

Động lực tăng trưởng lợi nhuận vẫn duy trì dù thanh khoản suy yếu

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 Dịch Vụ Tài C
 ha.plien@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

- Chỉ số VN-Index tăng 21% so với quý trước trong Q3/2025 lên gần 1.700 điểm vào ngày 30/9/2025, trước khi điều chỉnh xuống 1.639 điểm vào cuối tháng 10, tương đương tăng 29% kể từ đầu năm trong 10 tháng đầu năm 2025. Giá trị giao dịch bình quân đã điều chỉnh xuống 34-38 nghìn tỷ đồng trong tháng 9-10 từ mức rất cao 60 nghìn tỷ đồng trong tháng 8; tuy nhiên, giá trị giao dịch bình quân ngày vẫn duy trì ở mức cao trong 10 tháng đầu năm 2025, đạt 29,3 nghìn tỷ đồng, tăng 39% so với cùng kỳ.
- HSC tăng 8% giá định giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường trong năm 2025, đồng thời giữ nguyên dự báo cho năm tài chính 2026-2027; do đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới. Do đó, chúng tôi tăng bình quân 9%/năm dự báo lợi nhuận cho SSI, VCI và VND trong giai đoạn 2025-2027.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), VCI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và VND lên Mua vào (từ Giảm tỷ trọng) sau đợt điều chỉnh gần đây của thị trường. TCX hiện là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành Chứng khoán, tiếp theo là SSI.

Phân tích diễn biến thị trường 10 tháng đầu năm 2025 & triển vọng

Chỉ số VN-Index tăng 21% so với quý trước trong Q3/2025 lên gần 1.700 điểm vào ngày 30/9/2025, trước khi kết thúc tháng 10 ở mức 1.639 điểm, tương đương tăng 29% tính đến hết tháng 10/2025 - đưa thị trường chứng khoán Việt Nam trở thành một trong những thị trường tăng mạnh nhất thế giới. Trong giai đoạn này, giá trị giao dịch bình quân ngày đã giảm từ mức nền cao 60 nghìn tỷ đồng trong tháng 8 xuống 34-38 nghìn tỷ đồng trong tháng 9-10/2025 do khối ngoại rút vốn và phát hành sơ cấp lớn; tuy nhiên, giá trị giao dịch bình quân ngày vẫn tăng trưởng mạnh mẽ trong 10 tháng đầu năm 2025 ở mức 29,3 nghìn tỷ đồng, tăng 39% so với cùng kỳ (Q3/2025: 43,8 nghìn tỷ đồng, tăng 141% so với cùng kỳ và tăng 69% so với quý trước).

HSC giữ nguyên dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày Q4/2025 ở mức 33 nghìn tỷ đồng, nhìn chung phù hợp với diễn biến thị trường trong quý này. Dự nợ cho vay kỳ quỹ giảm 4% so với tháng trước trong tháng 10 xuống 367 nghìn tỷ đồng từ 383 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2025. Tỷ lệ dự nợ cho vay kỳ quỹ/vốn CSH cũng giảm xuống 112% (từ 118%), vẫn là mức an toàn do các CTCK có nền vốn CSH lớn hơn. Dự nợ cho vay kỳ quỹ cao và giá trị giao dịch bình quân ngày vững chắc sẽ tiếp tục củng cố tăng trưởng lợi nhuận của các CTCK.

Dự báo lợi nhuận của các CTCK trong phạm vi phân tích

Dựa trên xu hướng mạnh mẽ trong 10 tháng đầu năm 2025, HSC tăng 8% dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 lên 29,8 tỷ đồng nhưng vẫn giữ nguyên dự báo cho năm 2026-2027. Đối với SSI, VCI và VND, chúng tôi tăng bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sau khi lợi nhuận Q3 vượt kỳ vọng, trong khi tăng bình quân 6% dự báo cho SSI và VCI và tăng 3% dự báo cho VND, chủ yếu do quy mô bảng CĐKT tăng lên, đặc biệt dự nợ cho vay kỳ quỹ. Chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo giai đoạn 2025-2027 cho TCX. Theo dự báo mới, lợi nhuận của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi dự báo tăng trưởng trung bình 26,1% trong 3 năm tới.

Định giá và khuyến nghị

Sau đợt điều chỉnh trung bình lần lượt 10% và 18% trong 1 tháng và 3 tháng qua (trừ TCX, vừa niêm yết), định giá của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi dường như hấp dẫn hơn nhờ triển vọng thị trường tích cực, lợi nhuận ổn định và động lực nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE trong trung hạn. Chúng tôi giữ nguyên bội số định giá mục tiêu phù hợp với triển vọng này, định giá mục tiêu cho SSI, VCI và VND lần lượt cao hơn 1, 1,2 và 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, trong khi định giá của TCX cao hơn 20% so với bình quân ngành nhờ tăng trưởng và hệ số ROE vượt trội.

Sau khi nâng dự báo lợi nhuận và cổ phiếu bị pha loãng từ những đợt tăng vốn gần đây, HSC tăng 6% giá mục tiêu cho SSI lên 42.200đ và tăng 3% giá mục tiêu cho VND lên 23.000đ, trong khi giảm 11% giá mục tiêu cho VCI 11% xuống 43.800đ. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho cả SSI (tiềm năng tăng giá 21%) và VCI (tiềm năng tăng giá 25%) lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và nâng khuyến nghị cho VND từ Giảm tỷ trọng lên Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá 19%), trong khi vẫn giữ nguyên khuyến nghị Mua vào đối với TCX (tiềm năng tăng giá 74%). TCX vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành Chứng khoán nhờ lợi thế mang tính cấu trúc, khả năng sinh lời mạnh mẽ và định giá hấp dẫn. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu SSI nhờ nền tảng cơ bản vững chắc, định giá hấp dẫn và lợi suất cổ tức cao.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/11.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
SSI	34,800	Mua vào	Tăng tỷ trọng	42,200	6.30	21.3	20.3	18.6	2.27	2.16	2.87	2.87
TCX	45,000	Mua vào	-	78,200	-	73.8	16.2	14.4	2.42	2.13	1.11	1.39
VCI	35,050	Mua vào	Tăng tỷ trọng	43,800	(11.2)	25.0	21.1	18.3	1.76	1.70	2.85	3.42
VND	19,350	Tăng tỷ trọng	Giảm tỷ trọng	23,000	2.68	18.9	13.7	16.1	1.42	1.43	2.58	4.13

Giá cổ phiếu tại ngày 20/11/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Điều chỉnh giúp nâng cao tiềm năng tăng giá	3
Thanh khoản thị trường hạ nhiệt từ mức đỉnh	3
Dự nợ cho vay ký quỹ giảm xuống so với mức đỉnh Q3; tận dụng nguồn vốn mới huy động	6
IPO các CTCK: TCX, VPX, VCK bổ sung các lựa chọn cho NĐT	9
Tình hình pháp lý	10
Dự báo mới: Thanh khoản thị trường & lợi nhuận	14
Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo	14
Định giá và khuyến nghị	16
Tăng giá mục tiêu chủ yếu do chuyển thời điểm định giá	16
Bối cảnh định giá	17
Báo cáo thành phần	
CTCP Chứng khoán Kỹ Thương (TCX)	19
CTCP Chứng khoán Vietcap (VCI)	21
CTCP Chứng khoán SSI (SSI)	27
CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND)	32

Điều chỉnh giúp nâng cao tiềm năng tăng giá

Chỉ số VN Index đã tăng mạnh trong Q3/2025 lên sát 1.700 điểm vào ngày 30/9/2025, trước khi giảm xuống 1.639 điểm vào cuối tháng 10/2025 – tương đương tăng 29% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2025. Giá trị giao dịch bình quân ngày của thị trường đã giảm xuống 34-38 nghìn tỷ đồng trong tháng 9-10/2025 từ mức nền cao 60 nghìn tỷ đồng trong tháng 8 trước sức ép rút ròng của khối ngoại và hoạt động huy động vốn lớn trên thị trường sơ cấp; tuy nhiên, giá trị giao dịch bình quân ngày vẫn mạnh mẽ trong 10 tháng đầu năm 2025 ở mức 29,3 nghìn tỷ đồng, tăng 39% so với cùng kỳ. Trong khi đó, dư nợ cho vay kỳ quỹ giảm 4% so với tháng trước trong tháng 10, tương đương tỷ lệ dư nợ cho vay kỳ quỹ trên vốn CSH giảm xuống 112% - ngưỡng trong tầm kiểm soát. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về triển vọng thị trường trong Q4/2025 và cả năm 2026 nhờ các biện pháp kích thích tài khóa & tiền tệ hiện tại, sự tham gia ngày càng lớn của các NĐT trong nước và dòng vốn nước ngoài tiềm năng sau khi được nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE. Sau đợt điều chỉnh gần đây, HSC nâng khuyến nghị cho SSI và VCI lên Mua vào và VND lên Tăng tỷ trọng; trong khi TCX (Mua vào) là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi.

Thanh khoản thị trường hạ nhiệt từ mức đỉnh

Chỉ số VN-Index đã có một đợt tăng điểm mạnh mẽ trong Q3/2025, vượt mốc 1.350 điểm và tiến sát mốc 1.700 điểm vào tháng 9, trước khi đạt đỉnh 1.766 điểm vào giữa tháng 10, sau đó giảm nhẹ xuống 1.639 điểm vào cuối tháng 10. Kể từ đầu năm, chỉ số đã tăng 30%, đưa TTCK Việt Nam trở thành một trong những thị trường tăng điểm mạnh nhất thế giới.

Cơ cấu đóng góp cho chỉ số VN-Index theo ngành, chúng tôi nhận thấy một số ngành có diễn biến vượt trội kể từ đầu năm, cụ thể là ngành Ngân hàng, BĐS, chứng khoán, vật liệu cơ bản và dịch vụ tiêu dùng (bán lẻ & hàng không). Những ngành này được hưởng lợi từ những động lực thị trường/chính sách như sau:

- Kỳ vọng nâng hạng thị trường: Sau một thời gian bán ròng, khối ngoại đã quay trở lại mua ròng trong giai đoạn từ tháng 5-7/2025 (12 nghìn tỷ đồng) với kỳ vọng FTSE sẽ nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi. Hoạt động mua ròng tập trung vào các cổ phiếu ngân hàng và chứng khoán, những ngành đóng góp đáng kể cho chỉ số VN-Index.
- Đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng và sự phục hồi của thị trường BĐS: Ngày 19/8/2025, Việt Nam đã khởi công 250 dự án lớn, trị giá 1.280 nghìn tỷ đồng, cho thấy cam kết mạnh mẽ của Chính phủ đối với phát triển cơ sở hạ tầng. Điều này đã thúc đẩy tăng trưởng trong khu vực công nghiệp & xây dựng, củng cố triển vọng cho các doanh nghiệp cung cấp VLXD, đồng thời giúp các chủ đầu tư BĐS tự tin mở bán dự án trở lại. Từ đó, ngành BĐS, dẫn đầu là các cổ phiếu liên quan đến Vingroup, có diễn biến vượt trội nhất trên thị trường kể từ đầu năm.
- Cải cách chính sách mạnh mẽ: Chính phủ đã ban hành các quy định quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, trong đó Nghị quyết số 68-NQ/TW về phát triển khu vực kinh tế tư nhân được đánh giá là hỗ trợ rất tích cực cho sự phát triển cho các doanh nghiệp tư nhân Việt Nam.

Bảng 1: Diễn biến chỉ số VN Index theo ngành

BĐS, Ngân hàng, Dịch vụ tài chính (môi giới), và Dịch vụ tiêu dùng (bán lẻ & hàng không) là những nhóm ngành đóng góp chính vào diễn biến của chỉ số

Ngành/phân ngành	Hiệu suất so với đầu năm	Hiệu suất kể từ Q3	Đóng góp vốn hóa (%)	Yếu tố dẫn dắt
Dầu khí L1	15.5%	21.4%	1.9%	
Vật liệu cơ bản L1	21.6%	10.4%	6.4%	(2)
Công nghiệp L1	-16.0%	-17.5%	9.6%	
Hàng hóa tiêu dùng L1	13.7%	17.5%	9.9%	
Dịch vụ y tế L1	12.7%	5.7%	0.8%	
Dịch vụ tiêu dùng L1	34.2%	12.3%	5.8%	(3)
Viễn thông L1	-9.4%	5.5%	3.1%	
Dịch vụ tiện ích L1	12.5%	6.4%	4.7%	
Tài chính L1	114.0%	51.6%	27.4%	
BĐS L2	142.4%	56.9%	21.4%	(2) (3)
Dịch vụ tài chính L2	41.1%	32.7%	5.0%	(1) (3)
Bảo hiểm L2	25.5%	18.9%	1.0%	
Ngân hàng L1	27.8%	19.5%	28.5%	(1) (2)
Công nghệ L1	-22.2%	-2.6%	2.0%	
VN Index	30.1%	19.8%	100.0%	(1) (2) (3)

Nguồn: Dữ liệu của Fiigroup, HSC

- Ngoài ra, Nghị quyết 5/2025/NQ-CP về việc xây dựng khuôn khổ pháp lý cho hoạt động giao dịch & phát hành hợp pháp tài sản số và Nghị quyết 222/2025/QH15 về việc thành lập Trung tâm tài chính quốc tế (IFC) cũng đã nhận được sự ủng hộ từ ngành Công nghệ và Tài chính, trong đó các CTCK và ngân hàng lớn hiện đang thể hiện mong muốn phát triển thị trường tài sản số trong nước.

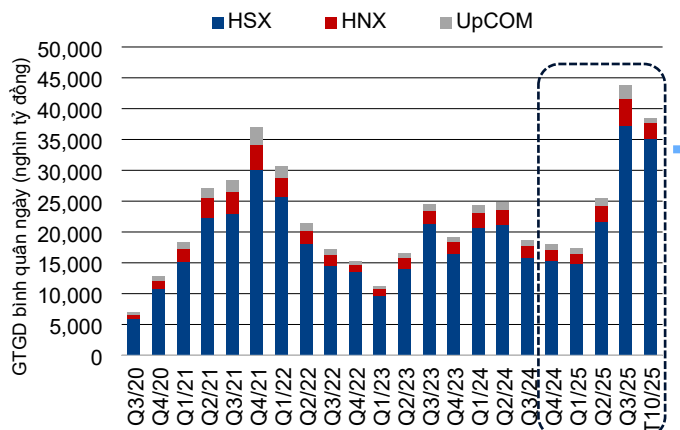
Tuy nhiên, thanh khoản đã hạ nhiệt kể từ tháng 9 với giá trị giao dịch bình quân ngày đã giảm từ mức kỷ lục khoảng 60 nghìn tỷ đồng trong tháng 8 xuống 34 nghìn tỷ đồng trong tháng 9, sau đó phục hồi nhẹ lên 38 nghìn tỷ đồng trong tháng 10. Nhìn chung, giá trị giao dịch bình quân ngày 10 tháng đầu năm 2025 vẫn tăng 39% so với cùng kỳ đạt 29,3 nghìn tỷ đồng từ 21 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.

Thanh khoản sụt giảm có thể do 3 yếu tố chính như sau:

- Mặt bằng lãi suất tăng lên trong bối cảnh thanh khoản hệ thống thắt chặt:** NHNN nhìn chung đã duy trì lập trường ủng hộ tăng trưởng với lãi suất điều hành thấp và tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng đã vượt đáng kể tăng trưởng tiền gửi trong một thời gian dài, dẫn đến nhu cầu hỗ trợ thanh khoản thường xuyên từ NHNN. Đồng thời, áp lực mất giá của đồng VND và lo ngại về sự ổn định của tỷ giá có thể hạn chế dư địa tiếp tục nới lỏng và góp phần làm tăng dần chi phí huy động. Nhìn chung, những diễn biến này đã ảnh hưởng đến tâm lý NĐT, vốn đã quen với mặt bằng lãi suất thấp và ổn định trong 2 năm qua.
- Khối ngoại rút vốn mạnh:** NĐT tổ chức nước ngoài đã bán ròng 52 nghìn tỷ đồng từ tháng 8-10/2025, sau khi mua ròng 11 nghìn tỷ đồng trong tháng 7 do kỳ vọng FTSE sẽ nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi, chốt lời tại thời điểm chỉ số cao kỷ lục. Hoạt động chốt lời, tập trung ở các cổ phiếu vốn hóa lớn ngoài Vingroup, đã gây áp lực lên giá cổ phiếu và hạn chế hoạt động giao dịch của NĐT cá nhân.

