

Định giá rẻ sau đợt điều chỉnh gần đây

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 Chính
 ha.plien@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

- Chỉ số VN Index tăng lên 1.900 điểm vào giữa tháng 1/2026 trước khi điều chỉnh khoảng 12,5% xuống 1.662 điểm tại thời điểm cuối tháng 3/2026 (Q1: giảm 6,8%). Giá trị giao dịch bình quân ngày cũng hạ nhiệt xuống 28-30 nghìn tỷ đồng vào giữa tháng 3/2026 từ 35-40 nghìn tỷ đồng trong tháng 1-2/2026, phản ánh khẩu vị rủi ro giảm xuống trong bối cảnh lãi suất tăng lên, khối ngoại tiếp tục bán ròng và căng thẳng Mỹ-Iran leo thang.
- Sau khi hạ giá định thanh khoản và nâng dự báo lãi suất, HSC giảm bình quân 4%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 cho 4 CTCK trong phạm vi phân tích, tương đương lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 tăng trưởng bình quân 16,3%.
- Sau đợt điều chỉnh gần đây, HSC hiện khuyến nghị Mua vào cho 3 CTCK vốn hóa lớn trong phạm vi phân tích. TCX vẫn là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu và VCI là lựa chọn tiếp theo.

Phân tích diễn biến thị trường Q1/2026 & triển vọng năm 2026-27

Chỉ số VN Index biến động mạnh trong Q1/2026, đạt mức cao kỷ lục 1.900 điểm vào giữa tháng 1 trước khi giảm xuống 1.662 điểm vào cuối tháng 3, tương đương điều chỉnh 6,8% kể từ đầu năm. Giá trị giao dịch bình quân ngày duy trì ở mức ổn định khoảng 36 nghìn tỷ đồng trong quý nhưng suy yếu đáng kể vào cuối tháng 3 xuống chỉ còn 28-30 nghìn tỷ đồng trong bối cảnh lãi suất gia tăng, khối ngoại liên tục bán ròng và căng thẳng địa chính trị leo thang giữa Mỹ và Iran.

Do đó, chúng tôi thận trọng hơn về triển vọng thanh khoản thị trường trong năm 2026 vì những khó khăn này có thể sẽ kéo dài, trong khi những yếu tố thuận lợi quan trọng – bao gồm việc nâng hạng lên thị trường mới nổi và các gói kích thích tài khóa – có thể cần nhiều thời gian hơn để tác động đến TTCK.

Dự báo thanh khoản thị trường và lợi nhuận của các CTCK

HSC giảm 5% dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày trong năm 2026 xuống 32,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và giảm 8% dự báo cho năm 2027 xuống 37,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15%); chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với thanh khoản đạt 43,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15%). Theo dự báo mới của chúng tôi, giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ tăng trưởng trung bình 13% trong 3 năm tới từ mức nền cao trong năm 2025.

Đối với lợi nhuận của các CTCK trong phạm vi phân tích, chúng tôi giảm bình quân 4% dự báo cho năm 2026-2027, chủ yếu sau khi hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và nâng dự báo chi phí tài chính. Cụ thể, chúng tôi giảm lần lượt bình quân 11%, 5% và 13% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 của TCX, SSI và VND, trong khi tăng 8% dự báo cho VCI dựa trên kỳ vọng thu nhập đầu tư và dịch vụ IB khởi sắc.

Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi sẽ tăng trưởng vững chắc 16% trong 3 năm tới, trong đó TCX tăng trưởng 21%, VCI tăng trưởng 18%, SSI tăng trưởng 12% và VND tăng trưởng 6%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu lần lượt giảm 4% và đi ngang trong 1 tháng và 3 tháng vừa qua, P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm của các CTCK bình quân lần lượt ở mức 15,8 lần và 5,3 lần, nhìn chung sát với bình quân quá khứ. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy những cổ phiếu này đang có định giá hấp dẫn nhờ lợi suất cổ tức cải thiện và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vẫn vững chắc, từ đó củng cố quan điểm đầu tư giá trị vào các cổ phiếu này.

Để xác định giá mục tiêu, chúng tôi áp dụng bội số định giá mục tiêu như sau: Đối với SSI và VND, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ; đối với VCI, cao hơn 0,75 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ; và đối với TCX, chúng tôi tiếp tục sử dụng bội số cao hơn 20% so với bình quân ngành do tốc độ tăng trưởng và hệ số ROE vượt trội. Trong số các CTCK trong phạm vi phân tích, TCX vẫn là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi (tiềm năng tăng giá 23%), tiếp theo là VCI (21%), SSI (20%) và VND (12%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 11/4.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
SSI	29,400	Mua vào	-	35,300	(8.16)	20.1	16.4	14.5	1.83	1.73	3.40	3.40
TCX	51,300	Mua vào	-	63,200	(19.2)	23.2	18.4	14.4	2.40	2.12	0.97	1.46
VCI	29,000	Mua vào	-	35,200	8.49	21.4	17.5	16.1	1.71	1.60	1.72	2.07
VND	17,150	Tăng tỷ trọng	-	19,200	(16.5)	12.0	13.8	15.5	1.21	1.21	2.92	2.92

Giá cổ phiếu tại ngày 8/4/2026.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Bối cảnh nhiều thách thức hơn trong ngắn hạn	3
Kết quả gần đây: Thách thức do thanh khoản sụt giảm và chi phí huy động tăng lên	3
Thời gian tới: Vẫn thuận lợi trong trung và dài hạn	9
Tình hình pháp lý	10
Dự báo mới	13
Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo	13
Định giá và khuyến nghị	15
Điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu do hạ bội số định giá	15
Báo cáo thành phần	
CTCP Chứng khoán Kỹ Thương (TCX)	17
CTCP Chứng khoán Vietcap (VCI)	24
CTCP Chứng khoán SSI (SSI)	29
CTCP Chứng khoán VNDIRECT (VND)	34

Bối cảnh nhiều thách thức hơn trong ngắn hạn

Chỉ số VN Index biến động mạnh trong Q1/2026, đạt mức cao kỷ lục 1.900 điểm vào giữa tháng 1 trước khi giảm xuống 1.662 điểm vào cuối tháng 3, tương đương điều chỉnh 6,8% kể từ đầu năm. Giá trị giao dịch bình quân ngày duy trì ở mức ổn định khoảng 36 nghìn tỷ đồng trong quý nhưng suy yếu đáng kể vào cuối tháng 3 xuống chỉ còn 28-30 nghìn tỷ đồng trong bối cảnh lãi suất gia tăng, khối ngoại liên tục bán ròng và căng thẳng địa chính trị leo thang giữa Mỹ và Iran. Trong khi đó, dư nợ cho vay ký quỹ giảm 12% so với quý trước trong Q1/2026, tương đương tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn CSH giảm xuống 94%. Mặc dù vẫn trong tầm kiểm soát, điều này sẽ hạn chế tăng trưởng lãi từ cho vay ký quỹ của các CTCK trong năm 2026. Thời gian tới, chúng tôi thận trọng hơn về triển vọng thanh khoản thị trường trong năm 2026 vì những khó khăn hiện tại nhiều khả năng sẽ kéo dài, trong khi các yếu tố thuận lợi quan trọng, bao gồm việc nâng hạng lên thị trường mới nổi và các gói kích thích tài khóa, có thể cần nhiều thời gian hơn để tác động đến TTCK.

Kết quả gần đây: Thách thức do thanh khoản sụt giảm và chi phí huy động tăng lên

Chỉ số VN Index biến động mạnh trong giai đoạn đầu năm 2026, vượt mốc 1.800 điểm và đạt mức cao kỷ lục 1.900 điểm vào giữa tháng 1, trước khi giảm xuống 1.662 điểm vào cuối tháng 3. Kể từ đầu năm, chỉ số VN Index giảm 6,8%.

Sự điều chỉnh này chủ yếu do 3 yếu tố bất lợi:

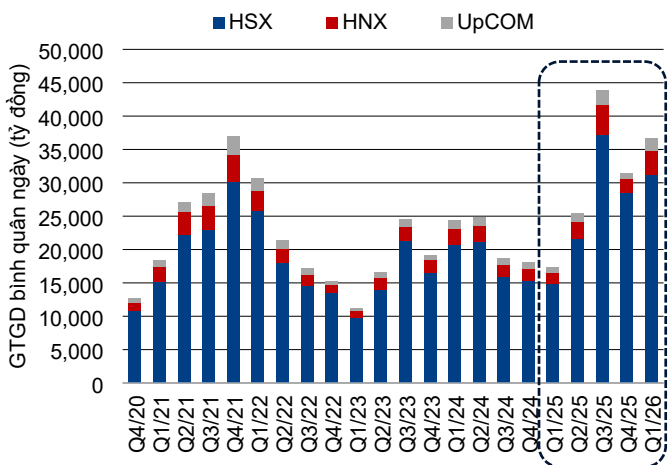
- **Mặt bằng lãi suất tăng trong bối cảnh thanh khoản hệ thống tiếp tục thắt chặt:** Thanh khoản hệ thống ngân hàng vẫn thắt chặt và xấu đi một chút kể từ đầu năm, do tốc độ tăng trưởng tín dụng tiếp tục cao hơn đáng kể so với tăng trưởng tiền gửi. Điều này phản ánh qua lãi suất LNH tăng cao, với lãi suất cho vay qua đêm ở mức khoảng 6-8%, cùng các động thái nâng lãi suất tiền gửi gần đây của các NHTM. Những điều kiện thắt chặt này tiếp tục gây sức ép lên tâm lý NĐT.

Chúng tôi đã phân tích chi tiết trong báo cáo ngành Ngân hàng: [Áp lực thanh khoản ngắn hạn tạo lực cản cho triển vọng ngành](#).

- **Khối ngoại tiếp tục rút ròng:** Trong Q1/2026, NĐT tổ chức nước ngoài tiếp tục bán ròng 31 nghìn tỷ đồng (1,17 tỷ USD). Hoạt động bán ròng diễn ra trên diện rộng, từ ngành Công nghệ, cổ phiếu liên quan đến Vingroup, đến ngành Tài chính.
- **Giá dầu chuỗi cung ứng dầu khí:** Giá dầu tăng mạnh trong Q1/2026 (tăng 57% kể từ đầu năm) do căng thẳng Israel-Iran, gây ra biến động trên TTCK toàn cầu, bao gồm Việt Nam. Giá năng lượng tăng cao, cùng với nguy cơ lạm phát, đã làm gia tăng lo ngại về khả năng chuyển dịch sang lập trường thắt chặt chính sách tiền tệ tại Việt Nam, từ đó dẫn đến hiện tượng bán tháo trên diện rộng đối với cổ phiếu các ngành ngoài năng lượng vào đầu tháng 3

Biểu đồ 1: GTGD bình quân ngày theo quý, Việt Nam

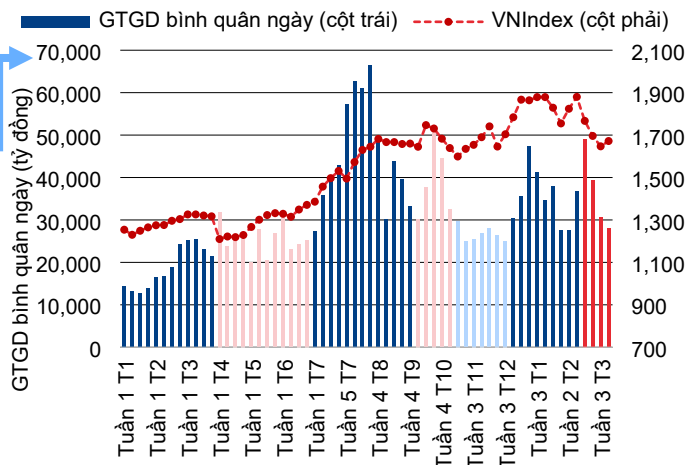
GTGD bình quân ngày tăng 16 % so với quý trước lên 36,3 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026...



Nguồn: HSX, HSC

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

... nhưng đã giảm đáng kể trong tháng 3 sau những căng thẳng quân sự



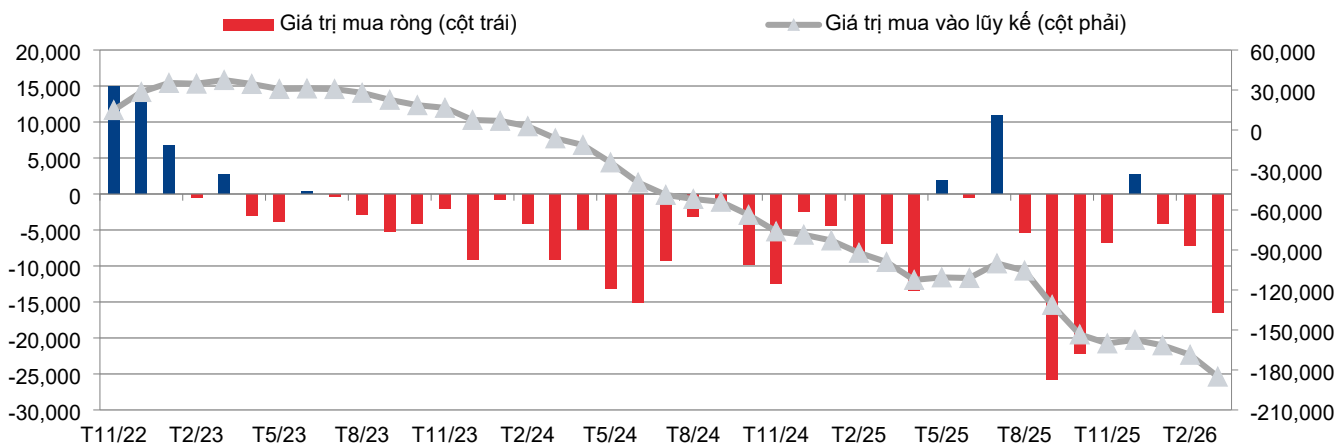
Nguồn: HSX, HSC

Sau đợt điều chỉnh, tổng giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường đã giảm từ 35-40 nghìn tỷ đồng trong tháng 1-2/2026 xuống 28-30 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 3. Điều này cho thấy NĐT vẫn còn do dự trong việc gia tăng rủi ro tại định giá hiện tại, đặc biệt là khi gửi tiết kiệm ngày càng trở thành một lựa chọn ổn định hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tiền gửi gia tăng.

Trong Q1/2026, giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 36,3 nghìn tỷ đồng, tăng 16% so với quý trước nhưng giảm 17% so với Q3/2025, thời điểm tâm lý thị trường tích cực hơn đáng kể nhờ kỳ vọng FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi, khối ngoại mua ròng và Nghị quyết 68.

Biểu đồ 3: Giá trị mua vào/bán ra của NĐT NN, Việt Nam

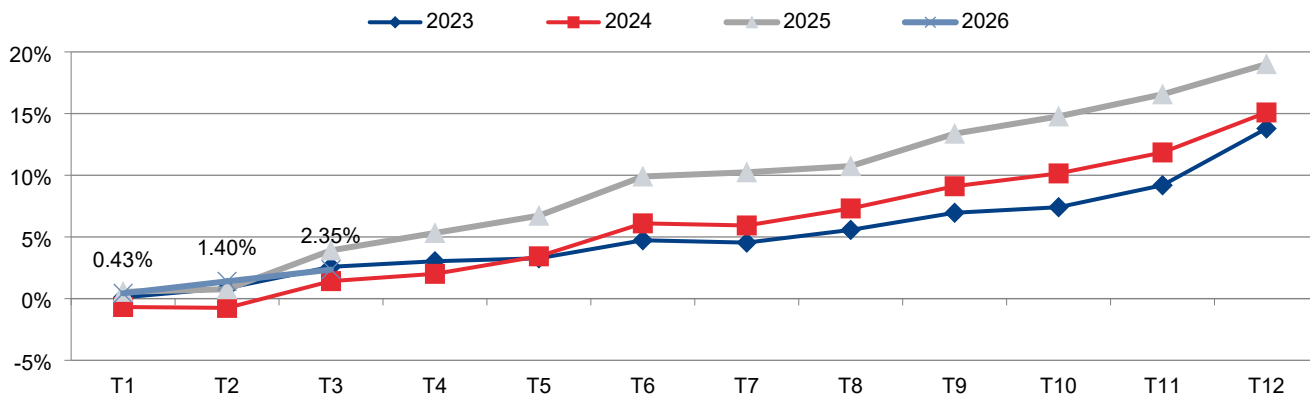
Khối ngoại duy trì trạng thái bán ròng kể từ tháng 8/2025 khi VN Index đạt mức nền cao



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 4: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, ngành Ngân hàng

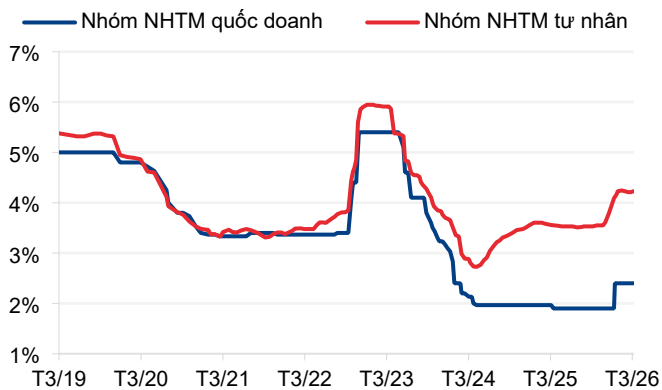
Tăng trưởng tín dụng duy trì đà tăng mạnh trong 4 năm qua



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 5: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng

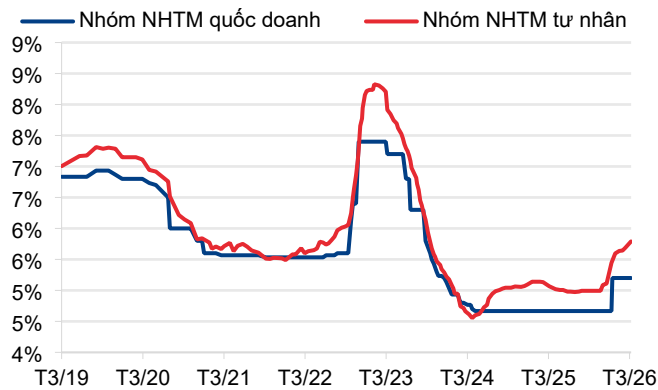
Nhóm NHTM có vốn Nhà nước đã tăng lãi suất ngắn hạn...



