

## Ngành Chứng khoán: Giá trị chọn lọc trong bối cảnh thanh khoản thấp

**Lê Khánh Tùng**

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

**Phạm Liên Hà, CFA**

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

- Chỉ số VNIndex tăng lên mức cao kỷ lục mới 1.928 điểm vào giữa tháng 5, nhưng đã tăng chủ yếu được dẫn dắt bởi nhóm cổ phiếu liên quan đến Vingroup. Tuy nhiên, sự gia tăng trên diện rộng vẫn âm ảm với giá trị giao dịch bình quân ngày giảm xuống 28 nghìn tỷ đồng trong tháng 4-5 trong bối cảnh thanh khoản và tâm lý thị trường tiếp tục chịu áp lực. Chúng tôi kỳ vọng những áp lực này sẽ dần hạ nhiệt vào cuối năm 2026 trong khi các động lực tiềm năng sẽ cần thêm thời gian để khôi phục lại niềm tin của NĐT.
- Mặc dù giá trị giao dịch sụt giảm, dư nợ cho vay ký quỹ vẫn duy trì vững chắc và tiếp tục là động lực lợi nhuận chính. Chúng tôi giảm 8%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày giai đoạn 2026-2028 nhưng gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận của các CTCK trong phạm vi phân tích, tương đương tăng trưởng bình quân 16,1% trong 3 năm tới.
- Với định giá sát với bình quân quá khứ, HSC giữ nguyên khuyến nghị Mua vào cho TCX, VCI và SSI, và khuyến nghị Nắm giữ cho VND. TCX và VCI là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi trong ngành Chứng khoán.

### Phân tích diễn biến thị trường 5 tháng đầu năm 2026

Chỉ số VNIndex đã lùi về 1.863 điểm vào ngày 29/5/2026 từ mức cao kỷ lục 1.921 điểm vào giữa tháng 5, sau khi phục hồi mạnh mẽ từ mức đáy 1.662 điểm vào cuối tháng 3. Kể từ đầu năm, chỉ số VNIndex tăng 4,4%, được dẫn dắt chủ yếu bởi nhóm cổ phiếu liên quan đến Vingroup. Thanh khoản thị trường duy trì ổn định trên cơ sở lũy kế, với giá trị giao dịch bình quân ngày trong 5 tháng đầu năm 2026 đạt khoảng 31,7 nghìn tỷ đồng, mặc dù hoạt động giao dịch sụt giảm về khoảng 28 nghìn tỷ đồng trong tháng 4-5 trong bối cảnh lãi suất tăng cao, khối ngoại liên tục bán ròng và căng thẳng địa chính trị Mỹ-Iran kéo dài.

Trong khi đó, dư nợ cho vay ký quỹ tiếp tục mở rộng, tăng 2% so với quý trước lên 415 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026, không chỉ nhờ hoạt động huy động vốn liên tục của ngành mà còn nhờ nhu cầu vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu gia tăng và khả năng dịch chuyển từ các nguồn tài chính bên ngoài vào TTCK.

### Triển vọng và dự báo giai đoạn 2026-2028

Thời gian tới, chúng tôi nhận thấy 4 yếu tố thuận lợi bao gồm: (1) căng thẳng Mỹ-Iran hạ nhiệt, (2) tỷ giá ổn định, (3) triển khai các gói kích thích tài khóa và (4) dòng vốn thu hút được sau khi FTSE nâng hạng TTCK Việt Nam lên thị trường mới nổi. Tuy nhiên, những yếu tố này nhiều khả năng sẽ cần thêm thời gian để khôi phục niềm tin của NĐT, trong khi những yếu tố bất lợi chính – thanh khoản thắt chặt và lãi suất neo cao – khó có thể hạ nhiệt nhanh chóng. Theo đó, chúng tôi thận trọng hơn về triển vọng thanh khoản và giảm bình quân 8%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày giai đoạn 2026-2028 xuống lần lượt 30,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 3%), 34,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 12%) và 37,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2028 (tăng trưởng 10%), tương đương tăng trưởng bình quân 8,3% trong 3 năm tới.

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 do tác động từ việc hạ dự báo lợi nhuận nghiệp vụ môi giới không lớn khi đóng góp lợi nhuận của các CTCK chủ yếu đến từ hoạt động cho vay ký quỹ, kinh doanh nguồn vốn và thu nhập đầu tư. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ngành tăng trưởng bình quân 16,1% trong 3 năm, dẫn đầu là TCX tăng trưởng 21%, VCI tăng trưởng 18%, SSI tăng trưởng 12% và VND tăng trưởng 6%.

### Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu của các CTCK trong phạm vi phân tích nhìn chung đi ngang trong 1 tháng qua và đang giao dịch sát với bình quân quá khứ với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 14,8 lần và 4,8 lần. Định giá này hỗ trợ quan điểm tích lũy cổ phiếu theo hướng đầu tư giá trị nhưng cổ phiếu sẽ cần thêm bằng chứng rõ ràng hơn về sự phục hồi bền vững của thanh khoản để được định giá lại trong ngắn hạn.

Chúng tôi hạ bớt số định giá mục tiêu cho SSI, VCI và VND xuống mức cao hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Đối với TCX, chúng tôi áp dụng mức thặng dư so với bình quân ngành nhờ tốc độ tăng trưởng, khả năng sinh lời và hệ số ROE vượt trội. TCX và VCI vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/6.*

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	27,500	Mua vào	-	33,000	(6.52)	20.0	15.1	13.4	1.71	1.61	3.64	3.64
TCX	42,000	Mua vào	-	52,900	0.44	26.0	18.1	14.1	2.36	2.08	1.19	1.79
VCI	24,650	Mua vào	-	31,100	(11.6)	26.2	15.6	14.4	1.46	1.37	2.03	2.43
VND	16,850	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	16,900	(12.0)	0.30	13.6	12.8	1.19	1.13	2.97	2.97

Giá cổ phiếu tại ngày 29/5/2026.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Đà phục hồi hẹp và chưa lan rộng

Chỉ số VN Index đã giảm xuống 1.863 điểm vào ngày 29/5/2026 từ mức cao kỷ lục là 1.921 điểm vào giữa tháng 5, sau khi phục hồi mạnh mẽ từ mức đáy 1.662 điểm vào cuối tháng 3. Tính đến thời điểm hiện tại, chỉ số VNIndex tăng 4,4%, chủ yếu nhờ các cổ phiếu liên quan đến nhóm Vingroup, trong khi tình hình thị trường chung vẫn trầm lắng. Tổng giá trị giao dịch hàng ngày đạt khoảng 31,7 nghìn tỷ đồng trong 5 tháng đầu năm 2026 nhưng giảm xuống 28 nghìn tỷ đồng trong tháng 4-5 do lãi suất tiền gửi tăng lên, khối ngoại tiếp tục rút ròng và căng thẳng địa chính trị Mỹ-Iran. Trong khi đó, dư nợ cho vay ký quỹ tăng 2% so với quý trước lên 415 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026 nhờ hoạt động huy động vốn tích cực trong ngành, nhu cầu vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu và khả năng chuyển dịch đòn bẩy từ các nguồn tài chính bên ngoài sang các công ty chứng khoán. Thời gian tới, chúng tôi nhận thấy triển vọng phục hồi sẽ chọn lọc hơn: Các yếu tố thuận lợi đang rõ ràng hơn nhưng yếu tố bất lợi về thanh khoản và lãi suất vẫn có thể chiếm ưu thế trong ngắn hạn. Do các CTCK trong phạm vi phân tích đang giao dịch sát với định giá bình quân quá khứ, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội tích lũy theo hướng đầu tư giá trị trước khi thanh khoản phục hồi trên diện rộng.

### Nhìn lại 5 tháng đầu năm 2026: Đà phục hồi tích cực do nhóm cổ phiếu Vingroup dẫn dắt, thanh khoản vẫn ở mức thấp

Chỉ số VNIndex đã phục hồi mạnh mẽ từ mức đáy 1.662 điểm vào cuối tháng 3 lên 1.850-1.870 điểm vào cuối tháng 4 trước khi đạt mức cao kỷ lục mới 1.928 điểm vào ngày 18/5/2026 – sau đó giảm về 1.863 điểm vào cuối tháng 5, tương đương tăng 4,4% kể từ đầu năm. Tuy nhiên, đà phục hồi này chủ yếu tập trung vào ba cổ phiếu hàng đầu của nhóm Vingroup: VIC, VHM và VRE – tăng mạnh lần lượt 67%, 59% và 39%, chiếm tổng cộng hơn 30% tổng vốn hóa chỉ số VNIndex và đóng góp 82% vào hiệu suất của chỉ số.

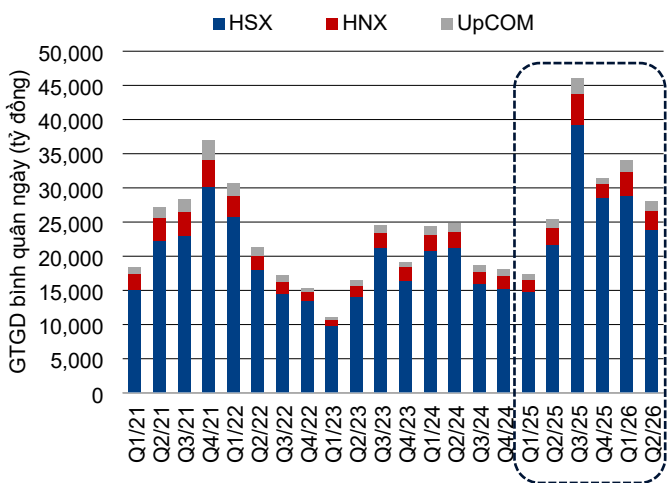
Đà tăng gần đây của các cổ phiếu liên quan đến nhóm Vingroup có vẻ phản ánh sự kết hợp của việc định giá lại lợi nhuận, lo ngại về gánh nặng tài chính của VinFast giảm bớt và tâm lý tích cực hơn đối với triển vọng xe điện. NĐT đang đánh giá lại cổ phiếu VIC và VHM dựa trên kế hoạch lợi nhuận đầy tham vọng năm 2026, trong đó VHM tiếp tục đóng vai trò là nguồn lợi nhuận chính của tập đoàn thông qua danh mục các dự án lớn và triển vọng doanh số bán nhà khả quan. Ngoài ra, quá trình tái cơ cấu VinFast được đánh giá là đang dần bước tới giai đoạn giảm áp lực đầu tư và cải thiện tình hình tài chính của tập đoàn. Giá xăng dầu tăng cũng có thể hỗ trợ triển vọng doanh số của VinFast vì chi phí vận hành của xe động cơ đốt trong tăng lên có thể khiến việc sở hữu xe điện trở nên hấp dẫn hơn với người tiêu dùng, đặc biệt là nếu VinFast tiếp tục mở rộng mạng lưới sạc và các giải pháp tài chính cho người mua. Do tỷ trọng lớn trong giỏ chỉ số và thanh khoản cao của VIC, VHM và VRE, đà tăng còn được khuếch đại nhờ dòng vốn tổ chức, kỳ vọng nâng hạng thị trường và giao dịch theo xu hướng.

Ngoài các cổ phiếu liên quan đến nhóm Vingroup, tâm lý thị trường trên diện rộng vẫn âm ảm trước sức ép từ căng thẳng tại Trung Đông và môi trường lãi suất cao. Lãi suất tiền gửi 8-9% tại các ngân hàng lớn đã thắt chặt điều kiện tài chính, tạo áp lực lên các giả định tái cấp vốn doanh nghiệp, thu hẹp dư địa linh hoạt về lợi nhuận của ngân hàng và gây áp lực lên bội số định giá cổ phiếu thông qua lãi suất chiết khấu cao hơn. Khối ngoại cũng tiếp tục giảm tỷ trọng, ghi nhận bán ròng 43 nghìn tỷ đồng trong 5 tháng đầu năm.

Những yếu tố này đã gây áp lực lên các bên tham gia của thị trường. Giá trị giao dịch bình quân ngày trong tháng 4-5 đạt bình quân 28 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh so với mức 35 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026. Lũy kế 5 tháng đầu năm 2026, giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 31,7 nghìn tỷ đồng, tăng 51% so với mức nền thấp 5 tháng đầu năm 2025, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với nửa cuối năm 2025.

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

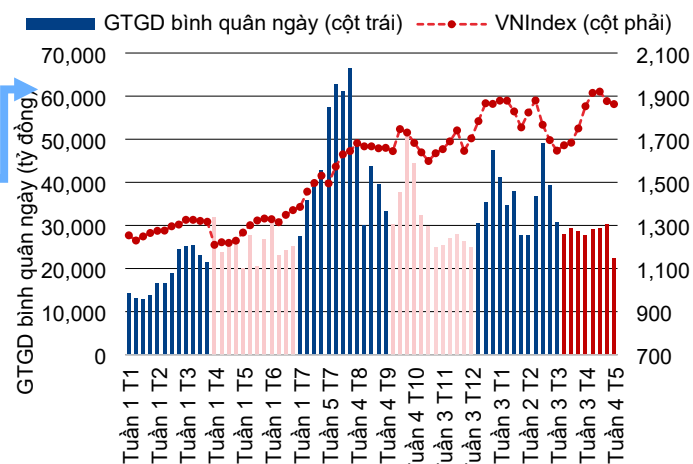
Lũy kế 5 tháng đầu năm 2026, giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 31,7 nghìn tỷ đồng, tăng 51% so với mức nền thấp 5 tháng đầu năm 2025...



(\*) Dữ liệu Q2/2026 được tính từ ngày 2/4 đến 29/5  
 Nguồn: HSX, HSC

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

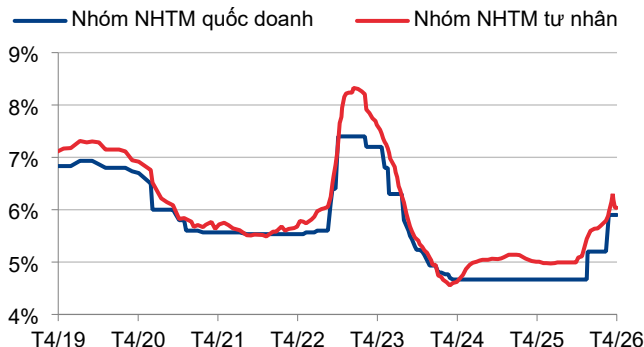
...nhưng vẫn duy trì ở mức yếu trong tháng 4-5



Nguồn: HSX, HSC

**Biểu đồ 3: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng, 18 ngân hàng lớn**

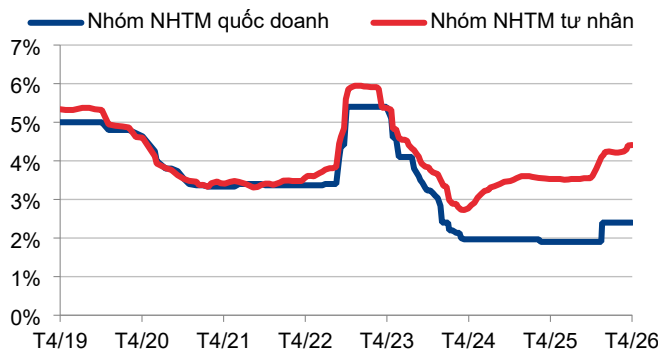
Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng đã tăng kể từ tháng 10/2025, nhưng giảm nhẹ trong tháng 4 này sau khi NHNN yêu cầu các ngân hàng hạ lãi suất



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 4: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 3 tháng, 18 ngân hàng lớn**

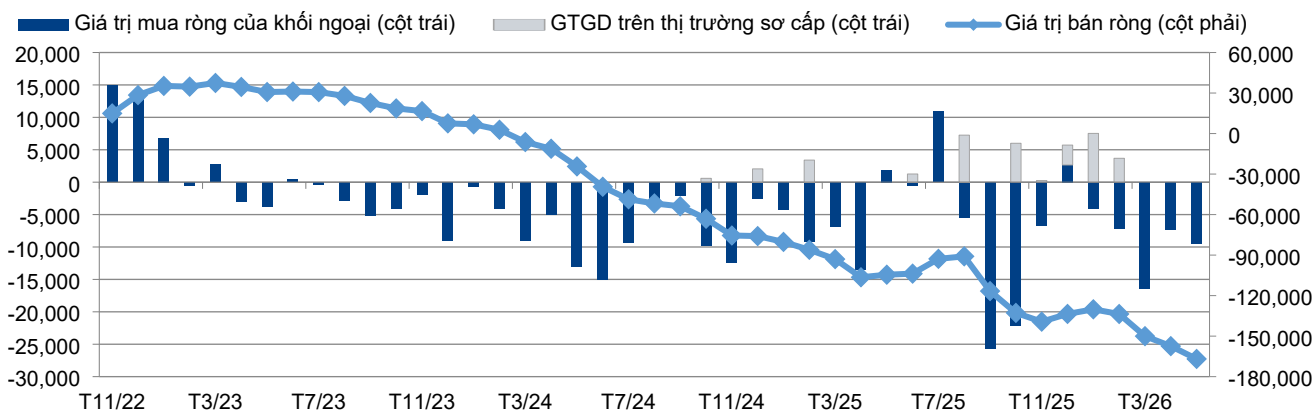
Tuy nhiên, lãi suất ngắn hạn vẫn tiếp tục xu hướng tăng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 5: Giá trị mua vào/bán ra của NĐT NN, Việt Nam**

Khối ngoại tiếp tục bán ròng trên thị trường thứ cấp, dù vẫn tham gia tích cực vào các giao dịch trên thị trường sơ cấp



Nguồn: HSX, HSC

## Mảng cho vay ký quỹ vẫn ổn định nhưng tỷ suất lợi nhuận chịu áp lực

Môi trường lãi suất gia tăng đã tác động đến cấu trúc chi phí của các CTCK: Chi phí huy động tăng 80 điểm cơ bản so với quý trước lên 6,6% trong Q1/2026, trong khi lãi suất cho vay ký quỹ chỉ tăng 30 điểm cơ bản lên 10,5%. Từ đó, tỷ lệ NIM cho vay ký quỹ toàn ngành thu hẹp 50 điểm cơ bản xuống 3,9% từ 4,2% trong Q4/2025.

