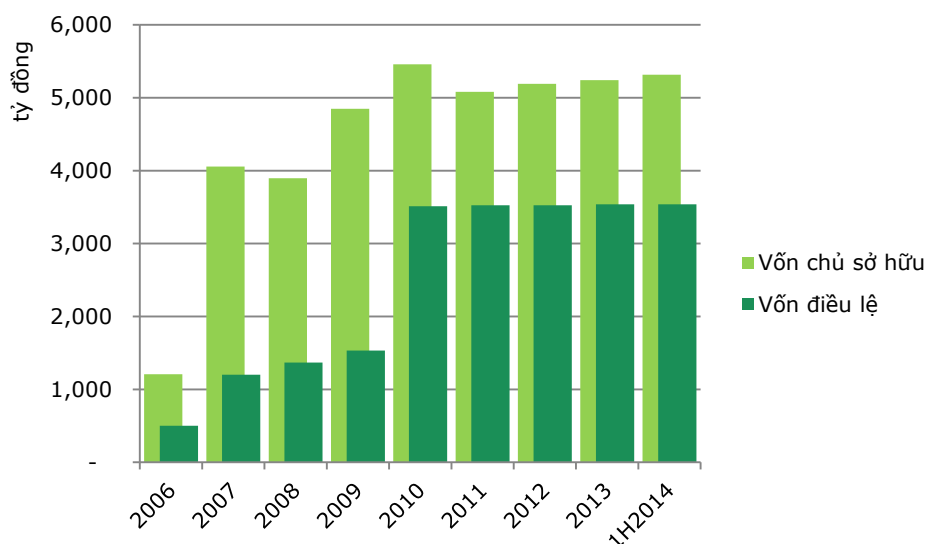
Nguồn: Báo cáo thường niên SSI

Số lượng nhân viên của công ty nhìn chung cũng đi theo xu hướng tăng giảm của doanh thu. Năm 2011, 120 tương ứng gần một phần tư nhân viên của công ty đã

bị mất việc. Từ năm 2013, dự báo thị trường trên đà phục hồi SSI bắt đầu tuyển dụng trở lại và xu hướng này vẫn đang tiếp tục trong năm 2014.

Vốn điều lệ của SSI đã tăng hơn gấp đôi và số vốn sở hữu tăng hơn gấp ba lần trong năm 2007. Cũng trong giai đoạn 2006-2007, SSI đã phát hành thêm trái phiếu chuyển đổi với tổng giá trị phát hành 555,56 tỷ đồng (500 tỷ đồng năm 2006 và 55,56 tỷ đồng năm 2007 cho nhà đầu tư chiến lược ANZ). Trái phiếu này sau đó đã dần được chuyển đổi sang cổ phiếu trong ba năm sau đó. Năm 2010, SSI phát hành cổ phiếu thưởng từ nguồn thặng dư vốn với tỷ lệ 1:1, tăng vốn điều lệ lên tới hơn 3.500 tỷ đồng và trở thành công ty chứng khoán có vốn điều lệ lớn nhất.

Vốn điều lệ và vốn sở hữu



Nguồn:: Banks FS

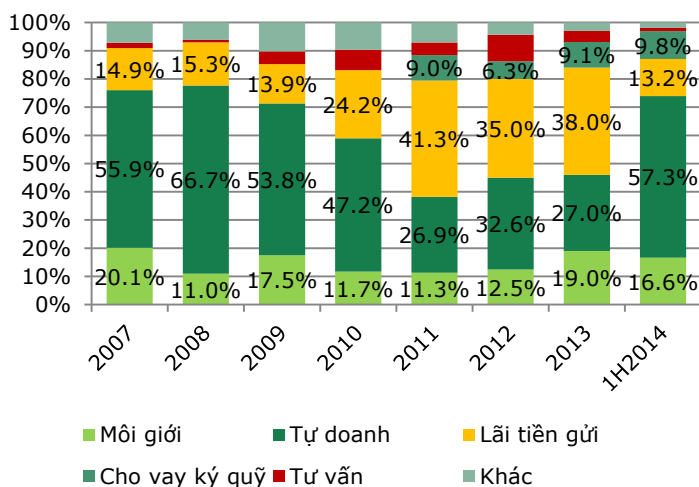
Năm 2011, tổng vốn chủ sở hữu của SSI đã giảm dần do ảnh hưởng của mức lợi nhuận thấp (79 tỷ đồng) và việc mua lại 3 triệu cổ phiếu Quỹ.

Các nguồn doanh thu chính

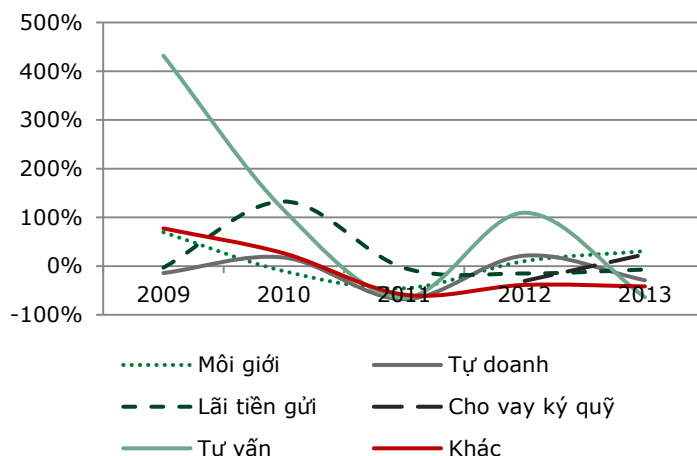
SSI có cơ cấu doanh thu khá đa dạng. So sánh doanh thu SSI năm 2013 với thị trường (20 công ty dẫn đầu) cho thấy cơ cấu doanh thu của SSI thực chất khá tương đồng với thị trường. Trong khi tỷ trọng doanh thu từ hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ khá ổn định, thì doanh thu từ hoạt động tự doanh và lãi suất tiền gửi lại có xu hướng đối nghịch nhau. Điều này cũng là hợp lý vì với cùng một lượng vốn, khi công ty đầu tư nhiều hơn thì lượng tiền mặt còn lại sẽ giảm, do đó lợi nhuận đầu tư sẽ tăng lên so với lãi suất tiền gửi. Tăng trưởng doanh thu hàng năm của từng lĩnh vực kinh doanh cũng cũng biến động theo xu thế thị trường với sự sụt giảm mạnh năm 2011 trên tất cả các lĩnh vực.

