

## CTCP Chứng khoán SSI (SSI)

MUA +22,5%

Ngành	Chứng khoán
Ngày báo cáo	19/08/2024
Giá hiện tại	32.400 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>38.700 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	38.700 VND
TL tăng	19,4%
Lợi suất cổ tức	3,1%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>22,5%</b>

GT vốn hóa	47,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	27,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	529,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,509 tỷ
Pha loãng	1,660 tỷ

	SSI	Peers	VNI
P/E (trượt)	16,3x	11,9x	14,8x
P/B (ht)	1,9x	2,2x	1,7x
ROE (trượt)	12,2%	10,6%	12,3%
ROA (trượt)	4,7%	5,2%	1,9%
Nợ ròng/VCSH	184%	99%	N/A

## Tổng quan Công ty

SSI luôn nằm trong top CTCK hàng đầu trong vòng 5 năm qua với các mảng kinh doanh môi giới, đầu tư tư doanh, quản lý quỹ và ngân hàng đầu tư. SSI được thành lập năm 1999, và tính đến cuối năm 2023, công ty có 1.637 nhân viên làm việc tại TP.HCM, Hà Nội và Hải Phòng.

## Diễn biến giá cổ phiếu



## Hồ Thu Nga

Chuyên viên

## TS. Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.281	8.260	10.341	11.495
% YoY	11,7%	13,5%	25,2%	11,2%
LNST - CĐTS (tỷ đồng)	2.293	2.945	4.002	4.603
% YoY	34,9%	28,5%	35,9%	15,0%
EPS	15,6%	20,2%	26,0%	10,0%
Biên LN gộp	66,0%	67,8%	70,6%	72,6%
Biên LN ròng	32,0%	36,2%	39,2%	40,6%
Cho vay ký quỹ/VCSH	63,1%	75,6%	83,9%	88,4%
Nợ ròng/VCSH	183,6%	166,7%	154,7%	175,9%
P/B	2,1x	2,0x	1,8x	1,8x
P/E	21,9x	18,2x	14,5x	13,2x
ROE	10,1%	11,6%	13,5%	14,2%
ROA	3,8%	4,0%	5,0%	5,2%

## Giảm dự báo giá trị giao dịch trung bình ngày năm 2024 với triển vọng năm 2025 được duy trì

- Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho CTCP Chứng Khoán SSI (SSI) ở mức 38.700 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA do giá cổ phiếu đã giảm 8% trong 3 tháng qua. Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo LNST giai đoạn 2024-2028 (lần lượt thay đổi -2,1%/0%/+1,1%/+1,2%/+1,1% cho năm 2024/25/26/27/28).
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận do: (1) tổng doanh thu cho vay ký quỹ giảm 1,3% và (2) tổng doanh thu môi giới giảm 1,1% do dự báo giá trị giao dịch trung bình ngày (GTGDTCBN) năm 2024 thấp hơn, được bù đắp bởi (3) lợi nhuận từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) tăng 1,5%, chủ yếu nhờ thu nhập lãi cao hơn đến từ chứng chỉ tiền gửi do lãi suất tiền gửi dự kiến tăng trong các quý tới và (4) tổng chi phí hoạt động giảm 3,2%.
- Chúng tôi giảm 2,1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 xuống còn 2,9 nghìn tỷ đồng (+26,1% YoY) chủ yếu do chúng tôi (1) giảm 3,0% dự báo doanh thu môi giới năm 2024 và (2) giảm 3,9% dự báo doanh thu cho vay ký quỹ năm 2024. Mức giảm này do (1) chúng tôi giảm dự báo thị phần môi giới của SSI thêm 10 điểm cơ bản xuống 9,4% và (2) GTGDTCBN tháng 7/2024 của 3 sản chứng khoán Việt Nam thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.
- Yếu tố hỗ trợ/(rủi ro):** Thanh khoản và cho vay ký quỹ cao hơn/(thấp hơn) dự kiến; lãi/(lỗ) ròng cao hơn trong danh mục FVTPL của SSI.

**GTGDTCBN dự kiến giảm từ 970 triệu USD xuống 930 triệu USD (+30,1% YoY).** Mặc dù GTGDTCBN 6 tháng đầu năm 2024 đạt 977 triệu USD, GTGDTCBN trong tháng 7/2024 đã giảm đáng kể xuống 769 triệu USD do (1) tác động tiêu cực từ sự sụt giảm của thị trường chứng khoán toàn cầu do những lo ngại về khả năng suy thoái của nền kinh tế Mỹ, (2) áp lực lên tỷ giá USD/VND, và (3) việc bán ra liên tục của các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sự điều chỉnh này chỉ là tạm thời vì chúng tôi nhận thấy không có sự thay đổi đáng kể nào đối với triển vọng vĩ mô trong nước. Chúng tôi giảm dự báo GTGDTCBN năm 2024 xuống mức 930 triệu USD, chủ yếu do chúng tôi giảm giả định về vòng quay trong năm 2024. Chúng tôi giữ nguyên dự báo GTGDTCBN năm 2025 ở mức 1,2 tỷ USD, được hỗ trợ bởi: (1) mức lãi suất thấp đang được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) duy trì, (2) nền kinh tế tiếp tục đà phục hồi, và (3) tiềm năng nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên hạng thị trường mới nổi trong năm 2025.

