



# BÁO CÁO NGÀNH CHỨNG KHOÁN QUÝ 4/2025

PHÒNG PHÂN TÍCH  
CTCP CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA - NSI



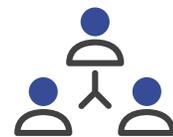
**THÔNG ĐIỆP TRỌNG TÂM**



**BƯỚC TRANH KẾT QUẢ KINH DOANH  
NGÀNH CHỨNG KHOÁN QUÝ 4/2025**



**TRIỂN VỌNG NGÀNH TRONG 2026**



**CƠ HỘI ĐẦU TƯ**

TỔNG QUAN NGÀNH	Giá trị (tỷ đồng)	YoY	QoQ	
<b>Doanh thu</b>	33,614	+74.8%	-10.4%	<i>Mảng đầu tư chiếm tỷ trọng lớn nhất, tiếp theo là cho vay, môi giới và mảng khác</i>
<b>LNST</b>	9,885	+90.1%	-35.2%	<i>TCX, VIX, và VCK có LNST lớn nhất toàn ngành</i>
<b>Môi giới</b>	4,864	+62.5%	-31.7%	<i>VCK, SSI, TCX dẫn đầu thị phần môi giới toàn ngành</i>
<b>Đầu tư</b>	16,262	+93.6%	-13.9%	<i>SSI dẫn đầu danh mục đầu tư và doanh thu đầu tư</i>
<b>Doanh thu cho vay</b>	10,429	+60%	+11%	<i>TCX và SSI có dư nợ cho vay ký quỹ và doanh thu cho vay ký quỹ toàn ngành lớn nhất.</i>
<b>Dư nợ margin</b>	412,585	+65.7%	+7.2%	
<b>Doanh thu IB</b>	1,406	+108.5%	-8.7%	<i>VPX và TCX là nhân tố đóng góp chính</i>

## TRIỂN VỌNG 2026

- **Kinh tế Việt Nam:** mục tiêu tăng trưởng GDP 10% năm 2026, với tăng trưởng tín dụng tối thiểu ước đạt 15%.
- **Kỳ đánh giá lại của FTSE:** Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp, dự kiến đánh giá lại vào 3/2026.
- **Làn sóng IPO:** hoạt động IPO và huy động vốn sẽ tiếp tục là động lực chính của ngành chứng khoán năm 2026, nhờ sự hỗ trợ từ các NĐ 155/2020, NĐ 245/2025, và TT 08/2026/TT-BTC.
- **Tài sản số:** Luật số 71/2025/QH15 chính thức **công nhận tiền mã hóa là tài sản số** kể từ 2026 và nhiều ngân hàng và CTCK lớn (MBB, TCX, SSI...) đã có kế hoạch tham gia.

## ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

- **P/E và P/B ngành** đang trở lại mức trung bình 5 năm và tương đối hấp dẫn dựa trên kỳ vọng về tăng trưởng kinh tế Việt Nam và kỳ đánh giá lại của FTSE trong 2026
- **Khuyến nghị: HCM, VCI, và MBS** - hưởng lợi từ nâng hạng, thị phần môi giới top đầu, dự kiến triển khai tăng vốn nhằm mở rộng dư địa cho vay margin.

# PHẦN 1

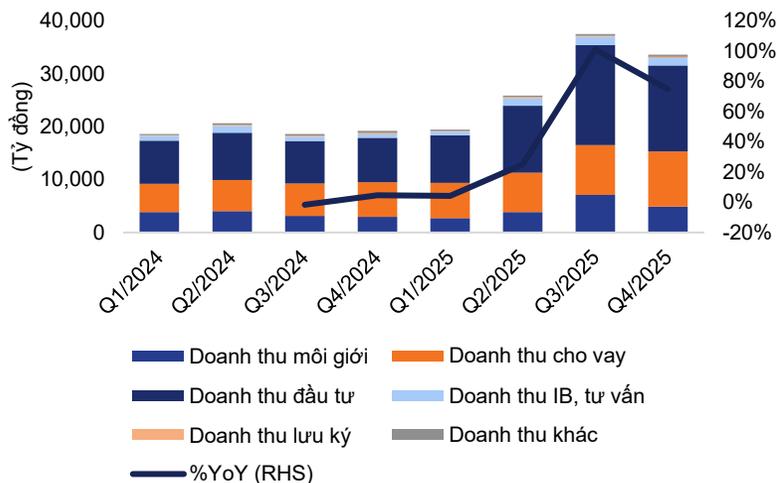
BƯỚC TRANH KQKD

NGÀNH CHỨNG KHOÁN

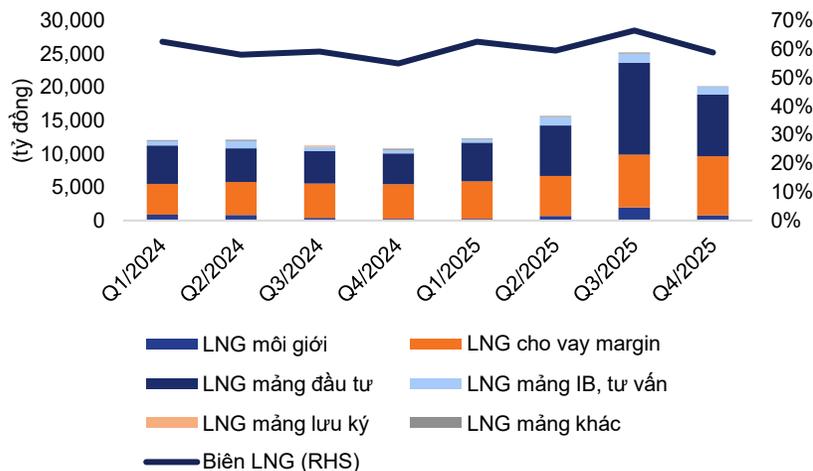
QUÝ 4/2025



**Doanh thu ngành chứng khoán 4Q25 giảm so với quý trước**



**Lợi nhuận gộp toàn ngành tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ**

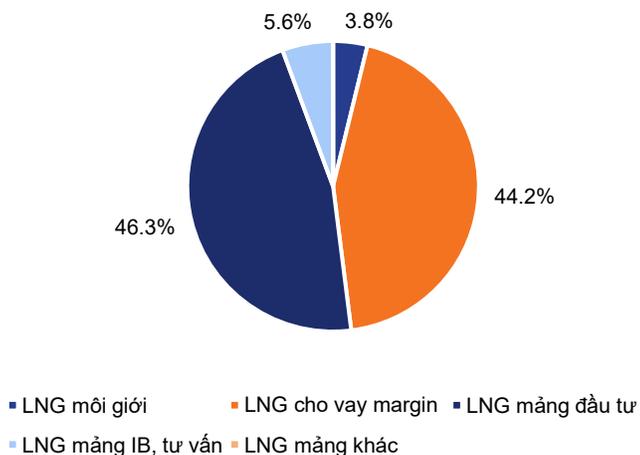


	Giá trị	YoY	QoQ
<b>Doanh thu</b>	33,614	+74.8%	-10.4%
<b>LNST</b>	9,885	+90.1%	-35.2%

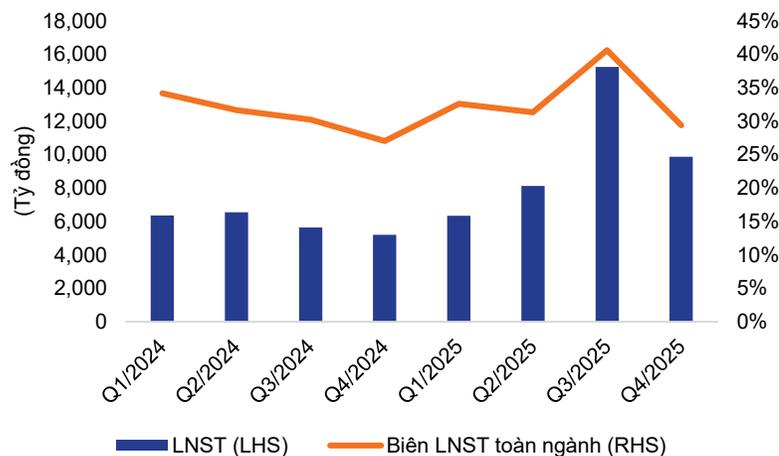
**Doanh thu mảng đầu tư** (FVTPL + AFS + HTM) chiếm tỷ trọng lớn nhất, đạt 16,262 tỷ đồng, tăng 93.6% YoY. Theo sau đó là doanh thu mảng cho vay ký quỹ và kinh doanh môi giới lần lượt ghi nhận 10,429 tỷ đồng (+60% YoY) và 4,864 tỷ đồng (+62.5% YoY).

**Lợi nhuận gộp toàn ngành chứng khoán** đạt 19,814.6 tỷ đồng (+87.2% YoY), với biên lợi nhuận gộp đạt 58.9%, cao hơn mức 55.1% cùng kỳ, nhờ tỷ trọng doanh thu từ mảng đầu tư và cho vay ký quỹ tăng. Cụ thể, lợi nhuận gộp mảng đầu tư đạt 9,317.4 tỷ đồng (+100.6% YoY), biên LNG 57.3% (so với 55.3% cùng kỳ). Trong khi đó, lợi nhuận gộp mảng cho vay ký quỹ ghi nhận 8,885.9 tỷ đồng (+70.9% YoY), biên LNG cải thiện lên mức 85.2% so với mức 79.8% cùng kỳ nhờ dư nợ cho vay toàn ngành đạt 412,585 tỷ đồng (+65.5% YoY).

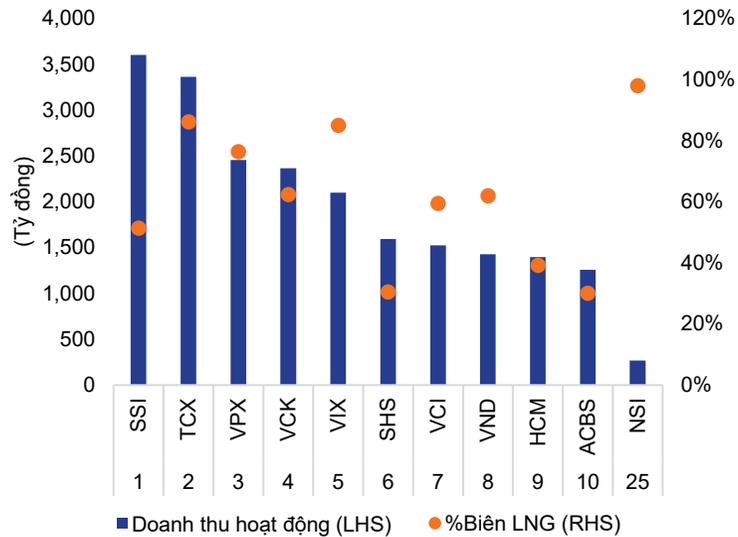
**Mảng đầu tư và cho vay ký quỹ chiếm tỷ trọng LNG lớn nhất**



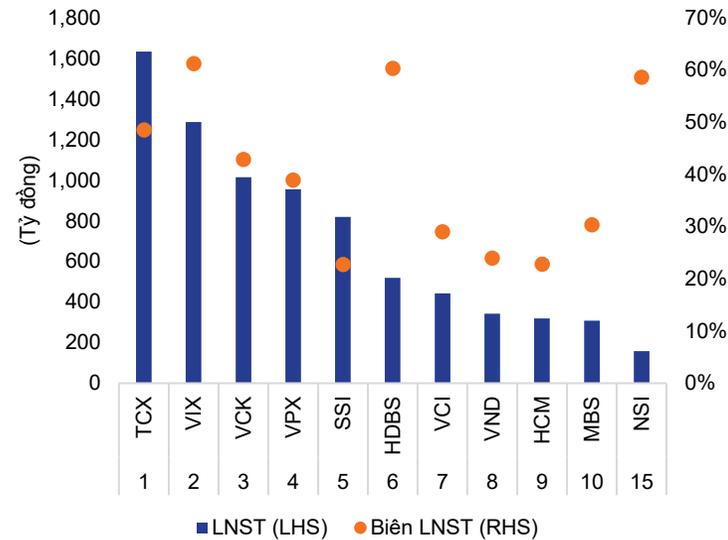
**LNST được đóng góp chủ yếu bởi mảng đầu tư và cho vay ký quỹ**



