



Ngành: Tài chính
Ngày phát hành: 16/10/2009

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

Công ty cổ phần Chứng khoán Sài Gòn- SSI

Những điểm nổi bật

- Giữ vững vị trí thứ nhất về thị phần môi giới nước ngoài, thứ 3 về thị phần môi giới trong nước (số lượng tài khoản tăng 40% so với 2008).
- Bộ máy quản trị có năng lực, quản lý hiệu quả.
- Quỹ tiền mặt dồi dào, là cơ hội “vàng” cho SSI đầu tư vào cổ phiếu giá rẻ trong năm 2009. Kết quả kinh doanh quý 3, 4 sẽ có đột biến (9 tháng lãi ??? tỷ VND).
- Giá hiện tại (ngày 16/10/09) vẫn chấp nhận được (P/E dự kiến 2009 = 16, trong khi P/E Vnindex 2009 ước tính là 21).



HỘI SỞ

72 Nguyễn Huệ, Phường Bến Nghé, Quận 1,
Thành phố Hồ Chí Minh
Tel. 08 38 242897 Fax: 08 38 242997

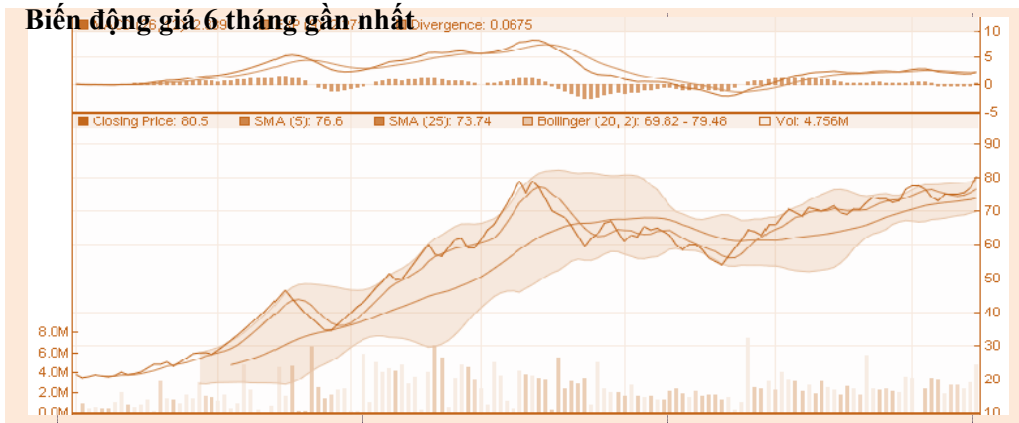
Cơ cấu cổ đông (%)

Sở hữu nhà nước	0
Sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài	46,35
Sở hữu khác	53,65

Các cổ đông lớn

Họ và tên	Số cổ phiếu	Tỷ lệ sở hữu (%)
ANZ	25,078,010	18,35
Daiwa Securities Group INC.	14,988,510	10,97
Nguyễn Duy Hưng	7,410,532	9,36

Biến động giá 6 tháng gần nhất



Giá thấp nhất 52 tuần	20,60	EPS	3,426
Giá cao nhất 52 tuần	79,00	ROA (%)	8,68
Thị giá vốn(tỷ VND)	11,576	ROE (%)	12,67
Số CP đang lưu hành	150,333,471	Đòn bẩy TC	1,54
Tỷ lệ cổ tức/Thị giá	1,30%	P/E	22,47
Ngày chốt quyền	28/11/2008	Beta	1,23
Ngày trả cổ tức	19/12/2008	Khối lượng TB 10 ngày	2.882.416

Kết quả định giá

91.000 VND

Phạm Xuân Anh, Phụ trách nhóm Ngành

Nguyễn Gia Cẩn, Phụ trách ngành Tài chính

Tel: +84 4 2220 6832

Email: Pxuananh@bsc.com.vn

Tel: +84 4 2220 6832

Email: Canng@bsc.com.vn



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Quá trình phát triển

Danh sách ban lãnh đạo

Tên	Chức vụ
Nguyễn Duy Hưng	Chủ tịch HĐQT
Nguyễn Hồng Nam	UV Hội đồng quản trị
Tatsuoka Toyoji	UV Hội đồng quản trị
Ngô Văn Diễm	Ủy V Hội đồng quản trị
Gilles Planté	Ủy V Hội đồng quản trị
Nguyễn Văn Khải	Trưởng Ban kiểm soát
Đặng Phong Lưu	Thành viên ban kiểm soát
Hồ Thị Hương Trà	Thành viên ban kiểm soát
Nguyễn Duy Hưng	Tổng giám đốc
Nguyễn Hồng Nam	Phó TGD
Nguyễn Thị Thanh Hà	Giám đốc tài chính
Hoàng Thị Minh Thủy	Kế toán Trưởng
Bùi Thế Tân	Giám đốc kinh doanh
Nguyễn Quang Bảo	Giám đốc kinh doanh
Nguyễn Hoài Anh	Giám đốc Hệ thống TT

- SSI là doanh nghiệp hoạt động dưới hình thức Công ty cổ phần, được thành lập với vốn điều lệ ban đầu là 6 tỷ đồng.
- 05/04/2000: SSI được UBCKNN cấp Giấy phép hoạt động kinh doanh chứng khoán với hai nghiệp vụ Môi giới và Tư vấn đầu tư chứng khoán
- 02/2001: SSI tăng vốn điều lệ lên 9 tỷ đồng.
- 07/2001: SSI tăng vốn điều lệ lên 20 tỷ đồng với 4 nghiệp vụ chính: Tư vấn Đầu tư, Môi giới, Tự doanh và Lưu ký chứng khoán.
- 09/07/2002: Mở chi nhánh tại Hà Nội. 4/2004: SSI tăng vốn điều lệ lên 23 tỷ đồng. 2/2005: SSI tăng vốn điều lệ lên 26 tỷ đồng, với 5 nghiệp vụ chính: Tư vấn đầu tư, Môi giới, Tự doanh, Lưu ký chứng khoán và Quản lý danh mục đầu tư.
- 6/2005: SSI tăng vốn điều lệ lên 52 tỷ đồng, bổ sung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành.
- 02/2006: SSI tăng vốn điều lệ lên 120 tỷ đồng.
- 05/2006: SSI tăng vốn điều lệ lên 300 tỷ đồng, trở thành công ty chứng khoán có quy mô vốn lớn nhất trên TTCK Việt Nam tại thời điểm đó.
- 09/2006: SSI tăng vốn điều lệ lên 500 tỷ đồng.
- 11/2006: Hoàn thành đợt phát hành 500 tỷ đồng mệnh giá trái phiếu chuyển đổi.
- 15/12/2006: Cổ phiếu của công ty chính thức giao dịch tại Trung tâm GDCK Hà Nội.
- 07/2007: SSI tăng vốn điều lệ lên 799.999.170.000 đồng.
- 08/2007: Công ty Quản lý quỹ SSI nhận giấy phép hoạt động của UBCKNN.
- 09/2007: SSI phát hành thêm 555.600 trái phiếu chuyển đổi (55,560 tỷ đồng mệnh giá) cho 01 cổ đông chiến lược là Ngân hàng ANZ.
- 29/10/2007: cổ phiếu SSI chính thức giao dịch tại Sở GDCK TP.HCM.
- 03/2008: SSI tăng vốn điều lệ lên 1.199.998.710.000 đồng.
- 04/2008: SSI tăng vốn điều lệ lên 1.366.666.710.000 đồng.