**Đóng góp từ các hoạt động trái phiếu doanh nghiệp sẽ tăng trong trung hạn.** Trong quý 2/2024, SSI đã bảo lãnh phát hành trái phiếu doanh nghiệp cho Home Credit và CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH). Tổng giá trị giao dịch trái phiếu của các khách hàng tại SSI đã tăng gấp 7 lần QoQ trong quý 2/2024, đóng góp tích cực vào thu nhập của SSI. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng lớn đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam do nhu cầu vốn trung và dài hạn cao mà bản thân ngành Ngân hàng khó có thể đáp ứng hết. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi vẫn thận trọng về việc liệu đà tăng trưởng này có tiếp tục hay không và liệu phí dịch vụ môi giới trái phiếu có đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu mảng môi giới trong năm 2024 hay không. Theo

ước tính của chúng tôi, phí dịch vụ môi giới trái phiếu chiếm 16% tổng doanh thu ngành môi giới của SSI trong quý 2/2024.

## Triển vọng năm 2024: Hoạt động môi giới và cho vay kỳ quỹ dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 mới so với KQ 2023	Nhận định của Vietcap
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>7.158</b>	<b>8.131</b>	<b>8.324</b>	<b>13,6%</b>	
Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL)	3.167	3.353	3.365	5,9%	* Lợi nhuận từ FVTPL của SSI trong nửa đầu năm 2024 đã hoàn thành 58% dự báo cả năm của chúng tôi. Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo lợi nhuận từ FVTPL của SSI trong năm 2024 ở mức 3,4 nghìn tỷ đồng vì chúng tôi dự báo rằng lợi nhuận từ FVTPL trong nửa cuối năm 2024 sẽ thấp hơn nhẹ so với mức ghi nhận trong nửa đầu năm 2024.
Các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	474	512	555	8,1%	
Lãi từ tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	6	8	8	30,0%	
Doanh thu cho vay kỳ quỹ	1.568	1.946	2.025	24,1%	
Doanh thu môi giới	1.502	1.879	1.937	25,1%	* Tổng thị phần mảng môi giới của SSI trong nửa đầu năm 2024 là 8,8%, thấp hơn mức 9,7% trong năm 2023 và thấp hơn dự báo của chúng tôi là khoảng 9,4% trong năm 2024. * Chúng tôi giảm dự báo GTGDTCN năm 2024 của thị trường chứng khoán Việt Nam từ 970 triệu USD xuống 930 triệu USD do GTGDTCN thấp hơn dự kiến trong tháng 7/2024. Điều này gây tác động tiêu cực nhẹ lên dự báo của chúng tôi đối với doanh thu mảng môi giới cổ phiếu năm 2024 của SSI. * Tuy nhiên, chúng tôi chỉ thực hiện những thay đổi tối thiểu đối với dự báo tổng doanh thu mảng môi giới trong năm 2024 của chúng tôi do chúng tôi kỳ vọng phí môi giới trái phiếu sẽ đóng góp nhiều hơn vào tổng doanh thu mảng môi giới của SSI.
Doanh thu ngân hàng đầu tư và các khoản khác	441	433	433	-1,8%	
<b>Chi phí HĐKD</b>	<b>2.435</b>	<b>2.617</b>	<b>2.696</b>	<b>7,5%</b>	
Lỗ từ FVTPL	656	763	737	16,2%	
Chi phí môi giới	1.316	1.353	1.457	2,8%	
<b>Lợi nhuận gộp từ HĐKD</b>	<b>4.723</b>	<b>5.514</b>	<b>5.628</b>	<b>16,7%</b>	
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>123</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>5,1%</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>1.638</b>	<b>1.610</b>	<b>1.630</b>	<b>-1,7%</b>	
Chi phí vay	1.570	1.526	1.547	-2,8%	
<b>Chi phí quản lý</b>	<b>362</b>	<b>443</b>	<b>458</b>	<b>22,5%</b>	
LNTT	2.849	3.592	3.671	26,1%	
<b>LNST</b>	<b>2.294</b>	<b>2.893</b>	<b>2.957</b>	<b>26,1%</b>	
Dư nợ cho vay kỳ quỹ	15.134	20.636	22.144	36,4%	* Dư nợ cho vay kỳ quỹ trong quý 2/2024 của SSI là gần 20 nghìn tỷ đồng, đây là mức cao nhất trong 2 năm qua. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 6,8% dự báo dư nợ cho vay kỳ quỹ trong quý 4/2024 của chúng tôi xuống 20,6 nghìn tỷ đồng vì chúng tôi cho rằng việc lãi suất tăng nhẹ trong nửa cuối năm 2024 có thể sẽ khiến các nhà đầu tư ít sử dụng đòn bẩy hơn. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng mức giảm 8% từ mức đỉnh của VN-Index vào tháng 7/2024 đã khiến dư nợ cho vay kỳ quỹ giảm đáng kể.
ROE	10,1%	11,6%	11,9%	1,6 điểm %	* Chúng tôi giả định SSI sẽ hoàn tất kế hoạch tăng vốn, bao gồm (1) kế hoạch phát hành quyền vào cuối năm 2024, (2) kế hoạch phát hành riêng lẻ vào năm 2025 và (3) kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20% vào năm 2024-2025 (chi tiết ở <b>trang 4</b> ).
ROA	3,8%	4,0%	4,1%	0,3 điểm %	

