

Ngành Chứng khoán: Tìm kiếm giá trị trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

- Chỉ số VNIndex giảm 3,1% kể từ đầu năm và giảm 10,2% trong 3 tháng vừa qua (tính đến ngày 14/8/2026) trước áp lực bán diện rộng, đóng cửa ở mức 1.729 điểm. GTGD bình quân ngày đạt bình quân 29,3 nghìn tỷ đồng trong 7 tháng đầu năm 2026 nhưng giảm xuống trong Q2 và tháng 7, phản ánh những điều kiện vĩ mô bất lợi và tâm lý thị trường suy yếu.
- Mặc dù giá trị giao dịch bình quân ngày suy yếu, dư nợ cho vay ký quỹ vẫn duy trì ở mức cao nhờ nhu cầu huy động có bảo đảm bằng chứng khoán từ các cổ đông lớn và NĐT tài sản lớn. Mặc dù điều này làm gia tăng rủi ro trong môi trường lãi suất cao, mảng cho vay ký quỹ vẫn là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính. HSC giảm bình quân 11%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày giai đoạn 2026-2028 nhưng gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận (LNTT toàn ngành tăng trưởng bình quân 16,2% trong 3 năm tới).
- Với định giá thấp hơn bình quân quá khứ, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho TCX, SSI và VCI, đồng thời nâng khuyến nghị cho VND lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). SSI, TCX và VCI là những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi.

Tổng hợp diễn biến thị trường

Chỉ số VNIndex đã giảm 3,1% kể từ đầu năm và giảm 10,2% trong 3 tháng qua, đóng cửa ở mức 1.729 điểm trước áp lực bán trên diện rộng. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt bình quân 29,3 nghìn tỷ đồng trong 7 tháng đầu năm 2026 nhưng giảm xuống 25,4 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 và 21 nghìn tỷ đồng trong tháng 7 trong bối cảnh lãi suất tiền gửi tăng cao, khối ngoại bán ròng cùng những lo ngại pháp lý xung quanh các công ty niêm yết.

Trong khi đó, dư nợ cho vay ký quỹ tăng 5% so với quý trước lên 435 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 nhờ thời gian nắm giữ dài hơn và tỷ lệ sử dụng đòn bẩy gia tăng, trước khi giảm 5% so với tháng trước xuống khoảng 415 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 7 sau đợt điều chỉnh của thị trường.

Triển vọng và dự báo mới giai đoạn 2026-2028

Thời gian tới, áp lực thanh khoản hệ thống ngân hàng có vẻ đang ổn định trở lại, trong khi các yếu tố thuận lợi đang dần xuất hiện, bao gồm tỷ giá VND tương đối ổn định và dòng vốn nước ngoài tiềm năng liên quan đến kỳ vọng FTSE nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi. Chúng tôi cho rằng Q3/2026 có thể là vùng đáy của cả thanh khoản thị trường và chỉ số VNIndex.

HSC giảm bình quân 11%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày giai đoạn 2026-2028 xuống lần lượt 27,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (giảm 8% so với cùng kỳ), 30,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 12%) và 33,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2028 (tăng trưởng 10%). Đối với lợi nhuận của các CTCK, chúng tôi cũng hạ dự báo cho VCI nhưng gần như giữ nguyên dự báo cho SSI và TCX, đồng thời nâng dự báo cho VND. Chúng tôi hiện dự báo LNTT của các CTCK trong phạm vi phân tích tăng trưởng bình quân 16,2% trong 3 năm tới (so với 16,1% trước đó).

Định giá và khuyến nghị

Trong môi trường lãi suất cao, thị trường có thể đang bước vào giai đoạn giữa chu kỳ với đặc trưng là thanh khoản suy yếu, định giá hấp dẫn hơn và quá trình giảm đòn bẩy diễn ra từ từ. Tuy nhiên, các CTCK hiện có vị thế tốt hơn so với các chu kỳ trước nhờ nền vốn mạnh hơn, bằng cân đối lành mạnh hơn và nguồn thu nhập đa dạng hơn. Ngành Chứng khoán hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 13,2 lần, thấp hơn 20% so với bình quân quá khứ, từ đó giúp tỷ lệ lợi nhuận/rủi ro trở nên hấp dẫn cho NĐT dài hạn.

Mặc dù chúng tôi hạ bội số định giá mục tiêu cho SSI, VCI và VND xuống tương đương bình quân quá khứ, tỷ lệ lợi nhuận/rủi ro của những cổ phiếu này vẫn hấp dẫn với rủi ro giảm đã thu hẹp sau đợt điều chỉnh gần đây. SSI, TCX và VCI là những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/8.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
SSI	19,800	Mua vào	-	24,700	(10.2)	24.7	13.2	12.0	1.48	1.41	4.04	5.05
TCX	39,200	Mua vào	-	50,000	(5.48)	27.6	16.9	13.3	2.20	1.94	1.28	1.51
VCI	21,500	Mua vào	-	28,500	(8.36)	32.6	16.9	12.7	1.30	1.22	2.33	2.79
VND	16,150	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	18,500	9.47	14.6	12.1	11.7	1.12	1.06	3.10	3.10

Giá cổ phiếu tại ngày 17/8/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Cơ cấu lợi nhuận ổn định hơn trong bối cảnh thị trường nhiều thách thức 3

Tổng hợp diễn biến thị trường: Điều chỉnh trên diện rộng, thanh khoản suy yếu và cạnh tranh gay gắt hơn từ kênh tiền gửi 3

Mảng cho vay ký quỹ: Nhu cầu mang tính cấu trúc hỗ trợ sự ổn định 6

Hoạt động đầu tư: Tài sản thu nhập cố định giúp lợi suất ổn định hơn trong bối cảnh chính sách tiền tệ dần chuyển dịch 10

Mảng nghiệp vụ môi giới cổ phiếu: Đóng góp lợi nhuận giảm dần theo thời gian 12

Triển vọng: Yếu tố bất lợi vẫn chiếm ưu thế nhưng yếu tố thuận lợi đang mạnh lên 14

Dự báo mới 17

Triển vọng thị trường: Hạ dự báo thanh khoản nhưng câu chuyện tạo đáy và phục hồi đang hình thành 17

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Phản ánh rủi ro bán giải chấp với tác động lên lợi nhuận được hạn chế 18

Định giá và khuyến nghị 20

Giảm giá mục tiêu do áp dụng giả định định giá thận trọng hơn 20

Lợi nhuận ổn định + định giá hấp dẫn hơn = Mua vào 25

Triển vọng vẫn tích cực trước các thách thức; duy trì khuyến nghị Mua vào 30

Báo cáo thành phần

CTCP Chứng khoán SSI (SSI) 24

CTCP Chứng khoán Kỹ Thương (TCX) 29

CTCP Chứng khoán Vietcap (VCI) 36

CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND) 42

Cơ cấu lợi nhuận ổn định hơn trong bối cảnh thị trường nhiều thách thức

Chỉ số VNIndex đã giảm 10,2% trong 3 tháng qua, đóng cửa ở mức 1.729 điểm vào thứ sáu tuần trước trước áp lực bán trên diện rộng. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt bình quân 29,3 nghìn tỷ đồng trong 7 tháng đầu năm 2026 nhưng giảm xuống 25,4 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 và tiếp tục giảm xuống 21 nghìn tỷ đồng trong tháng 7, phản ánh mặt bằng lãi suất tiền gửi liên tục ở mức cao, khối ngoại tiếp tục rút ròng và những lo ngại pháp lý ngày càng gia tăng xung quanh các công ty niêm yết. Trong khi đó, dư nợ cho vay kỳ quỹ tăng 5% so với quý trước lên 435 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 nhờ nhu cầu “vay kỳ quỹ để nắm giữ cổ phiếu”, tương đương tỷ lệ dư nợ cho vay kỳ quỹ/vốn CSH tăng lên 115% tại thời điểm cuối Q2/2026. Trong nửa cuối năm 2026, thanh khoản suy yếu sẽ ảnh hưởng đến nghiệp vụ môi giới. Tuy nhiên, các CTCK bước vào giai đoạn này với vị thế mạnh hơn so với các chu kỳ trước nhờ nền vốn lớn hơn, bảng cân đối mạnh hơn và cơ cấu doanh thu ổn định hơn. Với định giá nhìn chung thấp hơn 20% so với bình quân quá khứ, chúng tôi cho rằng ngành Chứng khoán đang có điểm vào hấp dẫn cho NĐT dài hạn.

Tổng hợp diễn biến thị trường: Điều chỉnh trên diện rộng, thanh khoản suy yếu và cạnh tranh gay gắt hơn từ kênh tiền gửi

Chỉ số VNIndex đóng cửa ở mức 1.729 điểm vào ngày 14/8/2026, giảm 3,1% kể từ đầu năm và giảm 10,2% trong 3 tháng qua. Đợt điều chỉnh gần đây diễn ra trên diện rộng: ngoài các ngành BĐS, dầu khí và hàng tiêu dùng là những ngành có diễn biến tích cực nhất kể từ đầu năm, gần như tất cả các ngành đều giảm điểm kể từ tháng 6, cho thấy áp lực bán đã lan rộng ra ngoài phạm vi một số sự kiện riêng lẻ của doanh nghiệp.

Thanh khoản thị trường suy yếu mạnh hơn so với chỉ số. Giá trị giao dịch bình quân ngày giảm từ 35,3 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026 xuống 25,4 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 và tiếp tục giảm xuống 21 nghìn tỷ đồng trong tháng 7. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt bình quân 29,3 nghìn tỷ đồng trong 7 tháng đầu năm 2026, nhưng xu hướng theo tháng cho thấy nhu cầu bắt đáy hạn chế bất chấp thị trường điều chỉnh và định giá giảm xuống. Điều này tác động tiêu cực đến lợi nhuận nghiệp vụ môi giới, đồng thời hạn chế nhu cầu vay kỳ quỹ truyền thống phục vụ giao dịch.

Những yếu tố khiến thanh khoản và tâm lý NĐT suy yếu bao gồm:

- **Lãi suất tiền gửi tăng lên làm gia tăng chi phí cơ hội của việc nắm giữ cổ phiếu.** Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng niêm yết tại các NHTM nhà nước đã tăng lên khoảng 6% tính đến tháng 7, trong khi lãi suất thực tế cao hơn đáng kể (khoảng 8-9%). Lãi suất tiền gửi ngắn hạn cũng tiếp tục tăng lên. Do các sản phẩm tiền gửi đem lại lợi suất cao hơn và mức độ biến động thấp hơn đáng kể, NĐT trong nước có thể giảm tỷ trọng phân bổ thêm vốn vào kênh cổ phiếu.
- **Khối ngoại tiếp tục bán ròng.** Khối ngoại bán ròng khoảng 69 nghìn tỷ đồng trên thị trường thứ cấp trong 7 tháng đầu năm 2026, mặc dù vẫn tiếp tục tham gia một số giao dịch trên thị trường sơ cấp. Lãi suất toàn cầu ở mức cao, diễn biến tích cực của các thị trường phát triển cùng những bất ổn địa chính trị và pháp lý đã làm giảm sức hấp dẫn tương đối của cổ phiếu Việt Nam.
- **Đẩy mạnh giám sát pháp lý đối với các công ty niêm yết làm suy yếu niềm tin NĐT.** Trong năm 2026, các cơ quan quản lý đã mở rộng điều tra đối với một số công ty niêm yết, bao gồm VCG (Chưa khuyến nghị), ACV (Nắm giữ, giá mục tiêu 43.500đ), PC1 (Chưa khuyến nghị) và PNJ (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 46.700đ). Mặc dù phần lớn là các công ty vốn hóa trung bình, những doanh nghiệp này có lịch sử hoạt động lâu năm và thu hút sự quan tâm đáng kể từ cả NĐT trong nước và nước ngoài. Ví dụ, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại PNJ luôn duy trì sát mức trần 49% trước khi bị điều tra. Do đó, phạm vi thanh tra ngày càng mở rộng đã làm gia tăng lo ngại của NĐT về tình hình quản trị doanh nghiệp, chất lượng công bố thông tin và rủi ro pháp lý trên toàn thị trường, vượt khỏi phạm vi quan ngại tại những doanh nghiệp bị ảnh hưởng trực tiếp.

- **Giá trị giao dịch sụt giảm làm gia tăng tác động của áp lực bán.** Khối ngoại tiếp tục bán ròng và khẩu vị rủi ro của NĐT trong nước suy yếu diễn ra trong bối cảnh thanh khoản thấp. Từ đó, khối lượng bán ở mức vừa phải cũng đã tác động đáng kể hơn lên giá cổ phiếu, đặc biệt là những cổ phiếu có cơ cấu sở hữu cô đặc, tỷ lệ free-float hạn chế hoặc thanh khoản giao dịch thấp.

Do đó, các CTCK nhiều khả năng sẽ tiếp tục đối mặt với điều kiện thị trường thách thức trong ngắn hạn. Lãi suất tiền gửi cao tiếp tục cạnh tranh với kênh cổ phiếu trong việc thu hút dòng tiền trong nước, trong khi khối ngoại tiếp tục bán ròng, bất ổn pháp lý và niềm tin NĐT mong manh sẽ hạn chế khả năng phục hồi bền vững của thanh khoản. Để thanh khoản thị trường cải thiện bền vững hơn, lãi suất tiền gửi cần ổn định trở lại, khối ngoại giảm bán ròng, bất ổn pháp lý được tháo gỡ và NĐT trong nước quay trở lại thị trường.

Bảng 1: Diễn biến chỉ số VN Index theo ngành (1)

Trong năm 2026, chỉ các ngành BĐS, Dầu khí và Hàng tiêu dùng có diễn biến vượt VN Index

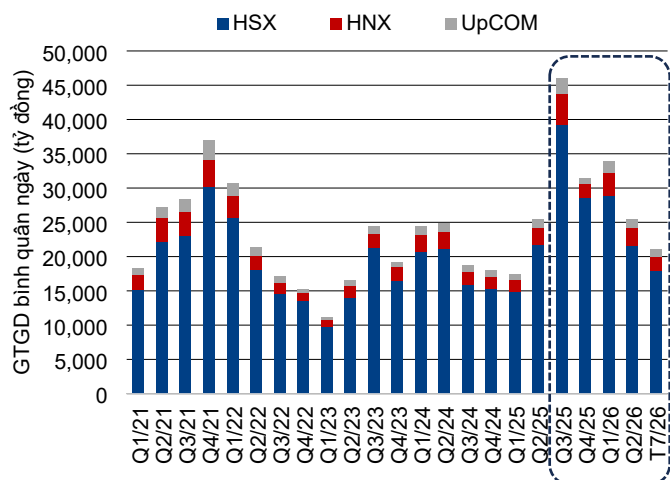
Kể từ tháng 6/2026, hầu hết các ngành đều ghi nhận mức giảm đáng kể

Ngành/ phân ngành	Diễn biến từ đầu năm	Diễn biến trong 3 tháng	Đóng góp theo vốn hóa (%)	Động lực chính
Dầu khí L1	35.4%	-12.8%	2.7%	Giá dầu tăng mạnh do chiến tranh Mỹ - Iran
Vật liệu cơ bản L1	12.7%	-8.4%	6.6%	
Công nghiệp L1	0.6%	-6.5%	9.6%	Mang tính phòng thủ
Hàng tiêu dùng L1	-4.6%	-1.6%	10.3%	
Dịch vụ y tế L1	-4.6%	-4.2%	0.8%	
Dịch vụ tiêu dùng L1	-6.9%	-2.0%	6.0%	
Viễn thông L1	18.6%	-11.9%	3.5%	
Dịch vụ tiện ích L1	11.5%	-1.1%	5.4%	
Tài chính khác L1	15.2%	-8.3%	42.9%	Các cổ phiếu liên quan đến Vingroup tăng điểm
BĐS L2	17.2%	-9.1%	34.9%	
Dịch vụ tài chính L2 (2)	-2.0%	-8.0%	7.0%	
Bảo hiểm L2	5.3%	-2.3%	1.1%	
Ngân hàng L1	1.8%	-3.7%	31.7%	
Công nghệ L1	-26.9%	-6.5%	1.5%	
VN Index	-3.1%	-10.2%	100.0%	

Ghi chú: (1) Theo định nghĩa ngành của Fiigroup; (2) Bao gồm các CTCK.
Nguồn: Fiigroup, HSC

Biểu đồ 2: GTGD bình quân ngày hàng quý, Việt Nam

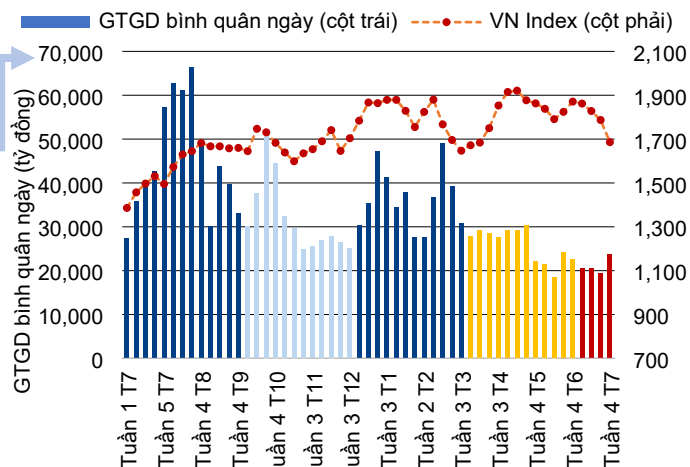
GTGD bình quân ngày giảm xuống còn 25,4 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 (so với mức 35,3 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026)...



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 3: GTGD bình quân ngày hàng tuần, Việt Nam

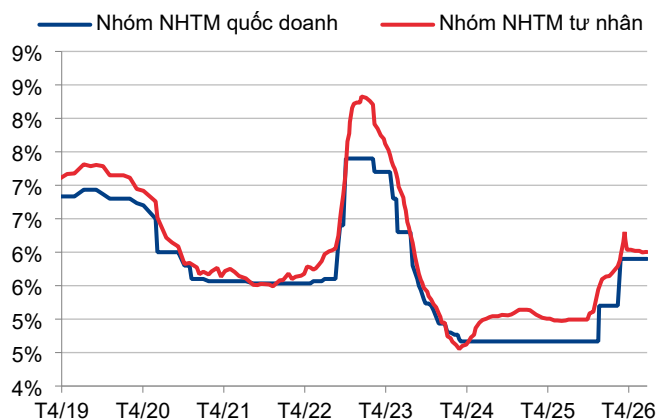
... và tiếp tục duy trì ở mức thấp, đạt 21 nghìn tỷ đồng trong tháng 7



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 4: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng bình quân, 18 ngân hàng lớn tại Việt Nam

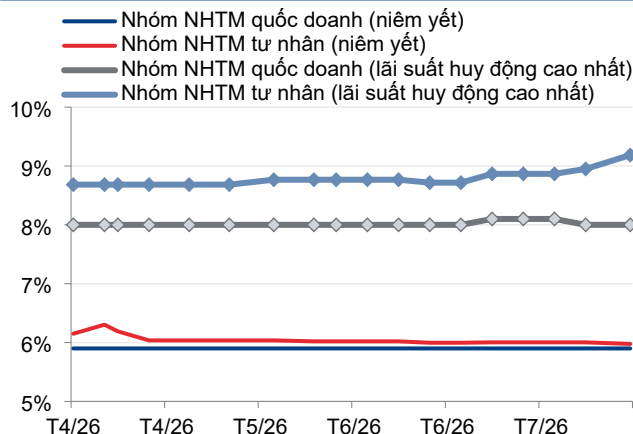
Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng duy trì trên mức Q1/22



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân, lãi suất niêm yết và lãi suất thực tế

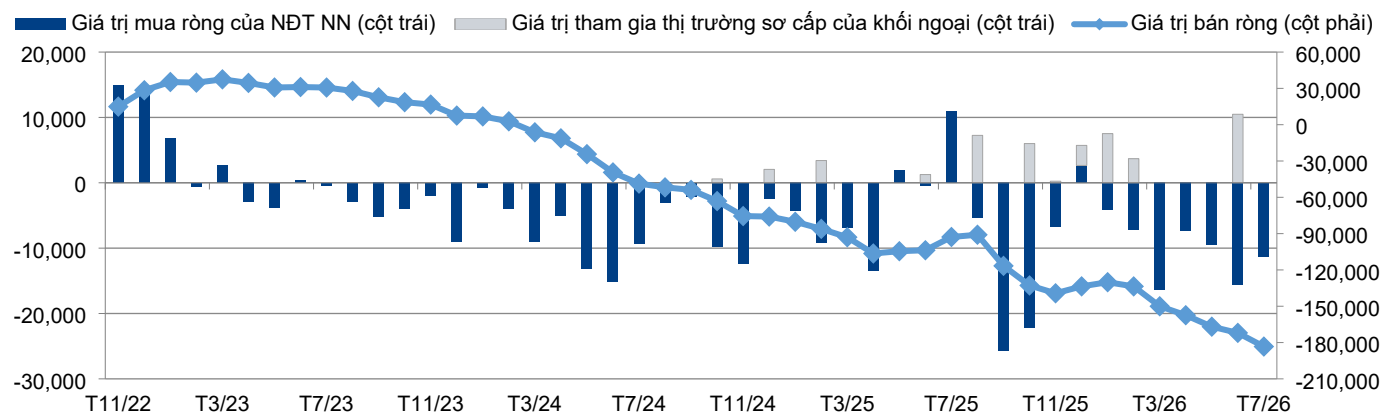
Lãi suất thực tế vẫn đang tăng nhẹ



Ghi chú: Chúng tôi thu thập dữ liệu lãi suất tiền gửi thực tế của BID, CTG, VCB, MBB, VPB, STB, HDB, TPB và VIB.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 6: Giá trị mua/bán của khối ngoại, Việt Nam

NDT NN duy trì trạng thái bán ròng trên thị trường thứ cấp mặc dù vẫn tích cực tham gia các giao dịch trên thị trường sơ cấp



Nguồn: HSX, HSC

Mảng cho vay ký quỹ: Nhu cầu mang tính cấu trúc hỗ trợ sự ổn định

Tăng trưởng ổn định nhờ nhu cầu “vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu”

Dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành tăng 5% so với quý trước lên 435 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2/2026 từ 415 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2026 và tăng 43% so với cùng kỳ. Theo đó, tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH toàn ngành tăng lên 115% từ 110% trong quý trước nhưng vẫn thấp hơn mức đỉnh lịch sử khoảng 130% vào Q1/2022.

Dư nợ cho vay ký quỹ tăng lên trong khi giá trị giao dịch sụt giảm mạnh. Giá trị giao dịch bình quân ngày giảm xuống 25,4 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 và 21 nghìn tỷ đồng trong tháng 7, trong khi dư nợ cho vay ký quỹ vẫn duy trì sát mức cao kỷ lục cho đến hết tháng 6. Sự phân hóa này cho thấy một phần dư nợ cho vay ký quỹ tăng thêm không phục vụ hoạt động giao dịch ngắn hạn của NĐT cá nhân.

Dựa trên số liệu hiện có, **hoạt động tài trợ vốn có bảo đảm bằng chứng khoán với kỳ hạn dài hơn ngày càng đóng vai trò quan trọng**, chúng tôi gọi hoạt động này là “vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu”.

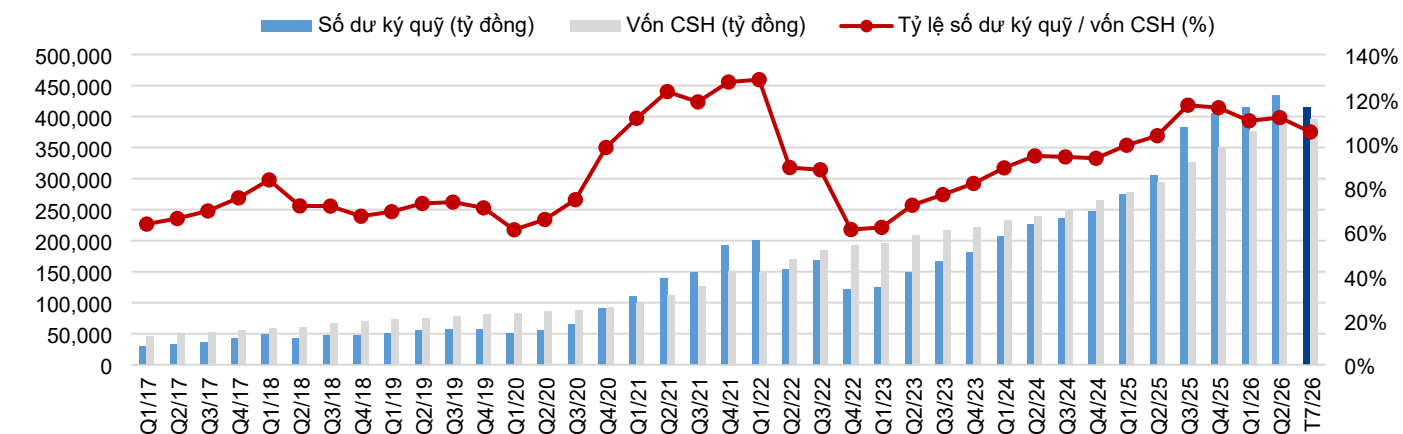
- Kể từ Q1/2023, lũy kế tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành nhìn chung tương đương giá trị bán ròng lũy kế của khối ngoại, cho thấy NĐT trong nước có thể đã sử dụng nguồn tài chính từ CTCK để hấp thụ một phần lượng cổ phiếu do khối ngoại bán ra.
- Các CTCK trực thuộc ngân hàng chiếm khoảng 51% tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành tại thời điểm cuối Q2/2026, tăng từ 24% trong Q4/2021. Trong giai đoạn từ Q1/2023 đến Q2/2026, dư nợ cho vay ký quỹ tại các CTCK trực thuộc ngân hàng tăng 189 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 60% mức tăng dư nợ cho vay ký quỹ của toàn ngành. Các CTCK không trực thuộc ngân hàng mở rộng danh mục cho vay thêm khoảng 124 nghìn tỷ đồng trong cùng kỳ.