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

Cơ cấu doanh thu



Tăng trưởng doanh thu theo từng lĩnh vực

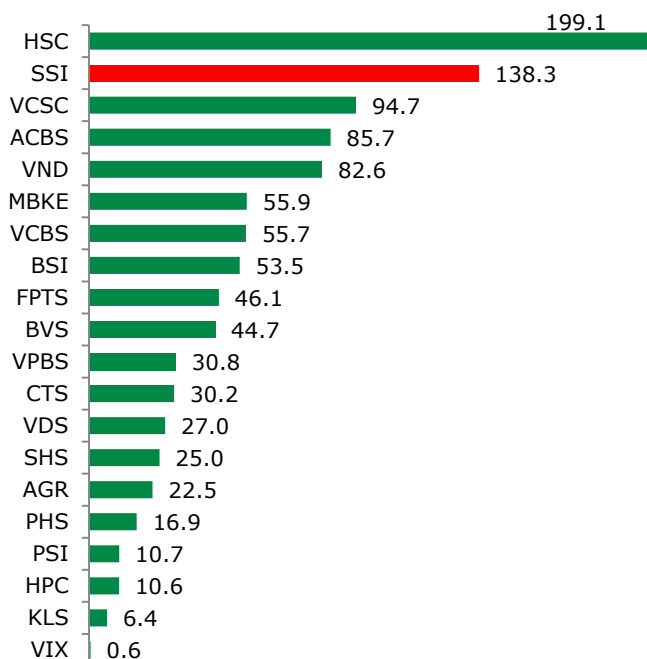


Nguồn: BCTC SSI

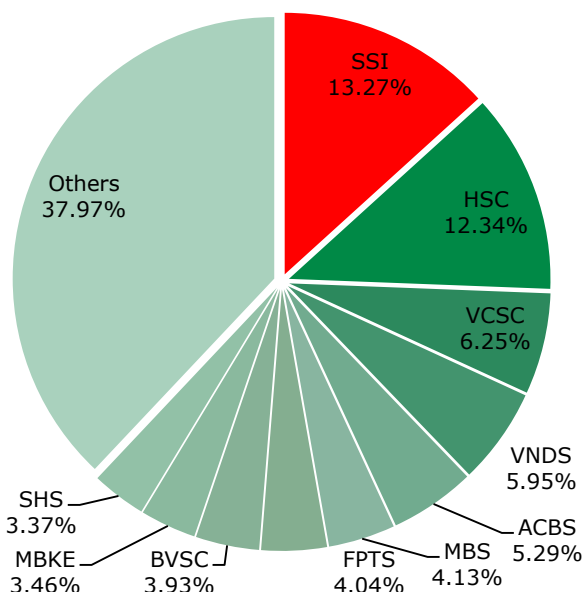
Môi giới

Là một trong những nhà môi giới chứng khoán đầu tiên trên thị trường, SSI đã nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần và luôn duy trì vị trí top 2 trên sàn HSX. Trong những năm đầu sau khi thành lập sàn giao dịch TP. Hồ Chí Minh, thị phần của SSI rất cao, ở mức 40% (2001). Nhưng thị phần của SSI đã giảm xuống chỉ còn 8,26% năm 2009 do số lượng công ty chứng khoán tăng lên và cạnh tranh ngày càng khốc liệt. Mặc dù SSI đã mất vị trí dẫn đầu của mình trên sàn HSX vào tay công ty Chứng khoán Thăng Long vào năm 2010, và vào tay HCM năm 2012 và 2013; nhưng năm 2014 SSI đã có sự trở lại ấn tượng và giành lại vị trí dẫn đầu của mình.

Xếp hạng doanh thu môi giới - 2013



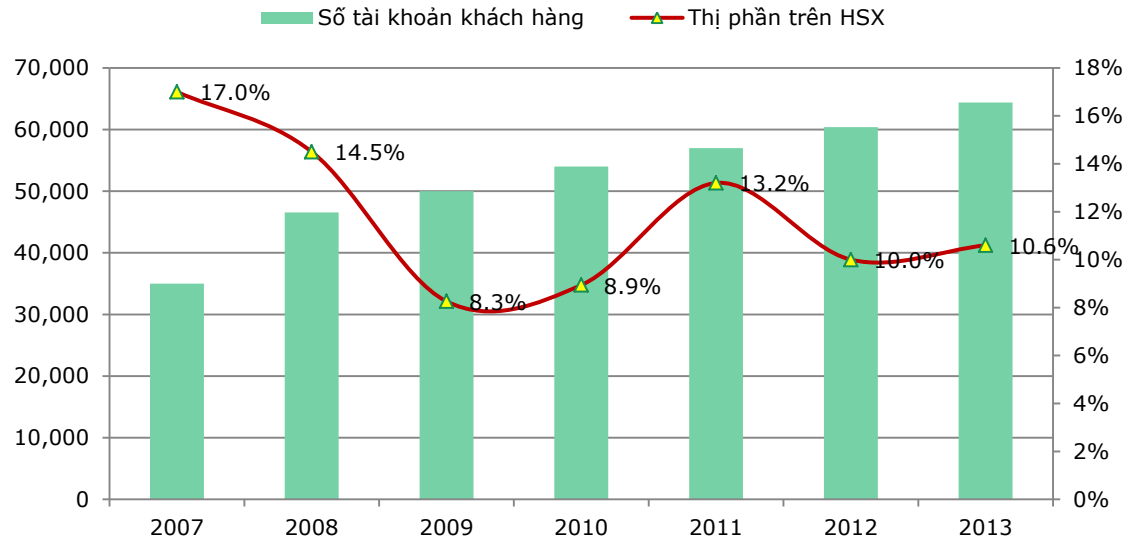
Thị phần top 10 công ty môi giới – Quý 3 2014



Nguồn: VPBS tổng hợp

SSI có khoảng 30% đến 40% thị phần môi giới cho các nhà đầu tư nước ngoài. Nhờ vào số lượng lớn các nhà đầu tư tổ chức cả trong và ngoài nước SSI đã duy trì thị phần môi giới và khối lượng giao dịch ổn định trong khi các công ty cùng ngành đã chịu khá nhiều biến động trong giai đoạn này.

Thị phần môi giới của SSI



Nguồn: Báo cáo thường niên SSI

Cuộc chiến giành thị phần đã diễn ra khốc liệt giữa các công ty chứng khoán trong giai đoạn thị trường tăng trưởng nóng, với nhiều cách khác nhau như giảm lãi suất, tăng tỷ lệ cho vay ký quỹ, và giảm phí hoa hồng để giành lấy thị phần. Tuy nhiên SSI dường như tập trung nhiều hơn vào việc cải thiện dịch vụ hỗ trợ, và nền tảng công nghệ thông tin hơn là tăng cường hoạt động cho vay ký quỹ và giảm phí dịch vụ giống như các đối thủ cạnh tranh của mình. Dịch vụ hỗ trợ chủ yếu là phân tích và tư vấn đầu tư. SSI đã xây dựng một đội ngũ nhóm tư vấn chuyên nghiệp và cung cấp những báo cáo nghiên cứu về danh mục đầu tư, chiến lược, hợp hàng ngày, kết hợp với thông tin cập nhật trong ngày về diễn biến thị trường và tin tức doanh nghiệp. Danh mục các công ty mà bộ phận Phân tích và Tư vấn đầu tư của SSI đang thực hiện dẫn đầu trên thị trường (60 công ty niêm yết tính đến cuối năm 2013). Những dịch vụ hỗ trợ khách hàng khác như tiếp cận doanh nghiệp, hội thảo “Cánh cổng đến Việt Nam” cũng được tổ chức định kỳ. Mặc dù cũng đã có nhiều công ty chứng khoán cung cấp được những báo cáo phân tích chất lượng, nhưng một điểm vượt trội của SSI đó là công ty Quản lý Quỹ SSI và các công ty liên quan (NDH, Công ty Đường Mặt Trời) đều đầu tư trực tiếp vào những công ty nằm trong danh mục phân tích. Chính vì vậy SSI có tầm nhìn rộng và ảnh hưởng nhất định tới các công ty này, thuận lợi cho việc kết nối các khách hàng tổ chức với các công ty mục tiêu.

Cho vay ký quỹ

Hoạt động cho vay ký quỹ tại SSI được cho là tương đối thận trọng so với các công ty khác cùng ngành. Danh sách dưới đây là ví dụ về chỉ số cho vay ký quỹ của một số công ty chứng khoán. Có thể nhận thấy rằng SSI thường đưa ra tỷ lệ cho vay ký quỹ thấp hơn so với các công ty đối thủ.