Nguồn: Vietcap

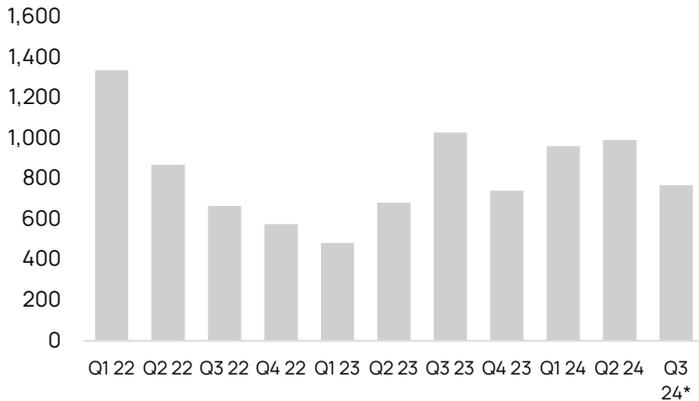
Hình 2: Kế hoạch huy động vốn cho giai đoạn 2024-2025

Kế hoạch huy động vốn giai đoạn 2024-2025	Số lượng cổ phiếu phát hành	Giá dự kiến (đồng)	Tổng số tiền thu được (tỷ đồng)	Thời gian phát hành dự kiến	Tiến độ thực hiện
ESOP	10.000,000	10.000	100	Trong quý 1/2024 và đã phê duyệt danh sách CBCNV được quyền mua	Đã thực hiện vào ngày 20/05/2024
Phát hành quyền	151.113,013	15.000	2.267	Quý 4/2024	Chờ phê duyệt từ UBCKNN
Cổ tức bằng cổ phiếu (20%)	302.226,027	10.000	3.022	Giai đoạn 2024-2025	Cổ đông đã thông qua phương án cổ tức
Phát hành riêng lẻ*	104.042,344	37.000	3.329	Quý 3/2025	Đang chờ

Nguồn: SSI. (\*) Giá phát hành riêng lẻ là giá định của Vietcap. Giá phát hành riêng lẻ không thấp hơn 90% giá đóng cửa bình quân trong 10 phiên liên tiếp trước ngày được HĐQT phê duyệt, theo tài liệu ĐHCĐ của SSI.

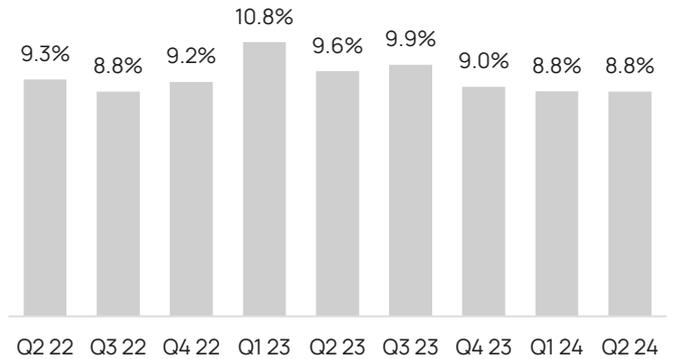
## Các chỉ số theo quý

Hình 3: GTGDTB (triệu USD) trên tổng 3 sàn



Nguồn: SSI, Vietcap (\*cập nhật ngày 12/08/2024)

Hình 4: Tổng thị phần giao dịch của SSI trên 3 sàn



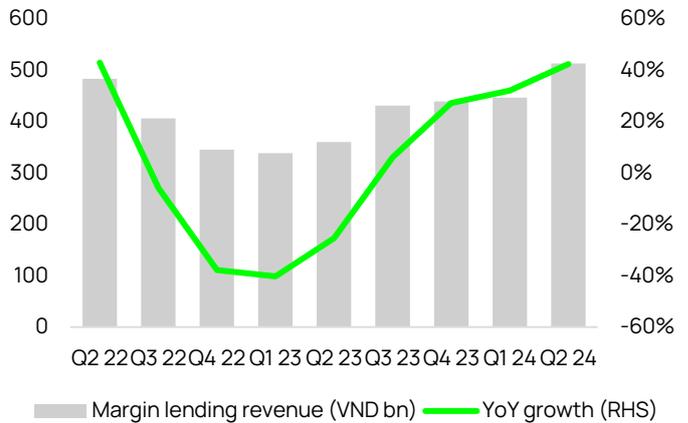
Nguồn: SSI, Vietcap

Hình 5: Dự nợ cho vay ký quỹ và tăng trưởng



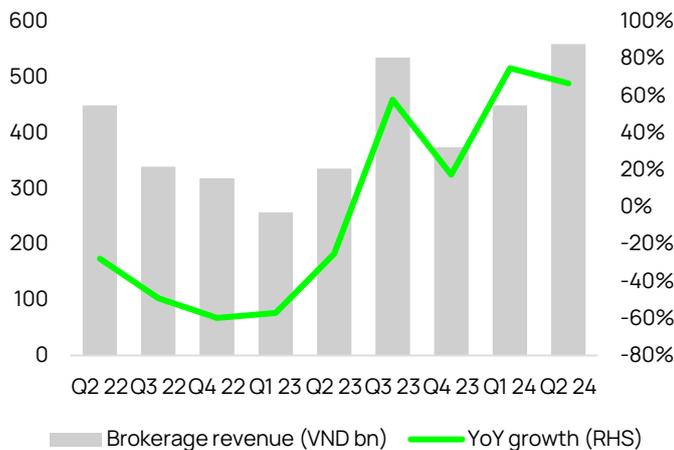
Nguồn: SSI, Vietcap

Hình 6: Doanh thu cho vay ký quỹ và tăng trưởng



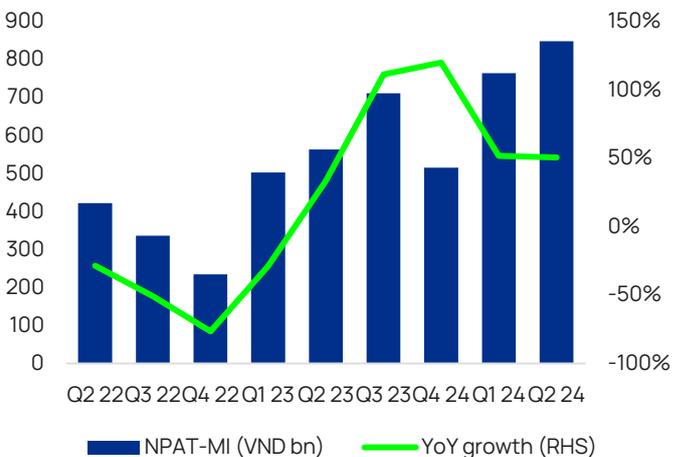
Nguồn: SSI, Vietcap

Hình 7: Doanh thu môi giới và tăng trưởng



Nguồn: SSI, Vietcap

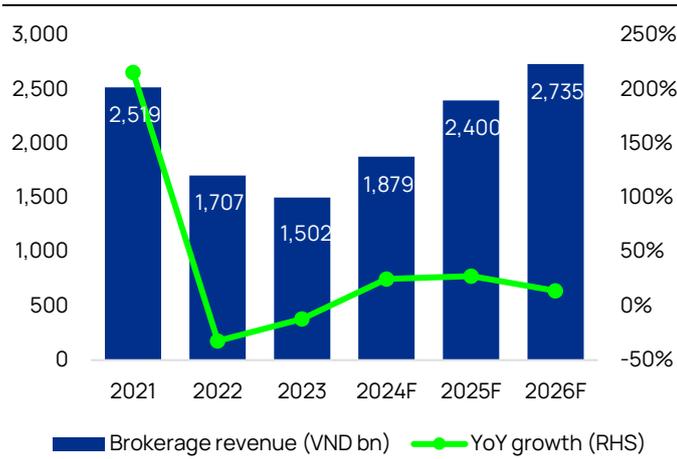
Hình 8: LNST sau lợi ích CĐTS và tăng trưởng