Lĩnh vực kinh doanh chính

- Chứng khoán:
 - Môi giới chứng khoán.
 - Tư vấn đầu tư chứng khoán và lưu ký chứng khoán.
 - Tự doanh chứng khoán.
 - Bảo lãnh phát hành chứng khoán.



Tin doanh nghiệp gần nhất

SSI: 8 tháng đầu năm lãi 423 tỷ đồng
(14/09/2009 17:58)

VMC: Các quỹ của SSI đã bán gần
160.000 cổ phiếu (10/09/2009
10:41)

SSI: Đã bán xong 3 triệu cổ phiếu
quỹ (08/09/2009 15:24)

Tháng 8 và tuần đầu tháng 9: SSI
mua mạnh VFMVF4, TTP, NSC,
bán mạnh TBC, DHC, ABT
(07/09/2009 17:22)

ABT: SSI đã bán 438.450 cổ phiếu
(07/09/2009 00:00)

DHC: SSI đã bán 191.240 cổ phiếu
(07/09/2009 00:00)

NSC: SSI đã mua 223.580 cổ phiếu
(07/09/2009 00:00)

TBC: SSI đã bán 149.700 cổ phiếu
(07/09/2009 00:00)

TTP: SSI đã mua ròng 193.330 cổ
phiếu (07/09/2009 00:00)

Triển vọng công ty

*SSI chiếm thị phần thứ 3 với
7,52% tại Hose và 7% tại HNX.*

*SSI đang quản lý hơn 35.000 tài
khoản giao dịch trong đó có trên
3.000 tài khoản đến từ Mỹ, Anh,
Canada, Úc và nhiều khách hàng
lớn như HSBC, KITMC, Morgan
Stanley, Deutsche Bank, Citi
Group Global Market Financial
Products LLC.*

*Với 3 mảng kinh doanh chính là tự
doanh, môi giới và tư vấn tài
chính, SSI kỳ vọng sẽ đạt lợi nhuận
năm nay gấp đôi năm trước.*

*SSI có số lượng chi nhánh và
phòng giao dịch lớn nhất tại Việt
Nam*

- Quản lý quỹ:
 - Quản lý quỹ đầu tư: Huy động và quản lý quỹ thành viên trong nước và nước ngoài.
 - Quản lý danh mục đầu tư: Ủy thác quản lý danh mục đầu tư, ủy thác đầu tư theo chỉ định, quản lý tiền tệ.
 - Các dịch vụ khác: Cung cấp báo cáo phân tích thị trường, ngành, lãi suất, tư vấn tài chính doanh nghiệp, hỗ trợ kiến thức đầu tư.

Vị thế của công ty

Theo báo cáo của Ngân hàng Thế giới tại Hội nghị Nhóm các nhà tư vấn tài trợ cho Việt Nam cuối tháng 12/2007, SSI được xếp vào nhóm 10 công ty niêm yết hàng đầu trên Sở GDCK TP.HCM, có chất lượng kinh doanh tốt nhất xét theo EPS và P/E. Ngày 29/2/2008, tổ chức tài chính Merrill Lynch lựa chọn cổ phiếu SSI, đại diện duy nhất của Việt Nam, đưa vào danh sách đầu tư thiết lập chỉ số ML Frontier theo các tiêu chí về tính thanh khoản, thị giá vốn và tỷ lệ sở hữu của NĐT nước ngoài. Năm 2007, SSI quản lý hơn 35.000 tài khoản giao dịch, trong đó 3.000 tài khoản của NĐT nước ngoài, tiếp tục duy trì vị trí dẫn đầu thị trường trong các hoạt động nghiệp vụ chứng khoán:

- Thị phần môi giới:* SSI chiếm thị phần thứ 3 với khoảng 7,52% tại HOSE và khoảng 7% tại HASTC.
- Tư vấn tài chính doanh nghiệp:* SSI ký kết hơn 130 hợp đồng tư vấn các loại, phần lớn tập trung vào tư vấn phát hành, đã thực hiện phát hành thành công 36 hợp đồng với tổng giá trị phát hành thu được hơn 23.000 tỷ đồng trên gần 3.100 tỷ đồng mệnh giá.
- Bảo lãnh phát hành:* Bảo lãnh phát hành thành công 4.500 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp gồm: 4.000 tỷ đồng trái phiếu của Tập đoàn Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam Vinashin, 500 tỷ đồng trái phiếu của Tổng công ty Xây dựng Điện Việt Nam (VNECO).

Chiến lược phát triển và đầu tư

- Chiến lược phát triển sản phẩm dịch vụ:* Các dịch vụ thu xếp vốn, bảo lãnh cho doanh nghiệp, quản lý tài sản và tư vấn đầu tư cho các tổ chức và cá nhân là dịch vụ đang và sẽ được tập trung nguồn lực phát triển trong giai đoạn sắp tới.
- Chiến lược tổ chức:* Xây dựng các bộ phận tư vấn doanh nghiệp, tư vấn đầu tư, môi giới chứng khoán mạnh và độc lập trên cơ sở đảm bảo nguyên tắc BỨC TUỜNG LỬA giữa các bộ phận. Bên cạnh việc chuyển đổi mô hình hoạt động, Ban lãnh đạo SSI cũng đang bắt đầu triển khai mở rộng thêm mạng lưới phòng giao dịch nhằm cung cấp thêm nhiều điểm nhận lệnh và giao dịch tiện lợi cho khách hàng.
- Chiến lược khách hàng:* SSI phát triển mạng lưới các đối tác chiến lược ở các thị trường và các lĩnh vực khác nhau thông qua hợp tác toàn diện để chọn lựa và giới hạn khách hàng nhằm đảm bảo chất lượng dịch vụ tốt nhất cho cả doanh nghiệp và nhà đầu tư.