Những diễn biến này cho thấy ngày càng nhiều các NĐT trong nước quy mô lớn, khách hàng tổ chức hoặc cổ đông lớn sử dụng nguồn “tín dụng” từ CTCK để duy trì hoặc tích lũy các vị thế chiến lược thay vì chỉ phục vụ NĐT cá nhân sử dụng đòn bẩy để giao dịch ngắn hạn.

Thời gian nắm giữ dài hơn có thể làm giảm tần suất hoạt động bán giải chấp liên quan đến giao dịch hàng ngày trong điều kiện thị trường bình thường nhưng không loại bỏ hoàn toàn rủi ro. Các tài khoản lớn có thể có tài sản đảm bảo cô đặc hơn, thanh khoản thấp hơn và tác động lên giá lớn hơn nếu buộc phải đóng vị thế. Do đó, hoạt động tài trợ vốn dài hạn có thể làm giảm tần suất bán giải chấp nhưng lại làm gia tăng rủi ro tiềm ẩn nghiêm trọng của một sự kiện cực đoan nếu giá trị tài sản đảm bảo giảm mạnh hoặc các hạn mức tài trợ bị rút lại.

Biểu đồ 7: Số dư cho vay ký quỹ và vốn CSH, tất cả các CTCK tại Việt Nam

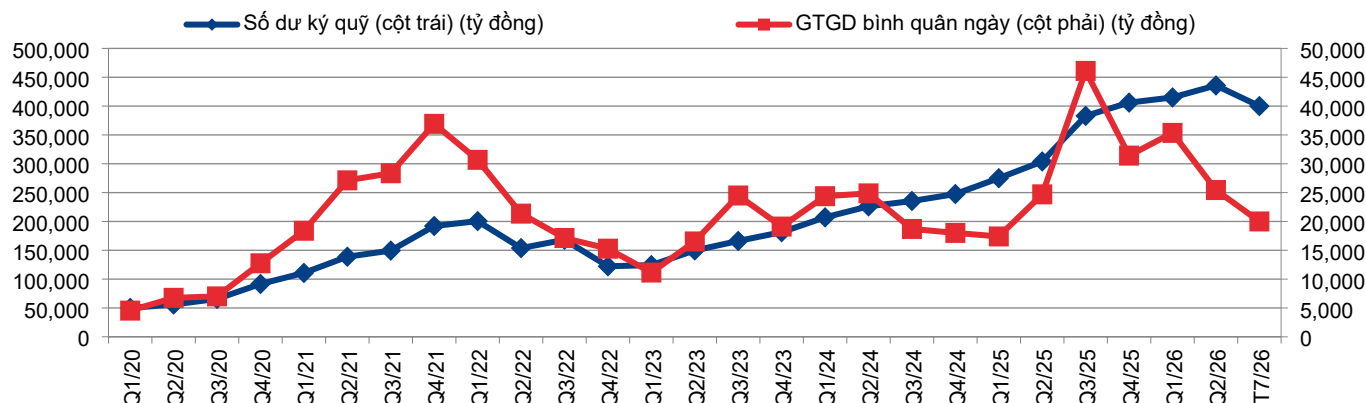
Tính đến cuối tháng 7, số dư ký quỹ giảm còn 415 nghìn tỷ đồng với tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH giảm còn 105%



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 8: Mối tương quan giữa dư nợ ký quỹ và GTGD bình quân ngày trong giai đoạn 2020–25, ngành Chứng khoán

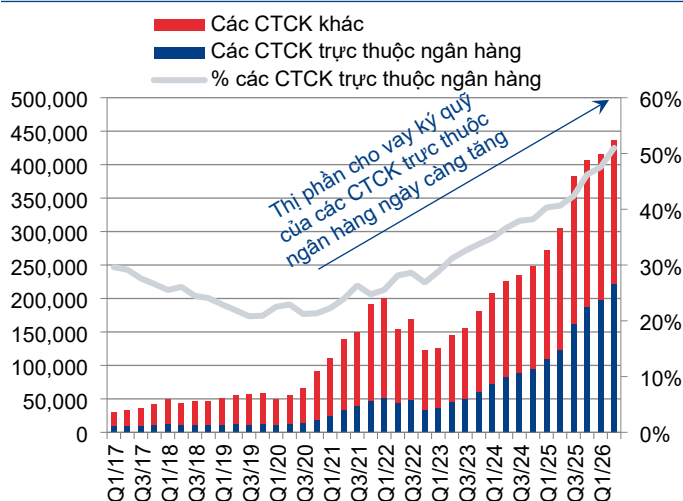
Diễn biến dư nợ ký quỹ và thanh khoản thị trường trong năm 2026 phân kỳ trở lại rõ rệt, cho thấy sự gia tăng mạnh của hoạt động “vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu”



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 9: Thị phần cho vay ký quỹ theo nhóm CTCK (tỷ đồng)

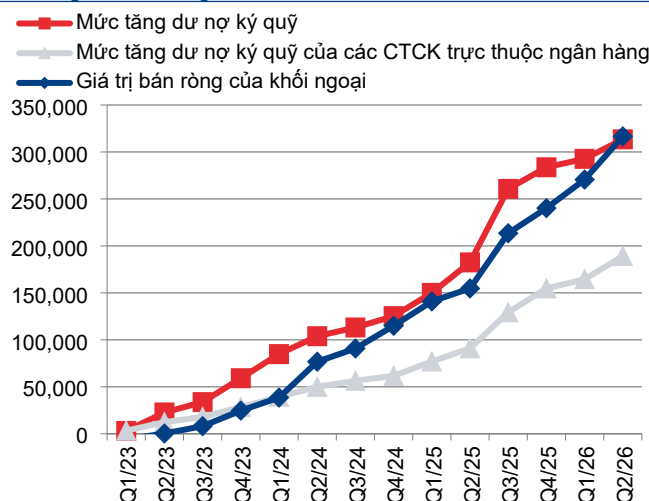
Các CTCK trực thuộc ngân hàng chiếm 51% tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn thị trường, tăng mạnh so với mức 24% trong Q4/2021



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 10: Dư nợ ký quỹ và giá trị bán ròng của khối ngoại (tỷ đồng)

Kể từ Q1/2023, dư nợ ký quỹ toàn ngành tăng, trong đó 60% đến từ các CTCK trực thuộc ngân hàng, gần tương đương với giá trị bán ròng của khối ngoại



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Lãi suất cao: Áp lực lên tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ và tỷ lệ NIM

Trong 2 chu kỳ thị trường gần nhất – Q1/2020-Q2/2023 và Q3/2023-Q2/2026 – tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH của các CTCK nhìn chung biến động ngược chiều với chi phí huy động, vốn chịu ảnh hưởng lớn từ lập trường chính sách tiền tệ của NHNN. Khi chi phí huy động tăng lên, tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro của hoạt động cho vay ký quỹ giảm xuống, trong khi lợi suất tiền gửi và chứng chỉ tiền gửi tăng lên có thể làm gia tăng sức hấp dẫn tương đối của các khoản đầu tư thu nhập cố định. Do đó, các CTCK có xu hướng hạn chế mở rộng danh mục cho vay ký quỹ và phân bổ vốn sang các tài sản rủi ro thấp hơn, thanh khoản cao hơn.

Trong nửa đầu năm 2026, chi phí huy động bình quân của các CTCK tăng lên khoảng 7,2%, tương đương khoảng 7,2-7,7% trong chu kỳ thắt chặt tiền tệ giai đoạn nửa cuối năm 2022 - nửa đầu năm 2023. Kết hợp với đợt điều chỉnh của chỉ số VNIndex trong 2 tháng qua và thanh khoản thị trường ảm đạm, ngành Chứng khoán có thể đang bước vào giai đoạn hạ tỷ lệ cho vay ký quỹ để giao dịch cổ phiếu khi cả nhu cầu vay ký quỹ và mức độ sẵn sàng cấp tín dụng của các CTCK đều suy yếu.

HSC ước tính dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành đã giảm khoảng 5% so với tháng trước xuống 415 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 7, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng dư nợ sẽ nhanh chóng phục hồi trong giai đoạn cuối 6 tháng cuối năm 2026 nhờ nhu cầu vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu gia tăng. Rủi ro tổn thất tín dụng cũng có thể tăng lên nếu giá trị tài sản đảm bảo tiếp tục giảm, kích hoạt lệnh giải chấp. Đợt điều chỉnh mạnh ở một số cổ phiếu, như PNJ – giá cổ phiếu giảm 53% trong 25 phiên giao dịch gần nhất, làm giảm khoảng 17 nghìn tỷ đồng vốn hóa thị trường – cho thấy mức độ biến động tiềm ẩn của giá trị tài sản đảm bảo. Tuy nhiên, khi chưa có công bố thông tin ở cấp độ từng CTCK về mức độ tập trung của tài sản đảm bảo, tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản đảm bảo và dư nợ theo từng khách hàng, đây chỉ nên được xem là dấu hiệu cho thấy rủi ro tài sản đảm bảo gia tăng thay vì bằng chứng trực tiếp về tổn thất tín dụng.

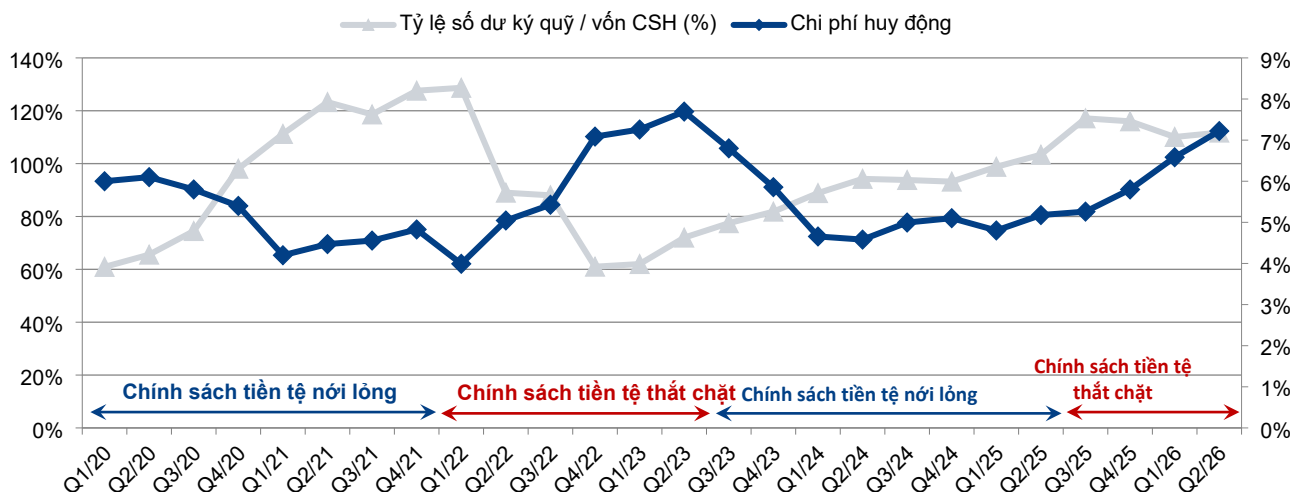
Các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi có vị thế tương đối tốt hơn so với các CTCK có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH của những CTCK này nhìn chung ở mức khoảng 100-112%, ngoại trừ VND ở mức khoảng 60%, so với 150-200% tại một số CTCK khác. Ngoài ra, cơ sở khách hàng lớn hơn và đa dạng hơn, vị thế vốn mạnh hơn và khuôn khổ quản trị rủi ro phát triển hơn sẽ giúp quá trình thu hẹp dư nợ cho vay ký quỹ diễn ra trật tự hơn.

Lãi suất trong hệ thống ngân hàng gia tăng tiếp tục thúc đẩy chi phí huy động của các CTCK tăng 60 điểm cơ bản so với quý trước lên bình quân 7,2% trong Q2/2026. Lãi suất cho vay ký quỹ chỉ tăng 30 điểm cơ bản so với quý trước lên 10,8% do nhu cầu thị trường suy yếu hạn chế khả năng chuyển toàn bộ phần chi phí huy động gia tăng sang cho khách hàng. Từ đó, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng cho vay ký quỹ toàn ngành thu hẹp 40 điểm cơ bản so với quý trước xuống 3,6% từ 4% trong Q1/2026. Áp lực lên tỷ suất lợi nhuận nhiều khả năng sẽ tiếp diễn trong ngắn hạn khi lãi suất tiền gửi và lãi suất huy động trên thị trường vẫn duy trì ở mức cao trong khi nhu cầu vay ký quỹ vẫn ảm đạm.

Theo đó, dư nợ cho vay ký quỹ bình quân giảm xuống và tỷ suất lợi nhuận thu hẹp có khả năng sẽ gây áp lực lên lợi nhuận mảng cho vay ký quỹ trong nửa cuối năm 2026, ngay cả khi tổn thất tín dụng vẫn trong tầm kiểm soát.

Biểu đồ 11: Tỷ lệ đòn bẩy dư nợ ký quỹ/vốn CSH và chi phí huy động, ngành Chứng khoán

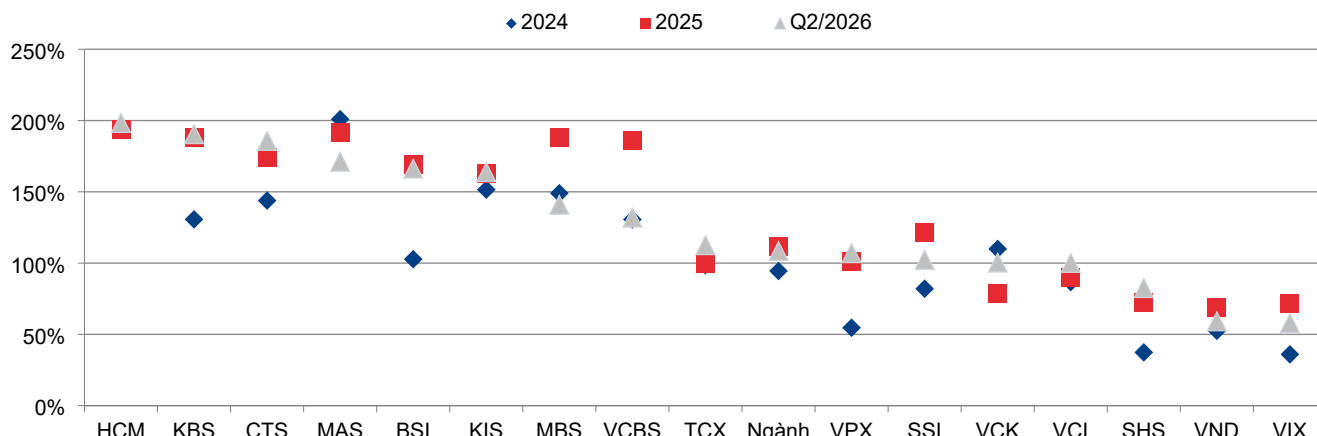
Từ năm 2020 đến giữa năm 2026 (tương ứng gần hai chu kỳ thị trường), tỷ lệ đòn bẩy của các CTCK có tương quan ngược chiều với diễn biến chi phí huy động, trong đó chi phí huy động chịu ảnh hưởng bởi chính sách tiền tệ của NHNN



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 12: So sánh tỷ lệ số dư ký quỹ/vốn CSH, 16 CTCK hàng đầu

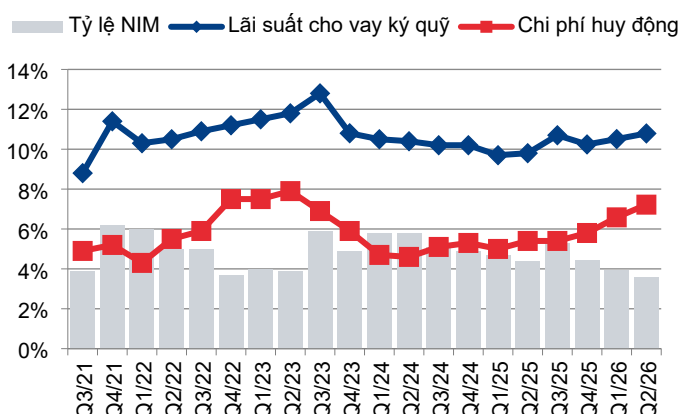
Các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi có tỷ lệ dư nợ ký quỹ trên vốn chủ sở hữu tương đương hoặc thấp hơn mức bình quân



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 13: Lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí huy động hàng quý, ngành Chứng khoán

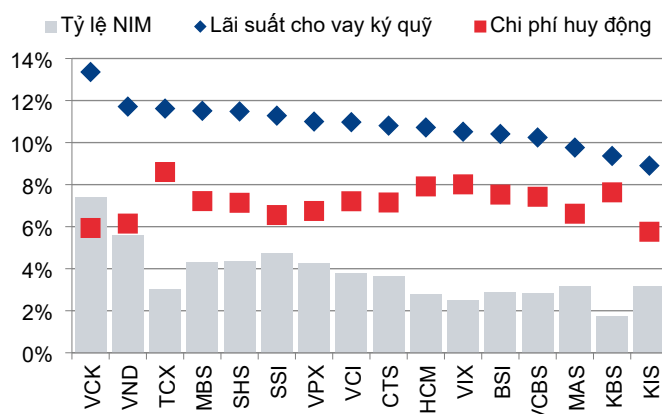
Lãi suất cho vay ký quỹ tăng 30 điểm cơ bản so với quý trước nhưng chi phí huy động tăng 60 điểm cơ bản, gây sức ép lên tỷ lệ NIM cho vay ký quỹ



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 14: Lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí huy động trong Q2/2026 của các CTCK

Lãi suất cho vay ký quỹ bình quân của ngành duy trì quanh mức 11%, trong đó VCK có mức lãi suất cao nổi bật, trong khi các CTCK nước ngoài có mức lãi suất thấp hơn



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 15: Tỷ lệ NIM cho vay ký quỹ theo quý trong Q2/2026, các CTCK

Tỷ lệ NIM tiếp tục thu hẹp trên toàn ngành khi chi phí huy động tăng nhanh hơn mức tăng của lãi suất cho vay ký quỹ

	Biên lợi nhuận cho vay ký quỹ (%)	So với quý liền kề	So với năm trước	Lãi suất cho vay ký quỹ (%)	So với quý liền kề	So với năm trước	Chi phí huy động (%)	So với quý liền kề	So với năm trước
VCK	8.2%	-0.7%	1.4%	13.4%	-0.9%	1.5%	5.1%	-0.2%	0.1%
VND	5.6%	-0.7%	1.6%	11.7%	-0.3%	0.8%	6.1%	0.4%	2.4%
SSI	4.7%	-1.0%	1.9%	11.3%	0.2%	0.3%	6.6%	1.2%	2.1%
MBS	4.7%	-1.0%	0.8%	11.5%	0.0%	1.3%	6.8%	1.0%	2.1%
SHS	4.7%	1.1%	1.2%	11.5%	0.5%	0.3%	6.8%	-0.6%	1.5%
VPX	4.3%	0.9%	0.6%	11.0%	1.0%	1.0%	6.7%	0.1%	1.5%
VCI	3.8%	1.7%	0.6%	11.0%	0.9%	1.3%	7.2%	-0.9%	0.7%
Trung bình	3.7%	-0.2%	1.0%	10.8%	0.3%	1.0%	7.1%	0.5%	1.9%
CTS	3.7%	-0.2%	2.5%	10.8%	0.7%	0.0%	7.2%	0.8%	2.5%
MAS	3.1%	1.0%	1.1%	9.8%	0.3%	0.9%	6.6%	-0.6%	-0.2%
KIS	3.1%	-0.1%	0.0%	8.9%	0.1%	0.9%	5.8%	0.2%	0.9%
TCX	3.0%	-0.2%	0.0%	11.6%	0.5%	1.1%	8.6%	0.7%	1.2%
BSI	2.9%	0.5%	1.9%	10.4%	0.7%	0.9%	7.5%	0.2%	2.8%
VCBS	2.8%	-0.6%	2.4%	10.2%	-0.7%	0.3%	7.4%	-0.1%	2.7%
HCM	2.8%	-0.7%	1.9%	10.7%	-0.2%	0.8%	7.9%	0.5%	2.7%
VIX	2.5%	-1.0%	3.0%	10.5%	0.5%	-0.5%	8.0%	1.5%	2.5%
KBS	1.7%	-0.8%	1.9%	9.4%	0.4%	1.1%	7.6%	1.3%	3.0%

Nguồn: Các công ty, HSC

Hoạt động đầu tư: Tài sản thu nhập cố định giúp lợi suất ổn định hơn trong bối cảnh chính sách tiền tệ dần chuyển dịch

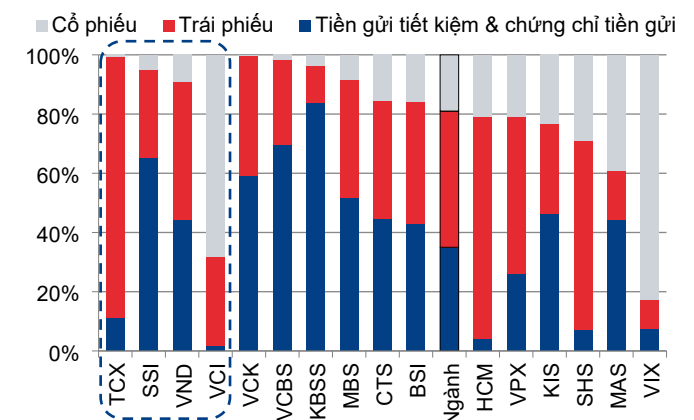
Tài sản thu nhập cố định chiếm 81% tổng tài sản đầu tư tại thời điểm cuối Q2/2026, trong đó tiền gửi và chứng chỉ tiền gửi chiếm 35% và trái phiếu chiếm 46%, trong khi các khoản đầu tư cổ phiếu trực tiếp chiếm 19% còn lại. Tỷ trọng trái phiếu cao hơn một phần phản ánh sự hiện diện ngày càng lớn của các CTCK trực thuộc ngân hàng, thường có xu hướng phân bổ nhiều vốn hơn vào TPDN, trong khi tỷ trọng đầu tư cổ phiếu trực tiếp vẫn duy trì ở mức khoảng 20% tổng danh mục đầu tư toàn ngành.

Nhóm 1, bao gồm TCX, SSI, VND, VCK, MBS và hầu hết các CTCK khác, phân bổ phần lớn tài sản đầu tư vào tiền gửi, chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu, với tỷ trọng đầu tư cổ phiếu trực tiếp tương đối thấp. SSI và VCK duy trì khoảng 60% danh mục đầu tư ở tiền gửi và chứng chỉ tiền gửi, trong khi trái phiếu chiếm gần 90% danh mục đầu tư của TCX. Mặc dù các khoản đầu tư trái phiếu không phải không có rủi ro, nhưng cơ cấu lợi nhuận từ danh mục này vẫn ổn định hơn so với đầu tư cổ phiếu trực tiếp, phụ thuộc vào chất lượng tín dụng của tổ chức phát hành, thanh khoản và rủi ro tập trung. Lợi suất từ tài sản thu nhập cố định cũng có xu hướng điều chỉnh theo biến động lãi suất thị trường, đem lại sự ổn định nhất định qua các chu kỳ chính sách tiền tệ (Biểu đồ 16).

Nhóm 2, bao gồm VCI, SHS và VIX, duy trì tỷ trọng đầu tư cổ phiếu trực tiếp lớn hơn. Tỷ trọng cổ phiếu cao hơn của VCI phản ánh chiến lược tự doanh của Công ty và lợi suất vượt trội trong quá khứ ở những giai đoạn TTCK thuận lợi. Tuy nhiên, vị thế này cũng làm gia tăng biến động thu nhập đầu tư trong các đợt điều chỉnh của thị trường.

Biểu đồ 16: Tỷ trọng danh mục đầu tư theo công cụ (Q2/2026), top 16 CTCK

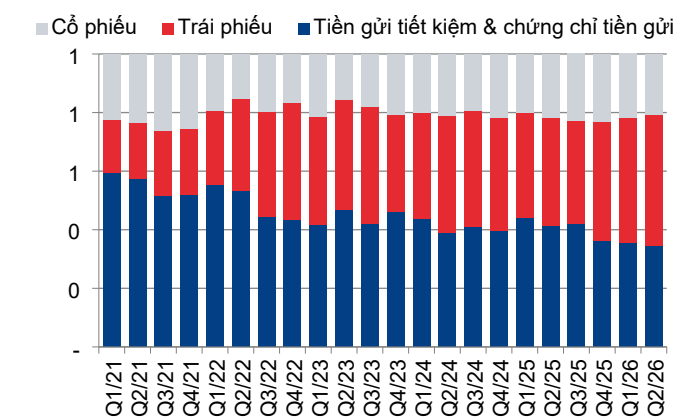
Phần lớn các CTCK có tỷ trọng đầu tư cổ phiếu thấp (dưới 20%), giúp duy trì sự ổn định của lợi suất danh mục khi thị trường diễn biến kém tích cực



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 17: Quy mô đầu tư theo công cụ, top 16 CTCK

16 CTCK hàng đầu có tổng danh mục đầu tư đạt 274 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q2/2026, trong đó các sản phẩm thu nhập cố định chiếm 81%



Nguồn: Các công ty, HSC

Thu nhập đầu tư của 16 CTCK lớn trong phạm vi phân tích của chúng tôi đạt 5.166 tỷ đồng trong Q2/2026, giảm 12% so với cùng kỳ và đóng góp 32% tổng thu nhập hoạt động, so với 46-52% trong năm 2025. Mức giảm này chủ yếu do lợi suất đầu tư giảm xuống 7,9% từ 10,8% trong Q2/2025. Diễn biến kém tích cực của TTCK cũng ảnh hưởng đến lợi suất, trong đó chỉ số VNIndex gần như đi ngang trong Q2/2026 so với mức tăng 5,3% trong Q2/2025.

Trong khi đó, những CTCK này nắm giữ khoảng 274 nghìn tỷ đồng tài sản đầu tư tại thời điểm cuối Q2/2026, tăng 26% so với cùng kỳ và tương đương 41% tổng tài sản. Tỷ trọng danh mục đầu tư trên tổng tài sản nhìn chung ổn định trong 4 quý qua bất chấp chi phí huy động bình quân tăng lên 7,2% từ 5,2% trong Q2/2025. Điều này khác với chu kỳ trước, khi tỷ trọng phân bổ vào danh mục đầu tư biến động sát hơn với thay đổi của chi phí huy động.