So sánh tỷ lệ cho vay ký quỹ					
Mã cổ phiếu	SSI	HCM	VNDS	ACBS	VCBS
AGF	30%	40%		50%	
BGM	10%		20%	50%	
BIC	30%	30%	30%	50%	
CLG	20%		30%	39%	50%
CMS	20%			45%	50%
CNG	30%	40%	20%	50%	50%
DCL	30%			50%	
DHP	30%			50%	
DLG	30%		50%	50%	50%
DMC	40%	50%	40%	50%	50%
SEC	20%				50%
SHI	0%			50%	
TDH	40%	40%	40%	50%	
TRC	30%	50%		50%	50%
VNS	20%	40%		50%	50%

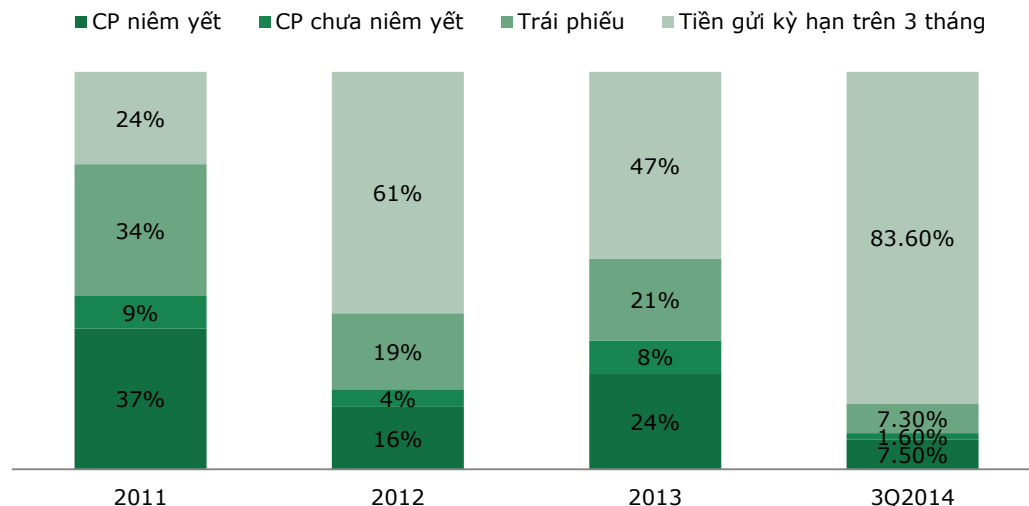
Chính vì vậy, cho vay ký quỹ chỉ chiếm 9,1% tổng doanh thu tính trong năm tài chính 2013, thấp hơn rất nhiều với các đối thủ cạnh tranh như HSC (20%), VNDS (20%), ACBS (21%), VCSC (12%). Tuy nhiên trong năm 2013 và nửa đầu năm 2014, dư nợ cho vay ký quỹ và ứng trước cho khách hàng đã tăng lần lượt là 134% và 56%, cao hơn rất nhiều so với tăng trưởng tổng tài sản.

Bên cạnh đó, một thực tế phổ biến trên thị trường là các công ty chứng khoán có thể gửi tiền tại các ngân hàng thương mại, và đổi lại các ngân hàng thương mại sẽ cho khách hàng của các công ty này vay đầu tư chứng khoán. Từ năm 2012, SSI đã tăng đáng kể khối lượng tiền gửi của mình tại các ngân hàng (được ghi nhận như danh mục đầu tư ngắn hạn). Do đó, nhiều khả năng SSI sẽ tăng cường hoạt động cho vay ký quỹ trong vài năm tới để hỗ trợ hoạt động môi giới và duy trì thị phần dẫn đầu của mình.

Đầu tư

SSI đã duy trì danh mục đầu tư khá lớn, tính trung bình chiếm hơn 56% tổng tài sản trong giai đoạn từ 2008 đến 2013. Tại thời điểm cuối năm 2013, danh mục của SSI có 32% đầu tư vào cổ phiếu, 21% đầu tư trái phiếu, và 47% là tiền gửi ngân hàng với kỳ hạn dài hơn ba tháng. Cho đến thời điểm này, 2014 đã là một năm khá tốt đối với thị trường chứng khoán Việt Nam và ngành chứng khoán với chỉ số VN-Index tăng 19,9% so với đầu năm (tính tới ngày 10/11/2014). Giá trái phiếu cũng đã tăng đáng kể do lợi suất giảm hầu hết tại tất cả các kỳ hạn (Lợi suất Trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm giảm tới 315 điểm cơ bản so với đầu năm). Chính vì vậy SSI đã thanh lý phần lớn danh mục đầu tư cổ phiếu và trái phiếu trong năm 2014 và đã ghi nhận tổng mức doanh thu 705 tỷ đồng cho hoạt động tự doanh trong 9 tháng đầu năm 2014.

Cơ cấu đầu tư



Nguồn: BCTC SSI

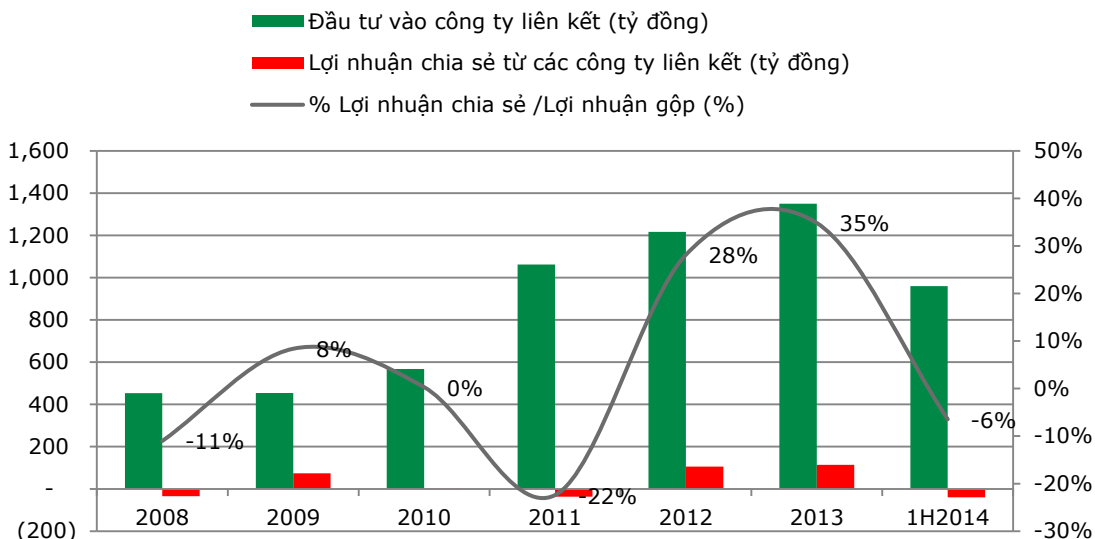
Một điểm quan trọng nữa trong hoạt động đầu tư của SSI và rất khác biệt so với các công ty khác là đầu tư vào các công ty liên kết. SSI đã đầu tư vào 10 công ty liên kết với tổng giá trị sổ sách là 1.349,8 tỷ đồng.