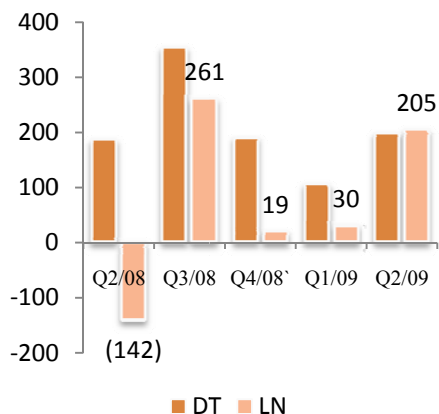


Kế hoạch kinh doanh 2009

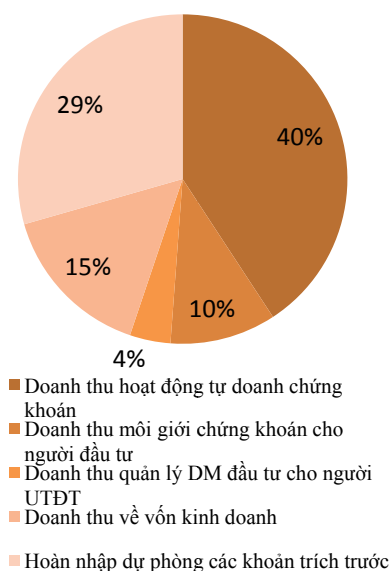
Đơn vị: Tỷ đồng

Tổng DT HĐKD	461.86
<i>(Chưa bao gồm DT HĐ tự doanh)</i>	
Chi phí HĐKD	200.66
<i>(Chưa bao gồm chi phí tự doanh và dự phòng đầu tư tài chính)</i>	
Tổng LNTT	261,2

Doanh thu và lợi nhuận



Cơ cấu doanh thu 2008



Nguồn: BSC

- **Chiến lược đầu tư:** Đối với cả hoạt động đầu tư tự doanh và đầu tư ủy thác cho khách hàng, SSI lựa chọn các doanh nghiệp ổn định, phát triển bền vững, không đầu tư chạy theo các xu thế ngắn hạn của thị trường.

- **Chiến lược vốn:** SSI dự kiến tăng nguồn vốn hoạt động bằng cách phát hành 500 tỷ trái phiếu chuyển đổi nhằm tăng quy mô vốn và khả năng tài chính của công ty.

- **Chiến lược nhân sự:** SSI phát triển chiến lược nhân sự năng động nhằm thu hút được những cá nhân xuất sắc tham gia và gắn bó lâu dài với công ty.

- **Chiến lược công nghệ:** SSI hiện đang trong giai đoạn lựa chọn nhà thầu có kinh nghiệm để phát triển hệ thống công nghệ thông tin đồng bộ theo tiêu chuẩn quốc tế, đảm bảo cung cấp các công cụ hữu hiệu cho các hoạt động giao dịch - bao gồm giao dịch trực tuyến, phần mềm quản lý tài sản, quản lý rủi ro.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Sau năm 2008 đầy biến động thăng trầm với hàng loạt khó khăn với ngành tài chính nói riêng và nền kinh tế thế giới nói chung, SSI vẫn đứng vững và có được lợi nhuận tương đối khả quan trong khi phần lớn công ty chứng khoán khác trong ngành lỗ thậm chí lỗ lớn.

Với tâm lý thận trọng, bước vào năm tài chính 2009 SSI đã chuyển chiến lược kinh doanh theo hướng hạn chế rủi ro bằng cách: Giảm tỷ trọng đầu tư cổ phiếu, tăng tỷ trọng đầu tư trái phiếu, và duy trì lượng tiền mặt lớn nhằm đảm bảo tính thanh khoản cao trong khủng hoảng, sẵn sàng đón nhận cơ hội đầu tư cổ phiếu giá rẻ.

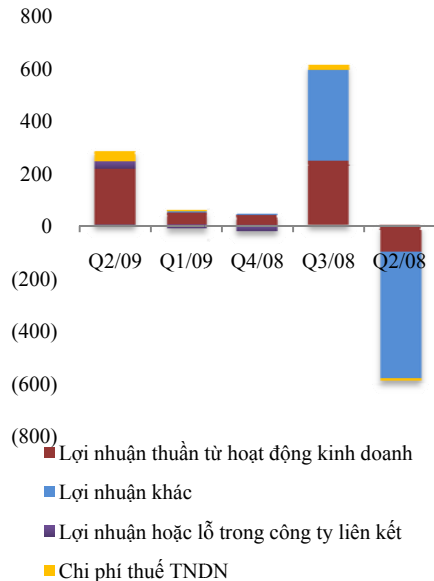
Thực tế đã cho thấy hướng đi của SSI là đúng đắn, kết thúc Q1/2009 lợi nhuận của Công ty đã tăng 150% so với Q4/2008 đạt 30,2 tỷ đồng. Tuy nhiên doanh thu lại giảm khoảng 50% so với Q4/2008 do tình hình kinh tế vẫn còn nhiều khó khăn chưa thực sự thoát ra khỏi khủng hoảng, doanh thu về hoạt động môi giới, tự doanh, quản lý danh mục đầu tư... cũng vì thế mà giảm mạnh.

Hoạt động tự doanh vốn là nguồn mang lại doanh thu và lợi nhuận chính của SSI năm 2008 thì năm nay đã thu hẹp lại và đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận Công ty. Lợi nhuận chủ yếu quý I của SSI đến từ các khoản hoàn nhập dự phòng, đầu tư trái phiếu và thu phí môi giới.