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

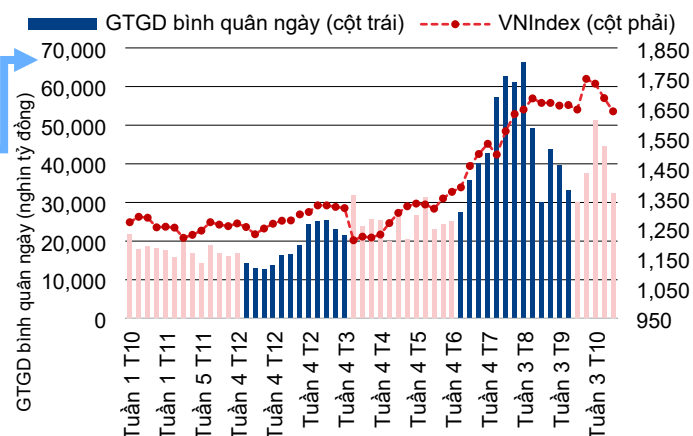
GTGD bình quân ngày đạt mức cao nhất trong Q3/2025, sau đó giảm trong tháng 10



Nguồn: HSX, HSC

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

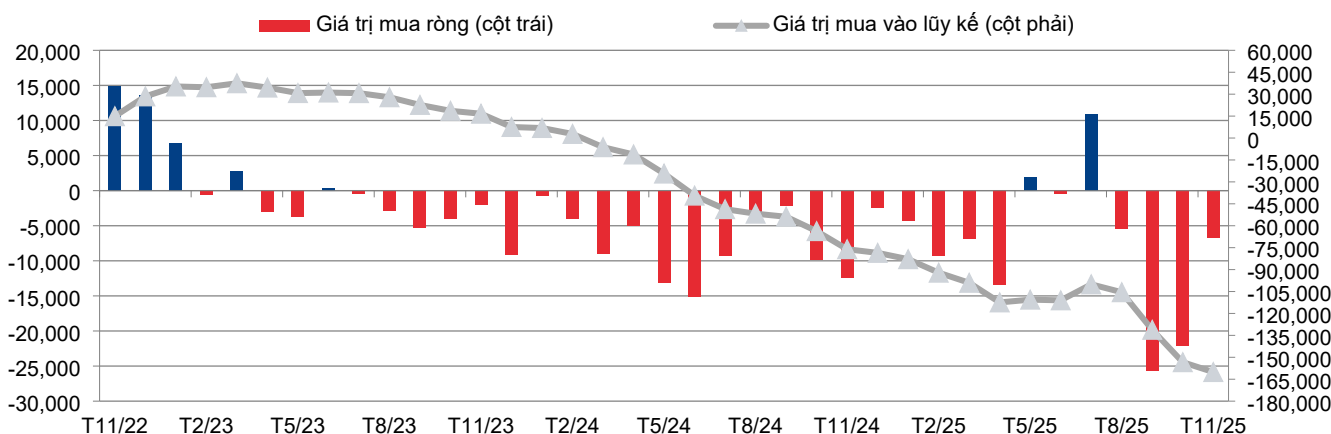
GTGD bình quân ngày trong tháng 7-8 tăng mạnh nhờ dòng tiền từ cả NĐT trong nước & NĐT NN



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 4: Giá trị mua vào/bán ra của NĐT NN, Việt Nam

NĐT NN bán ròng trở lại kể từ tháng 8/2025 khi VNIndex ở mức cao



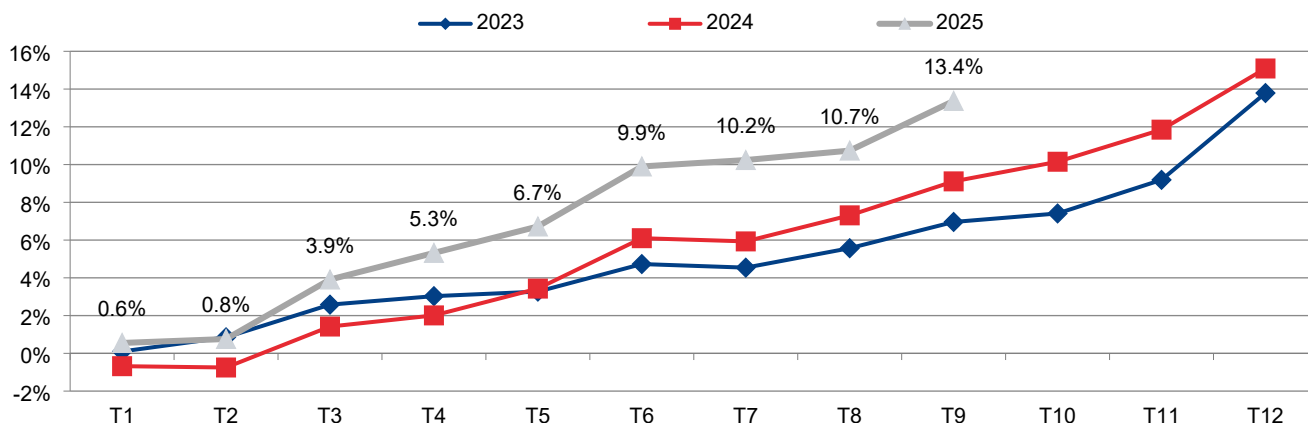
Nguồn: HSX, HSC

Dòng vốn nước ngoài có thể sẽ quay trở lại vào đầu năm 2026 sau thông báo chính thức về việc nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE (dự kiến vào tháng 3/2026) cùng quan điểm ôn hòa hơn của Fed, điều này sẽ thu hút NĐT toàn cầu quay trở lại các thị trường mới nổi.

- **Các CTCK huy động vốn mạnh mẽ:** Tận dụng thanh khoản thị trường mạnh mẽ, các CTCK đã huy động khoảng 43,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 trên thị trường chứng khoán (sau khi huy động 19,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2024) để củng cố nền vốn (phân tích ở bên dưới). Mặc dù hoạt động huy động vốn này đã tạm thời làm giảm thanh khoản thị trường nhưng nguồn vốn được kỳ vọng sẽ bơm trở lại thị trường trong trung hạn thông qua hoạt động cho vay ký quỹ.

Biểu đồ 5: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, ngành Chứng khoán

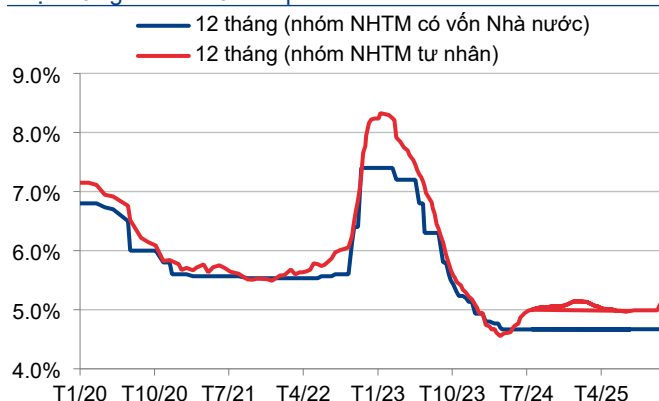
Tín dụng tăng trưởng mạnh nhất trong 3 năm vừa qua



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 6: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, 14 NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

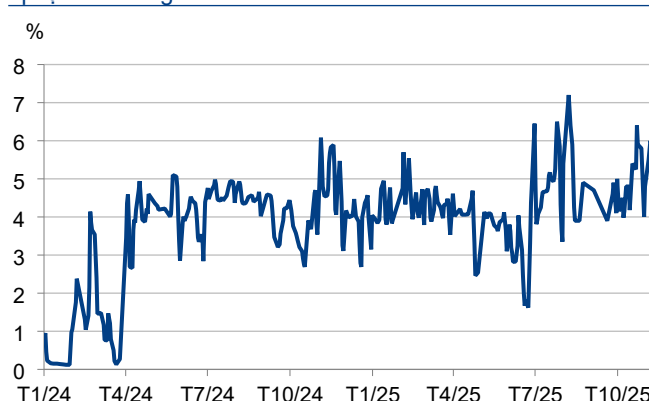
Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các NHTM tư nhân tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 7: Lãi suất qua đêm, Việt Nam

Lãi suất qua đêm vẫn được duy trì ở mức cao nhằm giúp giảm áp lực lên đồng VND



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

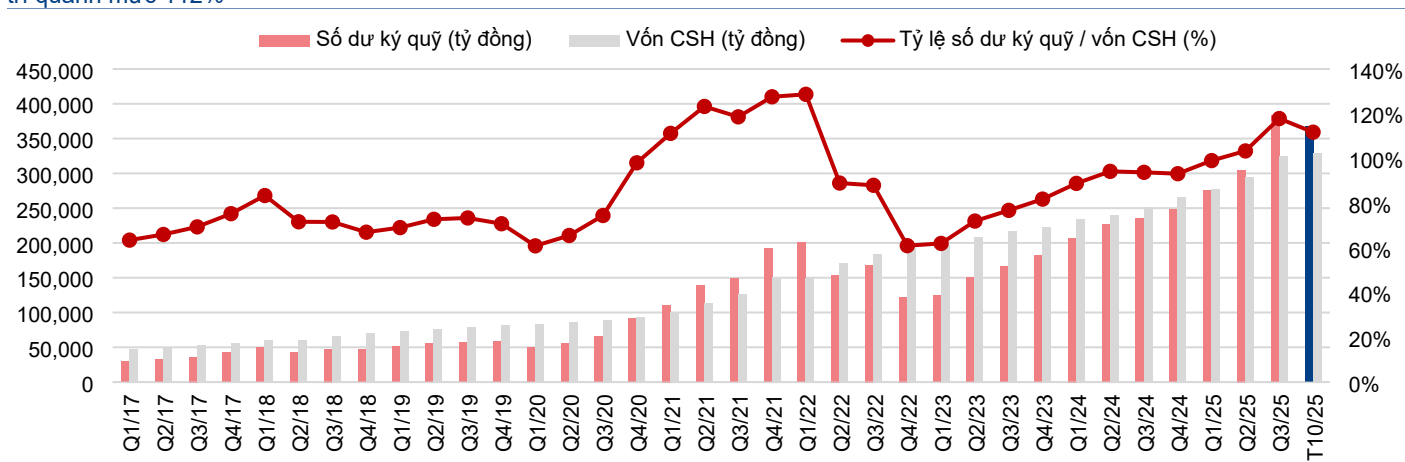
Dư nợ cho vay ký quỹ giảm xuống so với mức đỉnh Q3; tận dụng nguồn vốn mới huy động

Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 30% so với quý trước đạt 383 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2025 sau đó giảm 4% so với tháng trước đạt 367 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 10/2025. Kể từ đầu năm, dư nợ cho vay ký quỹ tăng 48% nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ.

Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH đạt 112% tính đến cuối tháng 10/2025, thấp hơn một chút so với cuối Q3/2025 (118%) nhưng cao hơn thời điểm cuối Q2/2025 (103%). Đòn bẩy tài chính vẫn được kiểm soát mặc dù dư nợ ký quỹ tăng cao do các CTCK chủ động củng cố nền vốn trong Q3/2025.

Biểu đồ 8: Số dư ký quỹ & vốn CSH, ngành Chứng khoán

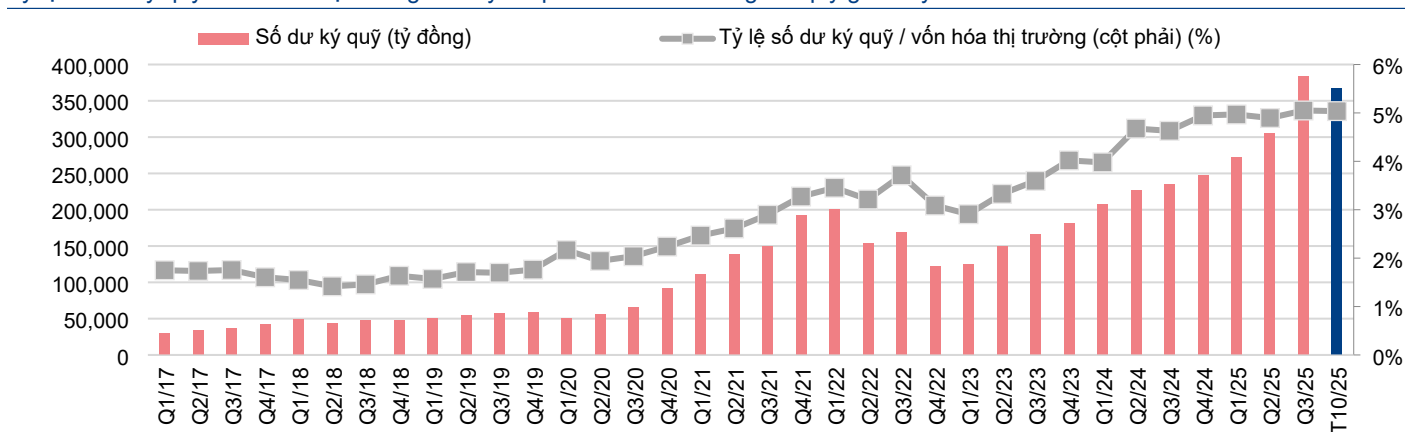
Dư nợ cho vay ký quỹ ước tính giảm còn 367 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 10/2025, trong khi tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH duy trì quanh mức 112%



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 9: Số dư ký quỹ & vốn hóa thị trường, ngành Chứng khoán

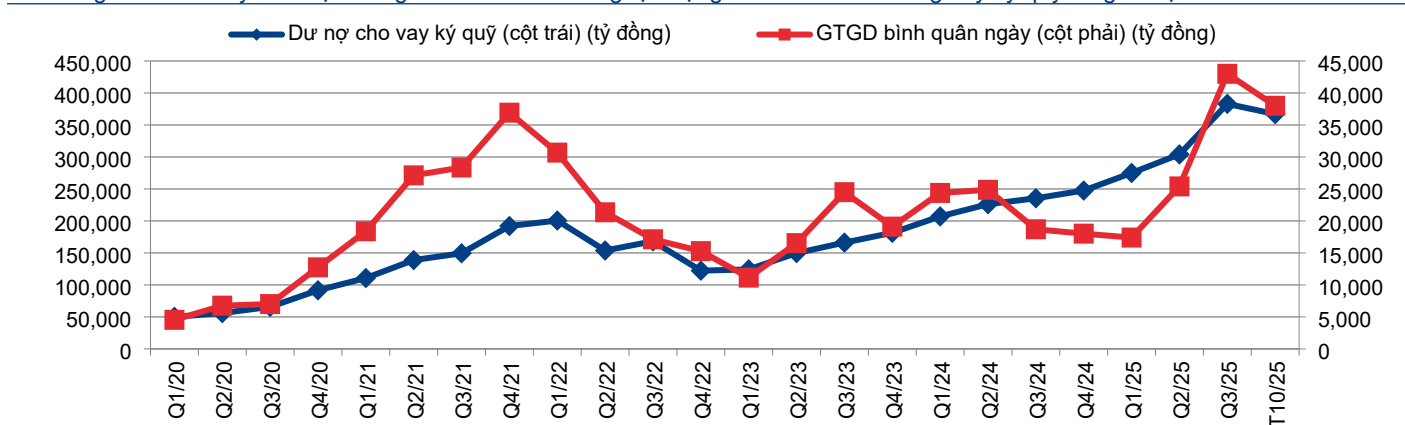
Tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn hóa thị trường đã duy trì quanh mức 5% trong vài quý gần đây



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 10: Mối tương quan giữa dư nợ cho vay ký quỹ và GTGD bình quân ngày giai đoạn 2020–2025, ngành Chứng khoán

Diễn biến thanh khoản đã hội tụ với biến động dư nợ cho vay ký quỹ trong các tháng 7-8 sau khi liên tục tăng lên trong 6–7 quý, phản ánh dòng vốn lớn chảy vào thị trường và nhà đầu tư đang tận dụng nhiều hơn khả năng vay ký quỹ để giao dịch



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC ước tính

Bảng 11: Kế hoạch tăng vốn trong năm 2024-25 và trong thời gian sắp tới, các công ty chứng khoán

Các công ty chứng khoán niêm yết đã huy động 43,1 nghìn tỷ đồng trên thị trường vốn cổ phần, và dự kiến sẽ huy động thêm 22,3 nghìn tỷ đồng trong thời gian tới. Nếu tính cả các đợt huy động vốn nội bộ (chủ yếu từ các công ty chưa niêm yết), toàn ngành chứng khoán đã huy động tổng cộng 56 nghìn tỷ đồng trong 10 tháng đầu năm 2025

Công ty	Hình thức phát hành	% Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Phát hành (triệu cp)	2024 (tỷ đồng)	Hoàn tất trong 2025 (tỷ đồng)	Dự kiến sắp tới (tỷ đồng)
Huy động trên thị trường vốn				19,108	43,170	22,359 (*)
SSI	Phát hành quyền mua	10%	151	1,510		
	Phát hành riêng lẻ	7%	104		3,250	
VND	Phát hành quyền mua	20%	415			6,225
	Phát hành riêng lẻ	20%	243.6	2,436		
HCM	Phát hành quyền mua	20%	106.5			n/a
	Phát hành quyền mua	20%	325.7			3,257
VCI	Phát hành quyền mua	50%	228.6	2,286		
	Phát hành quyền mua	50%	360		3,600	
MBS	Phát hành riêng lẻ	30%	144	2,420		
	Phát hành riêng lẻ	17%	127.5			3,950
TCX	Phát hành quyền mua	25%	109.4	1,094		
	Phát hành riêng lẻ	5%	26	765		
VCK	Phát hành quyền mua	12%	68.7		687	
	Phát hành cho BLĐ	5%	119	1,337		
VPX	IPO	11%	231.1		10,800	
	IPO	15.8%	202.3		12,120	
VIX	Phát hành riêng lẻ	10.9%	161.8			n/a
VIX	IPO	25%	375		12,713	
TCI	Phát hành quyền mua	95%	636	6,360		
	Phát hành quyền mua	60%	919			11,028
DSE	Chào bán công khai	100%	115.6			1,156
	Phát hành riêng lẻ	30%	70			n/a
VDS	IPO	10%	30	900		
VDS	Phát hành riêng lẻ	17.5%	48			864
Huy động nội bộ				6,638	12,780	3,600
ACBS	Phát hành cổ phiếu cho ACB	42%	300	3,000		
	Phát hành cổ phiếu cho ACB	36%	400		4,000	
LPBS	Phát hành quyền mua	1450%	363.8	3,638		
	Phát hành quyền mua	225%	878		8,780	
ORS	Phát hành cổ phiếu cho TPB	86%	288			3,600
Tổng				25,746	55,950	25,959 (*)

Ghi chú: (*) Số tiền dự kiến sắp tới chưa tính các khoản huy động từ phát hành riêng lẻ của VCK và VND, vốn được ước tính là khá lớn.
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Thương vụ IPO của TCX là thương vụ huy động vốn lớn nhất trong quý với số tiền thu được là 10,8 nghìn tỷ đồng, tiếp theo là thương vụ phát hành riêng lẻ 3,2 nghìn tỷ đồng của SSI. Trong Q4/2025, hai thương vụ IPO lớn tiếp theo - VPX (VPBS) và VCK (VPS) - đã hoàn thành gần đây. Tổng cộng, các CTCK ước tính sẽ huy động khoảng 43,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 trên thị trường chứng khoán (so với 19,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2024; Biểu đồ 11), tận dụng thanh khoản thị trường mạnh mẽ để củng cố đệm vốn. Điều này đem lại dư địa lớn để mở rộng quy mô mảng cho vay ký quỹ nếu xu hướng tăng được giữ vững.