#	Công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	SSI nắm giữ
1	Công ty CP Giống cây trồng trung ương (NSC)	Kinh doanh các loại sản phẩm nông nghiệp, và sản xuất	100,3	20,00%
2	Công ty CP Giống cây trồng Miền nam(SSC)	Kinh doanh các loại sản phẩm nông nghiệp và sản xuất	149,9	20,13%
3	Công ty CP Hùng Vương (HVG)	Nuôi trồng thủy hải sản và chế biến	1,191.0	20,01%
4	Công ty CP Lafooco (LAF)	Kinh doanh các loại sản phẩm nông nghiệp và sản xuất	147,3	20,02%
5	Công ty CP Xuyên Thái Bình (PAN)	Dịch vụ tiện ích, thương mại, đầu tư tài chính	200,5	20,22%
6	Công ty CP ELCOM (ELC)	Viễn thông	373,4	20,01%
7	Công ty CP Transimex - Saigon (TMS)	Vận tải	230,7	20,00%
8	Công ty CP Gilimex (GIL)	Dệt may, Hàng tiêu dùng	139,2	25,69%
9	Công ty CP Khử trùng Việt Nam (VFG)	Sản phẩm bảo vệ thực vật, khử trùng	132,8	20,06%
10	Công ty CP Bibica (BBC)	Thực phẩm và đồ uống	15,4	20,00%

SSI có định hướng đầu tư lâu dài với triết lý "Đồng hành và phát triển cùng các công ty liên kết". Hầu hết các công ty liên kết của SSI đều hoạt động trong chuỗi giá trị thực phẩm, và là những công ty đầu ngành với doanh thu và suất lợi nhuận ổn định, tỷ lệ trả cổ tức cao, với sản phẩm mang tính cạnh tranh trên thị trường của mình. SSI có đại diện của mình trong Ban điều hành hoặc ban Kiểm soát tại hầu hết các công ty liên kết, với mục tiêu giúp đỡ công ty này phát triển, cải thiện quản trị doanh nghiệp, giảm chi phí hoạt động và tìm kiếm đối tác chiến lược. Phần lợi nhuận chia sẻ từ các công ty liên kết, mặc dù khá biến động, nhưng cũng chiếm một phần đáng kể trong tổng lợi nhuận của SSI. Năm 2012

và 2013, lợi nhuận từ các công ty liên kết chiếm lần lượt 28% và 35% tổng lợi nhuận.

Đầu tư các công ty liên kết



Nguồn: BCTC SSI

Thêm vào đó, SSI cũng tiến hành mua lại gián tiếp thông qua các công ty liên quan PAN và công ty thành viên. Vì vậy, ảnh hưởng của SSI đối với các công ty liên kết lớn hơn nhiều so với việc trực tiếp nắm giữ cổ phần, khiến cho lợi nhuận thu được từ hoạt động đầu tư của SSI rất khó để ước tính.

Công ty có liên quan với SSI	Công ty mục tiêu	% nắm giữ
PAN	NSC	54,91%
	LAF	23,03%
Đường Mặt Trời	BBC	13,49%
	NSC	3,86%
SSI REIT	BBC	7,17%
	NSC	7,44%
NDH	PAN	100%

Dịch vụ ngân hàng đầu tư

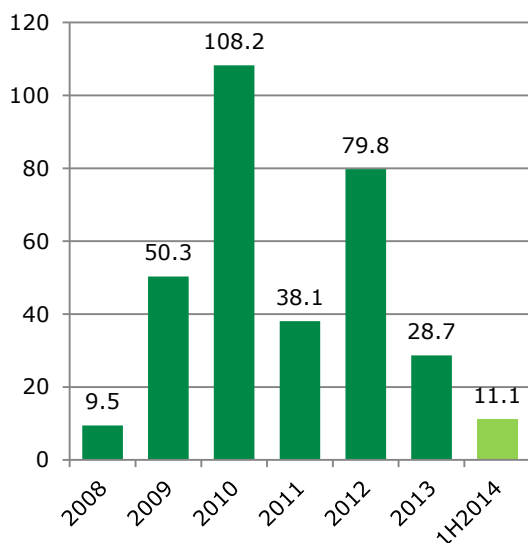
SSI có vị thế khá tốt trong lĩnh vực dịch vụ ngân hàng đầu tư (IB), và đã nhận được nhiều giải thưởng uy tín. SSI cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư đa dạng, bao gồm tư vấn cổ phần hóa, tư vấn niêm yết, tư vấn phát hành trái phiếu, cổ phiếu và chào bán ra công chúng, và tư vấn mua bán và sáp nhập (M&A). Chúng tôi nhận thấy có nhiều tên các công ty lớn trong danh mục khách hàng của SSI trong thời gian qua. Tuy nhiên doanh thu từ dịch vụ ngân hàng đầu tư lại biến động khá nhiều. Doanh thu tăng vọt trong năm 2010 ghi nhận 2,873 tỷ đồng từ các dịch vụ chào bán lần đầu ra công chúng (IPO) cho GAS, QGC, DBC, ITC, phát hành 7,000 tỷ đồng cổ phiếu, 4.603 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho HAG, HUT, TMS, DTL, và thương vụ M&A giữa HVG và AGF.

Cạnh tranh trong dịch vụ ngân hàng đầu tư cũng đã trở nên khốc liệt hơn trong những năm gần đây. Không chỉ cạnh tranh với các công ty trong nước, SSI còn phải cạnh tranh với các ngân hàng đầu tư nước ngoài hàng đầu như JP Morgan,

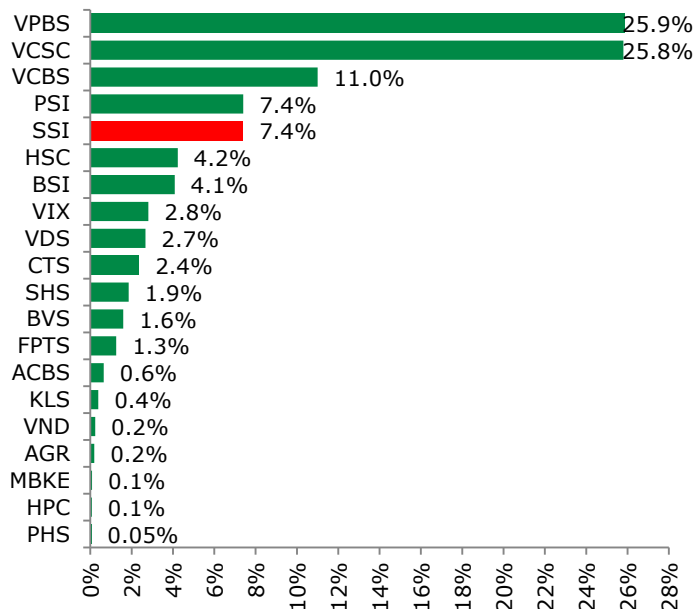
Goldman Sachs, Credit Suisse,... trong khi thị trường vốn của Việt Nam vẫn còn khá nhỏ.

Xem xét 20 công ty chứng khoán lớn nhất, SSI với doanh thu từ hoạt động tư vấn là 28,7 tỷ đồng chỉ chiếm 7,4% tổng doanh thu toàn thị trường đối với dịch vụ ngân hàng đầu tư. Một điểm đáng chú ý khác là ba công ty chứng khoán dẫn đầu về doanh thu tư vấn năm 2013 là VPBS, VCSC và VCBS đều trực thuộc các ngân hàng thương mại. Có nhiều khả năng những công ty này được ngân hàng mẹ trao dành cho những hợp đồng phát hành trái phiếu cho các khách hàng lớn của ngân hàng.