SSI và TCX duy trì vị thế dẫn đầu về doanh thu toàn ngành



Tuy nhiên, SSI tụt xuống vị trí thứ 5 về LNST toàn ngành



Top 4 Doanh thu

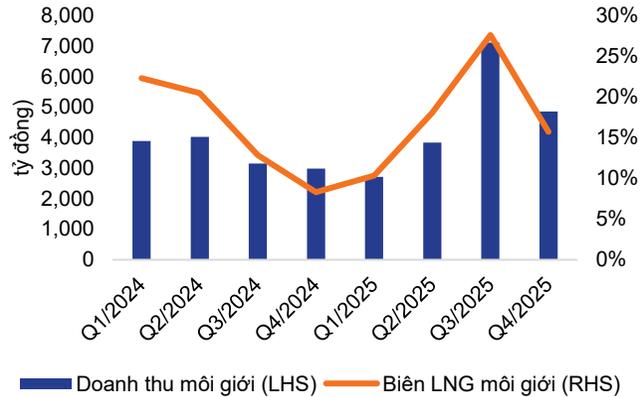
SSI, TCX, VPX, VCK

Top 4 LNST

TCX, VIX, VCK, VPX

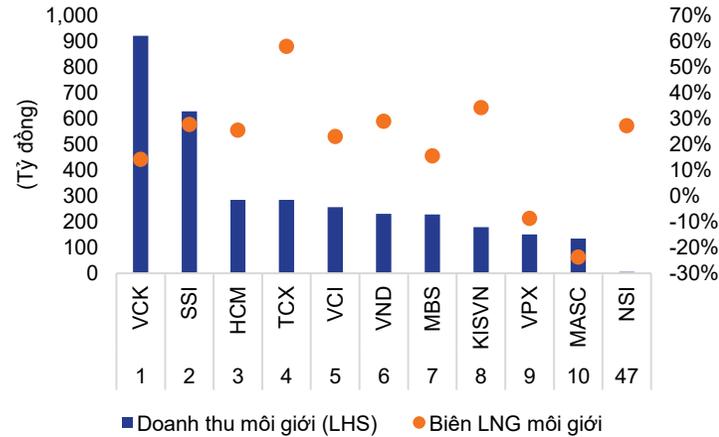
Nguồn: FiinPro

**Doanh thu môi giới 4Q25 sụt giảm đáng kể so với quý trước**



Nguồn: FiinPro

**VCK tiếp tục duy trì vị thế doanh thu môi giới toàn ngành**



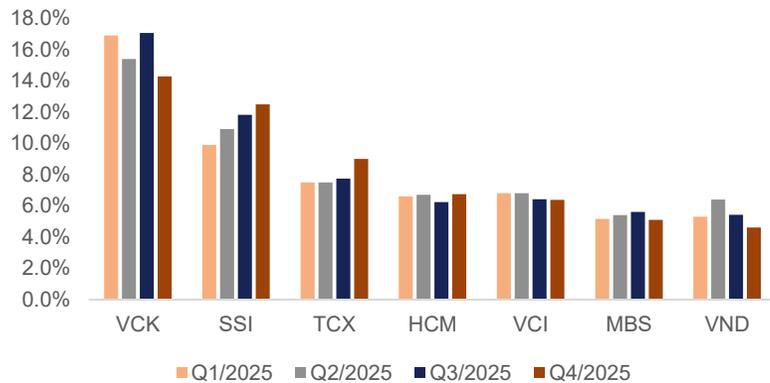
Nguồn: FiinPro

	Giá trị	YoY	QoQ
Doanh thu môi giới toàn ngành	4,864	+62.5%	-31.7%
Xếp hạng doanh thu môi giới của NSI			47
Top 3 thị phần	VCK, SSI, TCX		

Doanh thu môi giới toàn ngành đạt 4,864 tỷ đồng (+62.5% YoY), dẫn đầu bởi VCK (921 tỷ đồng, +48.9% YoY) và SSI (628 tỷ đồng, +97% YoY). Thị phần môi giới của VCK trên HSX đã suy giảm đáng kể trong Q4/2025, đạt 14.3% so với 17.1% từ quý trước đó. Trong khi đó, SSI và TCX đã nhanh chóng gia tăng thị phần lần lượt lên mức 12.5% và 9%, so với mức 11.8% và 7.8% từ quý trước đó.

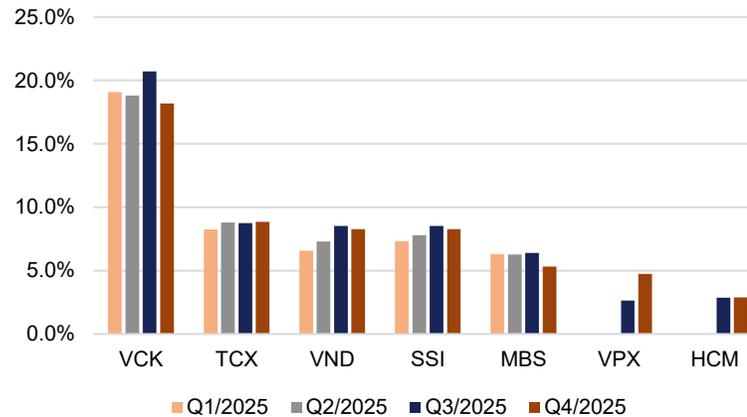
**Biên lợi nhuận gộp của mảng môi giới tăng mạnh lên 15.7%** (so với 8.3% cùng kỳ), nhờ thanh khoản toàn thị trường đạt mức 26,860 tỷ đồng /phiên giao dịch, tăng 79% YoY.

