

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

NÂNG HẠNG TTCK VIỆT NAM CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG MỚI ĐANG HÌNH THÀNH CỦA NGÀNH CHỨNG KHOÁN

21/09/2026

Ngày hiệu lực nâng hạng

7/27

Mã cổ phiếu CTCK trong rổ chỉ
số FTSE — tỷ trọng cao nhất
trong số các ngành

38,6%

Tăng trưởng lợi nhuận sau
thuế toàn ngành CTCK,
6T.2026 so với cùng kỳ

Mục lục

Tóm tắt	3
1. Bối cảnh nâng hạng: hành trình 8 năm và vai trò của CTCK	4
2. Chu kỳ tăng trưởng mới đang hình thành	5
3. Dòng vốn ngoại — quy mô, cơ cấu và các nhóm hưởng lợi	6
4. Bức tranh tài chính ngành chứng khoán 6T.2026	8
5. Các nhóm CTCK kỳ vọng hưởng lợi từ chu kỳ nâng hạng	10
6. Nhóm CTCK có vốn góp từ ngân hàng ngày càng gia tăng vị thế	16
7. Margin — động lực lợi nhuận cốt lõi của chu kỳ	20
8. Môi giới & thanh khoản — động lực tăng trưởng lan tỏa	22
9. Ngân hàng đầu tư — tín hiệu sớm của một chu kỳ huy động vốn	24
10. Tự doanh — mảng nhạy cảm nhất với chu kỳ giá	26
11. Định giá ngành: mặt bằng P/B 5 năm và ba vùng định giá	28
12. Mức độ phân hóa trong chu kỳ	31
13. Triển vọng 2026–2030: sau nâng hạng - từ dòng vốn đến tăng trưởng lợi nhuận	32
14. Rủi ro cần lưu ý	33
Kết luận	34
Khuyến cáo sử dụng báo cáo	35

Tóm tắt

Sau gần 8 năm nằm trong danh sách theo dõi nâng hạng, thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức được FTSE Russell xác nhận nâng hạng lên Thị trường Mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market), có hiệu lực từ phiên giao dịch ngày 21/9/2026. Ngày 21/8/2026, FTSE Russell đã công bố chính thức danh mục 27 mã cổ phiếu Việt Nam đủ điều kiện vào rổ chỉ số — trong đó 7 mã, tương đương 26%, là cổ phiếu của chính các công ty chứng khoán (CTCK): HCM, SSI, TCX, VCI, VIX, VCK và VND.

Việc FTSE Russell nâng hạng Việt Nam lên Thị trường Mới nổi thứ cấp là một cột mốc cấu trúc đối với thị trường vốn, nhưng tác động đối với ngành chứng khoán cần được nhìn nhận theo hai lớp: dòng vốn ngoại là chất xúc tác, còn động lực lợi nhuận cốt lõi vẫn đến từ thanh khoản nội địa, dư nợ margin, năng lực vốn và chất lượng vận hành của từng CTCK.

Ngành chứng khoán là nhóm hưởng lợi trực tiếp nhờ vai trò trung gian giao dịch, cho vay ký quỹ, lưu ký, thanh toán và phục vụ nhà đầu tư tổ chức. Tuy nhiên, nâng hạng không đồng nghĩa toàn ngành sẽ tăng trưởng đồng đều: công ty có thị phần lớn, dư địa vốn rộng, chi phí vốn thấp và năng lực phục vụ khối ngoại tốt nhiều khả năng sẽ chuyển hóa thanh khoản thành lợi nhuận hiệu quả hơn phần còn lại.

Điểm nhấn dòng vốn:

Dòng vốn thụ động theo dõi bộ chỉ số FTSE GEIS dự kiến được giải ngân theo 4 giai đoạn (10% / 20% / 35% / 35%) trong giai đoạn 9/2026–9/2027. Tổng dòng vốn thụ động vào cổ phiếu Việt Nam có thể vượt 2,2 tỷ USD sau khi hoàn tất toàn bộ quá trình.

Đối với dòng vốn chủ động, quy mô ước tính có sự khác biệt đáng kể giữa các tổ chức do phụ thuộc vào phạm vi quỹ được tính toán và quyết định phân bổ của từng nhà đầu tư. Các kịch bản thận trọng ước tính dòng vốn chủ động khoảng 2–3 tỷ USD, trong khi một số tổ chức đưa ra kịch bản mở rộng với 4–6 tỷ USD dòng vốn chủ động nếu tính đầy đủ các quỹ thị trường mới nổi toàn cầu và dòng vốn tái phân bổ của nhà đầu tư tổ chức dài hạn.

Theo chia sẻ của đại diện FTSE Russell, tổng dòng vốn nước ngoài vào thị trường Việt Nam — bao gồm cả dòng vốn từ các quỹ chủ động — có thể đạt khoảng 6 tỷ USD.

MỤC 1

Bối cảnh nâng hạng: hành trình 8 năm và vai trò của CTCK

FTSE Russell chính thức nâng hạng Việt Nam từ Thị trường Cận biên (Frontier Market) lên Thị trường Mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market) trong bộ chỉ số FTSE Global Equity Index Series (GEIS), có hiệu lực từ thời điểm mở cửa phiên giao dịch ngày 21/9/2026. Quyết định được xác nhận tại kỳ đánh giá tháng 4/2026 và danh mục cổ phiếu chính thức được công bố ngày 21/8/2026, khép lại một quá trình theo dõi kéo dài từ năm 2018.

Nút thắt lớn nhất trong suốt hành trình này là yêu cầu ký quỹ trước giao dịch (prefunding) đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Nút thắt này được tháo gỡ thông qua Thông tư 68/2024/TT-BTC (hiệu lực từ tháng 11/2024), cho phép áp dụng cơ chế hỗ trợ thanh toán không yêu cầu ký quỹ trước (Non-Prefunding, NPF) — theo đó công ty chứng khoán nơi nhà đầu tư nước ngoài mở tài khoản đóng vai trò trung gian bảo lãnh thanh toán cho giao dịch. Đây chính là lý do vì sao CTCK không chỉ là đối tượng hưởng lợi thụ động từ nâng hạng, mà còn là mắt xích vận hành trực tiếp cơ chế then chốt giúp Việt Nam đáp ứng tiêu chí của FTSE.

Song song với cơ chế NPF, hệ thống giao dịch KRX đã được đưa vào vận hành, nâng cấp hạ tầng khớp lệnh và thanh toán của thị trường. Cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) — một tiêu chí chưa bắt buộc với nâng hạng FTSE nhưng là một cải cách quan trọng để hoàn thiện hạ tầng thanh toán — bù trừ và hướng tới mục tiêu nâng hạng MSCI trong tương lai — dự kiến được triển khai trong quý 1/2027, cùng với việc tiếp tục nới rộng giới hạn sở hữu nước ngoài ở một số ngành.

Điểm nhấn: Ba trụ cột hạ tầng — Non-Prefunding (NPF) do VSDC vận hành, hệ thống giao dịch KRX, và lộ trình CCP — đều gắn trực tiếp với năng lực vận hành của các CTCK thành viên. Nói cách khác, chính CTCK là bên trực tiếp triển khai phần lớn các cải cách giúp thị trường đủ điều kiện nâng hạng, trước khi trở thành bên hưởng lợi từ kết quả của quá trình đó.

MỤC 2

Chu kỳ tăng trưởng mới đang hình thành

Nâng hạng có thể tạo điều kiện cho thanh khoản tăng trong trung hạn, nhưng không phải yếu tố duy nhất giúp lợi nhuận ngành chứng khoán tăng trưởng. Theo đó, lợi thế sẽ thuộc về những CTCK có khả năng tận dụng tốt sự gia tăng thanh khoản để thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.

Hạ tầng thị trường đang được thay đổi theo hướng dài hạn. Non-Prefunding, hệ thống KRX và lộ trình CCP không chỉ được triển khai để phục vụ mục tiêu nâng hạng FTSE mà sẽ trở thành nền tảng vận hành mới của thị trường trong nhiều năm tới. Đây cũng là tiền đề để Việt Nam tiếp tục hướng tới mục tiêu nâng hạng MSCI.

Dòng vốn nước ngoài sẽ vào theo từng giai đoạn, thay vì dồn vào thị trường trong một thời điểm. Theo lộ trình của FTSE Russell, dòng vốn dự kiến được giải ngân theo 4 giai đoạn 10% – 20% – 35% – 35%, từ 9/2026 đến 9/2027. Nhờ đó, thị trường có thời gian hấp thụ dòng vốn mới.

Các CTCK đã hành động trước khi dòng vốn thực sự đến. Vốn chủ sở hữu toàn ngành tăng 51,7% YoY trong 6T.2026, cho thấy các CTCK đã chủ động tăng vốn để đón đầu nhu cầu trong giai đoạn tới. Kỳ vọng của ngành không chỉ đến từ dòng vốn ETF, mà còn từ một chu kỳ tăng trưởng dài hơn của thanh khoản, margin và các dịch vụ chứng khoán.

Chuỗi tác động đến chu kỳ tăng trưởng của ngành chứng khoán: Khi dòng vốn ngoại, cả chủ động và thụ động, tham gia sâu hơn vào thị trường, thanh khoản và giá trị giao dịch sẽ tăng, qua đó thúc đẩy doanh thu môi giới và dư nợ margin của các CTCK. Số lượng tài khoản và giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tăng cũng giúp doanh thu lưu ký cải thiện. Bên cạnh đó, khi thị trường sôi động và định giá được cải thiện, IPO, phát hành thêm và hoạt động M&A có thể phục hồi, tạo động lực cho mảng ngân hàng đầu tư (IB).

**Cổ phiếu CTCK chiếm 26% rổ 27 mã Việt Nam
FTSE Russell xác nhận đủ điều kiện (chốt 21/8/2026)**



■ Cổ phiếu CTCK (HCM, SSI, TCX, VCI, VIX, VCK, VND)
■ Cổ phiếu ngành khác (20 mã)

Ngành chứng khoán là một trong những nhóm hưởng lợi rõ nhất từ việc nâng hạng. Trong 27 cổ phiếu Việt Nam được FTSE xác nhận đủ điều kiện, có 7 cổ phiếu CTCK gồm HCM, SSI, TCX, VCI, VIX, VCK và VND, chiếm số lượng lớn nhất trong các nhóm ngành trong rổ chỉ số. Điểm đặc biệt là CTCK được hưởng lợi theo cả hai chiều: vừa có thể hưởng lợi từ dòng vốn mới vào cổ phiếu, vừa trực tiếp hưởng lợi từ sự gia tăng thanh khoản, margin, môi giới và các hoạt động IB khi thị trường phát triển.

MỤC 3

Dòng vốn ngoại — quy mô, cơ cấu và các nhóm hưởng lợi

Nâng hạng chỉ tạo ra tác động thực sự đến ngành chứng khoán khi được chuyển hóa thành dòng vốn vào thị trường. Vì vậy, việc định lượng dòng vốn ngoại theo quy mô, cơ cấu nguồn vốn và lộ trình giải ngân là yếu tố quan trọng để đánh giá mức độ tác động đến thanh khoản thị trường cũng như triển vọng tăng trưởng của ngành chứng khoán.

Yếu tố có mức độ dự báo cao nhất là dòng vốn thụ động: các quỹ ETF và quỹ chỉ số theo dõi bộ FTSE GEIS buộc phải mua theo tỷ trọng mới của Việt Nam, với tổng quy mô ước tính khoảng 2,2 tỷ USD, giải ngân theo 4 đợt (10% / 20% / 35% / 35%) trải từ 9/2026 đến 9/2027 — phần có lịch trình chính thức và gần như mang tính bắt buộc về mặt cơ chế.

Cấu phần thứ hai — dòng vốn chủ động — lớn hơn nhưng không có lịch trình: quy mô ước tính khác biệt đáng kể giữa các tổ chức do phụ thuộc vào phạm vi quỹ được tính toán và quyết định phân bổ của từng nhà đầu tư. Các kịch bản thận trọng thường ước tính khoảng 2-3 tỷ USD, trong khi một số tổ chức đưa ra kịch bản mở rộng với 4-6 tỷ USD nếu tính đầy đủ các quỹ thị trường mới nổi toàn cầu và dòng vốn tái phân bổ của nhà đầu tư tổ chức dài hạn. Theo chia sẻ của đại diện FTSE Russell, tổng dòng vốn nước ngoài vào thị trường Việt Nam — bao gồm cả dòng vốn từ các quỹ chủ động — có thể đạt khoảng 6 tỷ USD.

Khoảng cách giữa các con số phản ánh khá rõ bản chất của dòng vốn: phần thụ động là dư địa tương đối dễ xác định, trong khi phần chủ động phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng thị trường Việt Nam duy trì thanh khoản, cải thiện chất lượng hàng hóa và mở rộng room sở hữu nước ngoài, qua đó tạo điều kiện để các quỹ chủ động nâng tỷ trọng và duy trì dòng vốn một cách bền vững.

Với ngành chứng khoán, ý nghĩa lớn nhất của dòng vốn ngoại không chỉ nằm ở quy mô tuyệt đối, mà ở chất lượng và nhu cầu dịch vụ đi kèm của dòng vốn này. Khác với dòng tiền nhà đầu tư cá nhân, dòng vốn từ các tổ chức nước ngoài thường gắn với nhu cầu về môi giới tổ chức, lưu ký — thanh toán, nghiên cứu và các dịch vụ hỗ trợ giao dịch. Đặc biệt, cơ chế Non-Prefunding giúp tháo gỡ một rào cản quan trọng đối với giao dịch của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, qua đó tạo thêm dư địa để các CTCK cung cấp dịch vụ và gia tăng doanh thu từ nhóm khách hàng này.

Do đó, tác động của dòng vốn ngoại đối với ngành chứng khoán không chỉ thể hiện qua thanh khoản và giá trị giao dịch tăng lên, mà còn nằm ở khả năng mở rộng doanh thu dịch vụ trên toàn bộ chuỗi giá trị phục vụ nhà đầu tư tổ chức.