Doanh thu tư vấn của SSI



Vị thế trên thị trường 2013 – Dịch vụ Tư vấn

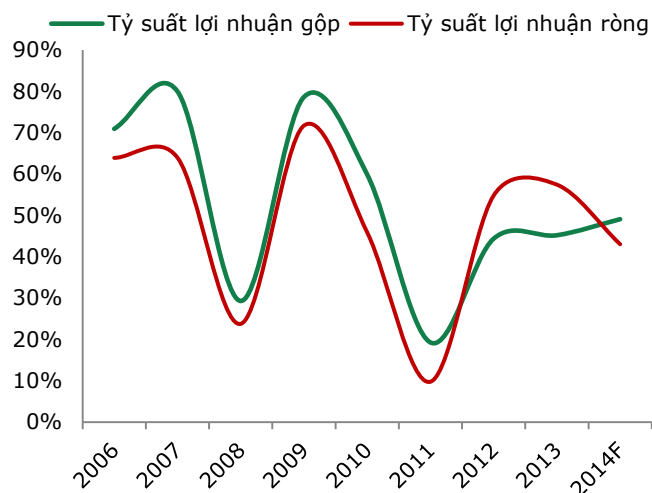


Nguồn: Các công ty, VPBS tổng hợp

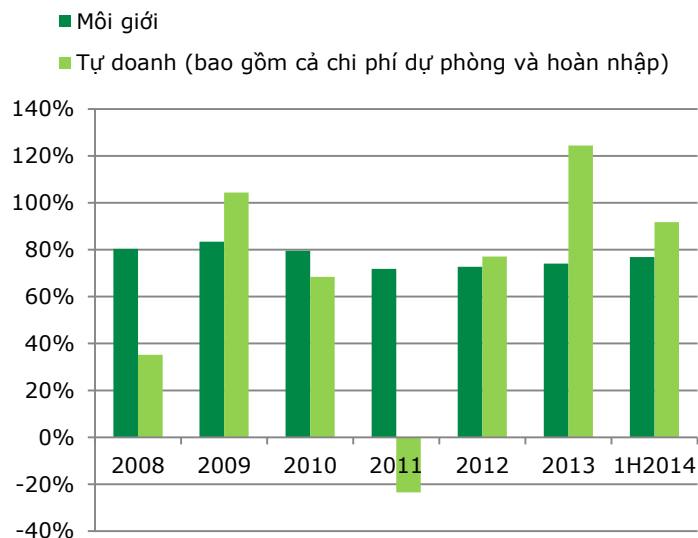
Mức độ sinh lời và hiệu quả

Biên lợi nhuận của SSI dao động mạnh, đạt mức cao nhất tới 70% và 80% trong những năm 2006-2007 và 2009, và giảm xuống mức đáy 20% năm 2008 và 30% năm 2011. Mặc dù hầu hết các công ty chứng khoán đều chịu chung xu hướng này, nhưng chúng tôi nhận thấy SSI có sự dao động của biên lợi nhuận mạnh hơn Công ty chứng khoán Hồ Chí Minh (HCM). Từ năm 2011, mức độ sinh lời của SSI dường như đang phục hồi. Xem xét hai hạng mục chính là môi giới và hoạt động tự doanh, chúng tôi thấy rằng các hoạt động tự doanh có biên lợi nhuận dao động rất rộng trong khoảng từ -23% tới 124% trong khi biên lợi nhuận dịch vụ môi giới vẫn duy trì ở mức khá ổn định, trung bình ở mức 77%.

Biên lợi nhuận



Biên lợi nhuận gộp theo lĩnh vực hoạt động



Nguồn: BCTC SSI

SSI tuy là công ty lớn nhất trên thị trường nhưng không phải là công ty có lợi nhuận cao nhất với hệ số ROA và ROE tương đối thấp so với trung bình các công ty trong ngành.

So sánh mức độ hiệu quả

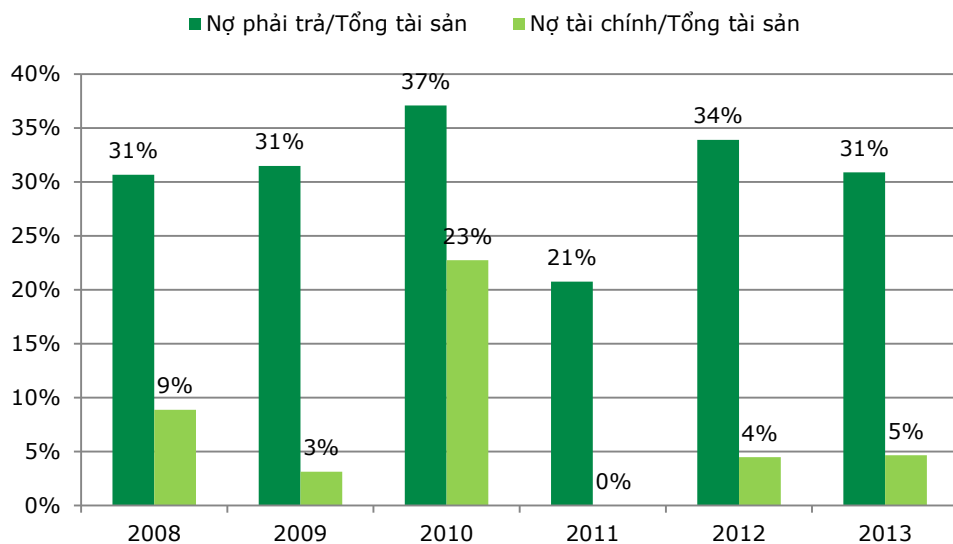
Mã	ROA TB 5 Năm	ROA TB 3 Năm	ROA 1H2014	ROE TB 5 Năm	ROE TB 3 Năm	ROE 1H2014
BVS	5,0	4,4	5,1	7,3	6,2	7,7
KLS	6,2	4,4	6,6	6,5	4,5	6,9
HCM	9,7	9,6	12,5	14,7	14,0	18,7
SHS	3,1	2,2	4,1	9,2	7,4	17,5
VNDS	6,1	4,3	5,4	10,7	7,0	10,1
Trung bình	6,0	5,0	6,8	9,7	7,8	12,2
SSI	5,6	5,8	6,1	9,5	10,0	11,9

Tỷ lệ đòn bẩy và khả năng thanh toán

Trong cơ cấu vốn của SSI chỉ có một phần nhỏ nợ tài chính. Mặc dù tỷ lệ Tổng nợ trên Tổng tài sản vào khoảng 31%, nhưng hầu hết các khoản nợ đều là các khoản phải trả và thường là ngắn hạn. Nợ dài hạn của SSI là trái phiếu chuyển đổi được phát hành năm 2006 và 2007 với tổng giá trị lên tới 555,6 tỷ đồng. Những trái phiếu này đã dần được chuyển đổi sang thành cổ phiếu thông thường từ năm 2008 tới năm 2010, giúp tăng vốn điều lệ cho công ty. Năm 2010, SSI phát hành 2,000 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với kỳ hạn 1 năm và lợi suất 4%. Tuy nhiên những trái phiếu này đã không được chuyển đổi thành công do giá chuyển đổi cao hơn giá thị trường của SSI vào thời điểm đó. Từ năm 2010, SSI không có khoản nợ dài hạn nào trong cơ cấu vốn của mình. Hiện tại, SSI công bố dự định sẽ phát hành từ 1,000 tỷ đồng tới 1,500 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn từ 1

đến 3 năm. Chúng tôi tin rằng nguồn vốn huy động này sẽ thúc đẩy tăng trưởng của SSI trong những năm tới.

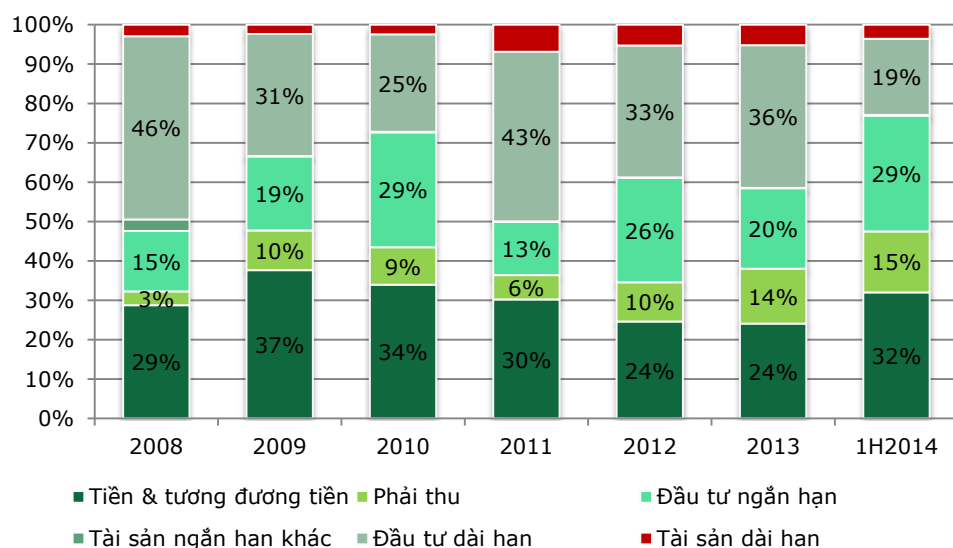
Tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: BCTC SSI

Cơ cấu tài sản của một công ty chứng khoán thường bao gồm một phần lớn là tài sản lưu động. Điều này cũng đúng với trường hợp của SSI với tài sản lưu động chiếm ít nhất 50% tổng tài sản với số dư tiền mặt chiếm trung bình 30%.