**Thị phần môi giới VCK sụt giảm đáng kể vào Q4/2025 trên HOSE**



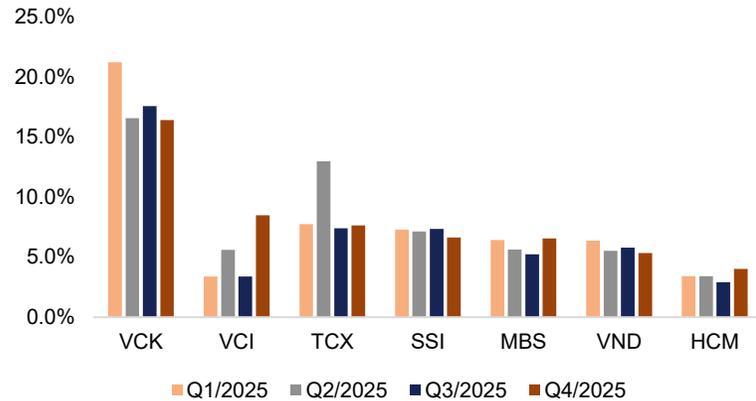
Nguồn: HSX

**... Và trên HNX**



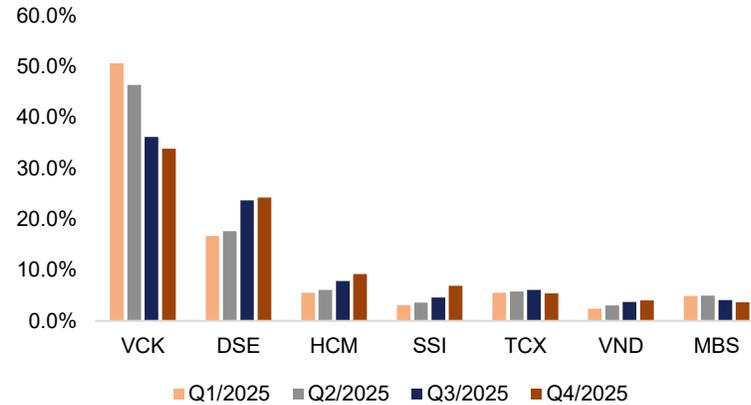
Nguồn: HNX

**Top thị phần môi giới cổ phiếu niêm yết trên Upcom**



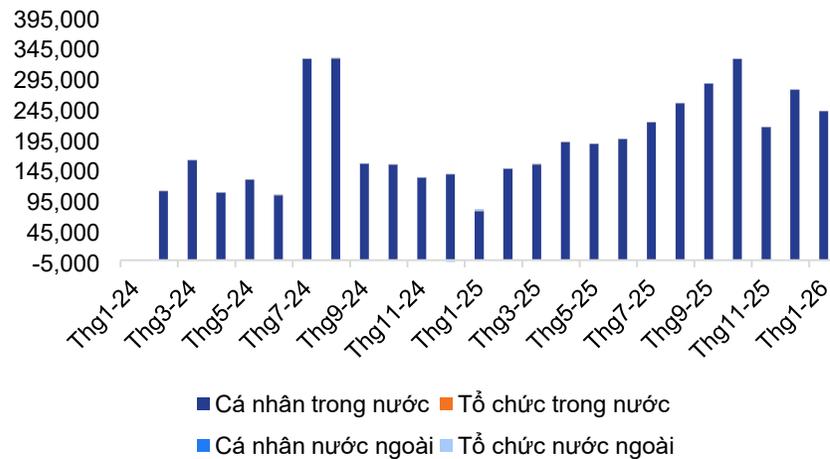
Nguồn: HNX

**Top thị phần môi giới phái sinh**



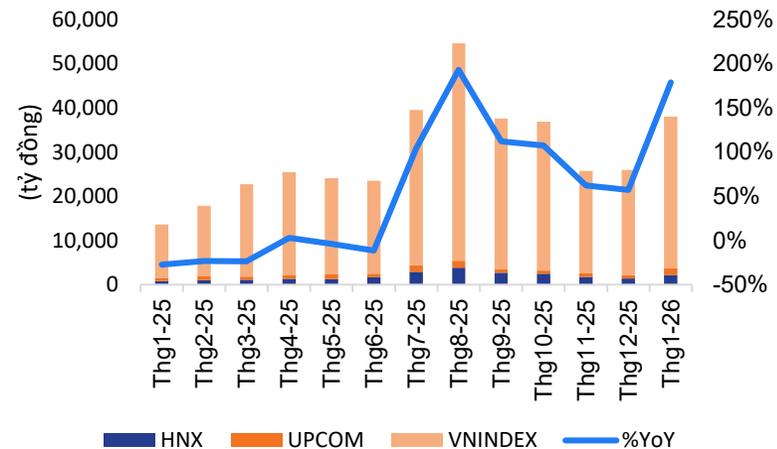
Nguồn: HNX

**Số lượng TK chứng khoán mở mới duy trì ở mức cao so với cùng kỳ**

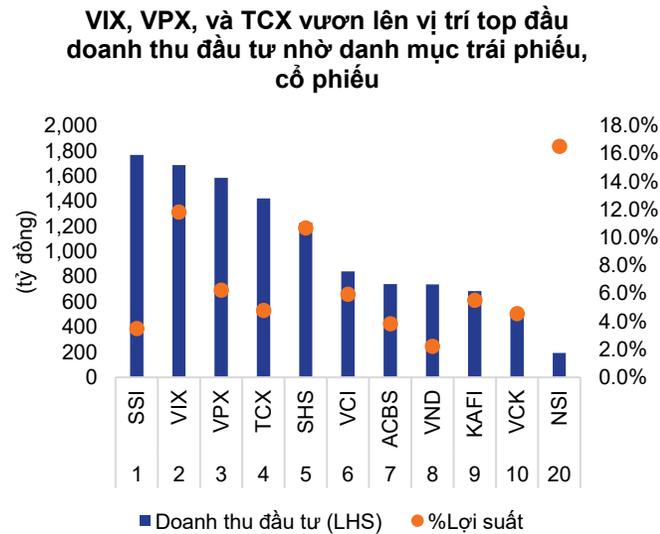
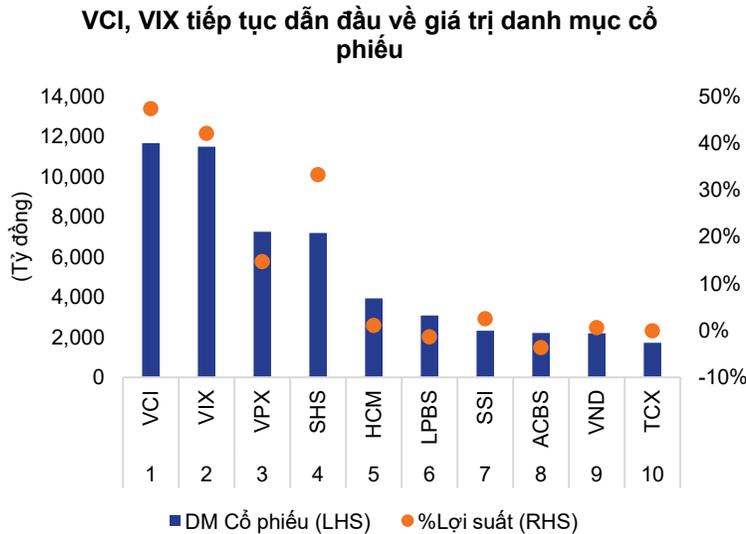
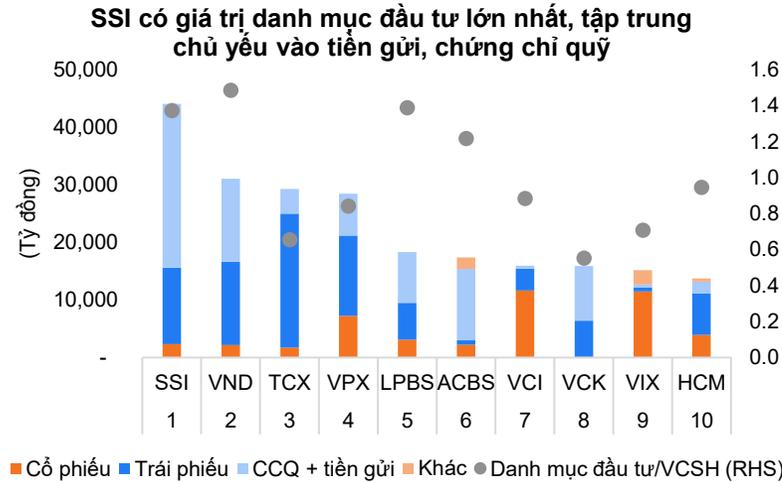
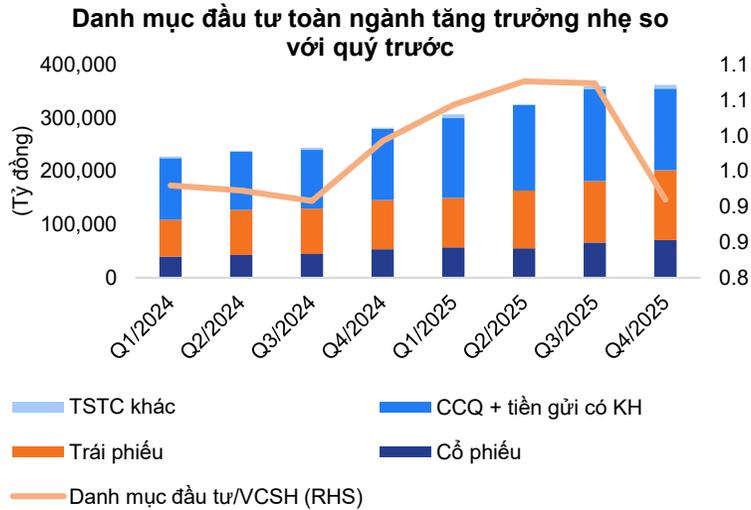


Nguồn: FiinPro

**Giá trị giao dịch trung bình gia tăng đáng kể YoY**



Nguồn: FiinPro



	Giá trị	YoY	QoQ
<b>Doanh thu đầu tư toàn ngành</b>	16.262	+93,6%	-13,9%
<b>Xếp hạng doanh thu đầu tư của NSI</b>			<b>20</b>
<b>Top 3 giá trị danh mục đầu tư</b>		<b>SSI, VIX, VPBankS</b>	

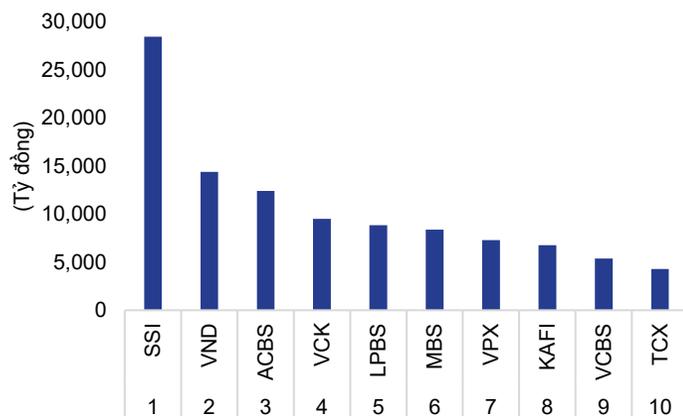
Doanh thu mảng đầu tư toàn ngành đạt **16.262 tỷ đồng (+93.6% YoY)**, với **giá trị danh mục đầu tư tăng lên 367.961 tỷ đồng (+30.4% YoY)**, tương đương **0.91 lần vốn chủ sở hữu**, giảm so với mức 1 lần cùng kỳ. Tuy nhiên, so với quý trước, danh mục đầu tư chỉ tăng 1.5% QoQ.

Danh mục **chứng chỉ quỹ và tiền gửi có kỳ hạn** chiếm tỷ trọng lớn nhất (**153,070 tỷ đồng, -11.1% QoQ**), tiếp đến là **trái phiếu (130,891 tỷ đồng, +12.7% QoQ)** và **cổ phiếu (70,989 tỷ đồng, +7.8% QoQ)**. Điều này cho thấy các CTCK đang cơ cấu lại danh mục đầu tư sang các tài sản có khẩu vị rủi ro cao hơn như trái phiếu và cổ phiếu.

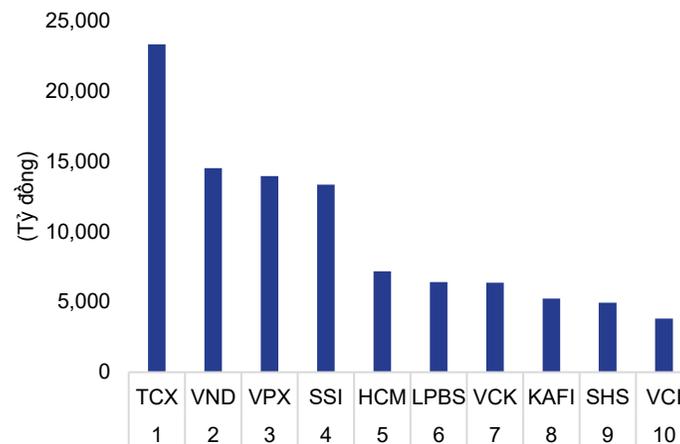
Trong đó, **SSI** sở hữu danh mục đầu tư lớn nhất (**44.088 tỷ đồng, -22.8% QoQ**) chủ yếu gồm **chứng chỉ quỹ, tiền gửi (28.439 tỷ đồng, -24.6% QoQ)** và **trái phiếu (13.333 tỷ đồng, -13.6% QoQ)**. Do đó, SSI dẫn đầu về doanh thu đầu tư (1,768 tỷ đồng, +55.4% YoY) trong Q4/2025, theo sau bởi VIX (1,687 tỷ đồng, +359% YoY), VPX (1,585 tỷ đồng, +336% YoY), và TCX (1,423 tỷ đồng, +93% YoY).

Nguồn: FiinPro

SSI đứng đầu về danh mục đầu tư CCQ, tiền gửi có kỳ hạn



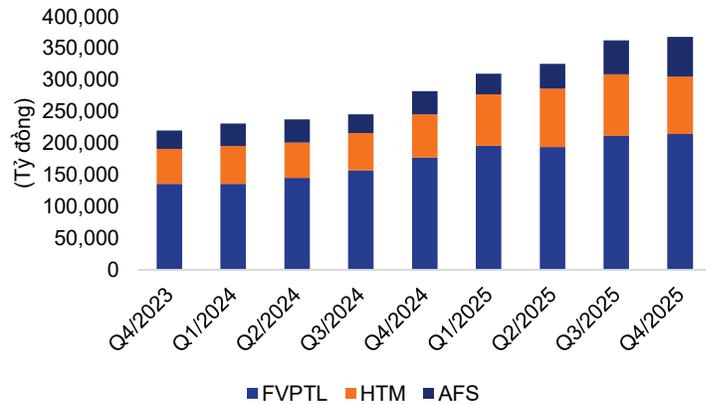
TCX có giá trị danh mục trái phiếu lớn nhất



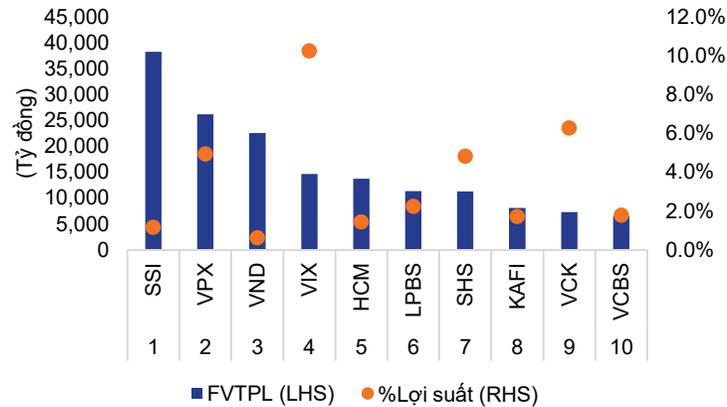
Nguồn: FiinPro

	Giá trị	YoY	QoQ
Danh mục CCQ, tiền gửi	153.070	+14,2%	-11,1%
Danh mục trái phiếu	130.891	+42%	12,7%
Top 3 giá trị danh mục CCQ, tiền gửi	SSI, VND, ACBS		
Top 3 giá trị danh mục trái phiếu	TCX, VND, VPBankS		

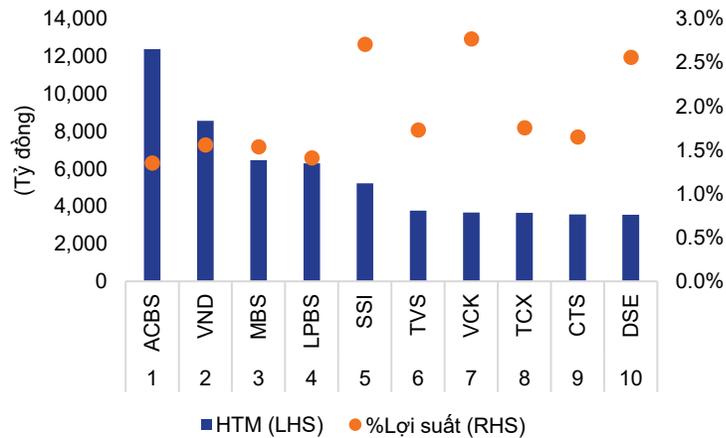
**Danh mục FVTPL chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu danh mục đầu tư toàn ngành**