Đúng như dự báo, lãi suất cho vay ký quỹ điều chỉnh tăng chậm hơn so với chi phí huy động trong bối cảnh thanh khoản thị trường suy yếu và tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các CTCK. Các CTCK lựa chọn mở rộng danh mục cho vay trong môi trường này đã chấp nhận thu hẹp tỷ suất lợi nhuận.

Mặc dù lãi suất cho vay ký quỹ tăng lên và chỉ số VNIndex điều chỉnh trong tháng 2-3, dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành vẫn tăng 2% so với quý trước lên 415 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2026 từ 406 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2025, chủ yếu nhờ 2 yếu tố, đủ để bù đắp cho mức giảm nhẹ ở hầu hết các CTCK khác:

- **Nhu cầu vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu tăng cao:** Trong giai đoạn tránh rủi ro tháng 2-3, do xung đột Mỹ-Iran và thanh khoản thị trường suy yếu, các NĐT cá nhân khó có khả năng tăng đáng kể đòn bẩy ngắn hạn. Động lực đáng tin cậy hơn là nhu cầu vay ký quỹ để nắm giữ cổ phiếu, khi các khách hàng tổ chức và cổ đông lớn sử dụng nguồn tài chính từ CTCK, kết hợp với nguồn tiền mặt của chính họ, để nắm giữ hoặc tích lũy cổ phiếu trong đợt điều chỉnh.

Nhu cầu này tuy rằng khó định lượng chính xác, nhưng cơ cấu ngành cho thấy cùng một xu hướng. Các CTCK trực thuộc ngân hàng như TCX, VPX, ACBS và MBS tiếp tục mở rộng danh mục cho vay nhờ cơ sở khách hàng phù hợp hơn với hoạt động cho vay có tài sản đảm bảo so với giao dịch bán lẻ đơn thuần. Các CTCK này chiếm 48% tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành tại thời điểm cuối Q1/2026, tăng từ mức 24% tại thời điểm cuối năm 2021 và 46% tại thời điểm cuối năm 2025.

- **Dư nợ cho vay ký quỹ của VCK tăng mạnh:** Dư nợ cho vay ký quỹ của VCK tăng mạnh 7 nghìn tỷ đồng so với quý trước, chiếm gần như toàn bộ mức tăng ròng toàn ngành (9 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng điều này có thể phản ánh một phần sự dịch chuyển đòn bẩy từ các kênh tài chính bên ngoài, bao gồm các thỏa thuận tài chính không chính thức liên quan đến mạng lưới môi giới của VCK, vào danh mục cho vay ký quỹ chính thức của VCK, khi các NĐT có đòn bẩy cao hợp nhất tín dụng với CTCK.

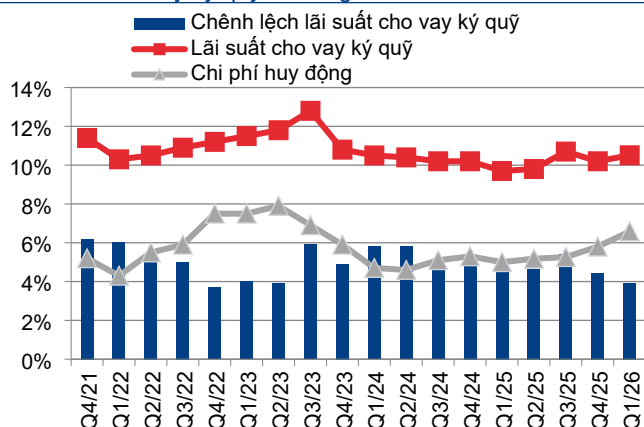
Nhìn chung, tỷ lệ đòn bẩy ngành giảm so với quý trước nhưng vẫn tăng so với cùng kỳ. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH giảm xuống 110% tại thời điểm cuối Q1/2026 từ 116% tại thời điểm cuối Q4/2025, nhưng vẫn cao hơn mức 99% tại thời điểm cuối Q1/2025. Cùng với hoạt động huy động vốn tiếp tục diễn ra – dẫn đầu là SSI, VIX và MBS với 20,5 nghìn tỷ đồng vốn mới huy động trong Q1/2026 – tỷ lệ đòn bẩy giảm xuống tạo ra đệm vốn lớn hơn và giảm thiểu rủi ro áp lực ký quỹ khuếch đại đà giảm của thị trường.

Tỷ lệ đòn bẩy thị trường – được đo bằng tổng dư nợ cho vay ký quỹ so với vốn hóa VNIndex – giảm xuống 5,2% từ 5,6% trong Q4/2025. Mức giảm này một phần mang tính cơ học, phản ánh vốn hóa thị trường đang lạm phát đáng kể do đà tăng của nhóm cổ phiếu Vingroup thay vì việc đòn bẩy giảm xuống trên diện rộng.

Thời gian tới, chúng tôi dự báo tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ sẽ duy trì ở mức vừa phải, do chi phí huy động cao, tỷ suất lợi nhuận thu hẹp và khẩu vị giao dịch trên thị trường âm đạm tiếp tục hạn chế khẩu vị rủi ro của các CTCK và nhu cầu đòn bẩy của khách hàng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những hạn chế này mang tính chu kỳ thay vì cấu trúc. Nếu điều kiện thanh khoản cải thiện và chu kỳ nâng hạng FTSE đạt được sức kéo trong nửa cuối năm 2026, tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ sẽ mở rộng từ nhu cầu nắm giữ có bảo đảm sang nhu cầu đòn bẩy bán lẻ tích cực hơn.

**Biểu đồ 6: Lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí huy động theo quý, ngành Chứng khoán**

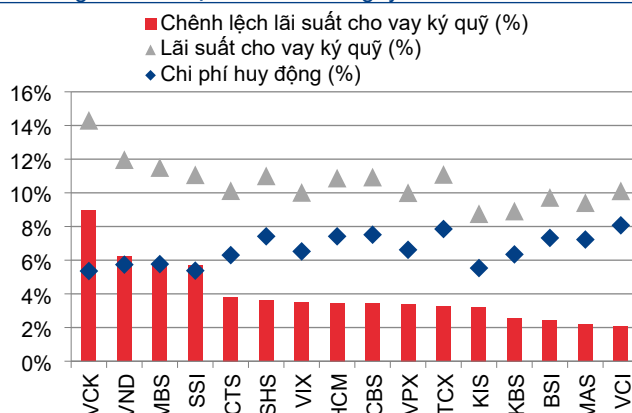
Chênh lệch lãi suất cho vay ký quỹ giảm 50 điểm cơ bản so với quý trước trong bối cảnh chi phí vốn tăng 80 điểm cơ bản, trong khi lãi suất cho vay ký quỹ chỉ tăng 30 điểm cơ bản



Nguồn: Các công ty, HSC

**Biểu đồ 7: Lãi suất cho vay ký quỹ và chi phí huy động trong Q1/2026, các công ty chứng khoán**

Lãi suất cho vay ký quỹ của VCK là 14%, trong khi phần lớn các công ty chứng khoán khác chỉ ở mức bình quân 10-11% - nhiều khả năng do khẩu vị rủi ro của Công ty cao hơn



Nguồn: Các công ty, HSC

**Bảng 8: Chênh lệch lãi suất cho vay ký quỹ theo quý trong Q1/2026, các công ty chứng khoán**

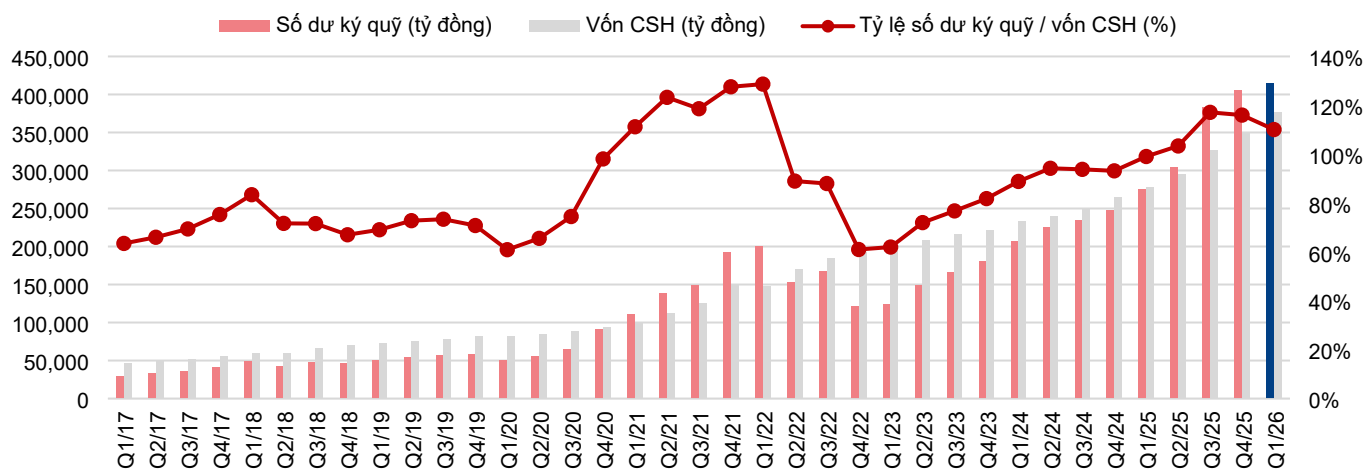
Biên lợi nhuận cho vay ký quỹ tiếp tục thu hẹp trên toàn ngành khi việc tăng lãi suất cho vay ký quỹ không đủ giúp bù đắp chi phí huy động gia tăng

	Biên lợi nhuận cho vay ký quỹ (%)	So với quý liên kế	So với năm trước	Lãi suất cho vay ký quỹ (%)	So với quý liên kế	So với năm trước	Chi phí huy động (%)	So với quý liên kế	So với năm trước
VCK	8.9%	0.4%	0.4%	14.3%	0.8%	0.8%	5.4%	0.4%	0.4%
VND	6.2%	-0.3%	-0.3%	12.0%	0.8%	0.8%	5.7%	1.1%	1.1%
MBS	5.7%	-0.1%	-0.1%	11.5%	0.3%	0.3%	5.8%	0.5%	0.5%
SSI	5.7%	-0.1%	-0.1%	11.1%	-0.2%	-0.2%	5.4%	-0.1%	-0.1%
<b>Trung bình ngành</b>	<b>3.9%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>6.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>
CTS	3.8%	-0.9%	-0.9%	10.1%	-0.3%	-0.3%	6.3%	0.6%	0.6%
SHS	3.6%	-0.8%	-0.8%	11.0%	0.4%	0.4%	7.4%	1.2%	1.2%
VIX	3.5%	0.5%	0.5%	10.0%	1.1%	1.1%	6.5%	0.5%	0.5%
HCM	3.5%	-2.4%	-2.4%	10.9%	-1.2%	-1.2%	7.4%	1.2%	1.2%
VCBS	3.4%	-1.4%	-1.4%	10.9%	0.4%	0.4%	7.5%	1.8%	1.8%
VPX	3.4%	-0.4%	-0.4%	10.0%	0.9%	0.9%	6.6%	1.3%	1.3%
TCX	3.2%	-0.3%	-0.3%	11.1%	0.5%	0.5%	7.9%	0.8%	0.8%
KIS	3.2%	1.4%	1.4%	8.8%	1.2%	1.2%	5.5%	-0.2%	-0.2%
KBS	2.6%	0.1%	0.1%	8.9%	0.0%	0.0%	6.3%	-0.1%	-0.1%
BSI	2.4%	-2.7%	-2.7%	9.7%	-0.8%	-0.8%	7.3%	1.9%	1.9%
MAS	2.2%	-0.5%	-0.5%	9.4%	0.3%	0.3%	7.2%	0.8%	0.8%
VCI	2.0%	-0.1%	-0.1%	10.1%	0.1%	0.1%	8.1%	0.2%	0.2%

Nguồn: Các công ty, HSC

**Biểu đồ 9: Số dư ký quỹ & vốn CSH, ngành Chứng khoán**

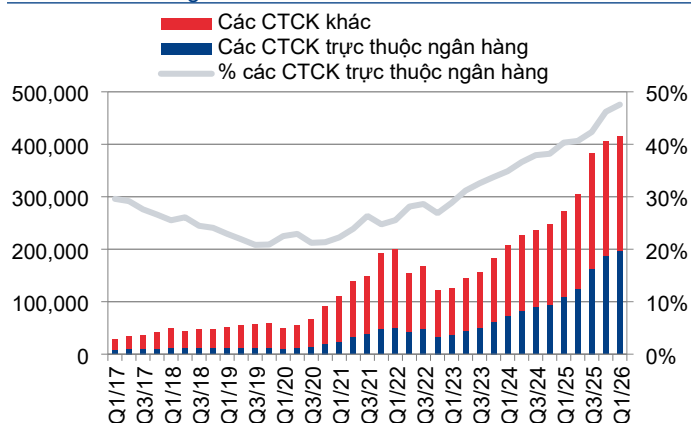
Số dư ký quỹ tăng lên 415 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q1/2026, trong khi tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn CSH giảm còn 110%



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

**Biểu đồ 10: Thị phần cho vay ký quỹ theo nhóm công ty chứng khoán, Q1/2017-Q1/2026**

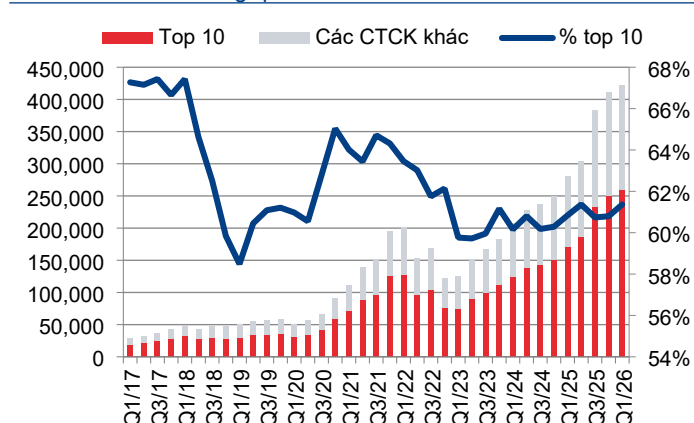
Các công ty chứng khoán trực thuộc ngân hàng chiếm 48% tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn thị trường trong Q1/2026, tăng mạnh từ mức 24% trong Q4/2021



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

**Biểu đồ 11: Thị phần cho vay ký quỹ theo nhóm xếp hạng, Q1/2017-Q1/2026**

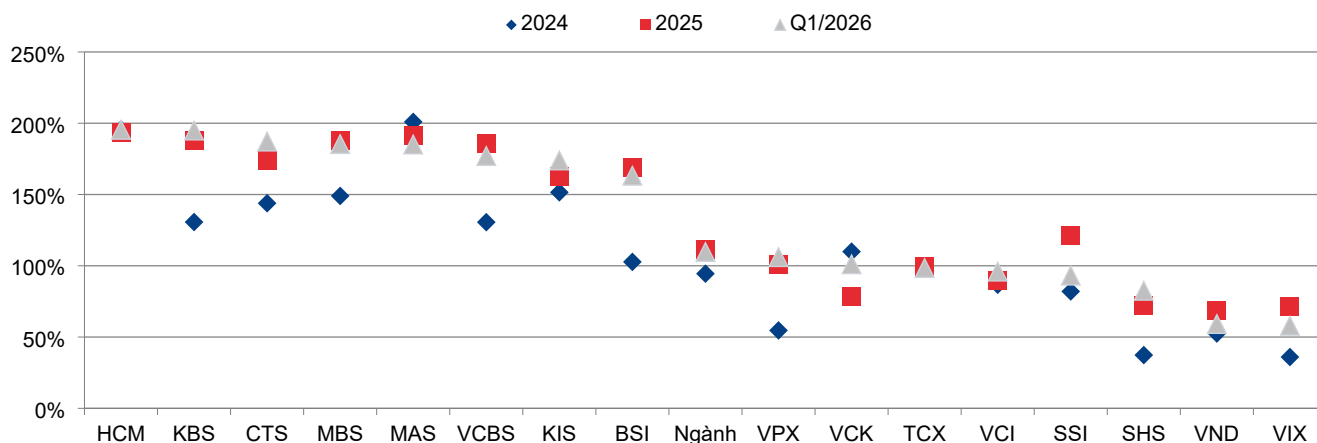
Nhóm 10 công ty chứng khoán dẫn đầu về mảng cho vay ký quỹ chiếm 62% tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn thị trường, giảm so với mức 65-68% trong quá khứ



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**

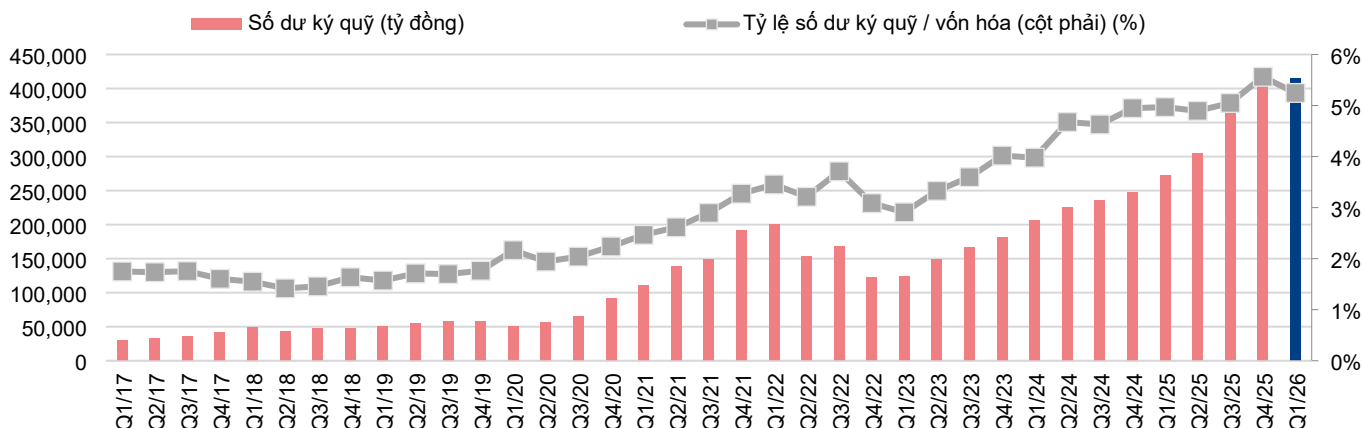
Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ / vốn CSH phân hóa mạnh giữa các công ty, phản ánh sự khác biệt về năng lực vốn và định hướng chiến lược kinh doanh của từng doanh nghiệp



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

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

Tỷ lệ số dư ký quỹ / vốn hóa thị trường đã điều chỉnh giảm còn 5,2% từ mức 5,6% trong Q4/2025



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

**Bảng 14: Kế hoạch tăng vốn trong năm 2026-27, một số công ty chứng khoán**

Các công ty chứng khoán có kế hoạch huy động thêm 46,8 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng	Phương thức phát hành	% số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Phát hành (triệu cổ phiếu)	Giá trị phát hành (tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền mua	20%	415.0	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
<b>Tổng</b>				<b>46,798</b>

Source: Company data, HSC forecasts

### Thị trường TPDN: Xu hướng thuận lợi cho các CTCK thuộc ngân hàng

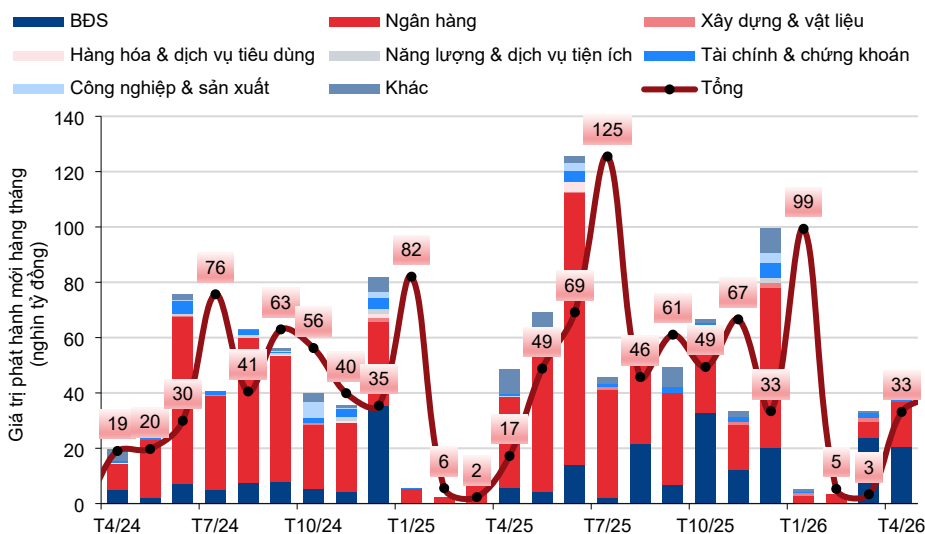
Tốc độ tăng trưởng tín dụng đã vượt tốc độ huy động tiền gửi trong những năm gần đây, nâng hệ số LDR lên mức kỷ lục 112% tại thời điểm đến cuối tháng 4/2026. Điều kiện thắt chặt này cùng chênh lệch lớn giữa tín dụng và tiền gửi đã khiến NHNN thận trọng và chọn lọc hơn trong việc phân bổ tín dụng, đặc biệt là đối với những ngành có rủi ro cao và kỳ hạn dài như BĐS. Ngoài ra, các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn sẽ đòi hỏi nguồn tài chính trung và dài hạn đáng kể trong 5 năm tới, hỗ trợ tăng trưởng phát hành TPDN.

Trong 4 tháng đầu năm 2026, phát hành mới tăng 11% so với cùng kỳ lên 82,3 nghìn tỷ đồng, dẫn đầu là ngành BĐS với 55% giá trị. Điều này cho thấy khả năng tiếp cận nguồn vốn đang dần mở ra đối với các chủ đầu tư BĐS mạnh ngay cả khi các hạn chế tín dụng của NHNN vẫn tiếp diễn và lãi suất vẫn ở mức cao. Hoạt động phát hành cũng bắt đầu mở rộng sang các doanh nghiệp sản xuất, dịch vụ và công nghiệp khi các công ty đa dạng hóa nguồn tài chính.

Thời gian tới, thị trường TPDN Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng đáng kể do mức nền thấp so với các quốc gia trong khu vực. Nghiên cứu của HSC dự báo tổng giá trị phát hành TPDN sẽ tăng trưởng khoảng 20% trong năm 2026, sau khi phục hồi mạnh 32% trong năm ngoái.

**Biểu đồ 15: Giá trị trái phiếu phát hành hàng tháng theo ngành**

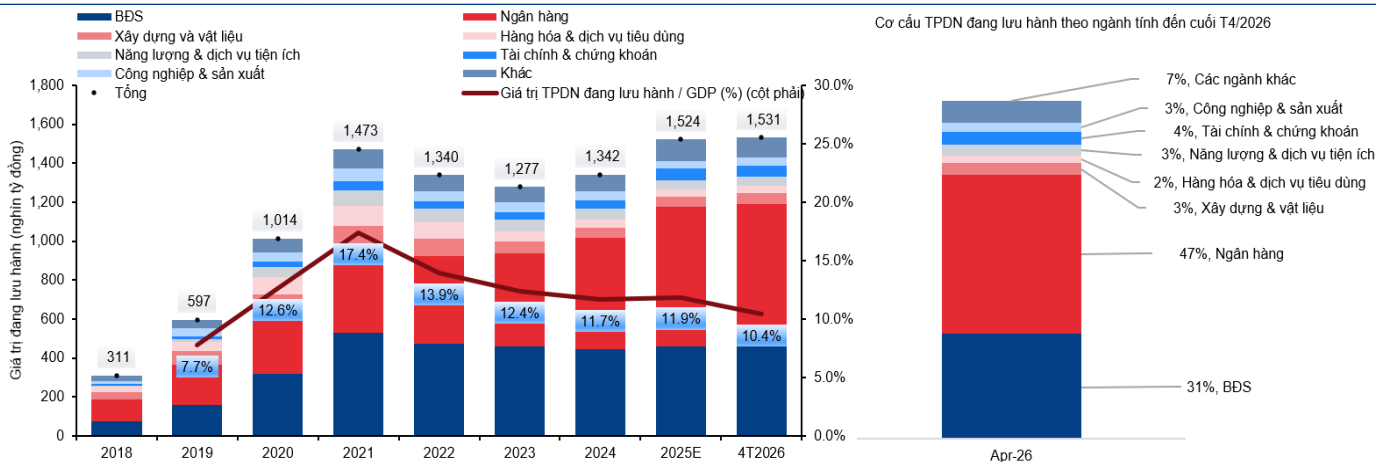
Tổng giá trị phát hành trong tháng 4 đạt 40,5 nghìn tỷ đồng, nâng tổng giá trị phát hành lũy kế 4 tháng đầu năm 2026 lên 82,3 nghìn tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/5/2026. Nguồn: VBMA, HNX, HSC

**Biểu đồ 16: Giá trị TPDN lưu hành theo ngành**

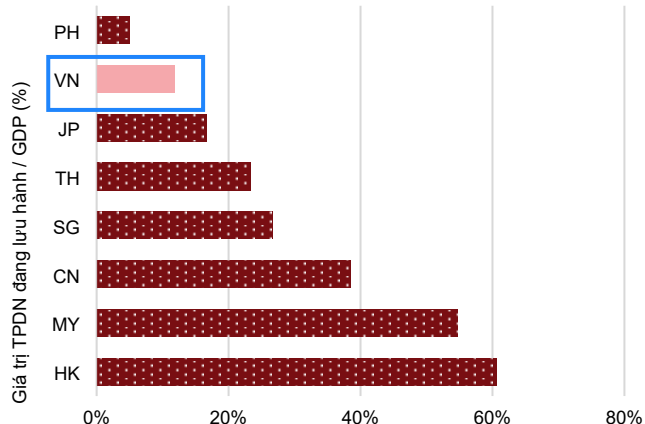
Dư nợ TPDN tính đến cuối tháng 4 tăng 12% so với cùng kỳ, quy mô thị trường vẫn còn thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 25% GDP vào năm 2030



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/5/2026. Nguồn: VBMA, HNX, HSC

**Biểu đồ 17: Giá trị TPDN đang lưu hành/GDP: Việt Nam & các nước khác**

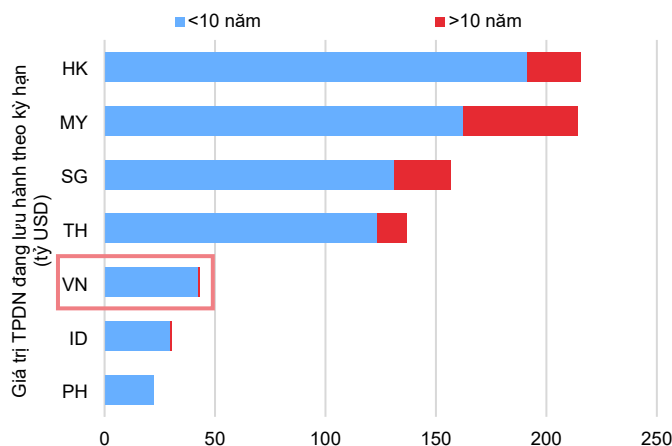
Thị trường TPDN Việt Nam vẫn còn tương đối nhỏ so với các quốc gia trong khu vực...



Ghi chú: Dữ liệu tính đến Q4/2025. Nguồn: ADB, HSC

**Biểu đồ 18: Cơ cấu TPDN đang lưu hành theo kỳ hạn: Việt Nam so với các nước khác**

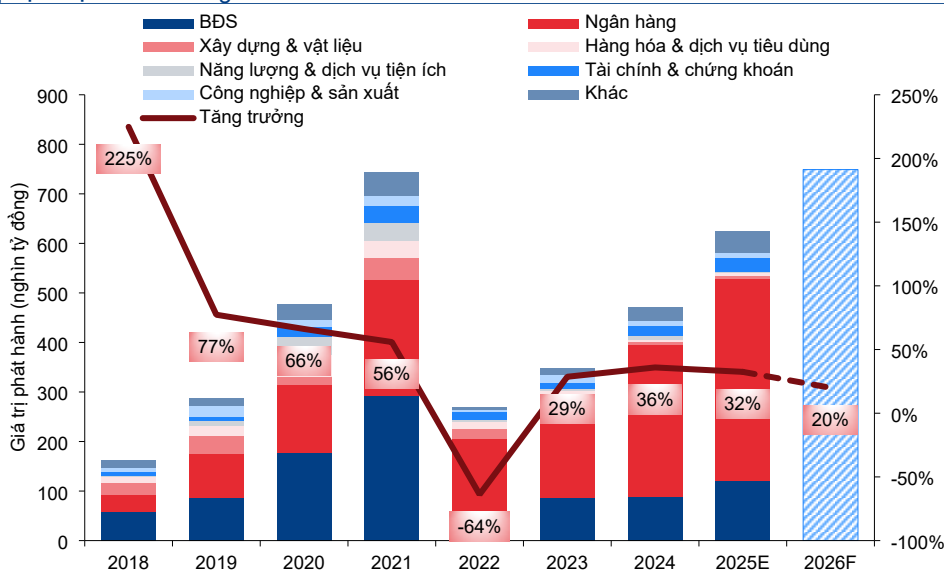
... đồng thời quy mô và tính đa dạng của các công cụ huy động vốn dài hạn vẫn còn hạn chế



Ghi chú: Dữ liệu tính đến Q2/2025. HK = Hồng Kông, MY = Malaysia, SG = Singapore, TH = Thái Lan, VN = Việt Nam, ID = Indonesia, PH = Philippines. Nguồn: ADB, HSC

**Biểu đồ 19: Giá trị TPDN phát hành hàng năm**

Chúng tôi dự báo tổng giá trị phát hành sẽ tăng trưởng 20% trong năm 2026, sau khi hồi phục mạnh 32% trong năm 2025



Nguồn: HNX, HSC

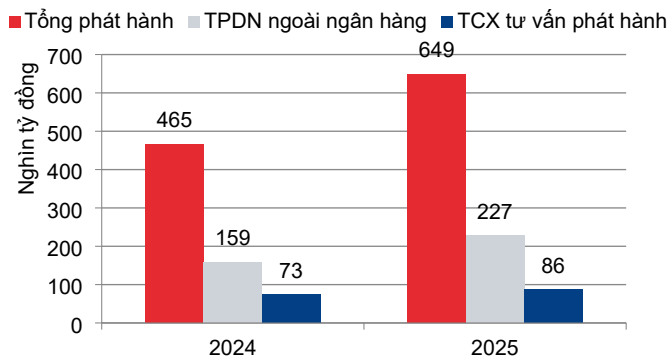
Bộ Tài chính đang soạn thảo nghị định điều chỉnh việc phát hành trái phiếu đại chúng của các công ty tham gia dự án PPP. Mặc dù dự thảo nghị định đặt ra yêu cầu chặt chẽ hơn về bảo lãnh, cơ cấu vốn và minh bạch để bảo vệ NĐT, **nhưng không yêu cầu tổ chức phát hành trái phiếu PPP phải đáp ứng yêu cầu tối thiểu về lịch sử hoạt động hoặc khả năng sinh lời**. Nếu được ban hành, nghị định sẽ tạo ra hành lang pháp lý linh hoạt hơn để các công ty cơ sở hạ tầng huy động vốn và có thể mở rộng quy mô thị trường TPDN theo thời gian

Các CTCK có thể hưởng lợi từ diễn biến này thông qua nhiều vai trò khác nhau trên thị trường TPDN, bao gồm tư vấn, bảo lãnh phát hành, phân phối và đầu tư. Trong ngành, TCX, VPX và HDBS – các nhân tố chính trong tư vấn phát hành trái phiếu – sẽ hưởng lợi chính nhờ tỷ trọng đóng góp cao hơn từ thu nhập IB liên quan đến trái phiếu và thu nhập đầu tư TPDN.

Chúng tôi phân tích chi tiết thị trường TPDN trong báo cáo Kinh tế vĩ mô: [Triển vọng thị trường TPDN: Nâng dự báo lợi suất trong bối cảnh phát hành tăng mạnh](#).

**Biểu đồ 20: Giá trị TPDN phát hành & TCX tư vấn phát hành**

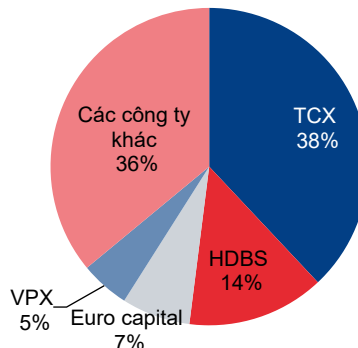
Tổng giá trị trái phiếu tư vấn phát hành của TCX tăng trưởng 18% trong năm 2025



Nguồn: TCX

**Biểu đồ 21: Hoạt động tư vấn TPDN khối ngoài ngân hàng, năm 2025**

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



Nguồn: TCX

**Triển vọng: Các yếu tố thuận lợi đang hình thành nhưng thách thức vẫn chiếm ưu thế trong ngắn hạn**

Bước sang nửa cuối năm 2026 và năm 2027, chúng tôi nhận thấy 4 yếu tố thuận lợi rõ ràng: (1) triển vọng căng thẳng Mỹ-Iran hạ nhiệt, (2) tỷ giá ổn định, (3) triển khai các gói kích thích tài khóa và (4) dòng vốn sau khi TTCK Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi. Tuy nhiên, những yếu tố này sẽ cần thêm thời gian để khôi phục niềm tin của NĐT, trong khi những yếu tố bất lợi chính – lãi suất tiền gửi cao, thanh khoản thắt chặt, khối ngoại tiếp tục bán ròng và độ rộng thị trường hẹp – khó có thể nhanh chóng tháo gỡ. Sự mất cân bằng này củng cố cho quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về triển vọng thanh khoản.

**Bảng 22: Các yếu tố hỗ trợ và bất lợi với thị trường, giai đoạn 2026-2028**

Đánh giá của chúng tôi nghiêng về các yếu tố cản trở hơn là các yếu tố hỗ trợ, do các yếu tố cản trở được cho là sẽ tác động mạnh hơn và kéo dài hơn đối với tâm lý thị trường

Yếu tố	Trạng thái	Tác động cơ bản	Thời gian tác động	Tác động đến tâm lý thị trường
<b>Các yếu tố lực cản</b>				
Lãi suất tiền gửi cao	Các ngân hàng thương mại liên tục tăng lãi suất huy động nhằm cải thiện khả năng huy động tiền gửi và giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng. Mặc dù Thống đốc NHNN đã kêu gọi điều chỉnh giảm lãi suất, mặt bằng lãi suất huy động vẫn duy trì ở mức cao do tình trạng thanh khoản hệ thống ngân hàng bị thắt chặt kéo dài. Lợi suất tiền gửi tăng thu hút dòng tiền từ các kênh tài sản thay thế quay trở lại hệ thống tiền gửi ngân hàng, qua đó phần nào làm suy giảm thanh khoản trên thị trường chứng khoán. Đồng thời, lãi suất cho vay tăng cũng gây áp lực lên lợi nhuận của doanh nghiệp.	Cao	Dài	Cao
Thanh khoản thắt chặt	Mặc dù lãi suất huy động đã được điều chỉnh tăng nhiều lần, điều kiện thanh khoản vẫn duy trì trạng thái thắt chặt do chênh lệch kéo dài giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng huy động. Lãi suất LNH qua đêm đã giảm từ mức cao trong Q1/26 xuống khoảng 6-8% trong giai đoạn tháng 4-5, nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với năm 2025.	Cao	Dài	Cao
Khối ngoại bán ròng	Nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng 43 nghìn tỷ đồng trong 5 tháng đầu năm 2026. Bên cạnh đó, đã bán ròng vẫn chưa có dấu hiệu chậm lại dù áp lực tỷ giá đã phần nào hạ nhiệt.	Cao	Dài	Trung bình
Tính lan tỏa bị thu hẹp của thị trường	Lo ngại của NĐT về ảnh hưởng tâm lý từ biến động của nhóm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup đang ở mức cao khi nhóm cổ phiếu này chiếm khoảng 30% vốn hóa của VN Index.	Trung bình	Ngắn	Trung bình
<b>Các yếu tố bất lợi</b>				
Căng thẳng Mỹ - Iran hạ nhiệt	Rủi ro địa chính trị liên quan đến eo biển Hormuz đã giảm đáng kể so với giai đoạn cao điểm nhưng vẫn tiềm ẩn nhiều bất ổn. Một lệnh ngừng bắn tạm thời cùng các cuộc đàm phán hòa bình đang diễn ra đã giúp giảm bớt lo ngại về nguy cơ leo thang căng thẳng trong ngắn hạn, dù các sự cố rải rác và tình trạng gián đoạn vận tải biển vẫn khiến giá năng lượng biến động mạnh. Đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, việc giá dầu và rủi ro vận tải duy trì xu hướng hạ nhiệt sẽ góp phần giảm áp lực lạm phát nhập khẩu và tỷ giá, từ đó hỗ trợ tâm lý nhà đầu tư cải thiện dần.	Cao	Ngắn	Trung bình
Đẩy mạnh thực thi chính sách tài khóa	Gói đầu tư công trị giá 1.280 nghìn tỷ đồng vẫn đang được triển khai đúng tiến độ. Việc đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thanh khoản thị trường, đồng thời cải thiện triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành xây dựng, vật liệu xây dựng, công nghiệp và một số doanh nghiệp BĐS.	Trung bình	Dài	Trung bình
Tỷ giá ổn định hơn	Tỷ giá USD/VND đã giảm trở lại vùng giữa 26.000đ/USD từ mức căng thẳng gần 28.000đ/USD, nhờ hoạt động huy động vốn ở nước ngoài của các tổ chức tài chính Việt Nam và dòng vốn FDI giải ngân duy trì tích cực (đạt 7,4 tỷ USD trong 4 tháng đầu năm 2026, tăng 9,8% so với cùng kỳ).	Cao	Dài	Thấp
Dòng vốn từ việc được đưa vào rổ FTSE Emerging Markets	Ngày 8/4, FTSE Russell chính thức xác nhận việc đưa cổ phiếu của Việt Nam vào các rổ chỉ số Thị trường Mới nổi (Emerging Markets). Theo đó, 23 cổ phiếu vốn hóa lớn sẽ được đưa vào rổ chỉ số theo lộ trình gồm bốn đợt bắt đầu từ tháng 9/2026. Chúng tôi ước tính tổng dòng vốn thụ động vào thị trường có thể đạt khoảng 946 triệu USD, trong đó đợt đầu tiên có giá trị khoảng 95 triệu USD sẽ diễn ra vào tháng 9/2026.	Trung bình	Dài	Thấp
<b>Tổng quan</b>	<b>Trong ngắn hạn, các yếu tố bất lợi được dự báo vẫn sẽ chiếm ưu thế so với các yếu tố hỗ trợ.</b>			

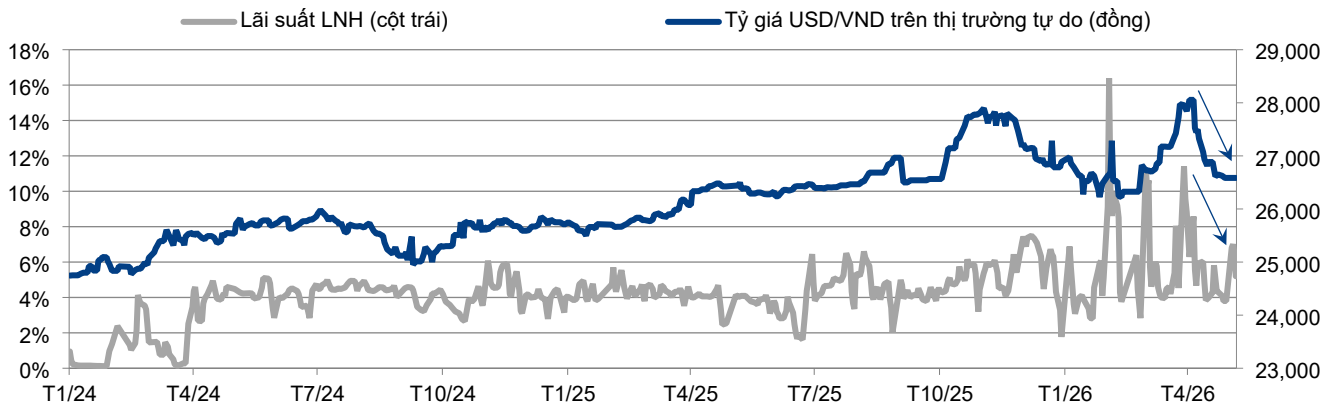
Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

 Chúng tôi phân tích chi tiết về gói kích thích tài khóa trong báo cáo Kinh tế vĩ mô của chúng tôi: [Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2026-2027: Những động lực mới.](#)

Chúng tôi phân tích chi tiết về khả năng thu hút vốn sau khi được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi trong báo cáo: [Việt Nam được nâng hạng lên Thị trường Mới nổi Thứ cấp - Mở ra cơ hội mới.](#)

### Biểu đồ 23: Lãi suất LNH qua đêm và tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do

Lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng đã điều chỉnh về mức 6-8% từ vùng đỉnh trong Q1/2026. Trong khi đó, tỷ giá USD trên thị trường tự do cũng giảm mạnh từ mức đỉnh 28.000đ/USD xuống khoảng 26.600đ/USD chỉ trong vòng hai tháng



Nguồn: NHNN, HSC ước tính

### Bảng 24: Hoạt động huy động vốn nước ngoài, năm 2026

Các doanh nghiệp lớn tại Việt Nam, chủ yếu là các tổ chức tài chính, đã huy động khoảng 5 tỷ USD vốn từ thị trường nước ngoài

Công ty	Đối tác/Đơn vị thu xếp	Loại giao dịch	Thời gian	Tình trạng	Quy mô (triệu USD)
VPB	SMBC	Phát hành cổ phần chiến lược	T4-26	Đang lên kế hoạch	712
VPB	SMBC	Khoản vay hợp vốn	T3-26	Đang lên kế hoạch	1,200
TCX		Khoản vay hợp vốn	T4-26	Đang lên kế hoạch	488
TCX	KfW DEG	Khoản vay chuyển đổi	T2-26	Đang xử lý	50
CAEX (VPX)	OKX	Huy động vốn chiến lược	T4-26	Đang xử lý	50
BID	ADB	Khoản vay hợp vốn	T4-26	Hoàn tất	250
SSI	Cathay United Bank	Khoản vay hợp vốn	T12-25	Hoàn tất	300
GEX	HSBC	Khoản vay hợp vốn	T3-26	Đang xử lý	200
HDB		Trái phiếu quốc tế		Đang lên kế hoạch	300
VIB		Trái phiếu quốc tế		Đang lên kế hoạch	1,000
VIC		Trái phiếu quốc tế	T3-26	Đang xử lý	350
<b>Tổng</b>					<b>4,900</b>

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

### Bảng 25: Ước tính dòng vốn dự kiến phân bổ vào cổ phiếu Việt Nam

Các quỹ thụ động	Tổng AUM (triệu USD)	Tỷ trọng cổ phiếu VN (%)	Dòng vốn dự kiến phân bổ vào thị trường Việt Nam (triệu USD)
Funds tracking FTSE EM All Cap	161,174	0.329%	530.3
Funds tracking FTSE EM	16,644	0.192%	32.0
Funds tracking FTSE Global All Cap	1,039,900	0.034%	353.6
Funds tracking FTSE All World	150,100	0.020%	30.0
<b>Tổng</b>	<b>1,367,818</b>		<b>945.8</b>
Đợt 1 (T9/2026) - 10%			94.6
Đợt 2 (T3/2027) - 20%			189.2
Đợt 3 (T6/2027) - 35%			331.0
Đợt 4 (T9/2027) - 35%			331.0

Nguồn: Bloomberg, HSC

**Bảng 26: 23 cổ phiếu tiềm năng & dòng vốn ước tính (triệu USD) chảy vào cổ phiếu Việt Nam theo 4 đợt phân bổ**

VinGroup và các cổ phiếu blue-chip khác hưởng lợi từ việc được đưa vào rổ chỉ số thị trường mới nổi

Mã CK	Quy mô	Vốn hóa_free float (tỷ USD)	Đợt 1 - 10%	Đợt 2 - 20%	Đợt 3 - 35%	Đợt 4 - 35%	Tổng
VIC	Lớn	65.1	39.5	79.0	138.3	138.3	395.1
VCB	Lớn	19.3	4.5	9.0	15.7	15.7	44.8
VHM	Lớn	23.9	9.4	18.9	33.0	33.0	94.3
BID	Lớn	11.4	1.2	2.4	4.2	4.2	12.1
HPG	Vừa	8.1	6.2	12.4	21.7	21.7	62.1
VNM	Nhỏ	4.9	2.3	4.6	8.0	8.0	22.9
FPT	Vừa	4.9	2.8	5.6	9.8	9.8	28.1
BSR	Nhỏ	5.2	0.8	1.5	2.6	2.6	7.6
STB	Nhỏ	4.8	1.7	3.3	5.8	5.8	16.6
MSN	Nhỏ	4.3	4.9	9.7	17.0	17.0	48.6
VJC	Nhỏ	4.1	2.3	4.6	8.1	8.1	23.0
SHB	Nhỏ	2.8	1.6	3.2	5.5	5.5	15.8
GEE	Nhỏ	2.6	1.2	2.4	4.1	4.1	11.8
SSI	Nhỏ	2.6	3.7	7.4	13.0	13.0	37.2
VRE	Nhỏ	3.1	2.3	4.5	8.0	8.0	22.7
VIX	Nhỏ	1.6	2.7	5.5	9.6	9.6	27.3
GEX	Nhỏ	1.4	1.0	2.0	3.5	3.5	10.0
NVL	Nhỏ	1.5	1.4	2.8	4.9	4.9	14.0
VCI	Nhỏ	1.1	1.5	3.1	5.4	5.4	15.3
KBC	Nhỏ	1.2	1.0	2.1	3.6	3.6	10.3
KDH	Nhỏ	1.1	0.8	1.6	2.8	2.8	8.1
VND	Nhỏ	0.9	1.2	2.4	4.2	4.2	12.0
DGC	Nhỏ	0.8	0.6	1.2	2.2	2.2	6.2
<b>Tổng</b>			<b>94.6</b>	<b>189.2</b>	<b>331.0</b>	<b>331.0</b>	<b>945.8</b>

Nguồn: FTSE Russell, HSC ước tính

## Dự báo mới

Dựa trên tình hình thanh khoản 5 tháng đầu năm 2026 và triển vọng năm 2026-2027, chúng tôi giảm bình quân 8%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày giai đoạn 2026-2028, tương đương tăng trưởng bình quân 8,3% trong 3 năm tới từ mức nền cao năm 2025. Đối với lợi nhuận của các CTCK, chúng tôi tăng nhẹ 2%/năm dự báo cho SSI, trong khi giữ nguyên dự báo cho VCI, VND và TCX. Lợi nhuận thuần của SSI, VCI, VND và TCX được dự báo tăng trưởng bình quân lần lượt 12%, 18%, 6% và 21% trong 3 năm tới.

### Triển vọng thị trường và điều chỉnh dự báo

Chúng tôi cho rằng thanh khoản khó có thể phục hồi bền vững trước Q4/2026. Mặc dù 4 yếu tố thuận lợi – lệnh ngừng bắn giữa Mỹ-Iran, tỷ giá ổn định, triển khai gói kích thích tài khóa và dòng vốn mới sau khi được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi – đang bắt đầu hình thành, tác động lên thanh khoản thị trường chung sẽ diễn ra từ từ và không đủ để bù đắp những yếu tố bất lợi đang tiếp tục gây áp lực lên sự tham gia của NĐT bán lẻ và giá trị giao dịch hàng ngày.

Chúng tôi giảm khoảng 8%/năm dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày giai đoạn 2026-2028. Theo kịch bản cơ sở, giá trị giao dịch bình quân ngày năm 2026 đạt 30,7 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3%), năm 2027 đạt 34,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và năm 2028 đạt 37,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%), tương đương tăng trưởng bình quân 8,3% trong 3 năm tới – vẫn lành mạnh (từ mức nền cao năm 2025) nhưng cho thấy môi trường ngắn hạn thách thức hơn.

Trên cơ sở hàng quý trong năm 2026, chúng tôi dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 27,5 nghìn tỷ đồng trong Q3/2026 và đạt 32 nghìn tỷ đồng trong Q4/2026. Thanh khoản thị trường nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức thấp trong Q2/2026 và Q3/2026 do khối ngoại tiếp tục bán ròng và NĐT trong nước tiếp tục ưu tiên gửi tiền ngân hàng trong bối cảnh lãi suất cao. Sau đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị giao dịch bình quân ngày sẽ phục hồi từ Q4/2026 trở đi nhờ (i) tâm lý thị trường cải thiện nhờ dòng vốn tiềm năng liên quan đến việc nâng hạng lên thị trường mới nổi và (ii) áp lực thanh khoản trong hệ thống ngân hàng hạ nhiệt trong giai đoạn cuối năm.

Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy sự biến động vừa phải xung quanh kịch bản cơ sở, trong đó giá trị giao dịch bình quân ngày theo kịch bản tích cực và tiêu cực đạt lần lượt 32,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và 28,3 nghìn tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ) trong năm 2026.

### Bảng 27: Thanh khoản thị trường thực tế và dự báo hàng năm, Việt Nam

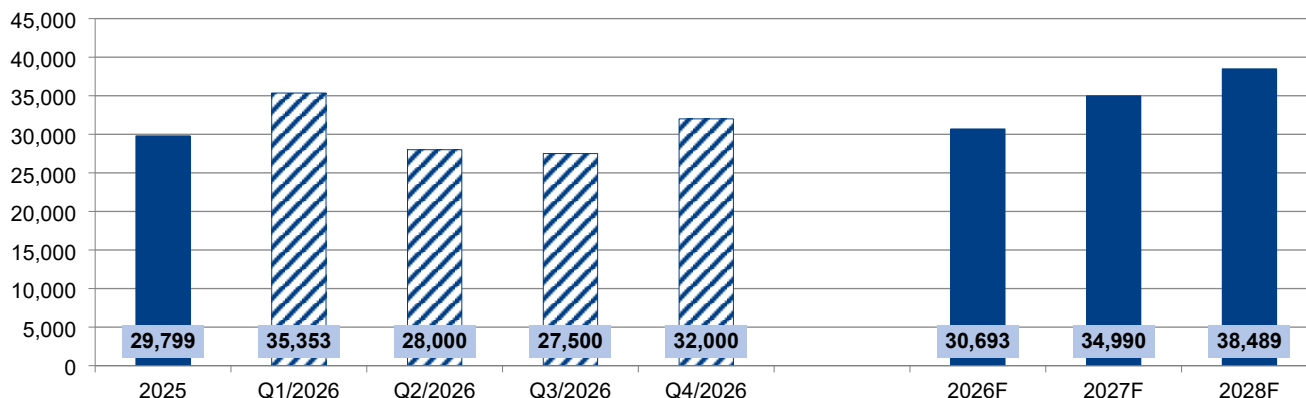
Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo GTGD bình quân ngày mỗi năm trong giai đoạn 2026-2028, tương đương hạ giả định tăng trưởng kép 3 năm của thanh khoản bình quân ngày xuống còn 9%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Kịch bản tiêu cực					<b>28,309</b>	<b>32,273</b>	<b>35,500</b>
Tăng trưởng					-5%	12%	10%
<b>Kịch bản cơ sở</b>	<b>29,799</b>	<b>32,779</b>	<b>37,696</b>	<b>43,351</b>	<b>30,693</b>	<b>34,377</b>	<b>37,814</b>
Tăng trưởng	42%	10%	15%	15%	3%	12%	10%
Kịch bản tích cực					<b>32,779</b>	<b>37,368</b>	<b>41,105</b>
Tăng trưởng					10%	12%	10%

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

**Biểu đồ 28: Dự báo thanh khoản thị trường theo quý, Việt Nam**

Chúng tôi dự báo GTGD bình quân ngày sẽ quay về mức bình thường trong Q2-Q3/2026 trước khi phục hồi trong Q4/2026, nhờ được hỗ trợ bởi dòng vốn liên quan đến việc nâng hạng lên thị trường mới nổi FTSE



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

Đối với các CTCK trong phạm vi phân tích, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 cho TCX, VCI và VND. Chúng tôi tăng nhẹ 2%/năm dự báo cho SSI sau khi giảm nhẹ giả định chi phí tài chính. Lưu ý rằng trong khi chúng tôi hạ dự báo giá trị giao dịch bình quân ngày, mảng nghiệp vụ môi giới chỉ tác động nhẹ lên cơ cấu thu nhập của doanh nghiệp trong khi mảng đầu tư & cho vay ký quỹ đóng góp đáng kể hơn.

Dự báo điều chỉnh của chúng tôi như sau:

- SSI: Lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 12%, 13% và 11% trong giai đoạn 2026-2028, nhờ cải thiện trên diện rộng ở các mảng nghiệp vụ môi giới, cho vay ký quỹ và IB.
- VCI: Lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 35%, 9% và 11% trong năm 2026, 2027 và 2028. Tăng trưởng mạnh trong năm 2026 nhờ thu nhập đầu tư từ danh mục AFS phục hồi cùng danh mục các thương vụ IB ngày càng lớn.
- VND: Lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 1%, 6% và 12% trong giai đoạn 2026-2028. Mảng cho vay ký quỹ và nghiệp vụ môi giới sẽ là động lực lợi nhuận chính, trong khi thu nhập đầu tư sẽ vẫn là yếu tố bất lợi do công ty phải tiếp tục trích lập dự phòng cho các trái phiếu liên quan đến tập đoàn Trung Nam.
- TCX: Lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 13%, 28% và 24% trong giai đoạn 2026-2028, nhờ các mảng cho vay ký quỹ, kinh doanh nguồn vốn và IB.

**Bảng 29: Tăng trưởng LNTT thực tế và dự báo, các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC**

Tốc độ tăng trưởng kép toàn ngành trong giai đoạn 2025-2028 được kỳ vọng đạt 16,1%

Tỷ đồng	2025	HSC dự báo		
		2026F	2027F	2028F
<b>SSI</b>	<b>5,083</b>	<b>5,695</b>	<b>6,439</b>	<b>7,119</b>
Tăng trưởng	43%	12%	13%	11%
<b>VCI</b>	<b>1,629</b>	<b>2,192</b>	<b>2,386</b>	<b>2,656</b>
Tăng trưởng	50%	35%	9%	11%
<b>VND</b>	<b>2,508</b>	<b>2,524</b>	<b>2,686</b>	<b>3,002</b>
Tăng trưởng	20%	1%	6%	12%
<b>TCX</b>	<b>7,108</b>	<b>8,048</b>	<b>10,325</b>	<b>12,802</b>
Tăng trưởng	48%	13%	28%	24%

Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

## Định giá và khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu đối với toàn bộ các CTCK trong phạm vi phân tích, chủ yếu thông qua hạ bội số định giá trong khi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận. Chúng tôi hiện định giá SSI, VND và VCI ở mức P/E và P/S cao hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ do triển vọng thanh khoản ảm đạm. Chúng tôi cho rằng ngành Chứng khoán hiện nay là cơ hội đầu tư giá trị thay vì tăng trưởng như trước đó. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho TCX, VCI và SSI trong khi hạ khuyến nghị cho VND xuống Nằm giữ. TCX vẫn là lựa chọn hàng đầu nhờ khả năng sinh lời vượt trội, thu nhập đa dạng và hồ sơ lợi nhuận tốt nhất ngành. VCI là lựa chọn thứ hai của chúng tôi với xu hướng tăng trưởng lợi nhuận tích cực cùng danh mục đầu tư sinh lời trong năm 2026.

### Giảm giá mục tiêu chủ yếu do hạ bội số định giá

HSC giảm 6% giá mục tiêu cho SSI xuống 33.000đ (tiềm năng tăng giá 20%), giảm 12% cho VCI xuống 31.100đ (tiềm năng tăng giá 26%), giảm 12% cho VND xuống 16.900đ (tiềm năng tăng giá 0%) nhưng giữ nguyên giá mục tiêu của TCX ở mức 52.900đ.

Những điều chỉnh này phản ánh:

- **Giảm bội số định giá:** Chúng tôi áp dụng bội số mục tiêu thống nhất với P/E và P/S cao hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ cho SSI, VND và VCI, phản ánh quan điểm thận trọng hơn về triển vọng phục hồi thanh khoản trong ngắn hạn và lùi thời điểm mở rộng bội số định giá cho đến khi thanh khoản cải thiện bền vững.

Chúng tôi trước đó đã áp dụng bội số mục tiêu cao hơn cho VCI (cao hơn 0,75 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vượt trội và chất lượng danh mục IB xuất sắc. Tuy nhiên, thanh khoản thị trường thứ cấp ảm đạm trên diện rộng cũng là hạn chế đối với hoạt động IB, khiến các giao dịch thỏa thuận lớn hay IPO khó thực hiện và định giá kém hấp dẫn hơn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh bội số mục tiêu của VCI xuống tương đương SSI và VND ở mức cao hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và sẽ xem xét tăng phần thặng dư khi tình hình thanh khoản thay đổi.

- **Chuyển thời điểm định giá sang kỳ tiếp theo:** Chúng tôi hiện sử dụng lợi nhuận bình quân năm 2026-2027 (từ cả năm 2026 trước đó) để xác định giá mục tiêu.
- **Điều chỉnh dự báo lợi nhuận:** Giữ nguyên dự báo cho TCX, VCI và VND; tăng 2%/năm dự báo cho SSI do chi phí tài chính thấp hơn kỳ vọng.
- **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.

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/E dự phóng năm 2026 là 18,7 lần cho SSI, 19,7 lần cho VCI, 13,3 lần cho VND và 22,8 lần cho TCX. Với tiềm năng tăng giá 20-26%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho SSI, VCI và TCX nhưng hạ khuyến nghị cho VND xuống Nằm giữ.

TCX vẫn là lựa chọn hàng đầu trong ngành với sự kết hợp hấp dẫn nhất về triển vọng lợi nhuận, chất lượng lợi nhuận và định giá so với bình quân quá khứ của cổ phiếu. Trong khi đó, VCI là lựa chọn cổ phiếu thứ hai của chúng tôi nhờ triển vọng phục hồi lợi nhuận tích cực trong năm 2026 cùng khoản lãi chưa thực hiện lớn trong danh mục AFS, cho thấy tiềm năng tăng giá đáng kể.

Bảng 30: So sánh các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Đồng	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	P/E (lần)		ROE		Tăng trưởng EPS		P/E tại giá mục tiêu (lần)
				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F
SSI	27,500	Mua vào	33,000	15.6	13.9	12.2%	12.5%	7.5%	12.7%	18.7
VCI	24,650	Mua vào	31,100	15.6	14.4	8.9%	9.9%	18.1%	8.5%	19.7
VND	16,850	Nắm giữ	16,900	13.2	13.6	9.3%	8.5%	5.3%	-2.4%	13.3
TCX	42,000	Mua vào	52,900	18.1	14.1	13.8%	15.7%	13.3%	28.3%	22.8
<b>Ngành</b>				<b>15.6</b>	<b>14.0</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.7%</b>	<b>18.6</b>

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 19/5.

Nguồn: Các công ty, HSC

Bảng 31: Kết hợp phương pháp P/E và P/S, các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

	P/S	P/E	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá
SSI	25,400	40,655	33,028	20%
VCI	31,304	30,850	31,100	26%
VND	15,123	18,588	16,855	0%

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 nhìn chung đi ngang trong 1 tháng qua trong giai đoạn thị trường chịu áp lực bán rông lớn từ khối ngoại và thanh khoản sụt giảm, củng cố quan điểm của chúng tôi rằng khả năng định giá lại của ngành vẫn hạn chế do các yếu tố bất lợi về thanh khoản tiếp tục kéo dài. Đà tăng của thị trường do nhóm Vingroup dẫn dắt đã không chuyển hóa thành hiệu suất tích cực của các CTCK.

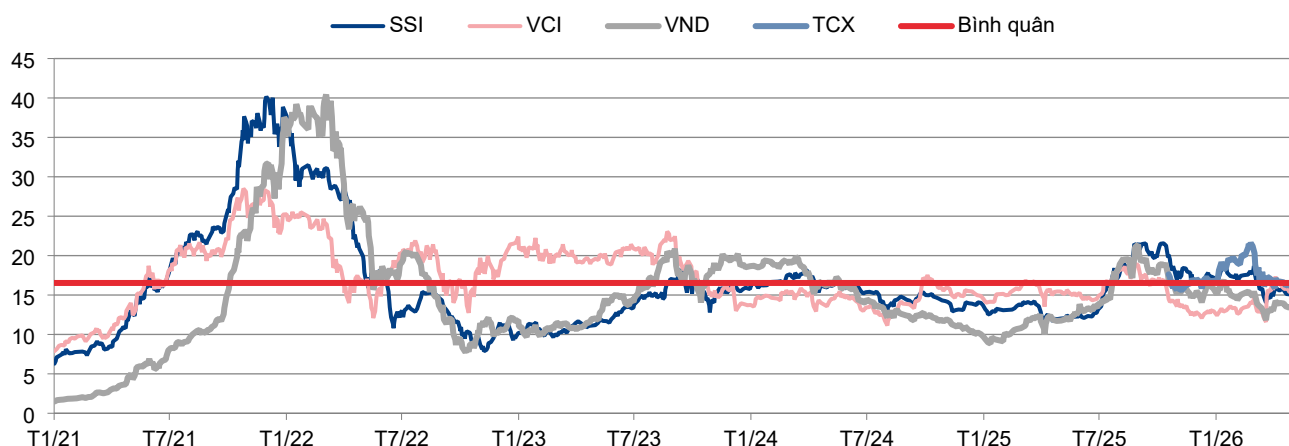
Cụ thể, giá cổ phiếu SSI, VCI, VND và TCX ghi nhận diễn biến lần lượt +0%, +7%, -6% và +0% trong 1 tháng qua. Toàn ngành đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm bình quân lần lượt là 14,8 lần và 4,8 lần – nhìn chung sát với bình quân quá khứ. Tại mức định giá này, chúng tôi tin rằng ngành Chứng khoán đang mở ra cơ hội đầu tư giá trị tích cực.

P/E trượt dự phóng 1 năm hiện tại:

- SSI: 14,9 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.
- VCI: 15 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.
- VND: 13,2 lần, sát với bình quân quá khứ.
- TCX: 16,1 lần, thấp hơn bình quân 17,4 lần kể từ khi niêm yết vào ngày 21/10/2025.

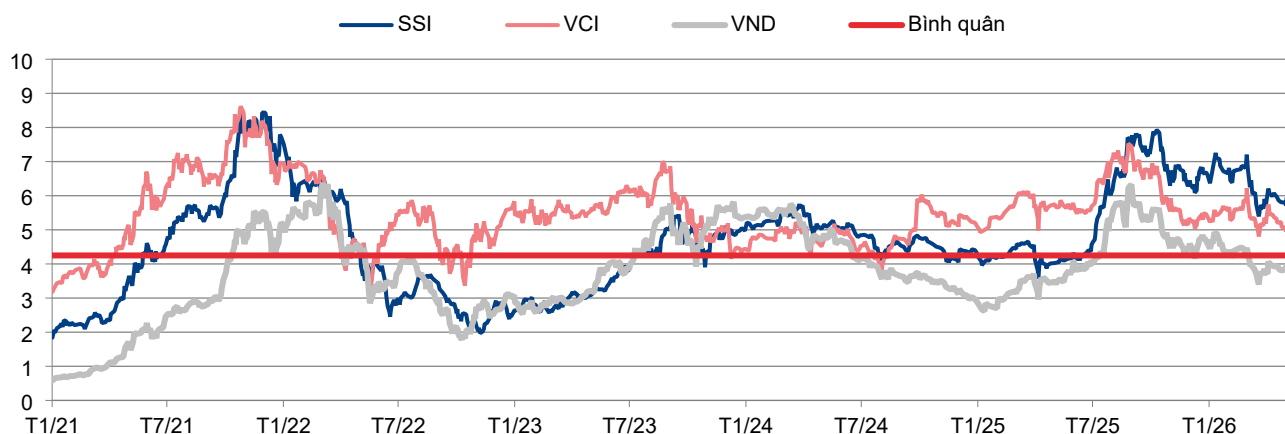
Biểu đồ 32: So sánh P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

P/E của nhóm các công ty chứng khoán đã trở lại mức ghi nhận hồi đầu năm 2025...



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

**Biểu đồ 33: So sánh P/S trượt dự phóng 1 năm, các công ty chứng khoán ... , tương tự như P/S**



Nguồn: Các công ty, HSC dự báo

**Mua vào** (giữ nguyên)

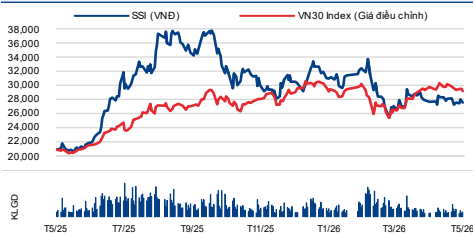
Giá mục tiêu: VNĐ33,000 (từ VNĐ35,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.0%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)</b>	<b>27,500</b>
Mã Bloomberg	SSI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,564-37,757
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,680
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	68,558
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,604
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**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	(0.54)	(15.1)	31.7
So với chỉ số	0.60	(12.5)	(5.70)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,761	1,840	(4.3)
2027F	1,984	2,046	(3.0)
2028F	2,183	2,182	0.0

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

**Kết quả đúng hướng, duy trì khuyến nghị Mua vào**

- HSC giảm 6% giá mục tiêu của SSI xuống 33.000đ chủ yếu sau khi hạ bộ số định giá. Với tiềm năng tăng giá 20% so với giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi tăng bình quân 2%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng bình quân 12% trong 3 năm với hệ số ROE bình quân đạt 13%.
- Sau khi giảm 2% trong tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 14,9 lần và 5,7 lần, cả hai đều sát với bình quân quá khứ, đồng thời có mức lợi suất cổ tức tích cực 3,6%.

**Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2026 & triển vọng năm 2026-2027**

SSI ghi nhận KQKD Q1/2026 khả quan với LNTT hợp nhất đạt 1.593 tỷ đồng (tăng 52% so với cùng kỳ), hoàn thành 28% dự báo cả năm 2026 và cao hơn một chút so với dự báo Q1 của chúng tôi. Các mảng kinh doanh chính nhìn chung sát với dự báo trong khi chi phí tài chính thực tế thấp hơn dự báo do Công ty giảm tỷ lệ đòn bẩy trong quý.

Sau đợt tăng vốn đáng kể trong Q1/2026, việc giảm tỷ lệ đòn bẩy của SSI sẽ giúp hạn chế chi phí tài chính trong thời gian tới trong bối cảnh lãi suất gia tăng.

**Tác động: Tăng 2%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028**

Chúng tôi tăng nhẹ bình quân 2%/năm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 sau khi hạ dự báo chi phí tài chính.

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 12% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE ước tính đạt 12-13% trong giai đoạn 2026-2028. Dự báo của chúng tôi vẫn thấp hơn một chút so với thị trường.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 14,9 lần và 5,7 lần, đều sát với bình quân kể từ Q4/2020, với lợi suất cổ tức ổn định ở mức 3,6%. Cổ phiếu hiện đang giao dịch quanh điểm giữa của chu kỳ định giá, chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng giá vẫn còn đáng kể.

Với tiềm năng tăng giá 20% so với giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào. Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu SSI nhờ cơ cấu lợi nhuận ổn định, vị thế tài chính mạnh và định giá vẫn hấp dẫn.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	8,528	12,931	11,368 ▼	12,983	14,190
LN thuần (tỷ đồng)	2,845	4,113	4,558	5,152	5,695
EPS (đồng)	1,511	1,697	1,827	2,057	2,264
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	13,583	12,821	16,076	17,035	18,188
P/E (lần)	18.2	16.2	15.1	13.4	12.1
Lợi suất cổ tức (%)	3.64	3.64	3.64	3.64	3.64
P/B (lần)	2.02	2.14	1.71	1.61	1.51
Thị phần môi giới CP (%)	9.50	11.5	11.6	11.8	11.8
Tăng trưởng EPS (%)	(2.64)	12.3	7.62	12.6	10.1
ROAE (%)	11.4	14.0	12.6	12.4	12.9

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

## Cơ cấu thu nhập bền vững + tỷ lệ đòn bẩy thận trọng = Mua vào

HSC giảm 6% giá mục tiêu của SSI xuống 33.000đ chủ yếu sau khi hạ bội số định giá. Chúng tôi nâng dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 của SSI 2%/năm với giả định chi phí tài chính thấp hơn nhờ chiến lược hạ dần đòn bẩy tài chính của SSI. Dự báo mới của chúng tôi dự phóng tăng trưởng lợi nhuận bình quân 3 năm là 12% và chỉ số ROE trung bình là 13%. SSI đang giao dịch tại P/E dự phóng 1 năm là 14.9 lần và P/S là 5.7 lần. Các chỉ số này đang tương đương mức trung bình của lịch sử, do đó chúng tôi thấy mức định giá hiện tại đang thể hiện tiềm năng tăng giá tích cực. Với 20% tiềm năng tăng giá, chúng tôi giữ khuyến nghị Mua Vào với SSI.

## Phân tích Q1/2026 & nâng dự báo giai đoạn 2026-2028 thêm 2%/năm

SSI ghi nhận KQKD Q1/2026 khả quan với LNTT hợp nhất đạt 1.593 tỷ đồng (tăng 52% so với cùng kỳ) nhờ lãi từ cho vay ký quỹ tăng mạnh 67% đạt 1.050 tỷ đồng và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng 280% đạt 242 tỷ đồng từ mức nền thấp Q1/2025, trong khi thu nhập đầu tư tăng 16% đạt 933 tỷ đồng.

LNTT Q1/2026 hoàn thành 28% dự báo cả năm 2026 và cao hơn một chút so với dự báo Q1 của chúng tôi. Các mảng kinh doanh chính nhìn chung sát với dự báo trong khi chi phí tài chính thực tế thấp hơn dự báo do Công ty giảm tỷ lệ đòn bẩy trong quý.

### Bảng 34: Tóm tắt KQKD Q1/2026, SSI

LNTT Q1/2026 của SSI hoàn thành 28% dự báo cả năm và cao hơn một chút so với dự báo Q1 của chúng tôi

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	2026 HSCF	% 2026 HSCF
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>1,534</b>	<b>2,280</b>	<b>49%</b>	<b>9,347</b>	<b>24%</b>
Môi giới	63	242	283%	759	32%
Hoạt động tự doanh	807	933	16%	3,783	25%
Cho vay ký quỹ	628	1,050	67%	4,720	22%
Khác	36	56	56%	85	66%
<b>Lãi/(lỗ) HĐ tài chính</b>	<b>(435)</b>	<b>(637)</b>	<b>46%</b>	<b>(3,474)</b>	<b>18%</b>
<b>Chi phí HĐ</b>	<b>(53)</b>	<b>(48)</b>	<b>-9%</b>	<b>(274)</b>	<b>18%</b>
Thu nhập khác	2	-2		6	
<b>LNTT</b>	<b>1,047</b>	<b>1,593</b>	<b>52%</b>	<b>5,605</b>	<b>28%</b>
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>849</b>	<b>1,290</b>	<b>52%</b>	<b>4,484</b>	<b>29%</b>

Nguồn: SSI, HSC

Sau KQKD Q1/2026 và cập nhật triển vọng, chúng tôi tăng bình quân khoảng 2%/năm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 chủ yếu sau khi giảm 3% dự báo chi phí tài chính. Các giả định chính khác vẫn giữ nguyên.

Nhìn chung, theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 12% trong giai đoạn 2025-2028 với hệ số ROE ước tính đạt 12-13% trong giai đoạn 2026-2028.

Các giả định chính và dự báo lợi nhuận của chúng tôi được tóm tắt trong Bảng 2-3.

**Bảng 35: Các giả định quan trọng, SSI**

HSC giữ nguyên phần lớn các giả định chính đối với SSI, chỉ giảm nhẹ giả định tăng trưởng tổng nợ

	2025	2026	2027	2028
Tăng trưởng GTGD	42.0%	3.0%	12.0%	10.0%
Thị phần	11.5%	11.6%	11.8%	11.8%
Phí môi giới gộp	0.10%	0.08%	0.08%	0.08%
Phí môi giới thuần	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
Tỷ lệ phí giữ lại	32%	38%	36%	36%
Tăng trưởng dư nợ ký quỹ	77.0%	2.0%	20.0%	10.0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	11.7%	12.0%	12.3%	12.4%
Tăng trưởng danh mục đầu tư	-5.5%	5.7%	9.8%	2.6%
Lợi suất đầu tư	7.7%	7.7%	7.4%	7.4%
Tăng trưởng tổng nợ (%)	32.2%	-5.0%	12.0%	5.0%
Chi phí huy động (%)	5.0%	6.0%	6.2%	6.2%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

**Bảng 36: Dự báo lợi nhuận, SSI**

Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ 2% dự báo lợi nhuận mỗi năm, tương đương tốc độ tăng trưởng kép 3 năm đạt 12%

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận thuần mảng môi giới	757	722	781	850
Doanh thu mảng cho vay ký quỹ	3,562	4,720	5,374	6,206
Lợi nhuận thuần mảng đầu tư	3,488	3,783	4,046	4,144
IB & thu nhập khác	21	85	117	139
<b>Thu nhập hoạt động</b>	<b>7,828</b>	<b>9,347</b>	<b>10,375</b>	<b>11,435</b>
Tăng trưởng	49%	19%	11%	10%
Lợi nhuận/lỗ tài chính	(2,486)	(3,347)	(3,584)	(3,896)
Chi phí BH&QL	(261)	(274)	(301)	(331)
<b>LNTT</b>	<b>5,088</b>	<b>5,695</b>	<b>6,439</b>	<b>7,119</b>
<b>LNST</b>	<b>4,112</b>	<b>4,556</b>	<b>5,151</b>	<b>5,695</b>
Tăng trưởng	45%	12%	13%	11%

Nguồn: SSI, HSC dự báo

## Định giá và khuyến nghị

### Phương pháp định giá

Chúng tôi kết hợp bội số định giá P/E và P/S mục tiêu để xác định giá trị hợp lý cho SSI. Giá mục tiêu điều chỉnh theo kịch bản cơ sở của chúng tôi là 33.000đ/cp, trong đó bội số định giá mục tiêu cao hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020, tương đương tiềm năng tăng giá 20%.

**Bảng 37: Phương pháp định giá P/E & P/S, SSI**

Đồng	2025	2026	Bình quân	Mục tiêu = bình quân + 0,25 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,829	2,060	1,945	20.9	40,655
SPS	4,566	5,194	4,880	5.2	25,400
<b>Bình quân</b>					<b>33,028</b>

Nguồn: SSI, HSC dự báo

### Bối cảnh định giá

Sau khi đi ngang trong 1 tháng qua, SSI đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 14,9 lần và 5,7 lần, đều sát với bình quân kể từ Q4/2020, với lợi suất cổ tức ổn định ở mức 3,6%. Cổ phiếu hiện đang giao dịch quanh điểm giữa của chu kỳ định giá, chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng giá vẫn còn đáng kể.

**Biểu đồ 38: P/E trượt dự phóng 1 năm, SSI**

SSI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,9 lần...



Nguồn: SSI, HSC dự báo

**Biểu đồ 39: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, SSI**

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 19,1 lần



Nguồn: SSI, HSC dự báo

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

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



Nguồn: SSI, HSC dự báo

**Biểu đồ 41: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S trượt dự phóng 1 năm bình quân, SSI**

...cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020 là 4,5 lần



Nguồn: SSI, HSC dự báo

**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	1,927	2,154	2,347
Lãi cho vay ký quỹ	2,079	3,562	4,720	5,374	6,206
Doanh thu HĐ tự doanh	4,355	6,632	4,158	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
<b>Doanh thu HĐ</b>	<b>8,528</b>	<b>12,931</b>	<b>11,368</b>	<b>12,983</b>	<b>14,190</b>
Chi phí HĐ	(3,590)	(5,363)	(2,330)	(2,965)	(3,181)
<b>Lợi nhuận HĐ</b>	<b>4,938</b>	<b>7,568</b>	<b>9,038</b>	<b>10,018</b>	<b>11,009</b>
Lợi nhuận tài chính	(1,396)	(2,486)	(3,347)	(3,584)	(3,896)
Lợi nhuận khác	0	6.00	6.00	6.00	6.00
<b>LNTT</b>	<b>3,542</b>	<b>5,088</b>	<b>5,697</b>	<b>6,440</b>	<b>7,119</b>
Chi phí thuế TNDN	(698)	(976)	(1,139)	(1,288)	(1,424)
<b>LNST</b>	<b>2,844</b>	<b>4,112</b>	<b>4,558</b>	<b>5,152</b>	<b>5,695</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	0	0	0
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>2,845</b>	<b>4,113</b>	<b>4,558</b>	<b>5,152</b>	<b>5,695</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Tài sản</b>					
Tiền & tương đương tiền	239	3,646	397	317	229
Phải thu	801	574	472	527	575
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	1,055	2,075	1,671	1,891	2,078
<b>Tài sản tài chính</b>	<b>68,838</b>	<b>83,028</b>	<b>91,859</b>	<b>101,164</b>	<b>107,353</b>
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
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>1,626</b>	<b>3,687</b>	<b>3,687</b>	<b>3,687</b>	<b>3,687</b>
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	701	784	854
<b>Tổng tài sản</b>	<b>73,507</b>	<b>94,050</b>	<b>98,994</b>	<b>108,597</b>	<b>115,026</b>
<b>Nợ phải trả và vốn CSH</b>					
Vay ngắn hạn	45,502	60,161	57,152	64,011	67,211
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,179	1,823	1,499	1,675	1,826
<b>Nợ phải trả</b>	<b>46,681</b>	<b>61,984</b>	<b>58,651</b>	<b>65,686</b>	<b>69,038</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>26,676</b>	<b>31,936</b>	<b>40,206</b>	<b>42,774</b>	<b>45,852</b>
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	5,681	7,693	10,156
Quỹ & vốn khác của CSH	107	130	1,197	1,653	2,168
Lợi ích cổ đông thiểu số	151	130	136	136	136
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>73,507</b>	<b>94,050</b>	<b>98,994</b>	<b>108,597</b>	<b>115,026</b>

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)</b>					
Tăng trưởng tổng TS (%)	6.16	27.9	5.26	9.70	5.92
Tăng trưởng cho vay (%)	45.4	77.0	2.00	20.0	10.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	81.6	18.8	(17.8)	11.8	9.00
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	5.40	32.2	(5.00)	12.0	5.00
Tăng trưởng VCSH (%)	15.5	19.7	25.9	6.39	7.20
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	19.2	51.6	(12.1)	14.2	9.30
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	29.6	49.4	56.6	27.3	7.28
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	12.6	53.3	19.4	10.8	9.89
Tăng trưởng LNTT (%)	23.3	43.6	12.0	13.0	10.5
Tăng trưởng LNST (%)	22.6	44.6	10.8	13.0	10.5
Tăng trưởng LN thuần (%)	22.6	44.6	10.8	13.0	10.5

Định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
P/E (lần)	18.2	16.2	15.1	13.4	12.1
P/B (lần)	2.02	2.14	1.71	1.61	1.51
Lợi suất cổ tức (%)	3.64	3.64	3.64	3.64	3.64

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số CP</b>					
EPS (đồng)	1,511	1,697	1,827	2,057	2,264
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	13,583	12,821	16,076	17,035	18,188
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	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
ROAA (%)	3.99	4.91	4.72	4.96	5.09
ROAE (%)	11.4	14.0	12.6	12.4	12.9
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	11.2	11.7	12.0	12.3	12.4
Chi phí vay nợ BQ (%)	3.60	5.00	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	20.5	22.8	22.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	66.2	58.9	54.7	48.6	44.2

Thị phần	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
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	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tổng nợ/vốn CSH (%)	171	188	142	150	147
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	82.0	122	99.0	111	114

Quy mô	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	1,553	1,600	1,650	1,700	1,700

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

**Mua vào (giữ nguyên)**

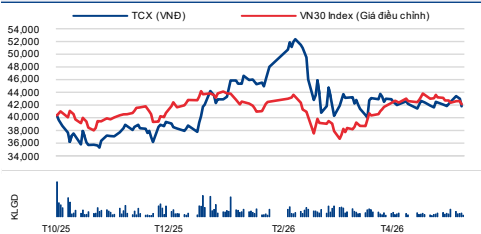
Giá mục tiêu: VNĐ52,900 (từ VNĐ52,667)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.0%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)</b>	<b>42,000</b>
Mã Bloomberg	TCX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	35,301-52,375
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	42,710
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	116,504
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,425
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,774
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,774
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2,507
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.70%
Tỷ lệ freefloat	10.5%
Cổ đông lớn	Techcombank (79.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	(0.39)	(19.8)	-
So với chỉ số	0.75	(17.3)	-
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,321	2,321	0.0
2027F	2,978	2,978	0.0
2028F	3,692	3,692	0.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

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

**Chuyên viên phân tích**

**Phạm Liên Hà, CFA**

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

**Lê Khánh Tùng**

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

**Triển vọng cải thiện nhờ hoạt động tích cực ở mảng trái phiếu doanh nghiệp**

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 52.900đ do tác động của việc chuyển thời điểm định giá bù đắp cho tác động từ việc hạ hệ số định giá tương đối.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNTT giai đoạn 2026-2028 tăng trưởng lần lượt 13%, 28% và 24%. Lãi suất gia tăng có thể gây sức ép lên thanh khoản cổ phiếu, tăng chi phí huy động và thu hẹp tỷ suất lợi nhuận mảng cho vay ký quỹ. Tuy nhiên, danh mục các thương vụ tư vấn TPDN cải thiện sẽ củng cố tăng trưởng mảng IB và bù đắp một phần những yếu tố bất lợi. Tiềm năng được cấp phép triển khai sàn giao dịch tiền điện tử có thể tác động tích cực lên tâm lý cổ phiếu.
- Chúng tôi định giá TCX với P/E mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 20 lần, cao hơn 20% so với bình quân ngành, nhờ triển vọng tăng trưởng mạnh hơn và hệ số ROE vượt trội.

**Sự kiện: Phân tích triển vọng năm 2026-2028**

TCX ghi nhận LNTT Q1/2026 đạt 1.458 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ. Mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ cho thấy sự ổn định với thị phần nhìn chung được giữ vững và dư nợ cho vay ký quỹ tăng trưởng nhẹ. Mảng tư vấn TPDN vẫn đạt kết quả tốt với thị phần áp đảo 86% đến từ TCX. Mặt khác, việc lãi suất gia tăng đã gây sức ép lên thu nhập đầu tư & phân phối trong khi chi phí huy động tiếp tục tăng lên (Mời xem báo cáo [Q1/2026 tích cực tương đối trong bối cảnh thị trường khó khăn hơn](#)). Mặc dù LNTT Q1/2026 chỉ hoàn thành 18,1% dự báo cả năm 2026, chúng tôi kỳ vọng kết quả sẽ khởi sắc kể từ Q2/2026 nhờ danh mục các thương vụ tư vấn TPDN cải thiện. Do đó, chúng tôi tin rằng TCX vẫn đang trên đà hoàn thành dự báo năm 2026.

**Tác động: Giữ nguyên dự báo năm 2026-2028**

HSC giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-2028 với LNTT tăng trưởng lần lượt 13%, 28% và 24% và hệ số ROE đạt 16-17%. Bảng cân đối lành mạnh và nền vốn mạnh của TCX sẽ củng cố vị thế của Công ty để đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng khi điều kiện thị trường cải thiện. Vui lòng tham khảo báo cáo ngành trước đó của chúng tôi để có thông tin chi tiết về dự báo & giả định chi tiết cho TCX: [Ngành Chứng khoán: Định giá rẻ sau đợt điều chỉnh gần đây](#). Lưu ý rằng hiện chỉ có HSC là đơn vị phân tích cổ phiếu TCX; do đó, dự báo của thị trường phản ánh các dự báo trước đó của chúng tôi.

**Định giá và khuyến nghị**

Giá cổ phiếu TCX đã giảm 20% trong 3 tháng qua, so với mức giảm bình quân 14% của các CTCK trong phạm vi phân tích, TCX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, thấp hơn bình quân quá khứ ở mức 17,4 lần, và cao hơn 12,3% so với bình quân ngành. Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 và tiếp tục áp dụng phương pháp so sánh P/E, giả định mức thặng dư định giá 20% so với bình quân ngành và áp dụng EPS dự phóng bình quân năm 2026-2027 để xác định giá mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2027 là 52.900đ. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu TCX xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn nhờ khả năng sinh lời vượt trội, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận rõ ràng và vị thế cạnh tranh vững chắc ở các phân khúc chính. Sự tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng trong năm 2027 vẫn là động lực chính cho dự địa tăng giá. Ngoài ra, khả năng được cấp phép triển khai sàn giao dịch tiền điện tử cũng có thể tiếp tục hỗ trợ tâm lý đối với cho cổ phiếu.

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)	1,636	2,261	2,321	2,978	3,692
DPS (đồng)	610	500	500	750	900
BVPS (đồng)	11,173	15,900	17,803	20,185	23,139
P/E (lần)	25.7	18.6	18.1	14.1	11.4
Lợi suất cổ tức (%)	1.45	1.19	1.19	1.79	2.14
P/B (lần)	3.76	2.64	2.36	2.08	1.82
Thị phần môi giới CP (%)	7.15	8.00	9.09	10.1	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	36.3	38.2	2.66	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

**Bảng 42: Các giả định chính, chỉ số của TCX và các chỉ số vĩ mô/ngành liên quan**

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 H&KD)	10.6%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%

Nguồn: TCX, HSC

**Bảng 43: 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

KQKD	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>6,920</b>	<b>10,006</b>	<b>12,147</b>	<b>15,294</b>	<b>18,820</b>
Môi giới	220	374	358	512	669
<i>Tăng trưởng</i>		69.8%	-4.4%	43.1%	30.7%
Cho vay ký quỹ	2,568	3,641	5,371	6,474	8,182
<i>Tăng trưởng</i>		41.8%	47.5%	20.5%	26.4%
Ngân hàng đầu tư	1,344	2,018	2,279	2,882	3,610
<i>Tăng trưởng</i>		50.1%	12.9%	26.5%	25.3%
Đầu tư và phân phối trái phiếu	2,783	3,964	4,105	5,374	6,281
<i>Tăng trưởng</i>		42.5%	3.5%	30.9%	16.9%
Khác	4	7	35	52	78
Lỗ hoạt động tài chính	(1,551)	(2,236)	(3,352)	(4,010)	(4,829)
<i>Tăng trưởng</i>		44.2%	49.9%	19.6%	20.4%
<b>Lợi nhuận thuần H&amp;KD</b>	<b>5,369</b>	<b>7,770</b>	<b>8,795</b>	<b>11,284</b>	<b>13,991</b>
Chi phí BH&QL	(567)	(659)	(746)	(957)	(1,187)
<i>Tăng trưởng</i>		16.2%	13.2%	28.3%	24.0%
<b>LNTT</b>	<b>4,802</b>	<b>7,111</b>	<b>8,049</b>	<b>10,327</b>	<b>12,804</b>
<i>Tăng trưởng</i>		48.1%	13.2%	28.3%	24.0%

Nguồn: TCX, HSC

**Bảng 44: 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'

	2024	2025	2026	2027	2028
Dư nợ cho vay ký quỹ	25,911	43,860	50,493	65,372	83,718
<i>Tăng trưởng</i>		69.3%	15.1%	29.5%	28.1%
Đầu tư (Treasury and TPDN)	19,920	28,915	39,070	43,975	49,630
<i>Tăng trưởng</i>		45.2%	35.1%	12.6%	12.9%
Tổng tài sản	49,395	76,613	92,012	111,428	135,758
Vốn CSH	26,297	44,100	49,383	55,991	64,185
Nợ	25,104	34,094	43,819	55,894	71,226

Nguồn: TCX, HSC

**Bảng 45: So sánh, các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC**

Giá mục tiêu của TCX được xác định dựa trên P/E mục tiêu năm 2026 là 20,7 lần và năm 2027 là 19,4 lần (bình quân 20 lần), cao hơn 20% so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ hệ số ROE và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận 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	27,500	Mua vào	33,000	20.0%	1.74	1.70	15.6	13.9	12.2	12.4	7.5	12.7	18.7	16.6
VCI	24,650	Mua vào	31,100	26.2%	1.37	1.45	15.6	14.4	8.8	9.8	18.1	8.5	19.7	18.1
VND	16,850	Nắm giữ	16,900	0.3%	1.19	1.13	13.2	13.6	9.3	8.5	5.3	-2.4	13.3	13.6
<b>Bình quân (loại trừ TCX)</b>					<b>1.43</b>	<b>1.43</b>	<b>14.8</b>	<b>13.9</b>	<b>10.1</b>	<b>10.3</b>	<b>10.3</b>	<b>6.2</b>	<b>17.2</b>	<b>16.1</b>
<b>TCX</b>	<b>42,000</b>	<b>Mua vào</b>	<b>52,900</b>	<b>26.0%</b>	<b>2.36</b>	<b>2.08</b>	<b>18.1</b>	<b>14.1</b>	<b>13.8</b>	<b>15.7</b>	<b>13.3</b>	<b>28.3</b>	<b>22.7</b>	<b>17.7</b>

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 29/5.  
Nguồn: HSC

**Bảng 46: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TCX**

Đồng			Mức premium P/E giả định so với ngành tương ứng				
			0%	10%	20%	30%	40%
EPS bình quân 2026-2027			16.6	18.3	19.9	21.6	23.2
	Kịch bản cơ sở -20%	2,120	35,251	38,776	42,301	45,826	49,351
	Kịch bản cơ sở -10%	2,385	39,657	43,623	47,589	51,554	55,520
	Kịch bản cơ sở	2,650	44,064	48,470	<b>52,876</b>	57,283	61,689
	Kịch bản cơ sở +10%	2,915	48,470	53,317	58,164	63,011	67,858
	Kịch bản cơ sở +20%	3,180	52,876	58,164	63,451	68,739	74,027

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	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
<b>Doanh thu HĐ</b>	<b>7,615</b>	<b>11,217</b>	<b>13,262</b>	<b>16,697</b>	<b>20,604</b>
Chi phí HĐ	(1,262)	(1,873)	(1,862)	(2,361)	(2,971)
<b>Lợi nhuận HĐ</b>	<b>6,353</b>	<b>9,345</b>	<b>11,401</b>	<b>14,336</b>	<b>17,632</b>
Lợi nhuận tài chính	(1,551)	(2,236)	(3,352)	(4,010)	(4,829)
Lợi nhuận khác	(0.25)	(0.42)	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>4,802</b>	<b>7,109</b>	<b>8,049</b>	<b>10,326</b>	<b>12,803</b>
Chi phí thuế TNDN	(952)	(1,425)	(1,610)	(2,065)	(2,561)
<b>LNST</b>	<b>3,850</b>	<b>5,683</b>	<b>6,439</b>	<b>8,261</b>	<b>10,242</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>3,850</b>	<b>5,683</b>	<b>6,439</b>	<b>8,261</b>	<b>10,242</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Tài sản</b>					
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
<b>Tài sản tài chính</b>	<b>45,820</b>	<b>72,762</b>	<b>89,564</b>	<b>109,348</b>	<b>133,348</b>
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	-	-	-	-	-
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>3,533</b>	<b>3,610</b>	<b>3,610</b>	<b>3,610</b>	<b>3,610</b>
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
<b>Tổng tài sản</b>	<b>53,244</b>	<b>80,632</b>	<b>96,065</b>	<b>115,524</b>	<b>139,907</b>
<b>Nợ phải trả và vốn CSH</b>					
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
<b>Nợ phải trả</b>	<b>26,947</b>	<b>36,533</b>	<b>46,682</b>	<b>59,533</b>	<b>75,722</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>26,297</b>	<b>44,100</b>	<b>49,383</b>	<b>55,991</b>	<b>64,185</b>
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	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>53,244</b>	<b>80,632</b>	<b>96,065</b>	<b>115,524</b>	<b>139,907</b>

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)</b>					
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)	25.7	18.6	18.1	14.1	11.4
P/B (lần)	3.76	2.64	2.36	2.08	1.82
Lợi suất cổ tức (%)	1.45	1.19	1.19	1.79	2.14

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số CP</b>					
EPS (đồng)	1,636	2,261	2,321	2,978	3,692
DPS (đồng)	610	500	500	750	900
BVPS (đồng)	11,173	15,900	17,803	20,185	23,139
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,354	2,513	2,774	2,774	2,774
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,354	2,774	2,774	2,774	2,774
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,354	2,774	2,774	2,774	2,774

Chỉ số lợi nhuận	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 (%)	37.3	22.1	21.5	25.2	24.4

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)

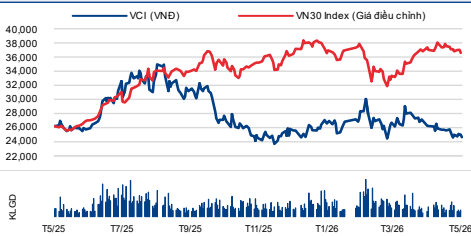
Giá mục tiêu: VNĐ31,100 (từ VNĐ35,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.2%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)</b>	<b>24,650</b>
Mã Bloomberg	VCI VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	23,701-34,972
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,920
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	27,337
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,038
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	ãi và người liên quan (27.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	(5.92)	(12.9)	(5.92)
So với chỉ số	(4.84)	(10.2)	(32.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,581	2,145	(26.3)
2027F	1,715	2,499	(31.4)
2028F	1,899	2,499	(24.0)

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

**Duy trì khuyến nghị Mua vào; KQKD Q1/2026 nhìn chung sát dự báo**

- HSC hạ giá mục tiêu cho VCI xuống 31.100đ chủ yếu sau khi hạ bội số định giá nhưng vẫn giữ nguyên dự báo lợi nhuận. Với tiềm năng tăng giá 26% so với giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- LNTT Q1/2026 của VCI đạt 404 tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ) nhờ lãi từ cho vay ký quỹ tăng 61% và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới tăng 9 lần. LNTT Q1 hoàn thành 18% dự báo cả năm 2026 nhưng triển vọng cả năm được hỗ trợ bởi khoản lãi chưa thực hiện lớn từ danh mục AFS.
- Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 3% so với quý trước lên 16,6 nghìn tỷ đồng, nâng tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH lên 96%. Danh mục đầu tư gần như đi ngang so với quý trước ở mức 16 nghìn tỷ đồng.

**Sự kiện: Giảm giá mục tiêu nhưng duy trì Mua vào nhờ định giá rẻ**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần và P/S dự phóng là 4,7 lần, tương đương thấp hơn khoảng 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Cổ phiếu đang giao dịch sát mức đáy định giá vào tháng 4/2024 và tháng 12/2023 trong các giai đoạn thị trường điều chỉnh. Dựa trên triển vọng lợi nhuận ổn định của VCI, định giá hiện tại là cơ hội hấp dẫn.

Trong khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận, chúng tôi chuyển thời điểm định giá từ năm 2026 sang bình quân EPS và SPS năm 2026-2027. Áp dụng bội số định giá mục tiêu cao hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020, chúng tôi xác định giá mục tiêu mới cho VCI là 31.100đ/cp.

Với tiềm năng tăng giá 26%, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào cho VCI.

**Q1/2026 sát dự báo; giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-2028**

LNTT Q1/2026 của VCI đạt 404 tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ), nhờ lãi từ cho vay ký quỹ (tăng 61% lên 414 tỷ đồng) và lợi nhuận nghiệp vụ môi giới (tăng 9 lần lên 176 tỷ đồng), trong khi thu nhập đầu tư giảm 27% xuống 184 tỷ đồng.

LNTT hoàn thành 18% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi và 17% kế hoạch của Công ty (2.300 tỷ đồng) do chưa thực hiện hóa lợi nhuận từ danh mục đầu tư trong quý. Tuy nhiên, triển vọng lợi nhuận cả năm vẫn được hỗ trợ tốt nhờ danh mục AFS sinh lời của Công ty và chúng tôi vẫn lạc quan về dự báo.

Dư nợ cho vay ký quỹ tăng 64% so với cùng kỳ (tăng 3% so với quý trước) lên 16,6 nghìn tỷ đồng, sát với xu hướng toàn ngành khi tổng dư nợ cho vay ký quỹ tăng 2% so với quý trước (tăng 52% so với cùng kỳ) lên 415 nghìn tỷ đồng, bất chấp đợt điều chỉnh do căng thẳng quan sự giữa Israel-Iran. Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH của VCI duy trì ở mức 96%, tăng nhẹ từ 90% tại thời điểm cuối Q4/2025, vẫn còn nhiều dư địa để mở rộng dư nợ cho vay ký quỹ trong tương lai.

Thị phần của VCI tăng lên 7,4% từ 6,4% nhờ các giao dịch thỏa thuận lớn trong quý và hoạt động giao dịch tích cực của khối ngoại.

Tài sản đầu tư của VCI gần như đi ngang so với quý trước (tăng 1%) ở mức 16 nghìn tỷ đồng, trong đó danh mục AFS giảm 2% so với quý trước xuống 13,1 nghìn tỷ đồng, danh mục FVTPL tăng 14% so với quý trước lên 2,6 nghìn tỷ đồng và danh mục HTM đi ngang ở mức 412 tỷ đồng. Danh mục AFS hiện chưa thực hiện khoảng 2,9 nghìn tỷ đồng lợi nhuận, đảm bảo cho triển vọng lợi nhuận của VCI.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	3,696	4,981	5,393	6,047	6,899
LN thuần (tỷ đồng)	911	1,342	1,753	1,910	2,125 ▼
EPS (đồng)	1,054	1,338	1,581	1,715	1,899 ▼
DPS (đồng)	800	1,000	500	600	1,000
BVPS (đồng)	18,003	21,138	16,903	17,984	18,847
P/E (lần)	23.4	18.4	15.6	14.4	13.0
Lợi suất cổ tức (%)	3.25	4.06	2.03	2.43	4.06
P/B (lần)	1.37	1.17	1.46	1.37	1.31
Thị phần môi giới CP (%)	6.10	6.60	6.90	7.00	7.00
Tăng trưởng EPS (%)	59.3	26.9	18.1	8.47	10.8
ROAE (%)	8.97	8.67	9.53	9.82	10.3

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

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

Đông	2026	2027	Bình quân	Bình quân + 0,25 độ lệch chuẩn	Mục tiêu = Bình quân + 0,25 độ lệch chuẩn	Giá mục tiêu
EPS	1,585	1,718	1,652		18.7	30,850
SPS	4,878	5,445	5,162		6.1	31,304
<b>Bình quân</b>						<b>31,100</b>

Nguồn: VCI, HSC dự báo

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

VCI đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần...



Nguồn: HSC

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

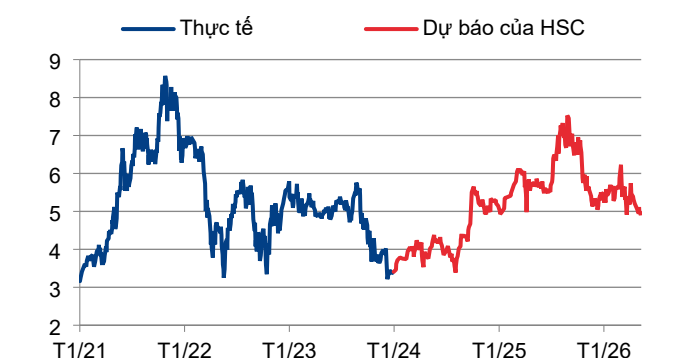
...thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ Q4/2020



Nguồn: HSC

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

VCI đang giao dịch với P/S trượt dự phóng 1 năm là 4,7 lần...