Cơ cấu bảng tài sản



Nguồn: BCTC SSI

Khối lượng các khoản phải thu chủ yếu bao gồm phải thu thương mại và số dư cho vay ký quỹ, vẫn khá nhỏ so với trung bình thị trường (29,4% tính đến hết năm tài chính 2013) mặc dù đang trên đà tăng trưởng.

Chính sách cổ tức

Trước đây, SSI trả cổ tức tiền mặt rất lớn, đặc biệt năm 2008, với tỷ lệ trả cổ tức so với lợi nhuận lên tới 30% nhờ vào hoạt động kinh doanh hiệu quả của năm 2007. Tuy nhiên, kể từ năm 2009 cho đến nay, ngoại trừ năm 2010 SSI trả 5% cổ tức tiền mặt và cổ phiếu thưởng 1:1, SSI luôn trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 10%. Từ năm 2008 tới 2010, vì chuyển đổi 555,6 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, cổ phiếu SSI đã bị pha loãng tổng cộng tới 46,3%.

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ BÁO

Đối với SSI, chúng tôi kỳ vọng hoạt động tự doanh vẫn sẽ tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu (trung bình khoảng 35%) và lĩnh vực môi giới sẽ phát triển mạnh mẽ. Các giả định cụ thể như sau:

Môi giới:

- *Thị phần môi giới:* Sau khi dành lại vị trí dẫn đầu của mình từ HSC, SSI hiện tại đang trong đà phát triển thị phần môi giới của mình, chiếm lĩnh thị phần từ các công ty nhỏ và yếu. Thêm vào đó, như chúng tôi đã đề cập trong phần tổng quan thị trường, việc phát triển các sản phẩm dịch vụ mới, tiếp tục quá trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước (DNNN), và kinh tế vĩ mô ổn định sẽ thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển trong những năm tiếp theo.

Thị phần môi giới trên hai sàn								
Công ty	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
SSI	9,61%	11,50%	12,25%	13,00%	13,75%	14,50 %	15,25 %	16,00 %
Số lượng công ty chứng khoán	102	92	82	72	62	52	32	30

Nguồn: VPBS dự phóng

- *Phí môi giới* cho các giao dịch cổ phiếu sẽ giảm dần từ 0.18% xuống còn 0.16% trong mô hình dự báo của chúng tôi vì cạnh tranh giữa các công ty chứng khoán ngày càng khốc liệt.
- *Giá trị giao dịch thị trường:* Chúng tôi ước tính giá trị giao dịch của thị trường sẽ tăng 125% năm 2014 dựa trên mức tăng 115% của giá trị giao dịch 9 tháng đầu năm 2014. Chúng tôi dự đoán giá trị giao dịch của thị trường sẽ tăng 40% trong năm 2015 và mức tăng trưởng 20% cho các năm còn lại trong mô hình dự báo.

Cho vay ký quỹ:

- *Lãi suất cho vay ký quỹ:* Sẽ tiếp tục đi theo xu hướng của lãi suất thị trường. Khi lãi suất thị trường giảm mạnh vào năm 2014, lãi suất cho vay ký quỹ được ước tính là 13.5%. Chúng tôi dự đoán lãi suất này sẽ tiếp tục giảm xuống còn 13% năm 2015, và tăng dần lên tới 15% năm 2020.
- *Số dư cho vay ký quỹ:* Với mục tiêu giữ vững vị trí dẫn đầu của mình trong thị phần môi giới, chúng tôi tin rằng SSI sẽ mở rộng những ưu thế của mình tới khách hàng và tăng số dư cho vay ký quỹ. Với khả năng quản trị rủi ro thận trọng và hợp lý của SSI, Chúng tôi dự đoán rằng số dư cho vay ký quỹ sẽ tiếp tục tăng trưởng ở tốc độ tương đương 80% tốc độ tăng trưởng khối lượng giao dịch thị trường.

Đầu tư:

- *Danh mục đầu tư:* SSI có danh mục đầu tư tương đối cân bằng với 32% cổ phiếu, 21% trái phiếu và 47% tiền gửi ngân hàng tính đến cuối năm 2013. Mặc dù các hạng mục đầu tư có thể thay đổi trong thời gian tới với tỷ lệ đầu tư tiền gửi ngân hàng thấp hơn và tỷ lệ đầu tư cổ phiếu cao hơn, nhưng chúng tôi nghĩ rằng SSI sẽ vẫn giữ cơ cấu danh mục đầu tư tương đối thận trọng. Chính vì vậy chúng tôi chỉ áp dụng mức lãi suất từ 10 đến 12% cho danh mục đầu tư của SSI.
- *Đầu tư vào các công ty liên kết:* Chúng tôi dự đoán rằng SSI sẽ vẫn tiếp tục các khoản đầu tư vào các công ty liên kết của mình với mức tăng mỗi năm là 20%, nhỏ hơn so với mức tăng trưởng bình quân 29% trong vòng năm năm qua. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận 10% từ các khoản đầu tư này, cao hơn so với trung bình 6,1% trong năm năm trước vì chúng tôi tin rằng nhiều trong số những công ty liên kết này thuộc ngành thực phẩm và nông nghiệp, là những ngành được dự báo có mức tăng trưởng ổn định. Tuy nhiên chúng tôi phải thừa nhận rằng rất khó để dự đoán số dư đầu tư và lãi đầu tư vì SSI sẽ đầu tư rất linh hoạt và có sức ảnh hưởng nhất định tới hoạt động kinh doanh của các công ty liên kết này.

Lãi suất tiền gửi:

- *Tiền mặt và tương đương tiền mặt* có số dư hiện tại chiếm khoảng 32% tổng tài sản. Chúng tôi dự đoán số dư này sẽ dần giảm xuống tới mức tỷ lệ 24% tổng tài sản trong mô hình dự báo khi SSI tăng các hoạt động cho vay ký quỹ.
- *Lãi suất tiền gửi:* sẽ tiếp tục xu hướng lãi suất của thị trường và được ước tính duy trì ở mức 7% năm 2014 và 2015, sau đó sẽ tăng dần lên 8% cho đến năm 2020.

Tư vấn và dịch vụ tài chính khác:

Tư vấn tài chính và các nguồn doanh thu khác như ứng trước cho khách hàng không chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu. Vì vậy chúng tôi sẽ dự báo các doanh thu này chiếm một tỷ lệ tương ứng với các hoạt động kinh doanh chính khác (môi giới, tự doanh và thu nhập từ lãi tiền gửi). Thông thường doanh thu tư vấn tài chính và doanh thu khác chỉ chiếm khoảng 3% đến 4% tổng doanh thu.