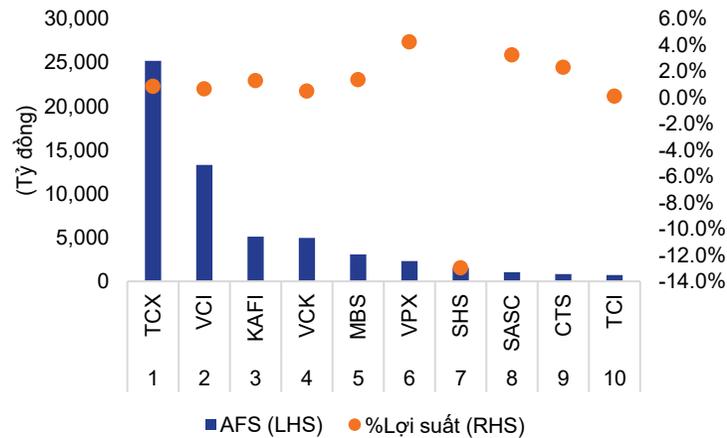
**SSI dẫn đầu giá trị danh mục FVTPL, trong khi VIX có mức lợi suất vượt trội các công ty khác**



**ACBS và VND dẫn đầu về giá trị danh mục HTM**



**TCX và VCI có giá trị danh mục AFS lớn nhất**



	Giá trị	YoY	QoQ
<b>Danh mục FVTPL</b>	214,870	+20.9%	+1.5%
<b>Danh mục HTM</b>	90,844	+33.3%	-6.7%
<b>Danh mục AFS</b>	62,246	+71.5%	+16.7%

**Top 3 giá trị danh mục FVTPL**

**SSI, VPX, VND**

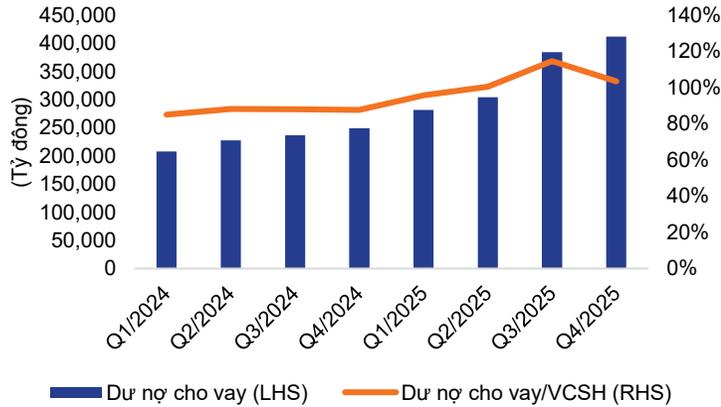
**Top 3 giá trị danh mục HTM**

**ACBS, VND, MBS**

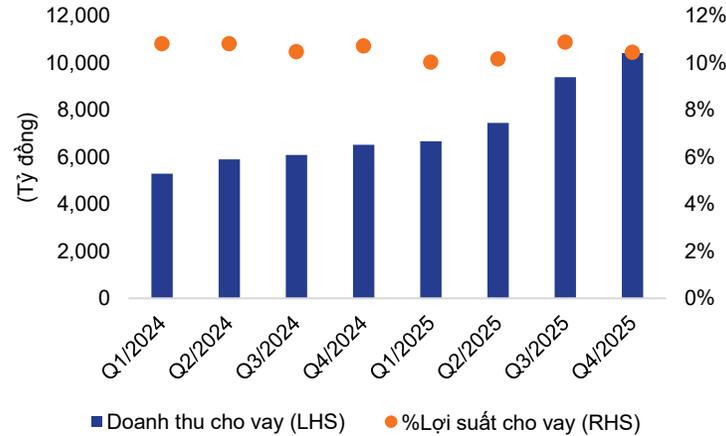
**Top 3 giá trị danh mục AFS**

**TCX, VCI, KAFI**

**Dư nợ cho vay toàn ngành vượt mốc 400,000 tỷ đồng vào Q4/2025**

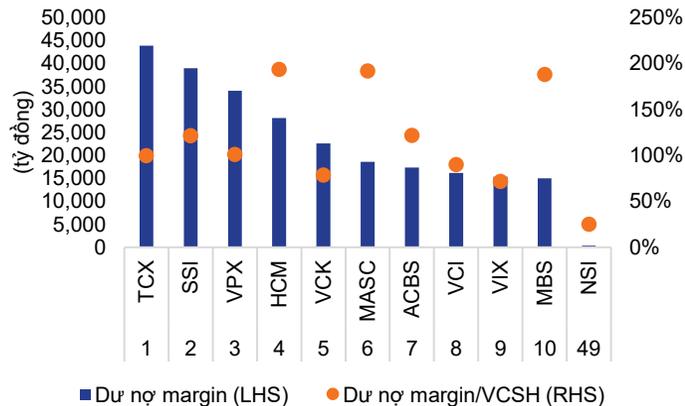


**Doanh thu cho vay tiếp tục gia tăng ấn tượng**

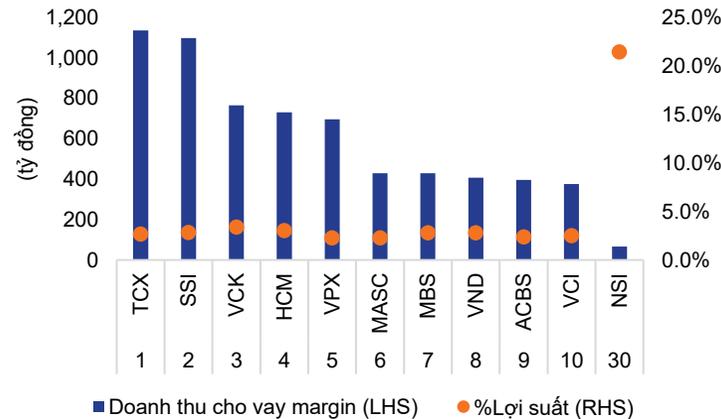


	Giá trị (tỷ đồng)	YoY
<b>Doanh thu cho vay</b>	10,429	+60%
<b>Dư nợ margin</b>	412,585	+65.7%
<b>Top dư nợ margin</b>	TCX, SSI, VPX	
<b>Top doanh thu cho vay</b>	TCX, SSI, VCK	

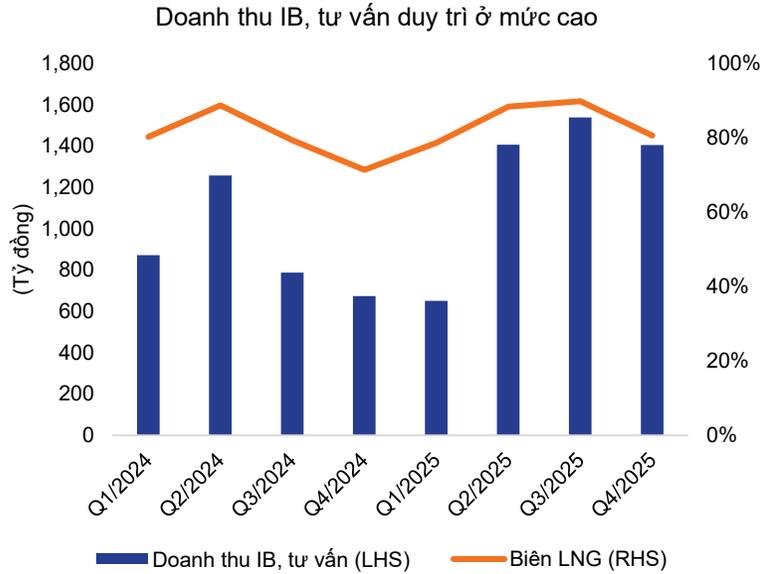
**TCX, SSI, và VPX dẫn đầu quy mô dư nợ margin nhờ lợi thế vốn lớn**



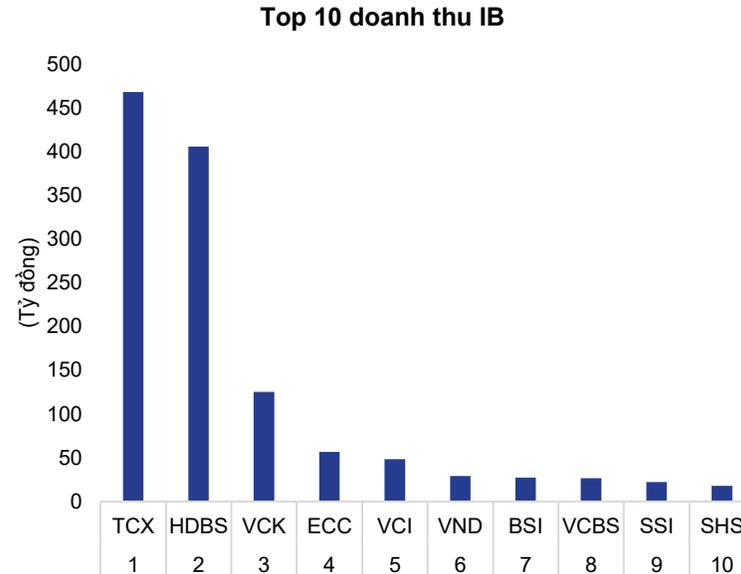
**Doanh thu cho vay của TCX và SSI vượt trội hơn so với các công ty khác**



Dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành đạt **412,585 tỷ đồng (+65.7% YoY)**. Tỷ lệ dư nợ/VCSH đạt 103.5%, giảm từ mức 114.7% quý trước đó do tăng trưởng VCSH trong Q4/2025 cao hơn tốc độ tăng trưởng của dư nợ cho vay khi so với quý Q3/2025. **Doanh thu cho vay đạt 10,429 tỷ đồng (+60% YoY)**, phản ánh nhu cầu vay margin tăng mạnh nhờ thanh khoản chung cải thiện so với cùng kỳ. Trong đó, **TCX và SSI dẫn đầu thị trường với dư nợ cho vay margin lần lượt 43,860 tỷ đồng (+69.3% YoY) và 38,940 tỷ đồng (+77% YoY)**. Doanh thu tương ứng đạt **1,137 tỷ đồng (+61% YoY) và 1,098 tỷ đồng (+92.5% YoY)**, chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu mảng này.



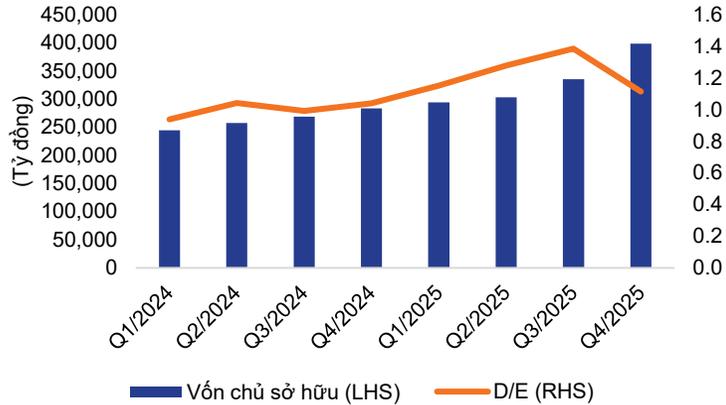
Nguồn: FiinPro



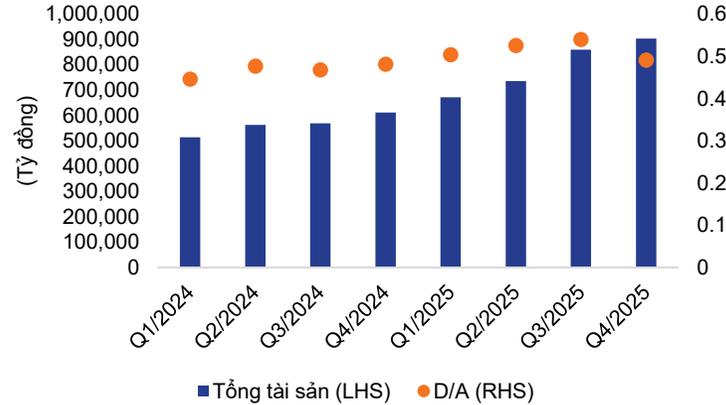
Nguồn: FiinPro

	Giá trị (tỷ đồng)	YoY
<b>Doanh thu IB, tư vấn</b>	1.406	+108,5%
<b>Top doanh thu IB, tư vấn</b>	<b>TCX, HDBS, VCK</b>	

**Vốn chủ sở hữu toàn ngành gia tăng đáng kể trong Q4/2025**



**Tổng tài sản toàn ngành vượt ngưỡng 900,000 tỷ đồng**

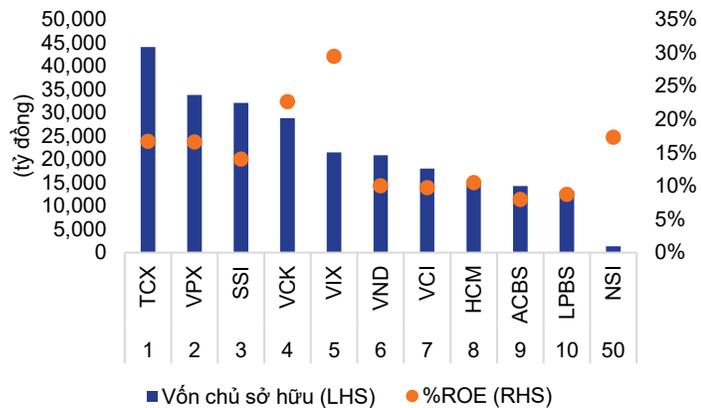


	Giá trị (tỷ đồng)	YoY
<b>Tổng tài sản</b>	903,900	+47,6%
<b>Tổng VCSH</b>	398,477	+4%
<b>Top 3 giá trị tổng tài sản</b>	<b>SSI, TCX, VPBankS</b>	
<b>Top 3 giá trị VCSH</b>	<b>TCX, VPBankS, SSI</b>	

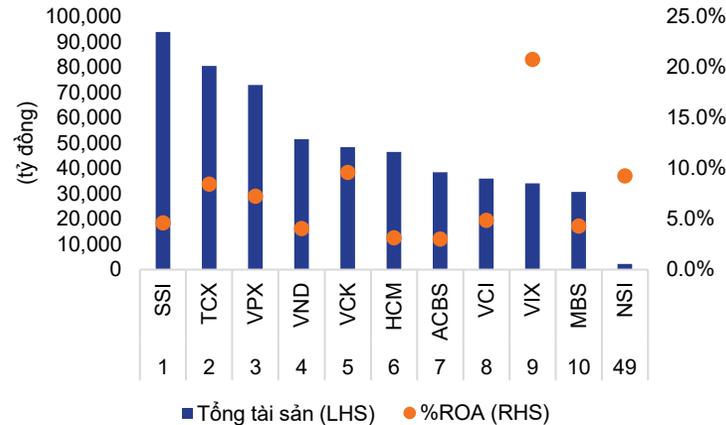
**Vốn chủ sở hữu** toàn ngành chứng khoán đạt 398,477 tỷ đồng (+40.5% YoY). Tỷ lệ đòn bẩy D/E giảm xuống mức 1.1 từ 1.4 vào Q3/2025 do mức vốn chủ gia tăng đáng kể trong Q4/2025. Điều này cũng khiến các công ty chứng khoán chủ động giảm chi phí vốn vay trong bối cảnh lãi suất cho xu hướng gia tăng vào cuối năm 2025. Do đó, nợ vay toàn ngành giảm nhẹ so với quý trước (444,441 tỷ đồng, -4.3% QoQ).

**Tổng tài sản toàn ngành** chứng khoán cũng đạt mức 903,900 tỷ đồng, tăng 47.6% YoY, tương ứng với mức D/A là 0.5. NSI cho rằng đây là mức đòn bẩy tương đối lành mạnh. Điều này kết hợp với việc tỷ trọng các tài sản có thanh khoản cao như tiền gửi có kỳ hạn, chứng chỉ quy, và trái phiếu chiếm tỷ trọng tương đối đáng kể trong cơ cấu tài sản cho thấy rủi ro về thanh khoản ở mức thấp.

**TCX và VPX có giá trị VCSH cao nhất sau khi IPO**

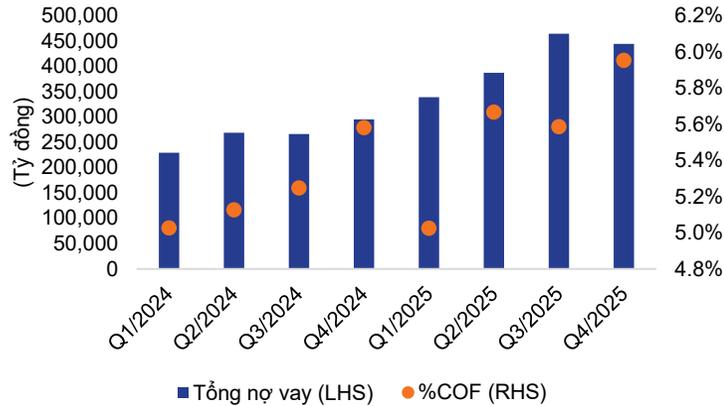


**SSI, TCX, và VPX có tổng tài sản lớn nhất**

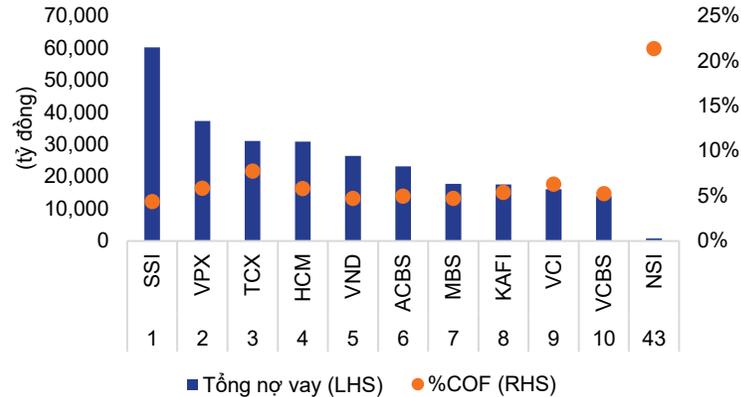


Nguồn: FiinPro

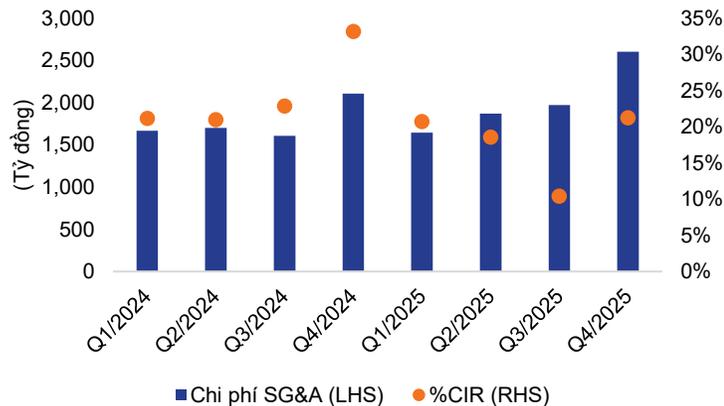
**Chi phí vốn nợ toàn ngành gia tăng trong Q4/2025**



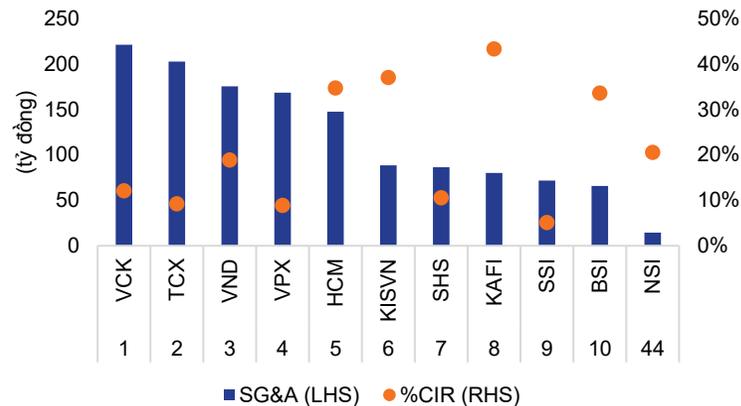
**SSI có giá trị nợ vay vượt trội so với các công ty chứng khoán khác**



**Chi phí SG&A gia tăng vào Q4/2025 đến từ chi phí lương cho nhân viên**



**VCK và TCX có chi phí SG&A cao nhất nhưng tỷ lệ CIR ở mức ổn định nhờ ứng dụng công nghệ**



	Giá trị (tỷ đồng)	YoY
<b>Tổng nợ vay</b>	444,441	+50.6%
<b>Chi phí SG&amp;A</b>	2,604	+23.6%
<b>Top 3 giá trị tổng nợ vay</b>	<b>SSI, VPX, TCX</b>	
<b>Top 3 giá trị chi phí SG&amp;A</b>	<b>VCK, TCX, VND</b>	

**Tổng nợ vay của ngành chứng khoán đạt 444,441 tỷ đồng, tăng 50.1% YoY, tương đương khoảng 2,4% tổng dư nợ tín dụng của nền kinh tế.** Chi phí vốn nợ của toàn ngành nhích nhẹ lên 6.0% từ mức 5.6% (Q3/2025) trong bối cảnh các ngân hàng gia tăng lãi suất huy động cuối năm để đảm bảo thanh khoản cho thị trường.

**SSI tiếp tục là công ty có quy mô nợ vay lớn nhất ngành** với 60,161 tỷ đồng (+32.2% YoY), nhưng vẫn duy trì được mức lãi suất vay tương đối thấp nhờ việc sử dụng các tài sản thanh khoản cao làm bảo đảm cho các khoản vay đến từ nhóm ngân hàng quốc doanh và các tổ chức tín dụng lớn. Trong khi đó, TCX có chi phí vốn cao hơn so với các công ty chứng khoán cùng quy mô do duy trì giá trị trái phiếu 3,014 tỷ đồng (-43.8% QoQ), với lãi suất dao động trong khoảng 6.88% – 10.8%/năm.

**Chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) toàn ngành đạt 2,604 tỷ đồng, tăng 23.6 5% YoY.** Tỷ lệ CIR tăng lên mức 21.3% từ 10.4% quý trước đó chủ yếu đến từ gia tăng chi phí lương nhân viên. VCK và TCX có chi phí SG&A cao nhất ngành, đạt lần lượt đạt 221 tỷ đồng (+27.2% YoY) và 203 tỷ đồng (+6.4% YoY), nhưng lại duy trì tỷ lệ CIR ở mức rất tương đối thấp (12% và 9.3%), phản ánh hiệu quả vận hành được tối ưu hóa.

Nguồn: FiinPro

# PHẦN 2

## TRIỂN VỌNG NGÀNH 2026



## KINH TẾ 2026

- Chính phủ đặt mục tiêu **tăng trưởng GDP 10% năm 2026**, với **tăng trưởng tín dụng tối thiểu đạt 15%**. Nhờ vai trò là kênh hút vốn của nền kinh tế, **nợ vay ngành chứng khoán dự kiến tăng 40–50%**, góp phần mở rộng quy mô tài sản các công ty chứng khoán.

## FTSE REVIEW

- Việt Nam được FTSE nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp, dự kiến đánh giá lại vào 3/2026.
- Ngoài ra, thông tư 08/2026/TT-BTC được ban hành vào ngày 3/2/2026 cho phép cơ chế **Non-pre-funding** đối với nhà đầu tư nước ngoài và siết chặt nghĩa vụ thanh toán. Đây được xem là điều kiện quan trọng để FTSE Russell và MSCI nâng hạng thị trường Việt Nam.

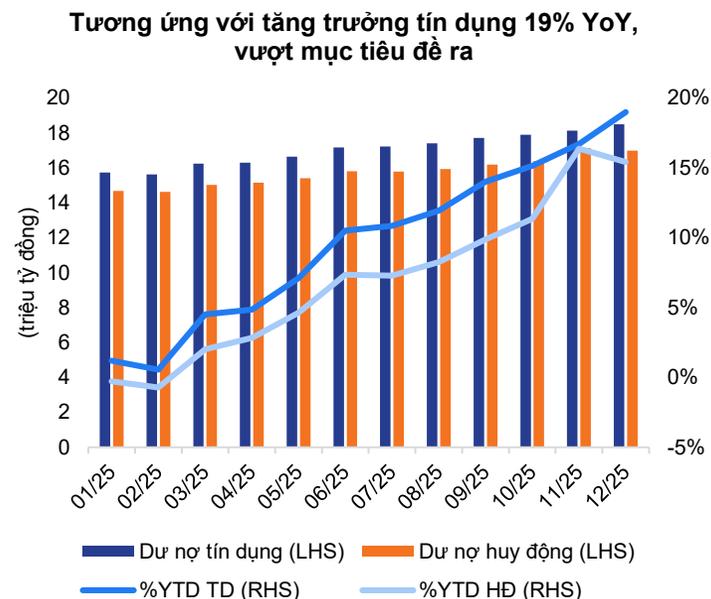
## LÀN SÓNG IPO

- NSI nhận định **hoạt động IPO và huy động vốn** sẽ tiếp tục là **động lực chính của ngành chứng khoán năm 2026**, nhờ các **Nghị định 155/2020 và 245/2025** tăng cường **quản trị, minh bạch và thu hút vốn ngoại**.
- Bên cạnh đó, Nghị quyết 79-NQ/TW được ban hành vào tháng 1/2026 nhằm định hướng kinh tế nhà nước giữ vai trò chủ đạo và yêu cầu nâng cao hiệu quả cơ cấu lại vốn của doanh nghiệp nhà nước.

## TÀI SẢN SỐ

- **Luật số 71/2025** chính thức công nhận tiền mã hóa là tài sản số. Người dân được quyền trao đổi và đầu tư, nhưng không được sử dụng làm phương tiện thanh toán thay thế VND.
- **Song song với đó**, hệ thống 5 sàn giao dịch tài sản số đang được triển khai. Các đơn vị tiềm năng có thể đáp ứng yêu cầu về quy mô vốn, hệ thống công nghệ cho đến thời điểm hiện tại là **MBB, TCBS, và SSI**.

# KỶ VỌNG DƯ NỢ TÍN DỤNG NGÀNH CHỨNG KHOÁN TĂNG TRƯỞNG 40% - 50%



	Giá trị 2026 (trillion VND)	YoY
<b>GDP</b>	7.4	+10%
<b>Dư nợ tín dụng nền kinh tế</b>	21.27	+15%
<b>Dư nợ tín dụng ngành chứng khoán</b>	0.622	+40%
<b>Top 3 giá trị nợ vay ngành chứng khoán</b>	<b>SSI, VPX, TCX</b>	

Trong kịch bản cơ sở, với GDP 2026 tăng 8.0% – 8.5% đi kèm với mục tiêu tăng trưởng tín dụng tối thiểu 15%, NSI dự báo **tổng nợ vay ngành chứng khoán có thể tăng ít nhất 40% YoY**.

Ở kịch bản tích cực, nếu GDP vượt 8.5% và tín dụng tăng trên 15%, nợ vay toàn ngành có thể tăng **tối thiểu 50% YoY**, tạo nguồn vốn ổn định hỗ trợ thanh khoản và VN-Index.

Tuy nhiên, tăng trưởng có thể chậm lại trong **nửa đầu 2026** do áp lực lãi suất và tỷ giá, trước khi tăng tốc vào **nửa cuối năm** nhờ đầu tư công và dòng vốn ngoại cải thiện.

NSI cho rằng những công ty có **lợi thế về chi phí vốn vay thấp** và có **sự hậu thuẫn bởi các ngân hàng mẹ** như TCX, VPX, SSI,... sẽ hưởng lợi đáng kể từ điều này. Mức nợ vay của các công ty này kỳ vọng sẽ tăng tốc vào nửa cuối năm 2026 để tài trợ cho các hoạt động cho vay ký quỹ, tự doanh dựa trên bối cảnh nền kinh tế Việt Nam sẽ bắt đầu tăng vào thời điểm này.

	<b>TỔNG NỢ VAY TOÀN NGÀNH CHỨNG KHOÁN 2026</b>	<b>%TĂNG TRƯỞNG</b>
<b>Kịch bản cơ sở</b>	~622,000 tỷ đồng	40%
<b>Kịch bản tích cực</b>	~666,000 tỷ đồng	50%

Nguồn: NSI tổng hợp

# KẾT QUẢ KINH DOANH 2026 NGÀNH CHỨNG KHOÁN KỶ VỌNG KHẢ QUAN

## Kịch bản dự phóng cơ sở



Kịch bản cơ sở	Q1/2026	Q2/2026	Q3/2026	Q4/2026
VN-Index đóng cửa	1,665	1,680	1,550	1,800
Thanh khoản mỗi phiên (tỷ đồng)	35,413	31,872	28,685	35,856
Doanh thu ước tính (tỷ đồng)	36,678	33,010	29,709	37,136
%YoY Doanh thu	88.7%	27.4%	-20.8%	10.5%
LNST ước tính (tỷ đồng)	9,990	10,207	9,398	11,427
%YoY LNST	83.5%	29.0%	-38.1%	19.3%

## Kịch bản dự phóng thận trọng



Kịch bản thận trọng	Q1/2026	Q2/2026	Q3/2026	Q4/2026
VN-Index đóng cửa	1,650	1,635	1,480	1,675
Thanh khoản mỗi phiên (tỷ đồng)	33,347	30,013	27,011	33,764
Doanh thu ước tính (tỷ đồng)	34,538	31,084	27,976	34,970
%YoY Doanh thu	77.7%	20.0%	-25.4%	4.0%
LNST ước tính (tỷ đồng)	10,967	9,870	8,883	11,104
%YoY LNST	72.8%	21.5%	-41.7%	12.3%

Nguồn: NSI tổng hợp

Kịch bản cơ sở 2026	Giá trị 2026 (tỷ đồng)	YoY
Doanh thu ngành chứng khoán	136,533	17.3%
LNST ngành chứng khoán	43,354	8.9%
Thanh khoản trung bình/phiên	32,956	12.4%
<b>VN-Index đóng cửa</b>	<b>1,800</b>	

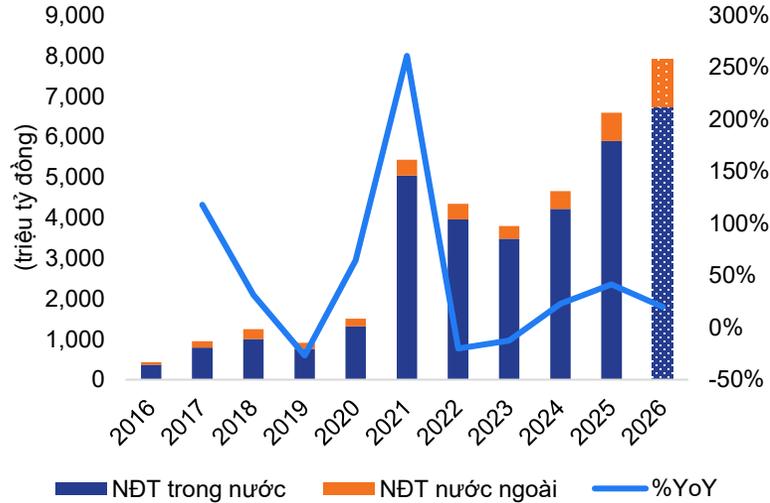
Tính đến giữa tháng 2/2026, giá trị giao dịch bình quân từ đầu năm đạt khoảng **35.982 tỷ đồng/phiên**, cao hơn đáng kể so với mức **26.164 tỷ đồng** mà NSI từng dự báo cho Q1/2026.

Động lực chính đến từ việc VN-Index thiết lập vùng đỉnh mới quanh 1.900 điểm ngay từ đầu năm, được dẫn dắt chủ yếu bởi nhóm doanh nghiệp có vốn nhà nước sau khi Chính phủ ban hành **Nghị quyết 79-NQ/TW về phát triển kinh tế nhà nước**.

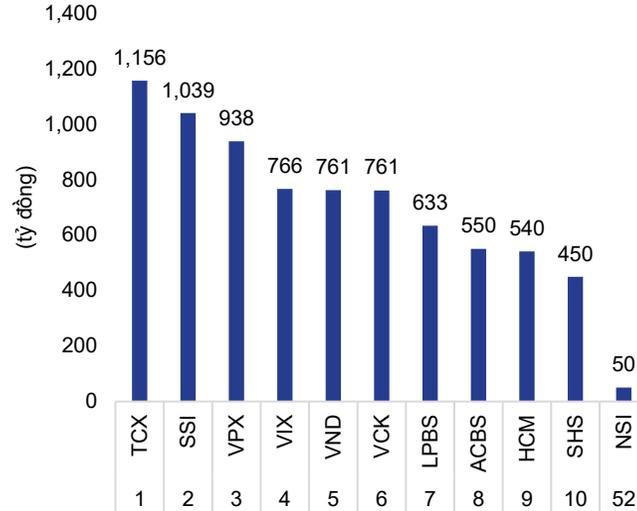
Trên cơ sở thanh khoản thực tế cao hơn kỳ vọng, NSI điều chỉnh tăng dự phóng kết quả kinh doanh ngành chứng khoán năm 2026. Theo đó, lợi nhuận ngành được kỳ vọng tích cực trong nửa đầu năm nhờ mặt bằng giá trị giao dịch cao, trước khi tăng trưởng chậm lại vào nửa cuối năm do hiệu ứng nền cao từ 2H2025.

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM ĐÁP ỨNG KỲ ĐÁNH GIÁ LẠI FTSE

Giá trị giao dịch kỳ vọng tăng lên đến 20% trong 2026, với tỷ trọng NĐT nước ngoài đạt 15%



Ước tính trích lập dự phòng phòng ngừa rủi ro thanh toán các CTCK



Kịch bản cơ sở 2026	Giá trị 2026 (tỷ đồng)	YoY
Doanh thu	136,533	17.3%
LNST	43,354	8.9%
Thanh khoản trung bình/phiên	32,956	12.4%
<b>VN-Index đóng cửa</b>	<b>1,800</b>	

Ngày 3/2/2026, Bộ Tài chính ban hành Thông tư 08/2026/TT-BTC, cho phép cơ chế **Non-pre-funding** đối với nhà đầu tư nước ngoài và siết chặt nghĩa vụ thanh toán. Đây được xem là điều kiện quan trọng để FTSE Russell và MSCI nâng hạng thị trường Việt Nam.

Nếu được nâng hạng, thị trường có thể thu hút 800 triệu – 4 tỷ USD vốn thụ động, kéo theo 5 – 10 tỷ USD tổng dòng vốn ngoại trong 1–2 năm. NSI kỳ vọng giá trị giao dịch của cá nhà đầu tư trong 2026 có thể tăng 15% – 20%, với tỷ trọng giao dịch khối ngoại cải thiện lên mức 15% (so với mức 10.6% cùng kỳ).

Các CTCK vốn lớn (SSI, TCX, VPX) và có thị phần môi giới tổ chức cao (HCM, VCI) có thể hưởng lợi (doanh thu môi giới, cho vay margin tăng 20% – 30%), nhưng phải trích lập dự phòng 3% – 5% vốn điều lệ theo quy định mới.

## TỔ CHỨC DỰ BÁO DÒNG VỐN DỰ ĐOÁN ĐẾN TỪ QUÁ TRÌNH ĐÁNH GIÁ LẠI CỦA FTSE

**FTSE Russell** 6 tỷ USD

**HSBC** 3.4 tỷ USD

**World Bank** 5 tỷ USD

LĨNH VỰC	TÊN CÔNG TY	THỜI GIAN NIÊM YẾT DỰ KIẾN
Chứng khoán	Chứng khoán Kafi	Q1/2026
Chứng khoán	Chứng khoán LPBank	Q2/2026
Tài chính tiêu dùng	HDSaison	2026 - 2027
Bất động sản	Hạ tầng Gelex (GEL)	Q1/2026
Nông nghiệp	Hòa Phát Nông nghiệp (HPA)	Q1/2026
Nông nghiệp	C.P. Việt Nam	2026 -2027
Bán lẻ	Điện máy xanh	2026 -2027
Bán lẻ	Bách hóa xanh	2026 -2027
Bán lẻ	Golden Gate	2026 -2027
Bán lẻ	Highland	Dự kiến 2027
Bán lẻ	Sunhouse	2027 - 2030
Y tế	Nhà thuốc Long Châu	2026 -2027
Y tế	Pharmacy	2027 - 2030
Giải trí	DatVietVAC	2027 - 2030
Giải trí	Galaxy	2027 - 2030
Công nghệ	MISA	2027 - 2030
Công nghệ	Viettel IDC	2026
Công nghệ	MoMo	2027

Hòa Phát Nông Nghiệp và Hạ Tầng GELEX đã IPO vào đầu năm 2026



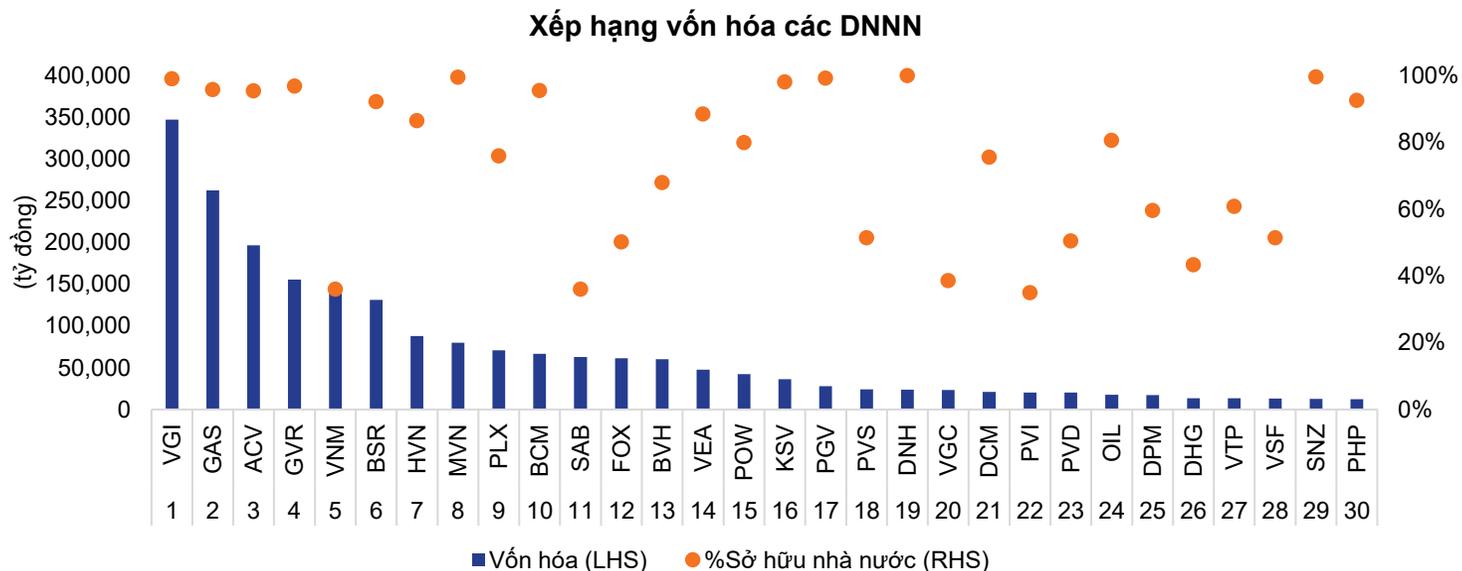
Chứng khoán LPBank, Điện Máy Xanh, và Hoa Sen Home chuẩn bị lộ trình IPO vào 2026



NSI kỳ vọng **hoạt động IPO sẽ tiếp tục sôi động** trong năm 2026 nhờ khung pháp lý được hoàn thiện, đặc biệt là Nghị định 155/2020/NĐ-CP và Nghị định 245/2025/NĐ-CP. Các quy định mới nâng cao yêu cầu về quản trị và minh bạch, bảo vệ nhà đầu tư, đồng thời tạo điều kiện cho khối ngoại tham gia thông qua việc tuân thủ giới hạn sở hữu nước ngoài theo quy định chuyên ngành và cam kết quốc tế.

Bên cạnh đó, quy trình IPO đã được cải thiện đáng kể khi cho phép xét duyệt song song hồ sơ IPO và niêm yết, rút ngắn thời gian niêm yết từ 90 ngày xuống còn 30 ngày. Những thay đổi này được kỳ vọng sẽ tăng sức hấp dẫn thị trường, thúc đẩy huy động vốn, cải thiện quy mô và thanh khoản — qua đó hỗ trợ mục tiêu nâng hạng thị trường.

Trong giai đoạn 2026–2028, tổng giá trị các thương vụ IPO được ước tính có thể vượt **40 tỷ USD**.



Ngày 6/1/2026, Nghị quyết 79-NQ/TW được ban hành, tiếp nối Quyết định 1479/QĐ-TTg, nhằm định hướng kinh tế nhà nước giữ vai trò chủ đạo và yêu cầu nâng cao hiệu quả cơ cấu lại vốn, doanh nghiệp nhà nước (DNNN).

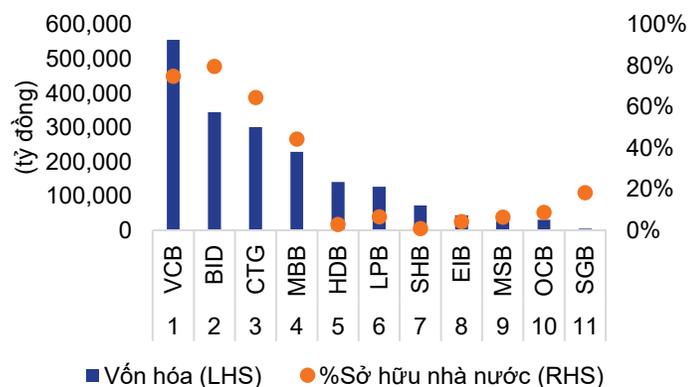
#### - Về doanh nghiệp có vốn nhà nước:

Đẩy mạnh tái cơ cấu, giảm đầu mối, tăng quy mô, nâng cao hiệu quả hoạt động.

Tiếp tục cổ phần hóa nhằm cải thiện quản trị, thu hút thêm nguồn lực xã hội nhưng vẫn bảo đảm Nhà nước nắm giữ các lĩnh vực then chốt, không thất thoát tài sản và giữ vững thương hiệu quốc gia.

Với doanh nghiệp Nhà nước không cần nắm chi phối: thực hiện sáp nhập, chuyển giao về đơn vị chuyên quản lý vốn hoặc thoái vốn theo lộ trình phù hợp, bảo đảm công khai, minh bạch và hiệu quả.

### Xếp hạng vốn hóa các TCTD có vốn nhà nước



### Mục tiêu đến năm 2030 theo NQ79-NQ-TW

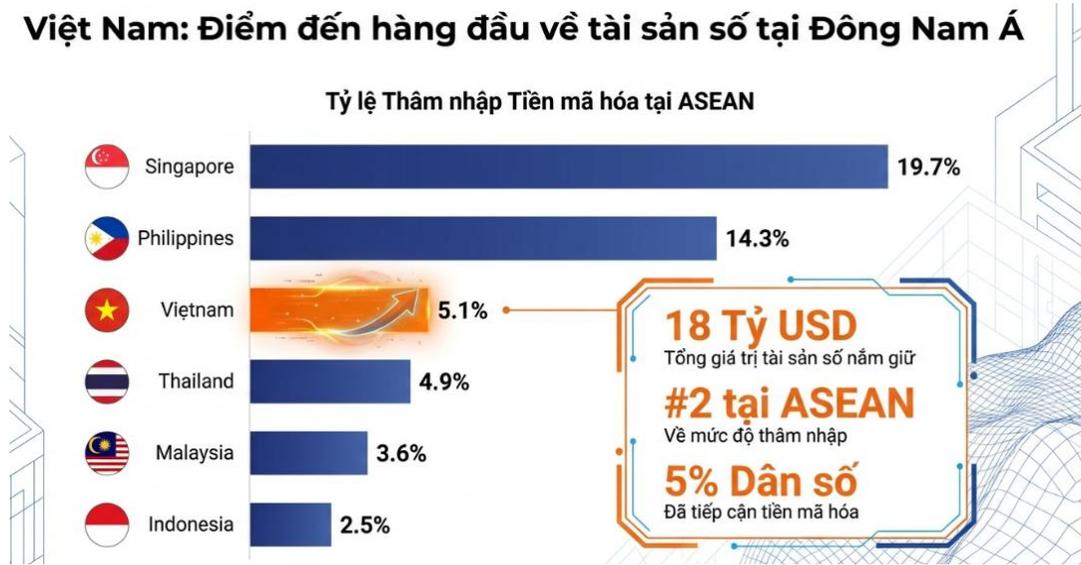
DNNN thuộc TOP 500 ĐNÁ	DNNN thuộc TOP 100 thế giới	TCTD nhà nước thuộc TOP 100 Châu Á
50 DNNN	1 – 3 DNNN	Ít nhất 3

**SCIC sẽ được tái cơ cấu** theo hướng chuyên nghiệp, tiến tới mô hình quỹ đầu tư quốc gia, tập trung nguồn lực để: đầu tư vào doanh nghiệp lớn, dự án công nghệ – đổi mới sáng tạo – chuyển đổi số, và mở rộng đầu tư ra nước ngoài; đồng thời tăng cường cơ chế giám sát độc lập.

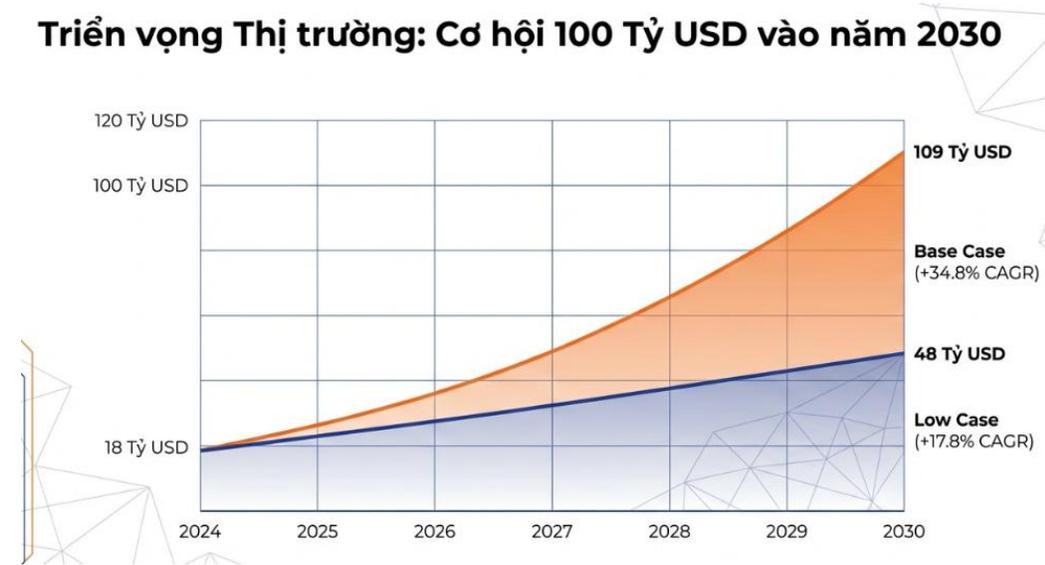
**Đối với các tổ chức tín dụng nhà nước:** nâng cao chuẩn mực quản trị, quản lý rủi ro, đẩy mạnh chuyển đổi số, sắp xếp lại mạng lưới và tăng vốn điều lệ nhằm cải thiện năng lực tài chính và hiệu quả hoạt động.

NSI cho rằng các DNNN và tổ chức tín dụng **có tổng tài sản và vốn hóa lớn** sẽ hưởng lợi trực tiếp từ Nghị quyết 79

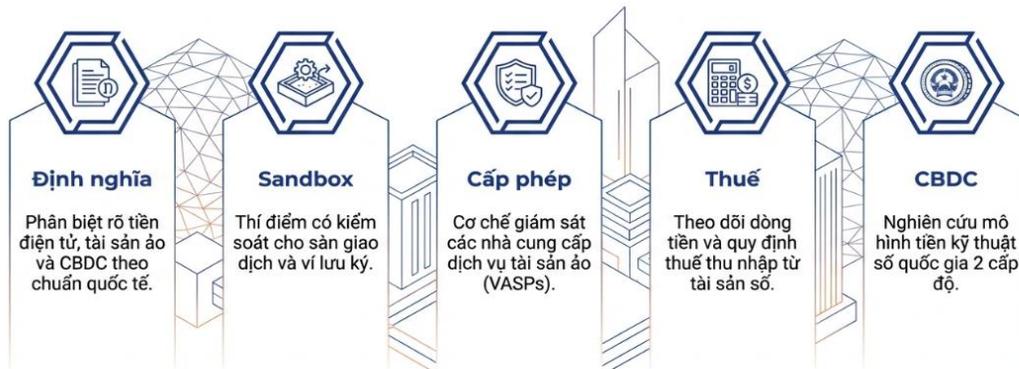
## Việt Nam: Điểm đến hàng đầu về tài sản số tại Đông Nam Á



## Triển vọng Thị trường: Cơ hội 100 Tỷ USD vào năm 2030



## Kiến trúc Chiến lược: 5 Trụ cột Pháp lý từ Ngân hàng Nhà nước

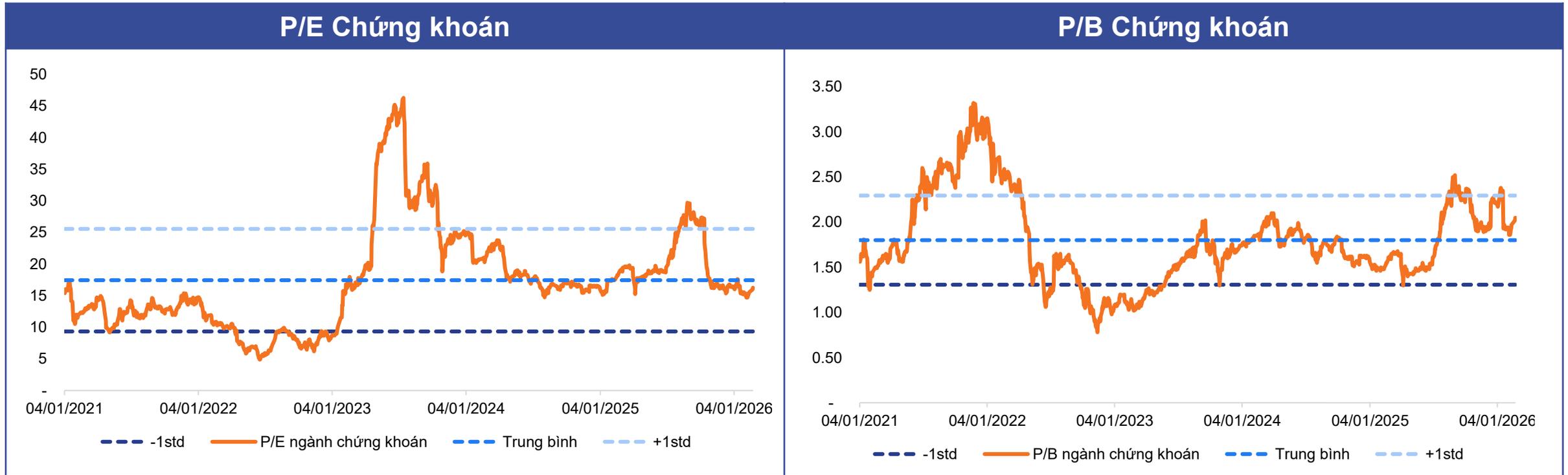


**Bước ngoặt Luật số 71/2025/QH15.** Luật Công nghiệp Công nghệ số chính thức công nhận tiền mã hóa là tài sản số. Người dân được quyền trao đổi và đầu tư, nhưng tuyệt đối không được sử dụng làm phương tiện thanh toán thay thế VND.

Thêm vào đó, các stablecoins (neo theo tỷ giá USD và VND) sẽ được **quản lý riêng và không được công nhận là tài sản số**. Tuy nhiên, các stablecoins đang được **thử nghiệm theo cơ chế Sandbox làm phương tiện thanh toán** tại Đà Nẵng.

**Song song với đó**, hệ thống 5 sàn giao dịch Tài sản số đang được triển khai nhằm kết nối trực tiếp với các nền tảng quốc tế để đảm bảo tính thanh khoản và sức cạnh tranh toàn cầu. Các đơn vị tiềm năng có thể đáp ứng yêu cầu về quy mô vốn, hệ thống công nghệ cho đến thời điểm hiện tại là **MBBank, TCBS, và SSI**.

# ĐỊNH GIÁ P/E VÀ P/B CỦA NGÀNH ĐÃ ĐIỀU CHỈNH LẠI VỀ VÙNG TRUNG BÌNH NGÀNH 5 NĂM GẦN NHẤT



- Sau khi tiếp cận mốc 1.900 vào giữa tháng 1/2026, định giá P/E và P/B của ngành đã điều chỉnh lại về vùng trung bình ngành 5 năm gần nhất. NSI nhận định rằng ngành chứng khoán Việt Nam đang trong quá trình định giá lại khi đã thiết lập mức đỉnh mới tại mốc 1.900 và bước sang một giai đoạn tích cực hơn với việc FTSE đã nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi thứ cấp, cũng như nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục bứt tốc trong 2026 trong thập kỷ vươn mình với mục tiêu tăng trưởng GDP là 10%. Với vai trò là một kênh luân chuyển nguồn vốn quan trọng của nền kinh tế, NSI cho rằng định giá ngành chứng khoán trong 2026 sẽ được củng cố và tiếp tục gia tăng dựa trên bối cảnh vĩ mô tích cực. Do đó, định giá VN-Index vào thời điểm hiện tại là tương đối hấp dẫn.

# PHẦN 3

## CƠ HỘI ĐẦU TƯ



Mã	Vùng mua	Giá mục tiêu	Luận điểm
HCM	23.000 – 24.000 đồng/cổ phiếu	30.700 đồng/cổ phiếu	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dư nợ cho vay ký quỹ đạt mức 28.150 tỷ đồng vào Q4/2025 tạo tiền đề cho tăng trưởng trong 2026 khi HCM chỉ duy trì mức dư nợ cho vay quanh 20.000 tỷ đồng vào ba quý đầu 2025.</li> <li>Kỳ vọng danh mục tự doanh cổ phiếu hưởng lợi từ bối cảnh vĩ mô thuận lợi trong nửa cuối 2026 khi HCM sở hữu các cổ phiếu nổi bật của ngành ngân hàng và bán lẻ.</li> </ul>
VCI	34.000 – 35.000 đồng/cổ phiếu	43.200 đồng/cổ phiếu	<ul style="list-style-type: none"> <li>VCI có lợi thế dẫn đầu trong mảng môi giới khách hàng tổ chức và đặt mục tiêu nâng thị phần HOSE lên 7%. Thông tư 08/2026/TT-BTC được kỳ vọng giúp tăng tỷ trọng giao dịch khối ngoại lên 15–20% và là tiền đề để VCI mở rộng dư nợ margin và thị phần môi giới.</li> <li>Hiệu quả danh mục đầu tư phát huy tiềm năng sinh lời nửa cuối 2026 khi đầu tư công và dòng vốn ngoại hỗ trợ thị trường phục hồi.</li> <li>Mảng IB được kỳ vọng đóng góp 500–600 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, nhờ các thương vụ IPO, tư vấn và M&amp;A, hưởng lợi từ khung pháp lý mới giúp tối ưu quy trình IPO.</li> </ul>
MBS	26.000 - 27.000 đồng/cổ phiếu	35.500 đồng/cổ phiếu	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hưởng lợi từ kỳ vọng triển khai sản giao dịch tài sản mã hóa của MBB.</li> <li>Tỷ lệ dư nợ margin/VCSH gần đạt ngưỡng 200% kết hợp với kế hoạch tăng vốn 3,336.6 tỷ đồng nhằm tài trợ hoạt động cho vay và tự doanh sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh vượt trội.</li> <li>Vị thế môi giới chứng khoán top 6 toàn ngành, chi phí vốn ở mức thấp, đi kèm nhiều sản phẩm và chương trình cho vay ưu đãi.</li> <li>Danh mục đầu tư an toàn, chủ yếu tập trung vào tiền gửi có kỳ hạn, giấy tờ có giá, và trái phiếu.</li> </ul>

Mã	Thị phần MG 4Q25	Dư nợ cho vay margin 4Q25	Giá trị danh mục đầu tư	%ROA (TTM)	%ROE (TTM)	EPS (TTM)	BVPS (TTM)	P/E	P/B
HCM	6.7%	28,150	13,766	3.03%	9.43%	1,849	21,186	15.75	1.70
VCI	6.4%	16,167	15,958	4.29%	8.67%	1,454	13,466	18.64	1.63
MBS	5.1%	15,041	12,659	4.27%	15.18%	1,886	11,981	13.63	2.15

# CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA

## Trụ sở chính:

- Tầng 5, Tòa nhà Samsora Premier, Số 105 Chu Văn An, P.Yết Kiêu, Hà Đông, Hà Nội
- Điện thoại: +8443.9445474
- Fax: +84 43.9445475

## Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

- Địa chỉ: Tầng 1, 2 số 168 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Điện thoại: +84 8 3821 7262
- Fax: +84 8 3821 7305

## Trung tâm Phân tích

Nguyễn Thành Long– Financial Analysis.

- Email: [longnt@nsi.vn](mailto:longnt@nsi.vn)

## Các sản phẩm nghiên cứu được cung cấp trực tuyến tại:

Website: <http://nsi.com.vn/NSINews.aspx>

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Các báo cáo nghiên cứu không phải lời đề nghị, kêu gọi, mời chào mua hay bán bất kỳ mã chứng khoán nào. Các thông tin trong báo cáo được chuẩn bị dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 NSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. NSI 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.

NSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, với tư cách là một khách hàng sử dụng sản phẩm nghiên cứu. Nhân viên của NSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khuyến cáo chung với tất cả các khách hàng mà không cân nhắc khả năng rủi ro, năng lực rủi ro, các tiêu chí 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 không nên chỉ dựa vào những khuyến nghị đầu tư (nếu có) trong báo cáo này để thay thế cho các quyết định đầu tư độc lập của bản thân. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. Trước khi ra quyết định đầu tư, nhà đầu tư nên liên hệ với các cố vấn đầu tư để thảo luận và đưa giá đánh giá cho các trường hợp cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của NSI.

Việc báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương thức điện tử không thể đảm bảo tính an toàn, cũng như bị hỏng, bị mất, đến chậm, không đầy đủ hay có chứa các mã độc hại. Do đó nếu báo cáo được phân phối bởi bên thứ ba hoặc có chưa liên kết của bên thứ ba, NSI không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào được cung cấp bởi bên thứ ba đó. Người đọc có thể sử dụng bất kỳ phương thức tiếp cận thông tin nào phù hợp và hoàn toàn chịu rủi ro phát sinh.

# Trân trọng cảm ơn!

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA

website: [www.nsi.com.vn](http://www.nsi.com.vn) | Email: [Supports@nsi.vn](mailto:Supports@nsi.vn)

### Trụ sở chính

Tầng 5, Tòa nhà Samsora Premier,  
Số 105 Chu Văn An, P. Yết Kiêu, Q. Hà Đông, Tp. Hà Nội

**Tel:** (84-24) 3944 5474 | **Fax:** (84-24) 3944 5474

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9, Tòa nhà 66 Phó Đức Chính,  
P. Nguyễn Thái Bình, Q. 1, Tp. Hồ Chí Minh

**Tel:** (84-28) 3821 7262 | **Fax:** (84-28) 3821 7262