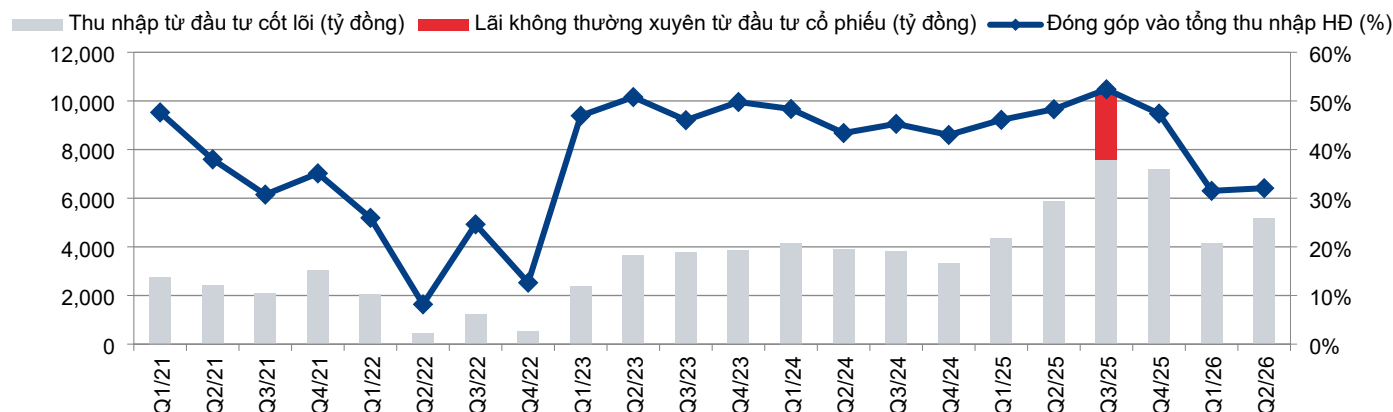
So với chu kỳ 2020-2022, lợi suất đầu tư ổn định hơn trong giai đoạn 2023-2026, dao động trong khoảng 6,7-13,7% với trung vị 9,8%, không bao gồm khoản thu nhập đầu

tư bất thường của VIX trong Q3/2025 do tập trung vào một số khoản đầu tư nhất định. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng phân bổ lớn hơn vào tài sản thu nhập cố định đã góp phần giúp thu nhập đầu tư ổn định hơn.

Thời gian tới, các CTCK có thể dịch chuyển vốn chọn lọc từ hoạt động cho vay ký quỹ sang các khoản đầu tư thu nhập cố định trong nửa cuối năm 2026 khi chi phí huy động duy trì ở mức cao và điều kiện thị trường suy yếu làm thay đổi tương đối lợi nhuận điều chỉnh rủi ro giữa các loại tài sản. Trong môi trường lãi suất cao và TTCK suy yếu hiện nay, chúng tôi ưa thích cơ cấu danh mục đầu tư của SSI và TCX nhờ tỷ trọng tài sản thu nhập cố định lớn hơn và mức độ biến động lợi nhuận thấp hơn.

Biểu đồ 18: Thu nhập từ hoạt động đầu tư và đóng góp vào tổng thu nhập HĐ theo quý, các CTCK

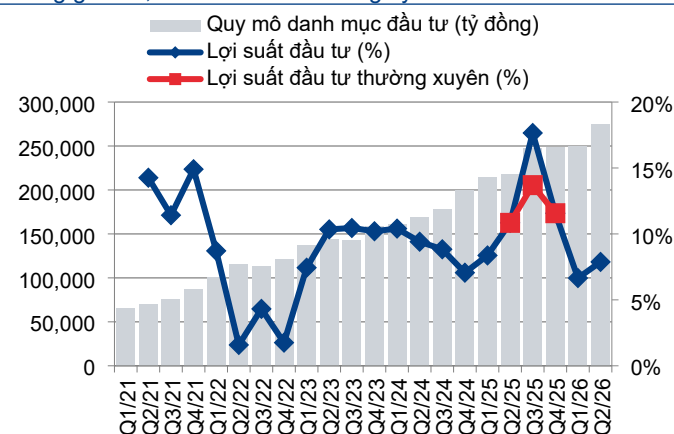
Thu nhập từ đầu tư tăng 24% so với quý trước nhưng giảm 12% so với cùng kỳ



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 19: Quy mô danh mục đầu tư & lợi suất đầu tư, top 16 CTCK

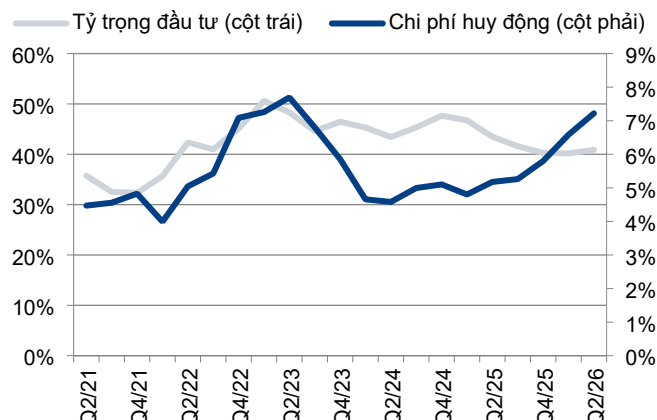
Quy mô danh mục đầu tư tăng 10% so với quý trước và tăng 26% so với cùng kỳ; lợi suất đầu tư tăng 1,2 điểm % so với quý trước nhưng giảm 2,9 điểm % so với cùng kỳ



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 20: Tỷ trọng đầu tư và chi phí huy động, top 16 CTCK

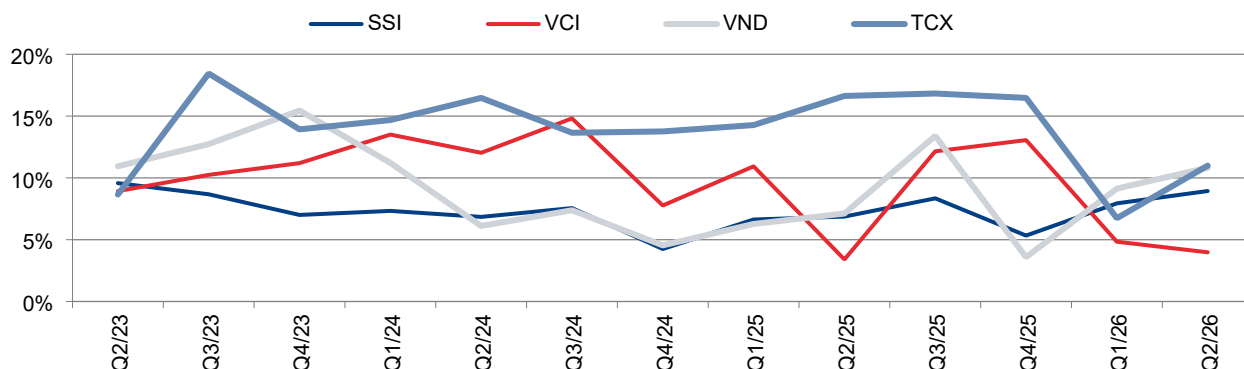
Tỷ trọng đầu tư biến động cùng chiều với chi phí huy động trong chu kỳ trước, nhưng gần đây nhìn chung đã duy trì ổn định



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 21: Lợi suất đầu tư hàng quý, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

SSI, VND và TCX, với tỷ trọng đầu tư cao vào các sản phẩm thu nhập cố định, có lợi suất thu nhập từ đầu tư ít biến động hơn, trong khi VCI có mức biến động cao hơn



Nguồn: Các công ty, HSC

Mảng nghiệp vụ môi giới cổ phiếu: Đóng góp lợi nhuận giảm dần theo thời gian

Cơ cấu lợi nhuận chuyển dịch từ dựa trên dịch vụ sang dựa trên tài sản

Cơ cấu lợi nhuận của các CTCK Việt Nam đã dịch chuyển đáng kể từ các dịch vụ môi giới truyền thống sang các mảng kinh doanh dựa trên bảng cân đối.

Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới – trụ cột lợi nhuận cốt lõi của các CTCK trong quá khứ – đã sụt giảm mang tính cấu trúc về tỷ trọng đóng góp trong tổng doanh thu hoạt động. Tỷ trọng đóng góp đạt đỉnh khoảng 20% trong chu kỳ tăng giá trước đó vào năm 2021 với giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường thứ cấp đạt mức kỷ lục và NĐT cá nhân tham gia mạnh mẽ. Kể từ đó, tỷ trọng đóng góp liên tục giảm xuống khoảng 14-16% trong năm 2022, 8-12% trong giai đoạn 2023-2024 và khoảng 5-6% trong nửa đầu năm 2026.

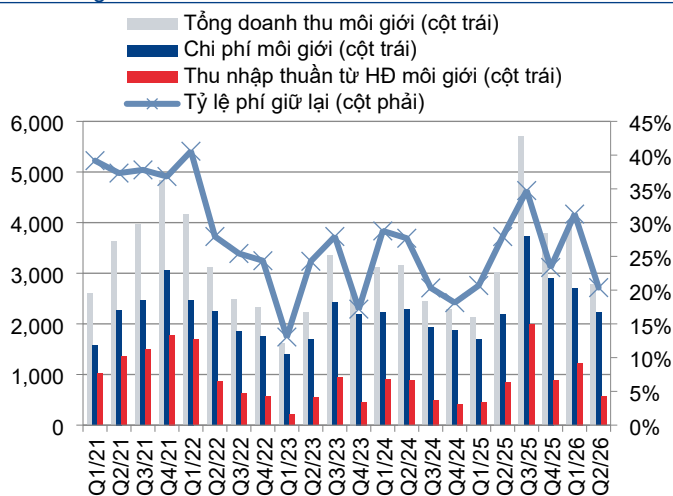
Mức giảm này chủ yếu phản ánh 2 yếu tố:

- Tỷ lệ phí giữ lại giảm xuống: Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới thuần trên doanh thu môi giới gộp đã giảm từ khoảng 37-40% trong năm 2021 xuống 25-30% trong giai đoạn 2023-2024 và khoảng 20% trong giai đoạn 2025-2026, phản ánh tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt và hoạt động giao dịch của NĐT cá nhân suy yếu.
- Bảng cân đối mở rộng nhanh chóng: Các tài sản sinh lãi, đặc biệt là dư nợ cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư, đã mở rộng đáng kể trong 3 năm qua, đóng góp tỷ trọng lớn hơn vào tổng thu nhập. Trong giai đoạn từ Q1/2021 đến Q2/2026, tỷ trọng đóng góp của lãi từ cho vay ký quỹ và thu nhập đầu tư tăng từ khoảng 79% lên hơn 95% trong một số quý, trước khi giảm về ở mức 85% trong Q2/2026.

Nhìn chung, mô hình lợi nhuận của các CTCK ngày càng dựa vào tài sản thay vì dịch vụ. Sự dịch chuyển mang tính cấu trúc này giúp lợi nhuận ổn định hơn trong những giai đoạn giá trị giao dịch thị trường suy yếu, nhưng cũng làm gia tăng độ nhạy với chi phí huy động, chất lượng tài sản đảm bảo, rủi ro tín dụng và điều kiện thị trường đầu tư.

Biểu đồ 22: Doanh thu, chi phí và thu nhập thuần từ hoạt động môi giới theo quý (tỷ đồng), top 16 CTCK

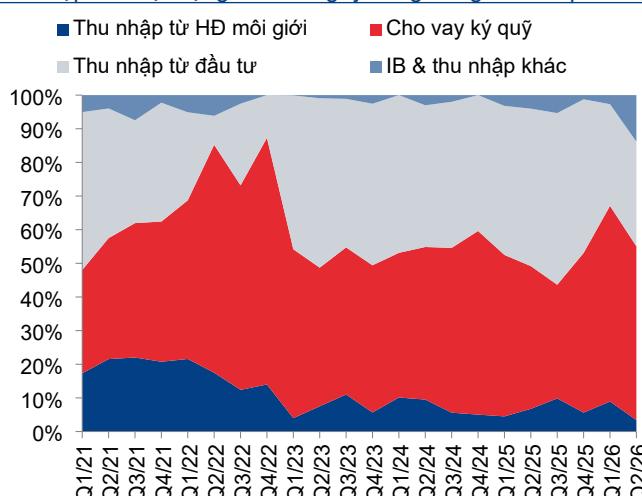
Tỷ lệ phí môi giới giữ lại giảm theo thời gian, từ 40% trong năm 2021-22 xuống 25-30% trong năm 2023-24 và hiện còn khoảng 20% trong năm 2025-26



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 23: Tỷ trọng đóng góp của các mảng vào tổng thu nhập HĐ theo quý, top 16 CTCK

Tỷ trọng thu nhập thuần từ HĐ môi giới trong tổng thu nhập HĐ giảm đáng kể, trong khi đóng góp của mảng cho vay ký quỹ và thu nhập từ hoạt động đầu tư ngày càng đóng vai trò quan trọng



Nguồn: Các công ty, HSC

Thị phần mảng nghiệp vụ môi giới: Sự dịch chuyển mang tính cấu trúc thay vì chỉ là một quý suy yếu

Các CTCK định hướng bán lẻ ghi nhận kết quả kém tích cực trong Q2 khi thanh khoản thị trường ảm đạm gây áp lực lên hoạt động giao dịch của NĐT cá nhân. Thị phần của VCK, VND và MBS giảm lần lượt 2,7 điểm phần trăm, 0,8 điểm phần trăm và 0,5 điểm phần trăm so với quý trước, trong khi thị phần của TCX và VPX tăng lần lượt 0,5 điểm phần trăm và 0,7 điểm phần trăm.

Ngoài ra, thị phần môi giới đã dịch chuyển mang tính cấu trúc trên diện rộng trong 2 năm qua. TCX là bên hưởng lợi chính khi nâng thị phần lên 9,5% trong Q2/2026 từ 7,5% trong Q2/2024. VPX cũng lọt vào top 10 với thị phần 3,6% trong Q2/2026. Trong khi đó, thị phần Các CTCK lâu năm như SSI, VCI và HCM tăng lần lượt 1,9 điểm phần trăm, 1,7 điểm phần trăm và 0,4 điểm phần trăm.

Trong khi đó, thị phần của VCK giảm từ mức đỉnh 18,2% trong Q2/2024 xuống 12,6% trong Q2/2026, tương đương giảm 5,6 điểm phần trăm trong 2 năm. Thị phần của các CTCK định hướng bán lẻ khác, bao gồm VND và MAS, cũng giảm lần lượt 2,5 điểm phần trăm và 1,5 điểm phần trăm.

Chúng tôi cho rằng sự dịch chuyển này đến từ 4 yếu tố chính:

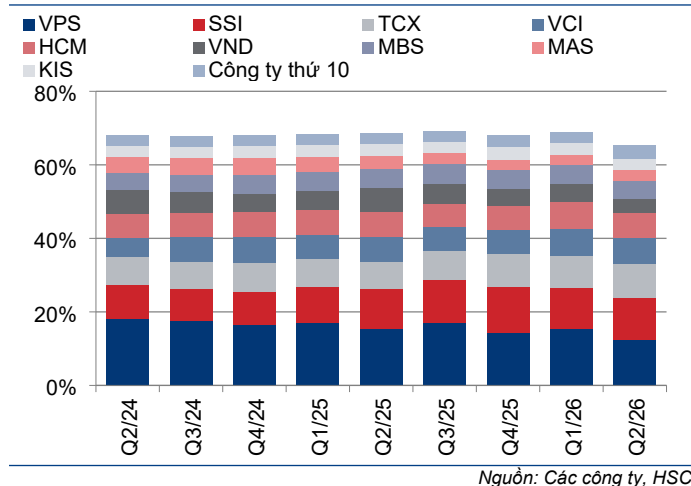
- Hoạt động tăng vốn trên toàn ngành trong 2 năm qua đã củng cố đáng kể năng lực cho vay ký quỹ của toàn ngành, làm gia tăng cạnh tranh và đa dạng hóa cơ cấu thị trường. Điều này giúp các CTCK quy mô nhỏ hơn giành lại thị phần từ các CTCK dẫn đầu như VCK, công ty mới chỉ hoàn tất IPO vào tháng 11/2025 sau đợt tăng vốn trước đó vào năm 2021.
- Cạnh tranh từ các CTCK trực thuộc ngân hàng, dẫn đầu là TCX và VPX, ngày càng gay gắt nhờ khả năng tiếp cận nền vốn lớn hơn, hệ sinh thái khách hàng rộng hơn và các sản phẩm “vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu” ngày càng phát triển.
- Yêu cầu tuân thủ chặt chẽ hơn theo Luật Chứng khoán sửa đổi có thể đã làm giảm một số lợi thế của mô hình tập trung mạnh vào bán lẻ dựa trên phí giao dịch thấp, hoa hồng cao và sử dụng mạnh mẽ kênh phân phối qua mạng xã hội;
- Khối ngoại liên tục bán ròng đã làm gia tăng tỷ trọng giao dịch của NĐT tổ chức, đem lại lợi ích cho các CTCK có thể mạnh về khách hàng tổ chức như SSI, VCI và HCM.

Các CTCK định hướng bán lẻ có thể giành lại một phần thị phần khi thanh khoản cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng một phần thị phần mà các CTCK trực thuộc ngân

hàng và các CTCK định hướng khách hàng tổ chức giành được sẽ tiếp tục được duy trì, đưa ngành về một điểm cân bằng thị phần khác so với các chu kỳ trước.

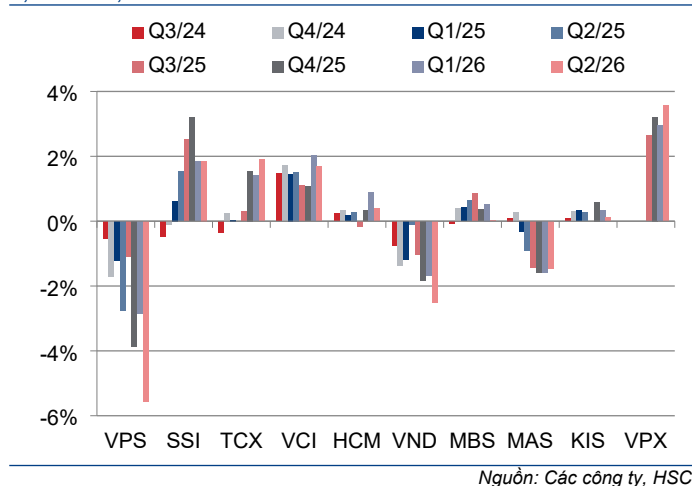
Biểu đồ 24: Thị phần trên HSX, top 10 CTCK

TCX và VPX giành thêm thị phần trong Q2/2026, trong khi thị phần của VCK, VND và MBS sụt giảm



Biểu đồ 25: Biến động thị phần trên HSX, top 10 CTCK

Sau hai năm, thị phần của VCK và VND lần lượt giảm 5,6% và 2,5%; trong khi thị phần của TCX, SSI và VCI lần lượt tăng 2,0%, 1,9% và 1,7%



Triển vọng: Yếu tố bất lợi vẫn chiếm ưu thế nhưng yếu tố thuận lợi đang mạnh lên

Mặc dù thanh khoản thị trường không còn quan trọng đối với lợi nhuận của các CTCK như giai đoạn lợi nhuận nghiệp vụ môi giới chiếm tỷ trọng chi phối trong cơ cấu doanh thu, đây vẫn là động lực định giá quan trọng. Thanh khoản ảnh hưởng đến tâm lý NGĐT, sự tham gia của NGĐT cá nhân vào cổ phiếu ngành Chứng khoán và câu chuyện chung của ngành.

Khung phân tích yếu tố thuận lợi/bất lợi của chúng tôi cho thấy áp lực thanh khoản đang bắt đầu hạ nhiệt một phần, trong khi tỷ giá ổn định hơn tạo điều kiện thuận lợi hơn cho năm 2027. Điều kiện ngắn hạn vẫn nhiều thách thức nhưng cán cân rủi ro đang dần hạ nhiệt.

Trong nửa cuối năm 2026, các đợt bán giải chấp có thể gia tăng áp lực lên thanh khoản và tâm lý thị trường. Tuy nhiên, định giá thấp hơn sẽ dần thu hút dòng vốn dài hạn và giúp hấp thụ nguồn cung tăng thêm. Do đó, chúng tôi cho rằng Q3/2026 có thể là vùng đáy của cả thanh khoản thị trường và chỉ số VNIndex, sau đó phục hồi dần khi thanh khoản hệ thống ngân hàng cải thiện và các động lực về dòng vốn trở nên rõ ràng hơn.

Bảng 26: Phân tích các yếu tố gây bất lợi và hỗ trợ đối với thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2026-28

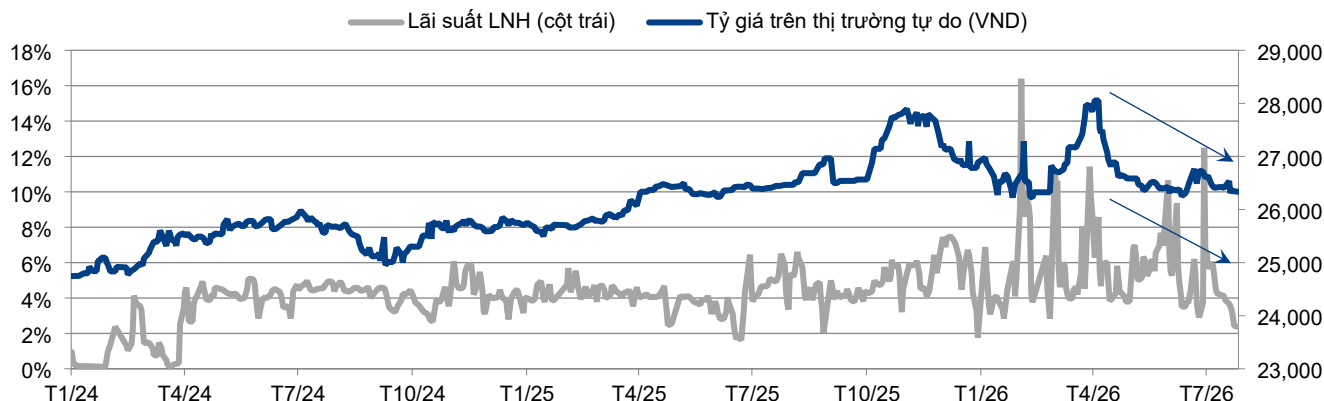
Trong ngắn hạn, các yếu tố bất lợi vẫn có tác động đáng kể và kéo dài hơn so với các yếu tố hỗ trợ, mặc dù một số yếu tố thuận lợi được kỳ vọng sẽ dần mạnh lên trong năm 2027

Yếu tố	Trạng thái	Tác động cơ bản	Thời gian tác động	Tác động đến tâm lý thị trường
Các yếu tố lợc cản				
Lãi suất tiền gửi ở mức cao	Các NHTM duy trì lãi suất tiền gửi ở mức cao nhằm đẩy mạnh huy động vốn trong bối cảnh thanh khoản hệ thống ngân hàng thắt chặt kéo dài. Thanh khoản trên thị trường cổ phiếu vẫn đang được điều chuyển vào hệ thống ngân hàng chính thức.	Cao	Dài	Cao
Thanh khoản thắt chặt	Điều kiện thanh khoản bắt đầu cho thấy những tín hiệu cải thiện khi lãi suất LNH qua đêm giảm xuống còn 2-3% trong vài ngày, từ mức 6-8% trong tháng 4-5, cho thấy khả năng huy động tiền gửi đã tăng tích cực kể từ T6/26. Thông tư 25/2026/TT-NHNN cũng góp phần nới lỏng các hạn chế về thanh khoản.	Cao	Trung bình (-)	Trung bình (-)
Khối ngoại bán ròng	Khối ngoại bán ròng 69 nghìn tỷ đồng trong 7 tháng đầu năm 2026. Đà bán ròng chưa có dấu hiệu chậm lại dù điều kiện tỷ giá đã cải thiện.	Cao	Dài	Trung bình
Độ rộng thị trường thu hẹp	Lo ngại về biến động của nhóm cổ phiếu họ Vingroup đã giảm so với trước khi thị trường đã điều chỉnh đáng kể trong hai tháng qua.	Trung bình	Ngắn	Trung bình
Các yếu tố thuận lợi				
Căng thẳng Mỹ-Iran hạ nhiệt	Rủi ro địa chính trị quanh eo biển Hormuz đã hạ nhiệt, kéo giá dầu trở lại mức 80 USD/thùng, mặc dù các sự cố gián đoạn vẫn diễn ra và dòng chảy vận tải vẫn bị ảnh hưởng. Chính phủ Việt Nam đã trợ giá nhiên liệu cho người dân trong giai đoạn giá dầu cao, đồng thời cung cấp các nguồn nhiên liệu thay thế.	Cao	Ngắn	Trung bình
Đẩy mạnh thực hiện kích thích tài khóa	Danh mục các dự án trị giá 1.280 nghìn tỷ đồng vẫn đang được triển khai đúng tiến độ. Việc đẩy nhanh giải ngân vốn Nhà nước sẽ hỗ trợ thanh khoản thị trường, đồng thời cải thiện triển vọng lợi nhuận cho các doanh nghiệp ngành Xây dựng, Vật liệu, Công nghiệp và một số doanh nghiệp BĐS.	Trung bình	Dài	Trung bình
Ổn định tỷ giá	Tỷ giá USD/VND đã giảm về vùng giữa 26.000 từ mức căng thẳng 28.000, nhờ hoạt động huy động vốn ở nước ngoài của các tổ chức tài chính Việt Nam và dòng vốn FDI giải ngân duy trì tích cực (13 tỷ USD trong 7 tháng đầu năm 2026, tăng 11,2% so với cùng kỳ).	Cao	Dài	Trung bình (+)
Dòng vốn từ việc được đưa vào rổ FTSE Emerging Markets	Ngày 8/4, FTSE Russell chính thức xác nhận Việt Nam được đưa vào các bộ chỉ số Thị trường mới nổi (Emerging Markets), với 23 cổ phiếu vốn hóa lớn sẽ được đưa vào rổ chỉ số theo 4 đợt, bắt đầu từ tháng 9/2026. Chúng tôi ước tính tổng dòng vốn thụ động vào thị trường đạt khoảng 946 triệu USD, trong đó đợt đầu tiên trị giá khoảng 95 triệu USD sẽ chảy vào thị trường trong tháng 9/2026.	Trung bình	Dài	Thấp
Tổng quan	Trong ngắn hạn, các yếu tố bất lợi vẫn có khả năng lấn át các yếu tố hỗ trợ; tuy nhiên, những yếu tố bất lợi đã phần nào được phản ánh vào định giá, trong khi các yếu tố hỗ trợ hiện tại sẽ mạnh hơn trong trung hạn.			