Dòng vốn thụ động (ETF, quỹ chỉ số)

Khoảng 2,2 tỷ USD

Tổng dòng vốn nước ngoài (FTSE Russell ước tính)

Khoảng 6 tỷ USD

Lộ trình giải ngân dòng vốn thụ động — 4 đợt, 9/2026 – 9/2027

10%

20%

35%

35%

MỤC 3 (tiếp theo)

Dòng vốn ngoại — quy mô, cơ cấu và các nhóm kỳ vọng hưởng lợi

Nguồn vốn dự kiến sau nâng hạng

Nguồn vốn	Đặc điểm	Tác động đến ngành chứng khoán
ETF thụ động	Mua theo tỷ trọng chỉ số FTSE Emerging; khoảng 2,2 tỷ USD, 4 đợt từ 9/2026 đến 9/2027. Chắc chắn nhất về cơ chế.	Tạo lực cầu trực tiếp đối với 7 mã CTCK trong rổ chỉ số, qua đó hỗ trợ thanh khoản và giá cổ phiếu, đặc biệt trong các phiên tái cơ cấu.
Quỹ chủ động	Tăng phân bổ vào Việt Nam theo khẩu vị rủi ro; quy mô lớn hơn thụ động nhưng không có lịch trình cố định.	Nguồn phí bền vững nhất: môi giới tổ chức, lưu ký, bảo lãnh thanh toán NPF, dịch vụ nghiên cứu.
Global Emerging Fund	Bổ sung Việt Nam vào danh mục sau khi vào rổ Emerging Market; giải ngân dần theo kỳ đánh giá nội bộ của từng quỹ.	Mở rộng tệp khách hàng tổ chức cho nhóm CTCK có năng lực phục vụ khối ngoại.
Quỹ hưu trí	Đầu tư dài hạn, luân chuyển thấp; yêu cầu cao về hạ tầng thanh toán, lưu ký và quản trị rủi ro.	Hỗ trợ mảng quản lý tài sản và lưu ký nhiều hơn là doanh thu môi giới theo vòng quay.

Bốn nguồn vốn trên không có mức độ tác động như nhau đối với ngành chứng khoán. Dòng vốn thụ động từ ETF thường tạo hiệu ứng nhanh và rõ nhất lên giá cổ phiếu, thanh khoản và cơ cấu danh mục, đặc biệt tại các thời điểm thị trường được nâng hạng hoặc các kỳ tái cơ cấu chỉ số. Tuy nhiên, tác động này phần lớn tập trung theo từng đợt giải ngân và tái cơ cấu.

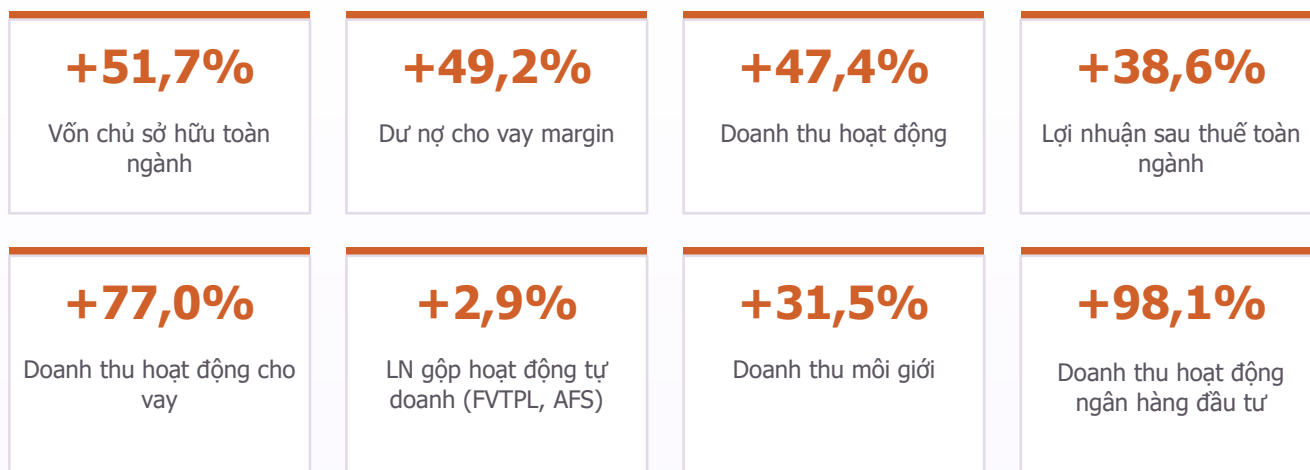
Ngược lại, dòng vốn chủ động và các nhà đầu tư tổ chức dài hạn có tốc độ giải ngân chậm hơn nhưng có giá trị chiến lược lớn hơn đối với mô hình kinh doanh của CTCK. Nhóm khách hàng này không chỉ tạo ra giá trị giao dịch mà còn kéo theo nhu cầu về môi giới tổ chức, nghiên cứu, lưu ký – thanh toán và các dịch vụ tài chính khác, qua đó hình thành nguồn thu có tính lặp lại cao hơn.

Nói cách khác, dòng vốn thụ động có thể là chất xúc tác giúp cổ phiếu CTCK phản ứng sớm với câu chuyện nâng hạng, trong khi khả năng thu hút và duy trì dòng vốn chủ động mới quyết định mức độ bền vững của chu kỳ tăng trưởng. Vì vậy, trong chu kỳ này, năng lực xây dựng và phục vụ tệp khách hàng tổ chức là một trong những tiêu chí quan trọng để phân hóa các CTCK.

MỤC 4

Bức tranh tài chính ngành chứng khoán 6T.2026

Dữ liệu báo cáo tài chính hợp nhất 6T.2026 của 81 công ty chứng khoán đang hoạt động cho thấy chu kỳ tăng trưởng mới đang hình thành thể hiện trước cả khi ngày hiệu lực nâng hạng chính thức đến.



Nguồn: FiinPro-X (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK), TPS Research tổng hợp. Doanh thu hoạt động ngân hàng đầu tư (IB) bao gồm doanh thu bảo lãnh phát hành chứng khoán và doanh thu tư vấn tài chính. Tăng trưởng doanh thu IB cao một phần do nền so sánh 6T.2025 thấp.

Vốn chủ sở hữu toàn ngành tăng 51,7% so với cùng kỳ năm 2025, hoạt động tăng vốn diễn ra trên diện rộng, qua đó mở rộng năng lực tài chính cho các CTCK, đặc biệt là dư địa cho vay margin và các hoạt động sử dụng vốn khác, đồng thời chuẩn bị nguồn lực để đón đầu khả năng gia tăng dòng vốn ngoại sau khi thị trường được nâng hạng. Dư nợ cho vay margin toàn ngành tăng 49,2%, doanh thu hoạt động tăng 47,4%, và lợi nhuận sau thuế toàn ngành tăng 38,6% — đạt hơn 20.170 tỷ đồng trong 6 tháng, so với khoảng 14.549 tỷ đồng cùng kỳ 2025.

Mảng ngân hàng đầu tư cũng đang ghi nhận sự phục hồi mạnh với doanh thu tăng 98,1% toàn ngành — hoạt động tăng vốn, phát hành và tư vấn giao dịch tài chính bắt đầu sôi động hơn sau một giai đoạn trầm lắng.

Mức độ tập trung lợi nhuận của nhóm Top 15 CTCK

Lợi nhuận ngành tiếp tục tập trung cao ở nhóm CTCK dẫn đầu. Top 15 CTCK theo LNST 6T.2026 đóng góp 84,9% tổng LNST của 81 CTCK có số liệu, cho thấy lợi thế rõ rệt về quy mô vốn, dư nợ margin, thị phần môi giới và khả năng phát triển các mảng kinh doanh có hiệu quả cao.

Nhóm Top 15 chiếm 64,6% VCSH và 70,1% dư nợ margin toàn ngành. Ở các hoạt động kinh doanh, nhóm này đóng góp 71,0% doanh thu hoạt động, 82,6% LN gộp từ tự doanh, 70,4% doanh thu cho vay và 73,7% doanh thu môi giới. Đáng chú ý, tỷ trọng còn cao hơn ở các mảng ngân hàng đầu tư (IB), với 94,2%.

MỤC 4 (tiếp theo)
Top 15 CTCK theo LNST 6T.2026

Đvt: tỷ đồng

STT	Mã	LNST	Các khoản cho vay	VCSH	DT hoạt động	LN gộp tự doanh (FVTPL, AFS)	DT đầu tư HTM	DT margin	DT môi giới	DT lưu ký	DT hoạt động IB	DT tài chính
1	TCX	2.840	51.522	45.782	6.528	1.421	70	2.627	493	48	1.363	21
2	SSI	2.509	40.473	40.724	6.497	1.729	258	2.141	1068	32	54	155
3	VCK	2.340	31.311	31.206	4.873	968	141	1.978	1637	19	0	394
4	VPX	2.169	38.177	35.703	6.969	1.173	11	1.904	260	33	1.176	35
5	VND	1.428	12.859	21.432	3.676	1.105	351	778	382	36	(5)	4
6	HDBS	1.188	5.800	13.429	1.888	670	41	135	43	29	714	4
7	HRS	812	95	2.636	77	50	0	4	7	1	0	771
8	MBS	592	16.828	11.942	2.215	206	243	905	405	22	16	4
9	VCI	591	17.146	17.138	2.582	328	12	878	566	9	17	18
10	LPS	575	13.738	17.913	2.717	387	179	652	93	3	201	2
11	HCM	564	29.024	14.640	2.702	312	9	1.531	521	8	11	1
12	ACBS	467	20.645	14.737	2.606	158	380	976	197	7	0	3
13	MASC	394	17.174	10.037	1.408	51	33	866	229	8	0	9
14	KISVN	349	12.217	7.459	1.708	104	46	543	273	4	0	6
15	SHS	308	11.722	12.544	1.015	76	1	589	181	7	71	2

Nguồn: FiinPro-X (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK), TPS Research tổng hợp và phân tích

Quy mô đang tạo ra lợi thế kép cho nhóm dẫn đầu: vừa có khả năng tận dụng tốt hơn sự gia tăng thanh khoản, vừa có dư địa mở rộng margin và các dịch vụ IB khi nhu cầu vốn trên thị trường tăng lên. Do đó, nhóm này được kỳ vọng sẽ tiếp tục chiếm phần lớn tăng trưởng lợi nhuận của ngành trong chu kỳ mới.

Tuy nhiên, không phải tất cả CTCK trong Top 15 đều có chất lượng lợi nhuận giống nhau. Các công ty có lợi nhuận đến từ margin, môi giới và IB thường có tính bền vững cao hơn, trong khi lợi nhuận phụ thuộc lớn vào tự doanh và lãi đánh giá lại danh mục có thể biến động mạnh hơn theo diễn biến thị trường.

MỤC 5

Các nhóm CTCK kỳ vọng hưởng lợi từ chu kỳ nâng hạng

Bốn trụ cột hình thành khung phân loại

Không phải mọi CTCK đều hưởng lợi từ chu kỳ nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam ở cùng một mức độ. Mức độ kỳ vọng hưởng lợi của một CTCK từ chu kỳ nâng hạng phụ thuộc chủ yếu vào bốn nhóm yếu tố sau:

- 01 Thứ nhất, thị phần quyết định khả năng hưởng lợi thanh khoản.** Thanh khoản tăng sẽ thúc đẩy doanh thu môi giới và nhu cầu margin, nhưng lợi ích nhiều khả năng tập trung ở các CTCK có sẵn thị phần, khách hàng và năng lực vốn. Trong 6T.2026, Top 5 chiếm 49,7% doanh thu môi giới và 41,9% dư nợ margin toàn ngành (Top 10 margin: 60,7%), cho thấy nhóm CTCK quy mô lớn có lợi thế rõ rệt trong việc chuyển hóa thanh khoản thành doanh thu.
- 02 Thứ hai, dư địa margin quyết định khả năng chuyển hóa thanh khoản thành lợi nhuận.** CTCK có vốn chủ sở hữu (VCSH) lớn và khả năng huy động vốn tốt sẽ có nhiều dư địa hơn để mở rộng cho vay margin khi nhu cầu đồn bầy tăng. Đây cũng là lý do làn sóng tăng vốn đang diễn ra mạnh trong ngành — VCSH toàn ngành tăng 51,7% so với cùng kỳ trong 6T.2026.
- 03 Thứ ba, năng lực phục vụ khách hàng tổ chức và NĐT nước ngoài sẽ ngày càng quan trọng.** Khi dòng vốn ngoại gia tăng, CTCK có thể mạnh về IB và lưu ký có thêm dư địa từ dòng vốn chủ động, thay vì chỉ phụ thuộc vào thanh khoản NĐT cá nhân. Lợi thế này cũng tập trung cao: Top 5 CTCK chiếm 46,6% doanh thu lưu ký và tới 91,8% doanh thu IB, cao hơn đáng kể mức độ tập trung ở môi giới và margin.
- 04 Thứ tư, định giá quyết định dư địa tăng giá sau khi tăng trưởng được phản ánh vào giá cổ phiếu.** CTCK có nền tảng kinh doanh tốt nhưng định giá còn hợp lý sẽ có thêm dư địa nếu lợi nhuận tiếp tục cải thiện; ngược lại, với những CTCK đã được định giá cao, tốc độ tăng trưởng cần đủ lớn để tiếp tục tạo dư địa tăng giá.

Từ bốn trụ cột trên, nhóm CTCK đáng chú ý nhất không đơn thuần là các công ty quy mô lớn nhất, mà là những công ty hội tụ được nhiều lợi thế cùng lúc: thanh khoản cao, dư địa margin lớn, khách hàng tổ chức mạnh và định giá còn hợp lý. Đây là nhóm có khả năng chuyển hóa tốt nhất chu kỳ nâng hạng thành tăng trưởng lợi nhuận bền vững — không phải nhóm chỉ nổi bật ở một tiêu chí đơn lẻ.

Nhận định: Để xác định cụ thể công ty nào hội tụ đủ bốn lợi thế này, phần tiếp theo lượng hóa từng trụ cột thành một mô hình chấm điểm áp dụng cho toàn bộ 81 CTCK đang hoạt động.

MỤC 5 (tiếp theo)

Các nhóm CTCK kỳ vọng hưởng lợi từ chu kỳ nâng hạng

Lượng hóa 4 trụ cột chính

Để lượng hóa bốn trụ cột ở mục trên thành một điểm số so sánh được giữa các CTCK, chúng tôi xây dựng mô hình chấm điểm trên 8 tiêu chí tài chính bao gồm quy mô lợi nhuận, vốn điều lệ, margin, môi giới, tự doanh, ngân hàng đầu tư (IB), doanh thu lưu ký và định giá; áp dụng cho toàn bộ 81 CTCK đang hoạt động, sau đó trình bày chi tiết cho 30 CTCK có LNST cao nhất 6T.2026.