Bước sang quý II/2009, các thị trường chứng khoán đã có nhiều thay đổi theo chiều hướng tích cực. Trên thế giới: Gói kích thích kinh tế của các nước đã phát huy tác dụng, tại Mỹ chỉ số chứng khoán DowJones đã tăng mạnh từ mức 6.547 điểm lên mức 8.740 điểm tức là tăng 30% khi kết thúc vào tháng 6/2009. Trong nước, một số chỉ số kinh tế vĩ mô cũng cho thấy dấu hiệu phục hồi kinh tế khá rõ: Chỉ số GDP quý I vẫn đạt 3,1% (trong khi các nước trong khu vực thậm chí âm), lạm phát tiếp tục giảm, CPI tháng 3 giảm 0,17% so với tháng 2, cán cân thương mại có sự cải thiện đáng kể, và Việt Nam có thặng dư thương mại trong cả 3 tháng đầu năm năm 2009 với mức xuất siêu đạt 1.647 tỷ USD. Chỉ số

Cơ cấu lợi nhuận

Đơn vị: Tỷ đồng

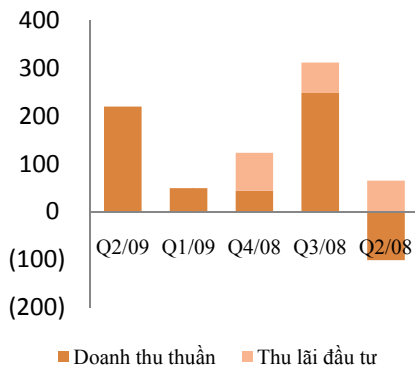


VNIndex cũng tăng mạnh theo xu hướng chung của thị trường chứng khoán thế giới, từ mức 247,6 điểm lên 411,6 điểm khi kết thúc Quý II/2009, tức là tăng 66%.

Với bối cảnh kinh tế vĩ mô đang cải thiện dần, hoạt động kinh doanh của SSI trong QII/2009 đã phát triển mạnh mẽ. Doanh thu QII/2009 tăng 89% và lợi nhuận QII/2009 tăng kỷ lục, đạt 680% so với Quý I. Tuy nhiên, cơ cấu doanh thu và lợi nhuận vẫn chưa có nhiều thay đổi so với quý I. Doanh thu chủ yếu vẫn là từ mảng Môi giới, Hoàn nhập dự phòng..., Doanh thu từ hoạt động tự doanh hầu như chưa có. Chính vì vậy mà cơ cấu lợi nhuận của SSI trong Quý 2/2009 vẫn nghiêng về các lợi nhuận từ mảng Môi giới, Kinh doanh vốn là chính.

Điểm đáng chú ý ở đây là Lợi nhuận thu từ Lãi đầu tư (Mảng tự doanh) của SSI trong liên tiếp hai Quý đầu năm 2009 hầu như chưa có. Điều này phản ánh một phần quan điểm thận trọng cũng như kỷ luật đầu tư tại SSI khá rõ nét cũng như thể hiện năng lực điều hành của Bộ máy lãnh đạo SSI. Theo quan điểm của chúng tôi, việc thận trọng chưa đẩy mạnh tự doanh trong Quý I và II 2009 của SSI là hoàn toàn hợp lý trong bối cảnh sự phục hồi kinh tế chưa thực sự rõ ràng và tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh



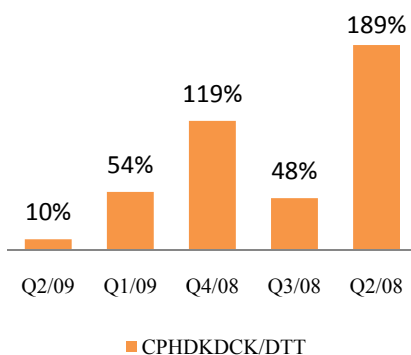
Chỉ số Chi phí hoạt động kinh doanh chứng khoán/ Doanh thu thuần của Công ty cũng là một chỉ số đáng tham khảo thể hiện Hiệu quả hoạt động kinh doanh của SSI. Đồ thị bên cho thấy chỉ số này đang giảm mạnh và QII/009 đạt 10%, mức thấp nhất trong vòng 5 Quý gần đây. Điều này cho thấy SSI đang kiểm soát chi phí rất tốt và phản ánh năng lực quản lý tại SSI ngày một nâng cao.

Ngày 14/09/2009: SSI công bố kết quả kinh doanh 8 tháng đầu năm đạt 423 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng 200% so với Quý II/09, trong khi Vnindex mới chỉ tăng có 35%.

Theo đánh giá của chúng tôi, lĩnh vực tự doanh SSI đã bắt đầu được đẩy mạnh trong quý 3/09. Phần lớn lợi nhuận trên đạt được từ việc bán 3 triệu cổ phiếu quỹ và một số mã chứng khoán tự doanh khác (xem phân thông tin công bố ở trang 3). Hoạt động tự doanh vốn là hoạt động chính và khá mạnh của SSI, thường chiếm khoảng 40% doanh thu của SSI, được kỳ vọng đem lại lợi nhuận lớn cho SSI trong QIII và QIV/2009.

Nếu tình hình kinh tế vĩ mô vẫn theo hướng tốt lên, và với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao như hiện nay trung bình 100 tỷ đồng/tháng (kể từ tháng 7/09) nhiều khả năng Quý III/09 và thậm chí Quý IV/09, SSI theo chúng tôi dự báo sẽ có lợi nhuận đột biến, vượt xa kế hoạch kinh doanh của công ty.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh

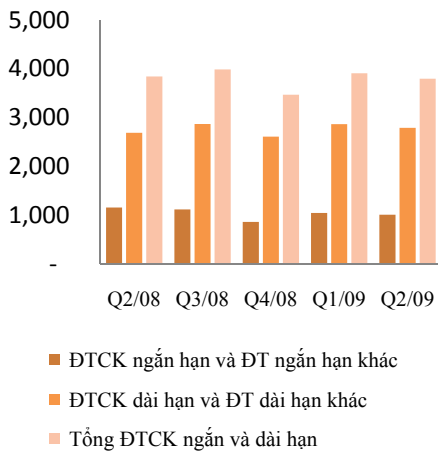


Nguồn: BSC



Cơ cấu vốn đầu tư:

Đơn vị: Tỷ đồng



Hoạt động đầu tư tài chính

Đây là hoạt động cốt lõi của SSI, quyết định rất lớn đến kết quả kinh doanh và hình ảnh của SSI trên thị trường chứng khoán.

Đồ thị về cơ cấu vốn đầu tư của SSI cho thấy cơ cấu vốn đầu tư ngắn hạn/dài hạn của SSI khá ổn định và cho thấy sự ổn định và chắc chắn của SSI trong việc quản lý danh mục đầu tư. Cơ sở đánh giá này xuất phát từ việc ít có Công ty chứng khoán nào giữ được nguyên tắc đầu tư nhất quán khi phải trải qua những đợt tăng giảm của thị trường chứng khoán từ đầu năm đến nay. Cơ cấu này thường dao động quanh khoảng 36%, một tỷ lệ theo chúng tôi đánh giá là hợp lý.