Đòn bẩy thị trường (tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/tổng vốn hóa thị trường) dao động quanh mức 5% trong 4 quý vừa qua - cao hơn đáng kể so với giai đoạn thị trường tăng điểm trong nửa cuối năm 2021 – điều này cho thấy mức độ dễ bị tổn thương lớn hơn nếu thị trường điều chỉnh mạnh.

Xu hướng thanh khoản gần đây nhìn chung phù hợp với biến động dư nợ cho vay ký quỹ, đặc biệt là đợt thanh khoản tăng mạnh trong Q3/2025. Xu hướng này phản ánh hoạt động giao dịch tích cực của NĐT cá nhân bên ngoài (sử dụng vay nợ ký quỹ để giao dịch), điều này đã giúp bù đắp cho các khoản vay nợ ký quỹ dài hạn để nắm giữ.

Lãi suất cho vay ký quỹ nhiều khả năng hạ nhiệt sau khi nguồn vốn của các CTCK cải thiện

Lãi suất cho vay ký quỹ tăng mạnh trong Q3/2025, tăng 0,9 điểm cơ bản so với quý trước lên 10,7%, trong khi chi phí huy động nhìn chung ổn định ở mức 5,4%, tương đương tỷ lệ NIM tăng từ 4,4% trong Q2/2025 lên 5,3%. Điều này là nhờ nhu cầu giao dịch tăng mạnh với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng mạnh lên 43,8 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH đạt 118% tại thời điểm cuối Q3/2025.

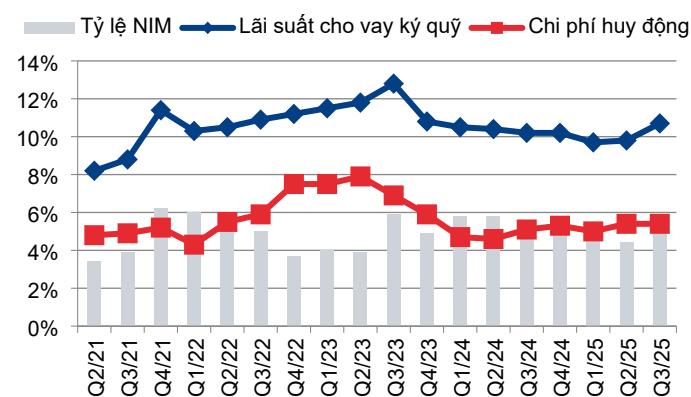
Tỷ lệ NIM cao thường được ghi nhận trong các giai đoạn TTCK gặp khó khăn về thanh khoản hoặc vốn - như trong giai đoạn Q4/2021-Q1/2022 (tỷ lệ này đạt 130%, mức cao kỷ lục) hoặc trong giai đoạn Q1-Q2/2024 (tỷ lệ này ở mức thấp là 94% nhưng hoạt động kinh tế và tăng trưởng tín dụng vẫn ảm đạm).

Thời gian tới, HSC dự báo lãi suất cho vay ký quỹ sẽ đi ngang trong khi các CTCK sử dụng nguồn vốn mới huy động được đáng kể vào hoạt động cho vay ký quỹ. Cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các CTCK cũng sẽ gây sức ép lên lãi suất cho vay. Trong khi đó, lãi suất huy động và lãi suất liên ngân hàng tăng lên cho thấy khả năng chi phí huy động sẽ tăng nhẹ.

Nhìn chung, HSC kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ trở lại bình thường ở mức khoảng 4,5-4,8%, giảm từ mức cao bất thường trong Q3/2025.

Biểu đồ 12: Lãi suất cho vay ký quỹ & chi phí huy động hàng quý, ngành Chứng khoán

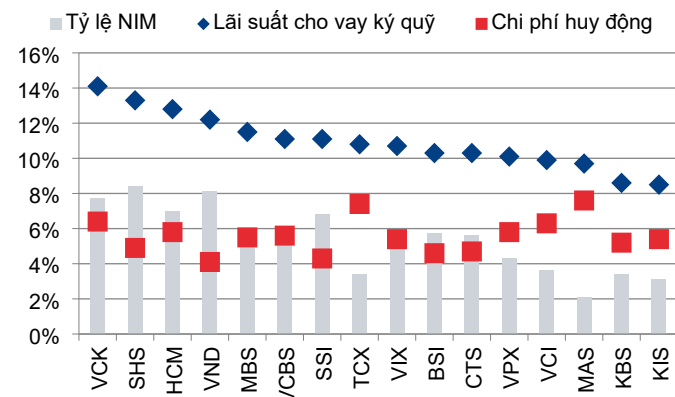
Lãi suất cho vay ký quỹ tăng 90 điểm cơ bản so với quý trước nhờ nhu cầu thị trường tăng mạnh nhưng dự kiến sẽ giảm do cạnh tranh trong ngành



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 13: Lãi suất cho vay ký quỹ & chi phí huy động trong Q3/25, các công ty chứng khoán

Các công ty chứng khoán hướng đến phân khúc KH cá nhân vẫn duy trì lãi suất cho vay ký quỹ cao (12-14%), trong khi các công ty chứng khoán có ngân hàng hỗ trợ vẫn giữ tỷ lệ khoảng 10%



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bảng 14: Danh mục các đợt IPO lớn của các công ty chứng khoán năm 2025 – TCX, VPX, VCK

Ba công ty chứng khoán dẫn đầu đã huy động hơn 35 nghìn tỷ đồng (chiếm một nửa tổng giá trị của toàn ngành trong năm 2025), với mức định giá vượt trội so với các công ty khác

	TCX (CTCP Chứng khoán Kỹ thương)	VPX (CTCP Chứng khoán VPBank)	VCK (CTCP Chứng khoán VPS)
Số lượng cổ phiếu đã phát hành (triệu)	231.1	375.0	202.3
Giá phát hành (đồng/cp)	46,800	33,900	60,000
Số tiền huy động (tỷ đồng)	10,800	12,713	12,120
P/E trước IPO	20.2	17.4	22.6
P/E 2025 sau IPO	16.8	17.9	21.9
Vốn hóa thị trường IPO (tỷ đồng)	108,000	50,850	76,827
Số cổ phiếu đặt mua (triệu)	575.0	390.0	220.4
Tỷ lệ đăng ký mua	250%	104%	109%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

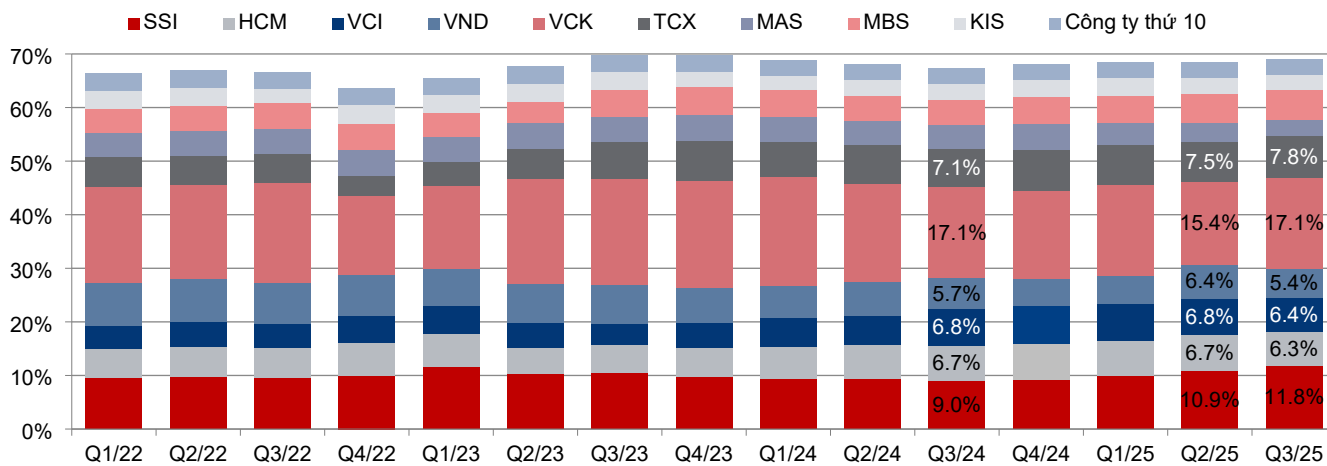
IPO các CTCK: TCX, VPX, VCK bổ sung các lựa chọn cho NĐT

Trong 6 tháng cuối năm 2025, thị trường sẽ chứng kiến 3 đợt IPO từ các CTCK lớn nhất dựa trên tài sản, TCX (Techcom Securities), VPX (VPBank Securities) và VCK (VPS Securities). Những thương vụ này cho thấy: (1) niềm tin của các CTCK hàng đầu vào một chu kỳ tăng trưởng bền vững của thị trường; và (2) dự định nắm bắt các điều kiện thuận lợi để huy động vốn từ NĐT. TCX đã niêm yết vào ngày 21/10/2025 trong khi VPX & VCK dự kiến sẽ niêm yết vào cuối năm 2025.

Sau đợt niêm yết mới này, 8 trong số 10 CTCK hàng đầu dựa trên thị phần (không bao gồm hai công ty Hàn Quốc chưa niêm yết) đã được niêm yết trên sàn giao dịch, từ đó giúp NĐT tiếp cận gần như toàn bộ ngành Chứng khoán Việt Nam.

Biểu đồ 15: Thị phần top 10 công ty chứng khoán, HSX

Những công ty giành được thị phần nhiều nhất trong Q3/2025 gồm: VCK (+1,7% so với quý trước), SSI (+0,9% so với quý trước) và TCX (+0,3% so với quý trước); trong khi VND đánh mất thị phần (-1% so với quý trước)



Nguồn: HSX, HSC

Tình hình pháp lý

Nghị quyết 05: Hướng dẫn ban đầu về tài sản số

Những thông tin chính

- Ngày 9/9/2025, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 5/2025/NQ-CP, thiết lập khuôn khổ pháp lý toàn diện đầu tiên của Việt Nam cho hoạt động giao dịch và phát hành tài sản số hợp pháp. Nghị quyết đặt ra những trụ cột cốt lõi cho thị trường tài sản số trong nước, bao gồm: (1) Điều kiện thành lập sàn giao dịch tài sản số trong nước được cấp phép, (2) Quyền và nghĩa vụ của NĐT tài sản số Việt Nam, và (3) Điều kiện phát hành và chào bán tài sản số.
- Thành lập các sàn giao dịch được cấp phép nhằm phục vụ một số mục tiêu chiến lược như sau: (1) Đưa dòng vốn hiện đang tập trung trên các sàn giao dịch toàn cầu trở về Việt Nam để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong nước, (2) hạn chế thất thoát ngoại tệ và giảm thiểu biến động trên thị trường ngoại hối, (3) cải thiện nguồn thu thuế từ hoạt động giao dịch tài sản số và (4) đa dạng hóa danh mục sản phẩm tài chính của Việt Nam, tạo ra các kênh huy động vốn & đầu tư mới.
- NĐT Việt Nam được các tổ chức nghiên cứu lĩnh vực này công nhận rộng rãi đang nắm giữ giá trị tài sản đáng kể trên thị trường tiền điện tử toàn cầu. Nếu dòng vốn này chuyển hướng trở về dù chỉ một phần nhỏ các nền tảng trong nước được cấp phép cũng sẽ giúp củng cố sự ổn định của kinh tế và làm sâu sắc thêm giá trị của thị trường tài chính Việt Nam.
- Bộ Tài chính sẽ soạn thảo các thông tư và nghị định chi tiết về cấp phép, giao dịch và tuân thủ sàn giao dịch, sau khi được liên bộ xem xét. Chúng tôi kỳ vọng những văn bản dưới luật sẽ được ban hành vào giữa năm 2026 và sàn giao dịch trong nước được cấp phép đầu tiên sẽ ra mắt vào Q3/2026. Tuy nhiên, cạnh tranh với các nền tảng toàn cầu vẫn sẽ là một thách thức dài hạn, đòi hỏi sự phối hợp rộng rãi.

Những CTCK được hưởng lợi chính

Một số CTCK và ngân hàng hàng đầu tại Việt Nam đã đầu tư vào chuyên môn, cơ sở hạ tầng và các công ty con để chuẩn bị cho sự phát triển của sàn giao dịch tài sản số. Nghị quyết 5 hiện cung cấp nền tảng pháp lý cho các sáng kiến này. Các công ty nhiều khả năng nhất sẽ đi tiên phong trong lĩnh vực này bao gồm SSI và TCX, cả hai đều đã thực hiện một số khoản đầu tư chiến lược nhất định.

Tuy nhiên, lưu ý rằng chúng tôi chưa phản ánh những đóng góp tiềm năng này vào mô hình dự báo của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi do hiện đang ở trong giai đoạn triển khai quy định ban đầu và sự không chắc chắn về khả năng tiếp nhận của thị trường.

Mời xem phân tích chi tiết trong báo cáo trước đó của chúng tôi '[Nghị quyết 5/2025 – Hướng dẫn ban đầu về tài sản số](#)'.

Thông tư 102/2025/BTC quy định chi tiêu an toàn tài chính (CAR) cho các CTCK: Thận trọng hơn nhưng tác động không lớn

Ngày 29/10/2025, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 102/2025/BTC, sửa đổi Thông tư 91/2020/BTC về tỷ lệ an toàn tài chính đối với CTCK. Chỉ số quản lý cốt lõi - hệ số LCR (tương đương hệ số CAR của ngành Ngân hàng) - và ngưỡng tối thiểu 180% vẫn được giữ nguyên. Thay vào đó, thông tư này điều chỉnh phương pháp đo lường rủi ro, chủ yếu bằng cách nâng hệ số rủi ro cho một số khoản mục trong bảng CĐKT.

Những thay đổi chính

So sánh Thông tư 91 & Thông tư 102:

- tăng hệ số rủi ro thị trường đối với TPDN, vị thế cổ phiếu tập trung & cổ phiếu trong diện cảnh báo/kiểm soát; và
- tăng giá trị rủi ro thanh toán đối với tiền gửi/thanh toán trước cho BĐS và cho vay trực tiếp không liên quan đến HĐKD chứng khoán cốt lõi.

Trên thực tế, những quy định mới này không khuyến khích các hoạt động rủi ro cao hay hoạt động ngoài cốt lõi, trong khi vẫn trung lập đối với các nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ truyền thống.

Tác động tới ngành

Hệ số rủi ro tăng lên sẽ làm giảm hệ số LCR của các CTCK có danh mục trái phiếu lớn, danh mục đầu tư cổ phiếu tập trung hoặc đầu cơ, hoặc các khoản đầu tư liên quan đến BĐS/cho vay ngoài cốt lõi. Tuy nhiên, tác động về mặt định lượng là không lớn:

- hầu hết các CTCK bị ảnh hưởng hiện đang có hệ số LCR rất cao, cao hơn nhiều so với mức sàn 180%; và
- các đợt huy động vốn đang diễn ra và đã lên kế hoạch trong năm 2025-2026 sẽ tiếp tục củng cố nguồn vốn dự phòng.

HSC đánh giá Thông tư 102 là thận trọng nhưng không gây gián đoạn. Thông tư này sẽ nâng cao chất lượng và sự ổn định cơ cấu vốn của các CTCK với tác động hạn chế đến thu nhập hoặc cơ cấu bảng CĐKT của các CTCK trong ngắn hạn.

Bảng 16: Hệ số rủi ro thị trường (LCR) cuối Q2/2025 và tác động của Thông tư 102, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Với việc Thông tư 102 có hiệu lực, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ vốn thanh khoản (LCR) của SSI, VCK và HCM (các công ty chủ yếu cung cấp dịch vụ môi giới) sẽ gần như không thay đổi, trong khi các công ty khác sẽ ghi nhận LCR giảm do hệ số rủi ro thị trường tăng

Công ty chứng khoán	LCR theo thông tư 91 cuối Q2/2025	Vị thế ròng của các tài sản chịu rủi ro thị trường trong LCR					Điều chỉnh rủi ro thị trường tổng thể	LCR theo Thông tư 102 (dự kiến)
		Tiền & các khoản tương đương tiền	TPCP	Trái phiếu tổ chức tín dụng	TPDN niêm yết & chưa niêm yết (1)	Cổ phiếu niêm yết và chưa niêm yết (2)		
TCX	332%	12%	3%	0%	69%	5%	Tăng	Giảm
VPX	338%	21%	7%	0%	56%	0%	Tăng	Giảm
VND	320%	42%	13%	10%	46%	12%	Tăng	Giảm
MBS	559%	55%	15%	3%	22%	5%	Tăng	Giảm
VCI	501%	11%	3%	3%	5%	58%	Tăng	Giảm
VIX	661%	6%	2%	0%	6%	56%	Tăng	Giảm
SHS	640%	16%	0%	20%	5%	39%	Tăng	Giảm
SSI	484%	91%	3%	15%	12%	6%	Không đổi (*)	Không đổi
HCM	418%	20%	0%	51%	0%	16%	Không đổi	Không đổi
VCK	750%	148%	5%	5%	0%	0%	Không đổi	Không đổi

Notes: (1) Rủi ro thị trường cho loại chứng khoán này sẽ tăng; (2) Rủi ro thị trường cho loại chứng khoán này sẽ tăng nếu tỷ trọng đầu tư chứng khoán tập trung vào nhiều vào một chủ thể kinh tế

(*) SSI có một khoản đầu tư bất động sản là 372 tỷ đồng vào cuối quý 3/2025 (để sở hữu một tòa nhà văn phòng), khoản đầu tư này có thể nằm trong diện điều chỉnh theo thông tư 102, tuy nhiên ảnh hưởng sẽ không trọng yếu.
 Nguồn: BCTC & Báo cáo tỷ lệ an toàn tài chính doanh nghiệp, HSC

Bảng 17: Các điều chỉnh của Thông tư 102/2025/BTC

Thông tư 102/2025/BTC có ba điều chỉnh chính tại Điều 9, Khoản 5 về rủi ro tập trung; tại Phụ lục I về hệ số rủi ro thị trường; và tại Điều 10, Khoản 10 về giá trị rủi ro thanh toán