Tiêu chí	Trọng số	Cách đo lường	Trụ cột liên quan
Quy mô lợi nhuận (LNST)	10 điểm	Percentile LNST 6T.2026 trên 81 CTCK	Quy mô & năng lực tài chính
Vốn điều lệ	10 điểm	Percentile vốn điều lệ	Dư địa margin
Margin	20 điểm	Trung bình percentile (dư nợ cho vay) và (doanh thu hoạt động cho vay margin)	Thanh khoản
Môi giới chứng khoán	15 điểm	Percentile doanh thu môi giới	Thanh khoản
Tự doanh	10 điểm	Percentile lợi nhuận gộp mảng tự doanh	Năng lực tài chính
Ngân hàng đầu tư (IB)	15 điểm	Percentile (DT bảo lãnh phát hành + DT tư vấn tài chính)	Khách hàng tổ chức/NĐTNN
Doanh thu lưu ký chứng khoán	10 điểm	Percentile doanh thu lưu ký chứng khoán	Khách hàng tổ chức/NĐTNN
Định giá (P/E, P/B)	10 điểm	Trung bình percentile nghịch đảo P/E và P/B — định giá thấp hơn, điểm cao hơn.*	Định giá

* CTCK chưa niêm yết hoặc thiếu dữ liệu P/E, P/B được gán mức percentile trung vị (0.5) để tránh sai lệch do thiếu dữ liệu; nhóm 42/81 CTCK có giá thị trường để tính P/E, P/B (chiếm khoảng 76% tổng vốn chủ sở hữu toàn ngành) vẫn đại diện đủ về quy mô cho toàn ngành.

Điểm mỗi tiêu chí = Trọng số × Percentile xếp hạng của công ty trên toàn bộ 81 CTCK, để phản ánh đúng vị thế tương đối của công ty trong toàn ngành.

Giới hạn trong đánh giá năng lực phục vụ khách hàng tổ chức và NĐT nước ngoài: Hiện chưa có số liệu công khai, tách biệt và có tính so sánh giữa các CTCK về quy mô khách hàng tổ chức, NĐT nước ngoài hoặc giá trị tài sản do các CTCK quản lý. Do đó, mô hình không thể lượng hóa và xếp hạng một cách trực tiếp năng lực phục vụ nhóm khách hàng này. Doanh thu lưu ký và dịch vụ ngân hàng đầu tư được sử dụng như một chỉ báo định lượng thay thế, phản ánh một phần mức độ tham gia vào hoạt động lưu ký và quản lý tài sản, nhưng chưa đủ để đại diện cho toàn bộ năng lực khách hàng tổ chức và NĐT nước ngoài.

MỤC 5 (tiếp theo)

Mô hình chấm điểm mức độ sẵn sàng hưởng lợi từ chu kỳ nâng hạng

Áp dụng mô hình 8 tiêu chí cho 30 CTCK có LNST cao nhất 6T.2026 (trong tổng số 81 CTCK), kết quả chia thành 4 nhóm: 8/30 công ty đạt Nhóm A, 17/30 thuộc Nhóm B, 3/30 thuộc Nhóm C và 2/30 thuộc Nhóm D.

Bảng điểm 30 CTCK có LNST cao nhất 6T.2026 (phần 1/2)

Mã	LNST (tỷ đồng)	LNST (10)	Vốn ĐL (10)	Margin (20)	Môi giới (15)	Tự doanh (10)	IB (15)	Lưu ký (10)	Định giá (10)	Tổng điểm	Nhóm
SSI	2,509	9.9	9.9	19.8	14.8	10.0	14.1	9.6	2.4	90.4	A
TCX	2,840	10.0	10.0	20.0	14.3	9.9	15.0	10.0	1.0	90.2	A
VPX	2,169	9.6	9.5	19.4	13.5	9.8	14.8	9.8	3.3	89.6	A
MBS	592	9.1	8.6	18.3	14.1	8.8	13.0	9.4	3.0	84.2	A
VCI	591	9.0	9.1	18.3	14.6	9.0	13.1	8.9	2.0	84.1	A
HDBS	1,188	9.4	8.9	13.7	9.6	9.3	14.6	9.5	7.5	82.5	A
HCM	564	8.8	8.8	19.0	14.4	8.9	12.8	8.5	0.9	82.0	A
VCBS	178	7.5	8.4	16.5	13.0	7.7	10.6	9.1	7.5	80.2	A
ACBS	467	8.6	9.0	18.8	12.8	8.1	6.7	8.0	7.5	79.5	B
SHS	308	8.3	8.5	16.8	12.6	7.3	14.3	8.1	3.2	79.0	B
LPS	575	8.9	9.3	17.4	11.7	9.1	14.4	7.0	0.8	78.6	B
VCK	2,340	9.8	9.6	19.4	15.0	9.5	2.6	9.3	1.6	76.7	B
BSI	212	7.8	6.7	16.0	12.2	8.4	13.5	8.3	2.5	75.4	B
KAI	295	8.1	8.3	16.5	11.1	9.4	6.9	6.5	7.5	74.4	B
MSVN	99	7.0	7.5	14.7	11.9	6.7	12.6	6.4	7.5	74.3	B

MỤC 5 (tiếp theo)

Mô hình chấm điểm mức độ sẵn sàng hưởng lợi từ chu kỳ nâng hạng

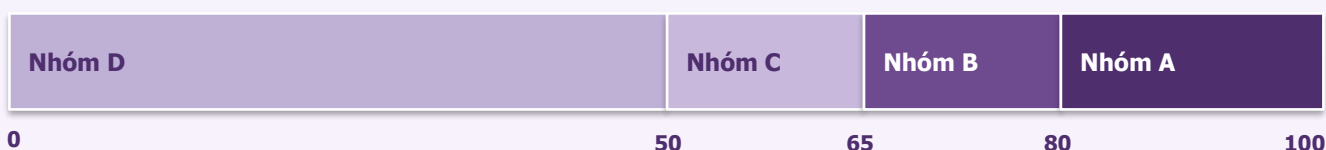
Mã	LNST (tỷ đồng)	LNST (10)	Vốn ĐL (10)	Margin (20)	Môi giới (15)	Tự doanh (10)	IB (15)	Lưu ký (10)	Định giá (10)	Tổng điểm	Nhóm
MASC	394	8.5	8.1	18.3	13.3	6.9	2.6	8.6	7.5	73.9	B
FTS	238	8.0	7.7	15.6	10.4	8.3	13.3	9.0	1.3	73.5	B
VND	1,428	9.5	9.4	17.5	13.9	9.6	0.2	9.9	3.5	73.5	B
KISVN	349	8.4	7.9	16.8	13.7	7.9	2.6	7.4	7.5	72.2	B
DSE	93	6.9	7.8	15.3	13.1	6.4	12.2	7.8	0.7	70.2	B
KBSV	114	7.3	7.3	15.8	12.0	5.9	5.9	7.3	7.5	69.0	B
VIX	214	7.9	9.8	17.7	11.3	0.1	9.8	7.2	4.0	67.7	B
OCBS	85	6.8	6.8	11.7	8.7	6.2	13.7	5.4	7.5	66.8	B
ORS	163	7.4	8.0	11.0	8.3	8.5	13.9	6.3	2.5	66.0	B
CTS	81	6.5	5.7	14.8	10.6	6.0	12.4	7.9	1.5	65.5	B
DSC	74	6.4	7.0	12.6	10.0	7.5	9.4	6.2	3.7	62.9	C
ABW	180	7.7	7.2	10.5	9.8	8.6	6.9	6.7	3.7	61.1	C
BMS	111	7.2	5.6	7.8	4.8	8.0	10.7	6.0	2.8	52.9	C
HRS	812	9.3	3.6	5.2	5.6	6.8	2.6	4.8	7.5	45.2	D
VTSS	81	6.7	7.4	11.1	3.9	2.3	2.6	3.1	7.5	44.6	D

Nguồn: FiinPro-X (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK), TPS Research tổng hợp và phân tích

Trọng số các tiêu chí được xây dựng theo mức độ đóng góp của từng mảng vào lợi nhuận ngành và mức độ hưởng lợi kỳ vọng từ chu kỳ nâng hạng.

Tổng điểm = tổng 8 tiêu chí (tối đa 100). Phân nhóm: Nhóm A 80–100 (Tác động tích cực nổi bật) · Nhóm B 65–79 (Tác động tích cực đáng kể) · Nhóm C 50–64 (Tác động tích cực ở mức vừa phải) · Nhóm D dưới 50 (Tác động hạn chế).

Thang điểm phân loại 4 nhóm (thang 100 điểm)



MỤC 5 (tiếp theo)

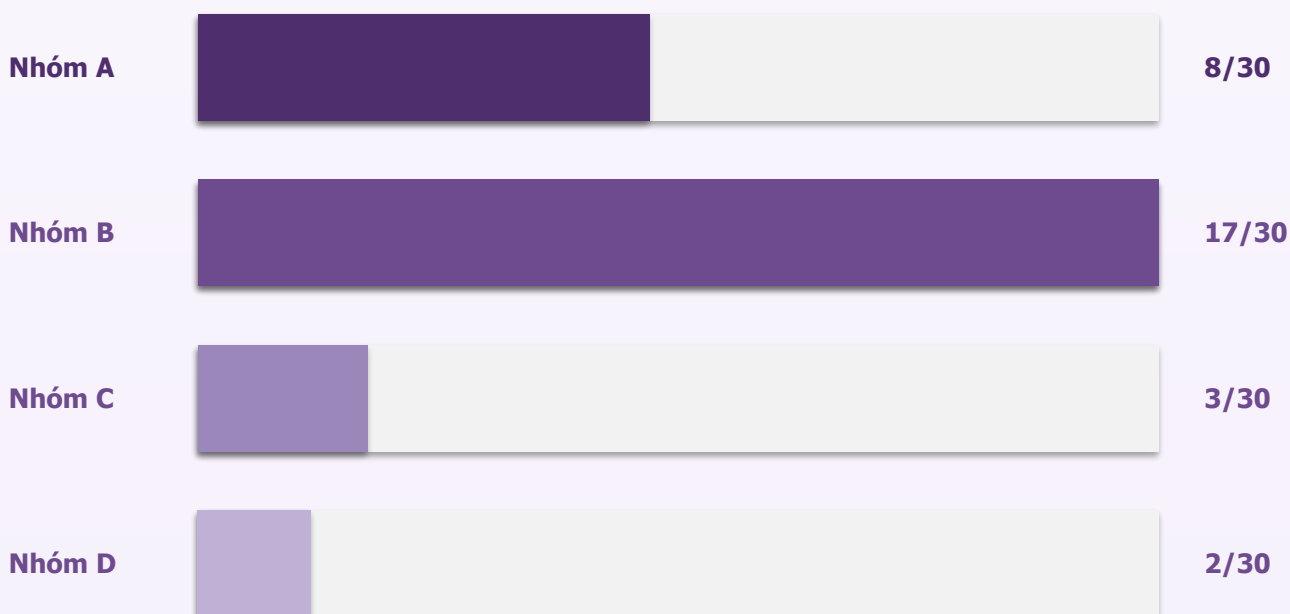
Đặc điểm 4 nhóm chấm điểm

Nhóm A — Tác động tích cực nổi bật: 8/30 CTCK đạt Nhóm A gồm SSI, TCX, VPX, MBS, VCI, HDBS, HCM và VCBS có điểm chung là tăng trưởng đồng thời trên nhiều trụ cột thay vì chỉ nổi bật ở một mảng đơn lẻ. Phần lớn vẫn duy trì tỷ lệ margin/VCSH ở mức an toàn (đa số dưới 1,2 lần), qua đó còn dư địa mở rộng cho vay margin khi thanh khoản thị trường tăng sau nâng hạng. Đáng chú ý, 5/8 CTCK trong nhóm này có vốn góp từ ngân hàng (TCX, VPX, MBS, HDBS, VCBS), sở hữu lợi thế về quy mô vốn, nguồn vốn chi phí thấp, tệp khách hàng lớn và năng lực phục vụ nhà đầu tư tổ chức, qua đó có vị thế thuận lợi hơn để đón dòng vốn sau nâng hạng.

Nhóm B — Tác động tích cực đáng kể: 17/30 công ty thuộc Nhóm B — nhóm này thường mạnh mẽ rõ rệt ở một hoặc hai trụ cột nhưng bị kéo điểm đáng kể ở một số trụ cột còn lại, đặc biệt là IB.

Nhóm C và D — Tác động tích cực ở mức vừa phải/Tác động hạn chế: trong 30 CTCK có LNST cao nhất, chỉ có 3 công ty (DSC, ABW, BMS) thuộc Nhóm C và 2 công ty (HRS, VTSS) thuộc Nhóm D. Dù vẫn nằm trong nhóm có lợi nhuận cao nhất ngành, các CTCK này có mức độ hưởng lợi từ nâng hạng thấp hơn 2 nhóm trên do hạn chế ở các tiêu chí mang tính nền tảng như quy mô vốn chủ sở hữu, dư nợ margin, thị phần môi giới, năng lực in IB và khả năng phục vụ khách hàng tổ chức. Điều này khiến dư địa đón dòng vốn và mở rộng hoạt động sau nâng hạng được đánh giá hạn chế hơn so với Nhóm A và B.

Phân bố 30 CTCK có LNST cao nhất theo nhóm chấm điểm



MỤC 5 (tiếp theo)

Mức độ tập trung lợi ích vào nhóm dẫn đầu

Áp dụng mô hình chấm điểm cho toàn bộ 81 CTCK cho thấy lợi ích từ chu kỳ nâng hạng không phân bố đồng đều giữa các công ty, mà tập trung chủ yếu ở nhóm dẫn đầu.

Nhóm	Số CTCK	% VCSH ngành	% margin ngành	% DT môi giới ngành	% LNST ngành
A – Tác động tích cực nổi bật	8 (9.9%)	41.0%	46.4%	41.3%	52.7%
B – Tác động tích cực đáng kể	17 (21.0%)	42.4%	42.1%	46.5%	37.0%
C - Tác động tích cực ở mức vừa phải	13 (16.0%)	7.1%	7.9%	7.4%	4.2%
D – Tác động hạn chế	43 (53.1%)	9.5%	3.6%	4.8%	6.1%

Nguồn: Fiinpro (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK); TPS Research tổng hợp và phân tích

Chỉ 8 CTCK Nhóm A (9,9% số lượng toàn ngành) đang tạo ra 52,7% tổng LNST 6T.2026, trong khi 43 CTCK Nhóm D (53,1% số lượng) chỉ đóng góp 6,1% LNST. Ở góc nhìn hẹp hơn, 4 CTCK có quy mô lớn nhất (TCX, SSI, VCK, VPX) — chưa tới 5% số lượng toàn ngành — đã chiếm 33,3% VCSH, 35,5% margin, 40,1% doanh thu môi giới và 48,9% LNST.

Phần lớn lợi ích từ chu kỳ nâng hạng nhiều khả năng sẽ tập trung ở các CTCK có quy mô vốn lớn, hoạt động margin và môi giới mạnh, đồng thời có khả năng khai thác thêm các nguồn thu từ khách hàng tổ chức và hoạt động IB. Do đó, mức độ hưởng lợi giữa các CTCK sẽ có sự khác biệt đáng kể, phụ thuộc vào quy mô vốn, hoạt động margin, môi giới, tệp khách hàng và khả năng mở rộng các nguồn thu như IB.

Giới hạn của phương pháp chấm điểm

Đây là mô hình chấm điểm tương đối (percentile trong ngành 81 CTCK tại một thời điểm — 6T.2026), không phải khuyến nghị đầu tư và không thay thế cho phân tích định tính (chất lượng quản trị, cơ cấu cổ đông, chiến lược kinh doanh, rủi ro pháp lý...).

Tiêu chí Định giá dùng P/E, P/B tại thời điểm tổng hợp dữ liệu; với 39/81 CTCK chưa niêm yết hoặc thiếu giá thị trường, điểm được gán mức trung vị — không phản ánh định giá thực tế của các công ty này, có thể làm sai lệch nhẹ vị trí xếp hạng của các công ty này so với các công ty đã niêm yết.

Xếp hạng Nhóm A/B/C/D phản ánh vị thế tương đối của các CTCK tại 6T.2026, không mang tính cố định hay thể hiện xu hướng dài hạn. Một CTCK có thể chuyển nhóm ở các kỳ tiếp theo không đồng nghĩa suy giảm nội tại, mà có thể xuất phát từ việc các CTCK khác cải thiện với tốc độ nhanh hơn.

Nhóm A — 9,9% số CTCK

52,7% tổng LNST

Đóng góp vượt trội so với quy mô

Nhóm B — 21,0% số CTCK

37,0% tổng LNST

Đóng góp cao hơn nhiều so với quy mô

MỤC 6

Nhóm CTCK có vốn góp từ ngân hàng ngày càng gia tăng vị thế

Xu hướng nổi bật của ngành chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2022–2026 là sự phát triển mạnh của nhóm CTCK có vốn góp từ ngân hàng (bank-backed brokers). Trong phạm vi mẫu thống kê bao gồm 11 CTCK (chiếm 13,5% toàn ngành) không chỉ tăng vốn nhanh nhất ngành mà còn mở rộng mạnh dư nợ margin, cải thiện thị phần môi giới và gia tăng hiện diện trong các mảng dịch vụ dành cho nhà đầu tư tổ chức — những lĩnh vực có vị thế thuận lợi hơn để hưởng lợi khi thị trường được nâng hạng. Đây cũng là nhóm thực hiện nhiều kế hoạch tăng vốn lớn nhất ngành trong giai đoạn 2025–2026, qua đó tạo khoảng cách ngày càng rõ về quy mô vốn so với phần còn lại của ngành và định hình lại trật tự cạnh tranh trong chu kỳ mới.

Vốn chủ sở hữu tăng nhanh nhất ngành — TCBS, VPBankS, HDBS, MBS, VCBS, ACBS (2022–6T.2026)

Vốn lớn tạo lợi thế cạnh tranh dài hạn. Các CTCK có vốn góp từ ngân hàng như TCBS, VPBankS, HDBS, MBS, VCBS và ACBS đều ghi nhận tốc độ tăng vốn chủ sở hữu vượt trội trong giai đoạn 2022–6T.2026 nhờ ngân hàng mẹ liên tục bổ sung vốn. Quy mô vốn lớn cho phép mở rộng hạn mức cho vay margin, đầu tư hạ tầng công nghệ và phát triển các dịch vụ dành cho nhà đầu tư tổ chức — ba cấu phần quyết định năng lực cạnh tranh sau nâng hạng.

Lợi thế về chi phí vốn và margin. Dữ liệu cho thấy nhóm bank-backed đang mở rộng nhanh hiện diện tại IB và margin. So với CTCK độc lập, nhóm bank-backed có khả năng tiếp cận nguồn vốn cạnh tranh hơn nhờ liên kết với ngân hàng mẹ. Điều này tạo điều kiện mở rộng dư nợ margin nhanh hơn, cạnh tranh trực tiếp bằng lãi suất cho vay và đáp ứng tốt hơn nhu cầu đòn bẩy của nhà đầu tư khi thanh khoản thị trường cải thiện sau nâng hạng.

Trong bối cảnh tỷ lệ dư nợ margin toàn ngành vẫn còn dư địa so với giới hạn 200% vốn chủ sở hữu, lợi thế nguồn vốn được xem là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng nhất của nhóm này. Mỗi đồng vốn được bổ sung đồng thời nâng trần cho vay ký quỹ, giúp doanh thu lãi từ margin có khả năng mở rộng theo quy mô vốn. *Cơ chế trần margin 200% vốn chủ sở hữu và dư địa cho vay ký quỹ của toàn ngành được phân tích chi tiết ở Mục 7 (trang 20–21).*

Từ môi giới sang mô hình “One Stop Shop” — ba lợi thế của bank-backed brokers

Ngành môi giới hiện không còn đơn thuần là câu chuyện của hoạt động môi giới, mà đang dần chuyển dịch thành mô hình “One Stop Shop” — cung cấp một hệ sinh thái đa dạng các sản phẩm và dịch vụ tài chính. Các công ty môi giới thuộc sở hữu ngân hàng (bank-backed brokers) có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ sự thay đổi mang tính cấu trúc này, nhờ mối liên kết với ngân hàng mẹ mang lại ba lợi thế chính:

- **Thương hiệu (Brand Name):** mức độ nhận diện và niềm tin cao hơn.
- **Tập khách hàng có khả năng tài chính cao (Affluent Customer Base):** cơ sở khách hàng lớn, có nhu cầu đa dạng về các sản phẩm tài chính và đầu tư.
- **Danh mục sản phẩm rộng (Wide Product Range):** khả năng cung cấp và bán chéo nhiều sản phẩm tài chính khác nhau trong cùng hệ sinh thái.

Đánh giá: Lợi thế của nhóm bank-backed chủ yếu đến từ quy mô vốn, chi phí vốn và tập khách hàng sẵn có. Đây là lợi thế mang tính cấu trúc, được hình thành từ hệ sinh thái ngân hàng và khả năng khai thác đồng thời khách hàng cá nhân, doanh nghiệp và khách hàng giá trị tài sản cao. Trong khi đó, các CTCK độc lập sẽ cần tiếp tục tạo khác biệt thông qua chất lượng dịch vụ, năng lực tư vấn, sản phẩm đầu tư và các mảng kinh doanh chuyên biệt như IB, quản lý tài sản hoặc khách hàng tổ chức.

MỤC 6 (tiếp theo)

Vốn góp chủ sở hữu của 11 CTCK bank-backed

Vốn góp của chủ sở hữu (hợp nhất) · đơn vị: tỷ đồng · 2021–Q2.2026 · tỷ trọng tính trên toàn ngành

CTCK (ngân hàng mẹ)	2021	2022	2023	2024	2025	Q2.2026
TCX (Techcombank)	1.124	1.126	2.177	19.613	23.113	27.739
VPX (VPBank)	269	15.000	15.000	15.000	18.750	18.750
HDBS (HDBank)	1.023	1.023	1.023	1.461	1.461	10.961
MBS (MB)	2.676	3.806	4.377	5.728	6.587	10.010
ACBS (ACB)	3.000	3.000	4.000	7.000	11.000	11.000
VCBS (Vietcombank)	1.000	2.500	2.500	2.500	2.500	8.500
ORS (TPBank)	2.000	2.000	2.000	3.359	6.239	6.239
BSI (BIDV)	1.221	1.878	2.028	2.231	2.454	2.699
AGR (Agribank)	2.120	2.120	2.154	2.154	2.283	2.283
CTS (VietinBank)	1.064	1.487	1.487	1.487	2.127	2.127
DASC (Vikki)	500	500	500	500	500	500
Tổng 11 CTCK	15.997	34.440	37.246	61.035	77.015	100.808
Tỷ trọng toàn ngành	15,2%	22,6%	23,0%	28,0%	28,0%	30,0%

Nguồn: Fiinpro (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK, cơ cấu sở hữu); TPS Research tổng hợp và phân tích

Vốn góp tăng 6,3 lần trong 5 năm — từ 15.997 tỷ đồng (2021) lên 100.808 tỷ (Q2.2026)

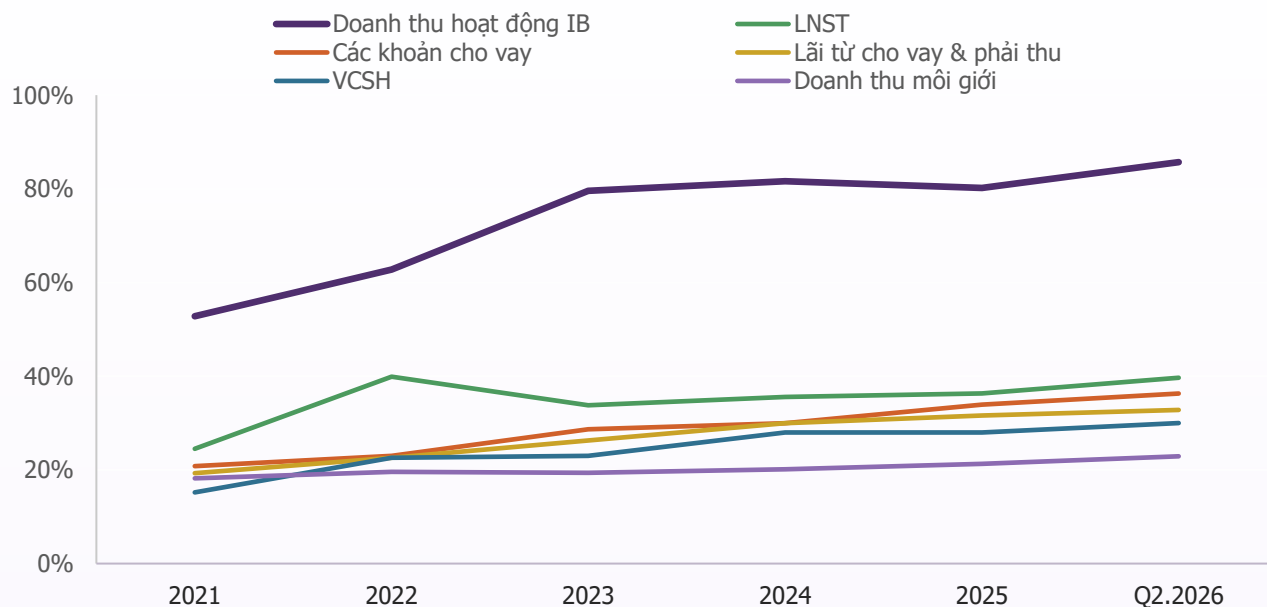
Tổng vốn góp chủ sở hữu của 11 CTCK thuộc sở hữu ngân hàng ở trên tăng từ 15.997 tỷ đồng (2021) lên 100.808 tỷ đồng tại Q2.2026, gấp 6,3 lần. Bước nhảy lớn nhất diễn ra năm 2024 (+63,9% so với 2023) khi TCBS nâng vốn góp từ 2.177 lên 19.613 tỷ đồng; đến Q2.2026 riêng TCBS đạt 27.739 tỷ, chiếm 27,5% vốn góp của cả nhóm, kể đến là VPBankS 18.750 tỷ (18,6%).

Tỷ trọng vốn góp toàn ngành tăng gấp đôi: từ 15,2% (2021) lên 30,0% (Q2.2026) — tức cứ 10 đồng vốn góp của ngành chứng khoán hiện có 3 đồng thuộc nhóm bank-backed. Riêng 6 tháng đầu 2026, HDBS tăng vốn 7,5 lần (1.461 → 10.961 tỷ), VCBS 3,4 lần (2.500 → 8.500 tỷ) và MBS thêm 52% (6.587 → 10.010 tỷ), cho thấy làn sóng tăng vốn vẫn đang tiếp diễn trước chu kỳ nâng hạng.

MỤC 6 (tiếp theo)

Thị phần nhóm bank-backed ở các mảng kinh doanh

Tỷ trọng của nhóm 11 CTCK thuộc hệ sinh thái ngân hàng trong toàn ngành · 2021–Q2.2026



Dẫn đầu tuyệt đối ở IB: 53% (2021) → 86% (Q2.2026) — các mảng kinh doanh chính đều đi lên

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	6T.2026
Doanh thu hoạt động IB	52,8%	62,8%	79,6%	81,6%	80,2%	85,7%
LNST	24,5%	39,9%	33,8%	35,6%	36,3%	39,7%
Các khoản cho vay	20,8%	23,0%	28,7%	30,0%	33,9%	36,3%
Lãi từ cho vay & phải thu	19,3%	22,6%	26,3%	30,0%	31,6%	32,8%
VCSH	15,2%	22,6%	23,0%	28,0%	28,0%	30,0%
Doanh thu môi giới	18,2%	19,6%	19,4%	20,1%	21,3%	22,9%

Nguồn: tổng hợp BCTC các CTCK; nhóm bank-backed gồm 11 công ty thuộc hệ sinh thái ngân hàng.

Tỷ trọng nhóm bank-backed tăng ở hầu hết các mảng giai đoạn 2021–Q2.2026, rõ nhất tại IB (52,8% → 85,7%) và cho vay margin (20,8% → 36,3%); tỷ trọng VCSH tăng gần gấp đôi (15,2% → 30,0%), trong khi LNST đạt 39,7%. Môi giới dịch chuyển chậm hơn (18,2% → 22,9%), khi nhóm độc lập vẫn có lợi thế về phí. Lợi thế của nhóm bank-backed trước hết nằm ở năng lực vốn và khả năng khai thác tệp khách hàng doanh nghiệp, sau đó mở rộng sang các hoạt động thị trường vốn.

MỤC 6 (tiếp theo)

OECD: thị trường vốn mở rộng thúc đẩy nhu cầu dịch vụ tài chính tích hợp

Sự phát triển của thị trường vốn kéo theo nhu cầu ngày càng lớn đối với các dịch vụ quản lý và phân bổ tài sản. Theo OECD, quá trình mở rộng thị trường vốn đã thay đổi cấu trúc thị trường vốn, khi các hộ gia đình ngày càng đầu tư thông qua quỹ hưu trí, bảo hiểm và quỹ đầu tư thay vì trực tiếp nắm giữ cổ phiếu.

47%

tổng lượng cổ phiếu niêm yết toàn cầu do nhà đầu tư tổ chức nắm giữ, đến cuối năm 2024

~21%

vốn hóa thị trường châu Á do nhà đầu tư tổ chức nắm giữ — dư địa mở rộng còn lớn

Tại châu Á, tỷ lệ này thấp hơn đáng kể nhưng OECD đánh giá cơ sở nhà đầu tư tổ chức đang tiếp tục mở rộng cùng với sự phát triển của thị trường vốn, tự do hóa tài chính và nhu cầu đối với các sản phẩm hưu trí, bảo hiểm và đầu tư.

Nguồn: OECD — Asia Capital Markets Report 2025; OECD Capital Market Series

Nhu cầu dịch chuyển sang chuỗi dịch vụ tích hợp

Quản lý tài sản

Lưu ký & thanh toán

Môi giới tổ chức

Tư vấn phát hành & IB

Theo OECD, sự phát triển của thị trường vốn thường đi cùng với việc mở rộng cơ sở nhà đầu tư tổ chức và vai trò ngày càng lớn của dịch vụ quản lý tài sản. So sánh với cấu trúc thị trường khu vực, TPS đánh giá khi thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng, quá trình mở rộng của thị trường vốn được kỳ vọng sẽ thúc đẩy sự gia tăng của nhà đầu tư tổ chức và nhu cầu đối với các dịch vụ tài chính tích hợp.

Theo đó, các CTCK có vốn góp từ ngân hàng có điều kiện khai thác lợi thế về tệp khách hàng, nguồn vốn và khả năng cung cấp dịch vụ xuyên suốt chuỗi tài chính. Khi nhu cầu của khách hàng chuyển từ giao dịch đơn lẻ sang các dịch vụ có tính tích hợp hơn, mối liên kết với ngân hàng, quản lý tài sản, dịch vụ ngân hàng đầu tư,... có thể giúp nhóm CTCK này mở rộng quan hệ với khách hàng tổ chức và gia tăng doanh thu từ các dịch vụ ngoài môi giới.

Tuy nhiên, đây là lợi thế về cấu trúc và khả năng khai thác hệ sinh thái, không đồng nghĩa nhóm bank-backed sẽ chiếm ưu thế ở mọi phân khúc, khi năng lực môi giới, nghiên cứu, công nghệ và chất lượng dịch vụ vẫn là một trong những yếu tố quan trọng quyết định khả năng cạnh tranh giữa các CTCK.

MỤC 7

Margin — động lực lợi nhuận cốt lõi của chu kỳ

Cho vay ký quỹ là một trong những trụ cột quan trọng của ngành CTCK trong chu kỳ hiện tại. Khi thanh khoản tăng, nhu cầu sử dụng đòn bẩy của nhà đầu tư thường tăng theo, giúp dư nợ margin mở rộng và tạo thu nhập lãi có tính lặp lại cao hơn so với tự doanh. Tuy nhiên, tăng trưởng margin không vô hạn: các CTCK đã tiệm cận trần cho vay theo vốn chủ sở hữu sẽ cần tăng vốn nếu muốn duy trì tốc độ mở rộng.

Tính bền vững của trụ cột này phụ thuộc vào dư địa cho vay còn lại theo quy định (không vượt quá 2 lần vốn chủ sở hữu) và khả năng duy trì nhu cầu sử dụng margin khi thanh khoản tiếp tục cải thiện. Phần lớn CTCK có quy mô vốn lớn vẫn còn dư địa đáng kể, tạo điều kiện để mở rộng dư nợ nếu nhu cầu vay ký quỹ tiếp tục tăng. Ngược lại, một số công ty đã tiến sát trần 200% và sẽ phải tăng vốn nếu muốn duy trì tốc độ tăng trưởng margin trong giai đoạn tới.

CTCK	Dư nợ margin (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Margin/ VCSH (lần)	Ghi chú
Toàn ngành (81 CTCK)	454.805	460.257	0,99	Bình quân ngành vẫn an toàn, dưới trần
TCBS (TCX)	51.522	45.782	1,13	Dư nợ margin lớn nhất ngành, còn nhiều dư địa
SSI	40.473	40.724	0,99	Còn nhiều dư địa
VPBankS (VPX)	38.177	35.703	1,07	Còn nhiều dư địa
VPS (VCK)	31.311	31.206	1,00	Còn nhiều dư địa
HSC (HCM)	29.024	14.640	1,98	Cận trần cho vay theo quy định
KBSV	8.880	4.664	1,90	Cận trần cho vay theo quy định
Vietinbank Securities (CTS)	5.322	2.866	1,86	Cận trần cho vay theo quy định

Nguồn: FiinPro-X (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK), TPS Research tổng hợp và phân tích. Trần dư nợ cho vay margin/VCSH theo quy định hiện hành: 200%.

Mức sử dụng hạn mức margin/VCSH toàn ngành

0,99x (49,5% hạn mức)

0x

2,00x (trần quy định)

MỤC 7 (tiếp theo)

Tăng vốn đang trở thành điều kiện để mở rộng dư địa margin

Làn sóng tăng vốn vẫn tiếp tục diễn ra trong nửa cuối năm 2026, cho thấy xu hướng các CTCK chủ động mở rộng năng lực tài chính để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng của chu kỳ mới. Theo S&I Ratings, tổng quy mô tăng vốn của ngành năm 2026 ước khoảng 100.000 tỷ đồng, tương đương mức cao của năm 2025. Nguồn vốn mới chủ yếu được phân bổ cho mở rộng dư nợ margin, đầu tư tự doanh, phát triển ngân hàng đầu tư và nâng cấp hạ tầng công nghệ, qua đó tạo dư địa cho các hoạt động kinh doanh cần nhiều vốn.

Ở nhóm CTCK vốn lớn, HSC đang triển khai kế hoạch huy động khoảng 5.000 tỷ đồng, nâng vốn điều lệ từ 10.808 tỷ đồng lên gần 15.800 tỷ đồng, chủ yếu để mở rộng cho vay margin và tăng năng lực tài chính. MBS cũng dự kiến huy động khoảng 3.337 tỷ đồng, trong đó khoảng 70% dành cho hoạt động margin.

Ở nhóm quy mô vừa, SHS dự kiến nâng vốn điều lệ lên khoảng 10.064 tỷ đồng; ABW huy động khoảng 2.000 tỷ đồng để bổ sung vốn cho margin và tự doanh; VDS dự kiến tăng vốn lên khoảng 4.500 tỷ đồng, phục vụ mở rộng margin và tự doanh. Bên cạnh đó, APG dự kiến huy động khoảng 550 tỷ đồng qua phát hành riêng lẻ, trong và nâng vốn điều lệ khi VikkiBankS có kế hoạch phát hành riêng lẻ 300 triệu cổ phiếu, huy động khoảng 3.000 tỷ đồng lên 3.500 tỷ đồng. Ở nhóm quy mô nhỏ, KAFI và UPSC cũng đang triển khai các phương án tăng vốn nhằm bổ sung nguồn lực cho hoạt động kinh doanh và cho vay ký quỹ.

Làn sóng tăng vốn diễn ra đồng thời với quá trình mở rộng hoạt động margin. Dư nợ margin toàn ngành hiện tương đương khoảng 0,99 lần vốn chủ sở hữu, cho thấy trên bình diện toàn ngành vẫn còn dư địa đáng kể trước ngưỡng tối đa 200% vốn chủ sở hữu theo quy định. Tuy nhiên, dư địa này phân bổ không đồng đều: một số CTCK vẫn còn khả năng mở rộng dư nợ trên nền vốn hiện hữu, trong khi các doanh nghiệp có tỷ lệ sử dụng vốn cao.

Kế hoạch huy động vốn theo CTCK - năm 2026

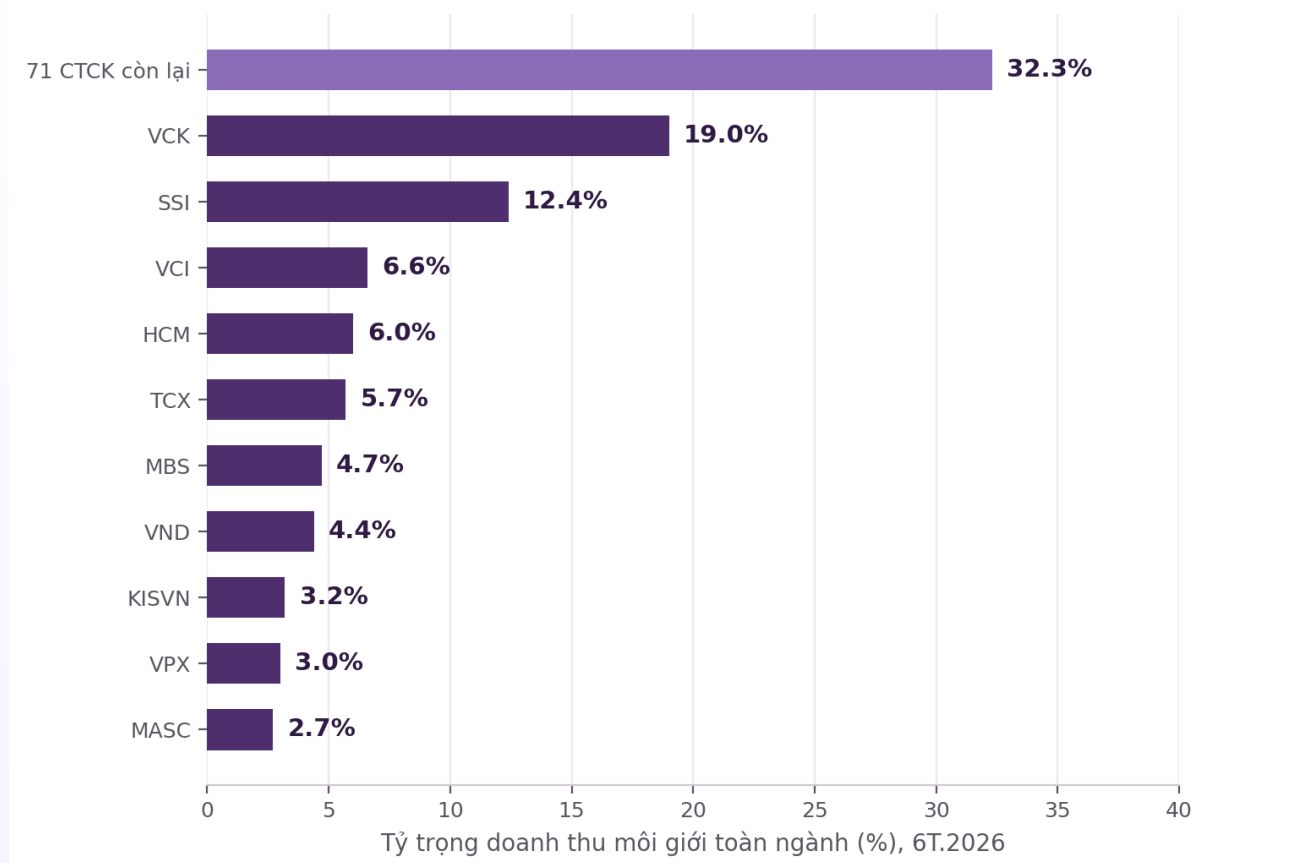


MỤC 8

Môi giới & thanh khoản — động lực tăng trưởng lan tỏa

Doanh thu môi giới toàn ngành đạt 8.628 tỷ đồng trong 6T.2026, tăng 31,5% so với cùng kỳ. Top 5 CTCK chiếm 49,7% doanh thu môi giới toàn ngành và Top 10 chiếm 67,6% trong 6T.2026.

Thị phần môi giới: Top 5 chiếm 49,7% · Top 10 chiếm 67,6% toàn ngành



Nguồn: FiinPro-X (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK), TPS Research tổng hợp và phân tích

Môi giới là hoạt động cốt lõi tạo nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng của các công ty chứng khoán. Khi thanh khoản thị trường cải thiện, doanh thu môi giới gia tăng, giúp các CTCK có thêm nguồn lực để mở rộng dư nợ margin, đầu tư hạ tầng công nghệ, nâng cao chất lượng dịch vụ và thu hút thêm nhà đầu tư. Những yếu tố này tiếp tục hỗ trợ thanh khoản thị trường, tạo nên vòng lặp tăng trưởng tích cực giữa thanh khoản và kết quả kinh doanh của ngành. Ngược lại, khi thanh khoản suy giảm kéo dài, sẽ tạo áp lực lên doanh thu môi giới.

MỤC 8 (tiếp theo)

Môi giới & thanh khoản — động lực tăng trưởng lan tỏa

Biến số quan trọng nhất chi phối doanh thu môi giới của các CTCK là mặt bằng thanh khoản thị trường. Sau khi cải thiện mạnh trong năm 2024, thanh khoản tiếp tục tăng đáng kể trong năm 2025, với giá trị giao dịch bình quân trên 3 sàn đạt khoảng 28.900 tỷ đồng/phiên, tăng 34,3% YoY. Sang 6T.2026, thanh khoản tiếp tục duy trì ở mức cao, với giá trị giao dịch bình quân toàn thị trường đạt khoảng 29.300 tỷ đồng/phiên, tăng 37,5% YoY. Tuy nhiên, đà tăng không diễn ra đồng đều khi thanh khoản có xu hướng hạ nhiệt trong Q2.2026, với giá trị giao dịch bình quân khoảng 24.100 tỷ đồng/phiên, thấp hơn đáng kể mức khoảng 35.000 tỷ đồng/phiên trong Q1.2026.

37,5% YoY — tăng trưởng thanh khoản bình quân 6T.2026, dù đà tăng không đều qua các quý

Diễn biến trong Q3.2026 cho thấy thị trường bước vào giai đoạn kiểm định chất lượng dòng tiền thay vì mở rộng quy mô. Từ đầu năm 2026 đến giữa tháng 9/2026, giá trị giao dịch khớp lệnh bình quân chỉ đạt khoảng 20.455 tỷ đồng/phiên, giảm 13,86% so với cùng kỳ, trong khi VN-Index gần như đi ngang (+0,60% YTD) — dấu hiệu của một thị trường thiếu dòng tiền mới, nhà đầu tư có xu hướng đứng ngoài quan sát hoặc thận trọng giải ngân hơn là một môi trường sôi động với dòng tiền luân chuyển tích cực.

Chúng tôi kỳ vọng thanh khoản nửa cuối 2026 duy trì trên nền lịch sử nhưng khó tăng theo đường thẳng. Áp lực lãi suất trong nước còn lớn khi tăng trưởng tín dụng cuối 6T.2026 cao hơn đáng kể tăng trưởng huy động, trong khi dư địa giảm lãi suất bị thu hẹp sau khi Fed nâng lãi suất 0,25% lên vùng 3,75% - 4,00% ngày 16.09.2026. Đồng USD mạnh lên với DXY vượt mốc 100 điểm, gia tăng áp lực đối với dòng vốn vào các thị trường mới nổi.

Rủi ro bên ngoài cũng có thể làm gián đoạn dòng tiền vào cổ phiếu. Xung đột tại Trung Đông và nguy cơ gián đoạn dòng năng lượng qua eo biển Hormuz đã đẩy giá dầu Brent lên quanh 109 USD/thùng, trong khi CPI bình quân 8T.2026 tăng 4,45%, gần sát mục tiêu 4,5% của Chính phủ. Ở chiều tích cực, tỷ giá đã hạ nhiệt khi giá bán USD tại Vietcombank và thị trường tự do lần lượt ở mức 26.180 và 25.820 đồng/USD tại ngày 18.09.2026, đều thấp hơn đầu năm, giúp giảm bớt rủi ro tỷ giá cho nhà đầu tư nước ngoài trước thời điểm nâng hạng.

~6 tỷ USD — tổng dòng vốn ngoại tiềm năng sau nâng hạng theo FTSE Russell

Q4 sẽ là giai đoạn quan trọng hơn đối với thanh khoản khi dòng vốn nâng hạng bắt đầu được phân bổ thực tế. Việt Nam chính thức được FTSE nâng lên nhóm Thị trường mới nổi thứ cấp từ 21.09.2026, với tỷ trọng dự kiến trong FTSE Emerging All Cap Index nâng lên 0,488% từ mức 0,33%. Tổng dòng vốn thụ động có thể vượt 2,2 tỷ USD, giải ngân theo bốn giai đoạn: 10% vào 21.09.2026, 20% vào 22.03.2027, 35% vào 21.06.2027 và 35% còn lại vào 20.09.2027. Tính cả dòng vốn chủ động, tổng dòng vốn ngoại có thể đạt khoảng 6 tỷ USD, song mang tính chọn lọc cao, phụ thuộc vào chất lượng doanh nghiệp, định giá và triển vọng tăng trưởng.

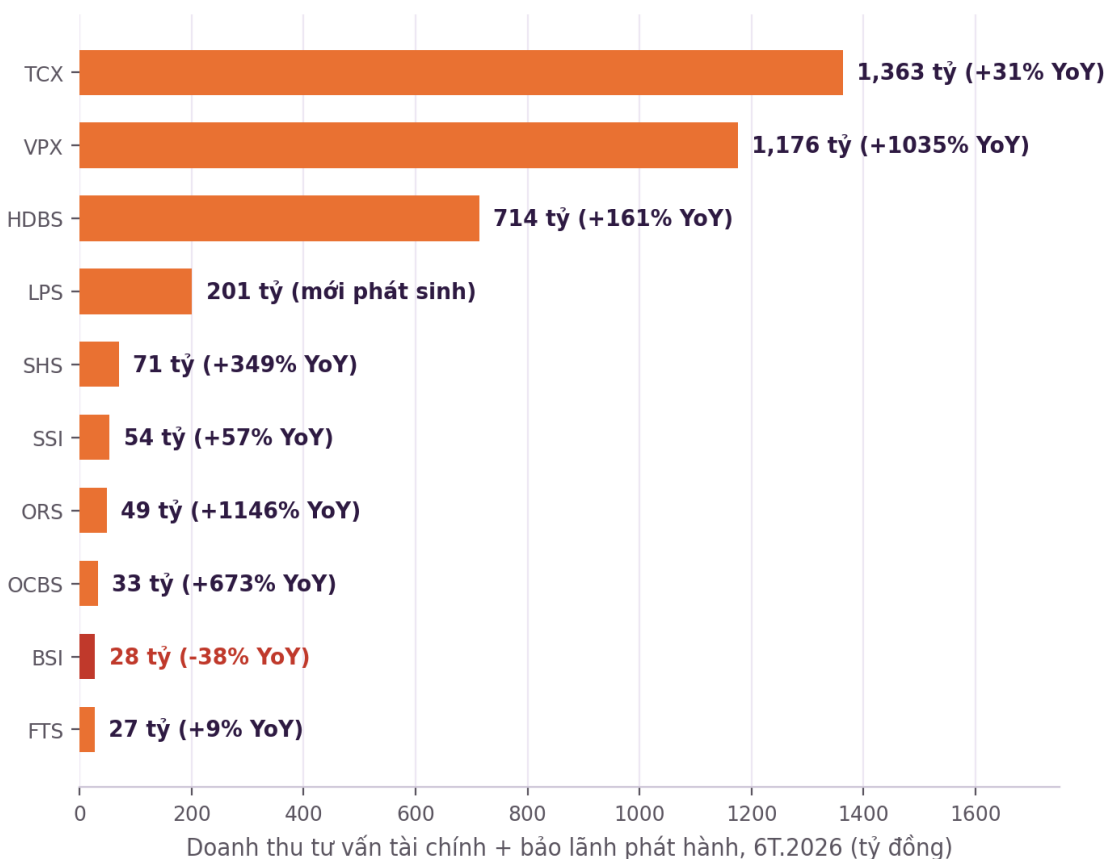
Do đó, nâng hạng có thể đưa thanh khoản lên một mặt bằng mới và bền vững hơn, nhưng mức độ chuyển hóa phụ thuộc đồng thời vào dòng vốn ngoại, lãi suất và tỷ giá. Với ngành chứng khoán, giá trị của nâng hạng không nằm ở một lần gia tăng thanh khoản, mà ở khả năng hình thành chu kỳ thanh khoản bền vững, cộng hưởng lên môi giới, margin, lưu ký, IB và quản lý tài sản, qua đó tạo nền tảng cho một chu kỳ tăng trưởng mới của ngành chứng khoán. Ngược lại, lãi suất duy trì cao trong thời gian dài sẽ là yếu tố cản trở dòng tiền vào cổ phiếu và hạn chế dư địa mở rộng dư nợ margin, khiến tốc độ chuyển hóa lợi ích từ nâng hạng sang tăng trưởng lợi nhuận CTCK chậm hơn kỳ vọng.

MỤC 9

Ngân hàng đầu tư — tín hiệu sớm của một chu kỳ huy động vốn mới

Mảng ngân hàng đầu tư (doanh thu tư vấn tài chính + bảo lãnh phát hành chứng khoán) ghi nhận mức phục hồi mạnh trong các mảng kinh doanh cốt lõi: tổng doanh thu toàn ngành đạt 3,842 tỷ đồng trong 6T.2026, tăng 98.1% so với 1,940 tỷ đồng cùng kỳ 2025 — tín hiệu cho thấy làn sóng huy động vốn của doanh nghiệp Việt Nam đang tăng tốc trở lại, không riêng ngành chứng khoán.

Top 10 CTCK dẫn đầu doanh thu ngân hàng đầu tư (tư vấn + bảo lãnh phát hành)



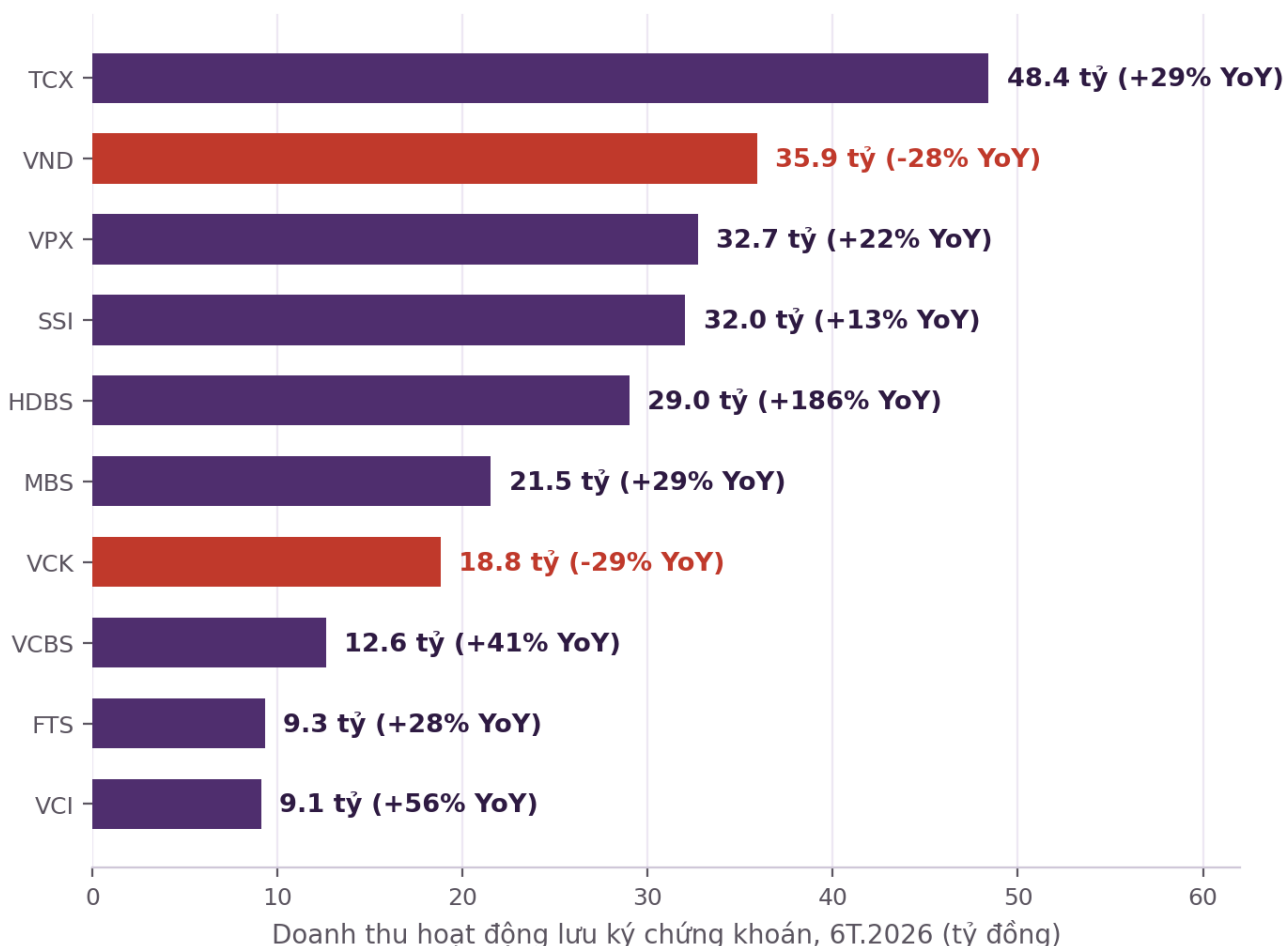
Nguồn: FiinPro-X (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK), TPS Research tổng hợp và phân tích

TCBS dẫn đầu với 1.363 tỷ đồng doanh thu IB (+31,0%), chiếm hơn 1/3 tổng doanh thu IB toàn ngành. VPX và HDBS ghi nhận mức tăng cao lần lượt 1.035,1% lên 1.176 tỷ đồng và 161,5% lên 714 tỷ đồng, trong khi LPS phát sinh 201 tỷ đồng doanh thu IB từ nền gần như bằng 0 cùng kỳ. Diễn biến này cho thấy hoạt động tư vấn tăng vốn và phát hành đang phục hồi.

MỤC 9 (tiếp theo)

Lưu ký – khả năng duy trì tài sản khách hàng tại CTCK

Top 10 CTCK dẫn đầu doanh thu lưu ký chứng khoán



Cùng với doanh thu IB, doanh thu lưu ký được sử dụng như một chỉ báo định lượng thay thế, phản ánh một phần mức độ tham gia vào hoạt động lưu ký và quản lý tài sản, nhưng chưa đủ để đại diện cho toàn bộ năng lực khách hàng tổ chức và NĐT nước ngoài.

Top 10 CTCK dẫn đầu doanh thu lưu ký cho thấy các CTCK thuộc hệ sinh thái ngân hàng (TCX, VPX, HDBS, MBS, VCBS) chiếm một nửa danh sách và phần lớn ghi nhận tăng trưởng hai chữ số, trong khi VND và VCK suy giảm hai chữ số. Diễn biến này cho thấy quy mô lưu ký có thể dịch chuyển theo cơ cấu và mức độ gắn kết của tệp khách hàng. Trong bối cảnh nâng hạng, khi nhu cầu của NĐT tổ chức nước ngoài được kỳ vọng gia tăng, năng lực vận hành, lưu ký và thanh toán có thể trở thành một yếu tố cạnh tranh trong việc thu hút và duy trì tệp khách hàng tổ chức.

MỤC 10

Tự doanh — mảng nhạy cảm nhất với chu kỳ giá

Khác với môi giới, margin hay lưu ký — chủ yếu tạo doanh thu từ phí và lãi trên quy mô hoạt động của khách hàng — tự doanh là mảng mà CTCK trực tiếp chịu rủi ro biến động giá của danh mục. Vì vậy, đây là mảng có mức độ nhạy cảm cao nhất với diễn biến thị trường trong chu kỳ nâng hạng.

Cơ chế hưởng lợi diễn ra qua hai kênh. Thứ nhất, danh mục tài sản tài chính ghi nhận theo giá trị hợp lý được đánh giá lại theo giá thị trường — khi dòng vốn ngoại tái định giá mặt bằng cổ phiếu, đặc biệt các mã thuộc rổ FTSE và nhóm vốn hóa lớn thường chiếm tỷ trọng cao trong danh mục tự doanh, phần lãi đánh giá lại được ghi nhận ngay vào kết quả kinh doanh mà không cần phát sinh giao dịch. Thứ hai, danh mục công cụ nợ và tiền gửi tạo nguồn thu lãi tương đối ổn định, đóng vai trò đệm khi thị trường cổ phiếu đi ngang.

① Đánh giá lại tài sản tài chính

② Thu nhập công cụ nợ & tiền gửi

Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận từ tự doanh cần được đánh giá thận trọng hơn tăng trưởng doanh thu phí. Lãi/lỗ từ đánh giá lại danh mục phụ thuộc trực tiếp vào diễn biến giá tài sản và có thể đảo chiều nhanh trong một vài quý, trong khi doanh thu môi giới và lãi cho vay margin có tính lặp lại cao hơn và gắn với quy mô hoạt động của khách hàng. Vì vậy, xét trên góc độ định giá, lợi nhuận tự doanh không nên được xem có chất lượng tương đương với lợi nhuận từ các hoạt động thu phí và cho vay. Hai CTCK có cùng mức tăng trưởng lợi nhuận nhưng khác biệt lớn về tỷ trọng đóng góp của tự doanh thực chất có mức độ bền vững lợi nhuận khác nhau. Đây cũng là một yếu tố giải thích sự phân hóa về mặt bằng P/E giữa các CTCK ở mục 11.

Mức độ phân hóa theo mô hình kinh doanh vì vậy rất rõ, nhưng cần được đọc bằng hai lăng kính khác nhau. Kết quả chấm điểm Nhóm A – D ở mục 5 phản ánh mặt bằng hoạt động trên 8 tiêu chí tại 6T.2026, còn độ nhạy tự doanh ở mục 9 cho biết mức tăng lợi nhuận kỳ này đến từ đâu. Vì vậy một CTCK vẫn có thể thuộc Nhóm A nhờ nền tảng margin, môi giới và lưu ký mạnh, trong khi phần lớn mức tăng LNST kỳ này lại đến từ đánh giá lại tài sản tài chính — trường hợp của HCM và HDBS. Ở đầu ngược lại, TCX và MBS vừa thuộc Nhóm A vừa có độ nhạy tự doanh thấp, tức tăng trưởng bám vào hoạt động thu phí.

Tỷ trọng tự doanh lớn

Hưởng lợi nhanh hơn khi thị trường tăng, nhưng biến động mạnh hơn khi giá cổ phiếu đảo chiều.

Định hướng thu phí

Kết quả kinh doanh gắn chặt hơn với quy mô giao dịch và nhu cầu sử dụng dịch vụ của khách hàng — ổn định hơn qua các chu kỳ.

MỤC 10 (tiếp theo)

Độ nhạy lợi nhuận với tự doanh có sự phân hóa giữa các CTCK

Tự doanh tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận ngành trong 6T.2026, nhưng chưa phải động lực chi phối và không phải chỉ báo phù hợp để đánh giá độ bền của chu kỳ. LNST toàn ngành tăng thêm 5.618 tỷ đồng so với cùng kỳ 2025 (tương đương +38,6%), trong khi lãi gộp từ hoạt động tự doanh tài sản tài chính (FVTPL, AFS) chỉ đóng góp khoảng 5,2% vào mức tăng này.

Do đó, margin, doanh thu môi giới, IB và lưu ký là các chỉ báo phù hợp hơn để đánh giá độ bền của chu kỳ.

CTCK	Lãi ròng tự doanh 6T.2026 (tỷ đồng)	Δ tự doanh YoY (tỷ đồng)	Δ LNST YoY (tỷ đồng)	Đóng góp của thay đổi tự doanh vào Δ LNST	Độ nhạy lợi nhuận với tự doanh
Toàn ngành	10.573	+293	+5.618	5%	Thấp
TCX	1.421	−99	+409	−24%	Thấp
MBS	206	+17	+102	17%	Thấp
VCI	328	+27	+113	24%	Trung bình
VPS	1.173	+410	+1.447	28%	Trung bình
SSI	1.729	+237	+698	34%	Trung bình
VND	1.105	+297	+677	44%	Trung bình
VCK	968	+538	+902	60%	Trung bình – cao
HCM	312	+132	+145	91%	Cao
HDBS	670	+572	+899	64%	Cao

Nguồn: FiinPro-X (BCTC hợp nhất 6T.2026 của các CTCK), TPS Research tổng hợp và phân tích. Lãi ròng tự doanh = Lãi từ tài sản tài chính (FVTPL, AFS) – Lỗ các tài sản tài chính.

Độ nhạy thấp

Tự doanh giải thích dưới 20% mức tăng LNST

Toàn ngành 5% · TCX −24% · MBS 17%

Tăng trưởng dựa vào margin, môi giới và lưu ký — nền lợi nhuận bền qua chu kỳ.

Độ nhạy trung bình

Tự doanh giải thích 20% – 50% mức tăng LNST

VCI 24% · VPS 28% · SSI 34% · VND 44%

Tự doanh hỗ trợ tăng trưởng nhưng chưa chi phối kết quả kinh doanh — độ bền chu kỳ ở mức trung tính.

Độ nhạy cao

Tự doanh giải thích trên 50% mức tăng LNST

HDBS 64% · HCM 91%

Lợi nhuận tăng gắn với giá tài sản — rủi ro đảo chiều nhanh khi thị trường điều chỉnh.

MỤC 11

Định giá ngành: mặt bằng P/B 5 năm và ba vùng định giá

Dựa trên dữ liệu 5 năm cho thấy P/B bình quân của ngành ở mức 1,78x, trung vị 1,72x và độ lệch chuẩn 0,48x.

Trên cơ sở đó, vùng P/B từ 1,31x đến 2,26x tương ứng với khoảng trung bình ± 1 độ lệch chuẩn, được sử dụng làm vùng tham chiếu để đánh giá mức định giá tương đối của từng CTCK. Các CTCK có P/B dưới 1,31x được xếp vào nhóm thấp hơn mặt bằng ngành, trên 2,26x là cao hơn mặt bằng ngành, trong khi khoảng giữa được xem là phù hợp với mặt bằng ngành.



Nguồn: FiinPro-X; TPS Research tổng hợp và phân tích

Thấp hơn mặt bằng

P/B < 1,31x

Phù hợp mặt bằng

1,31x – 2,26x

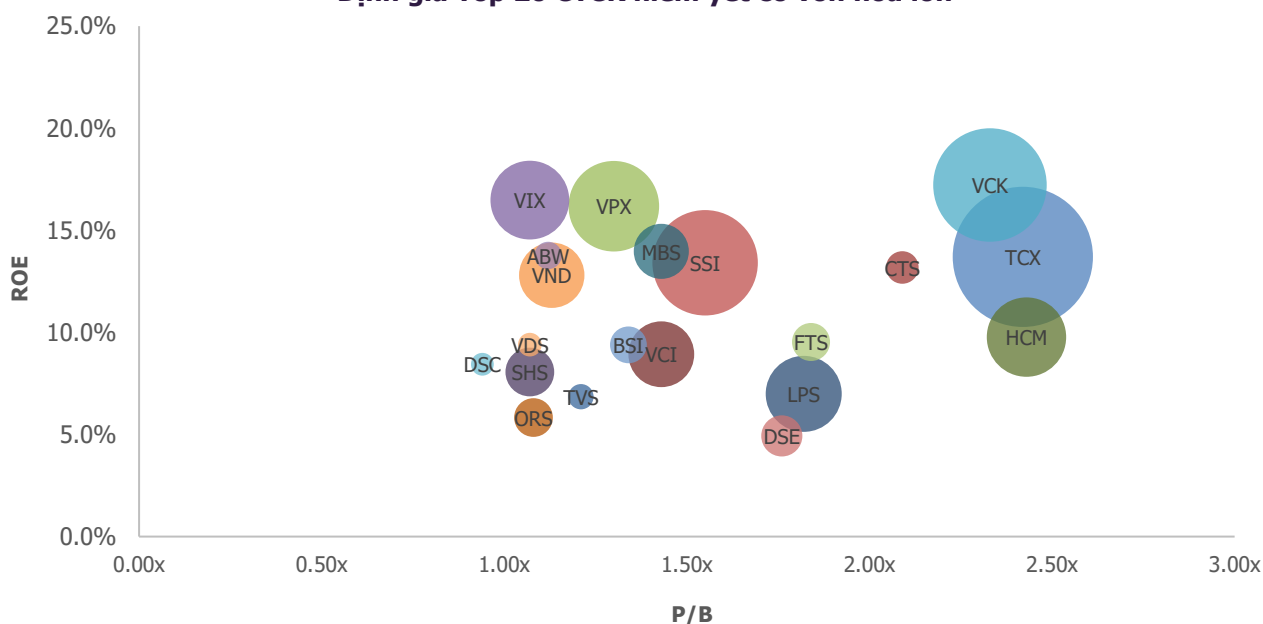
Cao hơn mặt bằng

P/B > 2,26x

MỤC 11 (tiếp theo)

Phân hóa định giá trong Top 20 CTCK theo VCSH

Định giá Top 20 CTCK niêm yết có vốn hóa lớn



Nguồn: FiinPro-X; TPS Research tổng hợp và phân tích, P/Btrailing dựa trên VCSH tại 30/06/2026

Định giá phân hóa rõ giữa các CTCK

Trong Top 20 CTCK theo VCSH, 9 mã có P/B thấp hơn mặt bằng ngành, gồm VPX, VIX, VND, DSC, ABW, TVS, SHS, VDS và ORS. Trong đó, VIX, VPX, VND và ABW có P/B lần lượt 1,07x, 1,30x, 1,13x và 1,12x, thấp hơn đáng kể mức bình quân 1,78x.

08 mã nằm trong vùng phù hợp với mặt bằng ngành, gồm SSI, LPS, VCI, MBS, BSI, DSE, FTS và CTS. P/B của nhóm dao động từ 1,34x đến 2,09x, cho thấy mức định giá tương đối chưa tạo ra chênh lệch lớn so với lịch sử chung của ngành.

Ở chiều ngược lại, TCX, VCK và HCM có P/B lần lượt 2,42x, 2,33x và 2,43x, đều cao hơn ngưỡng 2,26x. Đây là nhóm được thị trường định giá cao hơn rõ rệt so với mặt bằng chung. Tuy nhiên, mức P/B cao hơn cần được nhìn trong bối cảnh vị thế và quy mô của từng doanh nghiệp. TCX, VCK và HCM đều thuộc nhóm CTCK đầu ngành, có quy mô vốn lớn, thị phần đáng kể và khả năng khai thác các cơ hội tăng trưởng của thị trường. Do đó, việc nhóm này được định giá cao hơn mặt bằng chung là phù hợp và phần nào phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư đối với chất lượng cũng như triển vọng tăng trưởng dài hạn.

P/B thấp hơn mặt bằng

9 mã

Phù hợp mặt bằng

8 mã

P/B cao hơn mặt bằng

3 mã

MỤC 11 (tiếp theo)

Đôi chiếu P/B với ROE: định giá thấp hay sinh lời thấp?

P/B thấp chưa đồng nghĩa với định giá thấp nếu hiệu quả sinh lời không tương xứng

ROE được sử dụng để đánh giá mức định giá tương đối trong mối quan hệ với hiệu quả sử dụng vốn. Đôi chiếu với ROE cho thấy không phải mọi CTCK có P/B thấp đều có cùng mức độ hấp dẫn.

Trong nhóm có P/B thấp hơn mặt bằng ngành, VIX (ROE 16,5%), VPX (16,2%), ABW (13,8%) và VND (12,8%) là những trường hợp đáng chú ý khi đồng thời duy trì ROE ở mức hai chữ số và P/B thấp hơn đáng kể mức bình quân ngành. Sự so sánh này cho thấy thị trường hiện chưa đặt mức định giá cao tương ứng với hiệu quả sinh lời của các doanh nghiệp.

Ngược lại, P/B thấp không phải lúc nào cũng đồng nghĩa với mức định giá hấp dẫn. Một số CTCK như TVS và SHS có P/B thấp nhưng ROE lần lượt chỉ 6,9% và 8,1%. Trong trường hợp này, mức định giá thấp hơn có thể phản ánh một phần hiệu quả sử dụng vốn hiện tại và cần được đánh giá cùng với khả năng cải thiện lợi nhuận trong tương lai.

Ở nhóm có P/B cao hơn mặt bằng ngành, VCK có ROE 17,2%, cao nhất trong Top 20, qua đó tạo nền tảng tương đối rõ cho mức định giá cao hơn hiện tại. Với TCX và HCM, mức định giá cao hơn cũng cần được nhìn nhận cùng quy mô vốn, vị thế đầu ngành và kỳ vọng tăng trưởng của từng doanh nghiệp. Riêng HCM có P/B 2,43x trong khi ROE 9,8%, do đó khả năng duy trì mức định giá hiện tại sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào việc hiệu quả sinh lời có tiếp tục cải thiện.

Kỳ vọng chu kỳ mới đang được phản ánh khác nhau giữa các nhóm

Kết quả cho thấy mức độ phản ánh kỳ vọng về chu kỳ tăng trưởng mới đang có sự phân hóa đáng kể giữa các CTCK, ngay cả trong nhóm doanh nghiệp quy mô lớn.

Ở nhóm định giá cao hơn mặt bằng, TCX, VCK và HCM đang giao dịch ở vùng P/B cao hơn đáng kể mặt bằng lịch sử của ngành. Đây có thể được xem là mức định giá phù hợp với vị thế dẫn đầu, quy mô vốn lớn và khả năng hưởng lợi trực tiếp từ các động lực tăng trưởng của ngành như nâng hạng thị trường, dòng vốn ngoại, mở rộng dư nợ margin, gia tăng thanh khoản và phát triển hoạt động ngân hàng đầu tư. Nói cách khác, một phần kỳ vọng về chu kỳ mới đã được thị trường phản ánh vào giá của nhóm dẫn đầu.

Nhóm có định giá phù hợp với mặt bằng ngành gồm SSI, LPS, VCI, MBS, BSI, DSE, FTS và CTS. Đây là nhóm đang được thị trường định giá trong vùng P/B lịch sử của toàn ngành, cho thấy kỳ vọng về chu kỳ mới đã được phản ánh ở mức độ vừa phải, chưa tạo ra sự chênh lệch định giá đáng kể so với mặt bằng chung. Trong nhóm này, những CTCK có ROE tốt và khả năng cải thiện vị thế kinh doanh vẫn có thể được nâng mặt bằng định giá nếu các động lực tăng trưởng mới được hiện thực hóa rõ hơn.

Nhóm có định giá thấp hơn mặt bằng ngành gồm VPX, VIX, VND, DSC, ABW, TVS, SHS và VDS. Trong đó VIX, VPX, VND và ABW vừa có P/B thấp hơn đáng kể mặt bằng ngành, vừa duy trì ROE trên 12%. Đây là nhóm có khoảng cách định giá tương đối lớn và có khả năng thu hẹp khoảng cách nếu hiệu quả sinh lời được duy trì, lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng và các động lực của chu kỳ mới thực sự chuyển hóa thành kết quả kinh doanh.

Do đó, dư địa tăng giá của ngành không chỉ phụ thuộc vào mức P/B hiện tại mà quan trọng hơn là khả năng kết quả kinh doanh trong chu kỳ mới vượt lên trên kỳ vọng đã được phản ánh vào giá. Các CTCK có ROE tốt nhưng đang được định giá thấp hơn đáng kể so với mặt bằng ngành có lợi thế về khoảng cách định giá, trong khi nhóm đang ở vùng phù hợp hoặc cao hơn mặt bằng vẫn có thể tiếp tục tăng giá nếu duy trì được tăng trưởng lợi nhuận, cải thiện ROE và củng cố vị thế cạnh tranh. Theo đó, cơ hội tái định giá nhiều khả năng tập trung vào những doanh nghiệp có khả năng tạo ra mức tăng trưởng thực tế cao hơn mức kỳ vọng hiện tại của thị trường.

MỤC 12

Mức độ phân hóa trong chu kỳ

Chu kỳ nâng hạng không tạo ra lợi ích đồng đều giữa các CTCK. Mức độ tập trung cao ở hầu hết các mảng kinh doanh cho thấy lợi ích từ làn sóng thanh khoản và dòng vốn ngoại nhiều khả năng sẽ tập trung vào một nhóm CTCK có lợi thế về vốn, thị phần và năng lực cung cấp dịch vụ. Sự phân hóa này thể hiện rõ trên bốn lớp.

01

Thứ nhất, phân hóa về quy mô và hiệu quả sử dụng vốn: Top 15/81 CTCK đóng góp 84,9% tổng LNST 6T.2026 toàn ngành, dù chỉ chiếm 64,6% VCSH và 70,1% dư nợ margin toàn ngành. Chênh lệch này cho thấy nhóm dẫn đầu có khả năng chuyển hóa nguồn vốn và dư nợ margin thành lợi nhuận tốt hơn so với phần còn lại của ngành.

02

Thứ hai, phân hóa theo từng mảng kinh doanh: mức độ tập trung thấp nhất ở margin (Top 5 chiếm 41,9% dư nợ, Top 10 chiếm 60,7%) và môi giới (Top 5 chiếm 49,7% doanh thu, Top 10 chiếm 67,6%) — hai mảng có quy mô thị trường lớn và mức độ cạnh tranh cao. Mức độ tập trung cao hơn ở lưu ký (Top 5 chiếm 46,6% doanh thu) và đặc biệt là ngân hàng đầu tư (Top 5 chiếm tới 91,8% doanh thu IB) — những mảng đòi hỏi năng lực chuyên môn, mạng lưới khách hàng tổ chức và lịch sử quan hệ lâu năm, tạo ra rào cản gia nhập cao hơn.

03

Thứ ba, phân hóa theo mô hình kinh doanh và năng lực hưởng lợi: trong mô hình chấm điểm 8 tiêu chí áp dụng cho 30 CTCK có LNST cao nhất 6T.2026, chỉ 8/30 công ty đạt Nhóm A — nhóm hội tụ đồng thời quy mô vốn, dư địa margin, thị phần môi giới và năng lực phục vụ khối ngoại; 17/30 thuộc Nhóm B và 5/30 thuộc Nhóm C-D. Như vậy, ngay trong nhóm CTCK có lợi nhuận cao nhất, số doanh nghiệp hội tụ đầy đủ các lợi thế để tận dụng chu kỳ nâng hạng vẫn còn hạn chế.

04

Thứ tư, phân hóa về chất lượng lợi nhuận và định giá: các CTCK có tỷ trọng tự doanh cao trong LNST nhạy hơn với biến động giá tài sản. SHS là trường hợp đáng lưu ý khi lãi tự doanh giảm 86,4%, kéo LNST giảm 57,4% YoY, trái ngược với xu hướng tăng trưởng chung của ngành. Trong khi đó, thị trường cũng đang định giá các CTCK theo mức độ kỳ vọng khác nhau: P/B dao động từ 0,94–2,42 lần trong nhóm CTCK vốn lớn (Mục 11), cho thấy mức độ phản ánh triển vọng chu kỳ mới vào giá vẫn rất khác biệt.

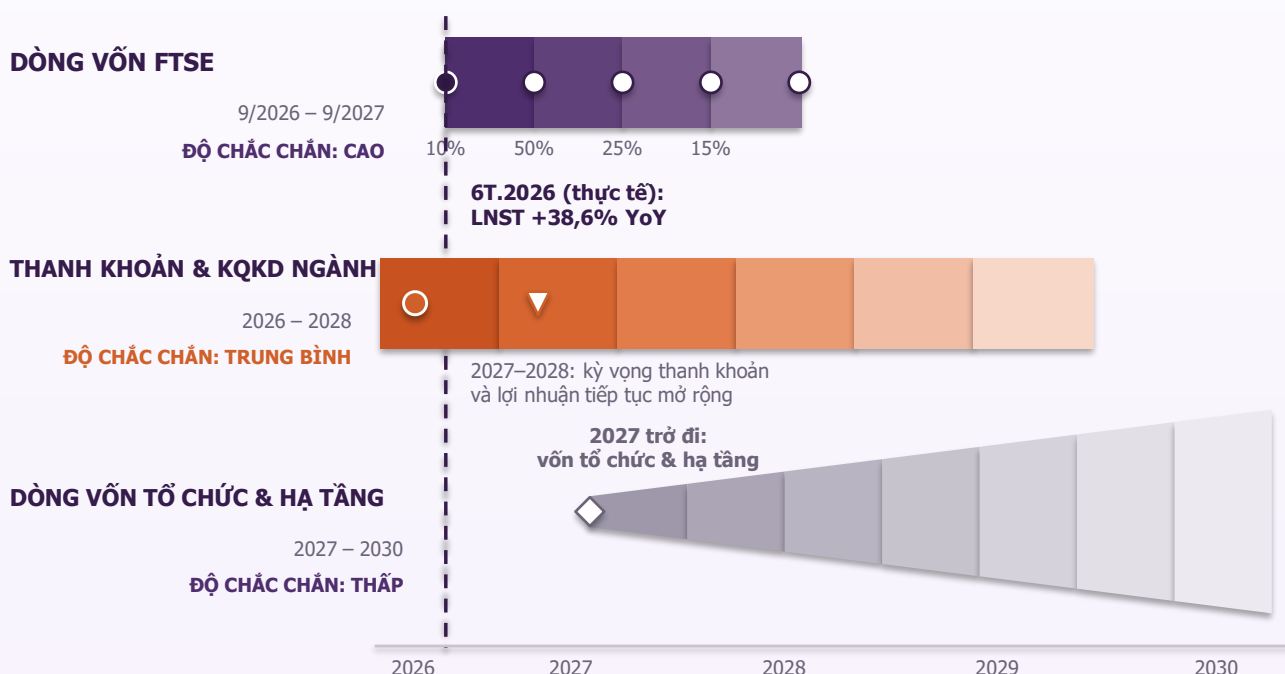
Nhìn tổng thể, lợi thế trong chu kỳ nâng hạng không nằm ở một chỉ tiêu đơn lẻ mà ở khả năng hội tụ nhiều lợi thế cùng lúc. CTCK có thể dẫn đầu về môi giới nhưng hạn chế về vốn, hoặc có quy mô vốn lớn nhưng định giá đã phản ánh phần lớn kỳ vọng. Do đó, việc đánh giá cổ phiếu CTCK trong chu kỳ mới cần xem xét đồng thời quy mô vốn và khả năng mở rộng margin, thị phần và năng lực phục vụ khách hàng tổ chức, chất lượng lợi nhuận và mức độ định giá, qua đó xác định nhóm có khả năng chuyển hóa thanh khoản và dòng vốn mới thành tăng trưởng lợi nhuận bền vững.

MỤC 13

Triển vọng 2026–2030: sau nâng hạng – từ dòng vốn đến lợi nhuận

Nâng hạng FTSE được kỳ vọng là điểm khởi đầu của một chu kỳ tăng trưởng mới. Dữ liệu 6T.2026 cho thấy nhiều động lực của chu kỳ này đã xuất hiện trước cả khi dòng vốn ETF giải ngân. Vốn chủ sở hữu toàn ngành tăng 51,7%, dư nợ margin tăng 49,2%, doanh thu môi giới tăng 31,5% và doanh thu ngân hàng đầu tư tăng 98,1% so với cùng kỳ. Chúng tôi đánh giá triển vọng giai đoạn 2026–2030 nghiêng về kịch bản tích cực, nhưng mức độ hưởng lợi được kỳ vọng sẽ có sự phân hóa giữa các công ty chứng khoán. Nâng hạng được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thanh khoản thị trường duy trì ở mặt bằng cao hơn, trong khi khả năng chuyển hóa thành tăng trưởng lợi nhuận còn phụ thuộc vào dòng vốn thụ động từ FTSE, diễn biến thanh khoản và hiệu quả kinh doanh của từng CTCK. Trong đó, cần đánh giá không chỉ quy mô tăng trưởng mà cả chất lượng nguồn thu, tính bền vững của lợi nhuận, hiệu quả sử dụng vốn và khả năng chuyển hóa tăng trưởng thành lợi nhuận. Bên cạnh đó, khả năng thu hút dòng vốn chủ động, tiến độ hoàn thiện công nghệ, hạ tầng thị trường bao gồm hệ thống CCP với mục tiêu đưa vào thực hiện trong Q1.2027, cùng diễn biến của lãi suất, tỷ giá, lạm phát, giá dầu và các rủi ro địa chính trị toàn cầu cũng sẽ ảnh hưởng đến mức độ hiện thực hóa triển vọng của ngành.

21/9/2026 – Nâng hạng chính thức có hiệu lực



Màu càng nhạt, mức độ chắc chắn của dự báo càng thấp; độ dài dài thể hiện khoảng thời gian tác động.

YẾU TỐ VĨ MÔ CẦN THEO DÕI — CÓ THỂ LÀM CHẬM TỐC ĐỘ CHUYỂN HÓA SANG LỢI NHUẬN

3,75 – 4,00%

Lãi suất Fed

> 100 điểm

Chỉ số DXY

104 USD

Dầu Brent/thùng

4,45%

CPI 8T.2026

Nguồn: Số liệu vĩ mô ngày 18/09/2026

MỤC 14**Rủi ro cần lưu ý****01 Rủi ro thực thi hạ tầng**

Cơ chế Non-Prefunding (NPF) và lộ trình CCP còn tương đối mới; khối lượng giao dịch có thể tăng đột biến quanh các đợt tái cơ cấu ETF — đặc biệt giai đoạn 3 và 4 với tỷ trọng 35% mỗi đợt — cần được kiểm chứng qua thực tế vận hành trước khi khẳng định hạ tầng đã sẵn sàng ở quy mô lớn.

02 Rủi ro tăng vốn pha loãng

Một số công ty đã hoặc sẽ cần tăng vốn mạnh để duy trì đà mở rộng margin (đặc biệt nhóm đã cận trần quy định theo phân tích ở báo cáo "Sức khỏe Margin") — tăng vốn quy mô lớn có thể pha loãng ROE trong ngắn hạn trước khi vốn mới được sử dụng hiệu quả.

03 Rủi ro dòng vốn toàn cầu

tốc độ giải ngân thực tế của các quỹ theo dõi chỉ số FTSE có thể lệch khỏi lộ trình 4 giai đoạn dự kiến, tùy thuộc diễn biến lãi suất USD và khẩu vị rủi ro chung của dòng vốn toàn cầu vào nhóm thị trường mới nổi — không riêng Việt Nam.

04 Rủi ro phân hóa kéo dài

Khoảng cách giữa các CTCK có thể tiếp tục duy trì hoặc gia tăng trong chu kỳ tăng trưởng mới. Các công ty có quy mô vốn nhỏ, thị phần môi giới thấp và hạn chế về khách hàng tổ chức có thể khó tận dụng đầy đủ sự gia tăng thanh khoản và dòng vốn mới, qua đó làm gia tăng khoảng cách về năng lực cạnh tranh và tăng trưởng lợi nhuận trong nội bộ ngành.

Kết luận

Nâng hạng thị trường là một cột mốc quan trọng đối với TTCK Việt Nam, nhưng tác động tích cực sẽ không phân bổ đồng đều giữa các CTCK. Trọng tâm của chu kỳ mới nằm ở khả năng từng doanh nghiệp chuyển hóa sự gia tăng thanh khoản và dòng vốn thành tăng trưởng lợi nhuận bền vững. Theo đó, lợi thế nhiều khả năng thuộc về các CTCK có quy mô vốn lớn, còn dư địa mở rộng margin, thị phần môi giới ổn định hoặc gia tăng, chi phí vốn cạnh tranh và năng lực phục vụ nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Thông điệp đầu tư vì vậy cần đặt trên nền tảng chọn lọc thay vì kỳ vọng toàn ngành cùng hưởng lợi. Định giá đã phản ánh một phần kỳ vọng, dư địa margin tại một số công ty lớn đang thu hẹp, lợi nhuận tự doanh có độ biến động cao, trong khi quy mô và tốc độ giải ngân của dòng vốn ngoại vẫn là những yếu tố cần theo dõi. Chu kỳ tăng trưởng mới có thể mở ra dư địa tăng trưởng đáng kể cho ngành, nhưng mức độ hưởng lợi sẽ phụ thuộc vào chất lượng mô hình kinh doanh, năng lực vốn và khả năng chuyển hóa cơ hội thị trường thành kết quả kinh doanh thực tế của từng CTCK.

© 2026 Công ty Cổ phần Chứng khoán Tiên Phong (TPS). Mọi hình thức sao chép, trích dẫn cần ghi rõ nguồn.

KHUYẾN CÁO

Khuyến cáo sử dụng báo cáo

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Bảng xếp hạng tổng hợp, phân nhóm CTCK và các nhận định trong báo cáo phản ánh phương pháp luận và quan điểm phân tích của TPS Research tại thời điểm phát hành, có thể thay đổi mà không cần báo trước khi có số liệu mới. Báo cáo không cấu thành khuyến nghị mua/bán đối với bất kỳ cổ phiếu hay công ty cụ thể nào, không thay thế cho tư vấn đầu tư cá nhân hóa. Nhà đầu tư cần tự đánh giá rủi ro và tham vấn ý kiến chuyên môn phù hợp với mục tiêu, khẩu vị rủi ro của riêng mình trước khi ra quyết định đầu tư.

Báo cáo này không phải là báo cáo phục vụ cho nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán theo quy định pháp luật. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.