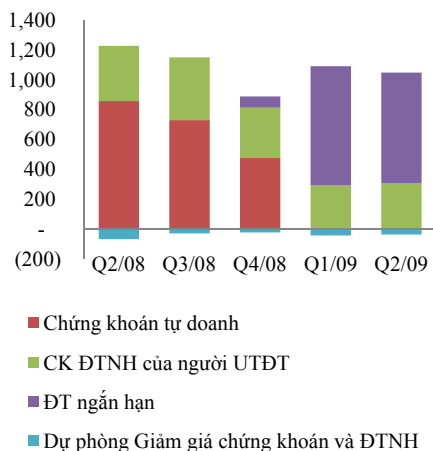
Việc rút toàn bộ Chứng khoán tự doanh ngắn hạn vào Q1/2009 của SSI cho thấy công ty có tầm nhìn và bước đi rất đúng, phù hợp với xu thế chung của thị trường và bảo toàn vốn. Bên cạnh việc cơ cấu lại nguồn vốn tự doanh ngắn hạn, SSI còn đẩy mạnh việc đầu tư trái phiếu và các sản phẩm đầu tư ngắn hạn khác. Đây là chiến lược thích hợp trong bối cảnh kinh tế vẫn chưa thoát khỏi khủng hoảng trong khi các kênh đầu tư khác chứa đựng nhiều rủi ro. Chúng tôi nhận thấy, chiến lược kinh doanh hợp lý gắn với từng giai đoạn phát triển và vận động của thị trường chứng khoán phản ánh năng lực quản lý điều hành của đội ngũ lãnh đạo SSI và có thể nói Con người luôn là yếu tố quyết định mọi thành công của các Công ty.

Việc đẩy mạnh đầu tư chứng khoán làm tăng cơ cấu đầu tư chứng khoán ngắn hạn trong Q3/09. Theo dự kiến của chúng tôi, ước tính Đầu tư chứng khoán ngắn hạn sẽ chiếm tới 40%. Bên cạnh đó, tỷ trọng đầu tư ngắn hạn vào trái phiếu sẽ giảm do kênh đầu tư này hiện đang kém hấp dẫn nhà đầu tư.

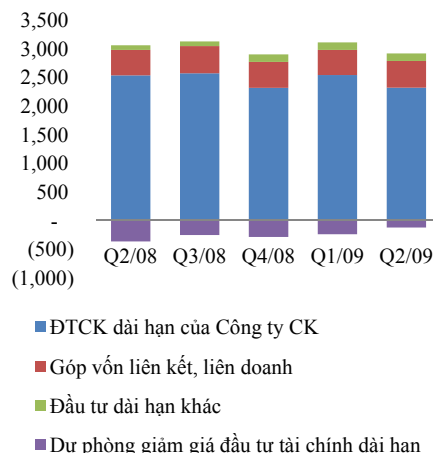
Cơ cấu đầu tư dài hạn của SSI vẫn ổn định khoảng 80% là Đầu tư CK dài hạn, 10% là Góp vốn liên kết, liên doanh và 10% còn lại là Dự phòng giảm giá ĐTTC dài hạn

Với cơ cấu danh mục đầu tư ổn định như hiện nay, nếu Vnindex tiếp tục tăng điểm đến cuối năm phá bỏ đỉnh cũ thì khoản hoàn nhập dự phòng giảm giá chứng khoán của SSI sẽ tiếp tục tăng nữa. Đây là một điểm đáng chú ý khi chúng tôi định giá của SSI.

ĐTCK ngắn và ĐT ngắn hạn khác



ĐTCK dài hạn và ĐT dài hạn khác



Nguồn: BSC



Hoạt động môi giới

Thị phần môi giới có sự sắp xếp lại

Môi giới trong nước:

Từ vị trí thứ nhất chiếm 17% thị phần môi giới toàn thị trường, đến Q3/09 SSI đã rơi xuống vị trí thứ ba sau CTCK Thăng Long và CTCK Sacombank với thị phần còn lại là 7,52 %. Có hai lý do giải thích cho bức tranh thị phần môi giới đang được vẽ lại giữa các CTCK;

Thứ nhất, đó là sự chuyên nghiệp hóa trong hoạt động môi giới tại nhiều CTCK bằng cách nâng hoạt động môi giới theo hướng gần với mô hình của các TTCK phát triển. Thứ hai, nhiều CTCK có ưu thế về nguồn vốn do sự hỗ trợ mạnh mẽ từ các ngân hàng mẹ. Các CTCK này có khả năng cung cấp nhiều gói dịch vụ linh hoạt giúp NĐT sử dụng đòn bẩy tài chính, gia tăng cơ hội tạo ra lợi nhuận “kép” lúc TTCK đi lên.

Trong khi đó, tại nhiều CTCK lớn như CTCK Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC), CTCK ACB (ACBS) và CTCK Vietcombank (VCBS) - là nhóm CTCK thu hút được số tài khoản nhiều nhất thị trường, có thể do cơ chế hoạt động hoặc nguyên tắc thận trọng nên các CTCK này đang tụt dần xuống phía sau của bảng xếp hạng. Top 10 cũng xuất hiện hai gương mặt mới đi vào hoạt động 2 năm qua là CTCK FPT (FPTS) và CTCK Trảng An (TAS)...

Môi giới nước ngoài:

Tính đến cuối tháng 8, SSI vẫn dẫn đầu (28,5% thị phần). Đây cũng là CTCK thu hút được số tài khoản của khối NĐT nước ngoài đông đảo nhất hiện nay, chiếm 25% toàn thị trường.

Kế tiếp là HSC chiếm thị phần môi giới hơn 20%, với ưu thế là CTCK thu hút được nhiều tổ chức nước ngoài. Theo thống kê nhanh từ HSC, trong tháng 9, Công ty có thể vươn lên chiếm 33% thị phần môi giới cho khối ngoại (con số cụ thể chưa được công bố chính thức).

Hai vị trí kế tiếp lần lượt thuộc về hai CTCK có mặt trên thị trường ngay từ ngày TTCK Việt Nam mới thành lập: CTCK Bảo Việt (BVSC) và ACBS.