Nguồn: SSI, Vietcap

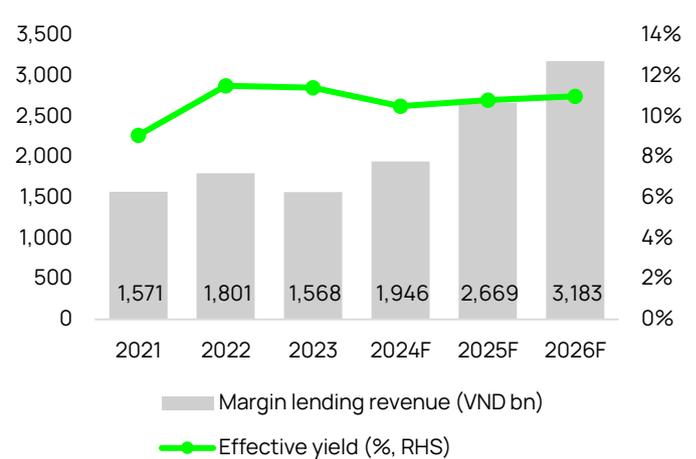
## Các chỉ số hàng năm

Hình 9: Doanh thu môi giới và tăng trưởng



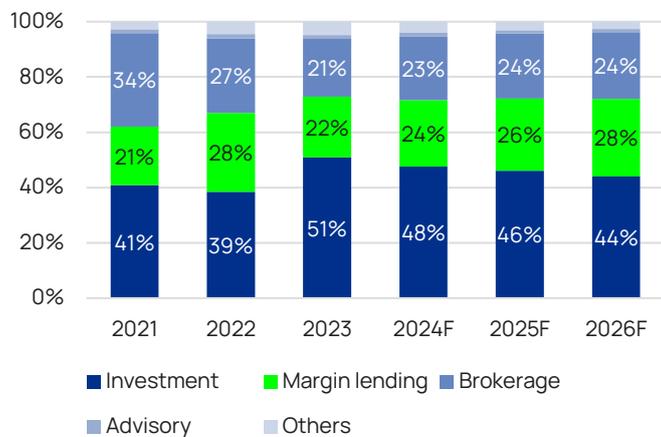
Nguồn: SSI, Vietcap

Hình 10: Doanh thu cho vay ký quỹ và lợi suất cho vay ký quỹ



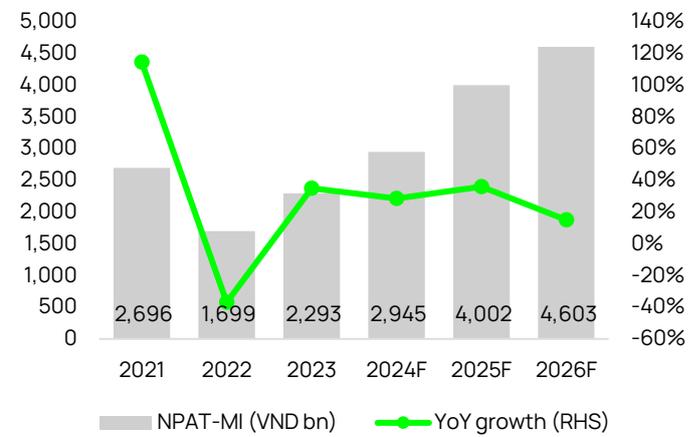
Nguồn: SSI, Vietcap

Hình 11: Cơ cấu doanh thu



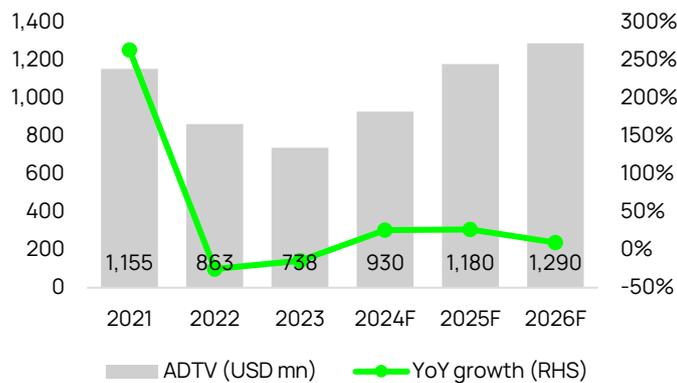
Nguồn: SSI, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS và tăng trưởng



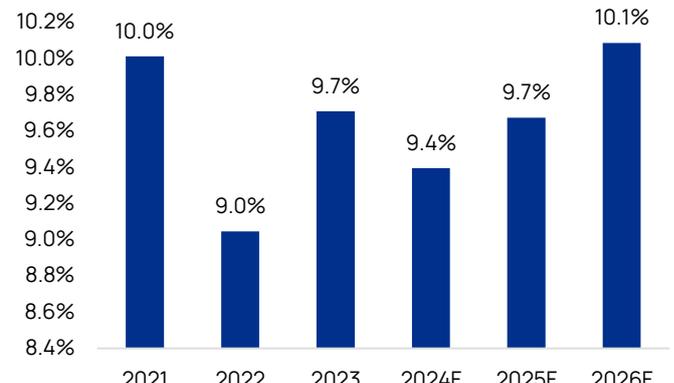
Nguồn: SSI, Vietcap

Hình 13: GTGD TB trên tổng 3 sàn



Nguồn: Fiinpro, dự báo của Vietcap

Hình 14: Tổng thị phần của SSI trên 3 sàn



Nguồn: Fiinpro, SSI, ước tính và dự báo của Vietcap

## Định giá

Trong quá trình ước tính giá mục tiêu cho SSI đến giữa năm 2025, chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá với trọng số bằng nhau, bao gồm phương pháp chiết khấu dòng tiền dựa trên vốn chủ sở hữu (equity DCF) và phương pháp P/B mục tiêu.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi tiếp tục duy trì giá mục tiêu của chúng tôi ở mức 38.700 đồng/cổ phiếu do dự báo LNST giai đoạn 2024-2028 hầu như không thay đổi (tương ứng -2,1%/0%/+1,1%/+1,2%/+1,1% cho các năm 2024/25/26/27/28). Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi không thay đổi so với dự báo trước đó là do (1) tổng doanh thu mảng cho vay kỳ quỹ giảm 1,3% và (2) tổng doanh thu mảng môi giới giảm 1,1% chủ yếu do chúng tôi giảm dự báo GTGD TBN năm 2024 của chúng tôi, được bù đắp bởi việc (3) tổng lợi nhuận từ FVTPL tăng 1,5% và (4) tổng chi phí hoạt động giảm 3,2%.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng hệ số beta riêng cho SSI như trong báo cáo cập nhật trước đây của chúng tôi, được ước tính dựa trên beta hai năm gần nhất từ Bloomberg (50% trọng số) và beta bằng 1,0 (50% trọng số) để phản ánh giả định beta sẽ có xu hướng hồi quy về mức trung bình trong dài hạn. Điều này dẫn đến beta của SSI là khoảng 1,25, tương tự như trong báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi.

Chúng tôi duy trì P/B mục tiêu của chúng tôi cho SSI là 2,5 lần.

### Hình 15: Tóm tắt định giá

(tỷ đồng)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp
Equity DCF	47.247	50%	23.623
P/B mục tiêu tại giá trị sổ sách dự phóng nửa đầu năm 2025 là 2,5 lần	69.482	50%	34.741
<b>Định giá tổng hợp</b>			<b>58.365</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)			1.509
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>			<b>38.700</b>
Giá hiện tại			32.400
Tỷ lệ tăng			19,4%
Lợi suất cổ tức			3,1%
<b>Tổng mức sinh lời</b>			<b>22,5%</b>
P/E dự phóng 2024 tại giá mục tiêu			21,8x
P/B dự phóng 2024 tại giá mục tiêu			2,2x
P/E dự phóng 2025 tại giá mục tiêu			17,3x
P/B dự phóng 2025 tại giá mục tiêu			1,8x
<b>KHUYẾN NGHỊ</b>			<b>MUA</b>

Nguồn: Vietcap

## Mô hình định giá Equity DCF

Hình 16: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn chủ sở hữu	Dự báo trước đây	Điều chỉnh
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%	6,0%
Beta (*)	1,25	1,25
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%	8,0%
<b>Chi phí vốn chủ sở hữu</b>	<b>16,0%</b>	<b>16,0%</b>

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (\* hệ số beta được tính dựa trên hệ số beta trượt 2 năm từ Bloomberg với tỷ trọng 50% và hệ số beta 1,0, tỷ trọng 50%)

Hình 17: Mô hình định giá equity DCF

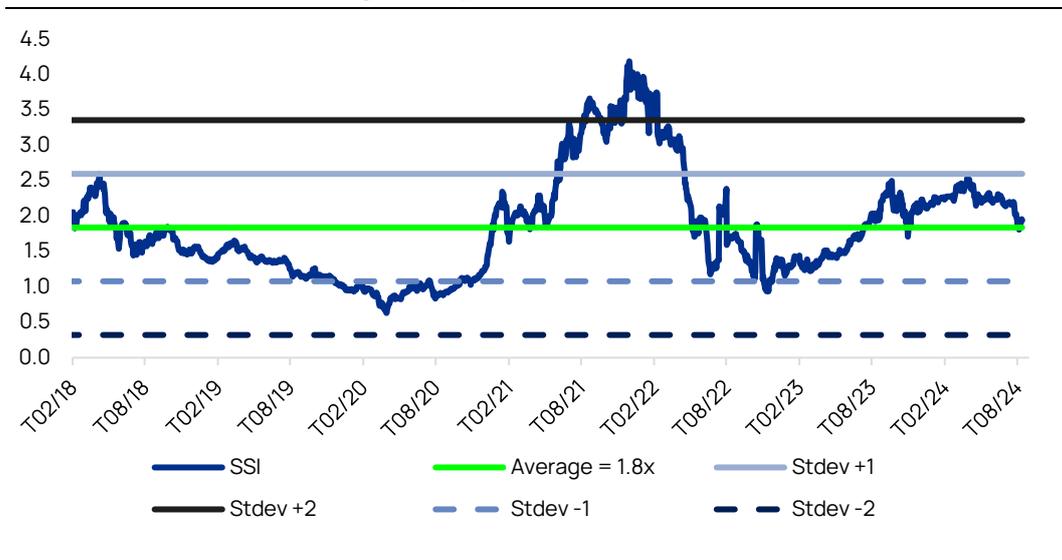
(tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	2.893	3.913	4.501	5.125	5.838
(Tăng) giảm vốn chủ sở hữu	(1.001)	(1.267)	(90)	(185)	(192)
Dòng tiền thuần ước tính (CFE)*	1.892	2.647	4.411	4.940	5.646
Chi phí VCSH (COE)	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Giá trị hiện tại của CFE	1.779	2.145	3.081	2.975	2.931
Tổng giá trị hiện tại của CFE					12.912
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (giả định ROE cuối cùng 17,7%, tỷ lệ tăng trưởng trung gian 10% và tỷ lệ tăng trưởng giá trị cuối 3%)					34.335
<b>Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu</b>					<b>47.247</b>
Số lượng CP pha loãng (triệu)					1.509
<b>Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)</b>					<b>31.306</b>

Nguồn: Vietcap (\* Chúng tôi sử dụng DPS (LNST – Mức tăng trong vốn chủ sở hữu) như một cách ước tính cho CFE; chúng tôi loại bỏ giả định SSI sẽ (1) dự kiến phát hành 151 triệu cổ phiếu (bao gồm cả yếu tố thưởng) thông qua đợt phát hành quyền vào quý 4/2024, và (2) dự kiến phát hành riêng lẻ 104 triệu cổ phiếu vào quý 3/2025 ra khỏi mô hình định giá của chúng tôi.

## P/B mục tiêu

Chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng đáng kể và chúng tôi dự báo thu nhập và mức sống tại Việt Nam sẽ gia tăng. Do đó, chúng tôi đặt mục tiêu P/B ở mức 2,5 lần, cao hơn một độ lệch chuẩn so với P/B trượt trung bình 5 năm là 1,8 lần.

**Hình 18: P/B trượt của SSI trong 7 năm qua**



Nguồn: Fiinpro, Vietcap (cập nhật ngày 14/08/2024)

**Hình 19: Định giá P/B mục tiêu**

(tỷ đồng)	Giá trị hợp lý
P/B mục tiêu (x)	2,5
Giá trị vốn chủ sở hữu dự phóng giữa năm 2025	28.926
Giá trị vốn chủ sở hữu dự phóng giữa năm 2025 không bao gồm phát hành quyền	27.793
Giá trị thị trường mục tiêu của vốn chủ sở hữu	69.482
Số lượng cổ phiếu (triệu)	1.509
BVPS dự phóng giữa năm 2025 (đồng)	18.415
<b>Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)</b>	<b>46.038</b>

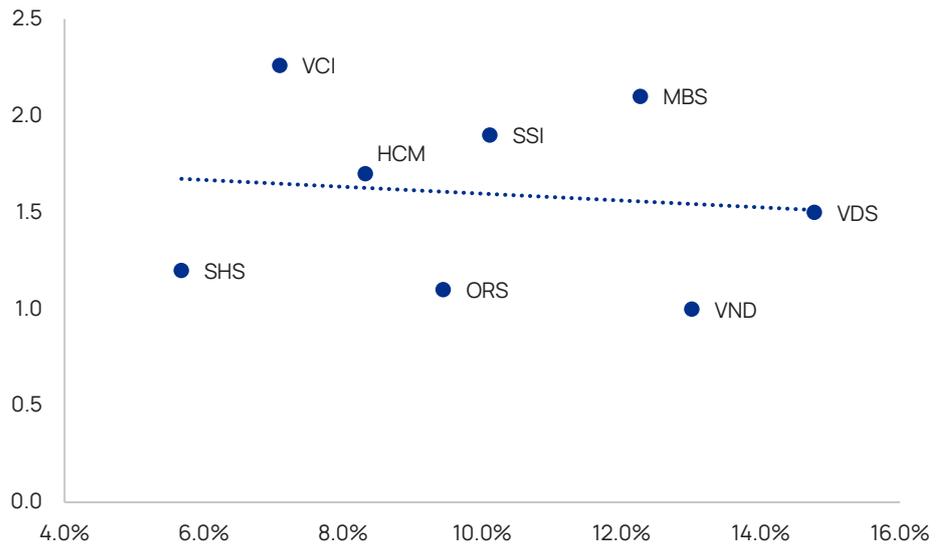
Nguồn: Vietcap

## Các công ty cùng ngành

SSI hiện giao dịch với P/B cao hơn 26,7% so với P/B trượt của trung vị các công ty cùng ngành (bao gồm HCM, VCI, VND, MBS, SHS, VDS, & ORS) là 1,5 lần, với ROE trượt là 10,1% so với ROE của trung vị các công ty cùng ngành là 9,0%.