Chi phí dịch vụ:

- *Chi phí hoạt động môi giới:* được ước tính chiếm khoảng 25% doanh thu môi giới, theo mức hiện tại.
- *Chi phí hoạt động tự doanh:* được ước tính chiếm 30% doanh thu của hoạt động này, thấp hơn một chút so với mức trung bình 3 năm trước là 36%.
- *Chi phí nhân viên:* được ước tính chiếm 16% tổng doanh thu, bằng với mức trung bình ba năm qua.
- *Chi phí khấu hao:* được ước tính ở mức 6% tổng tài sản cố định, theo mức trung bình ba năm qua.

Chi phí hành chính: bao gồm chi phí nhân viên và chi phí khấu hao, không được tính như chi phí các hoạt động dịch vụ. Chi phí hành chính thường không đáng kể.

Thuế: Chúng tôi áp dụng thuế thu nhập doanh nghiệp 22% năm 2014 và 2015, và mức 20% cho các năm sau đó.

Biên lợi nhuận dự phóng	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Biên lợi nhuận gộp	71,0	50,1	53,3	50,2	54,7	55,2	59,3
Biên lợi nhuận ròng	52,5	43,9	46,8	45,8	49,3	49,5	52,7

Nguồn: VPBS dự phóng

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi sử dụng mô hình Thu nhập Thặng dư để định giá SSI bởi đặc điểm kinh doanh của SSI nói riêng và ngành dịch vụ tài chính nói chung, rất khác biệt so với các doanh nghiệp thông thường khác mà chúng tôi vẫn thường sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền. Thu nhập thặng dư được tính dựa trên lợi nhuận ròng và chi phí vốn chủ sở hữu. Một công ty có doanh thu lớn hơn chi phí vốn chủ sở hữu là một công ty có thu nhập thặng dư dương và đang tạo ra giá trị. Bởi vậy công ty có thu nhập thặng dư cao thì giá trị định giá công ty càng lớn. Mô hình thu nhập Thặng dư được trình bày như sau:

$$V_e = B_o + \sum_{i=1}^t \frac{(NI_i - R_e \cdot B_{(i-1)})}{(1 + r)^i}$$

Trong đó:

V_e = Giá trị vốn chủ sở hữu

B_i = Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu tại thời điểm i

NI_i = Lợi nhuận ròng tại thời điểm i

Các thông số khác của mô hình bao gồm:

- *Lãi suất phi rủi ro* là lợi suất 5,0% của trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ kỳ hạn 5 năm.
- *Mức tăng kỳ vọng của thị trường* ở mức 15%.
- *Chỉ số beta điều chỉnh của SSI* được ước tính là 1,2.
- Chi phí vốn được ước tính là 17% dựa trên mô hình CAPM
- *Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn* của SSI sau năm 2012 được dự tính là 5,00%.

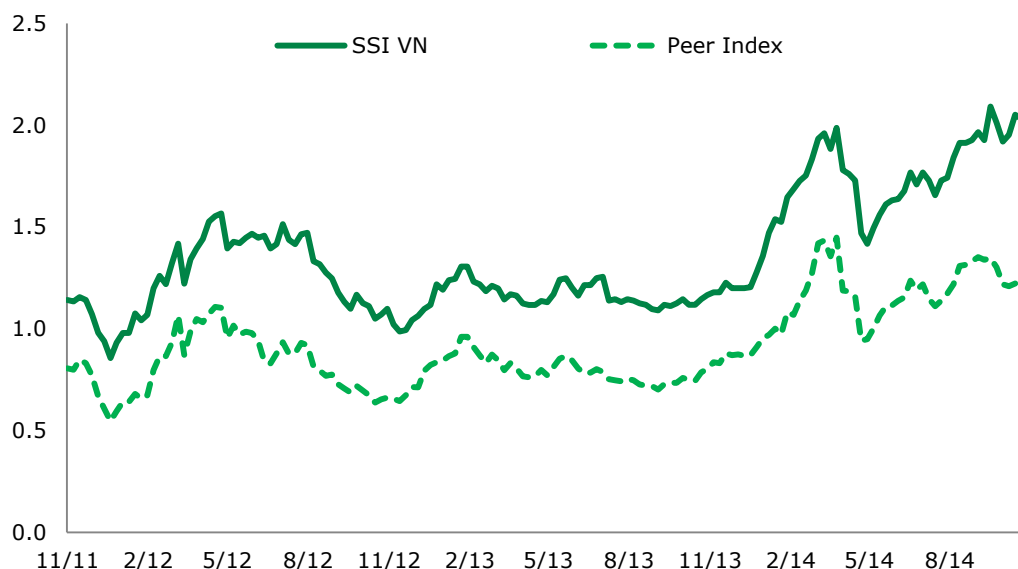
PP THU NHẬP THẶNG DƯ	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Lợi nhuận ròng	832,434	876,058	1,016,735	1,165,512	1,368,866	1,669,740	1,925,864
Vốn chủ sở hữu	5,242,182	5,720,820	6,136,944	6,601,759	7,215,351	8,032,297	9,012,138
Chi phí vốn chủ	886,977	967,963	1,038,371	1,117,018	1,220,837	1,359,065	1,524,854
Thu nhập thặng dư	(54,544)	(91,905)	(21,636)	48,494	148,029	310,675	401,010
Giá trị sau cùng							3,933,398
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,97	0,83	0,71	0,61	0,52	0,44	0,38
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(52,865)	(76,186)	(15,340)	29,407	76,774	137,811	1,644,445
Tổng giá trị thặng dư	1.744.046						
Giá trị sổ sách VCSH	5.242.182						
Giá trị VCSH	6.986.228						
Số lượng CP	353.794.942						
Giá trị CP	19.747						

Vì SSI có số dư nợ lớn dẫn tới chỉ số ROE khá thấp, phương pháp thu nhập thặng dư ước tính mức giá kỳ vọng là 19.747 đồng một cổ phiếu SSI, thấp hơn 36% so với giá cổ phiếu hiện tại.

Phương pháp chỉ số giá giao dịch

SSI đang được giao dịch với chỉ số P/E là 17,3 lần, cao hơn các công ty cùng ngành tới 62% và chỉ số P/B là 2,0 lần cao hơn 67% so với các công ty trong ngành mặc dù hệ số ROA và ROE không thực sự nổi trội. Trong quá khứ (trong thời gian ba năm, tính theo giá ngày) SSI được giao dịch ở mức thặng dư 49% so với chỉ số P/B ngành. Vì vậy với giá hiện tại là 30.600 đồng, SSI đang được giao dịch ở mức 2,7 lần độ lệch chuẩn của mức thặng dư trung bình.

So sánh P/B



Nguồn: Bloomberg

Ticker	P/B	P/E	ROA LTM (%)	ROE LTM (%)
BVS	0,87	11,57	5,1	7,7
KLS	0,88	12,68	6,6	6,9
HCM	1,99	11,13	12,5	18,7
SHS	1,35	8,35	4,1	17,5
VNDS	1,28	12,52	5,4	10,1
Trung bình	1,2	11,25	6,8	12,2
SSI	2,0	17,3	6,1	11,9

Với SSI, chúng tôi áp dụng mức thặng dư 60% đối với hệ số P/E và P/B vì chúng tôi tin rằng việc giới hạn sở hữu còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài gần đây tăng lên sẽ làm cho cổ phiếu SSI hấp dẫn hơn, và với Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) của SSI năm 2014, và mức Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BVPS) hiện tại, chúng tôi định giá SSI ở mức lần lượt là 30.937 đồng và 28.847 đồng.