Nguyên nhân khiến SSI mất vị trí đứng đầu về thị phần môi giới:

Phần lớn các CTCK đang dẫn đầu thị phần môi giới trong nước đã nâng mức chuyên nghiệp hóa hoạt động môi giới thêm một bước bằng cách chia khách hàng theo nhóm và mỗi nhân viên môi giới phụ trách tư vấn cho một nhóm khách hàng. Hoạt động của phòng phân tích được đẩy mạnh để tư vấn tốt nhất cho từng nhóm khách hàng, đặc biệt là khách hàng lớn.



Điều này khiến tốc độ vòng quay vốn của NĐT được đẩy lên cao. Đây là một trong các lý do giải thích vì sao những CTCK thuộc nhóm 2 (dưới 30.000 tài khoản) lại đang chiếm các thứ hạng đầu. Sẽ không lạ nếu như thời gian tới, nhiều CTCK lớn sẽ học tập phát triển mô hình quản lý năng động, tương tự những CTCK thể hệ sau.

Như vậy, thông qua việc cho khách hàng sử dụng đòn bẩy tài chính, thị phần môi giới của một số Công ty chứng khoán đã tăng mạnh. Trong ngắn hạn, các Công ty chứng khoán này sẽ tăng được doanh thu từ dịch vụ môi giới do khối lượng giao dịch của khách hàng tăng và thu thêm được phí từ dịch vụ cho vay thế chấp nhưng xét về dài hạn thì chiến lược này được cho là chứa đựng nhiều rủi ro, không bền vững. Khi thị trường chứng khoán đi xuống chắc chắn các Công ty này sẽ không còn duy trì được thị phần môi giới cao như hiện nay.

Tuy nhiên, việc tạm thời mất vị trí đứng đầu về thị phần môi giới trong nước không có nghĩa là doanh thu từ mảng môi giới của SSI sẽ giảm. Cùng với khối lượng giao dịch ngày càng tốt lên của thị trường chứng khoán (trung bình khoảng 5.000 tỷ mỗi ngày trên cả hai sàn kể từ QIII/09), khối lượng giao dịch trên tài khoản khách hàng của SSI cũng tăng, do đó phí thu từ dịch vụ môi giới cũng sẽ tăng mạnh. Chúng tôi dự đoán doanh thu từ hoạt động môi giới của Công ty SSI Quý III/09 sẽ tăng khoảng 30%.

Hoạt động Quản lý danh mục đầu tư

Hoạt động này thường chiếm khoảng 4% tổng doanh thu của SSI, tuy đóng góp không nhiều vào doanh thu của Công ty xong lại là hoạt động xây dựng hình ảnh và uy tín của SSI nhiều hơn.

Việc quản lý danh mục cho khách hàng hiệu quả không chỉ đem lại thu nhập cho SSI mà còn làm cho SSI nâng cao được vị thế và sự tín nhiệm của khách hàng.

Chúng tôi cho rằng, với khối lượng giao dịch trung bình hiện đã tăng 30% so với QII/09, doanh thu từ lĩnh vực Quản lý danh mục đầu tư cho người ủy thác đầu tư QIII/09 sẽ tăng không thấp hơn 30%.

Hoạt động kinh doanh vốn

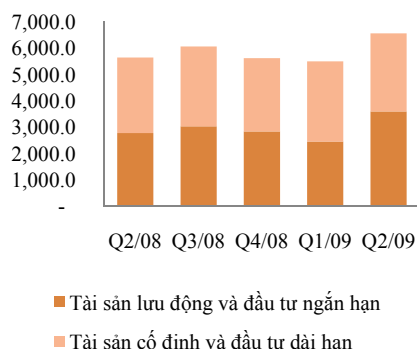
Hoạt động này khá quan trọng và chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong doanh thu của Công ty, khoảng 15%. Tuy nhiên, khi thị trường chứng khoán hồi phục, lãi suất cơ bản thấp thì hoạt động này sẽ khó đem lại lợi nhuận cao như năm 2008. Chúng tôi dự đoán Doanh thu từ hoạt động này sẽ giảm xuống còn 7% trong năm 2009.



MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Cơ cấu tài sản

Đơn vị: Tỷ đồng



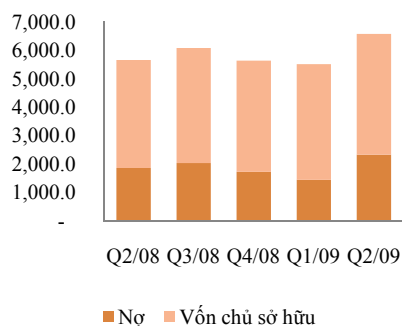
Cơ cấu Tài sản- Nguồn vốn

Cơ cấu tài sản

Tổng tài sản QII/09 của SSI tăng khoảng 30% so với Quý I/09, đạt 6.562 tỷ đồng, trong đó Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn tăng 46%. Sự gia tăng tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn chủ yếu đến từ khoản Tiền và tương đương tiền (tăng gần 100%), nguồn thu chủ yếu từ việc cơ cấu danh mục đầu tư ngắn hạn.

Tài sản cố định và đầu tư dài hạn của SSI hầu như không thay đổi trong những quý gần đây, ổn định quanh mức 2.968 tỷ đồng chiếm khoảng 45% Tổng tài sản của SSI.

Cơ cấu nguồn vốn



Cơ cấu nguồn vốn

Tổng nguồn vốn Quý II/09 tăng 19% so với Q1/09, chủ yếu là do Nợ tăng. Nợ tăng chủ yếu là do Nợ ngắn hạn tăng 61%, trong đó Các khoản phải trả phải nộp khác tăng 125%, Phải trả cổ tức, gốc và lãi trái phiếu tăng 400%, tuy nhiên khoản Phải trả người bán lại giảm tới 112 lần.

Tỷ trọng nợ trên tổng tài sản QII/09 của SSI khoảng 35%, được xem là tương đối thấp với công ty chứng khoán, SSI có thể chủ động trong hoạt động kinh doanh và ít phụ thuộc vào Ngân hàng cũng như ít chịu ảnh hưởng từ chi phí từ lãi suất vay Ngân hàng.