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 27: Lãi suất qua đêm và tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do, hệ thống ngân hàng Việt Nam

Lãi suất LNH qua đêm giảm về mức 2-3% từ mức cao trong Q1/2026. Trong khi đó, tỷ giá USD trên thị trường tự do cũng giảm mạnh từ mức đỉnh 28.000 xuống khoảng 26.500 chỉ trong vòng hai tháng



Nguồn: NHNN, HSC ước tính

Bảng 28: Kế hoạch huy động vốn từ thị trường quốc tế của các công ty

Tính đến cuối tháng 7/2026, các tổ chức đã huy động hoặc đang có kế hoạch huy động khoảng 8,9–9,1 tỷ USD từ thị trường vốn quốc tế

Triệu USD	Đối tác/ Đơn vị thu xếp	Loại hình giao dịch	Tiến độ	Quy mô
Ngân hàng				
VPB	SMBC	Huy động vốn cổ phần chiến lược	Đang lên kế hoạch	712
VPB	SMBC	Khoản vay ESG	Đang tiến hành	1,200
TCB		Khoản vay hợp vốn	Đang tiến hành	200
BID	ADB	Khoản vay hợp vốn	Hoàn tất	250
HDB	Standard Chartered	Khoản vay hợp vốn	Hoàn tất	721
MBB	Standard Chartered	Khoản vay hợp vốn	Đang tiến hành	200
HDB		Trái phiếu quốc tế	Đang lên kế hoạch	300
VCB		Huy động vốn cổ phần chiến lược	Đang lên kế hoạch	1,300
VIB		Trái phiếu quốc tế	Đang tiến hành	1,000
ACB		Khoản vay hợp vốn	Đang tiến hành	300-500
Ngoài ngân hàng				
TCX		Khoản vay hợp vốn	Đang tiến hành	488
TCX	KfW DEG	Khoản vay chuyển đổi	Đang tiến hành	50
CAEX (VPX)	OKX	Huy động vốn chiến lược	Đang tiến hành	50
SSI	Cathay United Bank	Khoản vay hợp vốn	Hoàn tất	300
GEX	HSBC	Khoản vay hợp vốn	Đang tiến hành	200
VIC		Trái phiếu quốc tế	Đang tiến hành	350
MSN		Khoản vay hợp vốn	Đang tiến hành	750
VPX		Khoản vay hợp vốn	Đang lên kế hoạch	500
Tổng				8,871-9,071
Dự trữ ngoại hối (tính đến 18/6)				87,600
% dự trữ ngoại hối				10.1-10.4%
Tổng tiền gửi (tính đến 30/6)				666,638
% tổng tiền gửi				1.3-1.4%

Nguồn: Các công ty, truyền thông, NHNN, HSC

Dự báo mới

Dựa trên tình hình thanh khoản 7 tháng đầu năm 2026 và quan điểm của chúng tôi về triển vọng năm 2026-2027, HSC giảm bình quân 11%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày giai đoạn 2026-2028, tương đương tăng trưởng bình quân 4,3% trong 3 năm tới từ mức nền cao năm 2025 (so với tăng trưởng 8,3% trước đó). Đối với lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 của các CTCK, chúng tôi tăng bình quân 11%/năm dự báo cho VND, gần như giữ nguyên dự báo cho SSI và TCX, đồng thời giảm bình quân 8%/năm dự báo cho VCI. Theo đó, lợi nhuận của TCX, VCI, SSI và VND được dự báo tăng trưởng bình quân lần lượt 21%, 16%, 11% và 9% trong 3 năm tới.

Triển vọng thị trường: Hạ dự báo thanh khoản nhưng câu chuyện tạo đáy và phục hồi đang hình thành

HSC giảm bình quân 11%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày giai đoạn 2026-2028, phản ánh những yếu tố bất lợi về thanh khoản diễn ra nghiêm trọng hơn và kéo dài hơn so với giả định trong kịch bản cơ sở trước đó của chúng tôi.

Theo kịch bản cơ sở điều chỉnh, giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2026 đạt 27,4 nghìn tỷ đồng, giảm 8% so với mức nền cao năm 2025. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo phản ánh môi trường thị trường nhiều thách thức hơn, kết hợp giữa những yếu tố bất lợi về thanh khoản hiện hữu và áp lực bán tiềm ẩn từ các lệnh bán giải chấp.

Trong so sánh nền tảng quý, giá trị giao dịch bình quân ngày giảm từ 35,3 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026 xuống 25,4 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 và được dự báo tiếp tục giảm xuống 21 nghìn tỷ đồng trong Q3/2026 trước khi phục hồi lên 28 nghìn tỷ đồng trong Q4/2026. Chúng tôi cho rằng Q3/2026 sẽ là vùng đáy của cả thanh khoản và chỉ số VNIndex, phản ánh tâm lý suy yếu, sự tham gia hạn chế của NĐT cá nhân, áp lực bán giải chấp ở mức cao và khối ngoại tiếp tục bán ròng.

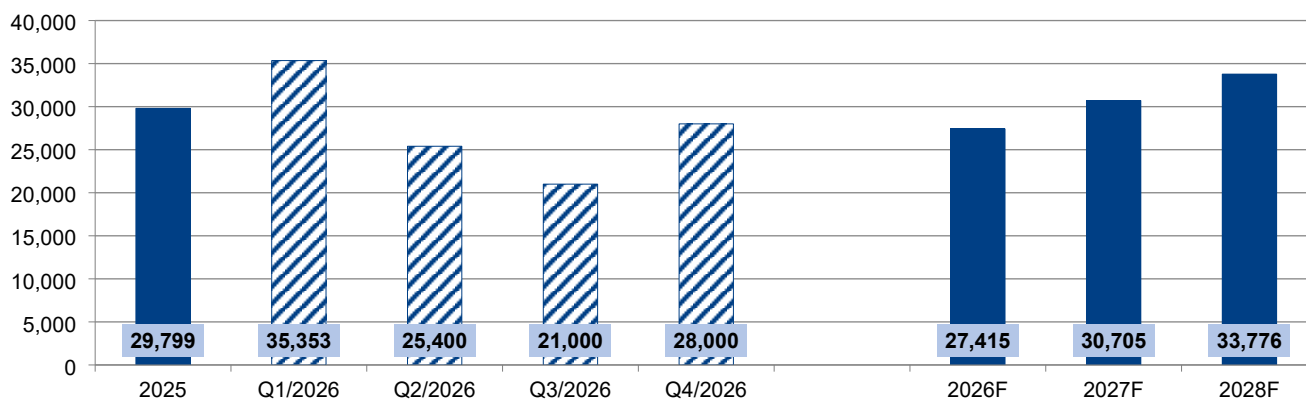
Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ dần phục hồi trong Q4/2026 khi định giá giảm xuống sẽ thu hút nguồn vốn dài hạn, thanh khoản hệ thống ngân hàng cải thiện rõ ràng hơn, áp lực lãi suất hạ nhiệt và dòng vốn ban đầu sau khi FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi đem lại sự hỗ trợ nhất định.

Cho năm 2027 và 2028, chúng tôi giảm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày xuống lần lượt 30,7 nghìn tỷ đồng và 33,8 nghìn tỷ đồng. Những dự báo này đã phản ánh sự phục hồi từ vùng đáy Q3/2026 và các động lực mang tính cấu trúc trong dài hạn, bao gồm tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp và sự tham gia ngày càng lớn của NĐT.

Theo dự báo mới, giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ tăng trưởng bình quân 4,3% trong giai đoạn 2025-2028, so với 8,3% theo dự báo trước đó.

Biểu đồ 29: Dự báo thanh khoản thị trường hàng năm theo quý, Việt Nam

Chúng tôi dự báo GTGD bình quân ngày sẽ chạm đáy trong Q3/2026 trước khi phục hồi trong Q4 khi điều kiện thanh khoản và tâm lý NĐT dần cải thiện



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Chúng tôi cũng đưa ra 2 kịch bản thay thế:

- **Kịch bản tiêu cực:** Giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2026 thấp hơn 7% so với kịch bản cơ sở và thấp hơn 15% so với năm 2025, phản ánh rủi ro từ căng thẳng địa chính trị leo thang trở lại, lãi suất tiếp tục ở mức cao và khối ngoại bán ròng kéo dài hơn.
- **Kịch bản tích cực:** Giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2026 gần như đi ngang so với cùng kỳ, tương đương cao hơn 8-9% so với kịch bản cơ sở điều chỉnh. Động lực chính là lãi suất tiền gửi giảm sớm hơn giả định giúp nới lỏng điều kiện huy động và hỗ trợ thanh khoản TTCK. Dòng vốn khối ngoại ổn định trở lại sớm hơn trước thời điểm FTSE nâng hạng cũng sẽ củng cố tiềm năng tăng trưởng.

Bảng 30: Thanh khoản thị trường hàng năm thực tế & dự báo, Việt Nam

HSC giảm bình quân 11% dự báo GTGD bình quân ngày mỗi năm trong giai đoạn 2026-28, từ đó hạ giả định tốc độ tăng trưởng kép 3 năm xuống 4,3%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Kịch bản tiêu cực					25,329	28,369	31,206
Tăng trưởng					-15%	12%	10%
Kịch bản cơ sở	29,799	30,693	34,377	37,814	27,415	30,705	33,776
Tăng trưởng	42%	3%	12%	10%	-8%	12%	10%
Kịch bản tích cực					29,799	33,375	36,713
Tăng trưởng					0%	12%	10%

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Bảng 31: LNTT Q2/2026 và 6 tháng đầu năm 2026 (tỷ đồng), các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

KQKD của các công ty nhìn chung sát với dự báo năm 2026 của chúng tôi nhờ quy mô tài sản được mở rộng mạnh mẽ

	LNTT Q2/26 (tỷ đồng)	So với cùng kỳ	So với quý trước	LNTT 6T26 (tỷ đồng)	So với cùng kỳ	% 2026 HSCF	Ghi chú
SSI	1,511	26%	-5%	3,106	41%	55%	Sát với dự báo, được hỗ trợ bởi lãi cho vay ký quỹ và thu nhập từ đầu tư tích cực
VCI	267	27%	-34%	671	12%	31%	Thấp hơn dự báo do thu nhập đầu tư kém tích cực
VND	1,105	126%	62%	1,786	86%	71%	Vượt kỳ vọng nhờ khoản hoàn nhập các khoản phải thu không thường xuyên
TCX	2,096	21%	44%	3,555	11%	44%	Nhìn chung sát với dự báo, được hỗ trợ bởi mảng TPDN và cho vay ký quỹ

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Phản ánh rủi ro bán giải chấp với tác động lên lợi nhuận được hạn chế

Phân tích KQKD nửa đầu năm 2026 và triển vọng nửa cuối năm 2026

KQKD nửa đầu năm 2026 của 4 CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi nhìn chung ổn định. SSI và TCX sát với dự báo cả năm 2026 của chúng tôi, VND vượt kỳ vọng nhờ khoản hoàn nhập không thường xuyên các khoản phải thu liên quan đến TPDN, trong khi VCI thấp hơn dự báo do lợi suất đầu tư thấp hơn kỳ vọng.

Những kết quả này nhìn chung phù hợp với điều kiện thị trường trong 7 tháng đầu năm 2026: các khoản đầu tư cổ phiếu nhìn chung kém tích cực, trong khi các công cụ thu nhập cố định, bao gồm TPDN, tiền gửi và chứng chỉ tiền gửi, đem lại lợi suất tương đối ổn định.

Trong nửa cuối năm 2026, chúng tôi phản ánh thêm chi phí dự phòng cho các khoản tổn thất tín dụng tiềm ẩn liên quan đến dư nợ ký quỹ sau đợt giảm mạnh của giá cổ phiếu trong tháng 7. Chúng tôi cho rằng tác động lên lợi nhuận vẫn trong tầm kiểm soát với giả định tỷ lệ bao phủ tài sản đảm bảo và các biện pháp kiểm soát rủi ro của các CTCK tiếp tục phát huy hiệu quả. Nhu cầu “vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu” cũng duy trì tương đối ổn định qua các đợt biến động gần đây của thị trường.

Nhìn chung, HSC giữ nguyên giả định tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ cho SSI và VCI, nâng dự báo cho TCX và giảm nhẹ dự báo cho VND.

Dự báo lợi nhuận mới: Tăng trưởng bình quân 16,2% trong 3 năm tới

Đối với các CTCK trong phạm vi phân tích, chúng tôi tăng bình quân 11%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 cho VND, gần như giữ nguyên dự báo cho SSI và TCX, đồng thời giảm bình quân 8%/năm dự báo cho VCI.

Những điều chỉnh chính bao gồm hạ giả định lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và trích lập thêm dự phòng cho các khoản tổn thất tín dụng tiềm ẩn liên quan đến cho vay ký quỹ tại SSI và VCI. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ của những CTCK này nhờ nhu cầu “vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu” tiếp tục được duy trì. Đối với VND, khả năng thu hồi các khoản liên quan đến Trung Nam cải thiện giúp hoàn nhập các khoản dự phòng đã trích lập trước đó và đủ để bù đắp cho việc hạ giả định tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ. Đối với TCX, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ và phí tư vấn TPDN, nhưng giảm dự báo mảng phân phối TPDN và tỷ suất lợi nhuận cho vay ký quỹ.

Dự báo mới của chúng tôi như sau:

- SSI: LNTT tăng trưởng lần lượt 9%, 16% và 10% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ mảng cho vay ký quỹ và thu nhập đầu tư tăng trưởng tích cực. Dựa trên dự báo cả năm 2026 và KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, LNTT nửa cuối năm 2026 sẽ tăng 9% so với cùng kỳ.
- VCI: LNTT tăng trưởng lần lượt 8%, 33% và 8% trong giai đoạn 2026-2028. Tăng trưởng chậm lại trong năm 2026 do lãi hoạt động tự doanh suy yếu, trước khi phục hồi trong những năm tiếp theo nhờ dư nợ cho vay ký quỹ mở rộng và lãi hoạt động tự doanh cải thiện. Dựa trên dự báo mới cho cả năm 2026 và KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 tăng trưởng 91% so với mức nền thấp trong nửa đầu năm 2025.
- VND: LNTT tăng trưởng lần lượt 15%, 4% và 10% trong giai đoạn 2026-2028. Lãi từ cho vay ký quỹ và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tiếp tục hạn chế do điều kiện thị trường suy yếu và thị phần khiếm tốn, trong khi thu nhập đầu tư hưởng lợi từ việc thu hồi các khoản TPDN liên quan đến Trung Nam. Dựa trên dự báo mới cho cả năm 2026 và KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 tăng 13% so với cùng kỳ.
- TCX: LNTT tăng trưởng lần lượt 12,9%, 27,6% và 23,8% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ bảng cân đối và mảng TPDN tiếp tục mở rộng. Dựa trên dự báo cả năm 2026 và KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 tăng 10% so với cùng kỳ.

Bảng 32: LNTT thực tế và dự báo, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

LNTT toàn ngành được dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 16,2% trong giai đoạn 2025-2028 (dự báo trước đây: 16,1%)

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
SSI	5,083	5,695	6,439	7,119	5,552	6,415	7,025
Tăng trưởng	43%	12%	13%	11%	9%	16%	10%
VCI	1,629	2,192	2,386	2,656	1,760	2,352	2,541
Tăng trưởng	50%	35%	9%	11%	8%	33%	8%
VND	2,508	2,524	2,686	3,002	2,879	2,989	3,281
Tăng trưởng	20%	1%	6%	12%	15%	4%	10%
TCX	7,108	8,048	10,325	12,802	8,029	10,244	12,685
Tăng trưởng	48%	13%	28%	24%	13%	28%	24%

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Tiềm năng tăng chính đối với dự báo lợi nhuận là dư nợ vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng, từ đó có thể mở ra tiềm năng tăng cho lợi nhuận nếu nhu cầu duy trì ổn định bất chấp biến động thị trường.

Trong khi đó, **rủi ro giảm** chính là lãi suất và chi phí huy động duy trì ở mức cao. Lãi suất và chi phí huy động tăng lên có thể khiến các CTCK giảm đòn bẩy bằng cân đối và thu hẹp dư nợ cho vay ký quỹ. Điều này sẽ trực tiếp gây áp lực lên lãi từ cho vay ký quỹ, đồng thời có thể khiến tâm lý thị trường tiếp tục suy yếu và quá trình giảm đòn bẩy tiếp diễn.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu đối với toàn bộ các CTCK trong phạm vi phân tích, chủ yếu thông qua hạ bội số định giá, trong khi tổng dự báo lợi nhuận gần như giữ nguyên. Chúng tôi hiện định giá SSI và VCI với P/E và P/B tương đương bình quân quá khứ, phản ánh triển vọng thanh khoản suy yếu. Chúng tôi định giá VND với P/E tương đương bình quân quá khứ và P/B thấp hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, trong khi áp dụng mức thặng dư so với bình quân ngành cho TCX nhờ khả năng sinh lời và triển vọng tăng trưởng vượt trội. Tại mặt bằng định giá hiện tại, chúng tôi đánh giá ngành Chứng khoán là cơ hội đầu tư giá trị thay vì chỉ là cơ hội đầu tư tăng trưởng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho TCX, VCI và SSI, đồng thời nâng khuyến nghị cho VND lên Tăng tỷ trọng. SSI và TCX vẫn là những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu nhờ quy mô lớn, khả năng sinh lời, nguồn thu nhập đa dạng và bảng cân đối tương đối ổn định, trong khi VCI – với tiềm năng tăng giá 33% và triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ – cũng là một lựa chọn tốt.

Kể từ báo cáo này, chúng tôi thay thế phương pháp định giá P/S mục tiêu bằng phương pháp P/B mục tiêu, đồng thời vẫn giữ phương pháp P/E mục tiêu. Khung định giá dựa trên doanh thu đã trở nên kém phù hợp khi mô hình lợi nhuận của các CTCK dịch chuyển mang tính cấu trúc sang các hoạt động dựa trên bảng cân đối.

Hai diễn biến củng cố cho sự thay đổi này. Thứ nhất, kể từ năm 2023, tăng trưởng lợi nhuận ngày càng đến từ việc mở rộng bảng cân đối thay vì hoạt động môi giới. Thứ hai, thu nhập đầu tư đã biến động ít hơn khi tài sản thu nhập cố định hiện chiếm khoảng 80% danh mục đầu tư của các CTCK, so với khoảng 20% là cổ phiếu trực tiếp. Do mảng cho vay ký quỹ, đầu tư thu nhập cố định, quản lý chi phí huy động và đòn bẩy bảng cân đối ngày càng đóng góp đáng kể cho lợi nhuận của các CTCK, bội số P/E và P/B là những khung định giá phù hợp hơn so với P/S.

Giảm giá mục tiêu do áp dụng giả định định giá thận trọng hơn

HSC giảm 10% giá mục tiêu cho SSI xuống 24.700đ (tiềm năng tăng giá 26%), giảm 9% cho VCI xuống 28.500đ (tiềm năng tăng giá 33%) và giảm 5% cho TCX xuống 50.000đ (tiềm năng tăng giá 25%). Trong khi đó, chúng tôi tăng 8% giá mục tiêu cho VND lên 18.500đ (tiềm năng tăng giá 15%).

Những điều chỉnh này phản ánh:

- **Hạ bội số định giá mục tiêu:** Chúng tôi áp dụng P/E và P/B mục tiêu bằng bình quân quá khứ cho SSI và VCI, so với cao hơn 0,25 độ lệch chuẩn trước đó, phản ánh quan điểm thận trọng hơn về thanh khoản và tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn. Đối với VND, chúng tôi áp dụng bội số mục tiêu thấp hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, phản ánh nguồn vốn ứ đọng tại các khoản TPDN. Đối với TCX, do lịch sử giao dịch ngắn, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh với bình quân ngành, áp dụng mức thặng dư 20% so với P/E mục tiêu và 40% so với P/B mục tiêu của bình quân ngành.
- **Điều chỉnh dự báo lợi nhuận:** Chúng tôi giảm bình quân khoảng 1%/năm dự báo giai đoạn 2026-2028 cho SSI và 8%/năm cho VCI, gần như giữ nguyên dự báo cho TCX và tăng khoảng 11%/năm cho VND.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho SSI, VCI và TCX, đồng thời nâng khuyến nghị cho VND lên Tăng tỷ trọng. Cổ phiếu SSI vẫn hấp dẫn nhờ cơ cấu thu nhập đa dạng, danh mục cho vay ký quỹ ổn định, định giá hấp dẫn và lợi suất cổ tức. TCX cũng là một lựa chọn hàng đầu nhờ triển vọng lợi nhuận rõ ràng, khả năng sinh lời vượt trội, tiềm năng từ việc được cấp phép triển khai sàn giao dịch tiền điện tử và định giá rẻ so với bình quân quá khứ. Trong khi đó, VCI cũng là một lựa chọn tốt với tốc độ tăng trưởng 3 năm cao thứ hai trong nhóm và tiềm năng tăng giá 33%.

Bảng 33: Phương pháp định giá P/E, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	EPS 2026	EPS 2027	EPS bình quân	Bội số định giá mục tiêu	Giá mục tiêu
SSI	1,496	1,649	1,573	19.4	30,576
VCI	1,269	1,688	1,479	16.9	25,210
VND	1,337	1,379	1,358	10.2	18,274
TCX	2,315	2,953	2,634	19.9	52,315

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Bảng 34: Phương pháp định giá P/B, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	Giá trị sổ sách của cổ phiếu năm 2026	Giá trị sổ sách của cổ phiếu năm 2027	Giá trị sổ sách bình quân	Bội số định giá mục tiêu	Giá mục tiêu
SSI	13,364	14,002	13,683	1.37	18,778
VCI	16,636	17,696	17,166	1.9	31,746
VND	14,364	15,244	14,804	1.3	18,733
TCX	17,796	20,159	18,978	2.2	41,009

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Bảng 35: Kết hợp phương pháp P/E và P/B, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Công ty	P/E	Tỷ trọng	P/B	Tỷ trọng	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm
SSI	30,576	50%	18,778	50%	24,700	26%
VCI	25,210	50%	31,746	50%	28,500	33%
VND	18,274	50%	18,733	50%	18,500	15%
TCX	52,315	80%	41,009	20%	50,000	25%

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Bảng 36: So sánh P/E, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Đồng	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	P/E (lần)		ROE		Tăng trưởng EPS		P/E tại giá mục tiêu (lần)
				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F (*)	2027F	2026F
SSI	19,800	Mua vào	24,700	13.1	11.9	12.3%	12.4%	-5.8%	10.3%	16.5
VCI	21,500	Mua vào	28,500	17.0	12.8	7.7%	9.9%	-5.1%	33.0%	22.4
VND	16,150	Tăng tỷ trọng	18,500	12.4	12.0	10.5%	9.9%	6.0%	3.1%	13.8
TCX	39,200	Mua vào	50,000	16.9	13.3	13.7%	15.6%	2.4%	27.6%	21.6
Bình quân				15.2	12.7	11.1%	11.9%	-0.6%	18.5%	18.9

Ghi chú: (1) EPS 2026 của SSI và VCI lần lượt bị pha loãng gần 20% và 17% do hai công ty thực hiện phát hành riêng lẻ vào giữa tháng 12/2025; (2) Dữ liệu giá tại ngày 17/8

Nguồn: Các công ty, HSC

Bảng 37: So sánh P/B, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Đồng	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	P/B (lần)		ROE		Tăng trưởng EPS		P/B tại giá mục tiêu (lần)
				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F
SSI	19,800	Mua vào	24,700	1.47	1.40	12.3%	12.4%	-5.8%	10.3%	1.85
VCI	21,500	Mua vào	28,500	1.30	1.22	7.7%	9.9%	-5.1%	33.0%	1.71
VND	16,150	Tăng tỷ trọng	18,500	1.15	1.09	10.5%	9.9%	6.0%	3.1%	1.29
TCX	39,200	Mua vào	50,000	2.20	1.94	13.7%	15.6%	2.4%	27.6%	2.81
Bình quân				1.53	1.41	11.1%	11.9%	-0.6%	18.5%	1.91

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 17/8.

Nguồn: Các công ty, HSC

Bối cảnh định giá theo bội số P/E

Giá cổ phiếu của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi nhìn chung đã điều chỉnh đáng kể trong thời gian gần đây trong bối cảnh thanh khoản thị trường suy yếu, khối ngoại liên tục bán ròng và hoạt động bán giải chấp. Trong khi VND đi ngược xu hướng với mức tăng 1% trong 3 tháng qua, giá cổ phiếu TCX, SSI và VCI giảm lần lượt 8%, 11% và 16% (chỉ số VNIndex giảm 3,1%).

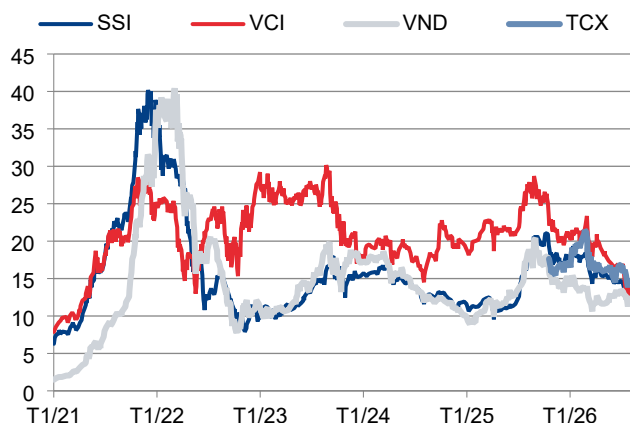
Toàn ngành hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân ở mức 13,2 lần, thấp hơn 20% so với bình quân quá khứ (16,4 lần). Tại mức định giá này, chúng tôi cho rằng ngành Chứng khoán đang mở ra cơ hội đầu tư giá trị tích cực.