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 6: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng

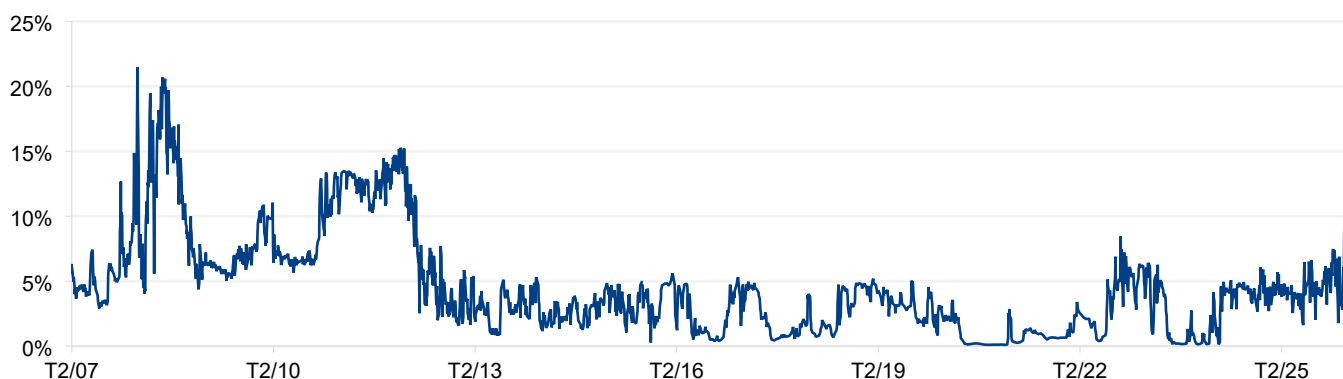
...cũng như lãi suất dài hạn



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 7: Lãi suất qua đêm, ngành Ngân hàng Việt Nam

Lãi suất qua đêm tăng mạnh lên mức cao nhất kể từ năm 2012



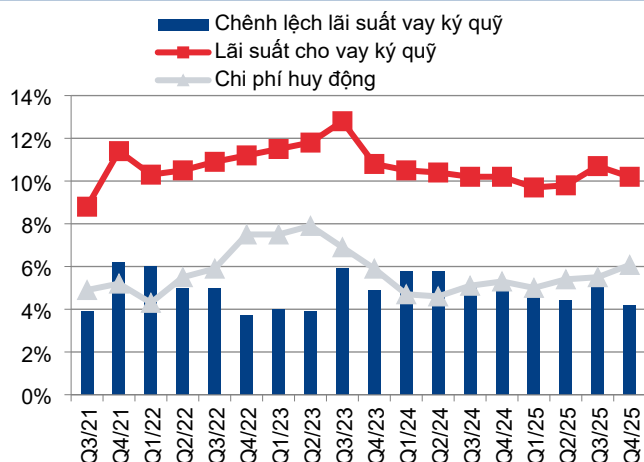
Nguồn: Dữ liệu thị trường

Tỷ suất lợi nhuận mảng cho vay ký quỹ thu hẹp do chi phí huy động tăng lên trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt

Lãi suất cho vay ký quỹ Q4/2025 giảm 40 điểm cơ bản xuống 10,2%, trong khi chi phí huy động tăng 60 điểm cơ bản lên 6,1%, thu hẹp chênh lệch xuống 4,2% từ 5,2% trong Q3/2025. Điều này phù hợp với tình trạng thanh khoản TTCK suy yếu trong Q4/2025 và áp lực thanh khoản hệ thống ngày càng gia tăng.

Biểu đồ 8: Lãi suất cho vay ký quỹ & chi phí huy động, ngành Chứng khoán

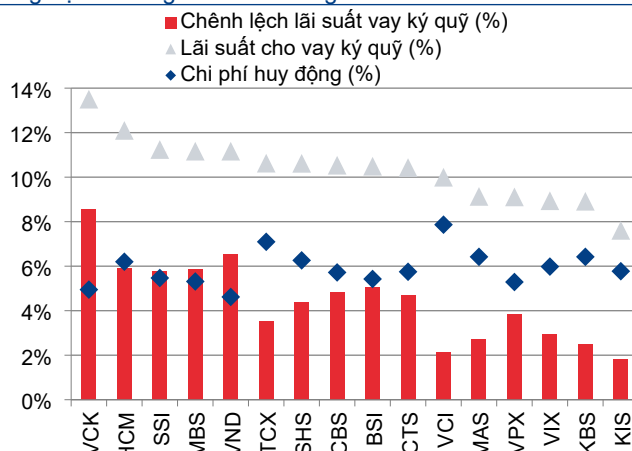
Lãi suất cho vay ký quỹ giảm 50 điểm cơ bản so với quý trước do nhu cầu thị trường hạ nhiệt, trong khi chi phí vốn vẫn tiếp tục gia tăng



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 9: Lãi suất cho vay ký quỹ & chi phí huy động trong Q4/2025, các công ty chứng khoán

Các CTCK tập trung vào nhóm KH cá nhân duy trì lãi suất cho vay ký quỹ ở mức cao (12-14%), trong khi các công ty có ngân hàng hậu thuẫn giữ mức khoảng 10%



Nguồn: Các công ty, HSC

Bảng 10: Chênh lệch lãi suất vay ký quỹ theo quý Q4/2025, các công ty chứng khoán

Chênh lệch lãi suất vay ký quỹ thu hẹp trên toàn ngành do chi phí huy động tăng trong khi các CTCK hạ lãi suất cho vay ký quỹ trong bối cảnh nhu cầu suy yếu

	Chênh lệch lãi suất vay ký quỹ (%)		So với quý trước		So với cùng kỳ		Lãi suất cho vay ký quỹ (%)		So với quý trước		So với cùng kỳ		Chi phí huy động (%)		So với quý trước		So với cùng kỳ	
	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản	%	điểm cơ bản
VCK	8.6%	-0.6%	13.5%	-0.5%	4.9%	0.1%	1.0%											
VND	6.5%	-1.5%	11.2%	-1.0%	4.6%	0.5%	1.2%											
HCM	5.9%	-1.1%	12.1%	-0.7%	6.2%	0.4%	0.2%											
MBS	5.9%	-0.5%	11.2%	-0.3%	5.3%	0.2%	0.8%											
SSI	5.8%	-1.0%	11.2%	0.1%	5.5%	1.1%	1.6%											
BSI	5.1%	-0.6%	10.5%	0.2%	5.4%	0.8%	1.3%											
VCBS	4.8%	-0.7%	10.5%	-0.6%	5.7%	0.1%	1.1%											
CTS	4.7%	-0.9%	10.4%	0.1%	5.7%	1.0%	1.0%											
Ngành	4.4%	-1.0%	10.2%	-0.4%	5.8%	0.5%	0.7%											
SHS	4.4%	-4.2%	10.6%	-2.7%	6.3%	1.5%	1.2%											
VPX	3.8%	-0.5%	9.1%	-1.0%	5.3%	-0.5%	0.3%											
TCX	3.5%	-1.0%	10.6%	-0.1%	7.1%	0.9%	-0.8%											
VIX	3.0%	-2.4%	8.9%	-1.8%	6.0%	0.6%	2.3%											
MAS	2.7%	0.6%	9.1%	-0.6%	6.4%	-1.2%	0.2%											
KBS	2.5%	-1.0%	8.9%	0.3%	6.4%	1.2%	0.8%											
VCI	2.1%	-1.6%	10.0%	0.1%	7.9%	1.6%	0.4%											
KIS	1.8%	-1.3%	7.6%	-0.9%	5.8%	0.4%	0.4%											

Nguồn: Các công ty, HSC

Để khôi phục tỷ lệ NIM cho vay ký quỹ trong khi chi phí huy động tiếp tục tăng, các CTCK nhìn chung đã và đang tăng lãi suất cho vay ký quỹ trong những tháng gần đây nhưng điều này cũng có thể làm giảm dư nợ ngắn hạn. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM cho vay ký quỹ sẽ phục hồi lên khoảng 4,5-4,8% từ mức thấp trong Q4/2025.

Tuy nhiên, lãi suất cho vay ký quỹ tăng lên trong môi trường thanh khoản suy yếu cũng có thể gây áp lực lên dư nợ cho vay ký quỹ, từ đó hạn chế tiềm năng tăng trưởng lãi từ cho vay ký quỹ.

Dư nợ cho vay ký quỹ sụt giảm sau đợt điều chỉnh; tỷ lệ đòn bẩy trở lại bình thường

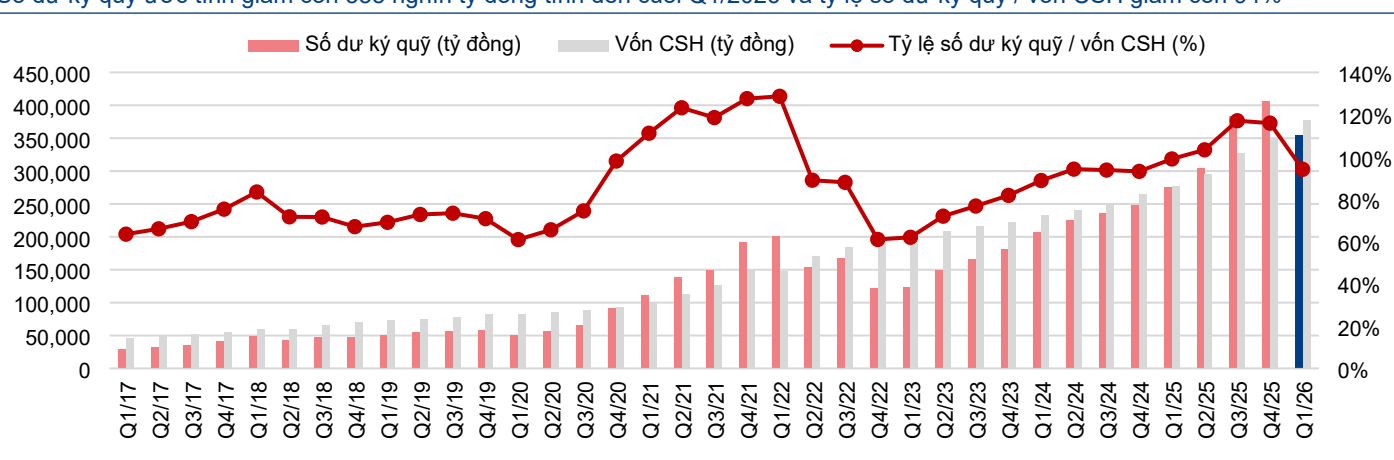
Theo ước tính của chúng tôi, dư nợ cho vay ký quỹ đã giảm 12% so với quý trước xuống 355 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/2026 từ 406 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2025, sau đợt điều chỉnh của chỉ số VN Index.

Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH ước tính đã giảm xuống 94% tại thời điểm cuối Q1/2026, thấp hơn nhiều so với mức 116% tại thời điểm cuối Q4/2025 và 99% tại thời điểm cuối Q1/2025. Tỷ lệ đòn bẩy hiện đã trở lại bình thường, từ đó hạn chế rủi ro giảm của thị trường, đặc biệt là sau khi các CTCK đã tăng cường đáng kể cơ sở vốn trong 2 năm qua.

Năm 2025 đánh dấu năm huy động vốn mạnh mẽ nhất của ngành Chứng khoán với số tiền thu được đạt 65,4 nghìn tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với năm 2024 (26,5 nghìn tỷ đồng). Ngoài ra, ngành này dự kiến sẽ tiếp tục huy động 41,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2026-2027, trong đó SSI và VIX đã hoàn tất huy động tổng cộng 17,2 nghìn tỷ đồng. Cơ sở vốn cải thiện sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng dư nợ cho vay ký quỹ khi thị trường phục hồi.

Biểu đồ 11: Số dư ký quỹ & vốn CSH, ngành Chứng khoán

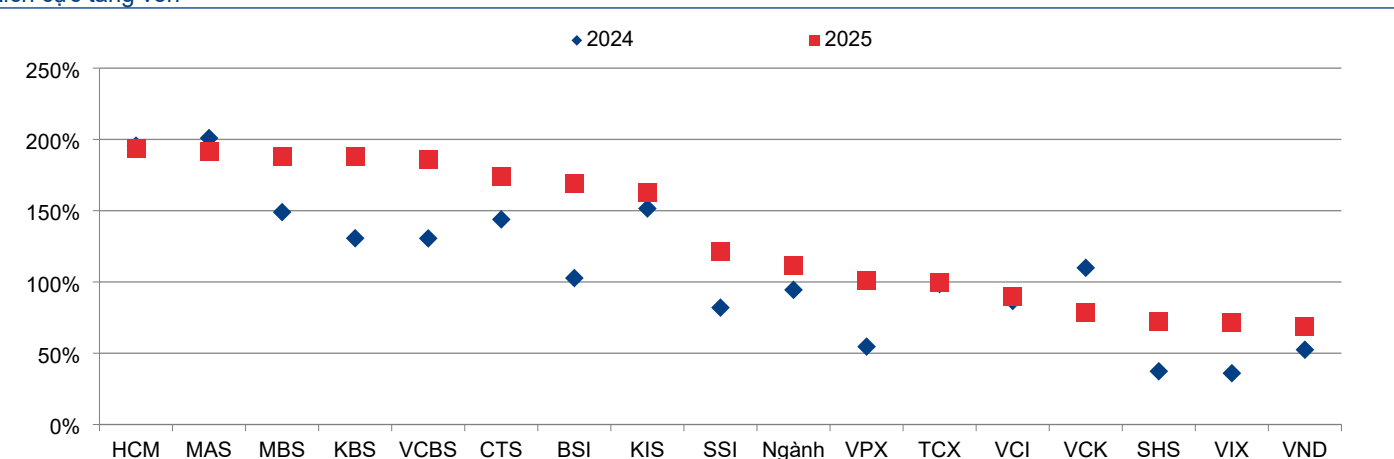
Số dư ký quỹ ước tính giảm còn 355 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q1/2026 và tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH giảm còn 94%



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 12: So sánh tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ / vốn CSH, các công ty chứng khoán

Các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi duy trì tỷ lệ đòn bẩy tương đối an toàn vào cuối năm 2025 (khoảng 90-120%) nhờ tích cực tăng vốn



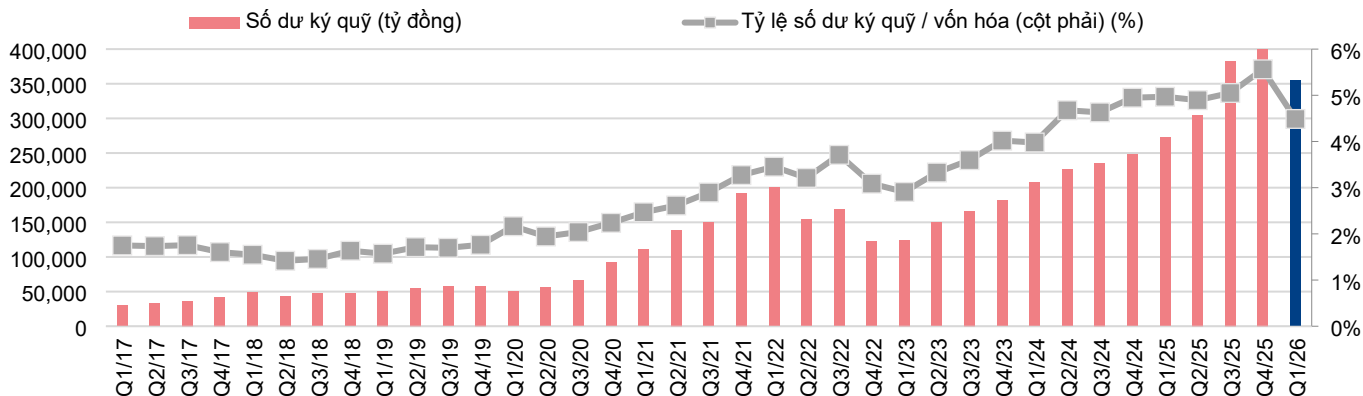
Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Tỷ lệ đòn bẩy thị trường (tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/tổng vốn hóa thị trường) đã giảm xuống 4,5% từ mức 5,5% trong Q4/2025 và khoảng 5% trong các quý trước đó, điều này cũng cho thấy bối cảnh rủi ro thấp hơn.

Thời gian tới, chúng tôi cho rằng dư nợ cho vay kỳ quỹ sẽ cần vài quý để phục hồi về mức đỉnh trong Q4/2025, từ đó hạn chế tiềm năng tăng trưởng lãi từ cho vay kỳ quỹ trong năm 2026.

Biểu đồ 13: Số dư kỳ quỹ & vốn hóa thị trường, ngành Chứng khoán

Tỷ lệ số dư kỳ quỹ / vốn hóa thị trường đã điều chỉnh giảm còn 4,5% từ mức nền cao trong Q4/2025



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Bảng 14: Kế hoạch tăng vốn trong năm 2026-2027, các CTCK trong phạm vi phân tích của HSC

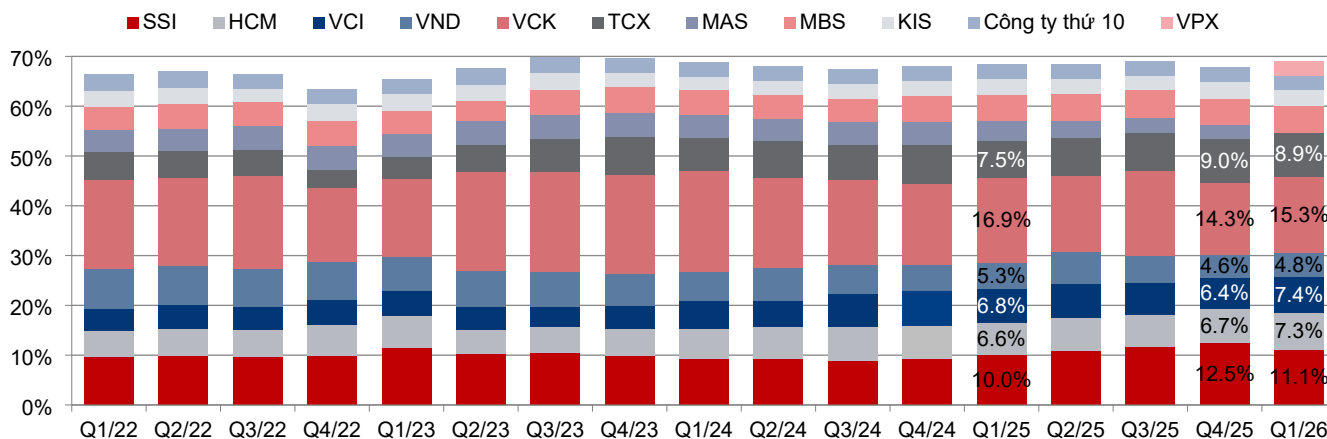
Các CTCK dự kiến huy động thêm 46,8 nghìn tỷ đồng trong thời gian tới

Tỷ đồng	Hình thức phát hành	% số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Phát hành (triệu cp)	2026-27F (tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền mua	20%	415	6,225
VND	Phát hành quyền mua	20%	243.6	3,257
HCM	Phát hành quyền mua	25%	269.9	2,700
HCM	Phát hành riêng lẻ		200.0	2,693
MBS	Phát hành quyền mua	50%	336.0	3,336
VIX	Phát hành quyền mua	60%	919.0	11,028
TCI	Chào bán công khai	100%	115.6	1,156
DSE	Phát hành quyền mua	25%	85.6	1,285
VDS	Phát hành riêng lẻ	17.5%	48.0	864
LPBS	IPO	11.2%	141.8	4,254
VCBS	Phát hành cổ phiếu cho VCB	400%	1,000.0	10,000
Tổng				46,798

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

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

Các công ty giành thị phần nhiều nhất trong Q1/2026 gồm VCK, VCI và HCM trong khi SSI mất thị phần



Nguồn: HSX, HSC

Thời gian tới: Vẫn thuận lợi trong trung và dài hạn

Trái với những thách thức từ kết quả gần đây, thị trường vẫn hưởng lợi từ một số sự kiện như sau:

- Thông báo nâng hạng thị trường:** Ngày 8/4/2026, FTSE Russell xác nhận Việt Nam sẽ được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào tháng 9/2026, sau khi xem xét diễn biến pháp lý của Việt Nam, đặc biệt là sự phát triển của mô hình môi giới toàn cầu cùng những cải tiến về khuôn khổ pháp lý không yêu cầu ký quỹ, theo Thông tư 08/2026/TT-BTC. TTCK Việt Nam sẽ được đưa vào các chỉ số chứng khoán toàn cầu của FTSE Russell theo nhiều giai đoạn, bắt đầu từ tháng 9/2026 và kết thúc vào năm 2027.