Quy định	Thông tư 91/2020	Thông tư 102/2025	Những điều chỉnh chính
Điều 9, Khoản 5	<p>Giá trị rủi ro được tăng thêm trong các trường hợp sau:</p> <p>a) Tăng thêm 10% trong trường hợp tổng giá trị đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu của tổ chức chiếm từ 10% đến 15% vốn CSH của tổ chức kinh doanh chứng khoán;</p> <p>b) Tăng thêm 20% trong trường hợp tổng giá trị đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu của tổ chức chiếm từ 15% đến 25% vốn CSH của tổ chức kinh doanh chứng khoán;</p> <p>c) Tăng thêm 30% trong trường hợp tổng giá trị đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu của tổ chức chiếm trên 25% vốn CSH của tổ chức kinh doanh chứng khoán.</p>	<p>Giá trị rủi ro được tăng thêm trong các trường hợp sau:</p> <p>a) Tăng thêm 10% trong trường hợp tổng giá trị đầu tư vào chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu) và phần vốn góp của một tổ chức chiếm từ 10% đến 15% vốn CSH của tổ chức kinh doanh chứng khoán</p> <p>b) Tăng thêm 20% trong trường hợp tổng giá trị đầu tư vào chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu) và phần vốn góp của một tổ chức chiếm từ 15% đến 25% vốn CSH của tổ chức kinh doanh chứng khoán</p> <p>c) Tăng thêm 30% trong trường hợp tổng giá trị đầu tư vào chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu) và phần vốn góp của một tổ chức chiếm trên 25% vốn chủ sở hữu của tổ chức kinh doanh chứng khoán.</p>	<p>Bổ sung “góp vốn” vào các khoản nắm giữ được coi là rủi ro tập trung, Các tiêu chuẩn trong Thông tư 102 thận trọng hơn so với Thông tư 91</p>
Phụ lục I	Hệ số rủi ro thị trường	Hệ số rủi ro thị trường	
Tiền & tương đương tiền	0%	0%	Giữ nguyên
TPCP	0-3%	0-3%	Giữ nguyên
TPDN của các TCTD	3-15%	Giảm xuống 0-10%, nhưng tăng 10% phần bù rủi ro cho trái phiếu không được xếp hạng hoặc trái phiếu có xếp hạng tín nhiệm dưới BBB	(-) 5% hệ số cơ sở cho tất cả các loại trái phiếu (+) 10% (phần bù rủi ro tín dụng dưới BBB) (*) ----- Tăng thuần 5%
TPDN niêm yết	8-20%	Giảm xuống 0-15% nhưng tăng 10% phần bù rủi ro cho trái phiếu không được xếp hạng hoặc trái phiếu có xếp hạng tín nhiệm dưới BBB	
TPDN chưa niêm yết	15-40%	Giảm xuống 5-35% nhưng tăng 10% phần bù rủi ro cho trái phiếu không được xếp hạng hoặc trái phiếu có xếp hạng tín nhiệm dưới BBB	
Cổ phiếu niêm yết	10-30%	10-30%	Xử lý cổ phiếu niêm yết trên sàn HNX giống cổ phiếu niêm yết trên sàn HSX
Giấy chứng nhận đầu tư	10-30%	10-30%	Giữ nguyên
Cổ phiếu bị cảnh báo, cổ phiếu bị kiểm soát, hạn chế, tạm ngừng giao dịch và hủy niêm yết	30-80%	35-80%	Hạn chế tối đa giao dịch/nắm giữ những cổ phiếu này
Điều 10, khoản 10	Giá trị rủi ro thanh toán	Giá trị rủi ro thanh toán	
Các hợp đồng & giao dịch quy định tại Điểm k Khoản 1 Điều này	100% cho mọi loại hợp đồng/giao dịch	Giá trị khoản đặt cọc bằng 150% giá trị bất động sản, các thỏa thuận kinh tế có cùng bản chất 150% giá trị khoản cho vay/phải thu không phải cho vay ký quỹ hoặc liên quan đến HĐKD chứng khoán	Tăng 50%
		100% cho các hợp đồng, giao dịch khác	Tăng 50%
Tạm ứng có thời gian hoàn ứng còn lại dưới 90 ngày	8% nếu chiếm từ 0% đến dưới 5% vốn CSH tại thời điểm tính toán	8% nếu chiếm từ 0% đến dưới 5% vốn CSH tại thời điểm tính toán	Giữ nguyên
		50% nếu chiếm từ 2% đến dưới 5% vốn CSH tại thời điểm tính toán	Bổ sung mới
	100% nếu chiếm trên 5% vốn CSH tại thời điểm tính toán	100% nếu chiếm trên 5% vốn CSH tại thời điểm tính toán	Giữ nguyên
Hệ số LCR	180%	180%	Các CTCK phải đảm bảo hệ số LCR trên 180% trong vòng 6 tháng kể từ ngày Thông tư 102 được ban hành
Ngày ban hành	1/1/2021	15/12/2025	

 (*) Xếp hạng tín dụng của Việt Nam là BB+, thấp hơn BBB, do đó mọi trái phiếu các tổ chức kinh tế Việt Nam phát hành đều có xếp hạng tín dụng thấp hơn BBB
 Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Dự báo mới: Thanh khoản thị trường & lợi nhuận

Dựa trên KQKD 10 tháng đầu năm 2025 mạnh mẽ, HSC tăng 8% giả định giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 nhưng vẫn giữ nguyên dự báo cho năm 2026-2027 (tương đương tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới). Đối với lợi nhuận của các CTCK, chúng tôi tăng bình quân 17% dự báo cho SSI, VCI và VND trong năm 2025 nhưng chỉ tăng bình quân 5% dự báo cho năm 2026-2027, chủ yếu nhờ cơ sở cho vay ký quỹ gia tăng; chúng tôi giữ nguyên dự báo cho TCX. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 24% cho SSI, 28% cho VCI, 15% cho VND và 32% cho TCX trong 3 năm tới.

Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo

Giá trị giao dịch bình quân ngày vẫn tăng trưởng mạnh mẽ trong 10 tháng đầu năm 2025 đạt 29,3 nghìn tỷ đồng (tăng 39% so với cùng kỳ nhờ thanh khoản tăng mạnh trong Q3/2025 (43,8 nghìn tỷ đồng) và vượt dự báo cả năm trước đó của chúng tôi là 27,2 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi tăng 8% giả định giá trị giao dịch bình quân ngày cho năm 2025 lên 29,8 nghìn tỷ đồng. Theo đó, thanh khoản Q4/2025 ước tính sẽ đi ngang ở mức 33 nghìn tỷ đồng/ngày - giảm 25% so với mức đỉnh của Q3 nhưng vẫn tăng 94% so với cùng kỳ.

Chúng tôi kỳ vọng thanh khoản Q4/2025 sẽ được củng cố nhờ (i) dòng tiền "thông minh" tận dụng sự sụt giảm của VN-Index và (ii) các CTCK sử dụng nguồn vốn mới sau khi huy động mạnh mẽ trong 1 năm qua với các đợt tăng vốn và các thương vụ IPO thành công. Những động lực này sẽ giúp bù đắp sức ép bán ròng liên tục của khối ngoại.

Trong năm 2026-2027, HSC gần như giữ nguyên dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày lần lượt ở mức 34,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15%) và 41,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%).

Trong trung hạn, tăng trưởng giá trị giao dịch bình quân ngày được kỳ vọng sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ tỷ lệ thâm nhập ngày càng lớn của nhóm khách hàng bán lẻ, tiềm năng dòng vốn khối ngoại quay trở lại sau khi Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi và danh mục cổ phiếu đầu tư ngày càng đa dạng sau khi các CTCK chất lượng cao được niêm yết – những động lực này sẽ được củng cố nhờ nền vốn mở rộng đáng kể của các CTCK.

Dựa trên phân tích độ nhạy của chúng tôi, giá trị giao dịch bình quân ngày biến động vừa phải xung quanh kịch bản cơ sở & kịch bản tích cực năm 2025 của chúng tôi là 31,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 50%) nếu thanh khoản Q4 tăng trở lại mức 42 nghìn tỷ đồng (tương đương Q3) trong khi biến động xung quanh kịch bản cơ sở & kịch bản tiêu cực là 28,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 35%) nếu thanh khoản Q4 giảm xuống 23,3 nghìn tỷ đồng.

Bảng 18: Thanh khoản thị trường thực tế & dự báo hàng năm, Việt Nam

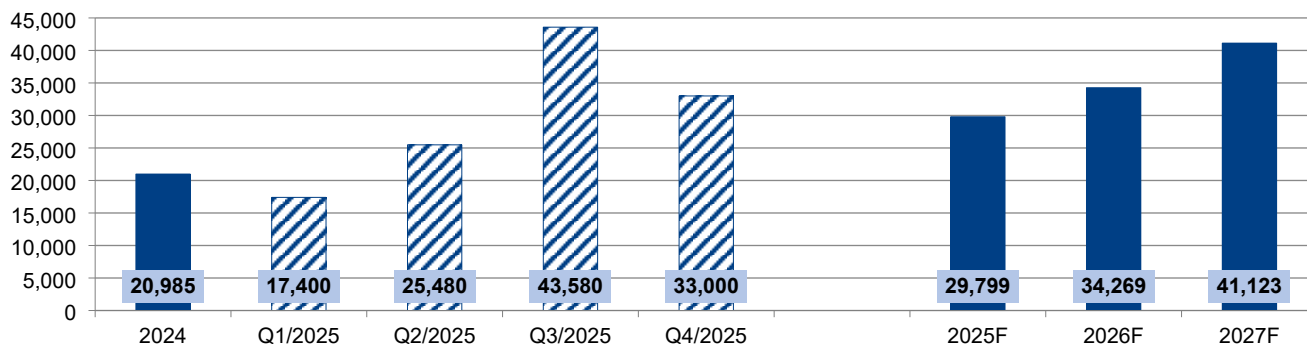
HSC nâng 8% dự báo GTGD bình quân ngày năm 2025 lên 29,8 nghìn tỷ đồng nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2026-27. Tốc độ tăng trưởng kép 3 năm của GTGD bình quân ngày ước tính đạt 25%

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Kịch bản tiêu cực					28,330	32,580	39,096
Tăng trưởng					35%	15%	20%
Kịch bản cơ sở	20,985	27,281	34,101	40,922	29,799	34,269	41,123
Tăng trưởng	20%	30%	25%	20%	42%	15%	20%
Kịch bản tích cực					31,478	36,200	43,440
Tăng trưởng					50%	15%	20%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 19: Dự báo thanh khoản thị trường hàng năm theo quý, Việt Nam

Chúng tôi điều chỉnh tăng 8% dự báo GTGD bình quân ngày trong năm 2025 nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2026-2027



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Đối với KQKD riêng lẻ của từng CTCK, HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn năm 2025-2027 cho SSI, VCI và VND chủ yếu sau khi nâng dự báo mảng cho vay ký quỹ và nghiệp vụ môi giới; đồng thời, chúng tôi giữ nguyên dự báo cho TCX. Dự báo mới của chúng tôi như sau:

- Lợi nhuận thuần của SSI được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 46%, 13% và 15% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ tăng trưởng mạnh mẽ trên diện rộng ở tất cả các mảng kinh doanh.
- Lợi nhuận thuần của VCI được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 41%, 27% và 18% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ lãi từ cho vay ký quỹ, lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và doanh thu tiềm năng từ mảng IB.
- Lợi nhuận thuần của VND được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 31%, 7% và 8% trong giai đoạn 2025-2027. Trong khi mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ có thể giữ vững đà tăng trưởng nhờ xu hướng tăng của thị trường, thu nhập đầu tư sẽ tăng trưởng chậm lại so với mức nền cao. Bên cạnh đó, các khoản dự phòng tiềm năng cho TPDN (chủ yếu là trái phiếu của Tập đoàn Trung Nam) sẽ tiếp tục được ghi nhận trong tương lai.
- Lợi nhuận thuần của TCX được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 46%, 28% và 21% trong giai đoạn 2026-2027.

Bảng 20: Tăng trưởng LNTT thực tế & dự báo, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Tốc độ tăng trưởng kép toàn ngành giai đoạn 2024-27 được dự báo đạt 26,1%

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
SSI	3,544	5,182	5,842	6,721
Tăng trưởng	22%	46%	13%	15%
VCI	1,089	1,525	1,943	2,296
Tăng trưởng	85%	41%	27%	18%
VND	2,088	2,729	2,910	3,150
Tăng trưởng	-15%	31%	7%	8%
TCX	4,802	7,032	9,034	10,964
Tăng trưởng	60%	46%	28%	21%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng giá mục tiêu cho SSI & VND nhưng giảm giá mục tiêu cho VCI sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và phản ánh tác động pha loãng xuất phát từ hoạt động huy động vốn của những CTCK. Chúng tôi định giá SSI và VND với bội số P/E và P/S mục tiêu cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ trong khi định giá VCI ở mức cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI & VCI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và cho VND lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng). Trong khi đó, chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị Mua vào cho TCX – hiện định giá theo phương pháp P/E tương đối mục tiêu – tiếp tục lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi nhờ lợi thế mang tính cấu trúc, khả năng sinh lời mạnh mẽ và định giá hấp dẫn. HSC cũng ưa thích cổ phiếu SSI nhờ nền tảng cơ bản vững chắc, định giá hấp dẫn và lợi suất cổ tức lành mạnh.

Tăng giá mục tiêu chủ yếu do chuyển thời điểm định giá

HSC tăng 6% giá mục tiêu cho SSI lên 42.200đ (tiềm năng tăng giá 21%) và tăng 3% giá mục tiêu cho VND lên 23.000đ (tiềm năng tăng giá 19%) nhưng giảm 11% giá mục tiêu cho VCI xuống 43.800đ (tiềm năng tăng giá 25%) dựa trên những yếu tố như sau:

- **Chuyển thời điểm định giá:** Chúng tôi chuyển thời điểm xác định EPS/SPS sang năm 2026 (từ trung bình EPS của năm 2025 & 2026 trước đó) để tính toán khi thị trường bước sang năm 2026.
- **Điều chỉnh dự báo lợi nhuận:** HSC tăng lần lượt là 9%, 8% và 10%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 cho SSI, VCI và VND sau KQKD 9 tháng đầu năm 2025 vượt kỳ vọng và giá trị giao dịch bình quân ngày mạnh mẽ. Tính riêng năm 2026-2027 (thời điểm định giá tính từ báo cáo này), chúng tôi tăng lần lượt 6%, 6% và 3%/năm dự báo cho những CTCK này.

Ngoài ra, chúng tôi phản ánh tác động pha loãng của các đợt tăng vốn của các CTCK này (đã được đẩy nhanh trong năm 2025-2026 trong bối cảnh điều kiện thị trường tích cực). Đối với VCI, tác động pha loãng lớn hơn so với điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận.

- **Giữ nguyên bội số định giá:** Do vẫn giữ nguyên giả định về thanh khoản thị trường trong Q4/2025 và cả năm 2026 (mặc dù giá trị giao dịch bình quân ngày cao bất thường trong Q3/2025), chúng tôi duy trì bội số P/E và P/S mục tiêu cho SSI và VND ở mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cho VCI ở mức cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn.

Đối với TCX, chúng tôi tiếp tục định giá cổ phiếu này theo phương pháp P/E mục tiêu tương đối, phản ánh khả năng sinh lời và động lực tăng trưởng của TCX.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/E dự phóng năm 2025 cho SSI, VCI, VND và TCX lần lượt ở mức 23,4 lần, 22,9 lần, 20,2 lần và 25 lần. Dựa trên triển vọng tăng trưởng hiện tại, chúng tôi nâng khuyến nghị cho SSI từ Tăng tỷ trọng lên Mua vào, cho VCI từ Tăng tỷ trọng lên Mua vào, VND từ Giảm tỷ trọng lên Tăng tỷ trọng và giữ nguyên khuyến nghị Mua vào cho TCX.

Bảng 21: So sánh các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Đồng	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	P/E (x)		ROE		Tăng trưởng EPS		P/E tại giá mục tiêu (lần)
				2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
SSI	34,800	Mua vào	42,200	21.0	19.2	11.0%	11.3%	15.6%	9.4%	23.4
VCI	35,500	Mua vào	43,800	21.6	18.7	8.3%	9.0%	20.4%	15.2%	22.9
VND	19,400	Tăng tỷ trọng	23,000	14.4	17.1	9.8%	8.2%	31.2%	-15.5%	20.2
TCX	45,000	Mua vào	78,200	16.2	14.4	17.4%	15.8%	41.9%	12.3%	25.0
Bình quân ngành				19.0	18.3	9.7%	9.5%	22.4%	3.1%	22.2

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 20/11.
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bảng 22: Phương pháp định giá P/E, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Đồng	EPS 2026	P/E mục tiêu	Giá mục tiêu = EPS bình quân * P/E mục tiêu
SSI	1,807	28.9	52,295
VCI	1,915	25.3	47,837
VND	1,206	22.8	27,497

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 23: Phương pháp định giá P/S, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Đồng	SPS 2026	P/S mục tiêu	Giá mục tiêu = SPS bình quân * P/S mục tiêu
SSI	4,704	7.0	32,189
VCI	5,334	7.7	40,512
VND	4,046	4.6	18,612

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bảng 24: Kết hợp phương pháp P/E & P/S, các công ty ngành Chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	P/S	P/E	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá
SSI	32,189	52,295	42,242	21%
VCI	40,512	47,837	43,808	25%
VND	18,612	27,497	23,054	19%

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Bước sang Q4/2025, HSC tin rằng dòng vốn trong nước, với cơ sở cho vay ký quỹ tăng lên, sẽ chảy vào thị trường để mua các cổ phiếu có định giá hấp dẫn sau đợt điều chỉnh gần đây. Cho năm 2026, chúng tôi nhận thấy triển vọng thanh khoản thị trường sẽ được củng cố nhờ tỷ lệ thâm nhập phân khúc bán lẻ tăng lên, sự trở lại tiềm năng của khối ngoại sau khi Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi và nhiều cổ phiếu chất lượng cao hoàn tất IPO. Dựa trên triển vọng thanh khoản thị trường Q4/2025 và cả năm 2026, chúng tôi giữ nguyên định giá mục tiêu cho 3 CTCK của chúng tôi trong dài hạn ở mức cao hơn 1-1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Lưu ý rằng chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo cho TCX do chúng tôi đã sử dụng năm 2026 để định giá TCX trong Báo cáo lần đầu (Xuất bản ngày 22/10/2025). Trong số ba CTCK kể trên, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu SSI nhờ quy mô lớn, KQKD vững chắc và lợi suất cổ tức hấp dẫn.