P/E trượt dự phóng 1 năm hiện tại:

- SSI: 12,3 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm.

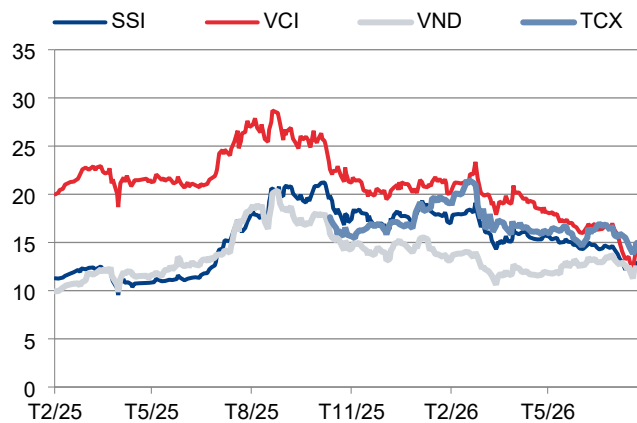
- VCI: 14,2 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm.
- VND: 12,1 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm.
- TCX: 14,3 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (kể từ khi niêm yết vào ngày 21/10/2025).

Biểu đồ 38: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC
P/E của các CTCK trong chu kỳ hiện tại đang dao động trong biên độ hẹp hơn đáng kể so với giai đoạn 2021-23



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 39: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC
P/E của các CTCK ở mức gần tương đương với Q1/25, thời điểm xảy ra sự kiện thuế đối ứng



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Diễn biến bội số P/B: Hội tụ dần về định giá của ngành Ngân hàng

Đối với bội số P/B, các CTCK trong phạm vi phân tích đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm bình quân ở mức 1,45 lần, thấp hơn 24% so với bình quân quá khứ (1,9 lần). P/B trượt dự phóng 1 năm hiện tại của từng CTCK như sau:

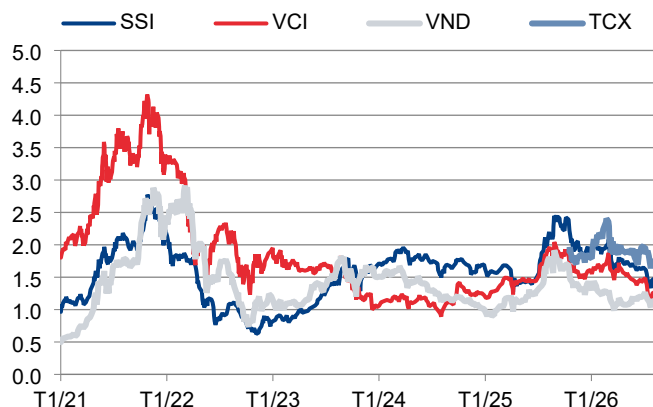
- SSI: 1,42 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm.
- VCI: 1,26 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm.
- VND: 1,09 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm.
- TCX: 2,03 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (kể từ khi niêm yết vào ngày 21/10/2025).

Chúng tôi nhận thấy cơ cấu lợi nhuận của các CTCK đã thay đổi đáng kể trong 3 năm qua – từ mô hình lợi nhuận dựa trên dịch vụ sang mô hình lợi nhuận dựa trên tài sản – và cách thị trường định giá những cổ phiếu này cũng thay đổi theo đó.

- Trong giai đoạn 2020-2022, lợi nhuận nghiệp vụ môi giới vẫn là đóng góp quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận, đóng góp tới khoảng 20% tổng doanh thu hoạt động. Do đó, các CTCK được nhìn nhận là những doanh nghiệp ít thâm dụng tài sản với đòn bẩy hoạt động cao theo giá trị giao dịch thị trường. Định giá rất nhạy với giá trị giao dịch bình quân ngày và mở rộng mạnh trong những giai đoạn thị trường thuận lợi. Từ đó, P/B toàn ngành dao động trong biên độ rộng, khoảng 0,6-3,1 lần, trước khi giảm về khoảng 0,9 lần vào cuối chu kỳ.
- Trong giai đoạn 2023-2026, các CTCK đã mở rộng đáng kể hoạt động cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư thu nhập cố định, từ đó thu nhập từ bảng cân đối ngày càng quan trọng. Mô hình kinh doanh của các CTCK hiện tập trung hơn vào quản lý lợi suất tài sản, chi phí huy động, đòn bẩy và hệ số ROE, khiến đặc điểm lợi nhuận của các CTCK trở nên tương đồng hơn với ngành Ngân hàng. Trong giai đoạn này, P/B của các CTCK giao dịch trong biên độ hẹp hơn, khoảng 1-2 lần, so với 0,8-1,5 lần của các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi, trong đó các CTCK nhìn chung duy trì mức thấp hơn so với ngành ngân hàng.

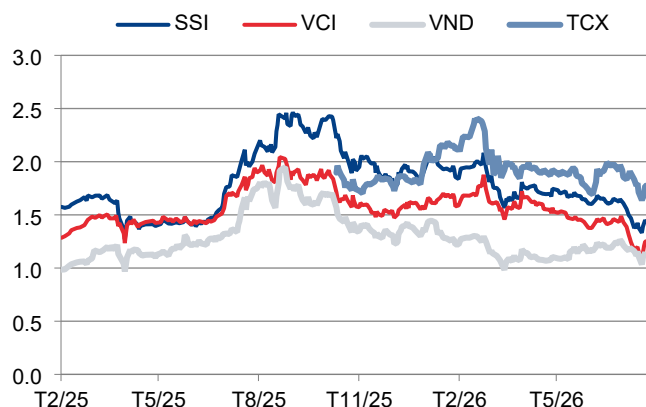
Chúng tôi cho rằng quá trình chuyển dịch sang mô hình dựa trên bảng cân đối sẽ giúp biên độ định giá ổn định hơn, mặc dù mức trần định giá của ngành có thể sẽ thấp hơn so với đỉnh đạt được trong chu kỳ trước vốn được dẫn dắt bởi hoạt động môi giới.

Biểu đồ 40: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC
P/B của các CTCK trong chu kỳ hiện tại đang dao động trong biên độ hẹp hơn đáng kể so với giai đoạn 2021-23



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

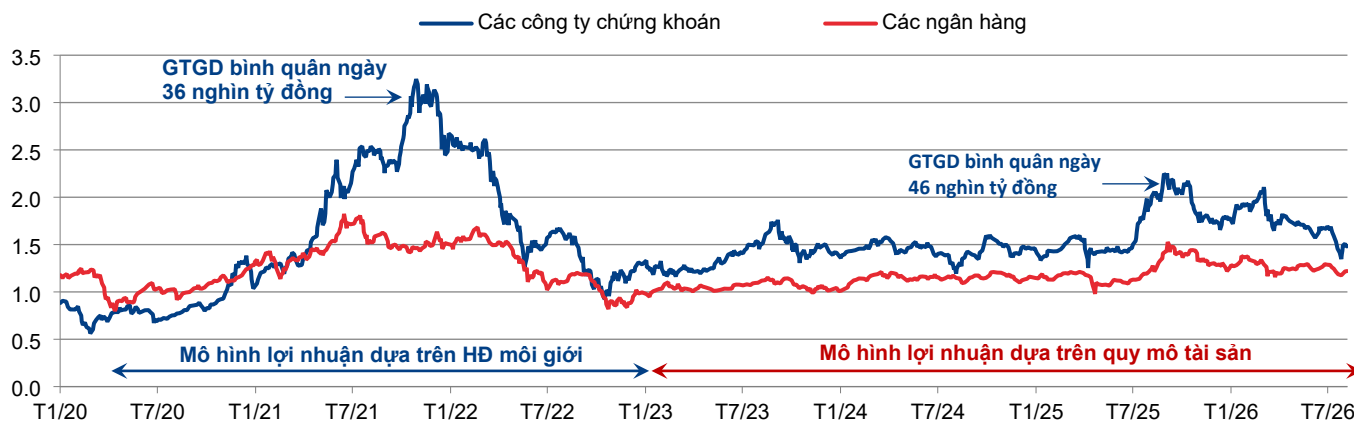
Biểu đồ 41: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC
P/B của các CTCK ở mức gần tương đương với Q1/25, thời điểm xảy ra sự kiện thuế đối ứng



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 42: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm, các công ty ngành Chứng khoán và Ngân hàng trong phạm vi phân tích của HSC

Theo thời gian, P/B của các CTCK có xu hướng hội tụ về mức của các ngân hàng khi quy mô bảng cân đối kế toán của các CTCK mở rộng



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ24,700 (từ VNĐ27,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/8/2026)	19,800
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,585-30,179
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,788
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	59,380
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,265
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,999
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,999
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2,099
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	30.0%
Tỷ lệ freefloat	25.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (15.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.15	(11.2)	(23.7)
So với chỉ số	5.09	(3.04)	(27.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,496	1,514	(1.2)
2027F	1,649	1,699	(2.9)
2028F	1,796	1,893	(5.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

SSI là một trong những công ty chứng khoán lớn nhất Việt Nam, với thị phần khoảng 10%. Công ty phát triển cân bằng giữa nhóm khách hàng cá nhân và tổ chức

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Cơ hội hấp dẫn đang hình thành; khuyến nghị Mua vào

- HSC giảm 10% giá mục tiêu xuống 24.700đ (từ 27.500đ đã điều chỉnh cho cổ tức bằng cổ phiếu) sau khi hạ dự báo lợi nhuận và cập nhật giả định định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 25%.
- Chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận năm 2026 sau khi hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và phản ánh chi phí dự phòng cho vay ký quỹ nhưng gần như giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2027-2028. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 11% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 12,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 12,3 lần và 1,42 lần, lần lượt thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn và 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ với lợi suất cổ tức ổn định ở mức 4% (năm 2026).

Sự kiện: Phân tích triển vọng ngắn hạn và dài hạn

Cơ cấu lợi nhuận của SSI sẽ ổn định hơn so với các CTCK khác trong những giai đoạn thanh khoản thị trường suy yếu và quá trình giảm đòn bẩy cho vay ký quỹ diễn ra. Nền vốn lớn giúp Công ty dịch chuyển nguồn vốn từ hoạt động cho vay ký quỹ sang các khoản đầu tư thu nhập cố định, trong khi thị phần lớn giúp duy trì danh mục cho vay ký quỹ ổn định bất chấp điều kiện thị trường kém thuận lợi. Mặc dù SSI có thể ghi nhận một số chi phí dự phòng tín dụng liên quan đến cho vay ký quỹ trong Q3/2026, chúng tôi cho rằng tác động sẽ ở mức hạn chế.

Theo đó, chúng tôi tin rằng SSI vẫn giữ vững được khả năng sinh lời ngay cả trong bối cảnh thị trường nhiều thách thức. Chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh giá cổ phiếu gần đây chủ yếu do thị trường phản ứng thái quá nhưng không phải do nền tảng cơ bản của SSI suy giảm, từ đó mở ra cơ hội mua vào hấp dẫn cho NĐT dài hạn.

Tác động: Giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026

HSC giảm 3% dự báo lợi nhuận năm 2026, chủ yếu phản ánh việc hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và ghi nhận chi phí dự phòng cho vay ký quỹ nhưng gần như giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2027-2028.

Theo dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi – thấp hơn một chút so với dự báo của thị trường – lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 11,3% trong 3 năm tới (so với 11,8% trước đó) với hệ số ROE bình quân đạt 12,5% (so với 12,8% trước đó). Trong khi đó, dựa trên dự báo mới cho cả năm 2026 và KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 ước tính tăng 9% so với cùng kỳ (giảm 21% so với nửa đầu năm).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 12,3 lần (thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020) và P/B dự phóng 1 năm là 1,42 lần (thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) với lợi suất cổ tức dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 4% và 5%. Trên thực tế, cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với điểm trung bình của biên độ định giá, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại đang tạo ra cơ hội hấp dẫn với rủi ro giảm giá thấp.

Chúng tôi giảm 10% giá mục tiêu xuống 24.700đ nhưng chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 25%.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	8,528	12,931	12,507 ▲	13,628	13,903
LN thuần (tỷ đồng)	2,845	4,113	4,442	5,133	5,618
EPS (đồng)	1,475	1,986	1,496	1,649	1,796
DPS (đồng)	1,000	1,000	800	1,000 ▲	1,000 ▲
BVPS (đồng)	10,866	12,297	13,364	14,002	14,786
P/E (lần)	13.4	9.97	13.2	12.0	11.0
Lợi suất cổ tức (%)	5.05	5.05	4.04	5.05	5.05
P/B (lần)	1.82	1.61	1.48	1.41	1.34
Thị phần môi giới CP (%)	9.50	11.5	11.6	11.8	11.8
Tăng trưởng EPS (%)	(0.58)	34.6	(24.7)	10.3	8.88
ROAE (%)	11.4	14.0	12.3	12.5	12.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Lợi nhuận ổn định + định giá hấp dẫn hơn = Mua vào

HSC giảm 10% giá mục tiêu cho SSI xuống 24.700đ sau khi hạ cả dự báo lợi nhuận năm 2026 và định giá mục tiêu. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 11% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 12,5%. SSI đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng 1 năm lần lượt là 12,3 lần và 1,42 lần, đều thấp hơn bình quân quá khứ. Chúng tôi cho rằng định giá chiết khấu hiện tại cho thấy rủi ro giảm hạn chế; theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 25%.

Dự báo mới

HSC giảm 3% dự báo lợi nhuận năm 2026 trong khi gần như giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2027-2028. Những điều chỉnh và giả định chính như sau.

Mảng nghiệp vụ môi giới: Chúng tôi giảm dự báo 15% lợi nhuận nghiệp vụ môi giới trong năm 2026 dựa trên giả định thanh khoản thấp (giá trị giao dịch bình quân ngày giảm 8% so với cùng kỳ trong năm 2026) và tỷ lệ phí giữ lại thu hẹp. Sau đó, lợi nhuận mảng này sẽ dần cải thiện trong giai đoạn 2027-2028 khi thanh khoản phục hồi. Giả định thị phần của SSI được giữ nguyên ở mức 11,6% trong năm 2026, sau đó tăng lên 11,8% trong giai đoạn 2027-2028.

Mảng cho vay ký quỹ: Lãi từ cho vay ký quỹ được dự báo tăng trưởng bình quân 20% trong giai đoạn 2025-2028, cụ thể như sau:

- Dư nợ cho vay ký quỹ dự báo tăng trưởng 6% trong năm 2026 (so với tăng trưởng 2% theo dự báo trước đó), sau đó tăng trưởng 16% trong năm 2027 (từ tăng trưởng 20% trước đó) và tăng trưởng 10% trong năm 2028 (giữ nguyên). Chúng tôi cho rằng dư nợ cho vay ký quỹ sẽ lấy lại đà tăng trưởng, theo đó dư nợ tại thời điểm cuối năm 2026 (41,2 nghìn tỷ đồng) sẽ vượt dư nợ tại thời điểm cuối tháng 6/2026 (40,5 nghìn tỷ đồng) nhờ nhu cầu vay ký quỹ phục hồi ở cả mục đích giao dịch và nắm giữ cổ phiếu.

Theo đó, tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH tăng lên 103% trong năm 2026 (từ 95%), sau đó tăng lên 112% trong năm 2027 (từ 108%) và 115% trong năm 2028 (từ 111%). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ này vẫn trong tầm kiểm soát so với mức đỉnh 167% trong năm 2021.

- Chi phí dự phòng cho vay ký quỹ: Chúng tôi giả định ở mức 0,5% tổng dư nợ cho vay ký quỹ, tương đương chi phí dự phòng 206 tỷ đồng trong năm 2026 (có thể được ghi nhận trong Q3/2026). Đối với giai đoạn 2027-2028, chúng tôi sẽ bỏ đi chi phí dự phòng này (giúp tăng dự phóng lợi nhuận) khi thị trường phục hồi.
- Lãi suất cho vay ký quỹ: Chúng tôi giữ nguyên giả định ở mức 12% trong năm 2026, 12,2% trong năm 2027 và 12,2% trong năm 2028.

Bảng 43: Giả định cũ và mới, SSI

Những điều chỉnh chính bao gồm hạ giả định GTGD bình quân ngày, giảm giả định tăng trưởng cho vay ký quỹ, và tăng nhẹ giả định tăng trưởng đầu tư

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng GTGD	42.0%	3.0%	12.0%	10.0%	-8.0%	12.0%	10.0%
Thị phần	11.5%	11.6%	11.8%	11.8%	11.6%	11.8%	11.8%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
Phí môi giới thuần	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	32%	38%	36%	36%	37%	35%	35%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	77.0%	2.0%	20.0%	10.0%	6.0%	16.0%	10.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.7%	12.0%	12.3%	12.4%	12.0%	12.3%	12.4%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	-5.5%	5.8%	9.8%	2.6%	4.5%	8.7%	3.0%
Lợi suất đầu tư	7.7%	7.7%	7.4%	7.4%	7.7%	7.4%	7.4%
Tăng trưởng tổng nợ (%)	32.2%	-5.0%	12.0%	5.0%	-5.0%	12.0%	5.0%
Chi phí huy động (%)	5.0%	6.0%	6.2%	6.2%	5.9%	6.2%	6.2%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Thu nhập đầu tư: Chúng tôi dự báo thu nhập đầu tư tăng trưởng bình quân 5,4%, điều chỉnh giảm nhẹ từ 6% trước đó. Trong đó:

- Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng quy mô danh mục đầu tư do mảng này được ưu tiên thấp hơn khi dư nợ cho vay kỳ quỹ tiếp tục tăng trưởng. Cụ thể, quy mô danh mục đầu tư dự báo tăng trưởng 4,5% trong năm 2026 (từ tăng trưởng 5,8%), 8,7% trong năm 2027 (từ 9,8%) và 3% trong năm 2028 (từ 2,6%).
- Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên giả định lợi suất đầu tư ở mức 7,7% trong năm 2026 và 7,4% trong giai đoạn 2027-2028, theo diễn biến dự kiến của lợi suất chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn 12 tháng.

Nhìn chung, theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 11% trong giai đoạn 2025-2028, trong khi hệ số ROE được kỳ vọng duy trì quanh mức 12,5% trong giai đoạn 2026-2028, vẫn là mức sinh lời tích cực.

Chúng tôi tóm tắt các giả định và dự báo chính trong Bảng 43-44.

Bảng 44: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, SSI

Chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận trong năm 2026, chủ yếu phản ánh việc hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và ghi nhận chi phí dự phòng cho vay kỳ quỹ. Đồng thời, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2027-28 nhờ thu nhập từ cho vay kỳ quỹ được kỳ vọng sẽ giúp bù đắp cho sự sụt giảm của lợi nhuận mảng môi giới và thu nhập từ đầu tư

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần mảng môi giới	757	722	781	851	643	693	755
Doanh thu mảng cho vay kỳ quỹ	3,562	4,720	5,374	6,206	4,607	5,483	6,234
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	3,488	3,783	4,046	4,144	3,735	3,958	4,070
IB & thu nhập khác	21	85	117	139	85	117	139
Thu nhập hoạt động	7,828	9,310	10,318	11,340	9,070	10,252	11,198
<i>Tăng trưởng</i>	<i>49%</i>	<i>19%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>16%</i>	<i>13%</i>	<i>9%</i>
Chi phí tài chính ròng	(2,486)	(3,347)	(3,584)	(3,896)	(3,289)	(3,584)	(3,896)
Chi phí BH&QL	(261)	(274)	(301)	(331)	(235)	(258)	(284)
LNTT	5,088	5,695	6,439	7,119	5,553	6,416	7,025
LNST	4,112	4,556	5,151	5,695	4,442	5,133	5,620
<i>Tăng trưởng</i>	<i>45%</i>	<i>11%</i>	<i>13%</i>	<i>11%</i>	<i>8%</i>	<i>16%</i>	<i>9%</i>

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 45: Phương pháp định giá P/E & P/B, SSI

ĐỒNG	2026	2027	Bình quân	Mục tiêu = Bình quân quá khứ	Giá mục tiêu
EPS	1,714	1,978	1,846	19.4	30,576
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	16,069	17,024	16,547	1.4	18,778
Bình quân					24,700

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá P/E và P/B mục tiêu để xác định giá trị hợp lý cho SSI. Giá mục tiêu điều chỉnh 24.700đ/cp của chúng tôi dựa trên kịch bản cơ sở, trong đó định giá mục tiêu được xác định bằng bình quân kể từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá 25%.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 12,3 lần (thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020) và P/B dự phóng 1 năm là 1,42 lần (thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020) với lợi suất cổ tức dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 4% và 5%. Cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với điểm giữa của biên độ định giá, mà chúng tôi cho rằng đây là cơ hội hấp dẫn với rủi ro giảm thấp.

Biểu đồ 46: P/E trượt dự phóng 1 năm, SSI

SSI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần...



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 47: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, SSI

...thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 19,4 lần



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 48: P/B trượt dự phóng 1 năm, SSI

SSI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,42 lần...



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 49: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B trượt dự phóng 1 năm bình quân, SSI

...thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020



Nguồn: SSI, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,667	2,345	1,752	1,956	2,129
Lãi cho vay ký quỹ	2,079	3,562	4,607	5,483	6,234
Doanh thu HĐ tự doanh	4,355	6,632	5,585	5,647	4,931
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	35.0	55.0	192	134	161
Thu nhập HĐ khác	392	337	371	408	448
Doanh thu HĐ	8,528	12,931	12,507	13,628	13,903
Chi phí HĐ	(3,590)	(5,363)	(3,671)	(3,634)	(2,990)
Lợi nhuận HĐ	4,938	7,568	8,836	9,994	10,913
Lợi nhuận tài chính	(1,396)	(2,486)	(3,289)	(3,584)	(3,896)
Lợi nhuận khác	0	6.00	6.00	6.00	6.00
LNTT	3,542	5,088	5,553	6,416	7,023
Chi phí thuế TNDN	(698)	(976)	(1,111)	(1,283)	(1,405)
LNST	2,844	4,112	4,442	5,133	5,618
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,845	4,113	4,442	5,133	5,618

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	239	3,646	118	789	(53.4)
Phải thu	801	574	428	478	521
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	1,055	2,075	1,502	1,698	1,866
Tài sản tài chính	68,838	83,028	92,165	100,225	106,611
FVTPL	42,438	38,258	43,996	44,876	45,774
HTM	3,894	5,231	6,173	6,605	7,133
Cho vay ký quỹ	21,999	38,940	41,276	47,881	52,669
AFS	562	599	719	863	1,036
Dự phòng	(55.1)	(0.01)	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,626	3,687	3,687	3,687	3,687
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	687	715	715	715	715
Đầu tư dài hạn khác	938	2,972	2,972	2,972	2,972
Tài sản cố định	231	187	206	226	249
Tài sản khác	718	853	637	711	774
Tổng tài sản	73,507	94,050	98,743	107,814	113,655
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	45,502	60,161	57,152	64,011	67,211
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,179	1,823	1,362	1,520	1,655
Nợ phải trả	46,681	61,984	58,514	65,531	68,866
Vốn chủ sở hữu	26,676	31,936	40,092	42,147	44,652
Vốn điều lệ	19,639	20,779	29,997	30,097	30,197
Thặng dư vốn cổ phần	1,094	3,309	8,314	8,314	8,314
Lợi nhuận giữ lại	5,856	7,738	584	2,095	3,987
Quỹ & vốn khác của CSH	107	130	1,197	1,641	2,155
Lợi ích cổ đông thiểu số	151	130	136	136	136
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	73,507	94,050	98,743	107,814	113,655

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	6.16	27.9	4.99	9.19	5.42
Tăng trưởng cho vay (%)	45.4	77.0	6.00	16.0	10.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	81.6	18.8	(25.3)	11.6	8.90
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	5.40	32.2	(5.00)	12.0	5.00
Tăng trưởng VCSH (%)	15.5	19.7	25.5	5.13	5.94
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	19.2	51.6	(3.28)	8.96	2.02
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	29.6	49.4	31.5	1.01	17.7
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	12.6	53.3	16.8	13.1	9.20
Tăng trưởng LNTT (%)	23.3	43.6	9.14	15.5	9.46
Tăng trưởng LNST (%)	22.6	44.6	8.03	15.6	9.45
Tăng trưởng LN thuần (%)	22.6	44.6	8.00	15.6	9.45

Định giá					
P/E (lần)	13.4	9.97	13.2	12.0	11.0
P/B (lần)	1.82	1.61	1.48	1.41	1.34
Lợi suất cổ tức (%)	5.05	5.05	4.04	5.05	5.05

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,475	1,986	1,496	1,649	1,796
DPS (đồng)	1,000	1,000	800	1,000	1,000
BVPS (đồng)	10,866	12,297	13,364	14,002	14,786
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,825	2,000	2,860	3,004	3,014
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,455	2,597	3,000	3,010	3,020
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,281	2,500	2,860	3,004	3,014

Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.99	4.91	4.61	4.97	5.07
ROAE (%)	11.4	14.0	12.3	12.5	12.9
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.2	11.7	12.0	12.3	12.4
Chi phí vay nợ BQ (%)	3.60	5.00	5.90	6.20	6.20
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	42.1	41.5	29.4	26.7	21.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	67.8	50.4	53.5	60.6	55.7

Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	9.50	11.5	11.6	11.8	11.8
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	171	188	143	152	151
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	82.0	122	103	114	118

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	1,553	1,600	1,650	1,700	1,700

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)