Chúng tôi tin rằng TTCK được nâng hạng sẽ giúp thu hút thêm dòng vốn nước ngoài. Chúng tôi ước tính TTCK Việt Nam sẽ thu hút được khoảng 1 tỷ USD đầu tư vào 32 cổ phiếu vốn hóa lớn kể từ tháng 9/2026 (Biểu đồ 16-17). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi ích từ tâm lý thị trường sẽ tương đối hạn chế vì việc nâng hạng này đã được thị trường kỳ vọng rộng rãi.

- Đầu tư cơ sở hạ tầng:** Các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn của Việt Nam vẫn đang được triển khai đúng tiến độ, trong đó 250 dự án trọng điểm trị giá 1.280 nghìn tỷ đồng đang được xây dựng, cho thấy cam kết mạnh mẽ của Chính phủ đối với phát triển cơ sở hạ tầng. Đây vẫn là động lực tăng trưởng dài hạn quan trọng cho khu vực công nghiệp & xây dựng, đồng thời cũng hỗ trợ các doanh nghiệp phát triển BDS.

Tuy nhiên, những yếu tố thuận lợi này có thể sẽ phản ánh dần trong thời gian dài hơn và có thể không đủ để ngay lập tức khôi phục niềm tin của NĐT.

Bảng 16: Tổng dòng vốn vào các quỹ ETF dự kiến phân bổ vào cổ phiếu Việt Nam

Phân tích nội bộ của chúng tôi ước tính dòng vốn vào các quỹ ETF sẽ đạt 1 tỷ USD, được phân bổ thành bốn đợt

Tên quỹ	Chỉ số mô phỏng	Tỷ trọng cổ phiếu của VN (%)	Tổng tài sản (triệu USD)	Dòng vốn dự kiến phân bổ vào Việt Nam (triệu USD)
Vanguard Total International Stock ETF	FTSE Global All Cap ex US	0.037%	636,700	235.6
Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II	FTSE Global All Cap ex US	0.037%	319,700	118.3
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF (Mỹ)	FTSE Emerging Markets All Cap China A	0.350%	158,400	554.4
Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund	FTSE All-World ex US	0.024%	90,600	21.7
Vanguard Total World Stock ETF	FTSE Global All Cap	0.037%	83,500	30.9
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	FTSE All-World	0.024%	59,500	14.3
Schwab Emerging Markets Equity ETF	FTSE Emerging Index	0.227%	11,441	26.0
Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF (London)	FTSE Emerging Index	0.227%	4,196	9.5
Vanguard FTSE Emerging Markets All Cap Index ETF (Canada)	FTSE Emerging Markets All Cap China A	0.350%	2,774	9.7
JPMorgan Diversified Return Emerging Markets Equity ETF	FTSE Emerging Markets Equity Index	0.227%	413	0.9
HSBC Emerging Market Sustainable Equity UCITS ETF	FTSE Emerging ESG Low Carbon Select Index	0.227%	332	0.8
Invesco FTSE Emerging Markets High Dividend Low Volatility UCITS ETF (London)	FTSE Emerging Index	0.227%	168	0.4
Invesco FTSE RAFI Emerging Markets UCITS ETF (Mỹ)	FTSE Emerging Index	0.227%	59	0.1
Franklin FTSE Emerging Markets UCITS ETF	FTSE Emerging Index	0.227%	11	0.0
Invesco PureBeta FTSE Emerging Markets ETF (Mỹ)	FTSE Emerging Index	0.227%	9	0.0
Cathay Ftse Emerging Markets ETF (Đài Loan)	FTSE Emerging Index	0.227%	7	0.0
Sphere FTSE Emerging Markets Sustainable Yield Index ETF (Canada)	FTSE Emerging Index	0.227%	6	0.0
REX Gold Hedged FTSE Emerging Markets ETF (Mỹ)	FTSE Emerging Index	0.227%	1	0.0
Tổng			1,367,818	1,022.7
Đợt 1 (T9/2026) - 10%				102.3
Đợt 2 (T3/2027) - 20%				204.5
Đợt 3 (T6/2027) - 35%				357.9
Đợt 4 (T9/2027) - 35%				357.9

Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 17: Danh sách cổ phiếu Việt Nam trong rổ FTSE Global All Cap

32 cổ phiếu dưới đây có thể sẽ thu hút dòng vốn từ các quỹ ETF theo dõi chỉ số FTSE EM Index

Name	SEDOL	Stock Exchange	Size Marker
Hoa Phat Group JSC	B29CC15	HSX	Large
Joint Stock Commercial Bank for Foreign Trade of Vietnam	B622TR5	HSX	Large
Bank for Investment and Development of Vietnam	BJ4WY68	HSX	Large
Vinhomes	BFZBXH0	HSX	Large
Vingroup JSC	B27Y417	HSX	Large
Masan Group Corp.	B59R0P1	HSX	Mid
Saigon Beer Alcohol Beverage	BDSFBV5	HSX	Mid
FPT	B1HMWH6	HSX	Mid
Vietnam Dairy Products JSC	B16GLK5	HSX	Mid
SSI Securities	B1LB8G0	HSX	Small
Petrovietnam Fertilizer & Chemical JSC	B291F68	HSX	Small
Kinhbac City Development Share Holding Corp	B2B3VJ7	HSX	Small
Tasco	B2QXYW6	HNX	Small
Saigon-Hanoi Commercial Bank	B3V86Y9	HSX	Small
Development Investment Construction JSC	B3XZ1Y3	HSX	Small
Vietnam Export Import Commercial JSB	B58P9L5	HSX	Small
Dat Xanh Group	B56QVW5	HSX	Small
Khang Dien House Trading & Investment	B3M16J2	HSX	Small
VIX Securities	B5N90B9	HSX	Small
VNDirect Securities JSC	B4XXQS3	HSX	Small
Phat Dat Real Estate Development	B4V9BD3	HSX	Small
Ducgiang Chemicals & Detergent Powder	BP0RTK8	HSX	Small
No Va Land Investment Group	BYZCMP7	HSX	Small
VietJet Aviation	BYP2451	HSX	Small
Viet Capital Securities	BYVTMH4	HSX	Small
Vincom Retail	BZ0WW59	HSX	Small
Vietnam Electrical Equipment	BYV0WY4	HSX	Small
FPT Digital Retail	BFM5DX1	HSX	Small
GELEX Electric	BPJJB10	HSX	Small
Binh Son Refining and Petrochemical	BFXQ3V1	HSX	Small
Kinh Do JSC	B16GKS6	HSX	Small
SaiGon Thuong Tin Commercial JSB	B19HJ45	HSX	Small

Nguồn: FTSE, HSC

Tình hình pháp lý

Quyết định 96: Khuôn khổ giấy phép tài sản số

Ngày 20/1/2026, Bộ Tài chính đã ban hành Quyết định số 96/QĐ-BTC theo Nghị quyết số 05/2025/NQ-CP, đánh dấu bước tiến đáng kể trong việc triển khai quản lý tài sản số tại Việt Nam. Dựa trên quy mô hoạt động tài sản số khá lớn tại Việt Nam, Quyết định này chuyển khung pháp lý từ nguyên tắc sang triển khai, đặc biệt là về cấp phép & giám sát.

Quyết định chính thức mở quy trình xin cấp phép cho các nhà cung cấp dịch vụ tài sản số thông qua thiết lập – lần đầu tiên – một quy trình cấp phép tiêu chuẩn. Quy trình này bao gồm 5 bước tuần tự, trong đó tổ chức nộp đơn phải đáp ứng các tiêu chí tối thiểu về nhân lực, năng lực tài chính và cơ sở hạ tầng kỹ thuật, như trong Nghị quyết 05.

Chúng tôi ước tính toàn bộ quy trình cấp phép có thể mất khoảng 3-6 tháng, từ đó các giấy phép đầu tiên có thể được cấp sớm nhất vào Q2/2026.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng các hướng dẫn bổ sung sẽ được ban hành theo từng giai đoạn và phần lớn sẽ hoàn thành vào giữa năm 2026. Từ đó, chúng tôi duy trì quan điểm sẵn giao dịch tài sản số trong nước được cấp phép đầy đủ đầu tiên có thể đi vào hoạt động kể từ Q3/2026.

Tính đến tháng 3/2026, 5 công ty tài sản số đã nhận được chấp thuận sơ bộ từ Bộ Tài chính, bao gồm:

- CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa Techcom (TCEX), liên quan tới TCB và TCX.
- CTCP Sàn Giao Dịch Tài Sản Mã Hóa VIX (VIXEX), liên quan tới VIX
- CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa Việt Nam Thịnh Vượng (CAEX), liên quan tới VPB và VPX.
- CTCP Sàn giao dịch tài sản mã hóa Lộc Phát Việt Nam (LPEX), liên quan tới LPB và LPS (Chưa niêm yết).
- CTCP Vietnam Digital Asset, liên quan tới Sungroup (Chưa niêm yết).

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa phản ánh diễn biến này vào mô hình dự báo lợi nhuận của các CTCK do (i) cần có một bộ quy tắc triển khai hoàn chỉnh hơn và (ii) vẫn còn chưa rõ ràng về cơ cấu sở hữu và kết quả hạch toán kế toán trên báo cáo hợp nhất – ví dụ, các đơn vị tài sản số sẽ được xác định là công ty con hay công ty liên kết, và phương pháp thể hiện lợi ích kinh tế trong BCTC niêm yết.

Một trở ngại quan trọng mang tính cấu trúc vẫn là thu hút người dùng trong nước trở về từ các nền tảng quốc tế. Các sàn giao dịch toàn cầu tiếp tục hưởng lợi nhờ thanh khoản sâu rộng, quy mô, nhận diện thương hiệu, thói quen người dùng đã ăn sâu và lịch sử hoạt động lâu dài về bảo mật và phục hồi sự cố – những yếu tố có thể làm chậm tốc độ gia tăng thị phần trong nước ngay cả sau khi việc cấp phép bắt đầu.

HSC đã phân tích chi tiết hơn trong Báo cáo: [Quyết định 96: Quy trình pháp lý cấp giấy phép cho các tổ chức cung cấp dịch vụ tài sản số](#).

Bảng 18: Quy trình xin cấp phép kinh doanh tài sản số theo Quyết định 96

Quy trình xin cấp phép gồm 5 bước, được tổng hợp thành 2 giai đoạn chính

	Giai đoạn 1: Tiếp nhận hồ sơ sơ bộ			Giai đoạn 2: Hoàn thiện hạ tầng/tài chính và cấp phép chính thức	
	Bước 1	Bước 2	Bước 3	Bước 4	Bước 5
Nội dung	Doanh nghiệp nộp hồ sơ xin cấp phép lên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC).	SSC kiểm tra tính đầy đủ của hồ sơ và yêu cầu bổ sung, chỉnh sửa nếu cần.	Bộ Tài chính rà soát hồ sơ sơ bộ và đưa ra quyết định chấp thuận hoặc từ chối (nếu rõ lý do).	Doanh nghiệp nộp bổ sung tài liệu về hạ tầng và vốn để hoàn thiện hồ sơ.	Bộ Tài chính phối hợp với Bộ Công an và NHNN để hoàn tất hồ sơ và cấp phép.
Tài liệu yêu cầu	Các tài liệu theo Khoản 1, 2, 5, 6 Điều 9 Nghị quyết số 05/2025/NQ-CP : <ul style="list-style-type: none"> • Đơn đề nghị cấp phép • Điều lệ công ty • Giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp • Danh sách nhân sự, thông tin cá nhân, hợp đồng lao động của nhân sự quản lý và chuyên môn • Các quy trình nội bộ bắt buộc: quản trị rủi ro, an ninh thông tin, lưu ký, thanh toán, tự doanh, phòng chống rửa tiền, công bố thông tin, kiểm soát nội bộ, xử lý khiếu nại 			Các tài liệu theo Khoản 3, 4, 7, 8, 9 Điều 9 Nghị quyết số 05/2025/NQ-CP : <ul style="list-style-type: none"> • Danh sách cổ đông • Báo cáo tài chính kiểm toán (2 năm gần nhất) và thỏa thuận góp vốn • Mô tả cơ sở vật chất và giấy tờ chứng minh quyền sở hữu hoặc thuê trụ sở • Hệ thống thông tin “Cấp độ 4” được Bộ Công an xác nhận bằng văn bản • Bảng chứng vốn điều lệ ≥ 10.000 tỷ đồng (đã kiểm toán) 	
Thời gian dự kiến	Ngày lập tức	Ngày lập tức	Trong vòng 20 ngày	Trong vòng 1 năm	Trong vòng 30 ngày

Nguồn: Nghị quyết 5/2025/NQ-CP, Quyết định 96/QĐ-BTC, HSC

Thông tư 15/2026: Nguyên tắc kế toán đối với các công ty tài sản số

Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 15/2026/TT-BTC Hướng dẫn nguyên tắc kế toán đối với các tổ chức tham gia thị trường tài sản mã hóa tại Việt Nam trong giai đoạn thí điểm, bao gồm các nhà cung cấp dịch vụ, các tổ chức phát hành và các NĐT tổ chức trong nước.

Những thông tin chính bao gồm:

- Các công ty tài sản mã hóa sẽ tuân theo khung kế toán doanh nghiệp chung theo Thông tư 99/2025/TT-BTC. Doanh thu từ các dịch vụ liên quan đến giao dịch, lưu ký và phát hành sẽ được ghi nhận là doanh thu dịch vụ.
- Một yêu cầu quan trọng là việc tách biệt tài sản của khách hàng: Tiền mặt và tài sản mã hóa do khách hàng lưu ký phải được tách biệt khỏi tài sản của công ty và được ghi nhận ngoài bảng CĐKT, giúp giảm thiểu rủi ro sử dụng sai mục đích.

- Đối với giao dịch tự doanh, các công ty sẽ ghi nhận thu nhập, chi phí và dự phòng tương tự như giao dịch chứng khoán, mặc dù điều này không đồng nghĩa là tài sản số được phân loại hợp pháp là chứng khoán.
- Đối với các tổ chức phát hành và NĐT tổ chức, phương pháp kế toán sẽ tuân theo phương pháp kế toán đối với các khoản vay & đầu tư tài chính, tùy thuộc vào mục đích phát hành hoặc nắm giữ.

Tác động

Chúng tôi cho rằng Thông tư này cung cấp một khuôn khổ kế toán chuẩn hóa cho hệ sinh thái tài sản mã hóa và đưa thực tiễn báo cáo gần hơn với ngành Chứng khoán.

Hạch toán tài sản lưu ký ngoại bảng là đặc biệt quan trọng vì điều này giúp tăng cường bảo vệ NĐT và cải thiện niềm tin vào các nhà cung cấp dịch vụ lưu ký được cấp phép.

Hướng dẫn này cũng tạo cơ sở rõ ràng hơn cho các tổ chức trong nước hạch toán rủi ro liên quan đến tài sản số, điều này có thể thu hút tham gia rộng rãi hơn khi khuôn khổ thí điểm đi vào hoạt động.

Kết luận

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá Thông tư 15 là một bước tiến quan trọng tiếp theo trong việc xây dựng nền tảng pháp lý và vận hành cho thị trường tài sản số Việt Nam. Thông tư này cải thiện tính minh bạch, tăng cường các biện pháp bảo vệ tài sản của khách hàng và giúp thiết lập một khuôn khổ báo cáo nhất quán hơn trước khi thị trường được triển khai đầy đủ dự kiến vào Q3/2026.

Dự báo mới

Dựa trên điều kiện thanh khoản Q1/2026 và triển vọng năm 2026-2027, HSC giảm lần lượt 5% và 8% dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2026-2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới của chúng tôi, giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ tăng trưởng trung bình 13% trong 3 năm tới từ mức nền cao trong năm 2025. Đối với lợi nhuận của các CTCK, chúng tôi giảm lần lượt bình quân 11%, 5% và 13% dự báo cho TCX, SSI và VND trong năm 2026-2027, chủ yếu sau khi hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ mỗi giới và nâng dự báo chi phí tài chính, trong khi đó, chúng tôi tăng bình quân 8% dự báo cho VCI nhờ nâng dự báo thu nhập đầu tư. Theo đó, lợi nhuận thuần của SSI, VCI, VND và TCX sẽ tăng trưởng trung bình lần lượt 12%, 18%, 6% và 21% trong 3 năm tới.

Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo

Triển vọng thanh khoản của thị trường vẫn chịu sức ép do thanh khoản thắt chặt, lãi suất gia tăng – cả lãi suất huy động và cho vay ký quỹ – và bất ổn địa chính trị, trong khi tâm lý lạc quan xung quanh việc nâng hạng thị trường sẽ dần suy giảm.

Do đó, chúng tôi giảm 5% dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày trong năm 2026 xuống 32,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và giảm 8% dự báo cho năm 2027 xuống 37,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15%) và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 đạt 43,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15%), tương đương tăng trưởng trung bình 13% trong 3 năm tới từ mức nền cao trong năm 2025.

Trong trung hạn, thanh khoản vẫn sẽ được hỗ trợ nhờ sự tham gia ngày càng nhiều của NĐT cá nhân, khối ngoại mua ròng sau khi được nâng hạng lên thị trường mới nổi và số lượng các công ty niêm yết gia tăng.

Dựa trên phân tích độ nhạy, chúng tôi nhận thấy sự biến động vừa phải xung quanh kịch bản cơ sở với thanh khoản theo kịch bản lạc quan trong năm 2026 đạt 37,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%) và thanh khoản theo kịch bản tiêu cực là 28,3 nghìn tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ).

Bảng 19: Thanh khoản thị trường thực tế & dự báo theo năm, Việt Nam

Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 5%/8% giá định GTGD bình quân ngày trong năm 2026-27, đồng thời đưa ra dự báo cho năm 2028; GTGD bình quân ngày được ước tính đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 13%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Kịch bản tiêu cực					28,309	32,556	37,439
Tăng trưởng					-5%	15%	20%
Kịch bản cơ sở	29,309	29,799	34,269	41,123	32,779	37,696	43,351
Tăng trưởng	40%	42%	15%	20%	10%	15%	15%
Kịch bản tích cực					37,249	42,837	49,262
Tăng trưởng					25%	15%	20%

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Bảng 20: Tăng trưởng LNTT thực tế và dự báo, các CTCK trong phạm vi phân tích của HSC

LNTT của các công ty được dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2025-28 là 16,3%

Tỷ đồng	2025	Kế hoạch công ty – 2026	Dự báo của HSC		
			2026F	2027F	2028F
SSI	5,083	5,838	5,605	6,352	7,186
Tăng trưởng	43%	15%	10%	13%	13%
VCI	1,629	2,300	2,210	2,415	2,704
Tăng trưởng	50%	41%	36%	9%	12%
VND	2,508	-	2,533	2,702	3,034
Tăng trưởng	20%	-	1%	6%	12%
TCX	7,108	7,535	8,048	10,325	12,802
Tăng trưởng	48%	6% (*)	13%	28%	24%

Ghi chú: (*) Kế hoạch tăng trưởng LNTT năm 2026 của TCX là 18%, không bao gồm các khoản lợi nhuận không thường xuyên đã ghi nhận trong năm 2025.

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Đối với CTCK trong phạm vi phân tích, chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 cho TCX, SSI và VND do nghiệp vụ môi giới suy yếu và chi phí huy động gia tăng, trong khi nâng dự báo cho VCI nhờ thu nhập đầu tư cải thiện và nguồn doanh thu IB mới.

Dự báo điều chỉnh của chúng tôi như sau:

- SSI: Lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 10%, 13% và 13% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ các mảng kinh doanh tăng trưởng trên diện rộng.
- VCI: Lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 36%, 9% và 12% trong năm 2026, 2027 và 2028 nhờ thu nhập đầu tư và doanh thu IB cải thiện.
- VND: Lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 1%, 6% và 12% trong giai đoạn 2026-2028. Tăng trưởng lợi nhuận có thể giảm tốc do lãi từ cho vay ký quỹ và thu nhập đầu tư tăng trưởng chậm lại, trong khi chi phí huy động nhiều khả năng sẽ tăng cao theo lãi suất. Ngoài ra, VND có thể cần tiếp tục trích lập dự phòng TPĐN - chủ yếu liên quan đến trái phiếu của tập đoàn Trung Nam.
- TCX: Lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 13%, 23% và 20% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ các mảng cho vay ký quỹ, kinh doanh nguồn vốn và IB.

Rủi ro giảm đối với các dự báo của chúng tôi là khả năng căng thẳng giữa Mỹ và Iran kéo dài. Một cuộc xung đột kéo dài sẽ làm gia tăng biến động thị trường, suy yếu tâm lý NĐT và cuối cùng ảnh hưởng đến doanh thu nghiệp vụ môi giới và hoạt động cho vay ký quỹ.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu đối với toàn bộ cổ phiếu trong phạm vi phân tích chủ yếu do hạ dự báo lợi nhuận và bội số định giá mục tiêu. Chúng tôi hiện định giá SSI và VND với P/E và P/S mục tiêu cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (so với cao hơn 1 độ lệch chuẩn trước đó) và định giá VCI cao hơn 0,75 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn trước đó). Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng ngành Chứng khoán đang có điểm vào hấp dẫn sau đợt điều chỉnh gần đây. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với TCX, VCI và SSI và giữ nguyên khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND. TCX vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ lợi thế mang tính cấu trúc, khả năng sinh lời mạnh mẽ và định giá hấp dẫn. VCI, SSI và VND hiện cũng có định giá hấp dẫn nhưng chúng tôi không nhận thấy động lực rõ ràng trong ngắn hạn.

Điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu do hạ bội số định giá

HSC giảm 9% giá mục tiêu cho SSI xuống 35.100đ/cp (tiềm năng tăng giá 20%), giảm 16% giá mục tiêu cho VND xuống 19.200đ/cp (tiềm năng tăng giá 12%) và giảm 20% giá mục tiêu cho TCX xuống 63.200đ/cp (tiềm năng tăng giá 23%), trong khi đó, chúng tôi tăng 9% giá mục tiêu cho VCI lên 35.200đ/cp (tiềm năng tăng giá 21%). Những điều chỉnh chính như sau:

- **Điều chỉnh dự báo lợi nhuận:** Chúng tôi giảm bình quân lần lượt 11%, 5% và 13% dự báo lợi nhuận năm 2026 cho TCX, SSI và VND trong khi tăng 12% dự báo cho VCI.
- **Hạ giá định bội số định giá mục tiêu:** Do thận trọng hơn về triển vọng thanh khoản thị trường năm 2026, chúng tôi hạ giá định bội số định giá mục tiêu. Đối với SSI và VND, chúng tôi hạ định giá P/E và P/S mục tiêu xuống cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ từ cao hơn 1 độ lệch chuẩn trước đó. Đối với VCI, chúng tôi hạ định giá mục tiêu xuống cao hơn 0,75 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ từ cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn trước đó.
- **Định giá TCX:** Chúng tôi tiếp tục định giá TCX theo phương pháp so sánh P/E, áp dụng mức thặng dư 20% so với bình quân ngành để phản ánh khả năng sinh lời và tăng trưởng lợi nhuận vượt trội của công ty.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/E dự phóng năm 2026 là 20,3 lần đối với SSI, 21,3 lần đối với VCI, 15,1 lần đối với VND và 22,7 lần đối với TCX. Dựa trên tiềm năng tăng giá, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho SSI, VCI và TCX và khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND.

Trong số 4 cổ phiếu trong phạm vi phân tích, TCX vẫn là lựa chọn hàng đầu nhờ quy mô lớn, cơ sở thu nhập đa dạng và hiệu quả tài chính vững chắc. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu VCI nhờ triển vọng lợi nhuận năm 2026 mạnh mẽ với động lực từ mảng IB đang cải thiện. Mặc dù định giá của SSI và VND có vẻ hấp dẫn nhưng chúng tôi không nhận thấy động lực đáng kể trong ngắn hạn đối với những cổ phiếu này.

Bảng 21: So sánh các CTCK trong phạm vi phân tích của HSC

Đông	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	P/E (lần)		ROE		Tăng trưởng EPS		P/E tại giá mục tiêu (lần)
				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F
SSI	29,400	Mua vào	35,100	17.0	15.0	12.0%	12.2%	5.6%	13.0%	20.3
VCI	29,000	Mua vào	35,200	17.5	16.1	9.2%	10.3%	23.7%	8.8%	21.3
VND	17,150	Tăng tỷ trọng	19,200	13.5	13.8	9.3%	8.8%	5.3%	-2.4%	15.1
TCX	51,300	Mua vào	63,200	18.4	14.4	13.8%	15.7%	2.7%	28.3%	22.7
Ngành				17.8	15.6	11.6%	12.3%	9.2%	14.0%	20.0

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 8/4.
Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Bảng 22: Kết hợp phương pháp P/E và P/S, các CTCK trong phạm vi phân tích của HSC

	P/S	P/E	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm
SSI	27,856	42,382	35,119	20%
VCI	34,001	36,686	35,209	21%
VND	17,020	21,469	19,245	12%

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi đã giảm bình quân 4% trong 1 tháng qua và đi ngang trong 3 tháng qua, trong khi chỉ số VN Index đi ngang (sau đợt phục hồi mạnh vào ngày 8/4/2026), phản ánh thanh khoản thị trường suy yếu kể từ đầu năm 2026 cũng như căng thẳng tại Trung Đông.

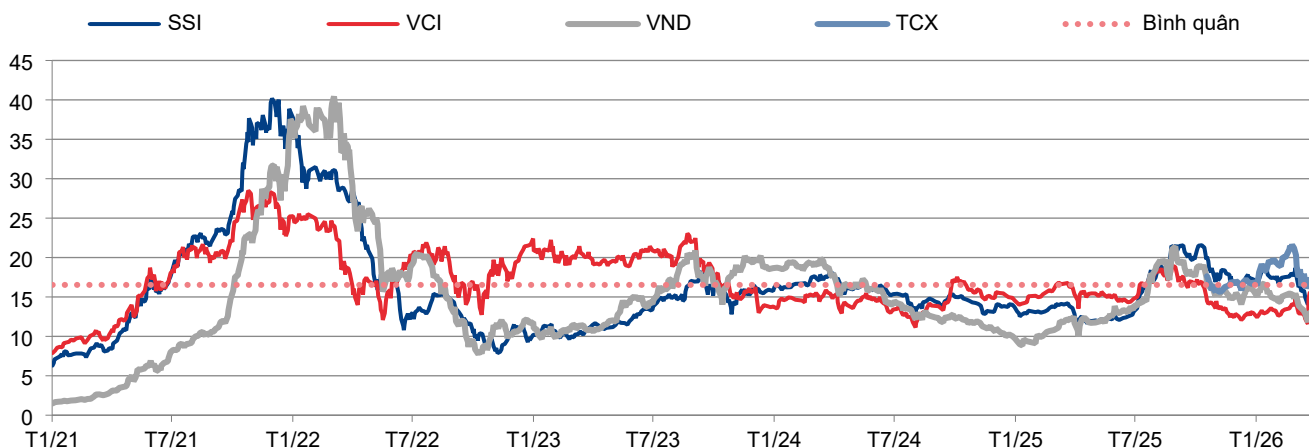
Cụ thể, giá cổ phiếu SSI, VND và TCX giảm lần lượt 7%, 6% và 7%, trong khi giá cổ phiếu VCI tăng 4% trong 1 tháng qua. Từ đó, P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm bình quân của những cổ phiếu này lần lượt ở mức 15,8 lần và 5,3 lần, nhìn chung sát với bình quân quá khứ.

Dựa trên P/E trượt dự phóng 1 năm:

- SSI: 16,1 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.
- VCI: 17,3 lần, sát với bình quân quá khứ.
- VND: 14,2 lần, sát với bình quân quá khứ.
- TCX: 17,2 lần (so với bình quân kể từ khi niêm yết vào ngày 21/10/2025 ở mức 17,6 lần)

Biểu đồ 23: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm, các CTCK trong phạm vi phân tích của HSC

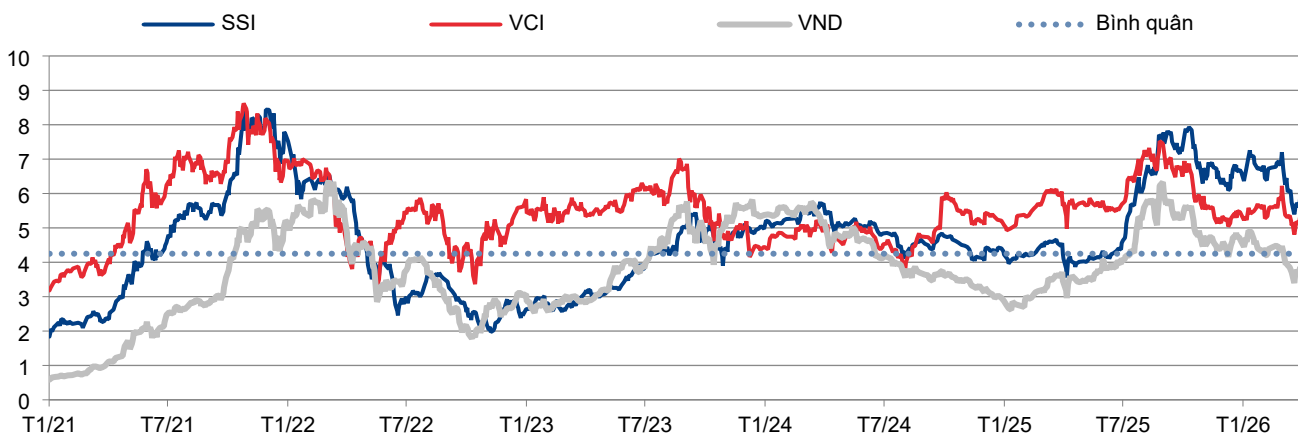
P/E của các công ty chứng khoán đã quay trở lại mức đầu năm 2025...



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Biểu đồ 24: So sánh P/S trượt dự phóng 1 năm, các CTCK trong phạm vi phân tích của HSC

... tương tự như P/S



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

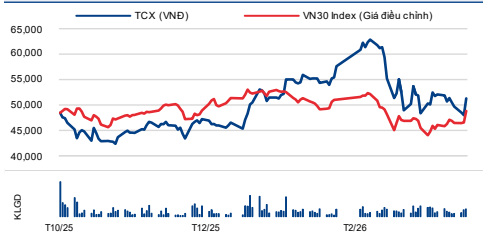
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ63,200 (từ VNĐ78,200)
Tiềm năng tăng/giảm: 23.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/4/2026)	51,300
Mã Bloomberg	TCX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,363-62,852
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	49,267
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	118,570
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,503
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)	2,083
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.86%
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	(7.12)	2.43	-
So với chỉ số	(8.41)	10.0	-
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,786	3,127	(10.9)
2027F	3,574	3,795	(5.8)
2028F	4,431	-	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

Định giá hấp dẫn dù triển vọng ngắn hạn nhiều thách thức

- Chúng tôi giảm 19% giá mục tiêu theo phương pháp định giá so sánh dựa trên P/E xuống 63.200 đồng/cp, phản ánh cả việc hạ dự báo lợi nhuận lẫn việc điều chỉnh mật bằng định giá của nhóm cùng ngành. Với tiềm năng tăng giá 23% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua đối với TCX, đồng thời tiếp tục xem đây là cổ phiếu ưa thích nhất trong nhóm CTCK.
- Chúng tôi hạ dự báo LNTT giai đoạn 2026-27 lần lượt 11% và 6%. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 13% và 28% trong 2026-27, trong khi dự báo lần đầu cho 2028 cho thấy mức tăng trưởng tiếp theo là 24%. Mật bằng lãi suất cao hơn nhiều khả năng sẽ gây áp lực lên thanh khoản thị trường và làm tăng chi phí vốn, qua đó khiến môi trường kinh doanh trở nên kém thuận lợi hơn.
- Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu thấp hơn cho nhóm doanh nghiệp cùng ngành, nhưng vẫn giữ nguyên giá định 20% thặng dư định giá cho TCX nhờ triển vọng tăng trưởng 3 năm và ROE vượt trội. Trên cơ sở đó, giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E 2026 là 22,7 lần.

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

Nhìn chung, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về triển vọng trung và dài hạn của TCX, nhờ vị thế đầu ngành trên nhiều mảng của thị trường vốn, bảng cân đối kế toán lành mạnh và hiệu quả hoạt động cao. Tuy nhiên, triển vọng ngắn hạn đã kém thuận lợi hơn khi thanh khoản bị thắt chặt và biến động thị trường gia tăng, tạo ra môi trường khó khăn hơn cho các hoạt động trên thị trường vốn. Dù vậy, chúng tôi cho rằng kế hoạch LNTT tăng 6% trong 2026 mà ban lãnh đạo đưa ra (hoặc 18% nếu loại trừ khoản thu nhập đầu tư bất thường của 2025) là tương đối thận trọng.

Tác động: Giảm bình quân 8,5% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giảm bình quân 8,5% dự báo LNTT cho năm 2026-2027. Theo dự báo mới của chúng tôi (bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2028), LNTT tăng trưởng lần lượt 13%, 28% và 24% trong giai đoạn 2026-2028 với hệ số ROE đạt 17%.

Các điều chỉnh này chủ yếu phản ánh giả định thận trọng hơn của chúng tôi về tăng trưởng bảng cân đối và biên lợi nhuận/chênh lệch lợi suất trên các mảng kinh doanh cốt lõi, bao gồm cho vay kỳ quỹ và phân phối trái phiếu doanh nghiệp. Dù vậy, bảng cân đối lành mạnh và nền tảng vốn vững chắc sẽ giúp TCX có vị thế thuận lợi để tăng tốc trở lại khi điều kiện thị trường cải thiện. Lưu ý rằng chúng tôi hiện là CTCK duy nhất phân tích TCX, và do đó, dự báo của thị trường thực chất là các dự báo trước đó của HSC.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giảm 7% trong 1 tháng qua nhưng vẫn tăng 5% kể từ khi niêm yết vào tháng 10/2025 (so với mức giảm bình quân 11% của các cổ phiếu cùng ngành, trong khi VN-Index tăng 5,6%), TCX hiện đang giao dịch tại P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,7 lần, thấp hơn mức bình quân 17,6 lần kể từ khi niêm yết. Chúng tôi giảm 19% giá mục tiêu xuống 63.200 đồng/cp, sau khi hạ cả dự báo lợi nhuận và P/E mục tiêu 2026 xuống 22,7 lần. Mức định giá này dựa trên 20% thặng dư định giá so với nhóm cùng ngành, không thay đổi so với trước, nhằm phản ánh nền tảng cơ bản vượt trội của TCX, trong bối cảnh thị trường kém thuận lợi hơn và tâm lý đối với nhóm cổ phiếu thị trường vốn suy yếu. Theo quan điểm của chúng tôi, TCX xứng đáng giao dịch ở mức thặng dư nhờ khả năng sinh lời cao hơn, mức độ tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn và vị thế cạnh tranh mạnh trên các phân khúc cốt lõi.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	7,615	11,217	13,262 ▼	16,697	20,604
LN thuần (tỷ đồng)	3,850	5,683	6,439 ▼	8,261 ▼	10,242
EPS (đồng)	1,964	2,713	2,786 ▼	3,574 ▼	4,431
DPS (đồng)	610	500	500 ▼	750	900
BVPS (đồng)	13,414	19,080	21,366	24,225	27,770
P/E (lần)	26.1	18.9	18.4	14.4	11.6
Lợi suất cổ tức (%)	1.19	0.97	0.97	1.46	1.75
P/B (lần)	3.82	2.69	2.40	2.12	1.85
Thị phần môi giới CP (%)	7.15	8.00	9.09	10.1	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	60.2	38.2	2.67	28.3	24.0
ROAE (%)	15.4	16.1	13.8	15.7	17.0

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

Hạ dự báo do thanh khoản giảm; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC giảm bình quân 8,5% dự báo LNTT cho năm 2026-2027, chủ yếu phản ánh giả định thận trọng hơn của chúng tôi về tăng trưởng bằng cân đối và biên lợi nhuận/chênh lệch lợi suất trên các mảng kinh doanh cốt lõi, bao gồm cho vay ký quỹ và phân phối trái phiếu doanh nghiệp. Tuy nhiên, bằng cân đối kế toán lành mạnh và nền tảng vốn vững chắc sẽ giúp TCX có vị thế thuận lợi để tăng tốc trở lại khi điều kiện thị trường cải thiện. Theo dự báo mới của chúng tôi (bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2028), LNTT được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 13%, 28% và 24% trong giai đoạn 2026-2028 với hệ số ROE đạt 17%. Chúng tôi giảm 19% giá mục tiêu theo phương pháp định giá so sánh dựa trên P/E xuống 63.200đ, phản ánh cả việc hạ dự báo lợi nhuận lẫn việc điều chỉnh mặt bằng định giá của nhóm cùng ngành. Với tiềm năng tăng giá 23% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho TCX, tiếp tục xem đây là cổ phiếu ưa thích nhất trong nhóm CTCK.

Dự báo mới

Các giả định chính

HSC giả định bối cảnh kinh tế vĩ mô của Việt Nam sẽ tiếp tục tích cực trong giai đoạn 2026-2028 với tăng trưởng GDP thực đạt 7,6% trong năm 2026 và 8% trong giai đoạn 2027-2028. Chúng tôi kỳ vọng thị trường vốn sẽ tiếp tục phát triển sâu rộng, trong đó dư nợ TPDN tăng từ 11,9% GDP trong năm 2025 lên lần lượt 13%, 15% và 17% trong giai đoạn 2026-2028, trong khi tỷ lệ vốn hóa TTCK/GDP được dự báo sẽ tăng từ 78% lên lần lượt 83,5%, 89% và 94,5% trong giai đoạn. Tỷ lệ thâm nhập của các công ty quản lý quỹ cũng được kỳ vọng sẽ cải thiện với tổng giá trị tài sản ròng tăng từ 2,2% GDP trong năm 2025 lên lần lượt 2,4%, 2,9% và 3,3% trong giai đoạn 2026-2028.

Ở cấp độ công ty, chúng tôi tiếp tục giả định TCX sẽ giành thêm thị phần trong các lĩnh vực kinh doanh chính. Thị phần môi giới chứng khoán sẽ tăng từ 8% trong năm 2025 lên lần lượt 9,2%, 10,1% và 11,1% trong giai đoạn 2026-2028, trong khi thị phần cho vay ký quỹ được dự báo sẽ tăng từ 10,6% lên lần lượt 11,3%, 12,2% và 13,1% trong giai đoạn và thị phần phân phối quỹ tăng từ 8,3% lên lần lượt 9,3%, 10,3% và 11,4%. Thị phần tư vấn TPDN của TCX được giả định sẽ duy trì ổn định ở mức khoảng 38%, trong khi khối lượng giao dịch trên iConnect dự kiến sẽ tăng trưởng 12%/năm kể từ năm 2026.

Bảng 25: Các giả định chính

Những điều chỉnh chính: Chúng tôi hạ giả định thanh khoản thị trường trong bối cảnh lãi suất tăng

Các giả định chính	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng GDP thực tế	7.1%	8.0%	7.6%	8.0%	8.0%
Dư nợ TPDN của Việt Nam (% GDP)	11.0%	11.9%	13.0%	15.0%	17.0%
Thị phần mảng tư vấn TPDN của TCX	45.4%	37.9%	37.9%	37.9%	38.0%
Tăng trưởng khối lượng giao dịch trên iConnect (thị trường TPDN thứ cấp)	-12.9%	9.8%	12.0%	12.0%	12.0%
Quy mô vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam (% GDP)	59.2%	78.0%	83.5%	89.0%	94.5%
Tăng trưởng GTGD bình quân ngày của thị trường chứng khoán	19.5%	39.2%	10.1%	15.1%	14.7%
Thị phần môi giới chứng khoán của TCX	6.9%	8.0%	9.2%	10.1%	11.1%
Quy mô cho vay ký quỹ tại Việt Nam (% vốn hóa thị trường)	3.7%	4.1%	4.0%	4.2%	4.3%
Thị phần cho vay ký quỹ của TCX	10.3%	10.6%	11.3%	12.2%	13.1%
Tổng tài sản ròng (NAV) của các quỹ đầu tư tại Việt Nam (% GDP)	2.1%	2.2%	2.4%	2.9%	3.3%
Thị phần phân phối quỹ của TCX	6.9%	8.3%	9.3%	10.3%	11.4%
Lãi từ hoạt động cho vay ký quỹ	12.3%	10.7%	11.6%	11.4%	11.2%
Lợi suất từ hoạt động phân phối & kinh doanh nguồn vốn	16.5%	18.0%	12.5%	13.4%	14.0%
Chi phí nợ	6.7%	6.9%	8.1%	7.6%	7.2%
Chi phí BH&QL (% lợi nhuận thuần HĐKD)	10.6%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%

Nguồn: TCX, HSC

Tuy nhiên, các giả định của chúng tôi cũng phản ánh một môi trường ngắn hạn đầy thách thức. Trong đó, giá trị giao dịch bình quân ngày của TTCK được dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức 10,1% trong năm 2026 từ nền cao trong năm 2025, sau đó phục hồi lần lượt 15,1% và 14,7% trong năm 2027-2028. Lợi suất phân phối và đầu

tư nguồn vốn dự kiến trở về mức bình thường ở 12,5% trong 2026, từ mức 18,0% của 2025 (một phần nhờ khoản thu bất thường 726 tỷ đồng). Trong khi đó, chi phí nợ vay tăng lên 8,1% trong năm nay từ 6,9%, trước khi giảm dần xuống 7,6% và 7,2% trong năm 2027-28. Chúng tôi giữ nguyên dự báo chi phí bán hàng và quản lý ở mức 8,5% doanh thu hoạt động thuần.

Các điều chỉnh chính

So với các dự báo trước đó, chúng tôi thận trọng hơn về triển vọng tăng trưởng bằng cân đối và hoạt động thị trường vốn. Chúng tôi giảm lần lượt 11% và 10,5% dự báo dư nợ cho vay ký quỹ cho năm 2026-27 xuống lần lượt 50,5 nghìn tỷ đồng và 65,4 nghìn tỷ đồng, tương đương tăng trưởng lần lượt 15,1% và 29,5%, sau đó tăng trưởng 28,1% theo dự báo lần đầu cho năm 2028 của chúng tôi. Điều này phản ánh quan điểm thận trọng hơn về nhu cầu vay ký quỹ và thanh khoản thị trường trong ngắn hạn.

Ngược lại, chúng tôi tăng dự báo danh mục đầu tư cho mảng nguồn vốn và lưu kho trái phiếu doanh nghiệp thêm 8,0%/7,4%, lên 39,1 nghìn tỷ đồng/44,0 nghìn tỷ đồng trong 2026-27. Theo đó khả năng TCX sẽ dịch chuyển một phần bằng cân đối sang tài sản nguồn vốn và trái phiếu doanh nghiệp cho cả mục đích đầu tư và lưu kho. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng tài sản xuống lần lượt 92.000 tỷ đồng và 111.400 tỷ đồng trong năm 2026-27, đồng thời hạ dự báo nợ xuống lần lượt 43.800 tỷ đồng và 55.900 tỷ đồng nhưng giữ nguyên dự báo vốn CSH lần lượt ở mức 49.400 tỷ đồng và 56.000 tỷ đồng.

Đối với KQKD, chúng tôi chủ yếu hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới, IB và thu nhập đầu tư & phân phối trái phiếu, trong khi gần như giữ nguyên lãi từ cho vay ký quỹ trong năm 2026 (hạ dự báo dư nợ cho vay ký quỹ nhưng nâng giá định lãi suất cho vay) và chỉ giảm nhẹ sau đó. Chúng tôi cũng phản ánh mặt bằng chi phí huy động cao hơn, tương đương lỗ thuần HĐ tài chính tăng lên lần lượt 3.350 tỷ đồng và 4.010 tỷ đồng trong năm 2026-2027, so với dự báo trước đó lần lượt ở mức 3.070 tỷ đồng và 3.650 tỷ đồng.

Điều chỉnh dự báo

Dựa trên các giả định mới, chúng tôi giảm lần lượt 11% và 5,8% dự báo LNTT xuống lần lượt 8 nghìn tỷ đồng và 10,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và 2027, sau đó tăng trưởng lên 12,8 nghìn tỷ đồng theo dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo đó, LNTT vẫn tăng trưởng khả quan lần lượt 13,2%, 28,3% và 24% trong giai đoạn 2026-28. Chúng tôi điều chỉnh dự báo để phản ánh bối cảnh hoạt động ngắn hạn khó khăn hơn nhưng TCX vẫn có vị thế thuận lợi để duy trì tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong trung hạn, nhờ triển vọng mở rộng thị phần và đẩy mạnh thâm nhập thị trường vốn.

Bảng 26: Dự báo lợi nhuận, TCX

Chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 13,2%/28,3%/24% trong giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	2024	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2026	2027	2026	2027	2028
Lợi nhuận hoạt động	6,920	10,004	13,127	15,836	12,147	15,293	18,819
Môi giới	220	374	446	581	358	512	669
Cho vay ký quỹ	2,568	3,641	5,347	6,536	5,371	6,474	8,182
Ngân hàng đầu tư	1,344	2,018	2,560	3,130	2,279	2,882	3,610
Đầu tư và phân phối trái phiếu	2,783	3,964	4,745	5,517	4,105	5,374	6,281
Khác	4	7	29	73	35	52	78
Lỗ hoạt động tài chính	(1,551)	(2,236)	(3,070)	(3,645)	(3,352)	(4,010)	(4,829)
Lợi nhuận thuần HĐKD	5,369	7,768	10,057	12,191	8,795	11,283	13,990
Chi phí BH&QL	(567)	(659)	(1,023)	(1,228)	(746)	(957)	(1,187)
LNTT	4,802	7,109	9,034	10,964	8,049	10,326	12,803
Tăng trưởng		48.0%	27.1%	21.4%	13.2%	28.3%	24.0%
Điều chỉnh					-10.9%	-5.8%	

Nguồn: TCX, HSC

Biểu đồ 27: Những dự báo quan trọng về bảng cân đối kế toán, TCX

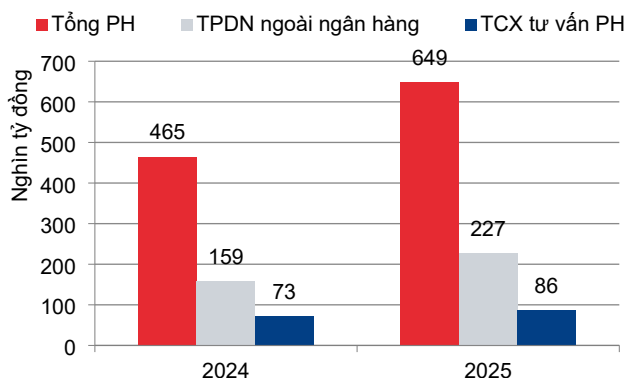
Chúng tôi dự báo nhu cầu vay ký quỹ sẽ suy yếu trong bối cảnh lãi suất tăng. Theo đó, TCX có thể sẽ tái cơ cấu một phần bảng cân đối kế toán khi gia tăng tỷ trọng tài sản treasury và TPDN nhằm phục vụ cả mục đích đầu tư và 'warehousing'

Bảng cân đối kế toán	2024	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2026	2027	2026	2027	2028
Dư nợ cho vay ký quỹ	25,911	43,860	56,747	73,005	50,493	65,372	83,718
Tăng trưởng		69.3%	29.4%	28.7%	15.1%	29.5%	28.1%
Điều chỉnh					-11.0%	-10.5%	-9.0%
Đầu tư (treasury & TPDN)	19,920	28,915	36,174	40,959	39,070	43,975	49,630
Tăng trưởng		45.2%	25.1%	13.2%	35.1%	12.6%	12.9%
Điều chỉnh					8.0%	7.4%	6.5%
Tổng tài sản	49,395	76,613	103,014	123,180	92,012	111,428	135,758
Vốn CSH	26,297	44,100	48,742	55,759	49,383	55,991	64,185
Nợ	25,104	34,094	51,061	63,549	43,819	55,894	71,226

Nguồn: TCX, HSC

Biểu đồ 28: Giá trị TPDN phát hành & TCX tư vấn phát hành

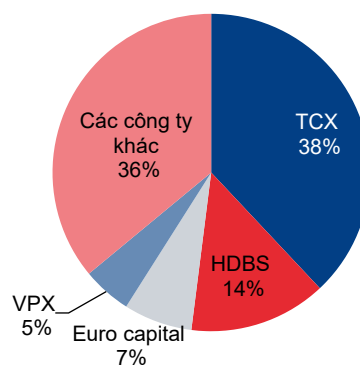
Tổng giá trị trái phiếu tư vấn phát hành của TCX tăng trưởng 18% trong năm 2025



Nguồn: TCX

Biểu đồ 29: Hoạt động tư vấn TPDN khỏi ngoài ngân hàng

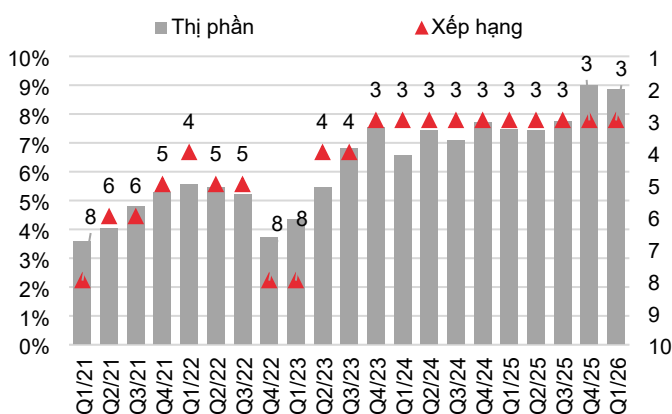
TCX vẫn giữ vị trí số 1, tuy nhiên thị phần giảm xuống 38% so với mức 46% năm 2024



Nguồn: TCX

Biểu đồ 30: Thị phần môi giới cổ phiếu trên HSX, TCX

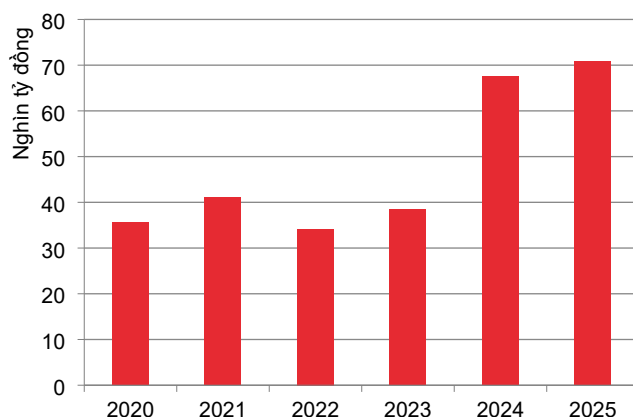
TCX duy trì vị thế top 3 với thị phần 8,75% trong Q1/2026



Nguồn: HSX

Biểu đồ 31: Hoạt động phân phối TPDN qua i-Bond, TCX

Hoạt động phân phối duy trì tích cực trong năm 2025



Nguồn: TCX

Định giá và khuyến nghị

HSC tiếp tục xác định giá mục tiêu của TCX theo phương pháp định giá so sánh P/E. Chúng tôi hạ P/E mục tiêu năm 2026 của ngành xuống 18,9 lần trong bối cảnh thị trường thắt chặt và tâm lý kém tích cực đối với các công ty trong lĩnh vực thị trường vốn, nhưng vẫn giữ nguyên mức định giá thặng dư 20% cho TCX. Từ đó, chúng tôi định giá TCX với P/E dự phóng mục tiêu năm 2026 đạt 22,7 lần, tương đương 63.200đ/cp (tiềm năng tăng giá 23,2%). Chúng tôi cho rằng cổ phiếu TCX xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn nhờ lịch sử tăng trưởng mạnh mẽ, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vượt trội và vị thế cạnh tranh hàng đầu ở các phân khúc quan trọng trên thị trường vốn.

Phương pháp định giá

HSC xác định giá mục tiêu theo phương pháp so sánh P/E. Theo đó, chúng tôi hạ P/E năm 2026 của ngành xuống 18,9 lần (từ 21 lần trước đó) trong bối cảnh thị trường kém thuận lợi, điều kiện thanh khoản thắt chặt và tâm lý NĐT suy yếu đối với các công ty trong lĩnh vực thị trường vốn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên mức thặng dư định giá 20% so với bình quân ngành, tương đương P/E dự phóng mục tiêu năm 2026 là 22,7 lần.

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu TCX xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn nhờ lịch sử tăng trưởng mạnh mẽ, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vượt trội và vị thế cạnh tranh hàng đầu ở các phân khúc quan trọng trên thị trường vốn. Công ty cũng được hưởng lợi nhờ bảng cân đối lành mạnh hơn và hiệu quả hoạt động mạnh mẽ hơn, điều này sẽ giúp Công ty vượt qua môi trường khó khăn tốt hơn so với hầu hết các công ty trong ngành. Mặc dù điều kiện ngắn hạn có thể vẫn kém tích cực, chúng tôi tin rằng những lợi thế mang tính cấu trúc của TCX sẽ giúp cổ phiếu xứng đáng với mức định giá cao hơn, đồng thời củng cố triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ trong trung hạn khi điều kiện thị trường cải thiện.

Bảng 32: So sánh các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Giá mục tiêu của TCX dựa trên P/E mục tiêu năm 2026 là 22,3 lần, cao hơn 20% so với các công ty cùng ngành khác nhờ ROE và tốc độ tăng trưởng vượt trội

Công ty	Giá (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng/giảm %	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E tại giá mục tiêu (lần)	
					2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
SSI	29,400	Mua vào	35,300	20.0%	1.86	1.82	17.0	15.0	12.0	12.2	5.6	13.0	20.3	17.9
VCI	29,000	Mua vào	35,200	21.4%	1.62	1.71	17.5	16.1	9.2	10.3	23.7	8.8	21.3	19.6
VND	17,150	Tăng tỷ trọng	19,200	12.0%	1.21	1.21	13.5	13.8	9.3	8.8	5.3	-2.4	15.1	15.5
Bình quân (loại trừ TCX)					1.46	1.48	15.0	14.0	10.2	10.4	11.5	6.5	18.9	17.6
TCX	51,300	Mua vào	63,200	23.2%	2.40	2.12	18.4	14.4	13.8	15.7	2.7	28.3	22.7	17.7

Dữ liệu giá ngày 8/4.
Nguồn: HSC

Bảng 33: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TCX

Giá mục tiêu trong kịch bản cơ sở được xác định dựa trên P/E 22,7 lần (tương đương mức thặng dư 20% so với P/E bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành tại giá mục tiêu), áp dụng cho EPS dự phóng năm 2026 là 2.786 đồng/cổ phiếu

Đồng	Mức thặng dư định giá so với ngành / P/E tương ứng						
		0%	10%	20%	30%	40%	
		18.9	20.8	22.7	24.6	26.5	
EPS dự phóng 2026 của TCX	Kịch bản cơ sở -20%	2,229	42,200	46,400	50,600	54,800	59,000
	Kịch bản cơ sở -10%	2,507	47,400	52,200	56,900	61,700	66,400
	Kịch bản cơ sở	2,786	52,700	58,000	63,200	68,500	73,800
	Kịch bản cơ sở +10%	3,064	58,000	63,800	69,600	75,300	81,100
	Kịch bản cơ sở +20%	3,343	63,200	69,600	75,900	82,200	88,500

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Kể từ khi niêm yết trên sàn HSX vào ngày 21/10/2025, giá cổ phiếu của TCX đã biến động mạnh, phản ánh rõ nét những biến động mạnh của lĩnh vực thị trường vốn. Tuy nhiên, diễn biến cổ phiếu TCX vẫn tích cực hơn so với bình quân ngành (tăng 5% so với giảm bình quân 11% trong cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng diễn biến tích cực hơn tương đối này là đáng khích lệ, đặc biệt là khi cổ phiếu TCX vẫn chưa đủ điều kiện cho vay ký quỹ do vẫn chưa niêm yết trên sàn đủ 6 tháng.

Cổ phiếu TCX có diễn biến rất tích cực trong giai đoạn đầu năm 2026, đạt đỉnh 64.140đ/cp vào tháng 2, cao hơn 37% so với giá IPO. Chúng tôi tin rằng động lực tăng giá đến từ tâm lý tích cực về tiến độ pháp lý trong lĩnh vực tài sản mã hóa và tiềm năng thành lập sàn giao dịch tài sản số, một lĩnh vực TCX đã có sự chuẩn bị tốt để tham gia. Tuy nhiên, cổ phiếu đã điều chỉnh mạnh vào tháng 3 và tháng 4, diễn biến kém tích cực hơn so với cả chỉ số VN Index và bình quân ngành và giảm về quanh mức giá IPO. Chúng tôi cho rằng sự điều chỉnh này một phần do hoạt động chốt lời sau đợt tăng giá mạnh và một phần do sự thất vọng về kế hoạch lợi nhuận năm 2026 thận trọng của BLĐ.

TCX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,7 lần, thấp hơn so với bình quân kể từ khi niêm yết (21/10/2025) ở mức 17,6 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	652	1,068	1,224	1,578	2,005
Lãi cho vay ký quỹ	2,622	3,728	5,472	6,604	8,349
Doanh thu HĐ tự doanh	1,655	1,769	1,251	1,737	2,352
Phí bảo lãnh phát hành	1,338	2,629	3,001	3,842	4,209
Thu nhập dịch vụ tư vấn	1,344	2,018	2,280	2,883	3,612
Thu nhập HĐ khác	4.19	6.60	34.5	51.8	77.6
Doanh thu HĐ	7,615	11,217	13,262	16,697	20,604
Chi phí HĐ	(1,262)	(1,873)	(1,862)	(2,361)	(2,971)
Lợi nhuận HĐ	6,353	9,345	11,401	14,336	17,632
Lợi nhuận tài chính	(1,551)	(2,236)	(3,352)	(4,010)	(4,829)
Lợi nhuận khác	(0.25)	(0.42)	0	0	0
LNTT	4,802	7,109	8,049	10,326	12,803
Chi phí thuế TNDN	(952)	(1,425)	(1,610)	(2,065)	(2,561)
LNST	3,850	5,683	6,439	8,261	10,242
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	3,850	5,683	6,439	8,261	10,242

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,865	3,108	1,621	1,034	1,267
Phải thu	539	687	784	1,004	1,099
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	171	56.1	43.3	43.3	43.3
Tài sản tài chính	45,820	72,762	89,564	109,348	133,348
FVTPL	17.3	38.9	38.9	38.9	38.9
HTM	2,232	3,657	4,023	4,425	4,868
Cho vay ký quỹ	25,911	43,860	50,493	65,372	83,718
AFS	17,660	25,206	35,008	39,511	44,723
Dự phòng	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	3,533	3,610	3,610	3,610	3,610
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	3,533	3,610	3,610	3,610	3,610
Tài sản cố định	50.7	107	141	183	237
Tài sản khác	265	302	302	302	302
Tổng tài sản	53,244	80,632	96,065	115,524	139,907
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	20,523	31,080	39,808	50,595	64,234
Trái phiếu ngắn hạn	3,575	1,504	0	0	2,008
Phải trả hoạt động	156	53.1	408	490	594
Vay dài hạn	1,006	1,510	4,011	5,299	4,985
Nợ phải trả khác	1,686	2,386	2,455	3,148	3,902
Nợ phải trả	26,947	36,533	46,682	59,533	75,722
Vốn chủ sở hữu	26,297	44,100	49,383	55,991	64,185
Vốn điều lệ	19,613	23,113	23,113	23,113	23,113
Thặng dư vốn cổ phần	0	8,607	8,607	8,607	8,607
Lợi nhuận giữ lại	6,689	12,372	17,655	24,264	32,458
Quy & vốn khác của CSH	(4.96)	7.48	7.48	7.48	7.48
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	53,244	80,632	96,065	115,524	139,907

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	21.6	51.4	19.1	20.3	21.1
Tăng trưởng cho vay (%)	55.9	69.3	15.1	29.5	28.1
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	327	13.9	0	0	0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	13.6	51.4	28.1	27.1	27.0
Tăng trưởng VCSH (%)	11.3	67.7	12.0	13.4	14.6
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	44.9	47.3	18.2	25.9	23.4
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	8.42	48.3	0.58	26.8	25.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	55.2	47.1	22.0	25.7	23.0
Tăng trưởng LNTT (%)	58.6	48.0	13.2	28.3	24.0
Tăng trưởng LNST (%)	60.2	47.6	13.3	28.3	24.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	60.2	47.6	13.3	28.3	24.0

Định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
P/E (lần)	26.1	18.9	18.4	14.4	11.6
P/B (lần)	3.82	2.69	2.40	2.12	1.85
Lợi suất cổ tức (%)	1.19	0.97	0.97	1.46	1.75

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,964	2,713	2,786	3,574	4,431
DPS (đồng)	610	500	500	750	900
BVPS (đồng)	13,414	19,080	21,366	24,225	27,770
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,960	2,095	2,311	2,311	2,311
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,960	2,311	2,311	2,311	2,311
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,960	2,311	2,311	2,311	2,311

Chỉ số lợi nhuận	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
ROAA (%)	7.93	8.49	7.29	7.81	8.02
ROAE (%)	15.4	16.1	13.8	15.7	17.0
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.3	10.7	11.6	11.4	11.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	7.03	7.55	8.61	8.04	7.60
Phí môi giới thuần (%)	0	0	0	0	0
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	16.5	15.0	12.5	13.4	14.0
Tỷ lệ CIR (%)	16.6	16.7	14.0	14.1	14.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	31.1	18.4	17.9	21.0	20.3

Thị phần	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.15	8.00	9.09	10.1	11.0
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	95.5	77.3	88.7	99.8	111
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	98.5	99.5	102	117	130

Quy mô	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	491	588	617	648	681

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

Mua vào (giữ nguyên)

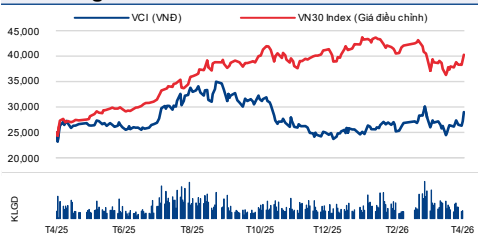
Giá mục tiêu: VNĐ35,200 (từ VNĐ32,444)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/4/2026)	29,000
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,230-34,972
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	32,161
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,221
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,109
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,109
Slg CP NN được mua (tr.đv)	895
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.0%
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	3.77	16.0	16.1
So với chỉ số	2.33	24.6	(28.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,655	1,477	12.0
2027F	1,800	1,698	6.0
2028F	2,005	2,005	0.0

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

Triển vọng lợi nhuận vững chắc; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC tăng 9% giá mục tiêu cho VCI lên 35.200đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận dù hạ giá định bội số mục tiêu. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 21%.
- Chúng tôi tăng bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo đó, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 18% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng 2028 đạt 11%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần và P/S trượt dự phóng 1 năm là 5,7 lần, sát với bình quân kể từ Q4/2020.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2026-2027

HSC kỳ vọng triển vọng lợi nhuận của VCI sẽ tích cực trên diện rộng trong năm 2026-2027. Danh mục cho vay ký quỹ của Công ty có nhiều dư địa để mở rộng sau 2 đợt huy động vốn trong năm 2025. Lãi hoạt động tự doanh cũng được kỳ vọng sẽ tiếp tục mạnh mẽ sau khi tích lũy các tài sản chất lượng cao & sinh lời tốt trong năm 2025. Ngoài ra, Công ty đang có danh mục thương vụ ngày càng lớn từ mảng IB cùng vị thế tốt để đóng góp mạnh mẽ trong những thương vụ sắp tới.

Chúng tôi tin rằng những yếu tố tích cực của VCI sẽ vượt trội hơn so với những yếu tố tiêu cực, như chi phí tài chính gia tăng và thanh khoản thị trường suy giảm.

Tác động: Tăng bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC tăng bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 chủ yếu do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lãi hoạt động tự doanh & điều chỉnh giá định dư nợ cho vay ký quỹ lớn hơn tác động tiêu cực từ việc nâng dự báo chi phí tài chính. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028.

Theo dự báo điều chỉnh của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 18% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2028 đạt 11%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần và P/S trượt dự phóng là 5,7 lần – sát với bình quân kể từ Q4/2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để Mua vào cổ phiếu nhờ triển vọng hấp dẫn.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào cho VCI với tiềm năng tăng giá 21%. Chúng tôi tin rằng triển vọng lợi nhuận của VCI vẫn mạnh mẽ nhờ lãi hoạt động tự doanh tăng trưởng vững chắc và danh sách các thương vụ của mảng IB rõ ràng hơn. Từ đó, cổ phiếu xứng đáng được định giá ở mức cao hơn khoảng 0,75 độ lệch chuẩn so với bình quân dài hạn.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	3,696	4,981	5,453 ▲	6,298 ▲	7,059
LN thuần (tỷ đồng)	911	1,342	1,835 ▲	2,005	2,244
EPS (đồng)	1,054	1,338	1,655 ▲	1,800 ▲	2,005
DPS (đồng)	800	1,000	500 ▼	600 ▼	1,000
BVPS (đồng)	18,003	21,138	16,975 ▲	18,142 ▲	19,111
P/E (lần)	27.5	21.7	17.5	16.1	14.5
Lợi suất cổ tức (%)	2.76	3.45	1.72	2.07	3.45
P/B (lần)	1.61	1.37	1.71	1.60	1.52
Thị phần môi giới CP (%)	6.10	6.60	6.90	7.00	7.00
Tăng trưởng EPS (%)	59.3	26.9	23.7	8.77	11.4
ROAE (%)	8.97	8.67	9.95	10.2	10.8

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

Điểm mua hấp dẫn dựa trên cơ sở tích cực; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC tăng 9% giá mục tiêu cho VCI lên 35.200đ do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ bội số định giá mục tiêu. Chúng tôi tăng bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lãi hoạt động tự doanh và dư nợ cho vay ký quỹ lớn hơn tác động tiêu cực từ việc nâng dự báo chi phí tài chính. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 18% trong 3 năm tới với hệ số ROE dự phóng năm 2028 đạt 11%. VCI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 17,3 lần và 5,7 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ. Do đó, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn nhờ triển vọng lợi nhuận khả quan. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 21%.

Dự báo mới

Mãng cho vay ký quỹ: Lãi từ cho vay ký quỹ được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 25% trong 3 năm tới nhờ dư nợ cho vay ký quỹ mở rộng và lãi suất cho vay ký quỹ ký tăng lên. Cụ thể:

- Dư nợ cho vay ký quỹ dự báo tăng trưởng lần lượt 10%, 25% và 10% trong giai đoạn 2026-2028. Tăng trưởng năm nay nhiều khả năng sẽ giảm tốc sau khi tăng trưởng mạnh 44% trong năm 2025.

VCI duy trì tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH khá an toàn ở mức 90% trong năm 2025. Tỷ lệ này được dự báo sẽ tăng lên lần lượt 93%, 101% và 105% trong giai đoạn 2026-2028.

- Lãi suất cho vay ký quỹ được giả định sẽ tăng lên lần lượt 10%, 10,2% và 10,2% trong giai đoạn 2026-2028. Lãi suất ký quỹ dự kiến tăng lên để bù đắp một phần cho phần gia tăng của chi phí huy động.

Hoạt động tự doanh: HSC dự báo thu nhập đầu tư của VCI sẽ tăng trưởng lần lượt 26%, 4% và 6% trong năm 2026, 2027 và 2028. Trong năm 2026, Công ty có thể thu được lợi nhuận đáng kể từ vị thế lớn tại MCH (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 130.000đ) tích lũy trong năm 2025 với lợi nhuận 64% trong năm (từ 1.541 tỷ đồng lên 2.529 tỷ đồng). Danh mục thu nhập cố định của VCI cũng đem lại dòng thu nhập ổn định trong khi các khoản đầu tư cổ phiếu khác sẽ chịu áp lực từ điều kiện thị trường biến động do tình hình địa chính trị bất ổn.

Lợi suất đầu tư trong giai đoạn 2026-2028 được dự báo đạt lần lượt 7,6%, 7,6% và 7,9%.

Nghiệp vụ môi giới: Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 16% trong giai đoạn 2025-2028, cao hơn một chút so với tăng trưởng giá trị giao dịch bình quân ngày (13%). Giả định thị phần của VCI tăng lên lần lượt 6,9%, 7% và 7% cho giai đoạn 2026-2028 nhờ dư nợ cho vay ký quỹ vững chắc phục vụ khách hàng bán lẻ và các giao dịch thỏa thuận lớn kèm theo các thương vụ IB mà VCI tham gia.

Chi phí tài chính: Chúng tôi dự báo chi phí tài chính sẽ tăng trung bình 25% trong 3 năm tới do tổng dư nợ và chi phí huy động gia tăng. Theo dự báo mới, chi phí huy động của VCI sẽ tăng từ 6% trong năm 2025 lên 7,8% trong năm 2026 và 8,2% trong năm 2027-2028.

Bảng 34: Các giả định quan trọng cũ và mới, VCI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định GTGD bình quân ngày, giảm giả định tăng trưởng cho vay ký quỹ và giả định lợi suất đầu tư

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng GTGD	42.0%	42.0%	15.0%	20.0%	10.0%	15.0%	15.0%
Thị phần	6.6%	6.8%	6.9%	7.0%	6.9%	7.0%	7.0%
Phí môi giới gộp	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.08%	0.08%
Phí môi giới thuần	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	28%	29%	32%	32%	30%	30%	30%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	44.1%	27.0%	25.0%	20.0%	10.0%	25.0%	10.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	8.8%	9.4%	9.6%	9.6%	10.0%	10.2%	10.2%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	52.2%	18.0%	3.3%	3.6%	22.2%	0.6%	3.3%
Lợi suất đầu tư	6.7%	6.5%	8.4%	8.7%	7.6%	7.6%	7.9%
Tăng trưởng tổng nợ	27.8%	-15.0%	20.0%	15.0%	5.0%	15.0%	10.0%
Chi phí huy động	6.0%	6.7%	8.7%	8.8%	7.8%	8.2%	8.2%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Nhìn chung, chúng tôi tăng lần lượt 12% và 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 18% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE dự phóng năm 2028 đạt 11% trong năm 2028 từ 8,7% trong năm 2025.

Chúng tôi tóm tắt các giả định chính và dự báo lợi nhuận trong Bảng 35.

Bảng 35: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VCI

Chúng tôi tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận mỗi năm cho giai đoạn 2026-27, chủ yếu nhờ nâng dự báo mảng cho vay ký quỹ, giả định thu nhập từ đầu tư & giả định lỗ tài chính, đồng thời hạ giả định thu nhập mảng nghiệp vụ môi giới

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	274	287	359	432	319	370	424
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	1,205	1,197	1,539	1,881	1,698	2,041	2,381
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	1,098	807	1,053	1,156	1,386	1,435	1,530
IB & thu nhập khác	13	135	160	190	223	202	203
Thu nhập hoạt động	2,589	2,425	3,111	3,659	3,625	4,049	4,538
Tăng trưởng	31%	23%	28%	18%	40%	12%	12%
Lỗ HD tài chính	(831)	(750)	(1,014)	(1,193)	(1,261)	(1,464)	(1,647)
Chi phí BH&QL	(145)	(152)	(156)	(172)	(156)	(172)	(189)
LNTT	1,629	1,526	1,943	2,296	2,211	2,416	2,705
LNST	1,342	1,282	1,632	1,929	1,835	2,005	2,245
Tăng trưởng	47%	41%	27%	18%	37%	9%	12%

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Bảng 36: Phương pháp định giá P/E & P/S, VCI

Đông	2026F	Mục tiêu = Bình quân + 0,75 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,654	22.2	36,686
SPS	4,917	6.9	34,001
Bình quân			35,209

Nguồn: VCI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp P/E và P/S mục tiêu với trọng số bằng nhau cho mỗi phương pháp, để xác định giá trị hợp lý của VCI. Từ đó, chúng tôi tăng 9% giá mục tiêu lên 35.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 22%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho VCI.

Chúng tôi điều chỉnh các giả định định giá cơ bản như sau:

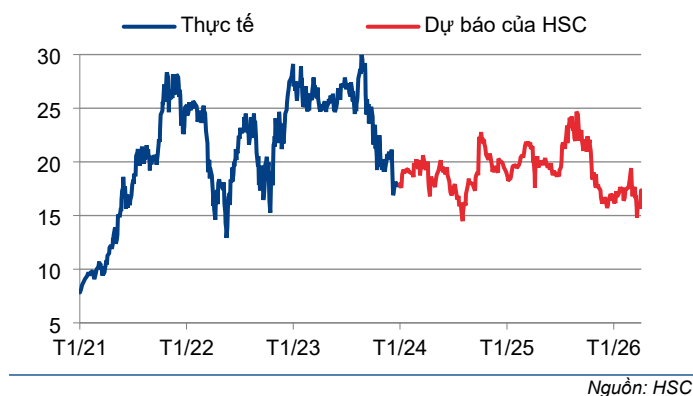
- Chúng tôi tăng 12% dự báo lợi nhuận năm 2026; và
- Chúng tôi hạ định giá mục tiêu xuống cao hơn 0,75 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn trước đó).

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 17,3 lần và 5,7 lần. Mặc dù chỉ tương đương so với bình quân kể từ Q4/2020 nhưng chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để Mua vào cổ phiếu dựa trên triển vọng tích cực hiện tại. Cụ thể, chúng tôi tin rằng triển vọng lợi nhuận của VCI vẫn vững chắc nhờ lãi hoạt động tự doanh tăng trưởng mạnh mẽ và danh mục các thương vụ IB rõ ràng.

Biểu đồ 37: P/E trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần...



Biểu đồ 38: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, VCI

... sát với giá trị bình quân từ Q4/2020



Biểu đồ 39: P/S trượt dự phóng 1 năm, VCI

VCI đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm là 5,7 lần...



Biểu đồ 40: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S trượt dự phóng 1 năm bình quân, VCI

...cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 5,5 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	730	1,000	1,060	1,229	1,406
Lãi cho vay ký quỹ	873	1,205	1,698	2,041	2,381
Doanh thu HĐ tự doanh	2,027	2,678	2,415	2,770	3,011
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	34.0	72.0	252	227	227
Thu nhập HĐ khác	32.0	26.0	28.0	31.0	34.0
Doanh thu HĐ	3,696	4,981	5,453	6,298	7,059
Chi phí HĐ	(1,862)	(2,536)	(1,984)	(2,421)	(2,711)
Lợi nhuận HĐ	1,834	2,445	3,469	3,877	4,348
Lợi nhuận tài chính	(747)	(831)	(1,261)	(1,464)	(1,647)
Lợi nhuận khác	3.00	15.0	3.00	3.00	3.00
LNTT	1,090	1,629	2,211	2,416	2,704
Chi phí thuế TNDN	(179)	(287)	(376)	(411)	(460)
LNST	911	1,342	1,835	2,005	2,244
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	911	1,342	1,835	2,005	2,244

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4,744	3,214	3,704	2,838	3,450
Phải thu	393	227	241	279	319
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	282	306	325	381	440
Tài sản tài chính	21,073	32,123	33,373	38,371	41,101
FVTPL	846	2,238	1,567	1,802	1,982
HTM	598	412	453	499	548
Cho vay ký quỹ	11,222	16,167	17,784	22,230	24,453
AFS	8,409	13,308	13,572	13,843	14,120
Dự phòng	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)	(2.17)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	37.3	75.3	82.8	91.1	100
Tài sản khác	63.0	61.7	65.4	75.8	86.8
Tổng tài sản	26,592	36,006	37,792	42,035	45,497
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	12,574	16,065	16,868	19,398	21,338
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,074	1,931	2,047	2,373	2,717
Nợ phải trả	13,648	17,996	18,915	21,771	24,055
Vốn chủ sở hữu	12,944	18,010	18,877	20,265	21,442
Vốn điều lệ	7,181	8,501	11,121	11,171	11,221
Thặng dư vốn cổ phần	2,594	5,281	5,283	5,283	5,283
Lợi nhuận giữ lại	797	1,534	(242)	912	1,839
Quỹ & vốn khác của CSH	2,372	2,694	2,714	2,898	3,098
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	26,592	36,006	37,792	42,035	45,497

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	54.1	35.4	4.96	11.2	8.23
Tăng trưởng cho vay (%)	40.4	44.1	10.0	25.0	10.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	10.1	(2.13)	6.00	15.9	14.5
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	40.0	27.8	5.00	15.0	10.00
Tăng trưởng VCSH (%)	75.6	39.1	4.81	7.35	5.81
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	49.5	34.8	9.48	15.5	12.1
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	57.0	36.2	21.8	22.0	12.0
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	42.5	33.3	41.9	11.8	12.1
Tăng trưởng LNTT (%)	90.9	49.4	35.7	9.27	11.9
Tăng trưởng LNST (%)	84.8	47.3	36.7	9.26	11.9
Tăng trưởng LN thuần (%)	84.8	47.3	36.7	9.26	11.9

Định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
P/E (lần)	27.5	21.7	17.5	16.1	14.5
P/B (lần)	1.61	1.37	1.71	1.60	1.52
Lợi suất cổ tức (%)	2.76	3.45	1.72	2.07	3.45

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,054	1,338	1,655	1,800	2,005
DPS (đồng)	800	1,000	500	600	1,000
BVPS (đồng)	18,003	21,138	16,975	18,142	19,111
Sig CP bình quân (triệu đv)	864	772	1,109	1,114	1,119
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	719	852	1,112	1,117	1,122
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	719	1,003	1,109	1,114	1,119

Chỉ số lợi nhuận	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
ROAA (%)	4.16	4.29	4.97	5.02	5.13
ROAE (%)	8.97	8.67	9.95	10.2	10.8
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	9.10	8.80	10.0	10.2	10.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	7.40	6.00	7.80	8.20	8.20
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	50.4	50.9	36.4	38.4	38.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	75.9	74.7	30.2	33.3	49.9

Thị phần	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	6.10	6.60	6.90	7.00	7.00
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	97.0	89.0	89.0	96.0	100
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	87.0	90.0	94.0	110	114

Quy mô	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
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

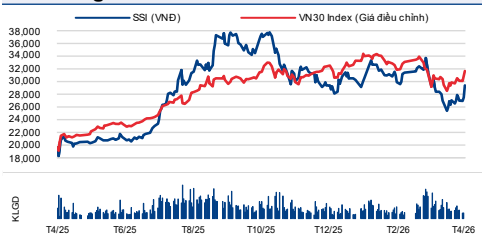
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ35,300 (từ VNĐ38,438)
Tiềm năng tăng/giảm: 20.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/4/2026)	29,400
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,299-37,757
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	73,294
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,783
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,493
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,493
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,695
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	32.0%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	Securities Group Inc. (15.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(6.67)	(3.76)	49.8
So với chỉ số	(7.96)	3.36	(7.13)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,731	1,854	(6.6)
2027F	1,957	1,990	(1.6)
2028F	2,205	2,233	(1.2)

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

Tiềm năng tăng giá 20%; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC giảm 8% giá mục tiêu cho SSI xuống 35.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và giá định bội số mục tiêu. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 20%.
- Chúng tôi giảm bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 11% với hệ số ROE bình quân đạt 12%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 16,2 lần và 6,2 lần, đều sát với bình quân quá khứ, với lợi suất cổ tức đạt 3,4%.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2026-2027

Lợi nhuận của SSI nhiều khả năng sẽ chịu ảnh hưởng nhẹ hơn từ việc thanh khoản thắt chặt so với toàn ngành nhờ nguồn lực tài chính tương đối mạnh. Dự nợ cho vay ký quỹ đạt 39 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025 (tăng trưởng 77%) sẽ tiếp tục đem lại nguồn thu nhập mạnh mẽ để bù đắp cho phần gia tăng của chi phí tài chính. Tuy nhiên, thanh khoản thị trường sụt giảm có thể sẽ hạn chế tỷ suất lợi nhuận & thị phần mảng môi giới mở rộng.

Tác động: Giảm bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giảm bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và nâng dự báo chi phí tài chính lớn hơn tác động tích cực từ việc nâng dự báo lãi từ cho vay ký quỹ. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm với hệ số ROE bình quân đạt 12%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua và giảm 4% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 16,2 lần và 6,2 lần – đều tương đương so với bình quân kể từ Q4/2020 – với lợi suất cổ tức ổn định ở mức 3,4%. Tại định giá này, cổ phiếu đã trở lại mức giữa của chu kỳ định giá. Chúng tôi giảm 8% giá mục tiêu cho SSI xuống 35.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận & bội số định giá mục tiêu (chúng tôi hiện giá định bội số mục tiêu cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân dài hạn).

Với tiềm năng tăng giá 20%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào. Mặc dù tâm lý ngắn hạn đối với ngành Chứng khoán – bao gồm cả SSI – vẫn âm ảm do thiếu động lực rõ ràng và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các sản phẩm tiền gửi đối với sản phẩm chứng khoán, chúng tôi tin rằng định giá hiện tại đủ hấp dẫn để Mua vào cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	8,528	12,931	12,131	13,139 ▼	14,451
LN thuần (tỷ đồng)	2,845	4,113	4,484	5,082 ▼	5,749
EPS (đồng)	1,511	1,697	1,797 ▲	2,029	2,286
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000 ▲	1,000 ▲	1,000
BVPS (đồng)	13,583	12,821	16,047 ▲	16,979 ▲	18,156
P/E (lần)	19.5	17.3	16.4	14.5	12.9
Lợi suất cổ tức (%)	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
P/B (lần)	2.16	2.29	1.83	1.73	1.62
Thị phần môi giới CP (%)	9.50	11.5	11.6	11.8	11.8
Tăng trưởng EPS (%)	(2.64)	12.3	5.87	12.9	12.7
ROAE (%)	11.4	14.0	12.4	12.3	13.0

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

Tiềm năng tăng giá vẫn tốt sau khi giảm 8% giá mục tiêu

Chúng tôi giảm 8% giá mục tiêu cho SSI xuống 35.300đ sau khi giảm cả dự báo lợi nhuận & bội số định giá mục tiêu. Chúng tôi giảm bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới và nâng dự báo chi phí tài chính lớn hơn tác động tích cực từ việc nâng dự báo lãi từ cho vay ký quỹ. Theo dự báo mới của chúng tôi, bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2028, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 12%. SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 16,2 lần và 6,2 lần; mặc dù sát với bình quân quá khứ nhưng chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu SSI sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ khả năng sinh lời vững chắc ngay cả trong môi trường thanh khoản thắt chặt. Với tiềm năng tăng giá 20%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Dự báo mới

Mảng nghiệp vụ môi giới: Doanh thu dự báo tăng trưởng trung bình 8% giai đoạn 2025-2028 từ mức nền cao năm 2025, nhìn chung sát với tốc độ tăng trưởng thanh khoản trong 3 năm tới (13%). Giá định thị phần của SSI sẽ tăng nhẹ lên lần lượt 11,6%, 11,8% và 11,8% trong giai đoạn 2026-2028 nhờ hoạt động cho vay ký quỹ mạnh mẽ.

Mảng cho vay ký quỹ: Lãi từ cho vay ký quỹ dự báo sẽ tăng trưởng 20% trong 3 năm tới nhờ dư nợ cho vay ký quỹ mở rộng và lãi suất cho vay ký quỹ tăng lên. Cụ thể:

- Dư nợ cho vay ký quỹ dự báo giảm 2% so với cùng kỳ trong năm 2026, sau đó tăng trưởng lần lượt 15% và 10% trong năm 2027-2028. Tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ sẽ chậm lại sau khi tăng trưởng 77% trong năm 2025, để giảm thiểu rủi ro thị trường trong bối cảnh địa chính trị bất ổn hiện nay.

Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH sẽ giảm từ 122% trong năm 2025 xuống 95% trong năm 2026, sau đó tăng lên lần lượt 108% và 111% trong năm 2027-2028.

- Lãi suất cho vay ký quỹ dự báo tăng lên lần lượt 12%, 12,2% và 12,2% trong giai đoạn 2026-2028. Lãi suất cho vay ký quỹ dự kiến tăng lên để bù đắp một phần cho phần gia tăng của chi phí huy động.

Hoạt động tự doanh: HSC dự báo thu nhập đầu tư sẽ tăng trưởng trung bình 6%/năm trong 3 năm tới, giữ nguyên so với dự báo cũ. Trong bối cảnh lãi suất gia tăng, chúng tôi kỳ vọng SSI sẽ giảm tốc độ mở rộng mảng tự doanh để bảo toàn vị thế thanh khoản. Mặt khác, thu nhập đầu tư của SSI vẫn được giữ vững trong khi các sản phẩm thu nhập cố định, như chứng chỉ tiền gửi và tiết kiệm, sẽ có lợi suất cao hơn trong bối cảnh lãi suất gia tăng.

Chi phí tài chính: Chúng tôi dự báo chi phí tài chính sẽ tăng lần lượt 37%, 7% và 5% trong giai đoạn 2026-2028 do tổng nợ vay (để tài trợ cho hoạt động cho vay ký quỹ) và chi phí huy động tăng cao. Theo dự báo mới, chúng tôi giả định chi phí huy động của SSI sẽ tăng từ 5% trong năm 2025 lên 6% trong năm 2026 và 6,2% trong năm 2027-2028.

Bảng 41: Các giả định quan trọng cũ và mới, SSI

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng cho vay ký quỹ & giả định tăng trưởng tổng nợ, đồng thời nâng giả định lãi suất cho vay ký quỹ và giả định chi phí huy động

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng GTGD	42.0%	42.0%	15.0%	20.0%	10.0%	15.0%	15.0%
Thị phần	11.5%	11.5%	11.6%	11.8%	11.6%	11.8%	11.8%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.10%	0.09%	0.09%	0.08%	0.08%	0.08%
Phí môi giới thuần	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	32%	37%	39%	38%	38%	36%	36%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	77.0%	70.0%	22.0%	15.0%	-2.0%	20.0%	10.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.7%	11.1%	10.6%	10.6%	12.0%	12.3%	12.4%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	-5.5%	5.6%	14.0%	6.7%	5.8%	9.8%	2.6%
Lợi suất đầu tư	7.7%	7.0%	6.4%	6.3%	7.7%	7.4%	7.4%
Tăng trưởng tổng nợ (%)	32.2%	32.0%	17.0%	16.0%	2.0%	5.0%	5.0%
Chi phí huy động (%)	5.0%	4.7%	4.8%	4.5%	6.0%	6.2%	6.2%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Nhìn chung, chúng tôi giảm bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 11% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE dự phóng giai đoạn 2025-2027 đạt bình quân khoảng 12%, giảm nhẹ từ 14% trong năm 2025.

Chúng tôi tóm tắt các giả định chính và dự báo lợi nhuận trong Bảng 42.

Bảng 42: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, SSI

Chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận mỗi năm cho giai đoạn 2026-27, chủ yếu do tác động từ việc hạ giả định lợi nhuận mảng môi giới & nâng giả định lỗ tài chính lớn hơn tác động từ việc nâng dự báo thu nhập mảng cho vay ký quỹ

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	757	808	863	989	759	838	945
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	3,562	3,296	4,400	5,199	4,626	5,163	5,962
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	3,488	3,605	3,790	4,016	3,783	4,046	4,144
IB & thu nhập khác	21	70	87	120	85	117	139
Thu nhập hoạt động	7,828	7,779	9,140	10,323	9,253	10,164	11,191
Tăng trưởng	49%	48%	18%	13%	18%	10%	10%
Lỗ HD tài chính	(2,486)	(2,355)	(3,020)	(3,296)	(3,474)	(3,728)	(3,923)
Chi phí BH&QL	(261)	(241)	(278)	(305)	(274)	(301)	(331)
LNTT	5,088	5,182	5,842	6,721	5,512	6,141	6,944
LNST	4,112	4,146	4,674	5,377	4,410	4,913	5,555
Tăng trưởng	45%	46%	13%	15%	8%	11%	13%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Bảng 43: Phương pháp định giá P/E & P/S, SSI

Đồng	2026 EPS	Mục tiêu = bình quân + 0,5 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,797	23.6	42,382
SPS	4,861	5.8	28,145
Bình quân			35,264

Nguồn: SSI, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị
Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp P/E và P/S mục tiêu với trọng số bằng nhau cho mỗi phương pháp, để xác định giá trị hợp lý của SSI. Từ đó, chúng tôi giảm 8% giá mục tiêu lên 35.300đ, tương đương tiềm năng tăng giá 20%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho SSI.

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu sau khi giảm bình quân 8%/năm dự báo lợi nhuận và giảm bội số định giá mục tiêu xuống cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ cao hơn 1 độ lệch chuẩn trước đó). Mặc dù tâm lý ngắn hạn đối với ngành Chứng khoán – bao gồm SSI – vẫn ảm đạm do thiếu động lực rõ ràng và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các sản phẩm tiền gửi, chúng tôi tin rằng SSI xứng

đáng với mức định giá cao hơn khoảng 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân dài hạn nhờ nền tảng cơ bản vững chắc.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua và giảm 4% trong 3 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 16,2 lần và 6,2 lần – đều tương đương so với bình quân kể từ Q4/2020 – với lợi suất cổ tức ổn định ở mức 3,4%. Tại định giá này, cổ phiếu đã trở lại mức giữa của chu kỳ định giá.

Biểu đồ 44: P/E trượt dự phóng 1 năm, SSI

SSI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,2 lần...



Biểu đồ 45: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, SSI

...thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 19,1 lần



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

SSI đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm là 6,2 lần...



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

...cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 4,6 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKDK (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	1,667	2,345	2,023	2,310	2,608
Lãi cho vay ký quỹ	2,079	3,562	4,720	5,374	6,206
Doanh thu HĐ tự doanh	4,355	6,632	4,825	4,913	5,028
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	35.0	55.0	192	134	161
Thu nhập HĐ khác	392	337	371	408	448
Doanh thu HĐ	8,528	12,931	12,131	13,139	14,451
Chi phí HĐ	(3,590)	(5,363)	(3,058)	(3,065)	(3,348)
Lợi nhuận HĐ	4,938	7,568	9,073	10,074	11,103
Lợi nhuận tài chính	(1,396)	(2,486)	(3,474)	(3,728)	(3,923)
Lợi nhuận khác	0	6.00	6.00	6.00	6.00
LNTT	3,542	5,088	5,605	6,352	7,186
Chi phí thuế TNDN	(698)	(976)	(1,121)	(1,270)	(1,437)
LNST	2,844	4,112	4,484	5,082	5,749
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,845	4,113	4,484	5,082	5,749

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	239	3,646	4,460	475	382
Phải thu	801	574	495	565	638
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	1,055	2,075	1,764	2,042	2,330
Tài sản tài chính	68,838	83,028	91,859	101,164	107,353
FVTPL	42,438	38,258	45,144	46,047	46,968
HTM	3,894	5,231	6,277	6,591	6,921
Cho vay ký quỹ	21,999	38,940	39,719	47,663	52,429
AFS	562	599	719	863	1,036
Dự phòng	(55.1)	(0.01)	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,626	3,687	3,687	3,687	3,687
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	687	715	715	715	715
Đầu tư dài hạn khác	938	2,972	2,972	2,972	2,972
Tài sản cố định	231	187	206	226	249
Tài sản khác	718	853	736	840	949
Tổng tài sản	73,507	94,050	103,208	109,000	115,589
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	45,502	60,161	61,364	64,432	67,654
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,179	1,823	1,573	1,797	2,029
Nợ phải trả	46,681	61,984	62,937	66,229	69,682
Vốn chủ sở hữu	26,676	31,936	40,134	42,635	45,770
Vốn điều lệ	19,639	20,779	25,014	25,114	25,214
Thặng dư vốn cổ phần	1,094	3,309	8,314	8,314	8,314
Lợi nhuận giữ lại	5,856	7,738	5,609	7,562	10,088
Quỹ & vốn khác của CSH	107	130	1,197	1,646	2,154
Lợi ích cổ đông thiểu số	151	130	136	136	136
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	73,507	94,050	103,208	109,000	115,589

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	6.16	27.9	9.74	5.61	6.04
Tăng trưởng cho vay (%)	45.4	77.0	2.00	20.0	10.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	81.6	18.8	(13.7)	14.2	12.9
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	5.40	32.2	2.00	5.00	5.00
Tăng trưởng VCSH (%)	15.5	19.7	25.7	6.23	7.35
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	19.2	51.6	(6.19)	8.31	9.99
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	29.6	49.4	43.0	0.23	9.23
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	12.6	53.3	19.9	11.0	10.2
Tăng trưởng LNTT (%)	23.3	43.6	10.2	13.3	13.1
Tăng trưởng LNST (%)	22.6	44.6	9.05	13.3	13.1
Tăng trưởng LN thuần (%)	22.6	44.6	9.02	13.3	13.1
Định giá					
P/E (lần)	19.5	17.3	16.4	14.5	12.9
P/B (lần)	2.16	2.29	1.83	1.73	1.62
Lợi suất cổ tức (%)	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,511	1,697	1,797	2,029	2,286
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	13,583	12,821	16,047	16,979	18,156
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,883	2,423	2,495	2,505	2,515
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,964	2,491	2,501	2,511	2,521
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,883	2,423	2,495	2,505	2,515
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	3.99	4.91	4.55	4.79	5.12
ROAE (%)	11.4	14.0	12.4	12.3	13.0
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.2	11.7	12.0	12.3	12.4
Chi phí vay nợ BQ (%)	3.60	5.00	6.00	6.20	6.20
Phí môi giới thuần (%)	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ CIR (%)	42.1	41.5	25.2	23.3	23.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	66.2	58.9	55.6	49.3	43.7
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	9.50	11.5	11.6	11.8	11.8
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	171	188	153	151	148
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	82.0	122	99.0	112	115
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	1,553	1,600	1,650	1,700	1,700

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

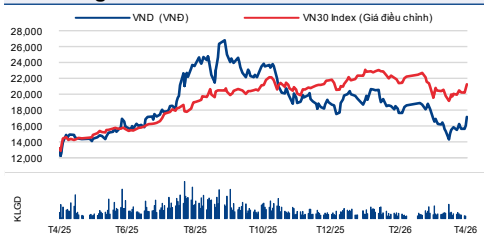
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ19,200 (từ VNĐ23,000)
Tiềm năng tăng/giảm: 12.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/4/2026)	17,150
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12.263-26.800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,283
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	26,102
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	991
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	(5.51)	(13.4)	30.1
So với chỉ số	(6.82)	(6.97)	(19.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,167	1,319	(11.5)
2027F	1,044	1,191	(12.3)
2028F	1,175	1,175	0.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Sẵn sàng hồi phục từ vùng quá bán; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC giảm 16% giá mục tiêu xuống 19.200đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và giả định bội số mục tiêu. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 12%.
- Chúng tôi giảm bình quân 13%/năm dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi hạ dự báo doanh thu và nâng dự báo chi phí tài chính. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 6% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 9%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 14,2 lần và 4 lần, nhìn chung sát với bình quân quá khứ nhưng chúng tôi tin rằng cổ phiếu xứng đáng có định giá tốt hơn với triển vọng hiện tại.

Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2026-2027

Triển vọng lợi nhuận của VND sẽ chịu ảnh hưởng trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt và chi phí huy động tăng cao, do thị phần và nguồn lực tài chính ở mức trung bình. Bên cạnh đó, giá trị TPDN có vấn đề sẽ vẫn cần thêm thời gian để xử lý, từ đó hạn chế tăng trưởng thu nhập đầu tư.

VND sẽ cần bổ sung nguồn vốn mới để đẩy mạnh hoạt động cho vay ký quỹ và giành lại thị phần mảng môi giới chứng khoán. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ diễn ra trong năm 2027.

Tác động: Giảm bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

Chúng tôi giảm bình quân 13% dự báo LNTT cho năm 2026-2027 sau khi hạ dự báo doanh thu tổng thể và nâng dự báo chi phí tài chính. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 6% trong 3 năm với hệ số ROE bình quân đạt 9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần (sát với bình quân quá khứ) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 4 lần (cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Định giá cổ phiếu hiện đang thấp hơn khoảng 20% so với các công ty cùng ngành như SSI và VCI. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng mức định giá hiện tại là cơ hội ngày càng hấp dẫn để tích lũy cổ phiếu.

HSC giảm 16% giá mục tiêu xuống 19.200đ sau khi giảm bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và hạ bội số định giá mục tiêu xuống cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ cao hơn 1 độ lệch chuẩn trước đó). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 12% và P/E dự phóng năm là 15,5 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	5,325	6,641	7,811	7,424 ▼	8,318
LN thuần (tỷ đồng)	1,720	2,024	2,052 ▼	2,190 ▼	2,457
EPS (đồng)	1,150	1,274	1,241	1,107 ▼	1,242
DPS (đồng)	500	500	500 ▼	500 ▼	500
BVPS (đồng)	12,744	12,638	14,195	14,136	14,812
P/E (lần)	14.9	13.5	13.8	15.5	13.8
Lợi suất cổ tức (%)	2.92	2.92	2.92	2.92	2.92
P/B (lần)	1.35	1.36	1.21	1.21	1.16
Thị phần môi giới CP (%)	5.90	5.40	5.80	6.00	6.00
Tăng trưởng EPS (%)	(30.6)	10.8	(2.60)	(10.8)	12.2
ROAE (%)	9.50	9.97	9.25	8.51	8.58

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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 12%

HSC giảm 16% giá mục tiêu xuống 19.200đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và bội số định giá mục tiêu. Chúng tôi giảm bình quân 13% dự báo LNTT năm 2026-2027 sau khi hạ dự báo doanh thu và nâng dự báo chi phí tài chính. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 6% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 9%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch sát với bội số định giá bình quân trong quá khứ - chúng tôi cho rằng đây là một cơ hội hấp dẫn để tích lũy cổ phiếu dựa trên triển vọng hiện tại. Với tiềm năng tăng giá 12%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND.

Dự báo mới

Mảng nghiệp vụ môi giới: Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới được dự báo tăng trưởng trung bình 18% trong giai đoạn 2025-2028, cao hơn một chút so với tốc độ tăng trưởng thanh khoản trong 3 năm tới (13%). Giá định thị phần của VND lần lượt ở mức 5,8%, 6% và 6% trong giai đoạn 2026-2028, thấp hơn so với dự báo trước đó sau khi hạ dự báo thanh khoản thị trường và tăng trưởng cho vay ký quỹ của VND giảm tốc.

Mảng cho vay ký quỹ: Lãi từ cho vay ký quỹ dự báo tăng trưởng trung bình 21% trong 3 năm tới nhờ dư nợ cho vay ký quỹ mở rộng và lãi suất cho vay ký quỹ tăng lên. Cụ thể:

- Dư nợ cho vay ký quỹ dự báo tăng trưởng lần lượt 12%, 20% và 10% trong giai đoạn 2026-2028. Dư nợ cho vay ký quỹ tăng trưởng chậm lại sau khi tăng trưởng mạnh 38% trong năm 2025 để bảo vệ thanh khoản trong bối cảnh địa chính trị bất ổn.

Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH sẽ tăng từ 69% trong năm 2025 lên lần lượt 70%, 71% và 76% trong giai đoạn 2026-2028. Dư nợ cho vay ký quỹ tăng trưởng chậm sẽ tiếp tục do nguồn vốn ứ đọng tại các khoản đầu tư trái phiếu năng lượng tái tạo.

- Lãi suất cho vay ký quỹ giả định tăng lên lần lượt 12%, 12,2% và 12,2% trong giai đoạn 2026-2028, từ đó bù đắp một phần cho chi phí huy động tăng cao.

Hoạt động tự doanh: Chúng tôi dự báo lãi hoạt động tự doanh của VND sẽ giảm lần lượt 12% và 5% so với cùng kỳ trong năm 2026 và 2027, sau đó phục hồi 12% trong năm 2028. Cụ thể:

- Chúng tôi giả định quy mô danh mục đầu tư của VND sẽ giảm lần lượt 11% và 6% so với cùng kỳ trong năm 2026 và 2027, sau đó tăng trưởng 10% trong năm 2028.
- Lợi suất đầu tư dự báo đạt lần lượt 8,5%, 8,6% và 8,6% trong giai đoạn 2026-2028.

Chúng tôi vẫn giả định chi phí dự phòng cho khoản đầu tư/phải thu trái phiếu Trung Nam lần lượt ở mức 320 tỷ đồng, 300 tỷ đồng và 300 tỷ đồng.

Bảng 48: Các giả định quan trọng cũ và mới, VND

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định thị phần, giảm giả định tăng trưởng cho vay ký quỹ & nâng giả định chi phí huy động

	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng GTGD	42.0%	42.0%	15.0%	35.0%	10.0%	15.0%	15.0%
Thị phần	5.4%	5.8%	6.5%	7.0%	5.8%	6.0%	6.0%
Phí môi giới gộp	0.06%	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
Phí môi giới thuần	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
Tỷ lệ phí giữ lại	36%	37%	32%	30%	32%	31%	32%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	38.4%	40.0%	35.0%	20.0%	12.0%	20.0%	10.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.3%	11.1%	11.4%	11.4%	12.0%	12.2%	12.2%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	12.9%	14.6%	-10.4%	-6.7%	-11.3%	-6.1%	10.3%
Lợi suất đầu tư	8.0%	8.2%	8.4%	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%
Tăng trưởng tổng nợ	17.9%	10.0%	0.0%	15.6%	-11.6%	15.6%	10.4%
Chi phí huy động	4.5%	4.5%	4.9%	5.6%	5.2%	5.7%	6.0%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Chi phí tài chính: Chúng tôi dự báo chi phí tài chính sẽ tăng lần lượt 16%, 11% và 19% trong giai đoạn 2026-2028 do chi phí huy động tăng cao, ước tính tăng từ 5% trong năm 2025 lên lần lượt 5,2%, 5,7% và 6% trong giai đoạn 2026-2028. Trong khi đó, tổng dư nợ ước tính giảm 12% so với cùng kỳ trong năm 2026, sau đó tăng lần lượt 16% và 10% so với cùng kỳ trong năm 2027-2028.

Nhìn chung, chúng tôi giảm bình quân 13%/năm dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 6% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE bình quân đạt khoảng 9% trong giai đoạn này, giảm nhẹ từ 10% trong năm 2025.

Chúng tôi tóm tắt các giả định chính và dự báo lợi nhuận trong Bảng 49.

Bảng 49: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, VND

Chúng tôi điều chỉnh giảm 13% dự báo lợi nhuận mỗi năm cho giai đoạn 2026-27, chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần và nâng giả định lỗ tài chính

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần mảng nghiệp vụ môi giới	344	384	437	563	403	483	568
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	1,394	1,378	1,940	2,452	1,821	2,152	2,465
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	2,236	2,273	2,012	1,910	1,971	1,880	2,100
IB & thu nhập khác	152	89	98	108	104	122	134
Thu nhập hoạt động	4,089	4,186	4,556	5,109	4,258	4,592	5,218
Tăng trưởng	28%	31%	9%	12%	4%	8%	14%
Lỗ HD tài chính	(1,106)	(1,033)	(1,195)	(1,472)	(1,287)	(1,428)	(1,694)
Chi phí BH&QL	(473)	(417)	(438)	(460)	(435)	(457)	(480)
LNTT	2,508	2,729	2,910	3,150	2,534	2,702	3,035
LNST	2,022	2,238	2,386	2,583	2,053	2,189	2,458
Tăng trưởng	20%	31%	7%	8%	1%	7%	12%

Nguồn: VND, HSC dự báo

Bảng 50: Phương pháp định giá P/E & P/S, VND

Đông	2026 EPS	Mục tiêu = bình quân + 0,5 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,242	17.3	21,469
SPS	4,663	3.7	17,020
Bình quân			19,245

Nguồn: VND, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị
Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp P/E và P/S mục tiêu với trọng số bằng nhau cho mỗi phương pháp, để xác định giá trị hợp lý của VND. Từ đó, chúng tôi giảm 16% giá mục tiêu xuống 19.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 12% và P/E dự phóng năm 2026 là 15,5 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho VND.

Tại giá mục tiêu mới, chúng tôi giảm bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và hạ bội số định giá mục tiêu xuống cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ cao hơn 1 độ lệch chuẩn trước đó).

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần (sát với bình quân quá khứ) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 4 lần (cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Cổ phiếu này hiện đang có định giá thấp hơn khoảng 20% so với các công ty cùng ngành như SSI và VCI. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng định giá hiện tại là cơ hội hấp dẫn để tích lũy cổ phiếu.

Biểu đồ 51: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND đã điều chỉnh về 14,2 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 52: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E bình quân, VND

... tương đương với giá trị bình quân từ Q4/2020



Nguồn: HSC

Biểu đồ 53: P/S trượt dự phóng 1 năm, VND

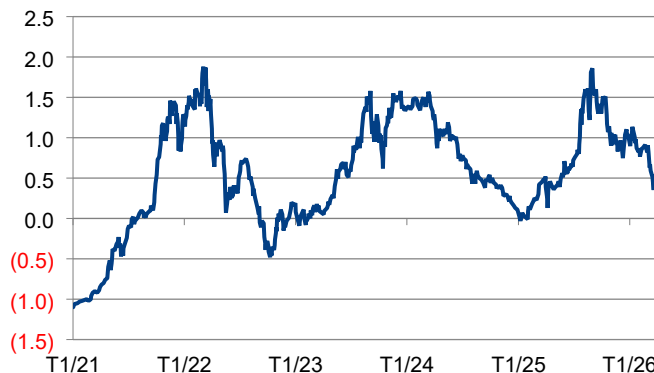
P/S trượt dự phóng 1 năm của VND giảm còn 4 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 54: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân, VND

... cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	720	972	1,246	1,558	1,779
Lãi cho vay ký quỹ	1,255	1,394	1,821	2,152	2,465
Doanh thu HĐ tự doanh	3,180	4,005	4,522	3,470	3,806
Phí bảo lãnh phát hành	-	-	-	-	-
Thu nhập dịch vụ tư vấn	65.0	186	130	143	157
Thu nhập HĐ khác	105	84.0	92.0	101	111
Doanh thu HĐ	5,325	6,641	7,811	7,424	8,318
Chi phí HĐ	(2,575)	(3,025)	(3,990)	(3,290)	(3,582)
Lợi nhuận HĐ	2,750	3,616	3,821	4,134	4,736
Lợi nhuận tài chính	(658)	(1,106)	(1,287)	(1,428)	(1,694)
Lợi nhuận khác	(3.00)	(1.00)	(2.00)	(4.00)	(9.00)
LNTT	2,089	2,509	2,532	2,702	3,033
Chi phí thuế TNDN	(370)	(486)	(481)	(513)	(577)
LNST	1,719	2,023	2,051	2,189	2,456
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
Lợi nhuận thuần	1,720	2,024	2,052	2,190	2,457

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	881	1,622	5,569	5,191	6,299
Phải thu	1,728	3,586	4,597	5,747	6,563
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	195	35.6	169	320	427
Tài sản tài chính	40,302	45,336	39,042	46,881	49,420
FVTPL	24,519	22,537	18,030	21,636	21,636
HTM	5,561	8,558	5,135	6,162	6,778
Cho vay ký quỹ	10,344	14,319	16,037	19,245	21,169
AFS	0	0	(80.7)	(82.3)	(84.0)
Dự phòng	(122)	(79.1)	(79.1)	(79.1)	(79.1)
Đầu tư dài hạn	1,030	867	867	867	867
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	996	867	867	867	867
Đầu tư dài hạn khác	34.2	0	0	0	0
Tài sản cố định	84.1	85.8	94.4	104	114
Tài sản khác	74.6	96.2	123	154	176
Tổng tài sản	44,295	51,629	50,462	59,264	63,867
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	22,436	26,463	23,404	27,065	29,871
Trái phiếu ngắn hạn	400	250	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,743	4,013	3,584	4,230	4,688
Nợ phải trả	24,580	30,726	26,988	31,294	34,559
Vốn chủ sở hữu	19,715	20,903	23,478	27,974	29,312
Vốn điều lệ	15,223	15,223	16,536	19,793	19,793
Thặng dư vốn cổ phần	(0.17)	(0.17)	852	852	852
Lợi nhuận giữ lại	4,492	5,680	5,390	6,425	7,544
Quy & vốn khác của CSH	0	0	700	905	1,124
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(3.38)	(4.23)	(5.08)
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	44,295	51,629	50,462	59,264	63,867

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	6.12	16.6	(2.26)	17.4	7.77
Tăng trưởng cho vay (%)	0.65	38.4	12.0	20.0	10.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	12.4	29.0	28.2	25.0	14.2
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	9.61	17.9	(11.6)	15.6	10.4
Tăng trưởng VCSH (%)	19.5	6.03	12.3	19.2	4.78
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(18.8)	24.7	17.6	(4.95)	12.0
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	1.87	17.5	31.9	17.5	8.88
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(30.1)	31.5	5.67	8.19	14.6
Tăng trưởng LNTT (%)	(15.8)	20.1	0.92	6.71	12.3
Tăng trưởng LNST (%)	(14.8)	17.7	1.38	6.73	12.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	(14.8)	17.7	1.38	6.73	12.2

Định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
P/E (lần)	14.9	13.5	13.8	15.5	13.8
P/B (lần)	1.35	1.36	1.21	1.21	1.16
Lợi suất cổ tức (%)	2.92	2.92	2.92	2.92	2.92

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,150	1,274	1,241	1,107	1,242
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
BVPS (đồng)	12,744	12,638	14,195	14,136	14,812
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,496	1,589	1,654	1,979	1,979
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,547	1,654	1,654	1,979	1,979
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,496	1,589	1,654	1,979	1,979

Chỉ số lợi nhuận	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
ROAA (%)	4.00	4.22	4.02	3.99	3.99
ROAE (%)	9.50	9.97	9.25	8.51	8.58
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.2	11.3	12.0	12.2	12.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	3.10	4.40	4.90	5.50	5.80
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 (%)	48.4	45.6	51.1	44.3	43.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	43.5	39.3	40.3	45.2	40.3

Thị phần	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	5.90	5.40	5.80	6.00	6.00
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	93.0	87.0	87.0	86.0	86.0
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	42.0	47.0	59.0	61.0	61.0

Quy mô	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	1,077	1,020	1,120	1,200	1,200

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

Tuyên bố miễn trách

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