Chúng tôi cho rằng SSI nên giao dịch ở mức giá cao hơn so với các công ty cùng ngành. Vị thế vốn chủ sở hữu mạnh hiện tại của SSI đang gây áp lực lên ROE. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng trong trung và dài hạn, SSI có thể tận dụng nền tảng vốn vững chắc của công ty để mở rộng hoạt động kinh doanh trái phiếu, cho vay ký quỹ và môi giới nhanh hơn so với các công ty cùng ngành. Ngoài ra, SSI còn có lợi thế về chi phí thấp khi điều kiện thị trường thuận lợi vì có thể tiếp cận nguồn vốn với chi phí thấp hơn từ các ngân hàng trong nước và các khoản vay hợp vốn nước ngoài.

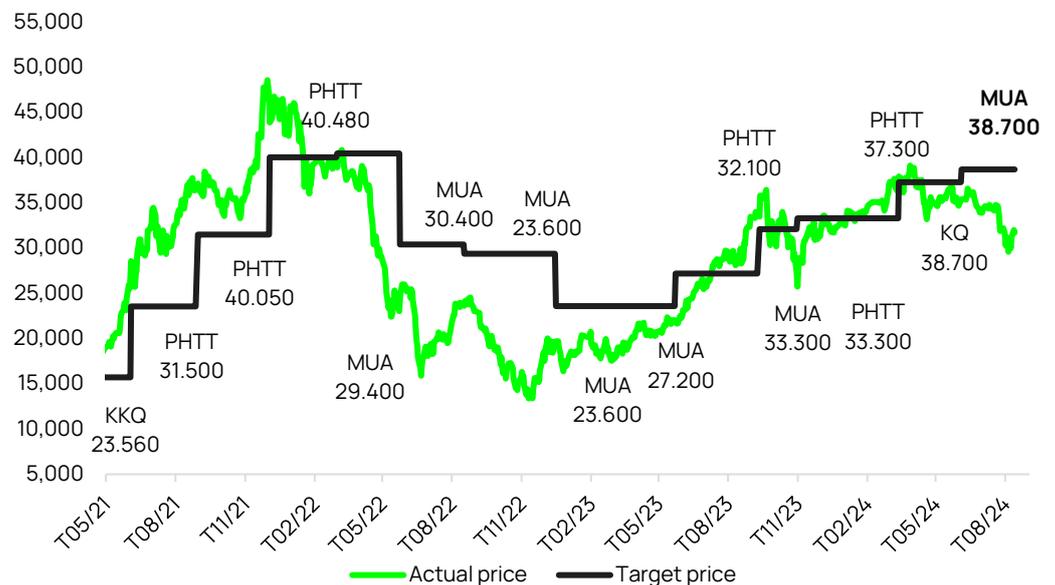
**Hình 20: P/B trượt (trục y) và ROE trượt (trục x) của một số công ty chứng khoán Việt Nam**



Nguồn: Fiinpro, Vietcap (cập nhật ngày 15/08/2024)

## Lịch sử khuyến nghị

**Hình 21: Lịch sử khuyến nghị giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)**



Nguồn: Fiinpro, Vietcap (giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành)

## Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu hoạt động</b>	<b>7.158</b>	<b>8.131</b>	<b>10.201</b>	<b>11.348</b>	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>65.755</b>	<b>69.743</b>	<b>79.213</b>	<b>86.096</b>
Lãi từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL)	3.167	3.353	4.143	4.394	<b>Tài sản tài chính</b>	<b>65.659</b>	<b>69.642</b>	<b>79.107</b>	<b>85.985</b>
Lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	474	512	546	591	Tiền & các khoản tương đương tiền	494	703	447	514
Lãi từ các khoản cho vay & phải thu	1.568	1.946	2.669	3.183	Các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL)	44.072	41.840	44.498	48.950
Lãi từ tài sản tài chính sẵn sàng để bán	6	8	9	10	Các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	4.973	5.314	5.580	6.138
DT nghiệp vụ môi giới CK	1.502	1.879	2.400	2.735	Các khoản cho vay	15.134	20.636	27.236	28.856
DT mảng ngân hàng đầu tư	92	105	121	138	Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	416	533	685	817
Thu nhập hoạt động khác	348	327	313	297	Dự phòng tài sản tài chính	-33	-34	-36	-38
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>2.435</b>	<b>2.617</b>	<b>3.004</b>	<b>3.105</b>	Các khoản phải thu từ tài sản tài chính	590	619	650	683
Lỗ từ các tài sản tài chính FVTPL	656	763	914	961	Dự phòng các khoản phải thu	-232	-227	-223	-218
Lỗ và ghi nhận chênh lệch đánh giá theo giá trị hợp lý tài sản tài chính AFS khi phân loại lại	26	26	26	26	Tài sản tài chính khác	245	257	270	284
Chi phí hoạt động tự doanh	32	35	39	43	Tài sản ngắn hạn khác	96	101	106	111
Chi phí nghiệp vụ môi giới CK	1.316	1.353	1.488	1.517	<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3.486</b>	<b>3.961</b>	<b>4.266</b>	<b>4.457</b>
Chi phí hoạt động khác	404	440	537	559	Đầu tư tài chính dài hạn	2.821	3.256	3.516	3.659
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4.723</b>	<b>5.514</b>	<b>7.198</b>	<b>8.243</b>	Tài sản cố định	269	283	297	312
Tổng thu nhập tài chính	123	130	139	147	BDS đầu tư	236	259	285	314
Tổng chi phí tài chính	1.638	1610	1920	2179	Chi phí XDCB dở dang	32	32	32	32
Chi phí quản lý	362	443	560	624	Tài sản dài hạn khác	127	131	135	139
Lợi nhuận khác	1	2	2	2	<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>69.241</b>	<b>73.704</b>	<b>83.479</b>	<b>90.552</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.849</b>	<b>3.592</b>	<b>4.858</b>	<b>5.588</b>	<b>Nợ phải trả</b>	<b>46.000</b>	<b>47.196</b>	<b>51.854</b>	<b>58.837</b>
Chi phí thuế	554	699	945	1087	<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>45.939</b>	<b>47.134</b>	<b>51.793</b>	<b>58.776</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2.294</b>	<b>2.893</b>	<b>3.913</b>	<b>4.501</b>	Vay và nợ thuê TC ngắn hạn	43.169	44.896	49.385	56.299
EPS (VND)	1.479	1.777	2.239	2.462	Trái phiếu phát hành ngắn hạn	0	0	0	0
DPS (VND)	1.000	1.200	1.500	2.500	Các khoản phải trả ngắn hạn khác	2.770	2.239	2.407	2.477
SL CP lưu hành (triệu)*	1.499	1.660	1.764	1.764	<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>
SLCP lưu hành trung bình (triệu)*	1.497	1.505	1.687	1.764	Nợ dài hạn	0	0	0	0
					Khác	61	61	61	61
<b>Tăng trưởng</b>					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>23.241</b>	<b>26.509</b>	<b>31.625</b>	<b>31.715</b>
Tăng trưởng doanh thu**	11,7%	13,5%	25,2%	11,2%	Cổ phiếu phổ thông	15.011	19.645	20.685	20.685
Tăng trưởng lợi nhuận từ HĐKD	30,4%	16,3%	30,9%	14,8%	Thặng dư vốn cổ phần	3.299	4.055	6.864	6.864
Tăng trưởng LNTT	35,0%	26,1%	35,2%	15,0%	Quyền chọn chuyển đổi trái phiếu	0	0	0	0
Tăng trưởng EPS pha loãng*	15,6%	20,2%	26,0%	10,0%	Cổ phiếu quỹ	-19	-19	-19	-19
<b>Khả năng sinh lời</b>					Chênh lệch đánh giá tài sản theo giá trị hợp lý	-4	-4	-4	-4
Biên LN gộp %	66,0%	67,8%	70,6%	72,6%	Chênh lệch tỷ giá hối đoái	55	55	55	55
Biên LN từ HĐKD %	61,0%	62,4%	65,1%	67,2%	Quỹ dự phòng tài chính và rủi ro nghiệp vụ	61	0	0	0
Biên LN ròng %	32,1%	35,6%	38,4%	39,7%	Lợi nhuận chưa phân phối	4.696	2.636	3.903	3.993
ROE %	10,1%	11,6%	13,5%	14,2%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	141	141	141	141
ROA %	3,8%	4,0%	5,0%	5,2%	<b>Tổng cộng nợ phải trả &amp; vốn CSH</b>	<b>69.241</b>	<b>73.704</b>	<b>83.479</b>	<b>90.552</b>
					<b>Thanh khoản</b>				
					CS thanh toán hiện hành	1,43	1,48	1,53	1,46
					CS thanh toán tiền mặt	0,01	0,01	0,01	0,01
					Nợ/Vốn CSH	1,84	1,67	1,55	1,76
					Khả năng thanh toán lãi vay	2,78	3,32	3,63	3,66

Nguồn: SSI, Vietcap (\* SSI phát hành 10 triệu cổ phiếu ESOP vào ngày 23/02/2022; SSI phát hành 496,4 triệu cổ phiếu thông qua đợt phát hành quyền với giá 15.000 đồng/cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1 (cứ 2 cổ phiếu hiện hữu thì được nhận 1 cổ phiếu mới) vào tháng 8/2022. Chúng tôi điều chỉnh cổ phiếu lưu hành cuối năm 2021 theo yếu tố thưởng của đợt phát hành quyền. SSI phát hành 10 triệu cổ phiếu ESOP vào ngày 01/03/2023 và 20/05/2024. Chúng tôi giả định SSI sẽ (1) phát hành 151 triệu cổ phiếu (bao gồm yếu tố thưởng) thông qua phát hành quyền vào nửa cuối năm 2024 và (2) phát hành 104 triệu cổ phiếu thông qua phát hành riêng lẻ vào quý 3/2025 với tổng số tiền thu được là 3,9 nghìn tỷ đồng. \*\* Doanh thu bao gồm doanh thu hoạt động và thu nhập tài chính.)

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**

**Giám đốc điều hành, ext 105**

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Nguyễn Anh Duy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thùy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng,

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

##### Nguyễn Thảo Vy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

##### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng,

##### Giám đốc

##### Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Hồ Thu Nga, 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 Vietcap

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

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

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

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

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.