Bối cảnh định giá

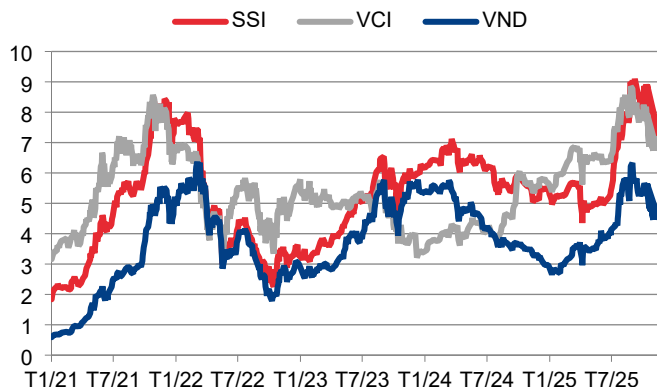
Giá cổ phiếu các CTCK trong trong phạm vi phân tích của chúng tôi (trừ TCX, vừa niêm yết gần đây) giảm bình quân lần lượt 10% và 18% trong 1 tháng và 3 tháng qua, có thể do tâm lý thị trường suy yếu trong bối cảnh thanh khoản thị trường sụt giảm kể từ tháng 9. Giá cổ phiếu SSI, VCI và VND đã giảm lần lượt 8%, 10% và 12% trong 1 tháng qua. Do đó, các cổ phiếu chứng khoán trong phạm vi phân tích của chúng tôi (trừ TCX) đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm bình quân lần lượt ở mức 18,3 lần và 6,3 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

P/E trượt dự phóng 1 năm hiện ở mức:

- SSI: 18,3 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, giảm từ cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn trong tháng 8/2025.
- VCI: 20,1 lần, sát bình quân quá khứ, so với cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn trong tháng 8/2025. VCI là cổ phiếu kém tích cực nhất trong số các cổ phiếu trong trong phạm vi phân tích của chúng tôi do tâm lý thị trường thấp trước ảnh hưởng của hoạt động pha loãng từ đợt phát hành riêng lẻ mới.
- VND: 15,6 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, giảm từ cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn trong tháng 8/2025.

Biểu đồ 25: So sánh P/S trượt dự phóng 1 năm, các công ty Chứng khoán

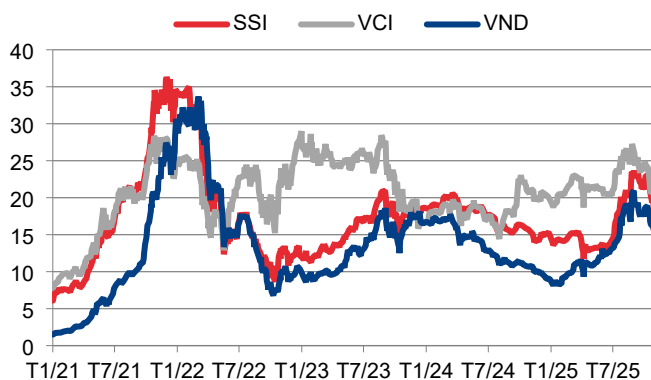
P/S của các công ty chứng khoán đã quay về mức đầu năm 2024



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty Chứng khoán

... và hệ số P/E cũng tương tự



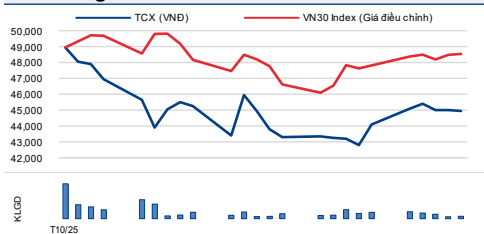
Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC dự báo

Mua vào (giữ nguyên)
Giá mục tiêu: VNĐ78,200 (giữ nguyên)
Tiềm năng tăng/giảm: 73.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/11/2025)	45,000
Mã Bloomberg	TCX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,800-48,950
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	45,125
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	104,009
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,943
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,311
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,311
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2,125
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.08%
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	-	-	-
So với chỉ số	-	-	-
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,785	-	N/a
2026F	3,127	-	N/a
2027F	3,795	-	N/a

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 Dịch Vụ Tài
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

Triển vọng vững chắc + định giá hấp dẫn = Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 78.200đ dựa trên P/E mục tiêu năm 2026 là 25 lần, cao hơn 12% so với các CTCK trong phạm vi phân tích và tương đương 74% tiềm năng tăng giá.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần đạt 5,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 46%) trong năm nay, sau đó tăng trưởng lần lượt 28,5% và 21,4% trong năm 2026-2027, chủ yếu nhờ HĐKD cốt lõi của TCX – mảng cho vay ký quỹ cổ phiếu và tư vấn & phân phối TPDN.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% so với giá IPO, TCX đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 14,4 lần (thấp hơn bình quân ngành ở mức 18,3 lần) nhờ EPS được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn đáng kể ở mức 12,3% trong năm 2026 (so với bình quân ngành là 3,1%).

Sự kiện: Phân tích triển vọng

TCX đã ghi nhận KQKD Q3/2025 mạnh mẽ với lợi nhuận thuần đạt 1,62 nghìn tỷ đồng (tăng 84,5% so với cùng kỳ), tương đương lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 đạt 4,05 nghìn tỷ đồng, tăng 30,5% so với cùng kỳ và hoàn thành 72,1% dự báo cả năm 2025 và sát với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

HSC kỳ vọng KQKD Q4 sẽ tiếp theo vững chắc với lợi nhuận thuần đạt 1,57 nghìn tỷ đồng (tăng 110% so với cùng kỳ) nhờ dịch vụ TPDN vững chắc và hoạt động cho vay ký quỹ ổn định.

Tác động: Giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027

HSC giữ nguyên dự báo hiện tại. Trong đó, lợi nhuận thuần cả năm 2025 đạt 5,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 46%, trong khi lợi nhuận thuần năm 2026-2027 được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 28,5% và 21,4%. Động lực tăng trưởng chủ yếu nhờ HĐKD cốt lõi hiện tại của TCX – cho vay ký quỹ cổ phiếu và tư vấn/phân phối TPDN – và chưa phản ánh các mảng kinh doanh tiềm năng mới.

Lưu ý rằng HSC hiện là CTCK duy nhất phân tích TCX; do đó, hiện tại dự báo của chúng tôi là sát với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu TCX đã giảm 4% so với giá IPO vào ngày 20/10/2025 nhưng tích cực hơn so với mức giảm bình quân của ngành (7%). Theo đó, TCX đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 16,2 lần và 14,4 lần, đều thấp hơn bình quân ngành lần lượt ở mức 19 lần và 18,3 lần, nhờ triển vọng tăng trưởng EPS mạnh mẽ hơn đáng kể, lần lượt 41,9% và 12,3% trong năm 2025-2026 so với lần lượt tăng trưởng bình quân ngành lần lượt 22,4% và 3,1%.

Mô hình WealthTech hiệu quả cao, dựa trên công nghệ, danh mục đầu tư tài sản vượt trội và cơ sở hạ tầng số linh hoạt của TCX cũng có lợi thế về chi phí; Công ty cũng có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự phát triển nhanh chóng của thị trường vốn Việt Nam và các động lực mới trong lĩnh vực tài sản số và token hóa. Nhờ tốc độ tăng trưởng và hệ số ROE vượt trội, chúng tôi tin rằng TCX xứng đáng với định giá cao. HSC giữ nguyên khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 78.200đ dựa trên P/E mục tiêu năm 2026 là 25 lần (cao hơn khoảng 12% so với bình quân ngành), tương đương tiềm năng tăng giá 74%.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	5,257	7,615	11,065	14,372	17,485
LN thuần (tỷ đồng)	2,403	3,850	5,626	7,227	8,771
EPS (đồng)	1,225	1,963	2,785	3,127	3,795
DPS (đồng)	0	610	500	625	759
BVPS (đồng)	12,048	13,408	18,587	21,089	24,125
P/E (lần)	36.7	22.9	16.2	14.4	11.9
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.36	1.11	1.39	1.69
P/B (lần)	3.74	3.36	2.42	2.13	1.87
Thị phần môi giới CP (%)	6.15	7.15	8.12	9.09	10.1
Tăng trưởng EPS (%)	(48.8)	60.2	41.9	12.3	21.4
ROAE (%)	13.9	15.4	16.2	15.8	16.8

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

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKDK (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	528	656	956	1,292	1,749
Lãi cho vay ký quỹ	1,602	2,622	3,894	5,461	6,682
Doanh thu HĐ tự doanh	1,045	1,655	2,223	2,420	2,836
Phí bảo lãnh phát hành	1,056	1,338	1,890	2,609	3,015
Thu nhập dịch vụ tư vấn	1,026	1,344	2,087	2,561	3,131
Thu nhập HĐ khác	0	0	14.5	29.0	72.5
Doanh thu HĐ	5,257	7,615	11,065	14,372	17,485
Chi phí HĐ	(1,164)	(1,262)	(1,764)	(2,269)	(2,877)
Lợi nhuận HĐ	4,093	6,353	9,301	12,104	14,609
Lợi nhuận tài chính	(1,063)	(1,551)	(2,269)	(3,070)	(3,645)
Lợi nhuận khác	(1.63)	(0.25)	-	0	0
LNTT	3,028	4,802	7,032	9,034	10,964
Chi phí thuế TNDN	(625)	(952)	(1,406)	(1,807)	(2,193)
LNST	2,403	3,850	5,626	7,227	8,771
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,403	3,850	5,626	7,227	8,771

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4,582	2,865	3,946	5,157	4,107
Phải thu	338	539	633	873	1,009
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	2,756	160	160	160	160
Tài sản tài chính	32,952	45,831	80,470	92,921	113,964
FVTPL	0	17.3	17.3	17.3	17.3
HTM	1,292	2,232	2,344	2,461	2,584
Cho vay ký quỹ	16,619	25,911	48,267	56,747	73,005
AFS	15,041	17,671	29,842	33,696	38,357
Dự phòng	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	3,033	3,533	3,533	3,533	3,533
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	3,033	3,533	3,533	3,533	3,533
Tài sản cố định	64.6	50.7	74.3	104	141
Tài sản khác	62.2	265	265	265	265
Tổng tài sản	43,788	53,244	89,081	103,014	123,180
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	18,062	20,523	36,040	43,059	54,535
Trái phiếu ngắn hạn	0	3,575	1,006	0	0
Phải trả hoạt động	124	172	284	385	457
Vay dài hạn	956	1,006	6,581	8,002	9,015
Nợ phải trả khác	1,017	1,671	2,210	2,826	3,415
Nợ phải trả	20,159	26,947	46,121	54,272	67,420
Vốn chủ sở hữu	23,630	26,297	42,961	48,742	55,759
Vốn điều lệ	2,177	19,613	23,113	23,113	23,113
Thặng dư vốn cổ phần	9,192	0	8,694	8,694	8,694
Lợi nhuận giữ lại	12,277	6,689	11,158	16,940	23,957
Quỹ & vốn khác của CSH	(16.5)	(4.96)	(4.96)	(4.96)	(4.96)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	43,788	53,244	89,081	103,014	123,180

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	67.8	21.6	67.3	15.6	19.6
Tăng trưởng cho vay (%)	77.7	55.9	86.3	17.6	28.7
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	6.53	327	0	0	0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	163	13.6	75.6	19.5	26.7
Tăng trưởng VCSH (%)	115	11.3	63.4	13.5	14.4
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	0.75	44.9	45.3	29.9	21.7
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	20.9	8.42	39.7	28.6	26.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	9.23	55.2	46.4	30.1	20.7
Tăng trưởng LNTT (%)	(0.96)	58.6	46.4	28.5	21.4
Tăng trưởng LNST (%)	(0.96)	60.2	46.1	28.5	21.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	(0.96)	60.2	46.1	28.5	21.4

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	36.7	22.9	16.2	14.4	11.9
P/B (lần)	3.74	3.36	2.42	2.13	1.87
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.36	1.11	1.39	1.69

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,225	1,963	2,785	3,127	3,795
DPS (đồng)	0	610	500	625	759
BVPS (đồng)	12,048	13,408	18,587	21,089	24,125
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,961	1,961	2,020	2,311	2,311
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,961	1,961	2,311	2,311	2,311
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,961	1,961	2,311	2,311	2,311

Chỉ số lợi nhuận	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
ROAA (%)	6.88	7.93	7.91	7.52	7.76
ROAE (%)	13.9	15.4	16.2	15.8	16.8
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.3	12.3	10.5	10.4	10.3
Chi phí vay nợ BQ (%)	8.57	7.15	6.60	6.48	6.36
Phí môi giới thuần (%)	0	0	0	0	0
Lợi suất TSTC HTM (%)	7.34	11.1	6.50	6.50	6.50
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	8.15	6.65	7.40	7.80	8.00
Tỷ lệ CIR (%)	22.1	16.6	15.9	15.8	16.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	31.1	18.0	20.0	20.0

Thị phần	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	6.15	7.15	8.12	9.09	10.1
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	80.5	95.5	102	105	114
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	70.3	98.5	112	116	131

Quy mô	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	483	491	590	620	650

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

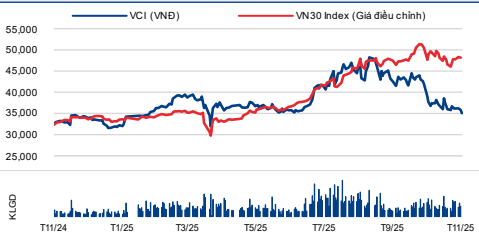
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ43,800 (giữ nguyên)
Tiềm năng tăng/giảm: 25.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/11/2025)	35,050
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,273-48,250
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,863
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,119
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	763
Slg CP lưu hành (tr.đv)	574
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	574
Slg CP NN được mua (tr.đv)	433
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	ài 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	(10.2)	(24.1)	7.96
So với chỉ số	(11.5)	(26.9)	(27.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,661	1,589	4.5
2026F	1,914	2,145	(10.7)
2027F	2,248	2,499	(10.0)

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 Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Định giá hấp dẫn hơn; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC giảm 11% giá mục tiêu xuống 43.800đ do tác động tiêu cực từ yếu tố pha loãng sau đợt tăng vốn gần đây lớn hơn tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá. Tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị cho VCI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 25%.
- HSC tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi nâng dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng trung bình 28% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 10,7%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,6 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ nhưng vẫn rất hấp dẫn so với triển vọng hiện tại.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2025 và triển vọng

VCI đã báo cáo LNTT Q3/2025 đạt 519 tỷ đồng, tăng mạnh 96% so với cùng kỳ, nhờ lãi từ cho vay ký quỹ tăng 52% so với cùng kỳ và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng 8,6 lần so với cùng kỳ. Do đó, LNTT9 tháng đầu năm 2025 đạt 1.085 tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ, hoàn thành 80% dự báo cả năm 2025 và vượt nhẹ dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Tác động: Tăng 8%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 12% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sau khi nâng dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và nguồn thu nhập mới từ mảng IB. Theo đó, LNTT sẽ tăng mạnh 74% so với cùng kỳ trong Q4/2025. Trong năm 2026-2027, chúng tôi tăng bình quân 6%/năm dự báo sau khi nâng dự báo lãi từ cho vay ký quỹ và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới trong khi gần như giữ nguyên dự báo lãi hoạt động tự doanh. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 28% trong 3 năm tới (so với 26% trước đó) với hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 10,7% (từ 13% trước đó).

VCI đã huy động 4 nghìn tỷ đồng thông qua chào bán riêng lẻ 144 triệu cổ phiếu vào tháng 12/2024. Trong khi đó, ĐHCĐ bất thường tổ chức ngày 7/11/2025 đã thông qua kế hoạch huy động thêm khoảng 3,9 nghìn tỷ đồng vốn CSH thông qua phát hành 127,5 triệu cổ phiếu (tương đương 18% cổ phiếu đang lưu hành) trong giai đoạn cuối năm 2025, chúng tôi đã phản ánh kế hoạch này vào mô hình dự báo. Do đó, EPS/SPS dự phóng năm 2026-2027 sẽ bị pha loãng bình quân 12%/năm. Dự báo mới của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với thị trường, có thể do tác động pha loãng này.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 10% và 24% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,6 lần (cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 ở mức 16,9 lần) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,8 lần (cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 ở mức 5,5 lần).

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng giá hấp dẫn dựa trên tăng trưởng lợi nhuận vững chắc của VCI và triển vọng hiện thực hóa lợi nhuận từ các khoản đầu tư dài hạn. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho VCI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng); tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 25%.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	2,473	3,696	4,524 ▲	4,550	5,616
LN thuần (tỷ đồng)	494	912	1,282 ▲	1,633	1,929 ▲
EPS (đồng)	867	1,380	1,661	1,914 ▼	2,248 ▼
DPS (đồng)	1,200	800	1,000 ▼	1,200 ▼	1,200 ▼
BVPS (đồng)	12,932	18,003	19,932 ▲	20,589 ▲	21,576 ▲
P/E (lần)	40.4	25.4	21.1	18.3	15.6
Lợi suất cổ tức (%)	3.42	2.28	2.85	3.42	3.42
P/B (lần)	2.71	1.95	1.76	1.70	1.62
Thị phần môi giới CP (%)	4.60	6.10	6.80	6.90	7.00
Tăng trưởng EPS (%)	(43.3)	59.2	20.4	15.3	17.4
ROAE (%)	7.12	8.98	8.57	9.44	10.7

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

Triển vọng lợi nhuận ổn định; nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh

HSC giảm 11% giá mục tiêu xuống 43.800đ do tác động tiêu cực từ pha loãng sau khi huy động vốn lớn hơn tác động tích cực từ việc điều chỉnh giá định định giá. Tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị cho VCI từ Tăng tỷ trọng lên Mua vào sau đợt điều chỉnh gần đây; tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 25%. Chúng tôi tăng bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, tương đương lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 28% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 10,7%. VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,6 lần, cao hơn 0,4 lần so với bình quân quá khứ nhưng chúng tôi cho rằng đây vẫn là một định giá hấp dẫn nhờ triển vọng tăng trưởng vững chắc và tiềm năng lớn từ các thương vụ IB của Công ty.