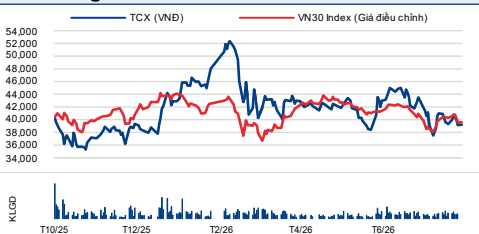
Giá mục tiêu: VNĐ50,000 (từ VNĐ52,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/8/2026)	39,200
Mã Bloomberg	TCX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	35,301-52,375
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,450
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	108,759
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,148
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,774
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,774
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2,508
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.10%
Tỷ lệ freefloat	10.5%
Cổ đông lớn	Techcombank (79.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(9.05)	(8.12)	-
So với chỉ số	(6.43)	0.34	-
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,315	2,321	(0.3)
2027F	2,953	2,978	(0.8)
2028F	3,657	3,692	(0.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TCX là một công ty chứng khoán vận hành hiệu quả cao, định hướng công nghệ và theo mô hình WealthTech. Công ty nắm giữ thị phần vượt trội trong mảng tư vấn trái phiếu doanh nghiệp và nằm trong top 3 về môi giới cổ phiếu.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Mảng trái phiếu doanh nghiệp phục hồi, hỗ trợ khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 50.000 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do thay đổi phương pháp định giá thay vì điều chỉnh dự báo lợi nhuận. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với mức tăng giá tiềm năng 28% so với giá mục tiêu mới.
- Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo LNTT 2026-28, tương ứng với mức tăng trưởng bình quân 21,5%. Chúng tôi hiện giả định tăng trưởng bằng cân đối nhanh hơn, tuy nhiên yếu tố tích cực này bị bù trừ bởi chi phí vốn cao hơn và biên lợi nhuận thấp hơn ở cả mảng cho vay ký quỹ và phân phối trái phiếu doanh nghiệp. Khả năng được cấp phép vận hành sàn giao dịch tài sản mã hóa có thể tạo thêm động lực tích cực về mặt tâm lý.
- Chúng tôi tiếp tục định giá TCX dựa trên phương pháp kết hợp giữa P/E và P/B mục tiêu, hiện lần lượt ở mức 19,8 lần và 2,16 lần. Cả hai đều cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành, được hỗ trợ bởi ROE và tăng trưởng EPS vượt trội của TCX.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2026-2028

Nhìn chung, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng trung và dài hạn của TCX nhờ vị thế dẫn đầu trong các lĩnh vực trên thị trường vốn, bằng cân đối lành mạnh và hiệu quả hoạt động cao, dù triển vọng hoạt động thị trường vốn trong ngắn hạn sẽ kém thuận lợi hơn do thanh khoản thắt chặt và biến động thị trường giá tăng. KQKD Q2/2026 đã cải thiện rõ rệt hơn sau Q1/2026 khó khăn. Mặc dù cơ cấu lợi nhuận chênh lệch so với dự báo trước đó của chúng tôi, lợi nhuận tổng thể nhìn chung sát với dự phóng của HSC và vẫn theo đúng lộ trình.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận với tăng trưởng bình quân 21,5% trong 3 năm tới

Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-28, tương ứng với mức tăng trưởng bình quân 21,5% và hệ số ROE bình quân đạt 15,5%, do giả định tăng trưởng bằng cân đối nhanh hơn bị bù trừ bởi chi phí vốn cao hơn và biên lợi nhuận thấp hơn ở cả mảng cho vay ký quỹ và phân phối trái phiếu doanh nghiệp. Như vậy, dựa trên dự báo cả năm 2026 và KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, lợi nhuận thuần năm cuối năm 2026 ước tính tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 12% so với nửa đầu năm).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua (so với mức giảm bình quân 8% của 3 CTCK còn lại trong phạm vi phân tích), TCX đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 14,4 lần, thấp hơn bình quân quá khứ ở mức 17 lần và cao hơn 12% so với bình quân ngành (cao hơn so với bình quân 8% kể từ khi niêm yết). Trong khi đó, P/B dự phóng 1 năm ở mức 2,03 lần, thấp hơn bình quân quá khứ ở mức 2,28 lần nhưng cao hơn 61% so với bình quân ngành (bình quân kể từ khi niêm yết: 54%). Chúng tôi định giá TCX dựa trên phương pháp kết hợp P/E và P/B mục tiêu với trọng số lần lượt 80% và 20%. Chúng tôi hiện áp dụng mức thận trọng định giá 20% so với bình quân ngành đối với P/E và 40% đối với P/B để xác định giá mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 50.000đ.

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu TCX xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn so với bình quân ngành nhờ khả năng sinh lời vượt trội, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận rõ ràng hơn và vị thế cạnh tranh tốt ở các phân khúc quan trọng trên thị trường vốn. Lợi nhuận tăng tốc trong năm 2027 sẽ củng cố tâm lý cổ phiếu, cùng với tiềm năng được cấp phép triển khai sàn giao dịch tiền điện tử. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	7,615	11,217	13,878	17,872 ▲	21,548
LN thuần (tỷ đồng)	3,850	5,683	6,423	8,194	10,147
EPS (đồng)	1,636	2,261	2,315	2,953	3,657
DPS (đồng)	610	500	500	591 ▼	731 ▼
BVPS (đồng)	11,173	15,900	17,796	20,159	23,085
P/E (lần)	24.0	17.3	16.9	13.3	10.7
Lợi suất cổ tức (%)	1.56	1.28	1.28	1.51	1.87
P/B (lần)	3.51	2.47	2.20	1.94	1.70
Thị phần môi giới CP (%)	7.15	8.00	9.09	10.1	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	36.3	38.2	2.38	27.6	23.8
ROAE (%)	15.4	16.1	13.7	15.6	16.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Triển vọng vẫn tích cực trước các thách thức; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC gần như giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 với tốc độ tăng trưởng bình quân 21,5% trong 3 năm và hệ số ROE bình quân đạt 15,5%. Chúng tôi hiện giả định bằng cân đối tăng trưởng nhanh hơn, trong khi chi phí huy động tăng lên và tỷ suất lợi nhuận thu hẹp ở mảng cho vay ký quỹ & phân phối TPDN tác động tiêu cực tới lợi nhuận. Nhìn chung, những yếu tố này gần như bù trừ cho nhau, theo đó chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo LNTT. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 5% giá mục tiêu xuống 50.000đ (tiềm năng tăng giá 28%) sau khi đánh giá lại điều kiện thị trường, định giá của các CTCK khác và phương pháp định giá của chúng tôi thay vì do điều chỉnh dự báo lợi nhuận.

Phân tích KQKD Q2/2026: Bảng cân đối mở rộng bù đắp cho tỷ suất lợi nhuận thu hẹp

TCX đã công bố LNTT Q2/2026 đạt 2.097 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ và tăng 43,7% so với quý trước. Nhìn chung, LNTT nửa đầu năm 2026 hoàn thành 44% dự báo cả năm 2026 trước đó của chúng tôi (và 47% kế hoạch năm 2026 của TCX); tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây là KQKD tích cực, đặc biệt là ở mảng tư vấn & phân phối TPDN và cho vay ký quỹ, bất chấp môi trường hoạt động khó khăn hơn với chi phí huy động gia tăng và điều kiện thị trường vốn kém thuận lợi.

Mảng cho vay ký quỹ: Tăng trưởng mạnh nhờ dư nợ mở rộng và lợi suất tăng lên

Lãi từ cho vay ký quỹ đạt 1.380 tỷ đồng, tăng 66% so với cùng kỳ và tăng 14% so với quý trước. Động lực tăng trưởng đến từ dư nợ cho vay ký quỹ đạt 51,5 nghìn tỷ đồng, tăng 52% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước, cùng lợi suất cho vay ký quỹ tăng lên 11,6%, tăng 53 điểm cơ bản so với quý trước và tăng 111 điểm cơ bản so với cùng kỳ.

So với mức tăng 5% so với quý trước của dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành trong quý, mức tăng mạnh của TCX cho thấy sự ổn định tương đối, nhiều khả năng được hỗ trợ bởi cơ cấu khách hàng của công ty. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH tăng lên 113% từ 98% tại thời điểm cuối Q1/2026.

Mảng IB: Tư vấn trái phiếu tiếp tục tích cực

Thu nhập phí IB đạt 837 tỷ đồng, tăng 33% so với cùng kỳ và tăng 59% so với quý trước. TCX đã hỗ trợ phát hành khoảng 61 nghìn tỷ đồng TPDN trong Q2/2026, tăng 138% so với cùng kỳ và tăng 118% so với quý trước. Trong đó, 59 nghìn tỷ đồng là trái phiếu của các tổ chức ngoài ngành ngân hàng, tương đương 48% thị phần phát hành TPDN của mảng này.

Trong nửa đầu năm 2026, tổng giá trị thu xếp phát hành đạt 87 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 56% thị phần phát hành TPDN ngoài ngành ngân hàng và gần tương đương tổng giá trị cả năm 2025 của TCX. Điều này cho thấy mảng tư vấn trái phiếu sẽ tiếp tục có một năm khởi sắc.

Mảng đầu tư và phân phối trái phiếu: Phục hồi mạnh mẽ

Thu nhập đầu tư và phân phối trái phiếu đạt 964 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ và tăng 83% so với quý trước, chủ yếu nhờ trái phiếu phát hành mới có lợi suất cạnh tranh, phù hợp với mặt bằng lãi suất thị trường, từ đó hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận mảng phân phối. Giá trị phân phối trái phiếu tăng lên 22,5 nghìn tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ và tăng 21% so với quý trước, cũng đóng góp vào tăng trưởng thu nhập.

Mảng nghiệp vụ môi giới: Vị thế thị trường duy trì vững chắc

TCX duy trì vị thế mạnh mẽ ở mảng môi giới cổ phiếu. Thị phần trên sàn HSX tăng lên 9,36% từ 8,85% trong Q1/2026, tiếp tục nằm trong top 3 CTCK thị phần lớn nhất, trong khi thị phần trên sàn HNX đạt 9,5%, đứng thứ hai. Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới đạt 69 tỷ đồng trong Q2/2026, giảm 22% so với cùng kỳ và giảm 19% so với quý trước, chủ yếu do mảng phân phối quỹ suy yếu trong môi trường lãi suất cao.

TCX tiếp tục áp dụng chính sách miễn phí giao dịch cổ phiếu cho khách hàng cá nhân. Theo đó, giá trị giao dịch bình quân ngày của thị trường giảm xuống 25 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 – đi ngang so với cùng kỳ nhưng giảm 30% so với quý trước – chỉ tác động trực tiếp ở mức hạn chế lên doanh thu môi giới cổ phiếu bán lẻ. Trong khi đó, giao dịch TPDN trên thị trường thứ cấp phục hồi mạnh mẽ với giá trị đạt 7,9 nghìn tỷ đồng, tăng 35% so với cùng kỳ và tăng 163% so với quý trước.

Áp lực chi phí huy động tăng lên do tỷ lệ đòn bẩy và lãi suất gia tăng

Chi phí tài chính tăng lên 1.013 tỷ đồng, tăng 81% so với cùng kỳ và tăng 39% so với quý trước, cho thấy tỷ lệ đòn bẩy và chi phí huy động tăng lên.

Tổng nợ vay, bao gồm vay ngân hàng và TPDN, tăng lên 52,5 nghìn tỷ đồng, tăng 57% so với cùng kỳ và tăng 27% so với quý trước. Từ đó, tỷ lệ nợ vay/vốn CSH tăng lên 1,15 lần từ 1,11 lần trong Q2/2025 và 0,91 lần trong Q1/2026. Chi phí huy động tăng lên 8,7% từ 7,4% trong Q2/2025 và 7,9% trong Q1/2026.

Chi phí bán hàng và quản lý được kiểm soát tốt, hiệu quả hoạt động cải thiện

Chi phí bán hàng và quản lý tiếp tục được kiểm soát tốt ở mức 140 tỷ đồng, giảm 5% so với cùng kỳ và giảm 13% so với quý trước. Tỷ lệ chi phí/thu nhập giảm xuống 10,1%, thấp hơn các quý trước đó. Mặc dù một phần mang tính mùa vụ, sự cải thiện này cũng phù hợp với hiệu quả hoạt động được nâng cao nhờ các áp dụng công nghệ và AI của TCX.

Điều chỉnh dự báo: Cơ cấu lợi nhuận thay đổi nhưng LNTT gần như giữ nguyên

Sau khi phân tích KQKD Q2/2026 và nửa đầu năm 2026 của TCX, cùng các xu hướng và dự báo vĩ mô & thị trường quan trọng, chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh giả định cơ bản và dự báo lợi nhuận trong Bảng 50-52.

Bảng 50: Các giả định chính, TCX và các chỉ số/ngành liên quan

Các điều chỉnh chính: Nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2026; nâng giả định thị phần mảng tư vấn TPDN, thị phần môi giới cổ phiếu & thị phần cho vay ký quỹ. Những điều chỉnh này đồng thời bị bù trừ do tác động từ việc hạ giả định lợi suất cho vay ký quỹ & lợi suất phân phối TPDN và nâng giả định chi phí nợ

Các giả định chính	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng GDP thực tế	7.1%	8.0%	8.5%	8.0%	8.0%
Dư nợ TPDN của Việt Nam (% GDP)	11.0%	10.3%	11.0%	13.4%	15.9%
Thị phần mảng tư vấn TPDN của TCX	45.4%	37.9%	40.0%	40.0%	40.0%
Tăng trưởng khối lượng giao dịch trên iConnect (thị trường TPDN thứ cấp)	-12.9%	9.8%	12.0%	12.0%	12.0%
Quy mô vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam (% GDP)	59.2%	78.0%	83.5%	89.0%	94.5%
Tăng trưởng GTGD bình quân ngày của thị trường chứng khoán	19.5%	39.2%	14.7%	15.1%	14.7%
Thị phần môi giới chứng khoán của TCX	6.9%	7.8%	9.8%	10.5%	11.3%
Quy mô cho vay ký quỹ tại Việt Nam (% vốn hóa thị trường)	3.7%	4.1%	4.1%	4.2%	4.4%
Thị phần cho vay ký quỹ của TCX	10.3%	10.6%	12.5%	13.0%	13.5%
Tổng tài sản ròng (NAV) của các quỹ đầu tư tại Việt Nam (% GDP)	2.1%	2.2%	2.0%	2.5%	2.9%
Thị phần phân phối quỹ của TCX	6.9%	8.3%	9.2%	10.2%	11.1%
Lợi suất cho vay ký quỹ	12.3%	10.7%	11.3%	11.2%	11.2%
Lợi suất từ hoạt động phân phối & kinh doanh nguồn vốn	16.5%	15.0%	11.3%	11.9%	12.5%
Chi phí nợ	6.7%	6.9%	8.3%	8.1%	7.6%
Chi phí BH&QL (% lợi nhuận thuần HĐKD)	10.6%	8.5%	8.1%	8.0%	7.9%

Nguồn: HSC

Bảng 51: Những dự báo quan trọng về bảng cân đối kế toán, TCX

Chúng tôi nâng dự báo số dư ký quỹ dựa trên mức tăng trưởng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2026 và KHKD cập nhật của Công ty; nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng TCX sẽ gia tăng dần dần trong giai đoạn dự báo

Tỷ đồng	2024	2025	Dự báo mới			Dự báo cũ		
			2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Số dư cho vay ký quỹ	25,911	43,860	59,643	73,730	90,572	50,493	65,372	83,718
Tăng trưởng		69.3%	36.0%	23.6%	22.8%	15.1%	29.5%	28.1%
Tổng đầu tư	19,920	28,915	39,340	44,352	47,286	39,070	43,975	49,630
Tăng trưởng		45.2%	36.1%	12.7%	6.6%	35.1%	12.6%	12.9%
Tổng tài sản	49,395	76,613	104,791	124,245	146,120	92,012	111,428	135,758
Vốn CSH	26,297	44,100	49,375	55,978	64,211	49,383	55,991	64,185
Nợ	25,104	34,094	56,575	68,628	81,497	43,819	55,894	71,226
Tỷ lệ D/E	0.95	0.77	1.15	1.23	1.27	0.89	1.00	1.11
Tỷ lệ số dư ký quỹ/vốn CSH	0.99	0.99	1.21	1.32	1.41	1.02	1.17	1.30

Nguồn: TCX, HSC

Nhìn chung, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 với tốc độ tăng trưởng lần lượt 12,9%, 27,6% và 23,8% (tăng trưởng bình quân 21,5% trong 3 năm) và hệ số ROE bình quân đạt 15,5%. Bảng cân đối tăng trưởng nhanh hơn bị bù trừ với chi phí huy động gia tăng và tỷ suất lợi nhuận thu hẹp ở cả mảng cho vay ký quỹ và phân phối TPDN, theo đó chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận tổng thể.

Bảng 52: Dự báo lợi nhuận, TCX

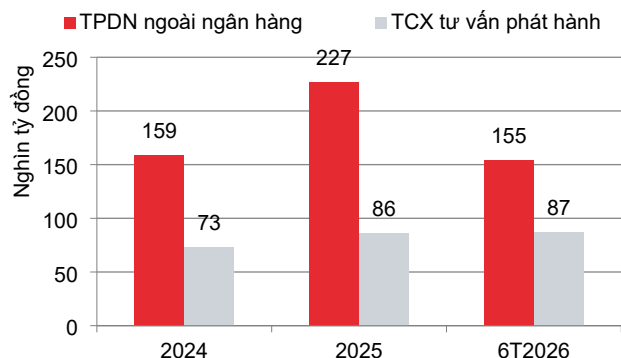
Chúng tôi điều chỉnh giả định cơ cấu lợi nhuận nhưng gần như giữ nguyên dự báo LNTT (được kỳ vọng tăng trưởng lần lượt 12,9%/27,6%/23,8% trong giai đoạn 2026-28)

Tỷ đồng	2024	2025	Dự báo mới			Dự báo cũ		
			2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận HĐ gộp	6,920	10,006	12,698	16,425	19,718	12,147	15,294	18,820
Môi giới	220	374	332	482	656	358	512	669
Tăng trưởng		69.8%	-11.2%	45.3%	36.0%	-4.4%	43.1%	30.7%
Điều chỉnh			-7.1%	-5.7%	-1.9%			
Cho vay ký quỹ	2,568	3,641	5,729	7,321	9,020	5,371	6,474	8,182
Tăng trưởng		41.8%	57.3%	27.8%	23.2%	47.5%	20.5%	26.4%
Điều chỉnh			6.6%	13.1%	10.2%			
Ngân hàng đầu tư	1,344	2,018	2,706	3,551	4,391	2,279	2,882	3,610
Tăng trưởng		50.1%	34.1%	31.2%	23.7%	12.9%	26.5%	25.3%
Điều chỉnh			18.7%	23.2%	21.6%			
Đầu tư	2,783	3,964	3,896	5,017	5,573	4,105	5,374	6,281
Tăng trưởng		42.5%	-1.7%	28.8%	11.1%	3.5%	30.9%	16.9%
Điều chỉnh			-5.1%	-6.6%	-11.3%			
Khác	4	7	35	52	78	35	52	78
Chi phí tài chính ròng	(1,551)	(2,236)	(3,965)	(5,297)	(5,952)	(3,352)	(4,010)	(4,829)
Tăng trưởng		44.2%	77.4%	33.6%	12.4%	49.9%	19.6%	20.4%
Điều chỉnh			18.3%	32.1%	23.2%			
Lợi nhuận thuần HĐKD	5,369	7,770	8,732	11,128	13,766	8,795	11,284	13,991
Tăng trưởng		44.7%	12.4%	27.4%	23.7%	13.2%	28.3%	24.0%
Điều chỉnh			-0.7%	-1.4%	-1.6%			
Chi phí BH&QL	(567)	(659)	(703)	(885)	(1,081)	(746)	(957)	(1,187)
Tăng trưởng		16.2%	6.7%	25.9%	22.2%	13.2%	28.3%	24.0%
Điều chỉnh			-5.8%	-7.6%	-8.9%			
LNTT	4,802	7,111	8,029	10,244	12,685	8,049	10,327	12,804
Tăng trưởng		48.1%	12.9%	27.6%	23.8%	13.2%	28.3%	24.0%
Điều chỉnh			-0.2%	-0.8%	-0.9%			

Nguồn: TCX, HSC

Biểu đồ 53: Giá trị TPDN phát hành và thu nhập từ HĐ tư vấn phát hành, TCX và các CTCK khác

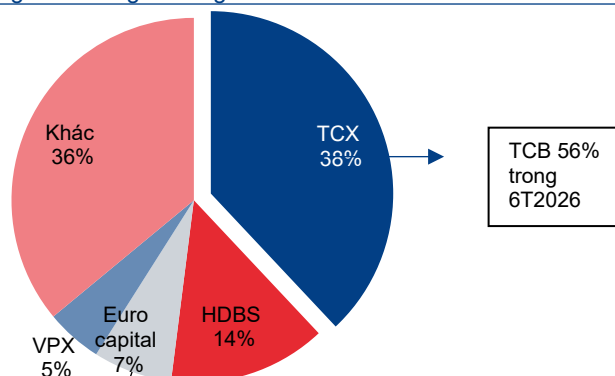
Khối lượng TPDN TCX tư vấn phát hành trong nửa đầu năm 2026 đã vượt tổng khối lượng của cả năm 2025



Nguồn: TCX

Biểu đồ 54: Thị phần tư vấn phát hành TPDN (năm 2025), TCX và các CTCK khác

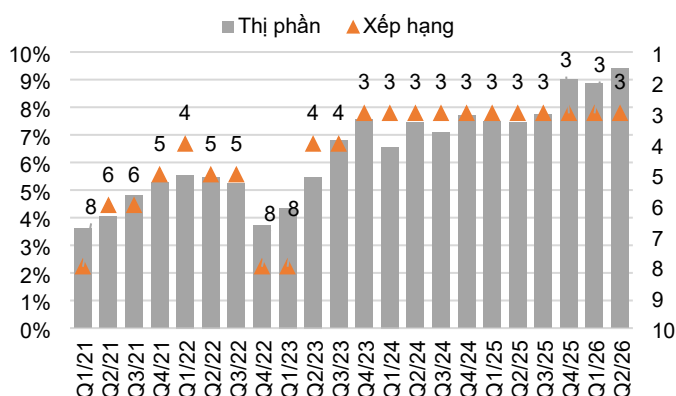
Thị phần của TCX đạt 38% trong năm 2025, nhưng đã tăng lên khoảng 56% trong 6 tháng đầu năm 2026



Nguồn: TCX

Biểu đồ 55: Thị phần môi giới cổ phiếu trên HSX, TCX

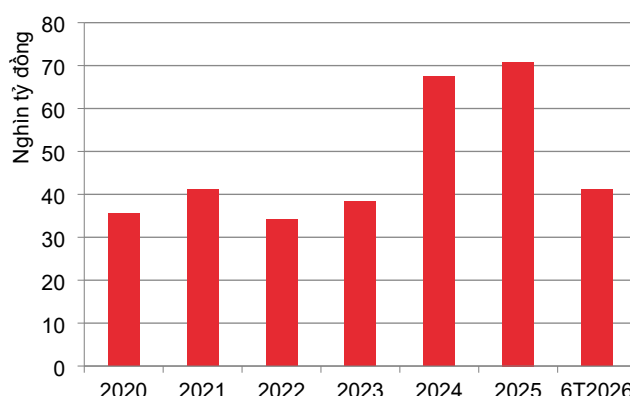
TCX duy trì vị trí trong top 3 với thị phần đạt 9,4% trong Q2/2026



Nguồn: TCX

Biểu đồ 56: Phân phối TPDN qua i-Bond, TCX

Hoạt động phân phối duy trì ổn định trong 6 tháng đầu năm 2026, dù khối lượng có thể còn cao hơn trong bối cảnh hoạt động tư vấn diễn ra mạnh mẽ



Nguồn: TCX

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC xác định giá mục tiêu theo phương pháp kết hợp so sánh P/E và P/B, với trọng số 80% cho P/E và 20% cho P/B. Cụ thể:

- Chúng tôi hạ P/E mục tiêu của ngành xuống 16,5 lần từ 16,7 lần trước đó. Đối với P/B mục tiêu, chỉ số mục tiêu của ngành là 1,55 lần.
- Chúng tôi giữ nguyên mức thặng dư 20% đối với P/E cho TCX nhờ triển vọng tăng trưởng EPS vượt trội với tốc độ tăng trưởng bình quân 17,4% trong 3 năm, so với 6,6% của bình quân ngành. Chúng tôi cũng áp dụng mức thặng dư 40% đối với P/B nhờ khả năng sinh lời cao hơn của TCX với hệ số ROE bình quân 3 năm đạt 15,5%, so với 10,5% của các CTCK khác trong phạm vi phân tích.
- Chúng tôi áp dụng trọng số P/B cho TCX thấp hơn so với các CTCK cùng ngành do nền tảng các dịch vụ thu phí – chủ yếu là hoạt động tư vấn TPDN – đóng góp khoảng 35% lợi nhuận, cao hơn nhiều so với dưới 10% ở các CTCK cùng ngành. Thu nhập từ phí ít chịu ảnh hưởng bởi quy mô bảng cân đối và là đóng góp quan trọng cho hệ số ROA và ROE vượt trội và bền vững của TCX.