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 51: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S trượt dự phóng 1 năm bình quân, VCI**

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



Nguồn: HSC

**Bảng 52: Tóm tắt KQKD Q1/2026, VCI**

LNTT Q1 của VCI bằng 18% dự báo cả năm của chúng tôi

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	2026 HSCF	% 2026 HSCF
<b>Tổng thu nhập HĐ</b>	<b>537</b>	<b>775</b>	<b>44%</b>	<b>3,625</b>	<b>21%</b>
Môi giới	17	176	935%	319	55%
HĐ tự doanh	252	184	-27%	1,386	13%
Cho vay ký quỹ	257	415	61%	1,698	24%
Khác	10	-	-100%	223	0%
<b>Lợi nhuận/(lỗ) tài chính</b>	<b>(174)</b>	<b>(325)</b>	<b>87%</b>	<b>(1,261)</b>	<b>26%</b>
<b>Chi phí HĐ</b>	<b>(23)</b>	<b>(46)</b>	<b>100%</b>	<b>(156)</b>	<b>29%</b>
Thu nhập khác	15	0		3	
<b>LNTT</b>	<b>355</b>	<b>404</b>	<b>14%</b>	<b>2,211</b>	<b>18%</b>
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>295</b>	<b>341</b>	<b>16%</b>	<b>1,769</b>	<b>19%</b>

Nguồn: VCI, HSC

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	730	1,000	1,000	1,132	1,246
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	2,616	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
<b>Doanh thu HĐ</b>	<b>3,696</b>	<b>4,981</b>	<b>5,393</b>	<b>6,047</b>	<b>6,899</b>
Chi phí HĐ	(1,862)	(2,536)	(1,943)	(2,199)	(2,599)
<b>Lợi nhuận HĐ</b>	<b>1,834</b>	<b>2,445</b>	<b>3,450</b>	<b>3,848</b>	<b>4,300</b>
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
<b>LNTT</b>	<b>1,090</b>	<b>1,629</b>	<b>2,192</b>	<b>2,387</b>	<b>2,656</b>
Chi phí thuế TNDN	(179)	(287)	(439)	(477)	(531)
<b>LNST</b>	<b>911</b>	<b>1,342</b>	<b>1,753</b>	<b>1,910</b>	<b>2,125</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>911</b>	<b>1,342</b>	<b>1,753</b>	<b>1,910</b>	<b>2,125</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Tài sản</b>					
Tiền & tương đương tiền	4,744	3,214	3,545	2,535	2,942
Phải thu	393	227	227	257	283
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	282	306	306	349	387
<b>Tài sản tài chính</b>	<b>21,073</b>	<b>32,123</b>	<b>33,373</b>	<b>38,371</b>	<b>41,101</b>
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)
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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	61.7	69.8	76.8
<b>Tổng tài sản</b>	<b>26,592</b>	<b>36,006</b>	<b>37,595</b>	<b>41,672</b>	<b>44,889</b>
<b>Nợ phải trả và vốn CSH</b>					
Vay ngắn hạn	12,574	16,065	16,868	19,398	21,338
Trái phiếu ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải trả hoạt động	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ phải trả khác	1,074	1,931	1,931	2,186	2,405
<b>Nợ phải trả</b>	<b>13,648</b>	<b>17,996</b>	<b>18,799</b>	<b>21,584</b>	<b>23,743</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12,944</b>	<b>18,010</b>	<b>18,796</b>	<b>20,088</b>	<b>21,146</b>
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	(323)	744	1,561
Quỹ & vốn khác của CSH	2,372	2,694	2,714	2,890	3,081
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>26,592</b>	<b>36,006</b>	<b>37,595</b>	<b>41,672</b>	<b>44,889</b>

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)</b>					
Tăng trưởng tổng TS (%)	54.1	35.4	4.41	10.8	7.72
Tăng trưởng cho vay (%)	40.4	44.1	10.0	25.0	10.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	10.1	(2.13)	0	13.2	10.00
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	40.0	27.8	5.00	15.0	10.00
Tăng trưởng VCSH (%)	75.6	39.1	4.36	6.87	5.27
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	49.5	34.8	8.27	12.1	14.1
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	57.0	36.2	23.4	13.2	18.2
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	42.5	33.3	41.1	11.5	11.7
Tăng trưởng LNTT (%)	90.9	49.4	34.6	8.90	11.3
Tăng trưởng LNST (%)	84.8	47.3	30.6	8.96	11.3
Tăng trưởng LN thuần (%)	84.8	47.3	30.6	8.96	11.3

Định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
P/E (lần)	23.4	18.4	15.6	14.4	13.0
P/B (lần)	1.37	1.17	1.46	1.37	1.31
Lợi suất cổ tức (%)	3.25	4.06	2.03	2.43	4.06

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số CP</b>					
EPS (đồng)	1,054	1,338	1,581	1,715	1,899
DPS (đồng)	800	1,000	500	600	1,000
BVPS (đồng)	18,003	21,138	16,903	17,984	18,847
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	4.76	4.82	4.91
ROAE (%)	8.97	8.67	9.53	9.82	10.3
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	36.0	36.4	37.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	75.9	74.7	31.6	35.0	52.7

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	90.0	97.0	101
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	87.0	90.0	95.0	111	116

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

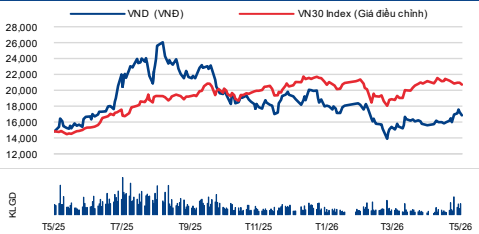
**Nắm giữ** (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ16,900 (từ VNĐ19,200)  
Tiềm năng tăng/giảm: 0.3%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026)</b>	<b>16,850</b>
Mã Bloomberg	VND VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,898-26,047
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,220
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	25,646
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	974
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,522
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,522
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,383
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.00%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	I.P.A Invest Group (25.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	7.68	(7.29)	13.6
So với chỉ số	8.92	(4.42)	(18.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,163	1,163	0.0
2027F	1,242	1,242	0.0
2028F	1,391	1,391	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

**Dự báo & giá mục tiêu gần như giữ nguyên; hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ**

- HSC giảm 12% giá mục tiêu cho VND xuống 16.900đ sau khi hạ bội số định giá trong khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận. Do tiềm năng tăng giá hạn chế, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ. VND đang giao dịch với P/E và P/S trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 13,2 lần và 3,7 lần, đều cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.
- VND đã công bố LNTT Q1/2026 tăng trưởng mạnh 42% so với cùng kỳ, nhìn chung sát với kỳ vọng, nhờ lãi từ cho vay ký quỹ (tăng 34%), lợi nhuận nghiệp vụ môi giới (tăng 120%) và thu nhập đầu tư (tăng 35%).
- Dư nợ cho vay ký quỹ giảm 11% so với quý trước xuống 12,7 nghìn tỷ đồng trong Q1/2026, trong khi tỷ lệ dư nợ/vốn CSH giảm xuống 59%, mức khiêm tốn so với bình quân ngành. Quy mô danh mục đầu tư cũng giảm 11% so với quý trước xuống 27,6 nghìn tỷ đồng do danh mục FVTPL thu hẹp.

**Sự kiện: Dự báo & giá mục tiêu gần như giữ nguyên; hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, VND đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần (sát với bình quân quá khứ) và P/S trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần (cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ). Diễn biến giá cổ phiếu được thúc đẩy nhờ tâm lý tích cực về tiến trình tái cơ cấu của tập đoàn Trung Nam, trong đó VND là trái chủ TPDN quan trọng. Tuy nhiên, ước tính về giá trị thu hồi toàn bộ phần dư nợ gốc mà VND nắm giữ vẫn chưa rõ ràng.

Trong khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận, chúng tôi chuyển thời điểm định giá từ năm 2026 sang bình quân EPS và SPS năm 2026-2027. Áp dụng bội số định giá mục tiêu cao hơn 0,25 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ Q4/2020, chúng tôi xác định giá mục tiêu mới ở mức 16.900đ/cp.

Với tiềm năng tăng giá hạn chế, chúng tôi hạ khuyến nghị cho VND xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

**Q1/2026 sát dự báo; giữ nguyên dự báo giai đoạn 2026-28**

LNTT Q1/2026 của VND đạt 681 tỷ đồng, tăng 42% so với cùng kỳ và hoàn thành 27% dự báo cả năm – sát với dự báo Q1. Động lực tăng trưởng LNTT bao gồm lãi từ cho vay ký quỹ (tăng 34% lên 404 tỷ đồng), lợi nhuận nghiệp vụ môi giới (tăng 120% lên 76 tỷ đồng) và thu nhập đầu tư (tăng 35% lên 671 tỷ đồng).

Dư nợ cho vay ký quỹ giảm 11% kể từ đầu năm (vẫn tăng 14% so với cùng kỳ) xuống 12,7 nghìn tỷ đồng, thấp hơn xu hướng toàn ngành khi tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành tăng 2% kể từ đầu năm và tăng 52% so với cùng kỳ lên 415 nghìn tỷ đồng. Thời gian tới, nhờ thanh khoản thị trường cải thiện, chúng tôi kỳ vọng dư nợ cho vay ký quỹ của VND sẽ phục hồi về mức dự báo năm 2026 (16 nghìn tỷ đồng).

Danh mục FVTPL của VND giảm 17% so với quý trước xuống 18,6 nghìn tỷ đồng, trong đó tỷ trọng tiền gửi tiết kiệm/trái phiếu/cổ phiếu lần lượt ở mức 17%/71%/11%. Trong khi đó, danh mục HTM đạt 9 nghìn tỷ đồng, tăng 5% so với quý trước, bao gồm các khoản tiền gửi trung hạn.

Tại ĐHCĐ, VND công bố số dư trái phiếu đối với tập đoàn Trung Nam ở mức 4 nghìn tỷ đồng. Tính thêm khoản 2 nghìn tỷ đồng các khoản phải thu từ Trung Nam được ghi nhận trong tài sản của VND, chúng tôi ước tính tổng giá trị rủi ro của Công ty ở mức khoảng 6 nghìn tỷ đồng. Việc xử lý các khoản trái phiếu này có thể sẽ cần thêm thời gian.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	5,325	6,641	7,631	8,110 ▲	8,157
LN thuần (tỷ đồng)	1,720	2,024	2,044	2,177	2,432
EPS (đồng)	1,150	1,274	1,236	1,316 ▲	1,470 ▲
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
BVPS (đồng)	12,744	12,638	14,190	14,932 ▲	15,824 ▲
P/E (lần)	14.7	13.2	13.6	12.8	11.5
Lợi suất cổ tức (%)	2.97	2.97	2.97	2.97	2.97
P/B (lần)	1.32	1.33	1.19	1.13	1.06
Thị phần môi giới CP (%)	5.90	5.40	5.40	5.60	5.60
Tăng trưởng EPS (%)	(30.6)	10.8	(2.98)	6.51	11.7
ROAE (%)	9.50	9.97	9.21	9.04	9.56

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

**Bảng 53: Phương pháp định giá P/E & P/S, VND**

Đông	2026	2027	Bình quân	= bình quân + 0,25 độ lệch chuẩn	Mục tiêu	Giá mục tiêu
EPS	1,239	1,316	1,278		14.6	18,588
SPS	4,621	4,905	4,763		3.2	15,123
<b>Bình quân</b>						<b>16,855</b>

Nguồn: VND, HSC dự báo

**Biểu đồ 54: P/E trượt dự phóng 1 năm, VND**

P/E trượt dự phóng 1 năm của VND đã điều chỉnh xuống 13,2 lần...


**Biểu đồ 55: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân, VND**

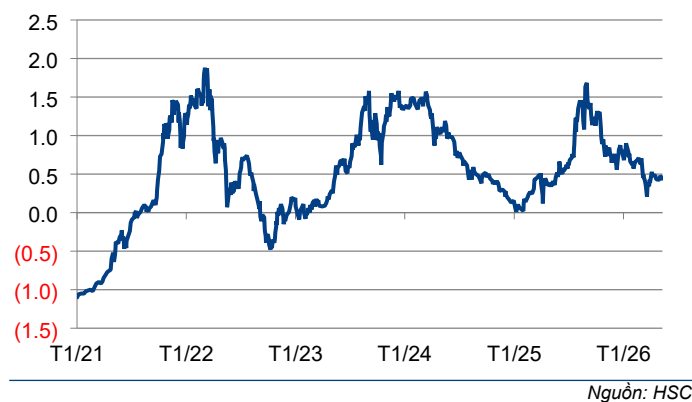
... tương đương giá trị bình quân kể từ Q4/2020


**Biểu đồ 56: P/S trượt dự phóng 1 năm, VND**

P/S của VND đã giảm xuống 3,7 lần...


**Biểu đồ 57: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/S trượt dự phóng 1 năm bình quân, VND**

... cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị P/S bình quân


**Bảng 58: Tóm tắt lợi nhuận Q1/2026, VND**

LNTT Q1 của VND hoàn thành 27% dự báo cả năm và sát với dự báo Q1 của chúng tôi

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	2026 HSCF	% 2026 HSCF
<b>Tổng thu nhập HĐ</b>	<b>807</b>	<b>1,126</b>	<b>40%</b>	<b>4,258</b>	<b>26%</b>
Môi giới	34	76	124%	403	19%
HĐ tự doanh	489	657	34%	1,971	33%
Cho vay ký quỹ	301	404	34%	1,821	22%
Khác	(18)	(11)	-39%	63	-17%
<b>Lợi nhuận/(lỗ) tài chính</b>	<b>(223)</b>	<b>(347)</b>	<b>56%</b>	<b>(1,287)</b>	<b>27%</b>
<b>Chi phí HĐ</b>	<b>(105)</b>	<b>(98)</b>	<b>-7%</b>	<b>(435)</b>	<b>23%</b>
Thu nhập khác	(1)	0		(2)	
<b>LNTT</b>	<b>478</b>	<b>681</b>	<b>42%</b>	<b>2,534</b>	<b>27%</b>
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>383</b>	<b>545</b>	<b>42%</b>	<b>2,053</b>	<b>27%</b>

Nguồn: VND, HSC

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	720	972	1,167	1,451	1,618
Lãi cho vay ký quỹ	1,255	1,394	1,821	2,152	2,465
Doanh thu HĐ tự doanh	3,180	4,005	4,421	4,263	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
<b>Doanh thu HĐ</b>	<b>5,325</b>	<b>6,641</b>	<b>7,631</b>	<b>8,110</b>	<b>8,157</b>
Chi phí HĐ	(2,575)	(3,025)	(3,819)	(3,992)	(3,453)
<b>Lợi nhuận HĐ</b>	<b>2,750</b>	<b>3,616</b>	<b>3,812</b>	<b>4,118</b>	<b>4,704</b>
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)
<b>LNTT</b>	<b>2,089</b>	<b>2,509</b>	<b>2,523</b>	<b>2,686</b>	<b>3,001</b>
Chi phí thuế TNDN	(370)	(486)	(480)	(510)	(570)
<b>LNST</b>	<b>1,719</b>	<b>2,023</b>	<b>2,043</b>	<b>2,176</b>	<b>2,431</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,720</b>	<b>2,024</b>	<b>2,044</b>	<b>2,177</b>	<b>2,432</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Tài sản</b>					
Tiền & tương đương tiền	881	1,622	5,734	2,148	3,513
Phải thu	1,728	3,586	4,307	5,353	5,969
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	195	35.6	130	268	349
<b>Tài sản tài chính</b>	<b>40,302</b>	<b>45,336</b>	<b>39,042</b>	<b>46,881</b>	<b>49,420</b>
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)
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>1,030</b>	<b>867</b>	<b>867</b>	<b>867</b>	<b>867</b>
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	116	144	160
<b>Tổng tài sản</b>	<b>44,295</b>	<b>51,629</b>	<b>50,291</b>	<b>55,766</b>	<b>60,393</b>
<b>Nợ phải trả và vốn CSH</b>					
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	3,420	4,009	4,355
<b>Nợ phải trả</b>	<b>24,580</b>	<b>30,726</b>	<b>26,825</b>	<b>31,073</b>	<b>34,226</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>19,715</b>	<b>20,903</b>	<b>23,470</b>	<b>24,697</b>	<b>26,172</b>
Vốn điều lệ	15,223	15,223	16,536	16,536	16,536
Thặng dư vốn cổ phần	(0.17)	(0.17)	852	852	852
Lợi nhuận giữ lại	4,492	5,680	5,382	6,405	7,663
Quy & vốn khác của CSH	0	0	700	904	1,122
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(3.38)	(4.23)	(5.08)
<b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b>	<b>44,295</b>	<b>51,629</b>	<b>50,291</b>	<b>55,766</b>	<b>60,393</b>

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)</b>					
Tăng trưởng tổng TS (%)	6.12	16.6	(2.59)	10.9	8.30
Tăng trưởng cho vay (%)	0.65	38.4	12.0	20.0	10.0
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	12.4	29.0	20.1	24.3	11.5
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	9.61	17.9	(11.6)	15.6	10.4
Tăng trưởng VCSH (%)	19.5	6.03	12.3	5.23	5.97
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	(18.8)	24.7	14.9	6.28	0.58
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	1.87	17.5	26.2	4.53	13.5
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	(30.1)	31.5	5.42	8.03	14.2
Tăng trưởng LNTT (%)	(15.8)	20.1	0.56	6.46	11.7
Tăng trưởng LNST (%)	(14.8)	17.7	0.99	6.51	11.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	(14.8)	17.7	0.99	6.51	11.7

Định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
P/E (lần)	14.7	13.2	13.6	12.8	11.5
P/B (lần)	1.32	1.33	1.19	1.13	1.06
Lợi suất cổ tức (%)	2.97	2.97	2.97	2.97	2.97

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số CP</b>					
EPS (đồng)	1,150	1,274	1,236	1,316	1,470
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
BVPS (đồng)	12,744	12,638	14,190	14,932	15,824
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,496	1,589	1,654	1,654	1,654
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,547	1,654	1,654	1,654	1,654
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,496	1,589	1,654	1,654	1,654

Chỉ số lợi nhuận	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
ROAA (%)	4.00	4.22	4.01	4.11	4.19
ROAE (%)	9.50	9.97	9.21	9.04	9.56
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	50.0	49.2	42.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	43.5	39.3	40.5	38.0	34.0

Thị phần	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	5.90	5.40	5.40	5.60	5.60
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	87.0	87.0
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	42.0	47.0	60.0	62.0	62.0

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)