Tăng trung bình 8%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Phân tích KQKD Q3/2025

VCI đã công bố LNTT Q3/2025 đạt 519 tỷ đồng, tăng 96% so với cùng kỳ và tăng 154% so với quý trước, nhờ lãi từ cho vay ký quỹ tăng 52% so với cùng kỳ đạt 314 tỷ đồng và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới đạt 136 tỷ đồng, tăng 8,6 lần so với cùng kỳ, trong khi lãi hoạt động tự doanh tăng 6% so với cùng kỳ đạt 321 tỷ đồng. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, LNTT đạt 1.085 tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ, hoàn thành 80% dự báo cả năm 2025 và cao hơn một chút so với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Cơ cấu từng mảng kinh doanh như sau:

- Thị phần mảng cổ phiếu giảm xuống 6,4% từ 6,8% trong Q2/2025 và 6,8% trong Q3/2024 do các CTCK định hướng bán lẻ mở rộng mạnh mẽ. Thị phần 9 tháng đầu năm 2025 vẫn duy trì ở mức 6,7%.
- Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 23% so với quý trước và tăng 38% so với cùng kỳ lên 13,9 nghìn tỷ đồng.
- Chi phí tài chính chỉ bằng 61% dự báo cả năm 2025 trước đó của chúng tôi cho thấy Công ty đã cắt giảm khoản chi phí này sau khi huy động nguồn vốn mới từ đợt chào bán riêng lẻ đã hoàn tất năm ngoái. VCI đã phát hành 144 triệu cổ phiếu thông qua chào bán riêng lẻ, huy động khoảng 4 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn cuối năm 2024.

Bảng 27: Tóm tắt KQKD Q3/2025, VCI

LNTT 9 tháng đầu năm hoàn thành 80% dự báo cả năm và vượt nhẹ dự báo 9 tháng của chúng tôi

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	% 2025 HSCF cũ
Tổng thu nhập HĐ	506	758	50%	1,499	1,682	12%	71%
Môi giới	14	136	871%	75	214	185%	96%
Cho vay ký quỹ	206	314	52%	621	829	33%	69%
HĐ tự doanh	303	321	6%	830	646	-22%	74%
Mảng khác	(17)	(13)		(27)	9	-133%	15%
Lỗ tài chính	(194)	(197)	2%	(554)	(521)	-6%	61%
Chi phí HĐ	(48)	(42)	-13%	(112)	(91)	-19%	60%
Thu nhập khác	0	0		0	1		33%
LNTT	265	519	96%	836	1,086	30%	80%
Lợi nhuận thuần	215	420	95%	692	899	30%	79%

Nguồn: VCI, HSC

Dự báo mới

Nhờ KQKD 9 tháng đầu năm 2025 vững chắc và triển vọng thanh khoản Q4/2025 khả quan, chúng tôi tin rằng cả năm sẽ vượt kỳ vọng với động lực từ các mảng kinh doanh chính. Do đó, chúng tôi tăng lần lượt 12%, 5% và 6% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 với các giả định chính như sau:

- **Nghiệp vụ môi giới:** Chúng tôi tăng bình quân 17%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới của VCI trong giai đoạn 2025-2027 nhờ thanh khoản thị trường cải thiện. Chúng tôi cũng nâng nhẹ giả định thị phần của VCI trong giai đoạn 2025-2027 lên lần lượt 6,8%, 6,9% và 7%. VCI có thể tận dụng nguồn vốn mới huy động cho hoạt động cho vay ký quỹ để mở rộng thị phần trong tương lai.
- **Cho vay ký quỹ:** Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lãi từ cho vay ký quỹ trong năm 2025 nhưng tăng bình quân 5% dự báo cho năm 2026-2027. Theo đó, lãi từ cho vay ký quỹ sẽ tăng trưởng trung bình 27% (từ 25% trước đó) trong 3 năm tới.

Bảng 28: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VCI

Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận mỗi năm sau khi nâng giả định mảng môi giới, mảng cho vay ký quỹ và thu nhập từ IB

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	134	224	322	388	287	359	432
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	873	1,210	1,468	1,783	1,197	1,539	1,881
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	985	869	1,053	1,156	807	1,053	1,156
IB & thu nhập khác	(14)	66	92	130	135	160	190
Thu nhập hoạt động	1,978	2,369	2,935	3,457	2,425	3,111	3,659
<i>Tăng trưởng</i>	40%	20%	24%	18%	23%	28%	18%
Lợi nhuận/(lỗ) HĐ tài chính	-747	-857	-928	-1,114	-750	-1,014	-1,193
Chi phí BH&QL	-145	-152	-156	-172	-152	-156	-172
Lợi nhuận khác	3	3	3	3	3	3	3
LNTT	1,089	1,363	1,854	2,173	1,526	1,943	2,296
LNST	911	1,145	1,557	1,826	1,282	1,632	1,929
<i>Tăng trưởng</i>	85.1%	26%	36%	17%	40.7%	27.4%	18.2%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

- **Dư nợ cho vay ký quỹ** ước tính tăng trưởng lần lượt 27%, 25% và 20% trong giai đoạn 2025-2027 (so với tăng trưởng lần lượt 20%, 18% và 20% theo dự báo trước đó) nhờ nền vốn cải thiện.
- **Lãi suất cho vay ký quỹ:** Ở mức 9,4% (từ 9,8% trước đó) trong năm 2025, 9,6% (từ 10%) trong năm 2026 và 9,6% (từ 10,2%) trong năm 2027.
- **Hoạt động tự doanh:** Chúng tôi dự báo lãi hoạt động tự doanh sẽ tăng trưởng trung bình 5% trong 3 năm tới từ mức nền cao trong năm 2024.
- **Ngân hàng đầu tư (IB):** Chúng tôi tăng bình quân 75%/năm dự báo thu nhập mảng IB trong giai đoạn 2025-2027 từ mức nền thấp dựa trên các thương vụ IPO và tài chính doanh nghiệp mà VCI đang có vị thế tốt để nắm bắt, bắt đầu từ đợt IPO của VPX vào tháng 11/2025. Ngoài ra, những công ty này sau khi niêm yết sẽ mở ra các thương vụ giao dịch thỏa thuận, từ đó cũng sẽ củng cố tăng trưởng doanh thu nghiệp vụ môi giới của VCI.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 28% (từ 26% trước đó) trong giai đoạn 2024-2027 trong khi hệ số ROE được dự báo sẽ tăng lên 10,7% trong năm 2027 (so với 13% theo dự báo trước đó và 9% trong năm 2024). Chúng tôi giả định DPS cho giai đoạn 2025-2027 lần lượt ở mức 1.000đ, 1.200đ và 1.200đ, tương đương lợi suất cổ tức lần lượt ở mức 2,8%, 3,3% và 3,3%.

HSC dự báo LNTT Q4/2025 đạt 440 tỷ đồng, giảm 15% so với mức nền cao trong Q3/2025 nhưng tăng 74% so với mức nền thấp trong Q4/2024 nhờ nền vốn cho vay ký quỹ cao và tăng trưởng lãi hoạt động tự doanh được giữ vững.

VCI - sau khi huy động được 4.000 tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ 144 triệu cổ phiếu vào tháng 12/2024 - hiện đang có kế hoạch huy động thêm 3.900 tỷ đồng thông qua phát hành 127,5 triệu cổ phiếu (tương đương 18% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với giá 31.000đ/cp. Kế hoạch này – đã bao gồm trong mô hình dự báo mới của chúng tôi – pha loãng trung bình 12%/năm EPS của VCI trong năm 2026-2027.

Chúng tôi tóm tắt giả định & dự báo chính trong Bảng 29-30.

Bảng 29: Các giả định quan trọng cũ và mới, VCI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng giả định thanh khoản thị trường, tăng giả định thị phần và tăng trưởng cho vay ký quỹ trong giai đoạn 2025-2027

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng GTGD	20.0%	30.0%	25.0%	20.0%	42.0%	15.0%	20.0%
Thị phần	6.1%	6.5%	6.7%	6.8%	6.8%	6.9%	7.0%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
Phí môi giới thuần	0.08%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	19%	28%	29%	29%	29%	32%	32%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	44.8%	20.0%	18.0%	20.0%	27.0%	25.0%	20.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	9.1%	9.8%	10.0%	10.2%	9.4%	9.6%	9.6%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	36.9%	18.0%	3.3%	3.6%	18.0%	3.3%	3.6%
Lợi suất đầu tư	9.6%	7.1%	8.4%	8.7%	6.5%	8.4%	8.7%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 30: EPS giai đoạn 2024-27, VCI

Đợt phát hành riêng lẻ lần thứ hai của VCI sẽ phần nào làm giảm tốc độ tăng EPS

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Dự báo cũ				
LNST	911	1,145	1,854	2,173
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	719	724	729	734
Tăng vốn	33%	0%	0%	0%
EPS	1,380	1,587	2,145	2,497
Dự báo mới				
LNST	911	1,543	1,905	2,250
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	719	851	856	861
Tăng vốn	33%	18%	0%	0%
EPS	1,791	1,662	1,915	2,249

Nguồn: VCI, HSC

Bảng 31: Phương pháp định giá P/E & P/S, VCI

Đồng	2026	Mục tiêu = bình quân + 1.2 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,915	25.3	47,837
SPS	5,334	7.7	40,512
Bình quân			43,808

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp P/E và P/S mục tiêu để xác định giá trị hợp lý cho VCI. Chúng tôi giảm 11% giá mục tiêu 11% xuống 43.800đ/cp (tiềm năng tăng giá 25%) do tác động tiêu cực từ pha loãng sau đợt phát hành riêng lẻ sắp tới lớn hơn tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026. Chúng tôi tiếp tục định giá VCI với P/E cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 10% và 24% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,6 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 ở mức 16,9x và P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,8 lần (cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 5,5 lần). Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng giá hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc và tiềm năng hiện thực hóa lợi nhuận từ các khoản đầu tư dài hạn. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho VCI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Biểu đồ 32: P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch quanh mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,6 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 33: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCI

... cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 14,8 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 34: P/S trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,8 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 35: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VCI

...cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân kể từ Q4/2020 là 5,2 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	535	730	974	1,129	1,360
Lãi cho vay ký quỹ	689	873	1,197	1,539	1,881
Doanh thu HĐ tự doanh	1,196	2,027	2,179	1,677	2,134
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	27.0	34.0	135	162	194
Thu nhập HĐ khác	26.0	32.0	39.0	43.0	47.0
Doanh thu HĐ	2,473	3,696	4,524	4,550	5,616
Chi phí HĐ	(1,186)	(1,862)	(2,252)	(1,596)	(2,131)
Lợi nhuận HĐ	1,287	1,834	2,272	2,954	3,485
Lợi nhuận tài chính	(716)	(747)	(750)	(1,014)	(1,193)
Lợi nhuận khác	0	3.00	3.00	3.00	3.00
LNTT	571	1,090	1,525	1,943	2,295
Chi phí thuế TNDN	(78.0)	(179)	(244)	(311)	(367)
LNST	493	911	1,281	1,632	1,928
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	494	912	1,282	1,633	1,929

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	788	4,744	5,259	2,687	1,060
Phải thu	849	393	525	609	733
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	441	282	383	446	541
Tài sản tài chính	15,097	21,073	24,413	28,325	32,291
FVTPL	122	846	931	1,043	1,199
HTM	381	598	658	724	796
Cho vay ký quỹ	7,992	11,222	14,252	17,814	21,377
AFS	6,604	8,409	8,575	8,746	8,921
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	23.4	37.3	41.0	45.1	49.6
Tài sản khác	57.3	63.0	84.1	97.5	117
Tổng tài sản	17,255	26,592	30,705	32,209	34,792
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	8,979	12,574	12,310	12,926	14,218
Trái phiếu ngắn hạn	120	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	785	1,074	1,434	1,662	2,001
Nợ phải trả	9,884	13,648	13,744	14,587	16,219
Vốn chủ sở hữu	7,371	12,944	16,962	17,624	18,577
Vốn điều lệ	4,375	7,181	8,512	8,562	8,612
Thặng dư vốn cổ phần	13.5	2,594	4,892	4,892	4,892
Lợi nhuận giữ lại	1,308	797	979	1,463	2,202
Quỹ & vốn khác của CSH	1,675	2,372	2,580	2,708	2,872
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0.01	(1.69)	(2.54)	(3.38)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	17,255	26,592	30,705	32,209	34,792

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	21.2	54.1	15.5	4.90	8.02
Tăng trưởng cho vay (%)	51.4	40.4	27.0	25.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(6.99)	10.1	33.5	15.9	20.4
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	41.9	40.0	(2.10)	5.00	10.0
Tăng trưởng VCSH (%)	13.5	75.6	31.0	3.90	5.40
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(21.6)	49.5	22.4	0.57	23.4
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	19.6	57.0	20.9	29.1	33.5
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(23.4)	42.5	23.9	30.0	18.0
Tăng trưởng LNTT (%)	(46.1)	90.9	39.9	27.4	18.1
Tăng trưởng LNST (%)	(43.3)	84.8	40.6	27.4	18.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	(43.2)	84.6	40.6	27.4	18.1

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	40.4	25.4	21.1	18.3	15.6
P/B (lần)	2.71	1.95	1.76	1.70	1.62
Lợi suất cổ tức (%)	3.42	2.28	2.85	3.42	3.42

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	867	1,380	1,661	1,914	2,248
DPS (đồng)	1,200	800	1,000	1,200	1,200
BVPS (đồng)	12,932	18,003	19,932	20,589	21,576
Sig CP bình quân (triệu đv)	570	661	772	853	858
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	439	719	851	856	861
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	570	719	772	853	858

Chỉ số lợi nhuận	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
ROAA (%)	3.14	4.16	4.47	5.19	5.76
ROAE (%)	7.12	8.98	8.57	9.44	10.7
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	10.4	9.10	9.40	9.60	9.60
Chi phí vay nợ BQ (%)	7.00	7.10	5.80	6.80	6.80
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	48.0	50.4	49.8	35.1	37.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	138	58.0	60.2	62.7	53.4

Thị phần	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	4.60	6.10	6.80	6.90	7.00
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	-	-	-	-	-

Quy mô	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
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

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ42,200 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/11/2025)	34,800
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,089-41,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,100
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	72,314
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,741
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,078
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,078
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,394
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	33.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (15.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(8.30)	(1.15)	46.9
So với chỉ số	(9.59)	(4.74)	(1.58)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,653	1,732	(4.6)
2026F	1,808	2,200	(17.8)
2027F	2,073	2,398	(13.6)

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 Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Trở lại vùng giá trị; khuyến nghị Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 6% giá mục tiêu lên 42.200đ (tiềm năng tăng giá 21%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá.
- Chúng tôi tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi nâng dự báo tất cả các mảng kinh doanh sau KQKD 9 tháng đầu năm 2025 mạnh mẽ. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 24% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 12,9%.
- Định giá có vẻ hấp dẫn mặc dù thặng dư nhẹ. Sau khi giảm 8% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 19,4 lần (cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm) và 7,5 lần với lợi suất cổ tức ở mức 2,9%.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2025 và triển vọng

LNTT Q3/2025 của SSI đạt 1.782 tỷ đồng, tăng mạnh 80% so với cùng kỳ, nhờ lãi từ cho vay ký quỹ (tăng 83% so với cùng kỳ), lợi nhuận nghiệp vụ môi giới (tăng 7,8 lần so với cùng kỳ) và lãi hoạt động tự doanh (tăng 44% so với cùng kỳ). Tổng LNTT 9 tháng đầu năm 2025 đạt 3.943 tỷ đồng, hoàn thành 87% dự báo cả năm 2025 trước đó và vượt dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Tác động: Tăng 9%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 15% dự báo LNTT năm 2025, tương đương LNTT Q4/2025 tăng 26% so với cùng kỳ, và tăng bình quân 6%/năm dự báo LNTT cho năm 2026-2027 sau khi nâng dự báo tất cả các mảng kinh doanh. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 24% (từ 22% theo dự báo trước đó) trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 12,9% (từ 13%).

SSI đã huy động 2,2 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành quyền mua 152 triệu cổ phiếu (tương đương 10% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) vào năm 2024 và 3,6 nghìn tỷ đồng thông qua chào bán riêng lẻ 104 triệu cổ phiếu (tương đương 5,2% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) trong Q3/2025. Ngoài ra, Công ty đã lên kế hoạch phát hành thêm 415 triệu cổ phiếu (khoảng 6,2 nghìn tỷ đồng) trong giai đoạn cuối năm 2025 thông qua phát hành quyền chọn đã được thông qua tại ĐHCĐ bất thường tổ chức ngày 25/9/2025.

Mặc dù dự báo cả năm 2025 của chúng tôi sát với dự báo của thị trường nhưng dự báo năm 2026-2027 của chúng tôi lại thấp hơn đáng kể. Điều này có thể do thị trường chưa cập nhật kế hoạch phát hành quyền chọn của SSI trong khi chúng tôi đã bao gồm trong mô hình dự báo.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 19,4 lần và 7,5 lần, đều cao hơn khoảng 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 lần lượt ở mức 18,2 lần và 4,6 lần, định giá hiện nằm ở phía trên của giai đoạn giữa chu kỳ. Trong khi đó, tại thị giá hiện tại, lợi suất cổ tức của SSI là 2,9%/năm.

HSC nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Chúng tôi nhận thấy định giá của SSI đang trở nên hấp dẫn dựa trên quan điểm tích cực về triển vọng thị trường nói chung & triển vọng lợi nhuận của SSI nói riêng. Theo chúng tôi, những nền tảng này sẽ giúp củng cố định giá mục tiêu ở mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân dài hạn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	7,157	8,528	11,488 ▲	11,738 ▲	13,949
LN thuần (tỷ đồng)	2,320	2,845	4,146 ▲	4,676	5,379
EPS (đồng)	1,552	1,511	1,711 ▲	1,874	2,147
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000 ▼	1,000 ▼
BVPS (đồng)	15,390	13,583	15,351	16,136	17,183
P/E (lần)	22.4	23.0	20.3	18.6	16.2
Lợi suất cổ tức (%)	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87
P/B (lần)	2.26	2.56	2.27	2.16	2.03
Thị phần môi giới CP (%)	10.4	9.50	11.5	11.6	11.8
Tăng trưởng EPS (%)	36.2	(2.64)	13.3	9.53	14.6
ROAE (%)	10.2	11.4	12.8	11.9	12.9

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

Lợi nhuận ổn định + định giá rẻ hơn = Mua vào

HSC nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 6% giá mục tiêu lên 42.200đ (tiềm năng tăng giá 21%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và cập nhật giả định định giá. Chúng tôi tăng bình quân 9%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 24% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 12,9%. Mặc dù định giá cổ phiếu vẫn đang thặng dư bất chấp đợt điều chỉnh gần đây, chúng tôi nhận thấy SSI có cơ hội tốt để được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn vững chắc.

Tăng trung bình 9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Phân tích KQKD Q3/2025

SSI đã công bố KQKD Q3/2025 khả quan với LNTT đạt 1.782 tỷ đồng (tăng 80% so với cùng kỳ và tăng 56% so với quý trước) nhờ tất cả các mảng kinh doanh. Trong đó, lãi từ cho vay ký quỹ đạt 1.005 tỷ đồng (tăng 83% so với cùng kỳ, lợi nhuận nghiệp vụ môi giới đạt 389 tỷ đồng (tăng 7,8 lần so với cùng kỳ) và lãi hoạt động tự doanh đạt 1.112 tỷ đồng (tăng 44% so với cùng kỳ). LNTT Q3 vượt 6% dự báo của chúng tôi chủ yếu nhờ lợi nhuận nghiệp vụ môi giới mạnh mẽ. Tổng LNTT 9 tháng đầu năm 2025 đạt 3.943 tỷ đồng, hoàn thành 87% dự báo cả năm 2025 và vượt dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Những thông tin bổ sung như sau:

- Dư nợ cho vay ký quỹ của SSI tăng 78% kể từ đầu năm (tăng 102% so với cùng kỳ) lên 39,2 nghìn tỷ đồng, đứng lớn thứ 2 sau TCX (41,7 nghìn tỷ đồng).
- Thị phần mảng cổ phiếu của SSI tăng lên 11,8% trong Q3/2025 từ 10,9% trong Q2/2025.
- Tỷ lệ phí giữ lại của SSI (phí thuần/phí gộp) tăng lên 42% từ 27% trong Q2/2025 và 13% trong Q3/2024 nhờ thanh khoản thị trường mạnh mẽ. Tỷ lệ này nhiều khả năng sẽ được giữ vững trong Q4 nhờ tăng trưởng vững chắc của thị trường.

Bảng 36: Tóm tắt KQKD Q3/2025, SSI

LNTT 9 tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 87% dự báo cả năm và vượt dự báo 9 tháng của chúng tôi

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	% 2025 HSCF cũ
Tổng thu nhập HĐ	1,408	2,505	78%	4,230	5,832	38%	87%
Môi giới	45	389	764%	350	585	67%	122%
Cho vay ký quỹ	549	1,006	83%	1,509	2,464	63%	81%
HĐ tự doanh	774	1,113	44%	2,295	2,750	20%	88%
Mảng khác	40	(3)	-108%	76	34	-55%	79%
Lỗ tài chính	(367)	(664)	81%	(1,055)	(1,719)	63%	89%
Chi phí HĐ	(54)	(58)	7%	(187)	(170)	-9%	66%
Thu nhập khác	1	0		0	1		
LNTT	988	1,782	80%	2,989	3,943	32%	87%
Lợi nhuận thuần	801	1,584	98%	2,424	3,348	38%	93%

Nguồn: SSI, HSC

Dự báo mới

Sau KQKD 9 tháng đầu năm 2025 khả quan và triển vọng thời gian tới, HSC tăng lần lượt 15%, 7% và 4% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Những giả định chính như sau:

- **Nghiệp vụ môi giới:** Tăng 39%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới sau khi nâng giả định thanh khoản thị trường (giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2025 tăng 42% so với cùng kỳ từ 25% theo dự báo trước đó) và thị phần.

Chúng tôi nâng giả định thị phần của SSI cho giai đoạn 2025-2027 lên lần lượt 11,5%, 11,6% và 11,8% (từ lần lượt 10,3%, 10,5% và 11% trước đó) nhờ hoạt

động cho vay ký quỹ mạnh mẽ. Tỷ lệ phí giữ lại dự báo đạt lần lượt 37%, 39% và 38% từ lần lượt 29%, 36%, 34% trước đó.

Bảng 37: Các giả định quan trọng cũ và mới, SSI

Các điều chỉnh chính bao gồm tăng nhẹ giả định cho vay ký quỹ, nâng giả định tỷ lệ phí môi giới giữ lại & giả định tăng trưởng đầu tư

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng GTGD	20.0%	25.0%	25.0%	20.0%	42.0%	15.0%	20.0%
Thị phần	9.5%	10.3%	10.5%	11.0%	11.5%	11.6%	11.8%
Phí môi giới gộp	0.11%	0.08%	0.08%	0.09%	0.10%	0.09%	0.09%
Phí môi giới thuần	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	21%	29%	36%	34%	37%	39%	38%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	41.8%	54.0%	30.5%	17.3%	60.0%	39.8%	18.2%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%	11.1%	10.6%	10.6%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	14.9%	2.0%	10.7%	11.6%	5.6%	14.0%	6.7%
Lợi suất đầu tư	6.0%	6.3%	6.4%	6.3%	7.2%	6.4%	6.3%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

- Cho vay ký quỹ:** Chúng tôi tăng bình quân 7%/năm dự báo lãi từ cho vay ký quỹ, tương đương tăng trưởng trung bình 36% trong 3 năm tới (từ 32% trước đó). Trên thực tế, SSI đang triển khai nguồn vốn đáng kể cho hoạt động cho vay ký quỹ để mở rộng thị phần và nâng cao lợi nhuận.
 - Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ: Dự báo tăng trưởng lần lượt 60% (so với tăng trưởng 54% trước đó), 40% (từ 31% trước đó) và 18% (từ 17% trước đó) trong giai đoạn 2025-2027.
 - Lãi suất cho vay ký quỹ: Lần lượt ở mức 11,1% (giữ nguyên), 10,6% (từ 11%) và 10,6% (từ 11%) trong giai đoạn 2025-2027. Tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt ở mảng cho vay ký quỹ sẽ dần làm giảm lãi suất cho vay ký quỹ của các CTCK, bao gồm SSI.
- Hoạt động tự doanh:** Chúng tôi dự báo thu nhập đầu tư của SSI sẽ tăng trưởng trung bình 14% trong 3 năm tới. Dựa trên xu hướng tăng của TTCK, chúng tôi nhận thấy danh mục đầu tư cổ phiếu của SSI sẽ mang lại lợi nhuận vững chắc. Trong khi đó, lợi suất của các công cụ thu nhập cố định, như chứng chỉ tiền gửi và tiền gửi tiết kiệm, sẽ tăng lên trong xu hướng tăng của lãi suất.

Theo dự báo năm 2025 mới của chúng tôi, LNTT Q4/2025 ước tính đạt 1.238 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ, nhờ cơ sở cho vay ký quỹ cao và lãi thuần HĐ dịch vụ được giữ vững, trong khi lợi nhuận nghiệp vụ môi giới nhiều khả năng sẽ giảm xuống do giá trị giao dịch bình quân ngày sụt giảm.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 24% (từ 22% theo dự báo trước đó) trong giai đoạn 2024-2027 trong khi hệ số ROE dự phóng năm 2027 được dự báo sẽ tăng lên 12,9% (so với 13% trước đó) từ 11,4% trong năm 2024.

Chúng tôi tóm tắt giả định & dự báo chính trong Bảng 38.

Bảng 38: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, SSI

Chúng tôi tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận mỗi năm, chủ yếu nhờ nâng giả định thu nhập mảng môi giới và thu nhập từ đầu tư

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	357	467	705	820	808	863	989
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	2,079	3,146	4,104	4,813	3,296	4,400	5,199
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,719	3,133	3,567	3,941	3,605	3,790	4,016
IB & thu nhập khác	86	43	57	86	70	87	120
Thu nhập hoạt động	5,241	6,788	8,433	9,661	7,779	9,140	10,323
Tăng trưởng	10%	30%	24%	15%	48%	18%	13%
Lợi nhuận/(lỗ) HĐ tài chính	(1,396)	(2,018)	(2,685)	(2,895)	(2,355)	(3,020)	(3,296)
Chi phí BH&QL	(302)	(256)	(295)	(324)	(241)	(278)	(305)
LNTT	3,544	4,514	5,452	6,441	5,182	5,842	6,721
LNST	2,845	3,611	4,362	5,153	4,146	4,674	5,377
Tăng trưởng	23%	27%	21%	18%	46%	13%	15%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 39: Phương pháp định giá P/E & P/S, SSI

Đồng	2026 EPS	Mục tiêu = bình quân + 1.0 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,807	28.9	52,295
SPS	4,704	7.0	32,189
Bình quân			42,242

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp P/E và P/S mục tiêu để xác định giá trị hợp lý của SSI. Chúng tôi tăng 6% giá mục tiêu lên 42.200đ theo kịch bản cơ sở, trong đó bội số mục tiêu cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá 21%.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 19,4 lần và 7,5 lần, đều cao hơn khoảng 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020 lần lượt ở mức 18,2 lần và 4,6 lần, định giá hiện nằm ở phía trên của giai đoạn giữa chu kỳ. Trong khi đó, tại thị giá hiện tại, lợi suất cổ tức của SSI là 2,9%/năm.

Chúng tôi nhận thấy định giá của SSI đang trở nên hấp dẫn dựa trên quan điểm tích cực về triển vọng thị trường nói chung & triển vọng lợi nhuận của SSI nói riêng. Theo chúng tôi, những nền tảng này sẽ giúp củng cố định giá mục tiêu ở mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân dài hạn. HSC nâng khuyến nghị cho SSI lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Biểu đồ 40: P/E trượt dự phóng 1 năm, SSI

P/E trượt dự phóng 1 năm của SSI đã điều chỉnh về 19,4 lần, nằm ở vùng giữa của chu kỳ...



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 41: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, SSI

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



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 42: P/S trượt dự phóng 1 năm, SSI

P/S của SSI đã điều chỉnh về mức 7,6 lần, nằm tại vùng cận trên của mức trung bình trong chu kỳ



Nguồn: SSI, HSC dự báo

Biểu đồ 43: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân, SSI

... cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 4,6 lần kể từ Q4/2020



Nguồn: SSI, HSC dự báo

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,502	1,667	2,192	2,223	2,627
Lãi cho vay ký quỹ	1,568	2,079	3,296	4,400	5,199
Doanh thu HĐ tự doanh	3,647	4,355	5,776	4,866	5,845
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	50.0	35.0	40.0	46.0	55.0
Thu nhập HĐ khác	390	392	184	203	223
Doanh thu HĐ	7,157	8,528	11,488	11,738	13,949
Chi phí HĐ	(2,771)	(3,590)	(3,952)	(2,875)	(3,931)
Lợi nhuận HĐ	4,386	4,938	7,536	8,863	10,018
Lợi nhuận tài chính	(1,514)	(1,396)	(2,355)	(3,020)	(3,296)
Lợi nhuận khác	1.00	0	0	0	0
LNTT	2,873	3,542	5,181	5,843	6,722
Chi phí thuế TNDN	(554)	(698)	(1,036)	(1,168)	(1,344)
LNST	2,319	2,844	4,145	4,675	5,378
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	2,320	2,845	4,146	4,676	5,379

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	494	239	2,601	426	5,837
Phải thu	590	801	1,053	1,068	1,261
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	109	1,055	1,460	1,484	1,795
Tài sản tài chính	64,562	68,838	92,027	106,470	114,666
FVTPL	44,072	42,438	50,077	56,086	57,208
HTM	4,973	3,894	4,089	4,293	4,508
Cho vay ký quỹ	15,134	21,999	37,398	45,625	52,469
AFS	416	562	609	730	876
Dự phòng	(32.7)	(55.1)	(145)	(265)	(395)
Đầu tư dài hạn	2,821	1,626	1,626	1,626	1,626
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	650	687	687	687	687
Đầu tư dài hạn khác	2,172	938	938	938	938
Tài sản cố định	269	231	254	280	308
Tài sản khác	395	718	944	957	1,131
Tổng tài sản	69,241	73,507	99,966	112,310	126,623
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	43,169	45,502	60,039	70,246	81,485
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	2,832	1,179	1,550	1,572	1,856
Nợ phải trả	46,000	46,681	61,589	71,818	83,342
Vốn chủ sở hữu	23,100	26,676	38,240	40,357	43,147
Vốn điều lệ	15,011	19,639	24,914	25,014	25,114
Thặng dư vốn cổ phần	3,299	1,094	8,314	8,314	8,314
Lợi nhuận giữ lại	4,696	5,856	4,226	5,829	8,051
Quy & vốn khác của CSH	113	107	786	1,201	1,668
Lợi ích cổ đông thiểu số	141	151	136	135	135
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	69,241	73,507	99,966	112,310	126,623

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	32.6	6.16	36.0	12.3	12.7
Tăng trưởng cho vay (%)	36.9	45.4	70.0	22.0	15.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(10.0)	81.6	31.5	1.40	18.1
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	54.8	5.40	31.9	17.0	16.0
Tăng trưởng VCSH (%)	3.84	15.5	43.3	5.54	6.91
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	13.0	19.2	34.7	2.18	18.8
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	7.66	29.6	10.1	27.3	36.7
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	31.5	12.6	52.6	17.6	13.0
Tăng trưởng LNTT (%)	36.2	23.3	46.3	12.8	15.0
Tăng trưởng LNST (%)	36.6	22.6	45.7	12.8	15.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	36.6	22.6	45.7	12.8	15.0

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	22.4	23.0	20.3	18.6	16.2
P/B (lần)	2.26	2.56	2.27	2.16	2.03
Lợi suất cổ tức (%)	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,552	1,511	1,711	1,874	2,147
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	15,390	13,583	15,351	16,136	17,183
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,495	1,883	2,423	2,495	2,505
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,501	1,964	2,491	2,501	2,511
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,794	1,883	2,423	2,495	2,505

Chỉ số lợi nhuận	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
ROAA (%)	3.82	3.99	4.78	4.41	4.50
ROAE (%)	10.2	11.4	12.8	11.9	12.9
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.0	11.2	11.1	10.6	10.6
Chi phí vay nợ BQ (%)	4.40	3.40	4.30	4.50	4.60
Phí môi giới thuần (%)	0.01	0.02	0.04	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	38.7	42.1	34.4	24.5	28.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	64.4	66.2	58.4	53.4	46.6

Thị phần	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	10.4	9.50	11.5	11.6	11.8
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	187	171	157	174	189
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	66.0	82.0	98.0	113	122

Quy mô	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	1,637	1,553	1,600	1,650	1,700

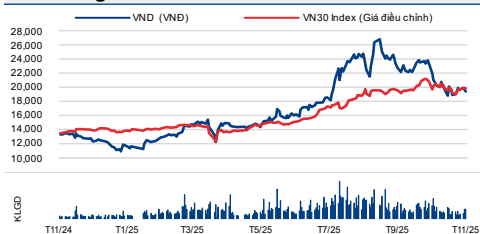
Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)
Giá mục tiêu: VNĐ23,000 (giữ nguyên)
Tiềm năng tăng/giảm: 18.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/11/2025)	19,350
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,906-26,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,451
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,116
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)	1,343
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.0%
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	(11.8)	(19.7)	44.6
So với chỉ số	(13.1)	(22.6)	(3.06)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,345	1,131	18.9
2026F	1,137	1,120	1.6
2027F	1,233	1,335	(7.6)

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 mảng khách hàng bán lẻ, công ty có thị phần khoảng 7%.

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 Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Giá trị xuất hiện; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng) và tăng 3% giá mục tiêu lên 23.000đ (tiềm năng tăng giá 19%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giả định định giá.
- HSC tăng bình quân 10% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027, chủ yếu sau khi nâng dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 14% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 đạt 9,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 20% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần – chỉ cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ - và P/S trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần. Chúng tôi nhận thấy giá trị ở định giá hiện tại dựa trên triển vọng của Công ty.

Sự kiện: Phân tích KQKD 9 tháng đầu năm 2025 và triển vọng

VND đã công bố LNTT Q3/2025 đạt 1.165 tỷ đồng, tăng mạnh 88% so với cùng kỳ, nhờ lãi hoạt động tự doanh tăng 78% so với cùng kỳ, lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng 176% so với cùng kỳ và lãi từ cho vay ký quỹ tăng 24% so với cùng kỳ. LNTT 9 tháng đầu năm 2025 đạt 2.132 tỷ đồng, hoàn thành 97% dự báo cả năm 2025 trước đó và vượt đáng kể dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Lợi nhuận ngắn hạn sẽ được củng cố nhờ lãi từ cho vay ký quỹ và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng trưởng bền vững trong khi động lực dài hạn đến từ thanh khoản thị trường tăng trưởng vững chắc. Với nguồn vốn mới huy động, VND có vẻ đang ở vị thế thuận lợi để khôi phục mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ, đồng thời xử lý các khoản đầu tư TPDN còn tồn đọng. VND đã huy động được 2,4 nghìn tỷ đồng (244 triệu cổ phiếu) thông qua phát hành quyền chọn trong năm 2024 và đã lên kế hoạch huy động thêm hai đợt nữa trong năm 2025-2026, bao gồm phát hành riêng lẻ 106 triệu cổ phiếu và phát hành quyền chọn 325 triệu cổ phiếu.

Tác động: Tăng 10%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-27

HSC tăng 24% dự báo LNTT cả năm 2025, tương đương LNTT Q4/2025 tăng 1,7 lần so với cùng kỳ, đồng thời tăng 3% dự báo LNTT cho năm 2026-2027 chủ yếu nhờ nâng dự báo mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ trong khi chỉ điều chỉnh nhẹ dự báo thu nhập đầu tư. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2027 ở mức 9,5% (so với lần lượt 15% và 9,9% theo dự báo trước đó).

EPS dự phóng năm 2025 của chúng tôi cao hơn đáng kể so với dự báo của thị trường, có thể do chúng tôi chuyển thời điểm huy động 19% số lượng cổ phiếu đang lưu hành sang năm 2026 và pha loãng cổ phiếu trong năm này. Dự báo năm 2026 của chúng tôi sát với dự báo của thị trường, trong khi dự báo năm 2027 thấp hơn một chút.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 12% và 20% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và P/S trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần – chúng tôi tin rằng đây là mức định giá hấp dẫn dựa trên triển vọng của Công ty. Chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu cho VND lên 23.000đ và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng từ Giảm tỷ trọng. Giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 19% và P/E dự phóng năm 2026 là 20,2 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	6,561	5,325	6,837	8,008	8,132 ▼
LN thuần (tỷ đồng)	2,019	1,720	2,240 ▲	2,385 ▲	2,584
EPS (đồng)	1,658	1,150	1,410 ▲	1,205	1,306 ▼
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	13,657	13,530 ▼	13,963 ▼
P/E (lần)	11.7	16.8	13.7	16.1	14.8
Lợi suất cổ tức (%)	2.58	2.58	2.58	4.13	4.13
P/B (lần)	1.43	1.52	1.42	1.43	1.39
Thị phần môi giới CP (%)	7.00	6.10	5.80	6.50	7.00
Tăng trưởng EPS (%)	65.5	(30.6)	22.6	(14.5)	8.34
ROAE (%)	13.0	9.50	10.6	9.66	9.50

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

Triển vọng lợi nhuận cải thiện + định giá tăng = khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị cho VND lên Tăng tỷ trọng từ Giảm tỷ trọng và tăng 3% giá mục tiêu lên 23.000đ (tiềm năng tăng giá 19%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026. Chúng tôi tăng bình quân 10% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027 chủ yếu sau khi nâng dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ mặc dù dự báo tăng trưởng đầu tư chậm lại. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm với hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 9,5%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E và P/S cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ- chúng tôi cho rằng đây là một cơ hội hấp dẫn dựa trên triển vọng hiện tại của Công ty.

Tăng trung bình 10% dự báo giai đoạn 2025-2027

Phân tích KQKD Q3/2025

VND đã công bố KQKD Q3/2025 khả quan với LNTT đạt 1.165 tỷ đồng (tăng 88% so với cùng kỳ và tăng 139% so với quý trước) nhờ lãi hoạt động tự doanh tăng 78% so với cùng kỳ đạt 1.050 tỷ đồng. Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và lãi từ cho vay ký quỹ cũng tăng mạnh lần lượt 176% và 24% so với cùng kỳ. LNTT Vượt dự báo Q3/2025, tương đương LNTT 9 tháng đầu năm 2025 đạt 2.132 tỷ đồng, hoàn thành 97% dự báo cả năm 2025 trước đó của chúng tôi.

Những kết quả cụ thể bao gồm:

- Doanh thu nghiệp vụ môi giới tăng mạnh 132% so với cùng kỳ đạt 387 tỷ đồng nhờ giá trị giao dịch bình quân ngày tăng mạnh 153% so với cùng kỳ đạt 46,1 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí nghiệp vụ môi giới tăng 108% so với cùng kỳ. Từ đó, lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng 175% so với cùng kỳ đạt 160 tỷ đồng trong Q3/2025. Tỷ lệ phí giữ lại của VND (phí thuần trên phí gộp) tăng lên 41% từ 38% trong Q2/2025 và 35% trong Q3/2024.

Thị phần của VND giảm xuống 5,4% từ mức cao 6,4% trong Q2/2025 do dư nợ cho vay ký quỹ tăng yếu hơn so với ngành. Thị phần 9 tháng đầu năm 2025 của VND vẫn duy trì ở mức 5,7%.

- Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 39% so với quý trước (tăng 37% so với cùng kỳ) đạt 14,8 nghìn tỷ đồng, chậm hơn so với bình quân ngành (tăng 26% so với quý trước và tăng 62% so với cùng kỳ) chủ yếu do nguồn vốn TPDN ứ đọng.
- Lãi hoạt động tự doanh tăng 78% so với cùng kỳ trong Q3/2025 đạt 1.050 tỷ đồng nhờ lợi nhuận từ đầu tư cổ phiếu (705 tỷ đồng, so với lỗ 52 tỷ đồng trong Q2/2025) trong bối cảnh thị trường mạnh mẽ. Trong khi đó, lợi nhuận từ công cụ thu nhập cố định đạt 343 tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ) nhờ danh mục chứng chỉ tiền gửi & trái phiếu.

Bảng 44: Tóm tắt KQKD Q3/2025, VND

LNTT 9 tháng đầu năm hoàn thành 97% dự báo cả năm và vượt mạnh dự báo 9 tháng của chúng tôi

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	% 2025 HSCF cũ
Tổng thu nhập HĐ	891	1,569	76%	2,623	3,204	22%	89%
Môi giới	58	160	176%	228	277	21%	110%
Cho vay ký quỹ	313	388	24%	928	987	6%	72%
HĐ tự doanh	590	1,050	78%	1,545	1,819	18%	95%
Mảng khác	(70)	(29)		(79)	121		257%
Lỗ tài chính	(171)	(301)	76%	(477)	(773)	62%	79%
Chi phí HĐ	(97)	(103)	6%	(330)	(298)	-10%	71%
Thu nhập khác	-3	0	-100%	0	0		
LNTT	620	1,165	88%	1,813	2,132	18%	97%
Lợi nhuận thuần	539	1,046	94%	1,501	1,797	20%	100%

Nguồn: VND, HSC

Tăng 10%/năm dự báo giai đoạn 2025-2027

Dựa trên tất cả các yếu tố này, HSC điều chỉnh dự báo như sau:

- **Nghiệp vụ môi giới:** Chúng tôi tăng 18%/năm dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới cho VND, cho thấy thanh khoản thị trường và tỷ lệ phí giữ lại cải thiện trong kỳ.

Tỷ lệ phí giữ lại dự báo đạt lần lượt 37%, 32% và 30% trong giai đoạn 2025-2027.

Chúng tôi giữ nguyên giả định về thị phần của VND trong giai đoạn 2025-2027 lần lượt ở mức 5,8%, 6,5% và 7%.

- **Cho vay ký quỹ:** Chúng tôi giữ nguyên dự báo lãi từ cho vay ký quỹ trong giai đoạn 2025-2027, tác động cân bằng giữa hạ giả định lãi suất cho vay ký quỹ và nâng dự báo tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ. Lãi từ cho vay ký quỹ được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới.

- Lãi suất cho vay ký quỹ: Chúng tôi hạ giả định lãi suất cho vay ký quỹ giai đoạn 2025-2027 xuống lần lượt 11,1%, 11,4% và 11,4% từ lần lượt 11,5%, 12% và 12% do cạnh tranh gia tăng giữa các CTCK.

- Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ đạt lần lượt 20% (từ 16% trước đó), 37% (từ 28%) và 26% (từ 25%) trong giai đoạn 2025-2027.

- **Hoạt động tự doanh:** Chúng tôi dự báo thu nhập đầu tư của VND tăng trưởng lần lượt 14,6%, 10,4% và 6,7% trong giai đoạn 2025-2027.

Lợi suất đầu tư dự báo đạt lần lượt 8,2% (từ 6,7% trước đó), 8,4% (từ 7%) và 8,5% (từ 7%) trong giai đoạn 2025-2027 nhờ diễn biến & thanh khoản mạnh mẽ của VN-Index. Điều chỉnh này đã phản ánh khoản trích lập dự phòng rủi ro cho khoản đầu tư/phải thu trái phiếu Trung Nam lần lượt 260, 320 và 300 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027 (so với 260 tỷ đồng/năm trước đó).

Theo dự báo mới, chúng tôi ước tính LNTT Q4/2025 đạt 597 tỷ đồng, tăng 1,7 lần so với cùng kỳ (nhưng giảm 49% so với quý trước), nhờ mảng cho vay ký quỹ và nghiệp vụ môi giới vững chắc, trong khi lãi hoạt động tự doanh dự báo sẽ giảm so với quý trước do chỉ số VN-Index điều chỉnh và giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường sụt giảm.

Bảng 45: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VND

Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 10% dự báo lợi nhuận mỗi năm sau khi nâng giả định mảng môi giới & cho vay ký quỹ, nhưng đồng thời giảm dự báo tăng trưởng thu nhập từ đầu tư

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	252	251	436	562	384	437	563
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	1,255	1,380	1,843	2,304	1,378	1,940	2,452
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	1,864	1,922	1,961	2,133	2,273	2,012	1,910
IB & thu nhập khác	25	89	98	108	89	98	108
Thu nhập hoạt động	3,203	3,599	4,292	5,055	4,186	4,556	5,109
<i>Tăng trưởng</i>	-27%	12%	19%	18%	31%	9%	12%
Lợi nhuận/(lỗ) HĐ tài chính	(658)	(983)	(1,139)	(1,347)	(1,033)	(1,195)	(1,472)
Chi phí BH&QL	(453)	(417)	(438)	(460)	(417)	(438)	(460)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	-	-
LNTT	2,088	2,192	2,701	3,221	2,729	2,910	3,150
LNST	1,718	1,797	2,215	2,641	2,238	2,386	2,583
<i>Tăng trưởng</i>	-14.8%	4.6%	23.2%	19.2%	30.2%	6.6%	8.3%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bảng 46: Các giả định quan trọng cũ và mới, VND

Các giả định quan trọng bao gồm nâng nhẹ giả định tăng trưởng GTGD, tăng giả định tỷ lệ phí môi giới giữ lại & lợi suất đầu tư nhưng giảm giả định lãi suất cho vay ký quỹ trong giai đoạn 2025-2027

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng GTGD	-13.0%	30.0%	25.0%	35.0%	42.0%	15.0%	35.0%
Thị phần	7.0%	5.8%	6.5%	7.0%	5.8%	6.5%	7.0%
Phí môi giới gộp	0.06%	0.06%	0.07%	0.07%	0.06%	0.07%	0.07%
Phí môi giới thuần	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
Tỷ lệ phí giữ lại	33%	25%	32%	30%	37%	32%	30%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	-18.8%	16.4%	28.0%	25.0%	20.4%	37.1%	26.4%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.0%	11.5%	12.0%	12.0%	11.1%	11.4%	11.4%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	19.3%	6.4%	-2.4%	8.2%	14.6%	-10.4%	-6.7%
Lợi suất đầu tư	8.0%	6.7%	7.0%	7.0%	8.2%	8.4%	8.5%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Nhìn chung, chúng tôi tăng lần lượt 24% và 8% dự báo LNTT cho năm 2025 và 2026 nhưng giảm 5% dự báo cho năm 2027, tương đương điều chỉnh trung bình 9%. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 15% trong 3 năm tới với và hệ số ROE dự phóng năm 2027 là 9,5% (từ lần lượt 15% và 9,9% trước đó).

Định giá và khuyến nghị
Phương pháp định giá

HSC tăng 3% giá mục tiêu cho VND lên 23.000đ và nâng khuyến nghị từ Giảm tỷ trọng lên Tăng tỷ trọng sau khi tăng 10%/năm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 và chuyển thời điểm định giá sang năm 2026. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 19% và P/E dự phóng năm 2026 là 20,2 lần.

Bảng 47: Phương pháp định giá P/E & P/S, VND

Đông	2026	Mục tiêu = Bình quân + 1 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,206	22.8	27,497
SPS	4,046	4.6	18,612
Bình quân			23,054

Nguồn: VND, HSC dự báo

Biểu đồ 48: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND đã điều chỉnh xuống mức 15,8 lần (từ mức cao 21 lần trong tháng 9/2025) ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 49: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VND

... cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân kể từ Q4/2020 là 11,8 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 50: P/S trượt dự phóng 1 năm, VND

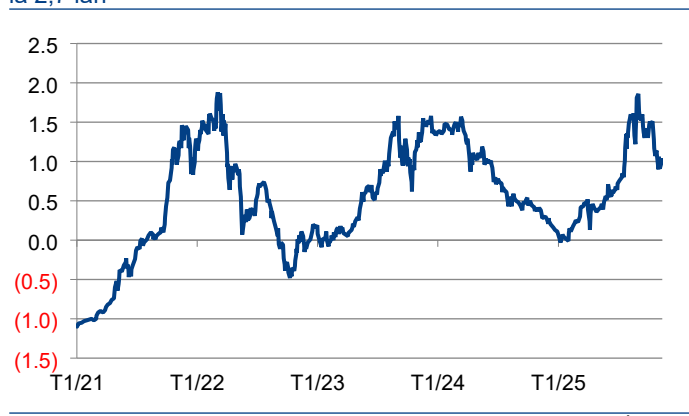
P/S của VND đã giảm từ 6,3 lần xuống 4,6 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 51: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, VND

... cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 2,7 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm lần lượt 12% và 20% trong 1 tháng và 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần (cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 4,6 lần (cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ), chúng tôi tin rằng định giá đã trở nên hấp dẫn hơn.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKDK (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	867	720	1,046	1,352	1,878
Lãi cho vay ký quỹ	1,154	1,255	1,378	1,940	2,452
Doanh thu HĐ tự doanh	4,309	3,180	4,140	4,417	3,472
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	118	65.0	105	115	127
Thu nhập HĐ khác	113	105	168	184	203
Doanh thu HĐ	6,561	5,325	6,837	8,008	8,132
Chi phí HĐ	(2,624)	(2,575)	(3,067)	(3,891)	(3,482)
Lợi nhuận HĐ	3,937	2,750	3,770	4,117	4,650
Lợi nhuận tài chính	(1,448)	(658)	(1,033)	(1,195)	(1,472)
Lợi nhuận khác	(7.00)	(3.00)	(7.00)	(14.0)	(28.0)
LNTT	2,482	2,089	2,730	2,908	3,150
Chi phí thuế TNDN	(464)	(370)	(491)	(524)	(567)
LNST	2,018	1,719	2,239	2,384	2,583
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	2,019	1,720	2,240	2,385	2,584

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4,862	881	377	7,714	3,447
Phải thu	948	1,728	2,511	3,247	4,510
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	375	195	370	536	819
Tài sản tài chính	34,320	40,302	46,311	42,960	51,599
FVTPL	16,730	24,519	22,067	17,654	21,185
HTM	7,432	5,561	10,010	6,006	7,207
Cho vay ký quỹ	10,277	10,344	14,481	19,549	23,459
AFS	0	0	(125)	(127)	(130)
Dự phòng	(119)	(122)	(122)	(122)	(122)
Đầu tư dài hạn	1,065	1,030	1,030	1,030	1,030
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	863	996	996	996	996
Đầu tư dài hạn khác	202	34.2	34.2	34.2	34.2
Tài sản cố định	106	84.1	92.5	102	112
Tài sản khác	66.4	74.6	108	140	195
Tổng tài sản	41,742	44,295	50,801	55,729	61,712
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	20,468	22,436	24,682	24,682	28,534
Trái phiếu ngắn hạn	400	400	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	4,370	1,743	3,533	4,275	5,550
Nợ phải trả	25,239	24,580	28,215	28,957	34,084
Vốn chủ sở hữu	16,503	19,715	22,588	26,775	27,633
Vốn điều lệ	12,178	15,223	16,536	19,793	19,793
Thặng dư vốn cổ phần	(0.04)	(0.17)	852	852	852
Lợi nhuận giữ lại	4,325	4,492	4,703	5,409	6,028
Quỹ & vốn khác của CSH	0	0	497	721	960
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(2.54)	(3.38)	(4.23)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	41,742	44,295	50,800	55,729	61,712

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	7.39	6.12	14.7	9.70	10.7
Tăng trưởng cho vay (%)	13.4	0.65	40.0	35.0	20.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	(32.9)	12.4	45.3	29.3	38.9
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	5.99	9.61	10.0	0	15.6
Tăng trưởng VCSH (%)	13.7	19.5	14.6	18.5	3.20
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(3.91)	(18.8)	28.4	17.1	1.55
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	37.6	1.87	19.1	26.9	10.5
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	50.1	(30.1)	37.1	9.20	12.9
Tăng trưởng LNTT (%)	61.8	(15.8)	30.7	6.52	8.32
Tăng trưởng LNST (%)	65.5	(14.8)	30.3	6.48	8.35
Tăng trưởng LN thuần (%)	65.5	(14.8)	30.2	6.47	8.34

Định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
P/E (lần)	11.7	16.8	13.7	16.1	14.8
P/B (lần)	1.43	1.52	1.42	1.43	1.39
Lợi suất cổ tức (%)	2.58	2.58	2.58	4.13	4.13

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,658	1,150	1,410	1,205	1,306
DPS (đồng)	500	500	500	800	800
BVPS (đồng)	13,549	12,744	13,657	13,530	13,963
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,218	1,496	1,589	1,979	1,979
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,218	1,547	1,654	1,979	1,979
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,279	1,496	1,589	1,979	1,979

Chỉ số lợi nhuận	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
ROAA (%)	5.01	4.00	4.71	4.48	4.40
ROAE (%)	13.0	9.50	10.6	9.66	9.50
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.9	12.2	11.1	11.4	11.4
Chi phí vay nợ BQ (%)	6.80	3.00	4.20	4.20	4.50
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	40.0	48.4	44.9	48.6	42.8
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.2	43.5	35.5	66.4	61.3

Thị phần	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.00	6.10	5.80	6.50	7.00
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	83.0	93.0	87.0	85.0	84.0
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	41.0	42.0	51.0	68.0	69.0

Quy mô	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	1,174	1,077	1,020	1,120	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) 2025.

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 gợi 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 gợi 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