Bảng 57: Tính toán giá mục tiêu, TCX

	EPS/Giá trị sổ sách của cổ phiếu bình quân trong năm 2026-27	Bội số định giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
P/E mục tiêu	2,634	19.86	80%	52,315
P/B mục tiêu	18,978	2.16	20%	41,009
Giá mục tiêu				50,000

Nguồn: HSC

Bảng 58: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (P/E), TCX

Giá mục tiêu trong kịch bản cơ sở của HSC được xác định bằng cách áp dụng bội số P/E là 19,8 lần (cao hơn 20% so với P/E bình quân của các công ty cùng ngành tại giá mục tiêu) vào EPS bình quân năm 2026-27 dự phóng của TCX là 2.634 đồng/cp

Đồng			P/E premium giả định / P/E tương ứng				
			0%	10%	20%	30%	40%
			16.5	18.2	19.8	21.5	23.1
EPS bình quân năm 2026-2027	Kịch bản cơ sở -20%	2,107	34,791	38,270	41,749	45,228	48,707
	Kịch bản cơ sở -10%	2,371	39,140	43,054	46,968	50,882	54,796
	Kịch bản cơ sở	2,634	43,489	47,837	52,186	56,535	60,884
	Kịch bản cơ sở +10%	2,897	47,837	52,621	57,405	62,189	66,972
	Kịch bản cơ sở +20%	3,161	52,186	57,405	62,624	67,842	73,061

Nguồn: HSC

Bảng 59: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (P/B), TCX

Giá mục tiêu trong kịch bản cơ sở của chúng tôi được xác định bằng cách áp dụng P/B là 2,16 lần (cao hơn 40% so với P/B bình quân của các công ty cùng ngành tại giá mục tiêu) vào BVPS bình quân năm 2026-27 dự phóng của TCX là 18.978 đồng/cp

Đồng			P/B premium giả định / P/B tương ứng				
			20%	30%	40%	50%	60%
			1.85	2.01	2.16	2.32	2.47
Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu bình quân năm 2026-2027	Kịch bản cơ sở -20%	15,182	28,148	30,493	32,839	35,184	37,530
	Kịch bản cơ sở -10%	17,080	31,666	34,305	36,944	39,582	42,221
	Kịch bản cơ sở	18,978	35,184	38,116	41,048	43,980	46,913
	Kịch bản cơ sở +10%	20,875	38,703	41,928	45,153	48,379	51,604
	Kịch bản cơ sở +20%	22,773	42,221	45,740	49,258	52,777	56,295

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua (so với mức giảm 8% của các CTCK khác trong phạm vi phân tích), TCX đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 14,4 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 17 lần và cao hơn 12% so với bình quân ngành. P/B dự phóng 1 năm ở mức 2,03 lần, cũng thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 2,28 lần, nhưng cao hơn 61% so với bình quân ngành.

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu TCX tiếp tục xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn so với bình quân ngành nhờ khả năng sinh lời vượt trội, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận rõ ràng hơn, cơ cấu thu nhập đa dạng hơn và vị thế cạnh tranh hàng đầu ở các phân khúc quan trọng trên thị trường vốn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKĐK (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	652	1,068	1,278	1,625	2,071
Lãi cho vay ký quỹ	2,622	3,728	5,848	7,469	9,201
Doanh thu HĐ tự doanh	1,655	1,769	969	1,318	1,927
Phí bảo lãnh phát hành	1,338	2,629	3,041	3,857	3,877
Thu nhập dịch vụ tư vấn	1,344	2,018	2,707	3,553	4,393
Thu nhập HĐ khác	4.19	6.60	34.5	51.8	77.6
Doanh thu HĐ	7,615	11,217	13,878	17,872	21,548
Chi phí HĐ	(1,262)	(1,873)	(1,885)	(2,333)	(2,911)
Lợi nhuận HĐ	6,353	9,345	11,994	15,539	18,636
Lợi nhuận tài chính	(1,551)	(2,236)	(3,965)	(5,297)	(5,952)
Lợi nhuận khác	(0.25)	(0.42)	0	0	0
LNTT	4,802	7,109	8,028	10,242	12,684
Chi phí thuế TNDN	(952)	(1,425)	(1,606)	(2,048)	(2,537)
LNST	3,850	5,683	6,423	8,194	10,147
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	3,850	5,683	6,423	8,194	10,147

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,865	3,108	4,970	5,055	7,030
Phải thu	539	687	795	1,007	1,013
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	171	56.1	43.3	43.3	43.3
Tài sản tài chính	45,820	72,762	98,983	118,051	137,760
FVTPL	17.3	38.9	38.9	38.9	38.9
HTM	2,232	3,657	1,829	2,012	2,213
Cho vay ký quỹ	25,911	43,860	59,643	73,730	90,572
AFS	17,660	25,206	37,472	42,271	44,936
Dự phòng	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	3,533	3,610	3,610	3,610	3,610
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	3,533	3,610	3,610	3,610	3,610
Tài sản cố định	50.7	107	140	183	235
Tài sản khác	265	302	302	302	302
Tổng tài sản	53,244	80,632	108,843	128,252	149,994
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	20,523	31,080	52,173	63,272	75,104
Trái phiếu ngắn hạn	3,575	1,504	0	0	2,008
Phải trả hoạt động	156	53.1	487	657	739
Vay dài hạn	1,006	1,510	4,402	5,338	4,329
Nợ phải trả khác	1,686	2,386	2,406	3,055	3,767
Nợ phải trả	26,947	36,533	59,468	72,322	85,946
Vốn chủ sở hữu	26,297	44,100	49,375	55,930	64,048
Vốn điều lệ	19,613	23,113	27,744	27,744	27,744
Thặng dư vốn cổ phần	0	8,607	8,607	8,607	8,607
Lợi nhuận giữ lại	6,689	12,372	13,016	19,571	27,689
Quỹ & vốn khác của CSH	(4.96)	7.48	7.48	7.48	7.48
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	53,244	80,632	108,843	128,252	149,994

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	21.6	51.4	35.0	17.8	17.0
Tăng trưởng cho vay (%)	55.9	69.3	36.0	23.6	22.8
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	327	13.9	0	0	0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	13.6	51.4	67.9	21.3	18.7
Tăng trưởng VCSH (%)	11.3	67.7	12.0	13.3	14.5
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	44.9	47.3	23.7	28.8	20.6
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	8.42	48.3	0.65	23.8	24.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	55.2	47.1	28.3	29.6	19.9
Tăng trưởng LNTT (%)	58.6	48.0	12.9	27.6	23.8
Tăng trưởng LNST (%)	60.2	47.6	13.0	27.6	23.8
Tăng trưởng LN thuần (%)	60.2	47.6	13.0	27.6	23.8
Định giá					
P/E (lần)	24.0	17.3	16.9	13.3	10.7
P/B (lần)	3.51	2.47	2.20	1.94	1.70
Lợi suất cổ tức (%)	1.56	1.28	1.28	1.51	1.87

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,636	2,261	2,315	2,953	3,657
DPS (đồng)	610	500	500	591	731
BVPS (đồng)	11,173	15,900	17,796	20,159	23,085
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,354	2,513	2,774	2,774	2,774
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,354	2,774	2,774	2,774	2,774
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,354	2,774	2,774	2,774	2,774
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	7.93	8.49	6.78	6.91	7.29
ROAE (%)	15.4	16.1	13.7	15.6	16.9
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.3	10.7	11.3	11.2	11.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	7.03	7.55	8.75	8.46	7.93
Phí môi giới thuần (%)	0	0	0	0	0
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	16.5	15.0	11.8	12.4	12.7
Tỷ lệ CIR (%)	16.6	16.7	13.6	13.1	13.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	37.3	22.1	21.6	20.0	20.0
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.15	8.00	9.09	10.1	11.0
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	95.5	77.3	115	123	127
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	98.5	99.5	121	132	141
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	491	588	617	648	681

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)

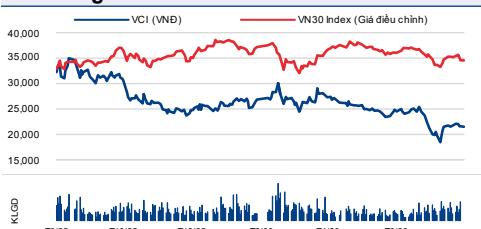
Giá mục tiêu: VNĐ28,500 (từ VNĐ31,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 32.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/8/2026) 21,500

Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,450-34,972
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	23,844
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	909
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,109
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,109
Slg CP NN được mua (tr.đv)	920
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	à và người liên quan (27.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.18	(16.0)	(34.5)
So với chỉ số	4.08	(8.28)	(37.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,270	1,581	(19.7)
2027F	1,689	1,715	(1.5)
2028F	1,816	1,899	(4.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VCI là một công ty chứng khoán tập trung vào nhóm khách hàng tổ chức và khách có gia sản lớn. IB là lợi thế lớn của công ty với nhiều thương vụ thành công.

Chuyên viên phân tích**Lê Khánh Tùng**

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Duy trì khuyến nghị Mua vào mặc dù giảm nhẹ dự báo; tiềm năng tăng giá 33%

- HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 28.500đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và bội số định giá mục tiêu. Với tiềm năng tăng giá 33%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ dự báo lợi suất đầu tư. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng bình quân 16% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 9,2%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 14 lần và 1,26 lần – thấp hơn lần lượt 0,4 độ lệch chuẩn và 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ – với lợi suất cổ tức 2,4%.

Sự kiện: Phân tích triển vọng ngắn hạn và dài hạn

Cơ cấu lợi nhuận của VCI tập trung vào cổ phiếu nên sẽ chịu ảnh hưởng lớn hơn so với các CTCK cùng ngành trong giai đoạn thị trường điều chỉnh và tỷ suất lợi nhuận chịu áp lực. Để bù đắp một phần cho thu nhập đầu tư sụt giảm, danh mục các thương vụ IB tích cực của VCI có thể đem lại nguồn thu nhập tích cực cho mảng nghiệp vụ môi giới và IB trong nửa cuối năm 2026.

Trong dài hạn, VCI nhiều khả năng sẽ duy trì thị phần tốt, nền vốn mạnh, tăng trưởng cho vay ký quỹ cao và danh mục đầu tư lớn – yếu tố sẽ giúp nâng cao lợi suất khi thị trường bước vào chu kỳ tăng giá mới.

Tác động: Giảm bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Chúng tôi giảm lần lượt 20%, 1% và 4% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2026-2028 chủ yếu do hạ dự báo lợi suất đầu tư. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 16% trong 3 năm tới (so với 18% trước đó) với hệ số ROE bình quân đạt 9,2% (so với 10,1% trước đó). Trong khi đó, dựa trên dự báo mới cho cả năm 2026 và KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 sẽ tăng 91% so với cùng kỳ và tăng 60% so với nửa đầu năm.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14 lần (thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,26 lần (thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) với lợi suất cổ tức 2,4%. Theo đó, định giá của VCI hiện thấp hơn đáng kể so với điểm giữa của biên độ định giá quá khứ, mở ra điểm vào hấp dẫn. Chúng tôi giảm 8% giá mục tiêu xuống 28.500đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và bội số định giá mục tiêu.

Với tiềm năng tăng giá 33%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưa thích nền tảng cơ bản của SSI hơn so với VCI. Chúng tôi cho rằng lối hoạt động tự doanh của VCI nhiều khả năng sẽ suy yếu trong giai đoạn thị trường điều chỉnh, trong khi SSI có vị thế tốt hơn để duy trì tăng trưởng lợi nhuận nhờ lợi thế ở mảng cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư ổn định.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	3,696	4,981	5,043 ▼	5,932	6,696
LN thuần (tỷ đồng)	911	1,342	1,408 ▼	1,881	2,032
EPS (đồng)	1,054	1,338	1,270 ▼	1,689	1,816
DPS (đồng)	800	1,000	500	600	1,000
BVPS (đồng)	18,003	21,138	16,591	17,649	18,431
P/E (lần)	20.4	16.1	16.9	12.7	11.8
Lợi suất cổ tức (%)	3.72	4.65	2.33	2.79	4.65
P/B (lần)	1.19	1.02	1.30	1.22	1.17
Thị phần môi giới CP (%)	6.10	6.60	6.90	7.00	7.00
Tăng trưởng EPS (%)	59.3	26.9	(5.11)	33.0	7.55
ROAE (%)	8.97	8.67	7.72	9.86	10.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Danh mục tự doanh kém hiệu quả hơn nhưng định giá hấp dẫn

HSC giảm 8% giá mục tiêu cho VCI xuống 28.500đ sau khi hạ cả dự báo lợi nhuận và bội số định giá mục tiêu. Theo dự báo mới, lợi nhuận vẫn tăng trưởng tích cực bình quân 16% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 9,2%. VCI đang giao dịch với P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 14 lần và 1,26 lần – đều thấp hơn bình quân quá khứ. Mặc dù chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của VCI đang ở mức chiết khấu hấp dẫn – với tiềm năng tăng giá 33%, một lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi – nhưng rủi ro giảm vẫn hiện hữu do danh mục tự doanh suy yếu.

Dự báo mới

Mảng nghiệp vụ môi giới: Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới được dự báo tăng trưởng 36% trong năm 2026, chủ yếu nhờ đóng góp lớn từ các giao dịch thỏa thuận và thu nhập từ các thương vụ IB (chúng tôi giả định sẽ được ghi nhận trong Q3/2026), đủ để bù đắp cho giá trị giao dịch của NĐT cá nhân sụt giảm dựa trên giả định thanh khoản âm ảm (giá trị giao dịch bình quân ngày giảm 8% so với cùng kỳ trong năm 2026). Giả định thị phần của VCI được giữ nguyên ở mức lần lượt 6,9%, 7% và 7% trong giai đoạn 2026-2028.

Mảng cho vay ký quỹ: Lãi từ cho vay ký quỹ được dự báo tiếp tục tăng trưởng bình quân 15% trong giai đoạn 2025-2028, cụ thể như sau:

- Dự nợ cho vay ký quỹ dự báo tăng trưởng lần lượt 10%, 25% và 10% trong giai đoạn 2026-2028. Chúng tôi cho rằng Công ty sẽ lấy lại đà tăng trưởng trong nửa cuối năm 2026 khi nhu cầu vay ký quỹ phục hồi ở cả mục đích giao dịch và nắm giữ cổ phiếu.

Tỷ lệ dự nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH được dự báo sẽ lần lượt ở mức 96% trong năm 2026, 113% trong năm 2027 và 118% trong năm 2028.

- Chi phí dự phòng cho vay ký quỹ: Chúng tôi giả định ở mức 0,5% tổng dự nợ cho vay ký quỹ, tương đương chi phí dự phòng 89 tỷ đồng trong năm 2026 (có thể được ghi nhận trong Q3/2026). Đối với giai đoạn 2027-2028, chúng tôi giả định không cần trích lập dự phòng khi thị trường phục hồi.
- Lãi suất cho vay ký quỹ: Chúng tôi giữ nguyên giả định ở mức 10% trong năm 2026, 10,2% trong năm 2027 và 10,2% trong năm 2028.

Thu nhập đầu tư: Chúng tôi giảm 28% dự báo thu nhập đầu tư năm 2026 xuống 1.002 tỷ đồng từ 1.386 tỷ đồng trước đó, chủ yếu do hạ giả định lợi suất đầu tư năm 2026 xuống 5,2% (so với 7,6% trước đó), khi lãi chưa thực hiện của danh mục AFS giảm từ 1,8 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2026 xuống 1,4 nghìn tỷ đồng (trong đó khoản đầu tư lớn tại IDP (Chưa khuyến nghị) chiếm tỷ trọng chính) và nhiều khả năng chưa được hiện thực hóa trong ngắn hạn.

Chúng tôi giữ nguyên giả định quy mô danh mục đầu tư tăng trưởng 22,2% trong năm 2026 khi VCI tiếp tục lựa chọn phân bổ vốn vào danh mục AFS.

Bảng 60: Các giả định chính, cũ và mới, VCI

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định GTGD bình quân ngày và giảm giả định tăng trưởng đầu tư

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng GTGD	42.0%	3.0%	12.0%	10.0%	-8.0%	12.0%	10.0%
Thị phần	6.6%	6.9%	7.0%	7.0%	6.9%	7.0%	7.0%
Phí môi giới gộp	0.09%	0.08%	0.08%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%
Phí môi giới thuần	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	28%	30%	30%	30%	37%	32%	32%
Tăng trưởng cho vay ký quỹ cuối năm	44.1%	10.0%	25.0%	10.0%	10.0%	25.0%	10.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	8.8%	10.0%	10.2%	10.2%	10.0%	10.2%	10.2%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	52.2%	22.2%	0.6%	3.3%	22.2%	0.6%	3.3%
Lợi suất đầu tư	6.7%	7.6%	7.6%	7.9%	5.2%	7.6%	7.5%
Tăng trưởng tổng nợ (%)	27.8%	5.0%	15.0%	10.0%	5.0%	15.0%	10.0%
Chi phí huy động (%)	6.0%	7.8%	8.2%	8.2%	7.8%	8.2%	8.2%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Kể từ năm 2027, chúng tôi giả định lợi suất đầu tư phục hồi lên lần lượt 7,6% và 7,5% trong giai đoạn 2027-2028 nhờ lợi nhuận từ danh mục AFS đảo chiều khi điều kiện thị trường thứ cấp cải thiện. Thu nhập đầu tư thuần năm 2027-2028 gần như đi ngang ở mức lần lượt 1.435 tỷ đồng và 1.451 tỷ đồng.

Thu nhập mảng IB và thu nhập khác: Chúng tôi giảm nhẹ 10%/năm dự báo thu nhập mảng IB và thu nhập khác giai đoạn 2026-2028 do giả định một phần thu nhập từ các thương vụ IB sẽ được phân bổ vào mảng nghiệp vụ môi giới.

Nhìn chung, chúng tôi giảm bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận thuần, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng bình quân 16% trong giai đoạn 2025-2028 (từ 18% theo dự báo trước đó), trong khi hệ số ROE được dự báo giảm xuống khoảng 7,7% (từ 10,1%) trong giai đoạn 2026-2028.

Chúng tôi tóm tắt các giả định và dự báo chính trong Bảng 60-61.

Bảng 61: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VCI

Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận mỗi năm trong giai đoạn 2026-28 chủ yếu do điều chỉnh giảm giả định thu nhập từ đầu tư

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần mảng môi giới	274	301	341	375	371	334	367
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	1,205	1,698	2,041	2,381	1,609	2,041	2,381
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	1,098	1,386	1,435	1,530	1,002	1,435	1,451
IB & thu nhập khác	13	223	202	203	192	175	176
Thu nhập hoạt động	2,589	3,607	4,020	4,489	3,174	3,985	4,374
<i>Tăng trưởng</i>	31%	39%	11%	12%	23%	26%	10%
Chi phí tài chính ròng	(831)	(1,261)	(1,464)	(1,647)	(1,261)	(1,464)	(1,647)
Chi phí BH&QL	(145)	(156)	(172)	(189)	(156)	(172)	(189)
LNTT	1,629	2,193	2,387	2,656	1,760	2,352	2,541
LNST	1,342	1,754	1,909	2,125	1,408	1,881	2,033
<i>Tăng trưởng</i>	47%	31%	9%	11%	5%	33%	8%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 62: P Phương pháp định giá P/E & P/B, VCI

Đồng	2026	2027	Bình quân	Mục tiêu = Bình quân quá khứ	Giá mục tiêu
EPS	1,269	1,688	1,479	17.0	25,210
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	16,636	17,696	17,166	1.9	31,746
Bình quân					28,500

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp định giá P/E và P/B mục tiêu để xác định giá trị hợp lý cho VCI. Giá mục tiêu điều chỉnh 28.500đ/cp của chúng tôi dựa trên kịch bản cơ sở, trong đó bội số mục tiêu được giả định bằng mức bình quân kể từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá 33%.

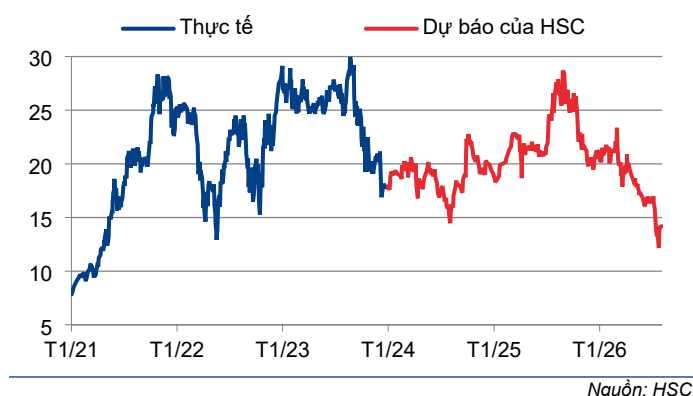
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14 lần (thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,26 lần (thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) với lợi suất cổ tức 2,4%. Theo đó, cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với điểm giữa của biên độ định giá quá khứ, mở ra điểm vào hấp dẫn cho NĐT.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưa thích nền tảng cơ bản của SSI hơn so với VCI. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận hoạt động tự doanh của VCI nhiều khả năng sẽ suy yếu trong giai đoạn thị trường điều chỉnh, trong khi SSI có vị thế tốt hơn để duy trì tăng trưởng lợi nhuận nhờ lợi thế ở mảng cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư ổn định.

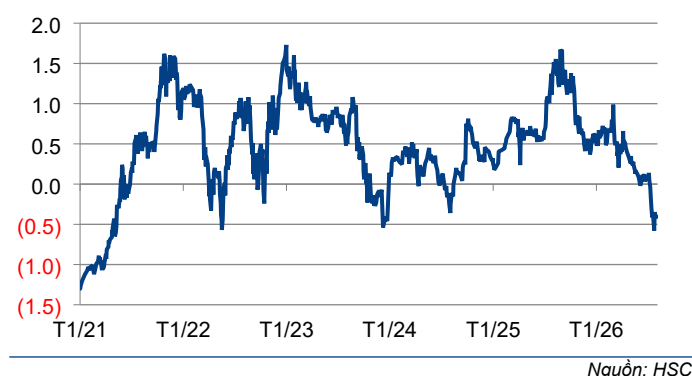
Biểu đồ 63: P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14 lần...



Biểu đồ 64: Độ lệch chuẩn so với P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020



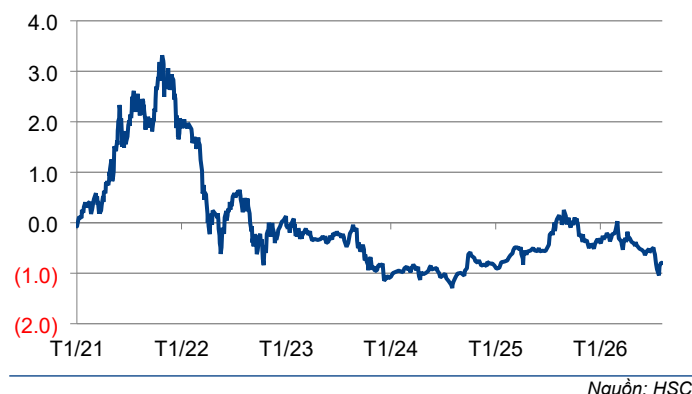
Biểu đồ 65: P/B trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,26 lần...



Biểu đồ 66: Độ lệch chuẩn so với P/B trượt dự phóng 1 năm, VCI

...thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 1,9 lần



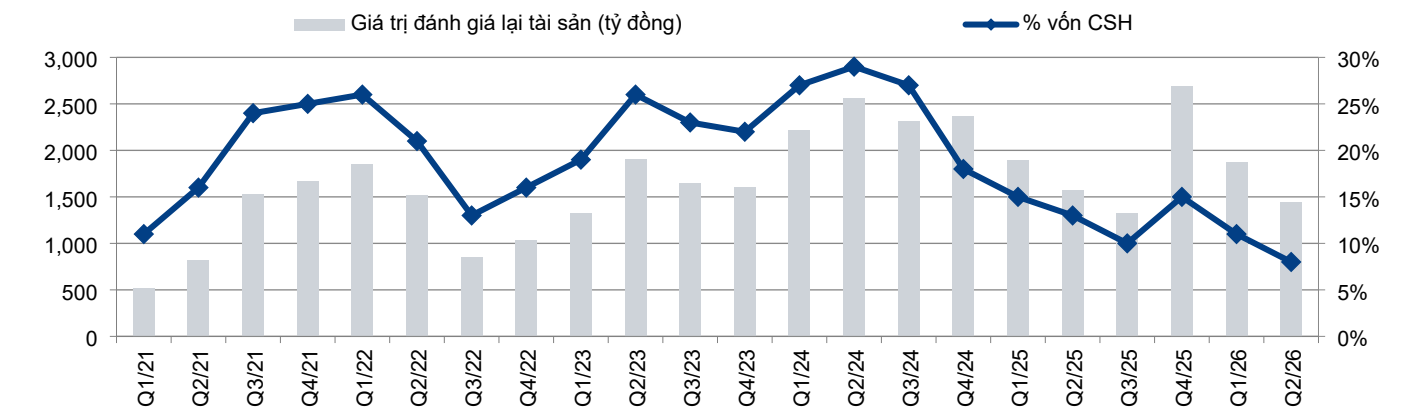
Tiềm năng tăng đến từ việc hiện thực hóa các khoản đầu tư dài hạn

Khoản chênh lệch đánh giá lại tài sản của VCI – phản ánh lãi chưa thực hiện từ danh mục đầu tư cổ phiếu dài hạn (chủ yếu được phân loại vào danh mục AFS) – đạt bình quân khoảng 1.500-1.600 tỷ đồng mỗi quý kể từ năm 2021, tương đương khoảng 20% vốn CSH bình quân trong giai đoạn này. Tuy nhiên, giá trị tiềm ẩn này dường như chưa được thị trường đánh giá chính xác khi các khoản đầu tư vẫn chưa được hiện thực hóa trong thời gian dài, từ đó khiến NĐT nhìn nhận khoản lãi này là giá trị bị trì hoãn thay vì cho rằng giá trị này có thể hiện thực hóa ngay.

Giả định các khoản đầu tư sinh lời này cuối cùng sẽ được thực hiện hóa, bất chấp việc đã được nắm giữ dài hạn. Một tín hiệu đáng tin cậy từ VCI về thời điểm hoặc kế hoạch thoái vốn sẽ giúp cổ phiếu được định giá lại dựa trên 2 yếu tố: (1) bổ sung vốn CSH sau khi thực hiện hóa việc thoái vốn và (2) bội số P/B tăng lên (hiện ở mức 1,2 lần) do nguồn vốn đầu tư tại các khoản đầu tư dài hạn này được giải phóng.