Nguồn: BSC

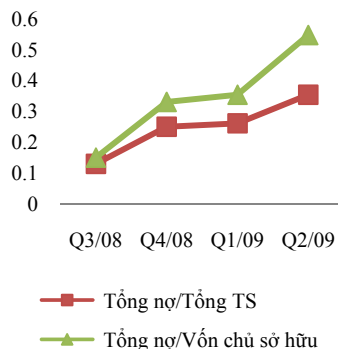
So với các doanh nghiệp cùng ngành

	Q1/09				Q2/09			
	SSI	HCM	KLS	HPC	SSI	HCM	KLS	HPC
Doanh thu thuần (tỷ VND)	104,9	5.8	27.3	4.0	198.9	140.3	124.6	26.5
Tăng trưởng DT(%)	-45	N/A	-58	-87	90	2.314	356	563
LNST	30,3	35,2	(3,50)	(15,6)	205	88,6	87,9	(15,8)
Tăng trưởng LNST(%)	59%	N/A	99	54	577	152	2.612	-1
Tổng tài sản (tỷ VND)	5.496,0	1.588	940	409	6.563	1.921	1.312	449
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1.533,0	394,6	600	239	1.533	394	600	309



Nhìn chung, SSI hiện vẫn là công ty hàng đầu trong ngành với quy mô Tổng tài sản và vốn điều lệ gấp nhiều lần các công ty chứng khoán khác. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNST QII/09 lại không giữ được vị trí hàng đầu, đứng sau HCM và KLS. HCM và KLS có Tổng tài sản nhỏ hơn SSI khoảng 3 đến 4 lần xong doanh thu Quý II/09 hai công ty này chỉ thấp hơn SSI khoảng 50%, điều này cho thấy HCM và KLS hoạt động tương đối hiệu quả trong QII/09.

Chỉ tiêu đòn bẩy SSI



Hệ số đòn bẩy tài chính

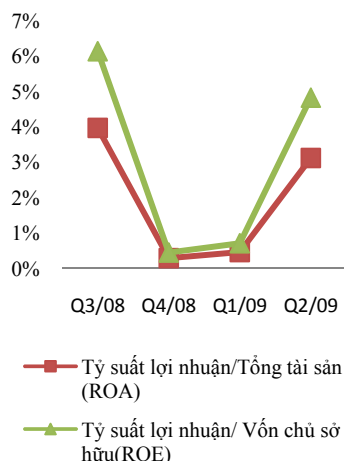
So sánh với các doanh nghiệp khác - Hệ số đòn bẩy tài chính

	QI/09			QII/09		
	SSI	HCM	KLS	SSI	HCM	KLS
Tổng nợ/Tổng TS	0.26	0.14	0.14	0.35	0.25	0.31
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.35	0.17	0.16	0.55	0.34	4.58
Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu	0.14	0.14	0.00	0.14	0.001	0.002
Nợ dài hạn/Tổng tài sản	0.10	0.36	0.00	0.09	0.001	0.000
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0.21	0.17	0.16	0.40	0.34	4.58
Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản	0.16	0.14	0.14	0.26	0.25	0.31

Hệ số nợ của SSI có chiều hướng tăng lên trong thời gian gần đây, cho thấy SSI đang đẩy mạnh đầu tư vào thị trường. Điều này, theo chúng tôi, là hoàn toàn phù hợp trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang trong xu thế tăng trung hạn.

So với các công ty trong ngành thì hệ số nợ của SSI ở mức trung bình, phản ánh hoạt động của SSI hoàn toàn chủ động, ít bị chi phối bởi ngân hàng. Điều đáng chú ý là trong 3 công ty chứng khoán trên thì SSI và HCM có hệ số nợ/VCSH <1, riêng KLS thì hệ số này khá cao, lên tới 4,58 lần, đây là điểm đáng chú ý khi nhà đầu tư lựa chọn giữa cổ phiếu KLS và SSI.

Chỉ tiêu sinh lời



Chỉ tiêu sinh lời

So sánh với công ty trong ngành - Chỉ tiêu sinh lời 4Q gần nhất

	SSI	HCM	KLS
ROA (%)	8,68	8,15	0
ROE (%)	12,67	9,77	0

SSI đang trong quá trình phục hồi, các chỉ số ROE, ROA QII/2009 đang tốt dần, tuy ROE 4Q gần nhất của SSI mới đạt 12,67% , con số này chưa cao. Song, với tính chất đặc thù của ngành chứng khoán, lợi nhuận sẽ tăng mạnh cùng đà tăng của thị trường và thông thường, lợi nhuận sẽ tăng với tốc độ rất nhanh trong thời kỳ phục hồi. 8 tháng đầu năm 2009, SSI công bố lãi 423 tỷ đồng trước thuế, như vậy ROE ước tính của SSI khoảng 28%, tăng khoảng 220% so với ROE 4Q gần nhất và ước tính ROE cả năm có thể đạt trên 40%, ROA khoảng trên 9%.

So với các công ty khác trong ngành, ROE và ROA của SSI thường cao hơn thể hiện hoạt động kinh doanh của SSI đạt hiệu quả hơn. Tuy nhiên về tốc độ tăng trưởng của các chỉ tiêu hiệu quả thì do hiện nay tổng tài sản của SSI lớn hơn nhiều lần các công ty chứng khoán khác nên tốc độ tăng trưởng ROE, ROA chắc chắn sẽ khó duy trì đứng đầu được. Theo chúng tôi Công ty CPCK Hồ Chí Minh (HCM) sẽ là công ty chứng khoán niêm yết có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trên vốn nhanh nhất trong năm nay chứ không phải là SSI.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh

- Quy mô, tên tuổi, thị phần hàng đầu
- Hoạt động kinh doanh hiệu quả và linh hoạt: Tính đến hết năm 2008, khác với nhiều công ty chứng khoán, như Bảo Việt, Kim Long, SSI đã thoát khỏi tình trạng thua lỗ và đạt được lợi nhuận sau thuế 253 tỷ. Điều này thể hiện hiệu quả cũng như sự linh hoạt trong hoạt động kinh doanh của SSI.
- Nước ngoài đánh giá cao: SSI là công ty được các nhà đầu tư nước ngoài, các tổ chức lớn trên thế giới tin tưởng nhất, rất nhiều tổ chức lớn đến mở tài khoản giao dịch chứng khoán tại SSI.
- Lợi thế cổ đông: Với việc có 2 cổ đông lớn là ANZ (năm 18,35%) và Daiwa Securities (10,48%) SSI có thể sẽ nhận được những sự hỗ trợ từ hai tổ chức này.
- Đội ngũ quản trị công ty có năng lực và xây dựng được các Chiến lược kinh doanh khá linh hoạt phù hợp với diễn biến thị trường chứng khoán.

Điểm yếu

- Lĩnh vực tự doanh chứng khoán của SSI rất lớn, nguồn vốn được tính lên tới 2.800 tỷ chiếm 50% tổng tài sản và chiếm trên 70% tổng vốn chủ sở hữu, khoản mục này có thể tiếp tục đưa đến thua lỗ cho SSI nếu TTCK có chiều hướng suy giảm.

Cơ hội

- Cơ hội từ cổ phần hóa doanh nghiệp: Tiến độ cổ phần hóa doanh nghiệp năm 2008 diễn ra chậm chạp, 11 tháng đầu năm 2008 chỉ cổ phần hóa được 73 doanh nghiệp; và yêu cầu đặt ra cho năm 2009 và 2010 là phải cổ phần hóa trên 800 doanh nghiệp nhà nước. Đây sẽ là cơ hội đẩy mạnh hoạt động tư vấn bảo lãnh phát hành cho những công ty chứng khoán hàng đầu như SSI.
- Năm 2009, thị trường chứng khoán trong xu hướng hồi phục đi lên mở ra nhiều cơ hội đầu tư vào các cổ phiếu tiềm năng, cũng như cơ hội để đưa ra các sản phẩm dịch vụ thu hút thêm khách hàng, mở rộng thị phần.

Thách thức

- Sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ phía 103 công ty chứng khoán khác về thị phần trên thị trường chứng khoán đòi hỏi SSI phải liên tục nâng cao chất lượng dịch vụ để củng cố và mở rộng thị phần. Các công ty chứng khoán đi sau tuy không có lợi thế về thị phần song họ có lợi thế



cao chất lượng dịch vụ để củng cố và mở rộng thị phần. Các công ty chứng khoán đi sau tuy không có lợi thế về thị phần song họ có lợi thế về công nghệ, điển hình là FPT, VNDS... nên về lâu dài SSI cũng vẫn phải liên tục nâng cấp công nghệ để theo kịp và giữ vững lợi thế so với các công ty chứng khoán trong ngành.

- Sự tăng trưởng của TTCK quý 3/2009 tạo ra áp lực rất lớn buộc SSI phải kinh doanh có lãi, việc giải ngân thế nào và khi nào để tận dụng tối đa cơ hội trên thị trường trong khi vẫn đảm bảo độ an toàn tránh rủi ro là bài toán lớn cho SSI nói riêng và các công ty chứng khoán nói chung.



ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU SSI

Căn cứ định giá

Căn cứ dự đoán doanh thu

- Đặc thù ngành tài chính - chứng khoán thường có tốc độ tăng trưởng rất mạnh khi thị trường phục hồi. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu Quý 3 và 4/09 của SSI sẽ tiếp tục bằng với tốc độ tăng trưởng Q2/09 là 90% so với quý liền trước.
- Chúng tôi giả định rằng, SSI vẫn giữ vững được thị phần trong những quý còn lại nên doanh thu từ lĩnh vực dịch vụ và môi giới cũng sẽ tăng theo Vnindex. Lĩnh vực tự doanh sẽ đóng góp một phần rất lớn trong Doanh thu những Quý còn lại của năm 2009.

Căn cứ dự đoán chi phí

- Chi phí quản lý doanh nghiệp dự đoán sẽ không thay đổi nhiều so với Q2/2009. Chi phí hoạt động tự doanh chứng khoán sẽ giảm tương đương với tốc độ giảm Q2/2009.
- Chi phí lãi vay dự đoán sẽ tăng mạnh so với Q2/09 do nhiều khả năng doanh nghiệp sẽ dùng đòn bẩy tài chính để đầu tư vào thị trường chứng khoán khi cơ hội đầu tư theo xu hướng thị trường đi lên ngày càng rõ.

Phương pháp định giá

Để định giá cổ phiếu SSI, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp P/E và P/B: Do đặc thù của Ngành có doanh thu, cổ tức khó dự báo và kém ổn định, thường hay thay đổi theo sự biến động của TTCK nên việc áp dụng các phương pháp chiết khấu dòng tiền, chiết khấu cổ tức sẽ phản ánh không chính xác giá trị của cổ phiếu này. Để tính toán giá trị của SSI tối ưu với thực tế cũng như kỳ vọng của cổ phiếu này trên thị trường, chúng tôi cho rằng phương pháp P/E và P/B là hai phương pháp thích hợp nhất.

Với việc đặt trọng số 90% vào phương pháp P/E, giá SSI 2009 sẽ là: 91.000 VND/CP.



Sử dụng chỉ số P/B (Market price/Book ratio)

Giá trị kế toán vốn chủ sở hữu năm 2009	4.600.000.000.000
Chỉ số P/B trung bình trong ngành	2
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2009	9.200.000.000.000
WACC	15%
Hiện giá trị thị trường vốn cổ đông 2009	7.820.000.000.000
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	150.333.471
Giá	52.000

Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)

EPS ước tính hết năm 2009	5.300
P/E VNindex cuối năm 2009	18
Giá	95.400 Đ

Kết luận:

$$\text{Giá SSI} = 52.000 \times 0.1 + 95.400 \times 0.9 = 91.000 \text{ đồng}$$

Chú ý: P/E Ngành = P/E Vnindex được ước ở mức trung bình, có thể sẽ cao hơn do P/E đặc thù của Ngành tài chính chứng khoán thường cao hơn nhiều so với P/E trung bình của toàn thị trường, do vậy định giá ở mức P/E trên có thể nói là ở mức P/E thấp nhất có thể tính.

Thời điểm và thời gian đầu tư:

Sau thời gian linh xình tương đối dài từ đầu tháng 9/2009, giá SSI chỉ dao động trong khoảng 75.000 - 80.000 VND đã tạo một mặt bằng giá tương đối vững. Do vậy nếu đầu tư SSI tại thời điểm hiện tại giá khoảng 80.000 đồng có thể là một chiến lược hợp lý. Thời gian đầu tư thích hợp có thể từ nay cho đến hết tháng 12/09 thậm chí có thể đến cuối Q1/2010.



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

Phòng Giao dịch BSC Nam Kỳ Khởi Nghĩa

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 8214803
Fax: 84 8 8214804

Phòng Giao dịch Hàng Tre

20 Hàng Tre - Hoàn Kiếm - Hà Nội
Tel: 3 9261278, 3 9261276
Fax: 3 9261279

Nhóm Phân tích

Nguyễn Gia Cẩn
Bùi Nguyệt Ánh
Trần Thăng Long
Nguyễn Thanh Hoa

Vũ Phương Nga
Trần Kim Oanh
Đỗ Thanh Phong

Trưởng nhóm
Vũ Thắng Bình

Phụ trách Nhóm Ngành
Phạm Xuân Anh

Khuyến cáo sử dụng: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tháng. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Chứng khoán BIDV.