Định giá theo chỉ số P/E		Định giá theo chỉ số P/B	
Mức P/E phù hợp	17,09	Mức P/B phù hợp	1,92
2014 EPS	1.810	Giá trị sổ sách/CP	15.025
Giá mục tiêu	30.937	Giá mục tiêu	28.847

Kết luận định giá

Kết hợp hai phương pháp định giá trên, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu SSI là 27.900 đồng, thấp hơn giá thị trường đang giao dịch hiện tại là 8,9%. Kết hợp với tỷ lệ trả cổ tức được kỳ vọng là 3,25%, mức tăng kỳ vọng của SSI là -5,7%. Giá cổ phiếu SSI đã tăng gần như gấp đôi trong 12 tháng qua (tăng 90%), với hệ số P/E tăng từ 14,26 lần lên 17,43 lần (tăng 22%). Cũng trong khoảng thời gian đó, VN Index đã tăng 20% và P/E thị trường từ 12,54 lần tăng lên 14,81 lần (18%). Vì vậy, có thể cho rằng cổ phiếu SSI đã tăng quá nhiều. Do đó, tại thời điểm công bố báo cáo, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu SSI.

Tổng hợp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Thu nhập thặng dư	19.747	20%
P/E	30.937	40%
P/B	28.847	40%
Giá mục tiêu TB	27.863	

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật của cổ phiếu SSI cho thấy một quá trình điều chỉnh từ đỉnh giá 32.400 đồng/cp về vùng hỗ trợ của đường MA50 tại mức giá 28.500 đồng/cp. Giá cổ phiếu SSI sau đó đã phục hồi trở lại từ ngưỡng hỗ trợ này, đi kèm với khối lượng giao dịch tăng dần và hiện đang dao động tích lũy trong kênh giá từ 30.000 đến 31.500 đồng/cp, nằm trên đường hỗ trợ MA20. Khối lượng giao dịch duy trì ở mức thấp cũng đã hỗ trợ cho giai đoạn tích lũy của cổ phiếu này.

Chúng tôi chờ đợi khả năng cổ phiếu SSI có thể tăng giá hướng tới đỉnh trước đó tại 32.400 đồng/cổ phiếu. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu SSI tại thời điểm phát hành báo cáo.

Mã chứng khoán	SSI
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	32.400
Giá thấp nhất trong 3 tháng	25.500
Đường MA50	29.800
Đường MA100	27.800
Kháng cự trung hạn	32.400
Hỗ trợ trung hạn	30.000
Khuyến nghị	NẮM GIỮ

Đơn vị: VND/cp



PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Tiền & tương đương tiền	1.947	1.839	3.229	3.517	4.111	3.467	3.862	4.152	4.868
Phải thu	785	1.064	2.034	2.736	3.117	3.710	4.135	4.839	5.357
Đầu tư ngắn hạn	2.098	1.561	3.094	3.713	4.084	4.493	4.942	5.436	5.980
TS ngắn hạn khác	8	4	6	7	7	8	9	10	11
TS ngắn hạn	4.837	4.467	8.364	9.973	11.319	11.679	12.949	14.437	16.216
TS cố định	415	396	403	400	410	408	418	416	427
Đầu tư dài hạn	2.647	2.767	2.532	3.038	3.342	3.676	4.044	4.448	4.893
TS dài hạn khác	83	75	90	108	129	155	186	224	268
TS dài hạn	3.144	3.238	3.024	3.546	3.881	4.239	4.648	5.087	5.588
Tổng tài sản	7.981	7.705	11.388	13.519	15.201	15.918	17.597	19.525	21.804
Phải trả ngắn hạn	2.678	2.354	4.584	6.300	7.516	8.619	9.481	10.430	11.473
Phải trả dài hạn	28	26	1.000	1.000	1.000	-	-	-	-
Phải trả	2.706	2.380	5.584	7.300	8.516	8.619	9.481	10.430	11.473
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	3.775	3.788	4.850	4.850	4.850	4.850	4.850	4.850	4.850
Quỹ dự phòng tài chính	289	336	419	507	608	725	862	1.029	1.221
Lợi nhuận còn lại	1.127	1.118	452	781	1.144	1.641	2.321	3.134	4.177
Vốn chủ sở hữu	5.192	5.242	5.721	6.137	6.602	7.215	8.032	9.012	10.248
Lợi ích cổ đông thiểu số	84	83	83	83	83	83	83	83	83
Tổng nguồn vốn	7.981	7.705	11.388	13.519	15.201	15.918	17.597	19.525	21.804

KẾT QUẢ HĐKD	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
DT Môi giới	106	138	311	455	592	737	915	1.113	1.349
y-o-y	10%	31%	125%	46%	30%	24%	24%	22%	21%
DT Tự doanh	277	196	955	639	762	724	826	909	1.000
y-o-y	21%	-29%	386%	-33%	19%	-5%	14%	10%	10%
Thu nhập lãi vay	297	276	419	408	442	390	431	461	522
y-o-y	-15%	-7%	52%	-3%	8%	-12%	11%	7%	13%
DT Cho vay ký quỹ	53	66	191	291	370	444	523	613	712
y-o-y	-30%	24%	190%	52%	27%	20%	18%	17%	16%
DT Tư vấn	80	29	34	38	42	46	50	55	61
y-o-y	110%	-64%	20%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
DT Dịch vụ khác	37	22	15	26	28	31	34	38	42
y-o-y	-39%	-42%	20%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Doanh thu	849	727	1.936	1.859	2.239	2.376	2.784	3.192	3.690
y-o-y	0%	-14%	166%	-4%	20%	6%	17%	15%	16%
Chi phí hoạt động kinh doanh	(455)	(386)	(965)	(856)	(1.098)	(1.062)	(1.229)	(1.275)	(1.467)
Chi phí nhân viên	(118)	(151)	(310)	(297)	(358)	(380)	(445)	(511)	(590)
Chi phí vốn	(123)	(136)	(193)	(196)	(302)	(216)	(236)	(139)	(160)
Chi phí quản lý	(18)	(12)	(20)	(20)	(24)	(25)	(29)	(33)	(38)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	377	328	950	983	1.117	1.289	1.526	1.884	2.185
Lợi nhuận khác	4	63	5	5	5	5	5	5	5
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	106	114	113	135	149	163	180	198	217
Lợi nhuận trước thuế	487	506	1.067	1.123	1.271	1.457	1.711	2.087	2.407
Thuế	(22)	(88)	(235)	(247)	(254)	(291)	(342)	(417)	(481)
Lợi nhuận sau thuế	465	417	832	876	1.017	1.166	1.369	1.670	1.926
y-o-y	463%	-10%	99%	5%	16%	15%	17%	22%	15%

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

Phân tích chỉ số	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<u>Lợi nhuận</u>									
Biên lợi nhuận gộp	44,4%	45,2%	49,1%	52,9%	49,9%	54,2%	54,8%	59,0%	59,2%
Biên lợi nhuận thuần	54,8%	57,4%	43,0%	47,1%	45,4%	49,1%	49,2%	52,3%	52,2%
ROA	6,4%	5,3%	10,8%	7,7%	7,5%	7,7%	8,6%	9,5%	9,9%
ROE	9,1%	8,0%	15,9%	14,8%	16,0%	16,9%	18,0%	19,6%	20,0%
Tăng trưởng EPS	485%	-10%	52%	5%	16%	15%	17%	22%	15%
<u>Đòn bẩy tài chính</u>									
Phải trả/Tài sản	34%	31%	51%	49%	54%	56%	54%	54%	53%
Nợ tài chính/Tài sản	4%	5%	5%	12%	11%	10%	3%	3%	3%
<u>Thanh khoản</u>									
Vòng quay tài sản	0,11	0,09	0,17	0,14	0,15	0,15	0,16	0,16	0,17
Thanh toán hiện tại	1,81	1,90	1,82	1,82	1,58	1,51	1,35	1,37	1,38
Thanh toán nhanh	0,73	0,78	0,70	0,70	0,56	0,55	0,40	0,41	0,40

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Phạm Liên Hà, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
hapl@vpbs.com.vn

Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích
ngoccla@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức & Nhà
đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418