Biểu đồ 67: Giá trị tài sản đánh giá lại và tỷ lệ trên vốn CSH theo quý, VCI

Giá trị đánh giá lại tài sản hàng quý của VCI trung bình tương đương 20% vốn chủ sở hữu của công ty



Nguồn: VCI, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	730	1,000	1,005	1,050	1,155
Lãi cho vay ký quỹ	873	1,205	1,609	2,041	2,381
Doanh thu HĐ tự doanh	2,027	2,678	2,185	2,616	2,932
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	34.0	72.0	216	194	194
Thu nhập HĐ khác	32.0	26.0	28.0	31.0	34.0
Doanh thu HĐ	3,696	4,981	5,043	5,932	6,696
Chi phí HĐ	(1,862)	(2,536)	(2,025)	(2,120)	(2,512)
Lợi nhuận HĐ	1,834	2,445	3,018	3,812	4,184
Lợi nhuận tài chính	(747)	(831)	(1,261)	(1,464)	(1,647)
Lợi nhuận khác	3.00	15.0	3.00	3.00	3.00
LNTT	1,090	1,629	1,760	2,351	2,540
Chi phí thuế TNDN	(179)	(287)	(352)	(470)	(508)
LNST	911	1,342	1,408	1,881	2,032
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	911	1,342	1,408	1,881	2,032

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4,744	3,214	3,205	2,053	2,357
Phải thu	393	227	228	238	262
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	282	306	307	322	357
Tài sản tài chính	21,073	32,123	33,373	38,371	41,101
FVTPL	846	2,238	1,567	1,802	1,982
HTM	598	412	453	499	548
Cho vay ký quỹ	11,222	16,167	17,784	22,230	24,453
AFS	8,409	13,308	13,572	13,843	14,120
Dự phòng	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	37.3	75.3	82.8	91.1	100
Tài sản khác	63.0	61.7	62.0	64.8	71.3
Tổng tài sản	26,592	36,006	37,258	41,140	44,248
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	12,574	16,065	16,868	19,398	21,338
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,074	1,931	1,941	2,028	2,231
Nợ phải trả	13,648	17,996	18,809	21,426	23,569
Vốn chủ sở hữu	12,944	18,010	18,450	19,714	20,679
Vốn điều lệ	7,181	8,501	11,121	11,171	11,221
Thặng dư vốn cổ phần	2,594	5,281	5,283	5,283	5,283
Lợi nhuận giữ lại	797	1,534	(669)	404	1,132
Quỹ & vốn khác của CSH	2,372	2,694	2,714	2,855	3,043
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	26,592	36,006	37,258	41,140	44,248

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	54.1	35.4	3.48	10.4	7.56
Tăng trưởng cho vay (%)	40.4	44.1	10.0	25.0	10.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	10.1	(2.13)	0.50	4.50	10.0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	40.0	27.8	5.00	15.0	10.00
Tăng trưởng VCSH (%)	75.6	39.1	2.44	6.85	4.90
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	49.5	34.8	1.24	17.6	12.9
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	57.0	36.2	20.1	4.69	18.5
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	42.5	33.3	23.4	26.3	9.76
Tăng trưởng LNTT (%)	90.9	49.4	8.04	33.6	8.04
Tăng trưởng LNST (%)	84.8	47.3	4.92	33.6	8.03
Tăng trưởng LN thuần (%)	84.8	47.3	4.92	33.6	8.03
Định giá					
P/E (lần)	20.4	16.1	16.9	12.7	11.8
P/B (lần)	1.19	1.02	1.30	1.22	1.17
Lợi suất cổ tức (%)	3.72	4.65	2.33	2.79	4.65

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,054	1,338	1,270	1,689	1,816
DPS (đồng)	800	1,000	500	600	1,000
BVPS (đồng)	18,003	21,138	16,591	17,649	18,431
Sig CP bình quân (triệu đv)	864	772	1,109	1,114	1,119
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	719	852	1,112	1,117	1,122
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	719	1,003	1,109	1,114	1,119
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	4.16	4.29	3.84	4.80	4.76
ROAE (%)	8.97	8.67	7.72	9.86	10.1
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	9.10	8.80	10.0	10.2	10.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	7.40	6.00	7.80	8.20	8.20
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	50.4	50.9	40.2	35.7	37.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	75.9	74.7	39.4	35.5	55.1
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	6.10	6.60	6.90	7.00	7.00
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	97.0	89.0	91.0	98.0	103
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	87.0	90.0	96.0	113	118
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

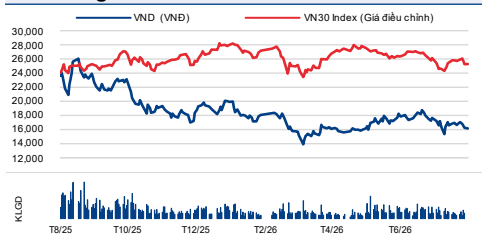
Giá mục tiêu: VNĐ18,500 (từ VNĐ16,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/8/2026)	16,150
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,898-26,047
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,317
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	24,580
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	937
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,522
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,522
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,383
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.00%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	I.P.A Invest Group (25.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(9.52)	1.01	(32.7)
So với chỉ số	(6.92)	10.3	(36.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,338	1,236	8.3
2027F	1,380	1,316	4.8
2028F	1,519	1,470	3.3

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VND là một công ty chứng khoán tăng trưởng nhanh, được tiếp lực bởi phát triển công nghệ và mạng khách hàng bán lẻ, công ty có thị phần khoảng 5%.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Thu nhập đầu tư cải thiện; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 9% giá mục tiêu cho VND lên 18.500đ do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ định giá mục tiêu. Với tiềm năng tăng giá 15%, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ).
- Chúng tôi tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, chủ yếu phản ánh việc nâng dự báo thu nhập đầu tư, đủ để bù đắp cho việc hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và tăng trưởng cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 8,6% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 9-10%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua nhưng tăng 1% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 12,1 lần và 1,1 lần, thấp hơn lần lượt 0,1 độ lệch chuẩn và 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020.

Sự kiện: Phân tích triển vọng ngắn hạn và dài hạn

Mặc dù mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ của VND sẽ chịu ảnh hưởng sau đợt điều chỉnh của thị trường, thu nhập đầu tư – nhờ danh mục đã tích lũy trong nửa đầu năm 2026 – vẫn ổn định và được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng vững chắc trong nửa cuối năm 2026. Công ty cũng đã xử lý xong các khoản phải thu đối với tập đoàn Trung Nam trong Q2/2026 với một khoản hoàn nhập dự phòng. Tuy nhiên, TPDN vẫn đóng góp đáng kể vào danh mục đầu tư của VND (8 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 25% tại thời điểm cuối năm 2025) và lãi dự thu từ trái phiếu vẫn ở mức cao, do đó chúng tôi chưa đánh giá cao chất lượng thu nhập đầu tư của VND ở thời điểm hiện tại.

Tác động: Tăng bình quân 11%/năm dự báo giai đoạn 2026-2028

HSC tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, chủ yếu do tác động tích cực từ việc nâng dự báo thu nhập đầu tư lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và tăng trưởng cho vay ký quỹ.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 9,4% trong 3 năm tới (so với 6,2% trước đó) với hệ số ROE bình quân đạt 10% (so với 9% trước đó). Trong khi đó, dựa trên dự báo mới cho cả năm 2026 và KQKD thực tế nửa đầu năm 2026, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 tăng 13% so với cùng kỳ (giảm 38% so với nửa đầu năm).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua nhưng tăng 1% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 12,1 lần và P/B dự phóng 1 năm là 1,1 lần, thấp hơn lần lượt 0,1 độ lệch chuẩn và 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020. Theo đó, cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn một chút so với điểm giữa của biên độ định giá quá khứ, cho thấy tiềm năng tăng giá ở mức vừa phải tại mặt bằng hiện tại.

HSC tăng 9% giá mục tiêu cho VND lên 18.500đ do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ bội số định giá mục tiêu. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với tiềm năng tăng giá 15%.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	5,325	6,641	7,432	8,553 ▲	8,236
LN thuần (tỷ đồng)	1,720	2,024	2,334 ▲	2,422 ▲	2,658 ▲
EPS (đồng)	1,114	1,262	1,338 ▲	1,380	1,519
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
BVPS (đồng)	12,744	12,638	14,364	15,244	16,264
P/E (lần)	14.5	12.8	12.1	11.7	10.6
Lợi suất cổ tức (%)	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10
P/B (lần)	1.27	1.28	1.12	1.06	0.99
Thị phần môi giới CP (%)	5.90	5.40	4.60	4.80	5.00
Tăng trưởng EPS (%)	(24.4)	13.3	6.01	3.12	10.1
ROAE (%)	9.50	9.97	10.5	9.89	10.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Lãi hoạt động tự doanh dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận

HSC tăng 9% giá mục tiêu cho VND lên 18.500đ (tiềm năng tăng giá 15%) do tác động tiêu cực từ việc hạ định giá mục tiêu được bù đắp một phần bởi tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận. Theo dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 – tăng bình quân 11% – lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 9,4% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 10%. VND đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng 1 năm lần lượt là 12,1 lần và 1,1 lần, đều thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho VND lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) nhưng vẫn ưa thích hơn đối với cổ phiếu của các CTCK khác như SSI, TCX và VCI.

Dự báo mới

Mảng thu nhập đầu tư: Chúng tôi dự báo thu nhập đầu tư tăng trưởng bình quân 8,2% (từ tăng trưởng 3,3% trước đó). Trong đó:

- Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng quy mô danh mục đầu tư do mảng này được ưu tiên phân bổ vốn khi tăng trưởng cho vay ký quỹ chậm lại. Cụ thể, quy mô danh mục đầu tư dự báo gần như đi ngang trong năm 2026 (so với giảm 11,3% so với cùng kỳ theo dự báo trước đó), tăng trưởng 6,9% trong năm 2027 (từ giảm 6,1% so với cùng kỳ) và tăng trưởng 10,4% trong năm 2028 (giữ nguyên).
- Trong khi đó, chúng tôi gần như giữ nguyên giả định lợi suất đầu tư ở mức 8,8% trong năm 2026, 8,6% trong năm 2027 và 8,5% trong năm 2028, dựa trên giả định lợi suất chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn 12 tháng.
- Chúng tôi loại ra khoản chi phí dự phòng đầu tư 300 tỷ đồng trong năm 2026 và 150 tỷ đồng trong năm 2027 sau những tín hiệu cải thiện của trái phiếu Trung Nam, mặc dù chúng tôi cho rằng Công ty sẽ cần thêm nhiều thời gian để thu hồi hoàn toàn giá trị trái phiếu này.

Do TPDN vẫn đóng góp đáng kể vào danh mục đầu tư của VND (8 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 25% tại thời điểm cuối năm 2025), trong khi trái phiếu Trung Nam chưa thực sự phục hồi, chất lượng thu nhập đầu tư của VND sẽ chịu ảnh hưởng ở một mức độ nhất định.

Mảng nghiệp vụ môi giới: Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới được dự báo giảm 35% so với cùng kỳ trong năm 2026 do mức nền thấp trong nửa đầu năm 2026 và giả định thanh khoản kém tích cực trong nửa cuối năm 2026. Trong giai đoạn 2027-2028, lợi nhuận mảng này được dự báo phục hồi lần lượt 13% và 28%.

Chúng tôi hạ giả định thị phần của VND xuống lần lượt 4,6%, 4,8% và 5% trong giai đoạn 2026-2028, từ lần lượt 5,4%, 5,6% và 5,6% trước đó.

Bảng 68: Các giả định quan trọng cũ và mới, VND

Những điều chỉnh chính gồm hạ giả định GTGD bình quân ngày, giảm giả định tăng trưởng cho vay ký quỹ và nâng dự báo tăng trưởng đầu tư

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng GTGD	42.0%	3.0%	12.0%	10.0%	-8.0%	12.0%	10.0%
Thị phần	5.4%	5.4%	5.6%	5.6%	4.6%	4.8%	5.0%
Phí môi giới gộp	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.04%	0.05%	0.05%
Phí môi giới thuần	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.02%
Tỷ lệ phí giữ lại	36%	32%	31%	32%	33%	31%	32%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	38.4%	12.0%	20.0%	10.0%	0.0%	20.0%	10.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.3%	12.0%	12.2%	12.2%	11.7%	12.0%	12.0%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	12.9%	-11.3%	-6.1%	10.3%	-1.1%	6.9%	10.4%
Lợi suất đầu tư	8.0%	8.5%	8.6%	8.6%	8.8%	8.6%	8.5%
Tăng trưởng tổng nợ (%)	17.9%	-11.6%	15.6%	10.4%	-11.6%	15.6%	10.4%
Chi phí huy động (%)	4.5%	5.2%	5.7%	6.0%	5.2%	5.7%	6.0%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Mảng cho vay ký quỹ: Lãi từ cho vay ký quỹ được dự báo tăng trưởng bình quân 16% trong giai đoạn 2025-2028, đạt lần lượt 1.603 tỷ đồng, 1.890 tỷ đồng và 2.165 tỷ

đồng trong năm 2026, 2027 và 2028 – giảm bình quân 12%/năm so với dự báo trước đó sau những điều chỉnh như sau:

- Dư nợ cho vay ký quỹ dự báo đi ngang trong năm 2026 (so với tăng trưởng 12% trong dự báo trước đó), sau đó tăng trưởng 20% trong năm 2027 (giữ nguyên) và tăng trưởng 10% trong năm 2028 (giữ nguyên). Đợt điều chỉnh gần đây của chỉ số VNIndex và làn sóng bán giải chấp sau đó sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ của VND – vốn tập trung vào khách hàng cá nhân – nhiều hơn so với các CTCK khác. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho vay ký quỹ sẽ dần phục hồi kể từ năm 2027.

Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH: Theo đó, chúng tôi hạ giả định xuống 55% trong năm 2026 (từ 60%), 58% trong năm 2027 (từ 62%) và 57% trong năm 2028 (từ 62%).

- Chúng tôi không đưa giả định chi phí dự phòng cho vay ký quỹ vào mô hình dự báo của VND do giả định dư nợ cho vay ký quỹ quy mô nhỏ của Công ty sẽ không chịu ảnh hưởng nhiều từ đợt điều chỉnh của thị trường.
- Lãi suất cho vay ký quỹ: Chúng tôi giả định ở mức 11,7% trong năm 2026, 12% trong năm 2027 và 12% trong năm 2028.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 9,4% trong giai đoạn 2025-2028, cao hơn dự báo trước đó ở mức 6,2%, trong khi hệ số ROE được kỳ vọng duy trì quanh mức 10% trong giai đoạn dự báo.

Chúng tôi tóm tắt các giả định và dự báo lợi nhuận chính trong Bảng 68-69.

Bảng 69: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VND

Chúng tôi tăng bình quân 11% dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2026-28, chủ yếu nhờ tác động từ việc nâng giả định thu nhập đầu tư lớn hơn tác động từ việc hạ giả định thu nhập mảng môi giới và mảng cho vay ký quỹ

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần mảng môi giới	344	377	450	517	224	252	322
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	1,394	1,821	2,152	2,465	1,604	1,890	2,165
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,236	1,971	1,880	2,100	2,665	2,608	2,838
IB & thu nhập khác	152	104	122	134	104	122	134
Thu nhập hoạt động	4,089	4,248	4,576	5,185	4,571	4,844	5,428
Tăng trưởng	28%	4%	8%	13%	12%	6%	12%
Chi phí tài chính ròng	(1,106)	(1,287)	(1,428)	(1,694)	(1,287)	(1,428)	(1,694)
Chi phí BH&QL	(473)	(435)	(457)	(480)	(402)	(422)	(443)
LNTT	2,508	2,524	2,686	3,002	2,880	2,989	3,282
LNST	2,022	2,045	2,176	2,432	2,333	2,421	2,658
Tăng trưởng	18%	1%	6%	12%	15%	4%	10%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bảng 70: Phương pháp định giá P/E & P/B, VND

Đồng	2026	2027	Bình quân	Mục tiêu	Giá mục tiêu
EPS	1,338	1,380	1,359	13.4	18,274
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	14,364	15,244	14,804	1.3	18,733
Bình quân					18,500

Nguồn: VND, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC kết hợp phương pháp định giá P/E và P/B mục tiêu để xác định giá trị hợp lý cho VND, trong đó P/E mục tiêu được xác định bằng bình quân quá khứ trong khi P/B mục tiêu thấp hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, phản ánh rủi ro kéo dài liên quan đến TPDN có thể làm suy giảm giá trị sổ sách của VND. Giá mục tiêu điều chỉnh của chúng tôi là 18.500đ/cp, tương đương tiềm năng tăng giá 15%.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần, thấp hơn lần lượt

0,1 độ lệch chuẩn và 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020. Theo đó, cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn một chút so với điểm giữa của biên độ định giá quá khứ, cho thấy tiềm năng tăng giá ở mức vừa phải từ mặt bằng hiện tại.

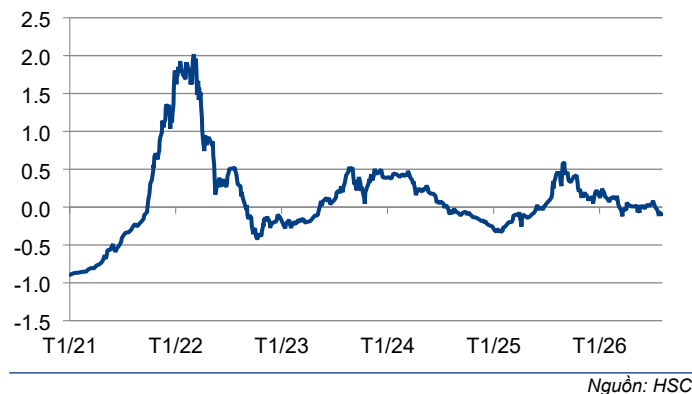
Biểu đồ 71: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND

VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần...



Biểu đồ 72: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, VND

...thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020



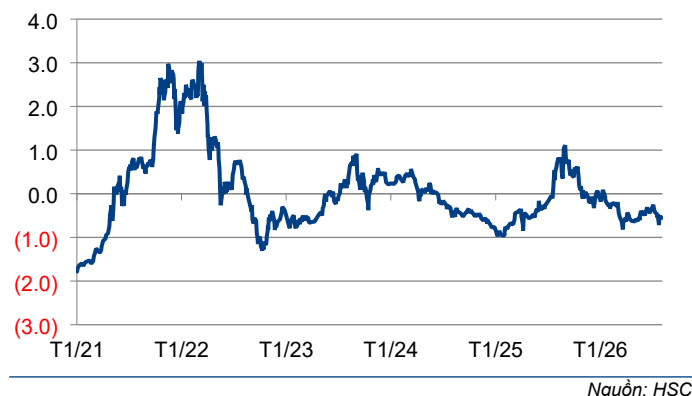
Biểu đồ 73: P/B trượt dự phóng 1 năm, VND

VND đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,1 lần...



Biểu đồ 74: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B trượt dự phóng 1 năm bình quân, VND

...thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Tiềm năng tăng từ danh mục TPDN của VND

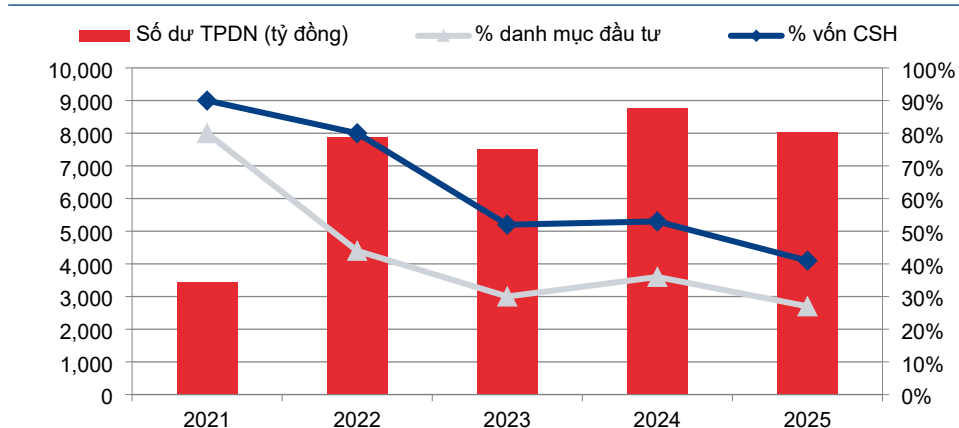
Danh mục TPDN của VND – chủ yếu là trái phiếu do các công ty con năng lượng tái tạo của Tập đoàn Trung Nam phát hành – chiếm 30-40% tổng danh mục đầu tư và tương đương khoảng 40-50% giá trị vốn CSH của VND. Khoản đầu tư này là lực cản đối với định giá của VND trong bối cảnh ngành năng lượng tái tạo tiếp tục chịu giám sát pháp lý và các vấn đề kỹ thuật tại dự án đang vận hành. Từ đó, VND liên tục giao dịch với mức chiết khấu khoảng 25% so với các CTCK cùng ngành.

Những tín hiệu cải thiện về thanh khoản ở cấp độ Tập đoàn Trung Nam trong 1 năm qua đã làm gia tăng kỳ vọng về một lộ trình thanh toán nợ rõ ràng hơn đối với các ngân hàng và trái chủ. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì kịch bản thận trọng, trong đó nghĩa vụ trái phiếu của các công ty con năng lượng tái tạo về cơ bản vẫn tách biệt với tập đoàn, từ đó hạn chế mức độ mà khả năng thanh toán cải thiện ở cấp độ tập đoàn có thể chuyển hóa thành việc thu hồi hoàn toàn khoản đầu tư của VND tại các công ty dự án.

Chúng tôi ước tính việc thu hồi 50-100% giá trị trái phiếu có thể giúp cổ phiếu VND được định giá lại ở mặt bằng cao hơn tương ứng 10-25% so với hiện tại.

Biểu đồ 75: Số dư TPDN và tỷ trọng trên danh mục đầu tư/vốn CSH, VND

Số dư TPDN của VND vẫn chiếm tỷ trọng đáng kể trong danh mục đầu tư và tương đối lớn so với vốn CSH



Nguồn: VND, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	720	972	687	810	1,007
Lãi cho vay ký quỹ	1,255	1,394	1,604	1,890	2,165
Doanh thu HĐ tự doanh	3,180	4,005	4,919	5,609	4,796
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	65.0	186	130	143	157
Thu nhập HĐ khác	105	84.0	92.0	101	111
Doanh thu HĐ	5,325	6,641	7,432	8,553	8,236
Chi phí HĐ	(2,575)	(3,025)	(3,263)	(4,132)	(3,252)
Lợi nhuận HĐ	2,750	3,616	4,169	4,421	4,984
Lợi nhuận tài chính	(658)	(1,106)	(1,287)	(1,428)	(1,694)
Lợi nhuận khác	(3.00)	(1.00)	(2.00)	(4.00)	(9.00)
LNTT	2,089	2,509	2,880	2,989	3,281
Chi phí thuế TNDN	(370)	(486)	(547)	(568)	(624)
LNST	1,719	2,023	2,333	2,421	2,657
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	1,720	2,024	2,334	2,422	2,658

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	881	1,622	2,578	(1,328)	183
Phải thu	1,728	3,586	2,535	2,992	3,719
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	195	35.6	(103)	(42.6)	53.0
Tài sản tài chính	40,302	45,336	43,543	52,282	54,821
FVTPL	24,519	22,537	22,537	27,045	27,045
HTM	5,561	8,558	6,847	8,216	9,038
Cho vay ký quỹ	10,344	14,319	14,319	17,183	18,901
AFS	0	0	(80.7)	(82.3)	(84.0)
Dự phòng	(122)	(79.1)	(79.1)	(79.1)	(79.1)
Đầu tư dài hạn	1,030	867	867	867	867
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	996	867	867	867	867
Đầu tư dài hạn khác	34.2	0	0	0	0
Tài sản cố định	84.1	85.8	94.4	104	114
Tài sản khác	74.6	96.2	68.0	80.3	99.8
Tổng tài sản	44,295	51,629	49,584	54,955	59,856
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	22,436	26,463	23,404	27,065	29,871
Trái phiếu ngắn hạn	400	250	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,743	4,013	2,425	2,681	3,090
Nợ phải trả	24,580	30,726	25,829	29,746	32,961
Vốn chủ sở hữu	19,715	20,903	23,758	25,213	26,901
Vốn điều lệ	15,223	15,223	16,536	16,536	16,536
Thặng dư vốn cổ phần	(0.17)	(0.17)	852	852	852
Lợi nhuận giữ lại	4,492	5,680	5,670	6,893	8,338
Quỹ & vốn khác của CSH	0	0	700	933	1,175
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(3.38)	(4.23)	(5.08)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	44,295	51,629	49,583	54,955	59,856

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	6.12	16.6	(3.96)	10.8	8.92
Tăng trưởng cho vay (%)	0.65	38.4	0	20.0	10.00
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	12.4	29.0	(29.3)	18.0	24.3
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	9.61	17.9	(11.6)	15.6	10.4
Tăng trưởng VCSH (%)	19.5	6.03	13.7	6.13	6.69
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(18.8)	24.7	11.9	15.1	(3.71)
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	1.87	17.5	7.87	26.6	21.3
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(30.1)	31.5	15.3	6.04	12.7
Tăng trưởng LNTT (%)	(15.8)	20.1	14.8	3.78	9.77
Tăng trưởng LNST (%)	(14.8)	17.7	15.3	3.77	9.75
Tăng trưởng LN thuần (%)	(14.8)	17.7	15.3	3.77	9.74

Định giá					
P/E (lần)	14.5	12.8	12.1	11.7	10.6
P/B (lần)	1.27	1.28	1.12	1.06	0.99
Lợi suất cổ tức (%)	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,114	1,262	1,338	1,380	1,519
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
BVPS (đồng)	12,744	12,638	14,364	15,244	16,264
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,377	1,522	1,654	1,654	1,654
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,547	1,654	1,654	1,654	1,654
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,377	1,522	1,654	1,654	1,654

Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	4.00	4.22	4.61	4.63	4.63
ROAE (%)	9.50	9.97	10.5	9.89	10.2
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.2	11.3	11.7	12.0	12.0
Chi phí vay nợ BQ (%)	3.10	4.40	4.90	5.50	5.80
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	48.4	45.6	43.9	48.3	39.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	44.9	39.6	37.4	36.2	32.9

Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	5.90	5.40	4.60	4.80	5.00
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	93.0	87.0	91.0	91.0	91.0
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	42.0	47.0	55.0	58.0	57.0

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	1,077	1,020	1,120	1,200	1,200

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gọi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn