

Báo cáo phân tích lần đầu

VIX · Công ty Cổ phần Chứng khoán VIX

Sàn HOSE · Niêm yết HOSE 08/01/2021 · Ngành Dịch vụ tài chính — Chứng khoán



TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Năm 2025, Chứng khoán VIX ghi nhận doanh thu hoạt động **8.279 tỷ đồng (+350,5% YoY)** và lợi nhuận sau thuế **5.410 tỷ đồng (+715,6% YoY)**, chủ yếu nhờ mảng **tự doanh, chiếm 84,2% doanh thu**. Công ty duy trì mô hình vận hành tinh gọn, tập trung vào danh mục tự doanh quy mô lớn kết hợp cho vay ký quỹ. Sang Q2/2026, lợi nhuận sau thuế giảm sâu còn **76 tỷ đồng (-94,2% YoY)** khi hiệu quả tự doanh suy yếu, trong khi dư nợ cho vay ký quỹ cũng giảm so với đỉnh năm 2025. Trong năm 2026, VIX nâng vốn điều lệ lên **25.728 tỷ đồng**, qua đó mở rộng đáng kể nguồn lực cho tự doanh và đầu tư tài sản số. Cổ phiếu hiện giao dịch tại **P/B 1,0x**, thấp hơn đáng kể so với mức bình quân **3,2x** giai đoạn 2021–2025; mức chiết khấu này phản ánh hiệu quả sinh lời suy giảm, với **ROE lũy kế 12 tháng còn 15,7%**, so với 28,9% cuối 2025. Với **P/E dự phóng 2026 ở mức 38,3x**, TCBS Research đánh giá định giá **chưa hấp dẫn** và duy trì quan điểm **thận trọng**, khi nền lợi nhuận cao của năm 2025 tạo mức cơ sở lớn và gây áp lực lên tăng trưởng năm 2026.

LUẬN ĐIỂM PHÂN TÍCH

01 Tự doanh là động lực tăng trưởng nhưng cũng là rủi ro lớn nhất

Danh mục tự doanh (FVTPL) chiếm **~54% tổng tài sản** tại Q2/2026, tập trung nhóm hệ sinh thái liên quan. Lợi nhuận biến động rất mạnh theo thị giá tài sản.

03 Tài sản số là động lực tăng trưởng tiềm năng

Việc đồng sáng lập **VIXEX** giúp VIX đón đầu sự phát triển của thị trường tài sản số tại Việt Nam, tạo thêm dư địa tăng trưởng dài hạn khi hạ tầng thị trường dần hoàn thiện.

02 Cho vay ký quỹ là trụ đỡ lợi nhuận

Dư nợ margin **13.958 tỷ đồng** cuối Q2/2026, thị phần nhích lên **3,09%** từ 2,96%; biên lãi **~10,5%** so với chi phí vốn **~8,0%**. Nguồn thu này gánh phần lớn lợi nhuận gộp hai quý đầu 2026 khi tự doanh lổ.

04 Nền vốn lớn tạo dư địa mở rộng tăng trưởng

Vốn điều lệ **24.503 tỷ đồng** và VCSH **32.695 tỷ đồng** tại Q2/2026 — thuộc nhóm cao nhất ngành — giúp VIX mở rộng cho vay ký quỹ (dư nợ 13.958 tỷ đồng), quy mô tự doanh và đầu tư vào lĩnh vực tài sản số.

RỦI RO CHÍNH

01 Chu kỳ thị trường chứng khoán

Kết quả kinh doanh phụ thuộc lớn vào chu kỳ thị trường khi mảng tự doanh vẫn đóng góp **71,2% doanh thu Q2/2026**. Điều này khiến **LNST Q2/2026 giảm 94,2% YoY** khi thị trường điều chỉnh và hiệu quả danh mục đầu tư suy giảm.

02 Tỷ trọng tự doanh cao — Rủi ro biến động giá tài sản

Danh mục FVTPL **20.819 tỷ đồng** ghi nhận theo giá thị trường nên lãi/lỗ phản ánh ngay vào lợi nhuận; danh mục tập trung nhóm công nghiệp — tiện ích, rủi ro tập trung cao.

03 Pha loãng & đòn bẩy tăng nhanh

Vốn điều lệ tăng hơn **3,5 lần** trong giai đoạn 2023–2026 tạo áp lực pha loãng EPS và ROE, đồng thời nợ vay đạt đỉnh **11.332 tỷ đồng** cuối 2025 trước khi giảm về 4.560 tỷ đồng cuối Q2/2026, nhằm mở rộng hoạt động cho vay ký quỹ và tự doanh.

04 Áp lực cạnh tranh phí môi giới

Thị phần môi giới còn khiêm tốn trong bối cảnh cạnh tranh phí giao dịch ngày càng gay gắt.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Vốn hoá	34.089 tỷ đồng
Vốn điều lệ	25.728 tỷ đồng
P/E 12T · P/B	8,6 / 1,0 lần
ROE 12T · ROA 12T	15,7 / 12,5 %

CƠ CẤU SỞ HỮU

Nguyễn Văn Tuấn	5,11 %
Nguyễn Thị Tuyết	4,98 %
Nhà đầu tư nước ngoài	7,3 %
Free float	~82 %

HIỆU QUẢ Q2/2026

LNST Q2/2026	76 tỷ đồng
Biên LNTT	5,6 %
Doanh thu Q2/2026	1.349 tỷ đồng
Dư nợ margin	13.958 tỷ đồng

1. Hồ sơ doanh nghiệp

1.1 Tổng quan về doanh nghiệp

Gần 19 năm phát triển · Vốn điều lệ 25.728 tỷ đồng · Mô hình tự doanh – ký quỹ tinh gọn, quy mô vốn top đầu ngành

Tên đầy đủ	CTCP Chứng khoán VIX	Vốn điều lệ	25.728 tỷ đồng
Tên tiếng Anh	VIX Securities	Cổ phiếu lưu hành	2.572.802.160 cổ phiếu
Mã CK	VIX – HOSE	Sở hữu nước ngoài	7,3%
Ngày thành lập	10/12/2007	Tổng tài sản Q2/26	38.592 tỷ đồng
Niêm yết HOSE	08/01/2021 (trước: HNX 2009)	Vốn chủ sở hữu Q2/26	32.695 tỷ đồng
Lĩnh vực	Dịch vụ tài chính – Chứng khoán	Chủ tịch HĐQT	Hà Huy Hùng
Trụ sở chính	Hà Nội	Tổng Giám đốc	Nguyễn Tuấn Dũng
Website	www.vixs.vn	Cổ đông · Nhân sự	45.044 cổ đông · 79 CBNV

1.2 Mô hình hoạt động & Chuỗi giá trị – 4 mảng nghiệp vụ

01 Tự doanh & Đầu tư – Đầu tư cổ phiếu niêm yết & OTC – Tài sản FVTPL / HTM – Danh mục dài hạn nhóm công nghiệp – tiện ích – Trụ cột lợi nhuận số 1 DT 2025: 6.974 tỷ đồng · 84,2% tổng DT	02 Cho vay Ký quỹ (Margin) – Cho vay ký quỹ khách hàng – Ứng trước tiền bán – Lợi suất bình quân ~10%/năm – Trụ cột thu nhập số 2 Dư nợ margin 2025: 15.380 tỷ đồng	03 Môi giới & Lưu ký – Môi giới cổ phiếu, phái sinh – Nền tảng giao dịch số – Lưu ký chứng khoán – Thị phần nhỏ, chiến lược chọn lọc DT môi giới 2025: 220 tỷ đồng (+59%)	04 Bảo lãnh phát hành & Tư vấn (IB) – Bảo lãnh phát hành chứng khoán – Tư vấn đầu tư tài chính – Quy mô nhỏ, mang tính bổ trợ – Dư địa mở rộng khi TT vốn ấm lên DT tư vấn 2025: 16 tỷ đồng
---	--	--	--

1.3 Lịch sử hình thành & phát triển

Từ vốn điều lệ 300 tỷ đồng (2007) → 25.728 tỷ đồng (2026) · Ba lần đổi tên · Năm 2025 lập kỷ lục lợi nhuận ngành

2007

Thành lập Chứng khoán Vincom

10/12/2007: CTCP Chứng khoán Vincom ra đời với vốn điều lệ 300 tỷ đồng — tiền thân của VIX ngày nay.

2009 – 2011

Niêm yết HNX & đổi tên

29/12/2009: Niêm yết trên Sở GDCK Hà Nội (HNX). Năm 2011: đổi tên thành Chứng khoán Xuân Thành, chuyển trụ sở ra Hà Nội.

2014

Tái định danh Chứng khoán IB

Đổi tên thành CTCP Chứng khoán IB — bước chuyển chiến lược trước khi tái cấu trúc mạnh mẽ.

2017 – 2019

Tăng vốn từng bước

Vốn điều lệ tăng dần lên 736 tỷ đồng (2017) → 1.010 tỷ đồng (2019) → 1.161 tỷ đồng — củng cố năng lực tài chính.

20/10/2020

Đổi tên thành Chứng khoán VIX

Định danh thương hiệu VIX; 23/12/2020 niêm yết & 08/01/2021 giao dịch trên HOSE.

2021 – 2022

Tăng vốn tăng tốc

11/2021: Vốn 2.746 tỷ đồng; 05/2022: 5.492 tỷ đồng; 09/2022: 5.821 tỷ đồng — mở rộng danh mục tự doanh & margin.

23/06/2023

Vốn điều lệ 6.694 tỷ đồng

Tiếp tục tăng vốn qua phát hành — nền tảng cho chu kỳ mở rộng bảng cân đối.

04/10/2024

Bước nhảy vốn 14.585 tỷ đồng

Phát hành lớn nâng vốn điều lệ lên 14.585 tỷ đồng — hơn gấp đôi trong một năm, chuẩn bị cho pha tăng trưởng.

2025

Năm lãi kỷ lục

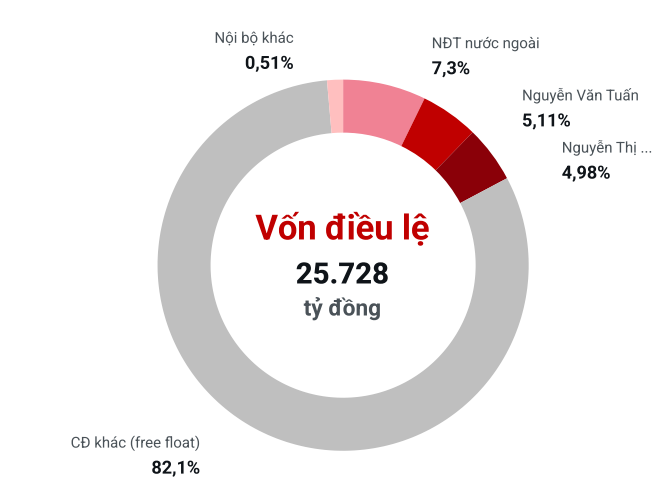
15/07/2025: Vốn 15.314 tỷ đồng. LNST cả năm 5.410 tỷ đồng — hiện tượng lợi nhuận của ngành nhờ tự doanh; dư nợ margin đạt 15.380 tỷ đồng.

08/05/2026

Vốn điều lệ 25.728 tỷ đồng

Tăng vốn lên 24.503 tỷ đồng — quy mô vốn top đầu ngành, mở dư địa margin & đầu tư (pha loãng ~60% cổ phiếu). Ngày 21/08/2026, VIX chia cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 20:1, nâng vốn điều lệ lên 25.728 tỷ đồng.

1.4 Cơ cấu Cổ đông & Cấu trúc Sở hữu



Sở hữu trong nước vs nước ngoài



- Trong nước
- Nước ngoài
- Cơ cấu cổ đông **phân tán** — cổ đông lớn nhất chỉ 5,11%, không có tổ chức chi phối
 - Free float rất cao (~82%) → thanh khoản lớn nhưng quản trị dựa vào nhóm điều hành
 - Sở hữu nước ngoài **7,3%** — dư địa còn nhiều nếu nâng hạng thu hút vốn ngoại

Cổ đông	Vai trò	Sở hữu
Nguyễn Văn Tuấn	Cổ đông lớn	5,11%
Nguyễn Thị Tuyết	Cổ đông lớn	4,98%
Lãnh đạo & nội bộ khác	HDQT/BĐH	~0,5%
Nhà đầu tư nước ngoài	Tổ chức & cá nhân	7,30%
Cổ đông khác (free float)	—	~82,1%

1.5 Công ty liên kết & Đầu tư chiến lược — Bước chân vào tài sản số

VIXEX — CTCP Sàn Giao dịch Tài sản Mã hóa VIX

Ngày **26/8/2025**, VIX cùng các đối tác thành lập **CTCP Sàn Giao dịch Tài sản Mã hóa VIX (VIXEX)** với vốn điều lệ **1.000 tỷ đồng** — cơ cấu sở hữu gồm CTCP FTG Việt Nam **64,5%**, CTCP Máy tính – Truyền thông – Điều khiển 3C **20,5%** và **VIX 15%**. Từ tháng **5/2026**, VIXEX được xác nhận là **một trong năm đơn vị hợp lệ** tham gia thí điểm thị trường giao dịch tài sản mã hóa tại Việt Nam. Để giữ tỷ lệ 15% khi VIXEX phải tăng vốn lên mức tối thiểu **10.000 tỷ đồng**, VIX cần góp thêm khoảng **1.350 tỷ đồng**, gồm 1.000 tỷ đồng từ đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu và 350 tỷ đồng từ nguồn vốn khác. Ban lãnh đạo cho biết cần **khoảng một năm** để hoàn thiện hạ tầng công nghệ, hồ sơ pháp lý và điều kiện vốn trước khi được cấp phép chính thức; đến thời điểm báo cáo, VIX chưa công bố đã giải ngân phần góp thêm này.

TỶ LỆ VIX SỞ HỮU

15%

Công ty liên kết

VĐL VIXEX HIỆN TẠI

1.000 tỷ đồng

VIX góp 150 tỷ đồng

VĐL CẦN ĐỂ CẤP PHÉP

10.000 tỷ đồng

Cần thêm 9.000 tỷ đồng

VIX DỰ KIẾN GÓP THÊM

~1.350 tỷ đồng

Để giữ 15%

Việc tham gia VIXEX là **bước đi chiến lược** giúp VIX mở rộng dư địa tăng trưởng sang lĩnh vực tài sản số – thị trường được kỳ vọng còn nhiều tiềm năng trong dài hạn. Việc được lựa chọn tham gia chương trình thí điểm cũng giúp VIX có **lợi thế tiếp cận sớm** khi thị trường dần hình thành. Tuy nhiên, để được cấp phép vận hành chính thức, VIXEX vẫn cần **tăng vốn điều lệ lên tối thiểu 10.000 tỷ đồng** và hoàn thiện hạ tầng công nghệ, hệ thống vận hành theo yêu cầu. Với tỷ lệ sở hữu 15%, VIX có thể phải góp thêm **khoảng 1.350 tỷ đồng**, tương ứng một cam kết vốn đáng kể. Do đó, dự án **hiều khả năng chưa đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh trong ngắn hạn** và vẫn cần thêm thời gian để hiện thực hóa tiềm năng tăng trưởng.

1.6 Hội đồng Quản trị & Ban Điều hành

Họ tên	Chức vụ	Sở hữu
Hà Huy Hùng	Chủ tịch HĐQT	—
Nguyễn Tuấn Dũng	TV HĐQT, Tổng Giám đốc	0,04%
Đỗ Ngọc Đĩnh	TV HĐQT, Phó Tổng Giám đốc	0,04%
Cao Thị Hồng	TV HĐQT độc lập	0,01%
Phan Đức Lĩnh	Thành viên HĐQT	—
Trần Hồng Vân	Trưởng Ban Kiểm soát	—

1.7 Sản phẩm & Dịch vụ — Hệ sinh thái đầu tư số

Nền tảng giao dịch XPower (web & app) · Bảng giá thời gian thực · XWealth đầu tư cùng AI · Ký quỹ · Lưu ký · Tư vấn IB



Bảng giá VIX
Cập nhật dữ liệu thị trường thời gian thực



Giao dịch trực tuyến (XPower)
Trải nghiệm chứng khoán 4.0 trên web & app



XWealth
Đầu tư cùng AI



Giao dịch Ký quỹ (Margin)
Đòn bẩy linh hoạt, quản trị rủi ro

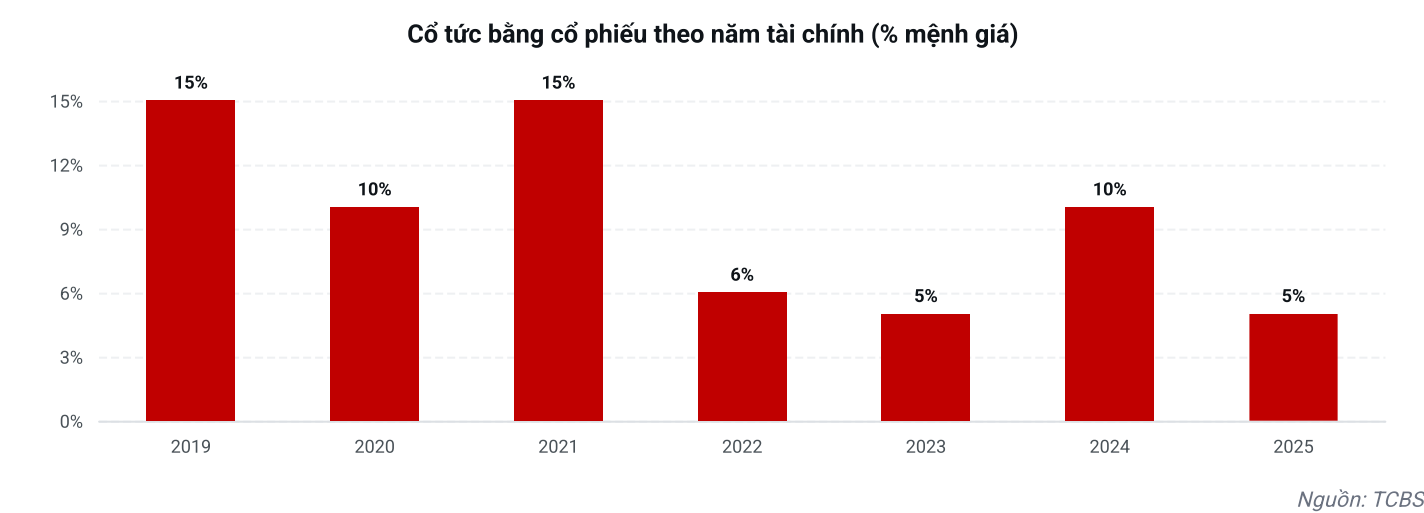


Lưu ký & Thực hiện quyền
Dịch vụ sau giao dịch cho nhà đầu tư



Tư vấn Tài chính Doanh nghiệp (IB)
Bảo lãnh phát hành, tư vấn M&A / IPO

1.8 Lịch sử cổ tức

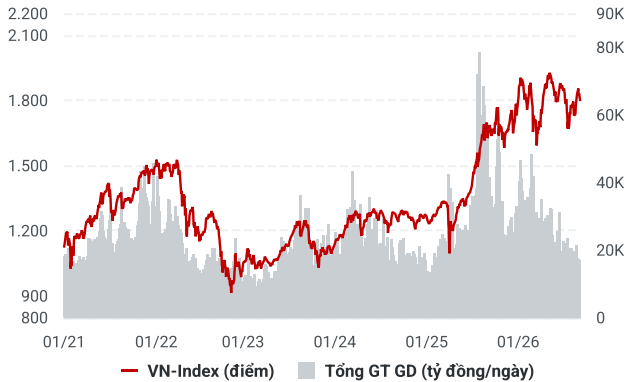


VIX gần như **không chi trả cổ tức tiền mặt** mà ưu tiên chia cổ tức bằng cổ phiếu & phát hành tăng vốn để tái đầu tư cho tự doanh và margin. Trong 2019–2025, công ty đều đặn chia cổ tức cổ phiếu 5–15%/năm, đồng thời thực hiện nhiều đợt phát hành lớn (vốn điều lệ tăng hơn 8 lần trong giai đoạn 2020–2026). Chính sách này tối đa hóa quy mô vốn cho mô hình thâm dụng vốn, nhưng liên tục **pha loãng EPS/ROE** ngắn hạn.

2. Phân tích Ngành Chứng khoán

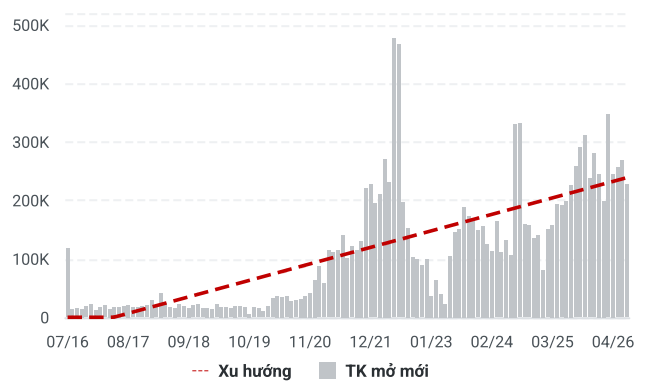
2.1 Tổng quan thị trường

VN-Index& Tổng Giá Trị Giao Dịch



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán · số liệu đến 11/09/2026

Tài khoản CK mới mở hàng tháng



Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

VN-Index duy trì mặt bằng cao nhưng thiếu động lực từ dòng tiền

Sau mức tăng **40,9%** trong năm 2025 lên **1.784 điểm**, VN-Index tiếp tục duy trì trên vùng **1.800 điểm** trong năm 2026 nhưng chưa hình thành xu hướng rõ ràng. Chỉ số giảm **6,1%** trong Q1 xuống **1.674,5 điểm**, sau đó phục hồi **11,1%** trong Q2 lên **1.867,21 điểm** (01/07) và điều chỉnh **3,9%** trong Q3 xuống **1.795,21 điểm** tại ngày 11/09, tương ứng mức tăng **0,6%** từ đầu năm. Tuy nhiên, đà tăng của chỉ số đang thiếu sự xác nhận từ thanh khoản và độ rộng thị trường, cho thấy lực cầu chưa đủ mạnh để hình thành một xu hướng tăng bền vững.

Thanh khoản là điểm yếu rõ nhất của thị trường trong năm 2026. Giá trị khớp lệnh bình quân toàn thị trường giảm từ **31.501 tỷ đồng/phiên** trong Q1 xuống **19.476 tỷ đồng** trong Q2 và **15.353 tỷ đồng** trong Q3 tính đến 11/09, tương đương chỉ **49%** mức của Q1. Riêng HOSE, giá trị khớp lệnh bình quân giảm **50,1%**, từ **28.370 tỷ đồng** xuống **14.170 tỷ đồng/phiên**, trong khi tỷ trọng giao dịch thỏa thuận tăng từ **10,1%** lên **18,3%**.

Đáng chú ý, dòng tiền mới đang có dấu hiệu chậm lại. Năm 2025, thị trường ghi nhận khoảng **2,6 triệu tài khoản** chứng khoán mới, góp phần mở rộng đáng kể cơ sở nhà đầu tư và hỗ trợ thanh khoản trong giai đoạn VN-Index tăng mạnh. Tuy nhiên, tốc độ mở mới đã giảm trong năm 2026; riêng tháng 07/2026, thị trường chỉ ghi nhận khoảng **227.321 tài khoản** mới, mức thấp nhất kể từ tháng 02/2026. Diễn biến này cho thấy lực cầu mới từ nhà đầu tư cá nhân đang suy yếu, qua đó tạo thêm áp lực lên thanh khoản trong bối cảnh dòng vốn ngoại vẫn chưa quay trở lại mạnh mẽ.

Các yếu tố bên ngoài khiến dòng tiền thận trọng hơn

Các yếu tố bên ngoài tiếp tục khiến dòng tiền thận trọng hơn. Căng thẳng tại Trung Đông đang làm gia tăng rủi ro đối với nguồn cung năng lượng, với giá dầu Brent và WTI lần lượt ở mức **97,3 USD/thùng** và **92,6 USD/thùng** tại ngày 08/09. Nếu tình trạng gián đoạn tại eo biển Hormuz hoặc Biển Đỏ kéo dài, giá năng lượng cao hơn có thể làm tăng áp lực lên lạm phát nhập khẩu và tỷ giá, qua đó hạn chế dư địa hỗ trợ tiền tệ trong nước.

Bên cạnh đó, môi trường tiền tệ quốc tế đang kém thuận lợi hơn đối với dòng vốn vào các thị trường mới nổi. Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc đã tăng lãi suất **25 điểm cơ bản lên 2,75%** từ giữa tháng 7, trong khi thị trường tiếp tục theo dõi các cuộc họp của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) và Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ) trong tháng 9. Nếu BOJ tiếp tục nâng lãi suất, việc đảo chiều các giao dịch chênh lệch lãi suất bằng đồng yên có thể tạo thêm áp lực lên dòng vốn quốc tế, khi nhà đầu tư có xu hướng thu hẹp các vị thế tại các thị trường mới nổi.

Dòng vốn ngoại tiếp tục là một lực cản đáng kể. Nhà đầu tư nước ngoài bán ròng khoảng **96.115 tỷ đồng** trên HOSE từ đầu năm đến 11/09, trong khi các quỹ ETF ghi nhận dòng vốn rút ròng khoảng **7.144 tỷ đồng**. Trong bối cảnh thanh khoản nội địa suy yếu, áp lực bán từ khối ngoại khiến khả năng hấp thụ nguồn cung của thị trường, đặc biệt tại nhóm vốn hóa lớn, trở nên hạn chế hơn.

Ở trong nước, mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng làm chi phí cơ hội của việc nắm giữ cổ phiếu cao hơn. Một số ngân hàng đang áp dụng lãi suất trên **6,5%** cho các khoản tiền gửi kỳ hạn dài hoặc quy mô lớn, với một số trường hợp lên tới **8–8,5%/năm**. Với mức lãi suất thực dương khoảng **3–9%/năm** tùy kỳ hạn và quy mô, tiền gửi ngân hàng trở thành một lựa chọn phòng thủ tương đối hấp dẫn trong bối cảnh thị trường chưa có xu hướng rõ ràng. Đồng thời, chi phí vốn của các công ty chứng khoán tăng từ khoảng **5,4%** trong năm 2025 lên khoảng **8,0%** trong Q2/2026, làm gia tăng chi phí sử dụng đòn bẩy.

Diễn biến giá vàng cũng cho thấy tâm lý phòng thủ đang diễn ra trên diện rộng thay vì đơn thuần là sự dịch chuyển từ cổ phiếu sang tài sản trú ẩn. Giá vàng SJC giảm từ mức đỉnh khoảng **190,3 triệu đồng/lượng** xuống **147,1 triệu đồng/lượng** tại ngày 08/09, tương đương giảm **22,7%**. Việc cả cổ phiếu và vàng đều biến động mạnh cho thấy nhà đầu tư có xu hướng giảm mức độ rủi ro và đòn bẩy nói chung, thay vì chỉ chuyển vốn từ chứng khoán sang một tài sản phòng thủ khác.

Các yếu tố chính gây áp lực lên thanh khoản

Thứ nhất, chi phí cơ hội của việc nắm giữ cổ phiếu tăng lên khi lãi suất tiền gửi và chi phí vốn cùng đi lên. Trong bối cảnh VN-Index chưa hình thành xu hướng tăng rõ ràng, nhà đầu tư có thêm động lực duy trì tiền mặt hoặc gửi tiết kiệm thay vì tăng tỷ trọng cổ phiếu.

Thứ hai, dòng vốn ngoại tiếp tục tạo áp lực lên thanh khoản, đặc biệt tại nhóm vốn hóa lớn. Hoạt động bán ròng kéo dài vừa tạo nguồn cung trực tiếp, vừa ảnh hưởng đến tâm lý thị trường khi nhóm cổ phiếu dẫn dắt thiếu lực cầu đủ mạnh để hấp thụ nguồn cung.

Thứ ba, dòng tiền từ nhà đầu tư mới đang chậm lại. Số tài khoản mở mới trong tháng 07/2026 giảm xuống khoảng **227 nghìn**, cho thấy động lực mở rộng cơ sở nhà đầu tư sau giai đoạn tăng mạnh trong năm 2025 đang suy yếu.

Thứ tư, dòng tiền tiếp tục tập trung vào một phạm vi cổ phiếu tương đối hẹp. Độ rộng thị trường suy giảm khiến thanh khoản tập trung vào một số cổ phiếu vốn hóa lớn, trong khi nhiều cổ phiếu thuộc nhóm bất động sản và chứng khoán ghi nhận giá trị giao dịch giảm **50–65%** trong tháng 8.

Cuối cùng, tâm lý chờ đợi các sự kiện lớn trong tháng 9 đang hạn chế hoạt động giải ngân mới. Các cuộc họp của Fed và BOJ, cùng với kỳ rà soát nâng hạng của FTSE Russell, có thể tạo ra biến động đáng kể đối với tỷ giá, dòng vốn và khẩu vị rủi ro. Việc nhà đầu tư hạn chế mở rộng vị thế trước các sự kiện này là một trong những nguyên nhân khiến thanh khoản tiếp tục ở mức thấp.

Thanh khoản suy yếu gây áp lực lên triển vọng ngành chứng khoán

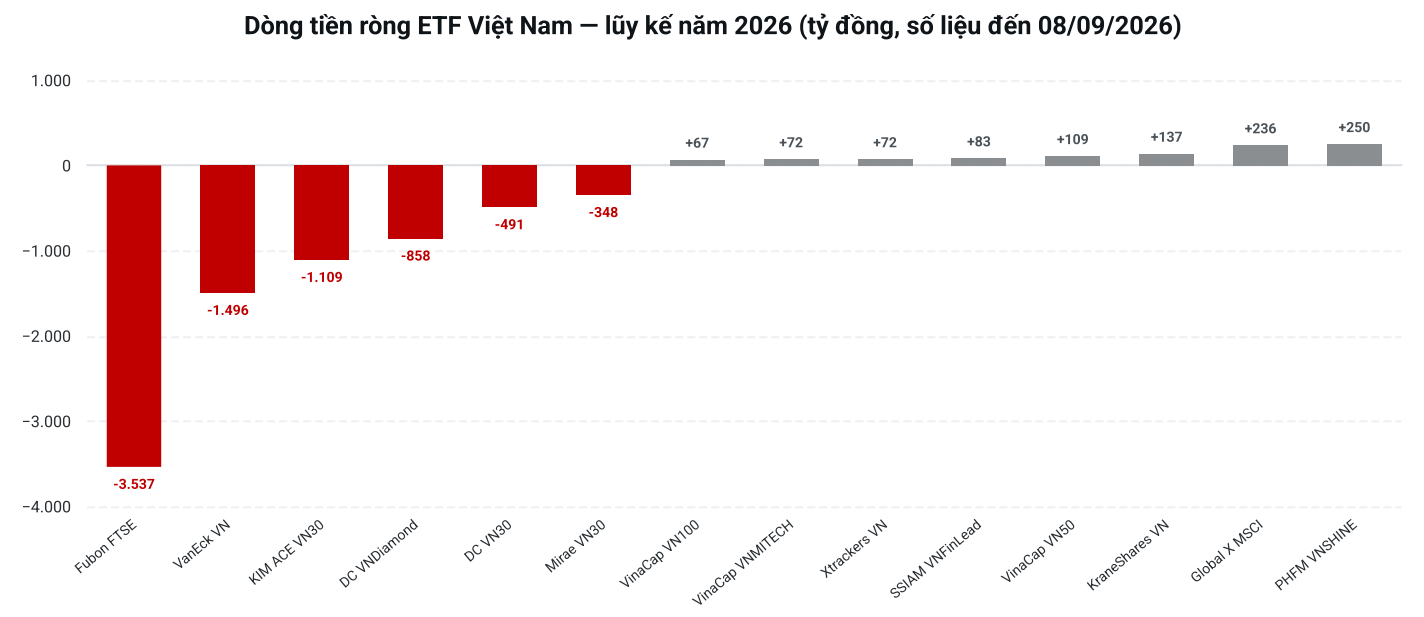
Thanh khoản giảm mạnh tạo áp lực trực tiếp lên doanh thu môi giới và hoạt động cho vay ký quỹ, khi giá trị giao dịch và vòng quay vốn giảm. Với giá trị khớp lệnh trên HOSE giảm gần một nửa từ Q1 sang Q3, dư địa tăng trưởng doanh thu môi giới và cho vay ký quỹ trong ngắn hạn sẽ hạn chế.

Trong khi đó, dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành vẫn ở mức cao kỷ lục, cho thấy đòn bẩy đang tập trung tương đối lớn vào một nhóm cổ phiếu và nhà đầu tư. Rủi ro đáng chú ý không nằm ở quy mô dư nợ tuyệt đối mà ở khả năng vòng quay giao dịch không đủ cao để hỗ trợ mức đòn bẩy hiện tại. Nếu thị trường tiếp tục đi ngang hoặc điều chỉnh, tốc độ giải ngân mới có thể chậm lại trong khi chi phí vốn của các công ty chứng khoán tăng.

Đối với VIX, tác động trực tiếp từ thanh khoản thấp hơn có thể không quá lớn do doanh thu môi giới chỉ chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ trong cơ cấu doanh thu. Thay vào đó, hiệu quả tự doanh và khả năng triển khai nguồn vốn mới sẽ có vai trò quan trọng hơn đối với lợi nhuận. Trong môi trường VN-Index đi ngang, kết quả tự doanh sẽ phụ thuộc nhiều vào lựa chọn cổ phiếu, thời điểm giải ngân và khả năng quản trị danh mục hơn là xu hướng chung của thị trường.

2.2 Dòng tiền ETF & Vốn ngoại

10 quỹ ETF lớn nhất theo dòng tiền · Tổng ETF rút ròng ~7.144 tỷ đồng từ đầu năm (~10.476 tỷ đồng trong 12 tháng) · Vốn ngoại dồn về Bắc Á



Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

Bảng 2.2 — Dòng tiền ròng các quỹ ETF Việt Nam (tỷ đồng)

Quỹ ETF	Công ty quản lý	Đăng ký	Lũy kế năm	1 năm
Fubon FTSE Vietnam	Fubon (Đài Loan)	Ngoại	-3.537	-6.509
VanEck Vietnam (VNM)	VanEck (Mỹ)	Ngoại	-1.496	-1.650
KIM ACE Vietnam VN30	Korea Investment	Ngoại	-1.109	-1.368
DCVFMVN DIAMOND	Dragon Capital	Nội	-858	-620
E1VFN30 (DCVFMVN30)	Dragon Capital	Nội	-491	-641
MAFM VN30	Mirae Asset (VN)	Nội	-348	-573
PHFM VNSHINE	Phú Hưng	Nội	+250	+250
Global X MSCI Vietnam	Global X	Ngoại	+236	+473
KraneShares DC VN Growth	Krane Funds	Ngoại	+137	+328
VinaCapital VN50 Growth	VinaCapital	Nội	+109	+109
Khác (20 quỹ còn lại)	—	—	-37	-275
Tổng dòng tiền ETF (30 quỹ)	—	—	-7.144	-10.476

Nguồn: FiinX (dữ liệu dòng tiền quỹ đến 08/09/2026), TCBS tổng hợp

Dòng vốn ETF tiếp tục duy trì trạng thái rút ròng tại thị trường Việt Nam, phản ánh xu hướng thận trọng của nhà đầu tư thụ động trong bối cảnh dòng vốn toàn cầu đang được tái phân bổ mạnh mẽ giữa các khu vực và nhóm tài sản. Lũy kế từ đầu năm đến 08/09/2026, giá trị rút ròng của 30 quỹ ETF cổ phiếu đạt khoảng **7.144 tỷ đồng**, trong đó riêng Fubon FTSE Vietnam rút **3.537 tỷ đồng**; quy mô rút ròng trong 12 tháng gần nhất là **10.476 tỷ đồng**. Ở chiều ngược lại, nhóm quỹ nội quy mô nhỏ và một vài quỹ ngoại như Global X MSCI Vietnam hay KraneShares vẫn hút vốn nhẹ. Xét tương quan quy mô, giá trị rút ròng của ETF chỉ tương đương khoảng **8%** mức bán ròng **96.115 tỷ đồng** của nhà đầu tư nước ngoài trên sàn HOSE từ đầu năm đến 11/09/2026 — áp lực rút vốn thụ động không phải là nguồn bán ròng chính.

2.3 Cập nhật ngành chứng khoán & nâng hạng FTSE

Diễn biến ngành quý 2 – quý 3/2026 và mốc nâng hạng có hiệu lực 21/09/2026

01

Dư nợ margin toàn ngành lập kỷ lục

Cuối Q2/2026, dư nợ cho vay ký quỹ toàn thị trường đạt **453,8 nghìn tỷ đồng**, tăng 7% so với quý trước và 49% so với cùng kỳ. Doanh thu cho vay margin toàn ngành trong quý đạt **12,2 nghìn tỷ đồng** (+8% QoQ, +64% YoY), với TCX, SSI, VCK và VPX đều vượt 1.000 tỷ đồng.

02

Cạnh tranh chuyển sang cuộc đua nền vốn

Chín công ty chứng khoán có ngân hàng hậu thuẫn đóng góp **18,7 nghìn tỷ đồng**, tương đương **62%** mức tăng dư nợ margin toàn ngành trong quý. Nhóm này cùng các công ty vừa tăng vốn mạnh – trong đó có VIX – đang mở rộng nhanh hơn phần còn lại của ngành.

Nguồn: Vietstock, CafeF, TCBS tổng hợp

Nâng hạng FTSE Russell – hiệu lực 21/09/2026

Ngày **21/08/2026**, FTSE Russell công bố danh mục **27 cổ phiếu Việt Nam** vào bộ chỉ số FTSE GEIS; danh mục chỉ được coi là chốt cuối cùng từ ngày **07/09/2026**, trước khi Việt Nam chuyển từ Cận biên lên **Thị trường Mới nổi Thứ cấp** từ ngày **21/09/2026**. Danh mục gồm 3 mã vốn hóa lớn (VCB, VIC, VHM), 3 mã vốn hóa trung bình (BID, HPG, VPB) và 21 mã vốn hóa nhỏ, trong đó có **VIX** cùng SSI, VCK, VCI, VND, TCX và HCM. Khi hoàn tất lộ trình, Việt Nam chiếm **0,488%** rổ FTSE Emerging All Cap và **0,049%** rổ FTSE Global All Cap.

Lộ trình giải ngân bốn đợt của FTSE Russell

Đợt	Thời điểm	Tỷ lệ đợt	Lũy kế	Ghi chú
Đợt 1	Tháng 9/2026	10%	10%	Hiệu lực thứ Hai 21/09/2026
Đợt 2	Tháng 3/2027	20%	30%	Hiệu lực 22/03/2027
Đợt 3	Tháng 6/2027	35%	65%	Hiệu lực 21/06/2027
Đợt 4	Tháng 9/2027	35%	100%	Hiệu lực 20/09/2027 – hoàn tất

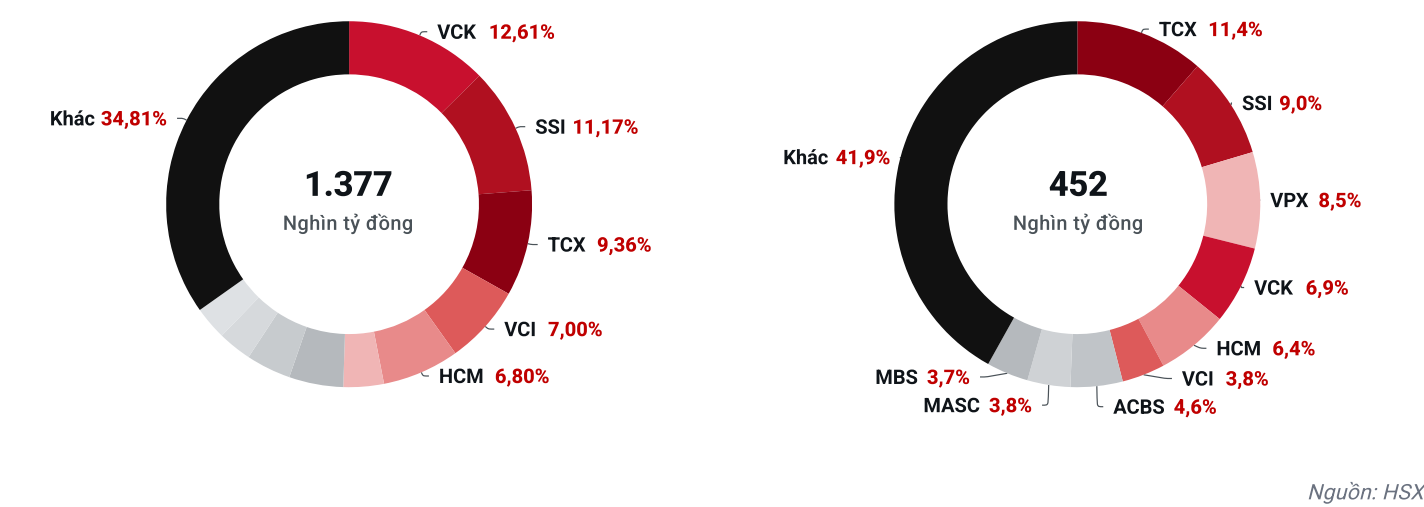
TCBS Research ước tính tổng dòng vốn thụ động cho cả bốn đợt khoảng **2,29 tỷ USD**, trong đó đợt 1 tháng 9/2026 chỉ **229 triệu USD** – phần lớn dồn về các kỳ rà soát năm 2027. Dòng tiền tập trung rất cao ở nhóm vốn hóa lớn: riêng VIC nhận 765,4 triệu USD, tương đương **33,4%** tổng lượng tiền vào Việt Nam. Bảy công ty chứng khoán trong rổ hút khoảng **259,0 triệu USD** cho cả lộ trình, với **VIX ở mức 45,0 triệu USD – đứng thứ ba sau SSI (73,7) và VCK (48,8)**, trên VCI (29,1), VND (24,7), TCX (21,1) và HCM (16,6). Riêng đợt 1, phần của VIX chỉ khoảng **4,5 triệu USD**, tương đương **0,2 phiên** giao dịch bình quân của cổ phiếu (19,5 triệu USD/phiên). Đây là lực cầu thụ động mang tính một lần theo từng đợt, không thay đổi nền tảng lợi nhuận, nhưng hỗ trợ thanh khoản và mặt bằng định giá cổ phiếu VIX trong ngắn hạn.

Nguồn: FTSE, TCBS tổng hợp và tính toán

2.4 Thị phần

Thị phần Môi giới CP & CCQ – HOSE

Thị phần Dư nợ Cho vay Margin – toàn ngành



Cạnh tranh môi giới Q2/2026 tiếp tục phân tán giữa nhóm dẫn đầu (VCK 12,61%, SSI 11,17%, TCX 9,36%, VCI 7,00%, HCM 6,80%), trong đó VCK mất hơn 2,7 điểm phần trăm thị phần so với Q1/2026 khi giá trị giao dịch toàn sàn HOSE giảm từ 1.802 nghìn tỷ đồng xuống 1.377 nghìn tỷ đồng. Khác với các công ty dẫn đầu thị phần môi giới, **VIX không đặt trọng tâm vào khách hàng bán lẻ**, với thị phần môi giới ở mức nhỏ và không tham gia cuộc đua phí 0 đồng. Thay vào đó, lợi thế cạnh tranh của VIX nằm ở **quy mô vốn và năng lực tự doanh**, với mô hình hoạt động gần với một định chế đầu tư khi tập trung nguồn lực vào danh mục FVTPL (20.819 tỷ đồng) và cho vay ký quỹ (13.958 tỷ đồng) thay vì mở rộng thị phần môi giới. Ở mảng cho vay ký quỹ, VIX chiếm 3,09% dư nợ toàn ngành cuối Q2/2026, tăng nhẹ từ 2,96% cuối Q1/2026.

2.5 Vị thế

Ticker	Tên công ty	Vốn hoá (tỷ đồng)	Tổng TS (tỷ đồng)	P/E	P/B	ROE	TP MG
TCX	CK Kỹ Thương	105.707	100.592	17,4x	2,3x	16,1%	9,36%
VCK	CK VPS	70.613	47.889	15,8x	2,3x	20,4%	12,61%
SSI	CK SSI	60.926	96.461	12,7x	1,5x	13,9%	11,17%
VPX	CK VPBank	45.000	88.951	9,0x	1,3x	18,6%	3,57%
HCM	CK TP. Hồ Chí Minh	34.424	41.259	26,0x	2,0x	10,7%	6,80%
VIX	CK VIX	34.089	38.592	8,6x	1,0x	15,7%	—
VCI	Vietcap	23.102	39.727	15,9x	1,3x	9,8%	7,00%
VND	VNDirect	23.063	49.866	8,5x	1,1x	13,1%	3,96%
MBS	CK MB	16.515	34.155	13,4x	1,4x	12,8%	4,79%
SHS	CK SHB	12.862	27.567	12,8x	1,0x	8,5%	—

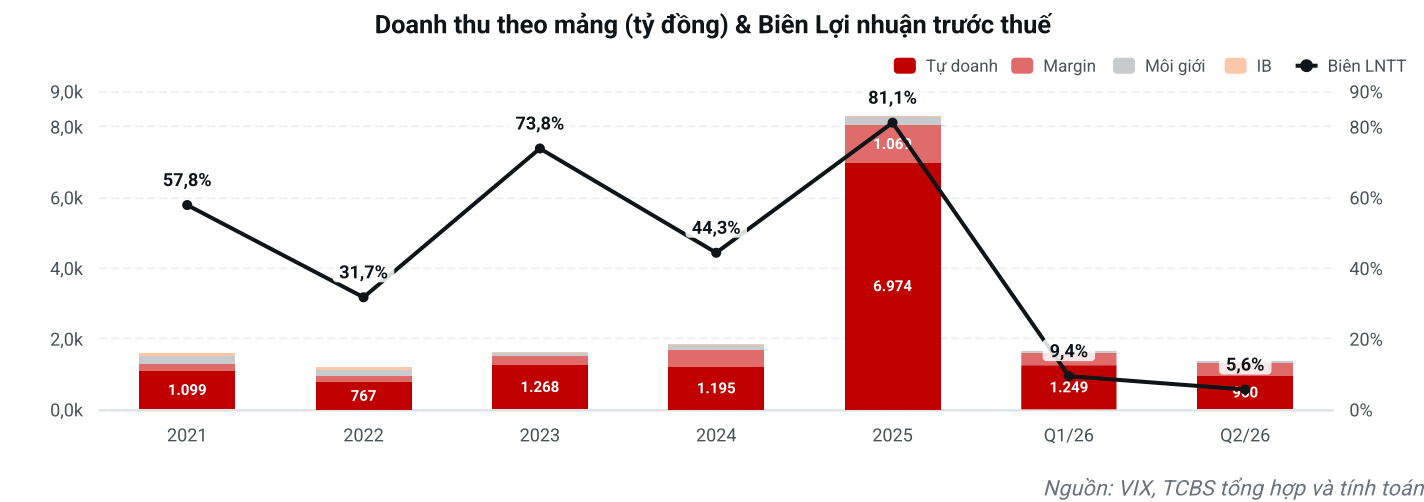
Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán · Vốn hoá, P/E, P/B theo giá đóng cửa 11/09/2026; tổng tài sản, P/E, P/B & ROE lũy kế 12 tháng tại Q2/2026, thị phần tại Q2/2026.

Với tổng tài sản **38.592 tỷ đồng** (cuối Q2/2026) sau khi hoàn tất tăng vốn, VIX từng đạt ROE đỉnh nhưng **ROE lũy kế 12 tháng đã giảm về 15,7%** khi lợi nhuận tự doanh hạ nhiệt trong Q2 — đúng với lo ngại về tính bền vững. Định giá P/E **8,6x** (TTM Q2) trong khi P/B chỉ **1,0x** — thấp hơn trung vị ngành do BVPS tăng mạnh sau tăng vốn. Khác với các CTCK mạnh về IB hay môi giới, vị thế của VIX gắn với **quy mô vốn (VĐL 25.728 tỷ đồng)** và **danh mục tự doanh** — mô hình rủi ro – lợi nhuận cao, nhạy với chu kỳ thị trường.

3. Phân tích Kết quả Kinh doanh

DT HOẠT ĐỘNG 2025	LNST 2025	TỶ TRỌNG TỰ DOANH	LNST Q2/2026
8.279 tỷ đồng	5.410 tỷ đồng	84,2%	76 tỷ đồng
+350,5% YoY	+715,6% YoY	Doanh thu 2025	-94,2% YoY

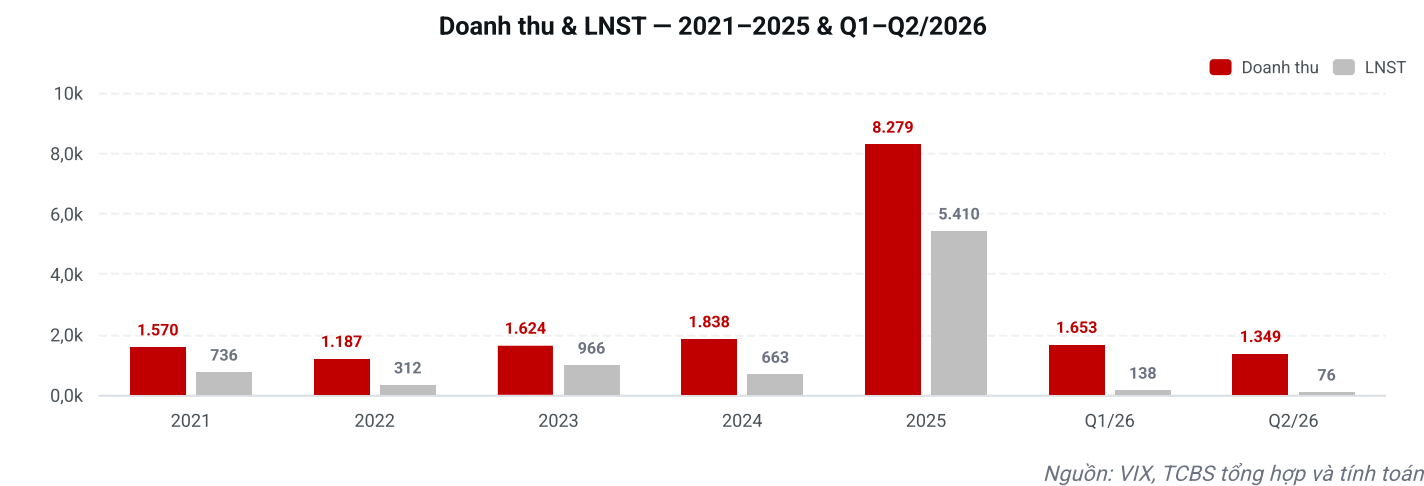
3.1 Cơ cấu doanh thu theo mảng – 2021–2025 & Q1–Q2/2026



Mảng (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	Q1/26	Q2/26	%2025
Tự doanh & đầu tư	1.099	767	1.268	1.195	6.974	1.249	960	84,2%
Lãi cho vay margin	185	188	248	488	1.069	349	348	12,9%
Môi giới & lưu ký	226	158	90	139	220	53	41	2,7%
Bảo lãnh & tư vấn (IB)	60	74	18	15	16	2	0	0,2%
Tổng DT hoạt động	1.570	1.187	1.624	1.838	8.279	1.653	1.349	100%

Cơ cấu doanh thu của VIX **tập trung cao vào mảng tự doanh**, với tỷ trọng tăng lên **84,2%** trong năm 2025 (so với khoảng 65% các năm trước) nhờ hiệu suất danh mục vượt trội. Trong khi đó, cho vay ký quỹ là động lực tăng trưởng thứ hai, còn môi giới và IB chỉ đóng góp tỷ trọng nhỏ. Cơ cấu này giúp VIX tối đa hóa lợi nhuận trong giai đoạn thị trường thuận lợi, nhưng cũng khiến kết quả kinh doanh **trở nên nhạy cảm với biến động của thị trường** hơn so với các công ty chứng khoán có nguồn thu cân bằng hơn.

3.2 Diễn biến doanh thu & lợi nhuận – 2021–2025 & Q1–Q2/2026

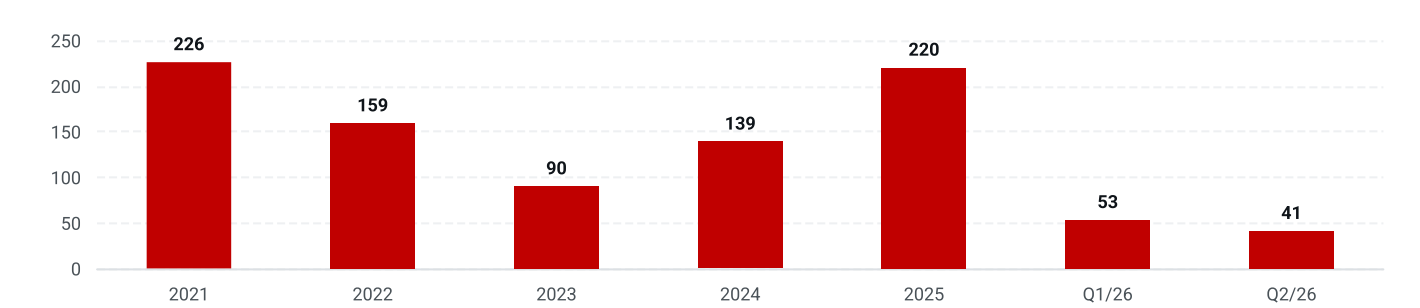


Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	Q1/26	Q2/26
Doanh thu HĐ	1.570	1.187	1.624	1.838	8.279	1.653	1.349
LNST	736	312	966	663	5.410	138	76
Tăng trưởng LNST YoY	—	-57,6%	+209,7%	-31,4%	+715,6%	-62,8%	-94,2%

Diễn biến lợi nhuận theo quý phản ánh tính chu kỳ cao của mô hình kinh doanh. Sau khi đạt đỉnh **2.449 tỷ đồng** trong Q3/2025 nhờ hiệu quả tự doanh vượt trội, lợi nhuận sau thuế giảm mạnh còn **138 tỷ đồng** trong Q1/2026 và tiếp tục lùi về **76 tỷ đồng trong Q2/2026 (-94,2% YoY)** khi thị trường hạ nhiệt và hiệu quả tự doanh suy giảm. Cơ cấu lợi nhuận của VIX phụ thuộc đáng kể vào kết quả tự doanh và thời điểm ghi nhận lãi/lỗ danh mục, trong khi các nguồn thu tương đối ổn định như môi giới và cho vay ký quỹ chưa đủ lớn để bù đắp biến động từ danh mục đầu tư.

3.3 Mảng Môi giới & Lưu ký

Doanh thu Môi giới & lưu ký theo năm (tỷ đồng)

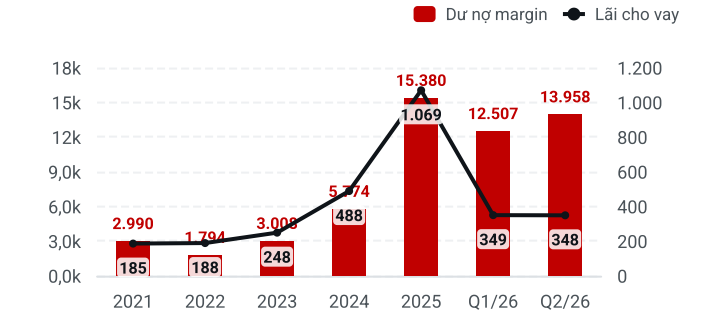


Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

Doanh thu môi giới và lưu ký phục hồi từ **90 tỷ đồng** năm 2023 lên **220 tỷ đồng** năm 2025 (+59% YoY), nhưng vẫn chỉ đóng góp khoảng **2,7%** tổng doanh thu. VIX không theo đuổi chiến lược mở rộng thị phần môi giới hay cạnh tranh bằng chính sách phí thấp, mà tập trung nguồn lực vào các mảng có khả năng sinh lời cao hơn như tự doanh và cho vay ký quỹ. Theo đó, môi giới chủ yếu đóng vai trò hỗ trợ hệ sinh thái khách hàng, thay vì trở thành động lực tăng trưởng chính.

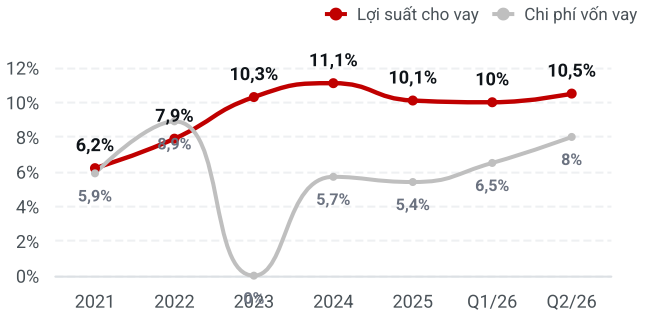
3.4 Mảng Cho vay Ký quỹ

Dư nợ Cho vay Ký quỹ & Lãi cho vay (tỷ đồng)



Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

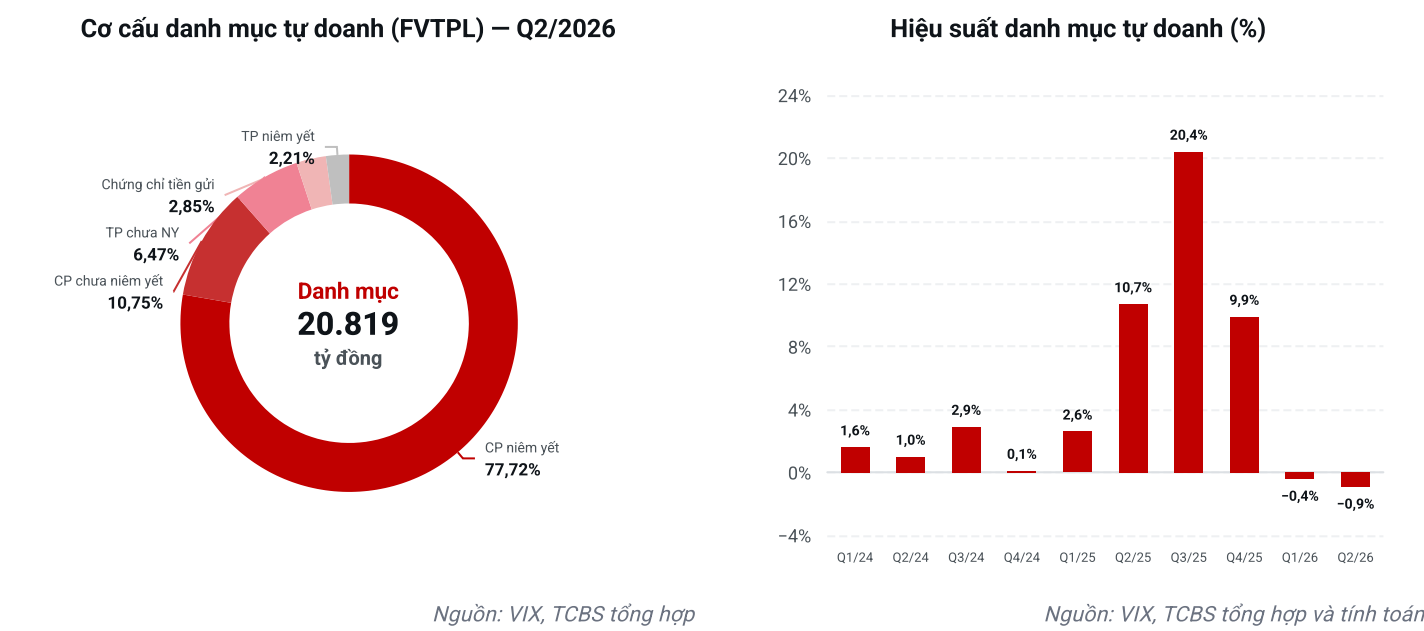
Lợi suất cho vay margin vs Chi phí vốn vay (%/năm)



Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

Dư nợ cho vay ký quỹ tăng gần gấp ba lần, từ **5.774 tỷ đồng** năm 2024 lên **15.380 tỷ đồng** năm 2025, kéo doanh thu lãi cho vay lên **1.069 tỷ đồng**. Để hỗ trợ mở rộng hoạt động, VIX chuyển từ mô hình gần như không sử dụng đòn bẩy trong giai đoạn 2022–2023 sang tăng mạnh nợ vay từ năm 2024, tập trung cho cho vay ký quỹ và tự doanh. Lợi suất cho vay bình quân duy trì quanh **10%/năm**, trong khi chi phí vốn tăng từ khoảng **5,4%** năm 2025 lên **8,0%** trong Q2/2026, khiến biên lãi (NIM) có xu hướng thu hẹp nếu lãi suất cho vay không tăng tương ứng. Biên lợi nhuận của mảng margin do đó có thể chịu áp lực trong các quý tới, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh về lãi suất cho vay vẫn cao. Tỷ lệ dư nợ margin/VCSH giảm từ **71,7%** cuối năm 2025 xuống **42,7%** cuối Q2/2026 sau đợt tăng vốn, qua đó tạo dư địa đáng kể để tiếp tục mở rộng dư nợ so với giới hạn 2 lần vốn chủ sở hữu.

3.5 Mạng Tự doanh – Cơ cấu danh mục & Hiệu suất



Biến động đánh giá lại danh mục FVTPL – thực tế theo BCTC (thuyết minh 7.1, tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Cuối 2025	Cuối Q2/2026	Thay đổi 6T
Giá gốc danh mục	10.357	17.203	+6.846
Giá trị hợp lý	14.541	20.819	+6.278
Chênh lệch đánh giá lại ròng (lãi chưa TH)	+4.184	+3.616	(568)

Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán.

Danh mục tự doanh tiếp tục là **động lực tăng trưởng lợi nhuận chính**, đồng thời là **nguồn rủi ro lớn nhất** của VIX. Cuối Q2/2026, giá trị hợp lý của danh mục đạt **20.819 tỷ đồng**, mở rộng đáng kể sau khi VIX triển khai nguồn vốn mới từ đợt tăng vốn. Danh mục vẫn tập trung cao vào cổ phiếu niêm yết, chiếm **77,7%**, và cổ phiếu chưa niêm yết, chiếm **10,8%**. Đáng chú ý, danh mục tự doanh chủ yếu tập trung vào các cổ phiếu thuộc **hệ sinh thái GELEX**, khiến hiệu quả đầu tư và lợi nhuận tự doanh của VIX có mức độ phụ thuộc tương đối lớn vào diễn biến của một nhóm tài sản nhất định. Mức độ tập trung này từng giúp VIX ghi nhận khoản lãi đánh giá lại lớn trong năm 2025, với chênh lệch đánh giá lại ròng khoảng **4.184 tỷ đồng**, đóng góp đáng kể vào mức lợi nhuận kỷ lục. Tuy nhiên, phần lớn khoản lợi nhuận này đến từ **lãi chưa thực hiện**, khiến chất lượng lợi nhuận phụ thuộc đáng kể vào biến động giá của các khoản đầu tư trong danh mục.

Đà mở rộng danh mục trong 6 tháng đầu năm 2026 chưa chuyển hóa thành hiệu quả tự doanh tương ứng. Chênh lệch đánh giá lại ròng **giảm khoảng 568 tỷ đồng**, từ 4.184 tỷ đồng cuối 2025 xuống 3.616 tỷ đồng cuối Q2/2026, trong bối cảnh thị trường điều chỉnh và hiệu quả danh mục suy giảm. Trên cơ sở lợi nhuận gộp, mạng tự doanh ghi nhận **lỗ 63 tỷ đồng trong Q1/2026 và 174 tỷ đồng trong Q2/2026**, tương ứng hiệu suất lần lượt **-0,4%** và **-0,9%** trên quy mô danh mục bình quân. Lỗ đánh giá lại tài sản FVTPL lần lượt ở mức 1.309 tỷ đồng và 1.129 tỷ đồng, vượt phần doanh thu tự doanh ghi nhận trong kỳ. Theo đó, lợi nhuận gộp toàn công ty đạt 314 tỷ đồng trong Q1 và 194 tỷ đồng trong Q2 chủ yếu được hỗ trợ bởi hoạt động cho vay ký quỹ, thay vì đóng góp từ tự doanh.

Diễn biến trên cho thấy lợi nhuận của VIX vẫn phụ thuộc lớn vào biến động định giá của danh mục hơn là khả năng hiện thực hóa lợi nhuận. Việc tập trung vào hệ sinh thái GELEX làm gia tăng mức độ tương quan giữa các khoản đầu tư, qua đó khiến rủi ro danh mục cao hơn so với một danh mục được phân bổ rộng theo ngành và doanh nghiệp. Trong trường hợp nhóm cổ phiếu này diễn biến thuận lợi, VIX có thể ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận đáng kể nhờ lãi đánh giá lại; ngược lại, khi thị trường hoặc các khoản đầu tư chủ chốt điều chỉnh, lợi nhuận có thể suy giảm nhanh. Do đó, TCBS Research đánh giá **độ bền của lợi nhuận VIX thấp hơn** so với các công ty chứng khoán có cơ cấu doanh thu cân bằng hơn, đặc biệt trong những giai đoạn thị trường điều chỉnh hoặc thanh khoản suy yếu.

Danh mục cổ phiếu tại 30/06/2026 (tỷ đồng)

Mã	Giá vốn	GTTT 30/06/2026	Lãi/(lỗ) chưa TH	% giá vốn	GTTT 31/12/2025	Lãi/(lỗ) ước Q3/2026
FVTPL – Cổ phiếu niêm yết						
GEE	1.677	2.907	+1.231	+73,4%	4.419	(954)
GEX	1.587	2.051	+464	+29,2%	1.961	(489)
EIB	1.717	1.890	+173	+10,1%	1.445	(378)
VPX	1.407	1.222	(185)	-13,1%	1.689	(197)
VSC (*)	1.440	1.140	(300)	-20,8%	—	(360)
TCB	1.030	1.106	+76	+7,4%	—	(63)
GEL	737	1.015	+278	+37,8%	—	(145)
Cổ phiếu niêm yết khác	4.302	4.850	+548	+12,7%	2.014	—
Cộng cổ phiếu niêm yết	13.895	16.181	+2.285	+16,4%	11.527	(2.586)
FVTPL – Cổ phiếu chưa niêm yết						
VGR (*)	490	1.825	+1.335	+272,8%	991	(335)
HNG	231	238	+7	+2,9%	—	(23)
CTCP Genfarma	137	123	(14)	-10,1%	137	—
CTCP Hạ tầng Gelex	—	—	—	—	1.133	—
Cổ phiếu chưa niêm yết khác	52	54	+2	+4,1%	54	—
Cộng cổ phiếu chưa niêm yết	909	2.239	+1.330	+146,3%	2.315	(358)
TỔNG DANH MỤC CỔ PHIẾU	14.804	18.420	+3.615	+24,4%	13.842	(2.944)

(*) VSC và VGR là các chứng khoán được đầu tư uỷ thác tại công ty quản lý quỹ được cấp phép.
Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán.

Nhóm 9 cổ phiếu có giá thị trường **13.394 tỷ đồng**, tương đương **72,7%** danh mục cổ phiếu tại 30/06/2026. Theo giá đóng cửa điều chỉnh ngày 11/09/2026, giá trị nhóm này giảm còn khoảng **10.450 tỷ đồng**, tương ứng **lỗ đánh giá lại ước khoảng 2.944 tỷ đồng** chỉ trong hơn hai tháng. Mức giảm tập trung chủ yếu ở nhóm GELEX – GEE (-32,8%), GEX (-23,9%) và GEL (-14,3%) đóng góp 1.588 tỷ đồng, tương đương 54% tổng mức giảm – cùng VSC (-31,6%) và EIB (-20,0%). Phần danh mục còn lại **5.026 tỷ đồng** (cổ phiếu niêm yết khác, Genfarma và các khoản nhỏ) không có cơ sở giá riêng nên được giữ nguyên theo giá trị 30/06; nếu áp mức giảm của VN-Index trong cùng kỳ (-3,5%, từ 1.860,01 xuống 1.795,21 điểm), phần này giảm thêm khoảng 175 tỷ đồng.

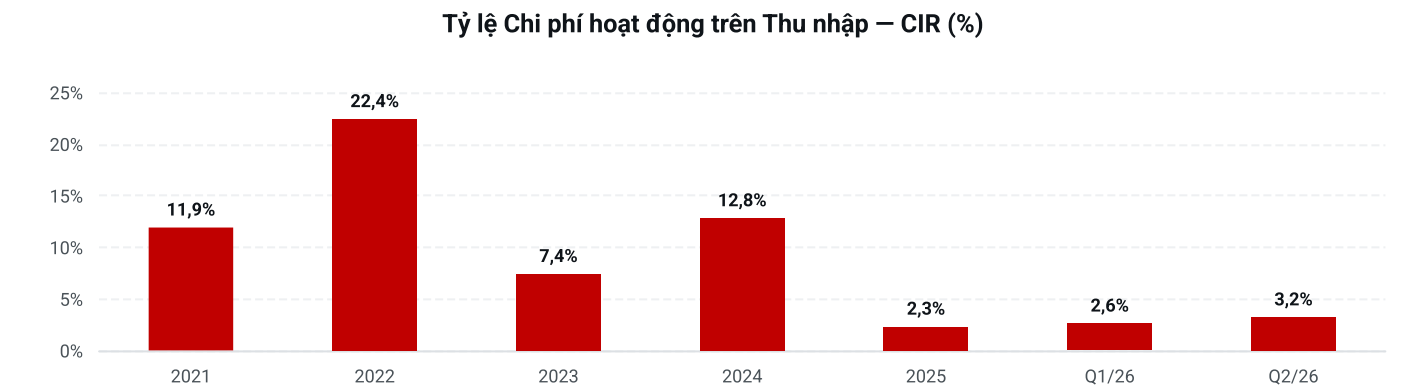
Nếu diễn biến giá được giữ nguyên đến cuối quý, khoản lãi chưa thực hiện lũy kế của danh mục FVTPL sẽ thu hẹp từ **+3.616 tỷ đồng** tại 30/06/2026 xuống quanh **+670 tỷ đồng**, và mảng tự doanh nhiều khả năng ghi nhận quý lỗ thứ ba liên tiếp, với mức lỗ lớn hơn đáng kể so với hai quý đầu năm. Đây là ước tính mang tính chỉ báo: VIX có thể đã mua bán, cơ cấu lại danh mục hoặc hiện thực hóa một phần vị thế sau ngày 30/06/2026, và số liệu chính thức chỉ được xác định khi báo cáo tài chính quý 3/2026 được công bố.

3.6 Mạng Bảo lãnh phát hành & Tư vấn (IB)

Khác với các CTCK có thương hiệu IB mạnh, mạng bảo lãnh phát hành & tư vấn của VIX **quy mô nhỏ & mang tính bổ trợ**: doanh thu dao động 15–74 tỷ đồng/năm, chỉ chiếm ~0,2% tổng doanh thu 2025. Chiến lược công bố của VIX là từng bước phát triển năng lực bảo lãnh phát hành "trên nền tảng quy mô vốn hiện tại thông qua các thương vụ giá trị lớn & an toàn". Khi thị trường vốn ấm lên cùng câu chuyện nâng hạng, đây có thể là **dư địa mở rộng** tận dụng nền vốn 25.728 tỷ đồng – song hiện chưa phải trụ cột lợi nhuận.

IB & Tư vấn (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu bảo lãnh & tư vấn	60	74	18	15	16

3.7 Hiệu quả vận hành – Chi phí & Năng suất



Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

SỐ NHÂN SỰ Q2/2026 79 Siêu tinh gọn	LNTT/NHÂN VIÊN 2025 ~78 tỷ đồng Đặc thù mô hình	CIR 2025 2,3% Thấp nhất ngành	CIR LŨY KẾ 12T 3,2% Đến Q2/2026
--	--	--	--

VIX vận hành với bộ máy **siêu tinh gọn (79 nhân sự tại 30/06/2026)** – thấp bậc nhất trong nhóm CTCK lớn. Kết hợp với thu nhập tự doanh khổng lồ năm 2025, CIR chỉ ~2,3% và LNTT/nhân viên đạt mức phi thường. Cần lưu ý: các chỉ số hiệu quả này bị **"thối phòng"** bởi lợi nhuận tự doanh đột biến – chúng phản ánh mô hình đầu tư thâm dụng vốn (ít nhân sự, nhiều tài sản) hơn là hiệu quả dịch vụ. Ở năm thị trường kém, cấu trúc chi phí vẫn thấp nhưng mẫu số thu nhập sẽ co lại nhanh.

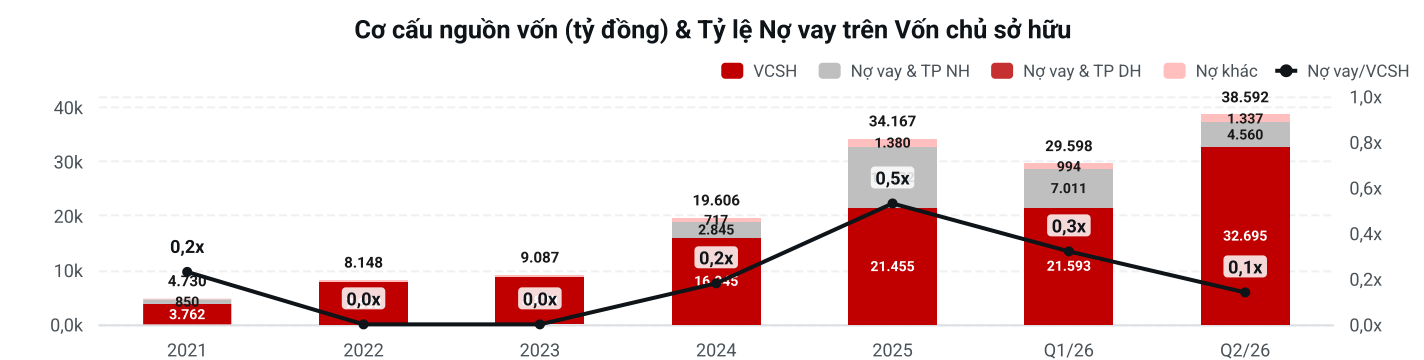
3.8 Phân tích chuyên sâu – Bốn trụ năng lực cốt lõi

01	Năng lực tự doanh & chọn danh mục Danh mục FVTPL ~20.819 tỷ đồng (Q2/2026) với khả năng tạo hiệu suất đột biến (đỉnh 20,4% trong Q3/2025). Đây là năng lực lõi tạo lợi nhuận, nhưng khó dự báo và phụ thuộc chu kỳ thị trường.
02	Quy mô vốn top đầu ngành Vốn điều lệ 24.503 tỷ đồng, VCSH 32.695 tỷ đồng (Q2/2026) – nền vốn lớn cho phép mở rộng đồng thời margin & tự doanh mà vẫn dưới các trần an toàn.
03	Cấu trúc chi phí thấp Bộ máy 79 người, CIR ~3,2% (lũy kế 12T đến Q2/2026). Lợi thế chi phí bền vững giúp phần lớn thu nhập chuyển thành lợi nhuận – đặc biệt hiệu quả ở pha thị trường thuận lợi.
04	Cho vay ký quỹ mở rộng Dư nợ margin 13.958 tỷ đồng (Q2/2026) với biên lãi (~10,5% vs vốn ~8,0%) – nguồn thu ổn định hơn tự doanh, cân bằng một phần rủi ro biến động.

4. Phân tích Tài chính

4.1 Cơ cấu Bảng cân đối kế toán

Khoản mục (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	Q1/26	Q2/26
Tiền & tương đương	80	1.350	140	694	2.049	971	2.046
Tài sản đầu tư (FVTPL+HTM)	1.601	4.892	5.791	12.939	15.057	15.622	22.111
Dư nợ cho vay margin	2.990	1.794	3.008	5.774	15.380	12.507	13.958
Tổng tài sản	4.730	8.148	9.087	19.606	34.167	29.598	38.592
Nợ vay	850	0	0	2.845	11.332	7.011	4.560
Tổng nợ phải trả	968	285	257	3.562	12.712	8.005	5.897
Vốn chủ sở hữu	3.762	7.863	8.829	16.045	21.455	21.593	32.695

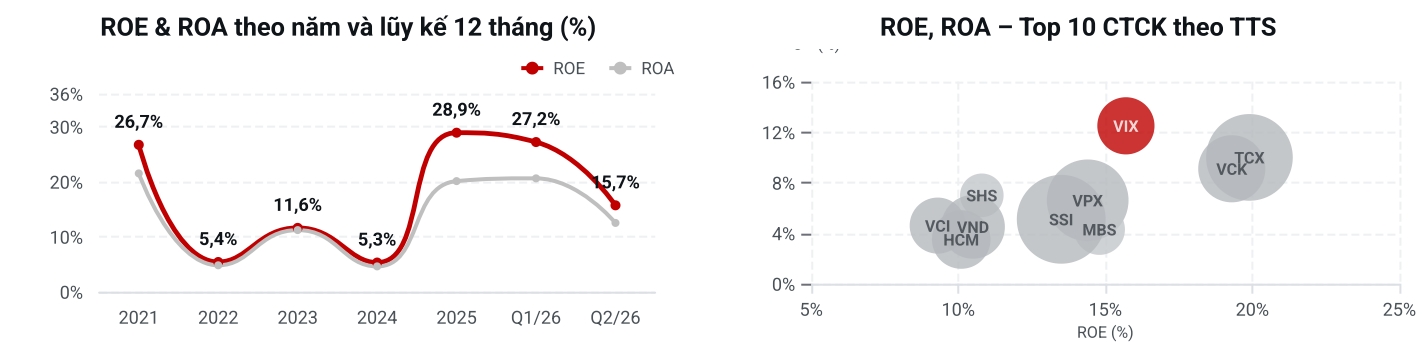


Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

Bảng cân đối của VIX mở rộng hơn 7 lần trong giai đoạn 2021–2025, với khoảng 90% tổng tài sản tập trung vào danh mục tự doanh và cho vay ký quỹ. Từ năm 2024, công ty bắt đầu tăng đòn bẩy để tài trợ tăng trưởng, nhưng cấu trúc tài chính vẫn ở mức an toàn với hệ số nợ vay/vốn chủ sở hữu chỉ khoảng 0,53x cuối năm 2025. Sau khi hoàn tất tăng vốn trong Q2/2026, VCSSH tăng vọt lên 32.695 tỷ đồng, kéo nợ vay/VCSSH giảm còn 0,14x – nền vốn rất dày nhưng phần lớn chưa được triển khai vào tài sản sinh lời.

NỢ VAY/VCSSH (2025) 0,53x An toàn	VCSSH/TỔNG TS 62,8% Vốn dày	MARGIN/VCSSH 71,7% < trần 200%	THANH TOÁN HIỆN HÀNH 3,0x Đồi dào
---	---	--	---

4.2 Tỷ suất sinh lời – ROE & ROA (2021–2025 & Q1–Q2/2026)



Nguồn: TCBS

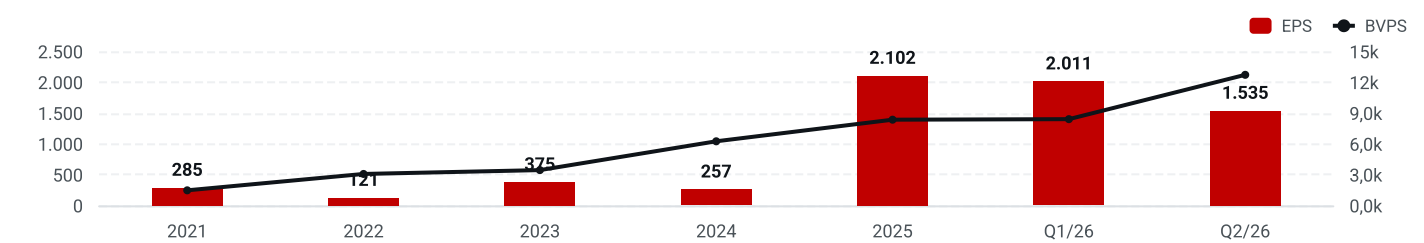
Nguồn: TCBS

Phân tích DuPont cho thấy ROE của VIX chủ yếu được quyết định bởi hiệu suất tự doanh thay vì đòn bẩy tài chính. Trong các năm thị trường thuận lợi, ROE tăng mạnh lên 26,7% (2021) và 28,9% (2025), nhưng nhanh chóng giảm về 5–6% trong các giai đoạn thị trường kém tích cực. Khác với nhiều công ty chứng khoán lớn sử dụng đòn bẩy cao để khuếch đại lợi nhuận, VIX duy trì hệ số Tài sản/Vốn chủ sở hữu chỉ khoảng 1,4x và Nợ vay/Vốn chủ sở hữu khoảng 0,5x. ROE cao của VIX chủ yếu đến từ ROA ở mức cao, phản ánh hiệu quả của danh mục tự doanh hơn là tác động của vốn vay.

Trên mặt bằng các công ty chứng khoán, VIX nổi bật với ROE và ROA đều ở mức cao trong năm 2025. Tuy nhiên, lợi thế này phụ thuộc lớn vào khoản lãi tự doanh đột biến, phần lớn là lãi đánh giá lại chưa thực hiện, nên khó duy trì khi thị trường hạ nhiệt. Đồng thời, vốn chủ sở hữu tăng mạnh từ 3.762 tỷ đồng năm 2021 lên 32.695 tỷ đồng cuối Q2/2026, làm gia tăng áp lực pha loãng ROE khi lợi nhuận trở về mức bình thường. Đáng chú ý, danh mục tự doanh của VIX chủ yếu tập trung vào các khoản đầu tư dài hạn thuộc hệ sinh thái GELEX, khiến lợi nhuận kế toán có thể tăng mạnh theo biến động giá tài sản nhưng chưa chuyển hóa tương ứng thành dòng tiền thực. Mô hình này khác với các công ty chứng khoán có cơ cấu thu nhập cân bằng hơn, trong đó lợi nhuận được hỗ trợ bởi các nguồn thu tương đối ổn định và tạo dòng tiền đều đặn như môi giới, cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư. TCBS Research cho rằng khả năng duy trì ROE trong trung và dài hạn sẽ phụ thuộc vào việc VIX nâng cao hiệu quả sử dụng nền vốn mới, thông qua mở rộng cho vay ký quỹ, đa dạng hóa nguồn thu và giảm sự phụ thuộc vào tự doanh.

4.3 EPS, BVPS & So sánh nhóm CTCK

EPS và BVPS theo năm và lũy kế 12 tháng (đồng/CP)



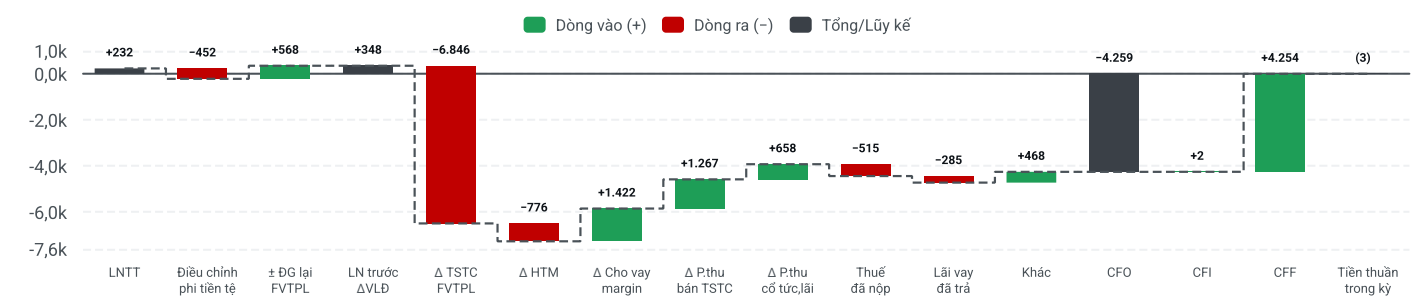
Nguồn: TCBS

CTCK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E 12T	P/B	ROE
VIX	34.089	8,6	1,0	15,7%
SSI	60.926	12,7	1,5	13,9%
HCM	34.424	26,0	2,0	10,7%
VCI	23.102	15,9	1,3	9,8%
VND	23.063	8,5	1,1	13,1%
MBS	16.515	13,4	1,4	12,8%
SHS	12.862	12,8	1,0	8,5%
FTS	7.833	18,6	1,8	9,7%
Trung vị peer	—	13,4	1,4	10,7%
Cao nhất / Thấp nhất peer	—	26,0 / 8,5	2,0 / 1,0	13,9 / 8,5%

Với tổng tài sản 38.592 tỷ đồng cuối Q2/2026 sau khi hoàn tất tăng vốn, VIX từng đạt ROE ở mức cao, nhưng ROE lũy kế 12 tháng đã giảm về 15,7% khi hiệu quả tự doanh hạ nhiệt trong Q2, phản ánh rõ hơn rủi ro về tính bền vững của lợi nhuận. Định giá hiện ở mức P/E 8,6x (TTM Q2), trong khi P/B chỉ 1,0x, thấp hơn trung vị ngành do BVPS tăng mạnh sau đợt tăng vốn. Khác với các CTCK có lợi thế ở IB hoặc môi giới, vị thế cạnh tranh của VIX chủ yếu dựa trên quy mô vốn (VĐL 25.728 tỷ đồng) và năng lực tự doanh, qua đó tạo ra mô hình lợi nhuận có biên độ cao nhưng cũng nhạy hơn với chu kỳ thị trường và biến động của danh mục đầu tư.

4.4 Tóm tắt Dòng tiền & Phân bổ Vốn

Dòng tiền 6 tháng đầu 2026 (lũy kế) — phương pháp gián tiếp (tỷ đồng)



Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

Logic phân bổ vốn

Sau đợt tăng vốn lên **24.503 tỷ đồng**, VIX ưu tiên sử dụng nguồn vốn mới để mở rộng danh mục tự doanh và gia tăng dư nợ cho vay ký quỹ, đồng thời tiếp tục giữ lại phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư thay vì chi trả cổ tức tiền mặt. Chiến lược này giúp mở rộng quy mô tài sản sinh lời và tạo dư địa tăng trưởng dài hạn, nhưng cũng đi kèm **áp lực pha loãng EPS, ROE** và khiến cổ đông phụ thuộc chủ yếu vào tăng trưởng giá trị doanh nghiệp thay vì dòng tiền cổ tức.

Bảng 4.4b — Lưu chuyển tiền tệ chi tiết (phương pháp gián tiếp, tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	6T/26
Lợi nhuận trước thuế	907	376	1.199	815	6.717	232
Điều chỉnh phi tiền tệ (khấu hao, lãi vay, dự thu lãi...)	18	(78)	(350)	(433)	(688)	(452)
(±) Đánh giá lại tài sản FVTPL (thuần)	101	121	(381)	(92)	(3.739)	568
LN từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	1.026	419	468	290	2.290	348
Giảm/(Tăng) tài sản tài chính FVTPL	(558)	(3.413)	(518)	(6.634)	1.715	(6.846)
(Tăng) đầu tư giữ đến đáo hạn (HTM)	—	—	—	(422)	(94)	(776)
(Tăng)/Giảm các khoản cho vay (margin)	(2.121)	1.196	(1.214)	(2.766)	(9.606)	1.422
(Tăng)/Giảm phải thu bán tài sản tài chính	—	—	(36)	36	(1.267)	1.267
Giảm phải thu & dự thu cổ tức, tiền lãi	24	58	366	441	1.026	658
Thuế TNDN đã nộp	(163)	(131)	(96)	(137)	(147)	(515)
Lãi vay đã trả	(24)	(71)	—	(70)	(365)	(285)
Khác (các khoản mục nhỏ)	(7)	273	(159)	427	(521)	468
LC tiền thuần từ HĐ kinh doanh	(1.823)	(1.669)	(1.189)	(8.835)	(6.969)	(4.259)
LC tiền thuần từ HĐ đầu tư	1	(1)	(21)	(8)	(162)	2
· Góp vốn vào công ty con/liên kết (VIXEX)	—	—	—	—	(150)	—
· Khác (mua TSCĐ, cổ tức nhận...)	1	(1)	(21)	(8)	(12)	2
LC tiền thuần từ HĐ tài chính	1.847	2.939	—	9.397	8.487	4.254
· Tiền vay gốc	1.550	750	—	8.522	40.007	17.777
· Chi trả nợ gốc vay	(980)	(1.600)	—	(5.677)	(31.520)	(24.550)
· Thu phát hành CP (tăng vốn)	1.277	4.119	—	6.552	—	11.026
· Chi khác từ HĐ tài chính	—	(330)	—	—	—	—
Tăng/(giảm) tiền thuần trong kỳ	25	1.269	(1.210)	554	1.356	(3)
Tiền & tương đương cuối kỳ	80	1.350	140	694	2.049	2.046

Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

Giai đoạn 2021–2025, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của VIX **liên tục âm**, với mức âm lớn nhất đạt **8.835 tỷ đồng** trong năm 2024. Đây là đặc điểm phổ biến ở các công ty chứng khoán trong giai đoạn mở rộng quy mô, khi dòng tiền được phân bổ để gia tăng danh mục tự doanh và dư nợ cho vay ký quỹ. Nhu cầu vốn này chủ yếu được tài trợ thông qua vay nợ và tăng vốn, trong đó riêng năm 2025 ghi nhận dòng tiền tài chính dương **8.487 tỷ đồng**. Trong **6 tháng đầu 2026**, dòng tiền HĐKD tiếp tục **âm mạnh 4.259 tỷ đồng** do VIX mở rộng danh mục tự doanh (thay đổi tài sản FVTPL –6.846 tỷ đồng) sau khi nhận nguồn vốn mới, được bù đắp bởi dòng tiền tài chính dương **4.254 tỷ đồng** (thu phát hành cổ phiếu **+11.026 tỷ đồng** từ đợt tăng vốn, sau khi trả bớt nợ gốc ròng), qua đó giữ số dư tiền cuối kỳ gần như đi ngang ở **2.046 tỷ đồng**. VIX đang ở giai đoạn **triển khai nguồn vốn mới** vào các tài sản sinh lời, với trọng tâm là tự doanh và cho vay ký quỹ.

Nhận định: Mặc dù lợi nhuận năm 2025 tăng đột biến, phần lớn đến từ **lãi đánh giá lại danh mục tự doanh (FVTPL)** thay vì lợi nhuận đã hiện thực hóa. Riêng nhóm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái GELEX đóng góp khoảng **4.184 tỷ đồng** lãi đánh giá lại chưa thực hiện, khiến lợi nhuận kế toán tăng mạnh nhưng chưa tạo ra dòng tiền tương ứng. Khi các khoản đầu tư này chưa được hiện thực hóa, kết quả kinh doanh của VIX vẫn phụ thuộc đáng kể vào biến động thị giá của một số cổ phiếu lớn. Đây cũng là điểm khác biệt so với các công ty chứng khoán có cơ cấu lợi nhuận cân bằng hơn, trong đó tỷ trọng cao hơn đến từ các nguồn thu tương đối ổn định như môi giới, cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư.

5. Phân tích Rủi ro

5.1 Ma trận rủi ro – 5 nhóm rủi ro trọng yếu

Nhóm rủi ro	Bản chất	Tác động	Xu hướng
Tập trung doanh thu tự doanh	84,2% DT 2025 từ tự doanh – lợi nhuận nhạy bậc nhất với biến động giá tài sản	Cao	↑
Thị trường CK điều chỉnh & thanh khoản suy giảm	VN-Index giảm kéo tự doanh, môi giới & margin sụt đồng thời; thanh khoản thị trường suy giảm làm giảm vòng quay giao dịch, thu hẹp doanh thu môi giới và hạn chế dư địa tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ	Cao	→
Chi phí vốn gia tăng	Nợ vay đạt 11.332 tỷ đồng cuối năm 2025, trong khi chi phí vốn tăng từ khoảng 5,4% lên 8,0% trong Q2/2026, tạo áp lực thu hẹp biên lợi nhuận của cả hoạt động cho vay ký quỹ và tự doanh	Trung bình	↑
Pha loãng & tăng vốn liên tục	VĐL tăng hơn 3,5 lần 2023–2026, pha loãng EPS/ROE ngắn hạn	Trung bình	↑
Hiện thực hóa lãi FVTPL	Lợi nhuận kế toán lớn nhưng chưa hiện thực hóa	Cao	→

Rủi ro trọng yếu: Mức độ phụ thuộc cao vào hoạt động tự doanh (chiếm **84% doanh thu**) khiến lợi nhuận VIX biến động mạnh theo diễn biến thị trường, thể hiện qua **LNST Q2/2026 giảm 94,2% YoY**. Bên cạnh đó, chất lượng lợi nhuận cần được theo dõi khi phần lớn lãi tự doanh đến từ đánh giá lại danh mục chưa hiện thực hóa. Việc gia tăng đòn bẩy sau giai đoạn gần như không sử dụng nợ cũng tạo thêm áp lực chi phí vốn. Tuy nhiên, cấu trúc tài chính vẫn ở mức **an toàn** với Nợ vay/VCSH khoảng 0,14x và VCSH/Tổng tài sản khoảng 85% tại cuối Q2/2026, dư nợ margin/VCSH mới 42,7%.

5.2 Bảng theo dõi rủi ro & chỉ báo cảnh báo sớm

Chỉ báo theo dõi	Ngưỡng cảnh báo	Hiện tại	Trạng thái
VN-Index	< 1.600 điểm	1.795,21 (11/09)	An toàn
Thanh khoản thị trường	< 20.000 tỷ đồng	15.353 tỷ đồng (Q3/26)	Cảnh báo
Tỷ trọng DT tự doanh	> 50%	71,2% (Q2/26)	Cảnh báo
Dư nợ margin / VCSH	> 150%	42,7%	An toàn
Nợ vay / VCSH	> 1,5 lần	0,14x	An toàn
Chi phí vốn vay bình quân	> 8%	~8,0%	Theo dõi
Hiệu suất tự doanh (LN gộp)	< 0%	-0,9% (Q2/26)	Cảnh báo
FVTPL / Tổng tài sản	> 60%	~54%	Theo dõi
P/E dự phóng 2026	> 20x	38,3x	Cảnh báo

Các chỉ báo đòn bẩy hiện vẫn ở **vùng an toàn**, nhưng **chất lượng lợi nhuận** là yếu tố cần lưu ý khi tỷ trọng tự doanh vẫn ở mức cao, chiếm **84,2%** doanh thu năm 2025 và **71,2%** trong Q2/2026, với phần lớn lợi nhuận đến từ danh mục FVTPL. Với P/E dự phóng 2026 khoảng **38,3x**, định giá hiện tại chưa thực sự hấp dẫn nếu lợi nhuận không cải thiện.

Định giá có thể được hỗ trợ nếu hoạt động tự doanh duy trì hiệu quả qua nhiều quý, tỷ trọng các nguồn thu ổn định như cho vay ký quỹ và IB tiếp tục tăng, hoặc cổ phiếu điều chỉnh về vùng **P/B dự phóng dưới 0,9x**. Ngược lại, rủi ro định giá gia tăng nếu thị trường tiếp tục dao động trong biên độ hẹp, thanh khoản duy trì ở mức thấp và khối ngoại tiếp tục bán ròng, danh mục tự doanh chuyển sang ghi nhận lỗ, chi phí vốn vượt **8%**, hoặc VIX tiếp tục thực hiện các đợt phát hành làm gia tăng pha loãng.

6. Triển vọng

6.1 Các trụ cột vĩ mô & Động lực (Catalysts) 2026–2028

① Nâng hạng thị trường

FTSE Russell công bố danh mục 27 cổ phiếu ngày 21/08/2026 (chốt cuối cùng từ 07/09/2026), nâng hạng Việt Nam lên **Thị trường Mới nổi Thứ cấp hiệu lực 21/09/2026**; dòng vốn thụ động cả lộ trình TCBS Research ước **~2,29 tỷ USD**, chia bốn đợt đến tháng 9/2027. VIX nằm trong rổ với phần ước tính **~45,0 triệu USD** (đợt 1 ~4,5 triệu USD). Kèm kỳ vọng MSCI đưa Việt Nam vào watchlist. Thanh khoản & định giá thị trường cải thiện trực tiếp nâng giá trị danh mục tự doanh của VIX.

② Môi trường lãi suất & dư địa margin

Mặt bằng lãi suất đang **tăng** là yếu tố kém thuận lợi trong ngắn hạn: chi phí vốn vay bình quân của VIX đã tăng từ khoảng **5,4%** năm 2025 lên **~8,0%** trong Q2/2026, trong khi lợi suất cho vay margin ở mức **~10,5%**, khiến biên lãi trên dư nợ margin thu hẹp. Bù lại, dư nợ margin **13.958 tỷ đồng (Q2/2026)** mới bằng **42,7% VCSH** (32.695 tỷ đồng), thấp xa trần 2 lần vốn chủ sở hữu — **dư địa mở rộng còn lớn**. Đây là cấu phần thu nhập ổn định hơn tự doanh, nhưng chỉ cải thiện rõ biên lợi nhuận khi chi phí vốn hạ nhiệt.

③ Cơ chế giao dịch & thanh khoản

Nền tảng **~2,57 triệu tài khoản mở mới 2025** cùng thanh khoản thị trường cải thiện hỗ trợ vòng quay giao dịch dài hạn — nền cho cả tự doanh, môi giới & margin.

6.2 Động lực tăng trưởng trung – dài hạn

Nền vốn **25.728 tỷ đồng** tạo dư địa để VIX mở rộng cho vay ký quỹ và danh mục tự doanh, trong đó margin có thể trở thành **nguồn thu ổn định hơn** giúp cân bằng tính chu kỳ của tự doanh. Quy mô vốn lớn cũng cho phép công ty khuếch đại lợi nhuận trong các giai đoạn thị trường thuận lợi và hưởng lợi từ thanh khoản gia tăng sau quá trình nâng hạng. Tuy nhiên, triển vọng dài hạn vẫn phụ thuộc vào khả năng VIX **đa dạng hóa nguồn thu**, gia tăng tỷ trọng các mảng dịch vụ và margin nhằm giảm sự phụ thuộc vào hoạt động tự doanh.

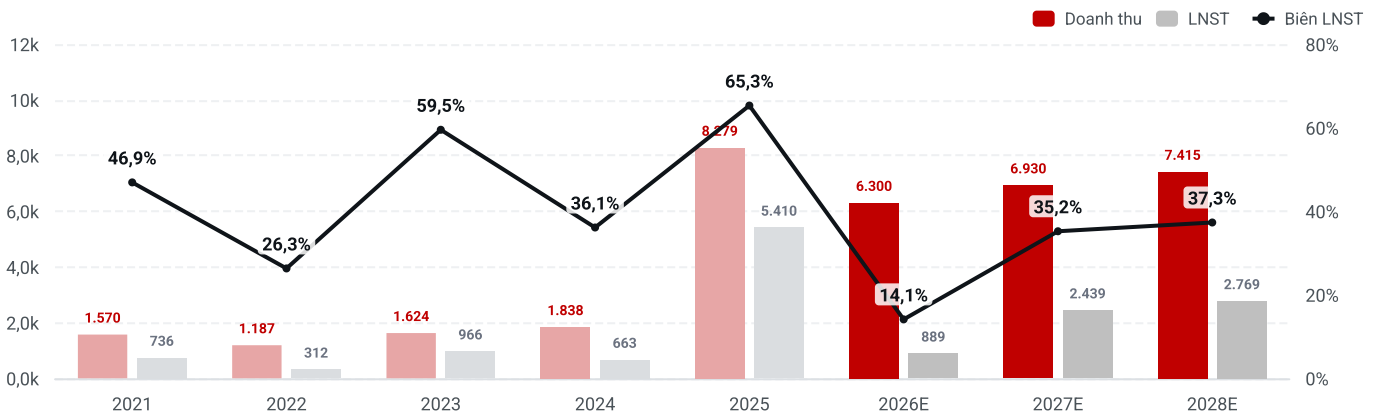
6.3 Phân tích kịch bản cho năm 2026 (Tích cực / Cơ sở / Tiêu cực)

Kịch bản	Giá định ROE 2026	LNST 2026 (tỷ đồng)	EPS 2026 (đồng)	Vùng P/B tham chiếu
Tích cực — thị trường thuận lợi, tự doanh & margin bùng nổ	~4,6%	~1.275	~495	1,1–1,3x
Cơ sở — thị trường đi ngang vùng 1.700–1.800 điểm	3,2%	889	345	0,9–1,0x
Tiêu cực — thị trường điều chỉnh, hụt/lỗ tự doanh	~1,5%	~410	~160	0,7–0,8x

Phân tích kịch bản cho thấy **độ phân tán lợi nhuận của VIX rất lớn** do mô hình phụ thuộc mạnh vào hoạt động tự doanh. Ở kịch bản cơ sở, lợi nhuận dự kiến giảm về mức **889 tỷ đồng**, tương ứng ROE khoảng **3,2%** và P/B hợp lý quanh **1,0x** khi hiệu quả tự doanh trở lại mức bình thường. Kịch bản tích cực phụ thuộc vào khả năng danh mục tự doanh tiếp tục tạo lợi nhuận vượt trội, có thể xảy ra trong môi trường thị trường thuận lợi nhưng khó dự báo và duy trì. Ngược lại, trong kịch bản tiêu cực, lợi nhuận có thể suy giảm mạnh nếu thị trường điều chỉnh và danh mục đầu tư ghi nhận lỗ đánh giá lại. Điều này phản ánh đặc điểm cốt lõi của VIX: **tiềm năng sinh lời cao nhưng đi kèm mức độ biến động lớn hơn** so với các công ty chứng khoán có cơ cấu doanh thu cân bằng.

6.4 Dự phóng Kết quả Kinh doanh – Thực tế 2021–2025 & Dự phóng 2026–2028

Doanh thu & LNST (tỷ đồng) · Biên LNST (%)



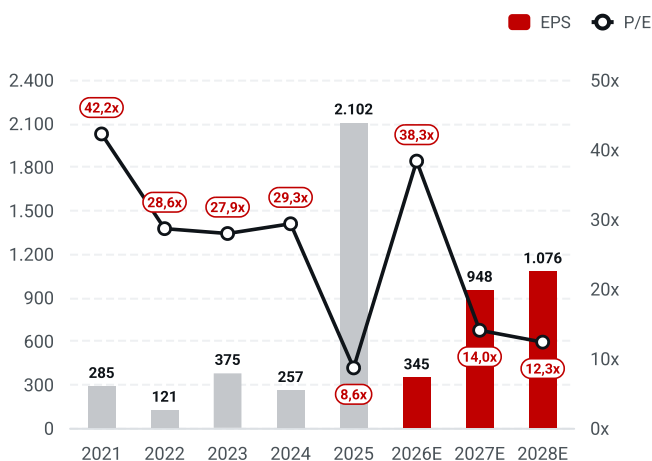
Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Doanh thu hoạt động	1.570	1.187	1.624	1.838	8.279	6.300	6.930	7.415
Tăng trưởng DT	—	-24,3%	+36,8%	+13,2%	+350,5%	-23,9%	+10,0%	+7,0%
LNST cổ đông	736	312	966	663	5.410	889	2.439	2.769
Tăng trưởng LNST	—	-57,6%	+209,7%	-31,4%	+715,6%	-83,6%	+174,4%	+13,5%
ROE (%)	26,7%	5,4%	11,6%	5,3%	28,9%	3,2%	7,1%	7,4%

Dự phóng trên kịch bản cơ sở cho thấy lợi nhuận VIX sẽ **giảm mạnh sau mức đỉnh năm 2025** khi không còn khoản lãi từ doanh đột biến và nền vốn/tài sản đã mở rộng đáng kể. LNST 2026E dự kiến đạt **889 tỷ đồng (-83,6%)**, trước khi phục hồi mạnh từ 2027 nhờ dư địa mở rộng margin và hiệu quả đầu tư cải thiện. ROE được kỳ vọng ở mức **3,2–7,4%**, phản ánh mức sinh lời phù hợp hơn với quy mô vốn hiện tại, thấp hơn đáng kể so với mức 28,9% của năm 2025 khi lợi nhuận được hỗ trợ bởi chu kỳ tự doanh thuận lợi.

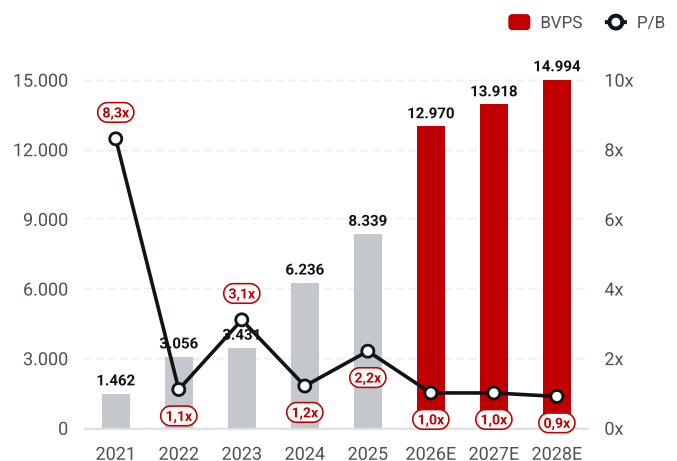
6.5 Định giá – EPS, BVPS thực tế 2021–2025 & dự phóng 2026–2028; P/E, P/B forward

EPS thực tế & dự phóng (đồng/CP) · P/E



Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

BVPS thực tế & dự phóng (đồng/CP) · P/B



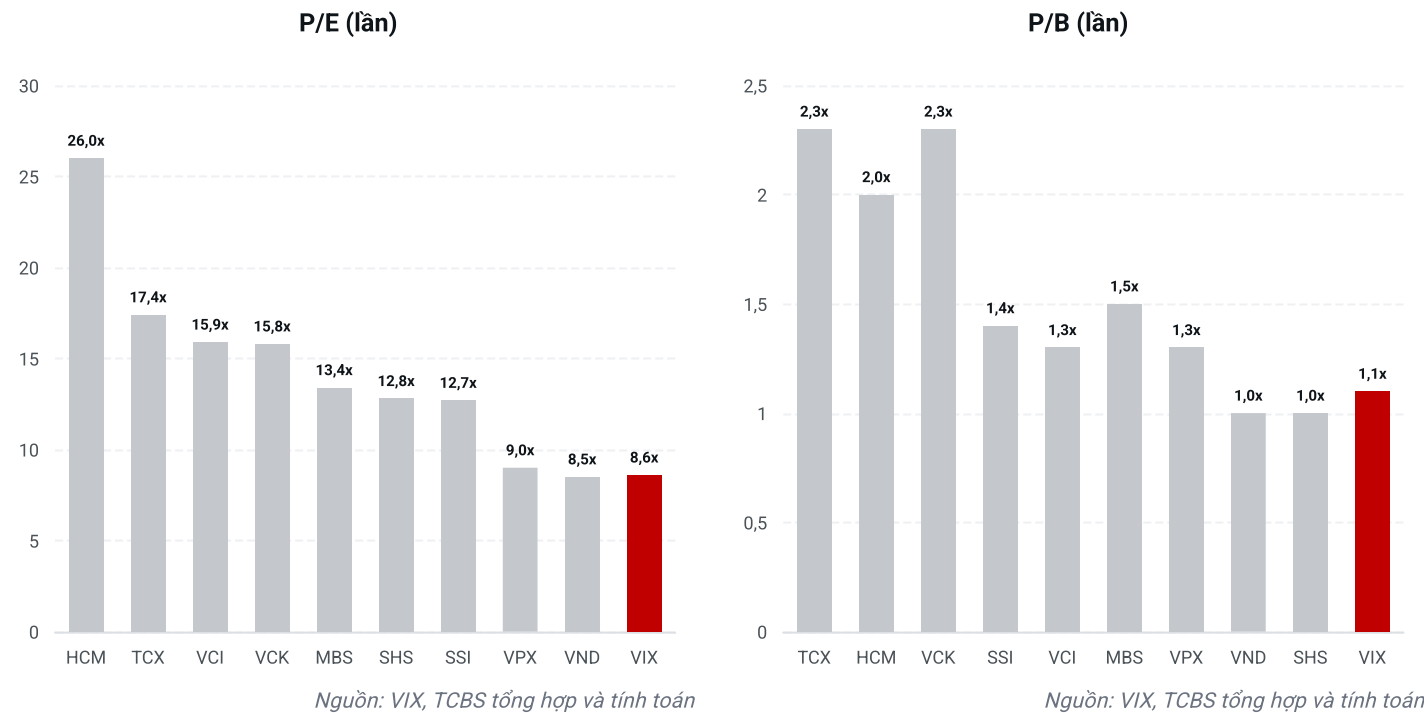
Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán

Chỉ số	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EPS (đồng)	285	121	375	257	2.102	345	948	1.076
BVPS (đồng)	1.462	3.056	3.431	6.236	8.339	12.970	13.918	14.994
P/E (lần)	42,2	28,6	27,9	29,3	8,6	38,3	14,0	12,3
P/B (lần)	8,3	1,1	3,1	1,2	2,2	1,0	1,0	0,9

Hai chỉ số định giá phản ánh **hai góc nhìn khác nhau** về VIX. P/E lũy kế khoảng **8,6x** nhìn tương đối hấp dẫn, nhưng P/E dự phóng 2026 lên tới **38,3x**, phản ánh mức lợi nhuận đột biến năm 2025 khó duy trì. Ngược lại, sau đợt tăng vốn, **P/B dự phóng giảm về khoảng 1,0x**, phù hợp hơn với việc đánh giá VIX trên nền vốn mới. Với ROE dự phóng **3,2–7,4%**, TCBS Research đánh giá mức định giá này **tương đối hợp lý**, phản ánh quy mô vốn lớn nhưng hiệu quả sinh lời hiện còn hạn chế.

TCBS Research cho rằng khả năng VIX được định giá cao hơn sẽ phụ thuộc vào việc công ty có thể **duy trì hiệu quả tự doanh qua nhiều chu kỳ thị trường**, đồng thời chuyển hóa nền vốn lớn thành các nguồn thu ổn định hơn như cho vay ký quỹ và dịch vụ chứng khoán. Việc giảm dần sự phụ thuộc vào tự doanh và cải thiện chất lượng lợi nhuận sẽ là cơ sở quan trọng để VIX thu hẹp mức chiết khấu định giá so với các công ty chứng khoán cùng quy mô.

So sánh với Top 10 Công ty chứng khoán có Tổng tài sản lớn nhất



VIX hiện giao dịch tại P/E khoảng **8,6x** và P/B khoảng **1,0x** (lũy kế 12 tháng đến Q2/2026). So với nhóm 10 công ty chứng khoán có quy mô tài sản lớn nhất, **cả P/E và P/B của VIX đều thuộc nhóm thấp nhất**, trong đó P/B giảm mạnh sau khi hoàn tất tăng vốn, đưa VCSH lên **32.695 tỷ đồng**. TCBS Research đánh giá mức chiết khấu này phản ánh việc thị trường chưa coi mức lợi nhuận đột biến năm 2025 là nền lợi nhuận bền vững, dù vẫn đánh giá cao quy mô vốn và tiềm năng tăng trưởng của công ty. Phần lớn ROE cao trong giai đoạn trước đến từ tự doanh và lãi đánh giá lại danh mục, khiến P/E hiện tại có thể tạo cảm giác rẻ nếu chỉ nhìn trên lợi nhuận quá khứ. Khi lợi nhuận trở về mức bình thường, P/E dự phóng 2026 tăng lên khoảng **38,3x**, cho thấy mức định giá hiện tại không còn quá hấp dẫn.

Ở góc độ ngành, mặt bằng định giá của các công ty chứng khoán đã phần nào điều chỉnh cùng với sự suy giảm thanh khoản sau giai đoạn thị trường tăng mạnh. Triển vọng **nâng hạng FTSE** vẫn là yếu tố hỗ trợ tích cực cho toàn ngành. Tuy nhiên, với VIX, khả năng được định giá cao hơn trong dài hạn sẽ phụ thuộc vào việc **chuyển hóa nền vốn lớn thành các nguồn thu ổn định** như cho vay ký quỹ, môi giới và dịch vụ chứng khoán, qua đó giảm phụ thuộc vào tự doanh, cải thiện chất lượng lợi nhuận và nâng cao tính bền vững của ROE.

7. Tổng kết Phân tích & Kết luận

VIX – CTCP Chứng khoán VIX · HOSE

GIÁ THAM CHIẾU	P/E 12T · P/B	ROE 12T · ROA 12T	EPS · BVPS (Đ)	ROE 2025 → 2026E
13.250 đ	8,6/1,0	15,7/12,5 %	1.535/12.708	28,9→3,2 %

Luận điểm phân tích tóm tắt – Bốn trụ cột

01

Tự doanh là động lực tăng trưởng nhưng cũng là rủi ro lớn nhất

Danh mục tự doanh quy mô khoảng **20.819 tỷ đồng** giúp VIX ghi nhận lợi nhuận vượt trội trong giai đoạn thị trường thuận lợi, nhưng đồng thời khiến kết quả kinh doanh biến động mạnh khi thị trường điều chỉnh.

02

Nền vốn lớn tạo dư địa tăng trưởng

Sau các đợt tăng vốn, VIX sở hữu **một trong những nền vốn lớn nhất ngành**. Cùng với mô hình vận hành tinh gọn và CIR chỉ khoảng **2–3%**, công ty có nhiều dư địa mở rộng cho vay ký quỹ và hoạt động tự doanh.

03

Lợi nhuận nhiều khả năng đã qua đỉnh chu kỳ

TCBS Research cho rằng mức lợi nhuận đột biến năm 2025 **khó lặp lại** khi hiệu quả tự doanh trở về mức bình thường. Do đó, ROE và tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tới nhiều khả năng sẽ thấp hơn đáng kể so với năm 2025.

04

Định giá cần nhìn trên khả năng tạo lợi nhuận dài hạn

Mức P/E hiện tại tương đối thấp chủ yếu phản ánh nền lợi nhuận cao của năm 2025. Nhà đầu tư nên đánh giá VIX dựa trên **khả năng tạo lợi nhuận bền vững** trong các năm tới, trong khi triển vọng **nâng hạng FTSE** vẫn là yếu tố hỗ trợ tích cực đối với toàn ngành chứng khoán.

Điểm cần theo dõi – Yếu tố kích hoạt thay đổi quan điểm

Theo dõi diễn biến **VN-Index** và hiệu quả danh mục tự doanh – yếu tố quyết định lợi nhuận của VIX; khả năng mở rộng các nguồn thu ổn định như cho vay ký quỹ và dịch vụ để giảm phụ thuộc vào tự doanh; tiến độ giải ngân nguồn vốn mới sau tăng vốn; cũng như xu hướng chi phí vốn và mức độ sử dụng đòn bẩy.

TCBS Research cho rằng VIX sẽ **trở nên hấp dẫn hơn** khi định giá giảm về vùng **P/B dự phóng dưới 0,9x** hoặc công ty chứng minh được khả năng duy trì hiệu quả của hoạt động tự doanh qua nhiều chu kỳ thị trường, đồng thời từng bước mở rộng các mảng kinh doanh tạo nguồn thu ổn định như cho vay ký quỹ, môi giới và dịch vụ chứng khoán. Ngược lại, các **rủi ro chính** gồm tỷ trọng tự doanh quá lớn khiến lợi nhuận biến động mạnh, ROE và EPS có thể giảm đáng kể khi lợi nhuận trở về mức bình thường, cùng với áp lực từ việc gia tăng đòn bẩy và mở rộng vốn chủ sở hữu.

Phụ lục – Mô hình tài chính & dự phóng theo năm · 2021–2030

Đơn vị: tỷ đồng (trừ các dòng tỷ lệ, lần, %) · Cột 2026–2030 là số liệu dự phóng

	THỰC HIỆN					DỰ PHÓNG · TCBS				
Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Số lượng cổ phiếu (triệu)	274,6	582,1	669,4	1.458,5	1.531,4	2.572,8	2.572,8	2.572,8	2.572,8	2.572,8
P/E (lần)	42,2	28,6	27,9	29,3	8,6	38,3	14,0	12,3	11,4	10,5
EPS (đồng/cp)	285	121	375	257	2.102	345	948	1.076	1.163	1.260
P/B (lần)	8,3	1,1	3,1	1,2	2,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
BVPS (đồng/cp)	1.462	3.056	3.431	6.236	8.339	12.970	13.918	14.994	16.158	17.419
EV/EBITDA (lần)	8,3	5,9	7,8	18,2	7,4	23,8	10,3	9,0	8,2	7,5
ROE	26,7%	5,4%	11,6%	5,3%	28,9%	3,2%	7,1%	7,4%	7,5%	7,5%
Biên lợi nhuận gộp	61,9%	36,4%	75,8%	51,1%	86,5%	25,2%	51,8%	55,7%	57,1%	58,5%
Biên lợi nhuận hoạt động	60,7%	34,2%	73,4%	48,2%	85,8%	24,2%	50,8%	54,6%	56,0%	57,4%
Biên lợi nhuận ròng	46,9%	26,3%	59,5%	36,1%	65,3%	14,1%	35,2%	37,3%	37,7%	38,2%
Doanh thu / Tài sản	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Vay & trái phiếu / Vốn CSH	0,2	0,0	0,0	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
(Vay – Tiền) / Vốn CSH	0,2	(0,2)	(0,0)	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
EBIT / Lãi vay (lần)	19,2	10,9	–	11,1	18,4	3,3	6,9	6,5	6,0	5,7
Vay / EBITDA (lần)	0,9	0,0	0,0	3,2	1,6	3,6	2,0	2,1	2,2	2,3
Doanh thu thuần	1.570	1.187	1.624	1.838	8.279	6.300	6.930	7.415	7.934	8.490
Tăng trưởng doanh thu	+118,4%	–24,3%	+36,8%	+13,2%	+350,5%	–23,9%	+10,0%	+7,0%	+7,0%	+7,0%
LNST cổ đông công ty mẹ	736	312	966	663	5.410	889	2.439	2.769	2.994	3.243
Tăng trưởng lợi nhuận	+124,0%	–57,6%	+209,7%	–31,4%	+715,6%	–83,6%	+174,4%	+13,5%	+8,1%	+8,3%
Tiền	80	1.350	140	694	2.049	1.103	2.628	2.943	3.149	3.386
Đầu tư ngắn hạn & cho vay margin	4.591	6.686	8.799	18.713	30.437	36.653	39.169	42.956	47.123	51.706
Tổng tài sản	4.730	8.148	9.087	19.606	34.167	39.971	44.142	48.344	52.827	57.757
Vay ngắn hạn	350	–	–	2.845	11.332	5.551	7.177	8.529	9.932	11.526
Vay dài hạn	500	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Tổng vay	850	–	–	2.845	11.332	5.551	7.177	8.529	9.932	11.526
Tổng nợ	968	285	257	3.562	12.712	6.601	8.332	9.765	11.255	12.941
Vốn chủ sở hữu	3.762	7.863	8.829	16.045	21.455	33.370	35.809	38.578	41.572	44.815

Nguồn: VIX, TCBS tổng hợp và tính toán.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.

TCBS và người có liên quan có thể nắm giữ, mua hoặc bán chứng khoán được đề cập trong báo cáo, hoặc cung cấp dịch vụ cho tổ chức phát hành. Báo cáo không cấu thành lời chào mua, chào bán chứng khoán và không được xây dựng theo hoàn cảnh, mục tiêu đầu tư hay khả năng chịu rủi ro của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào.