Báo cáo phân tích lần đầu

SSI · Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI

Sàn HOSE · Niêm yết 29/10/2007 · 25 năm hoạt động

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Trải qua giai đoạn vĩ mô đầy biến động trong năm 2025, SSI tiếp tục khẳng định **vị thế dẫn dắt thị trường** với quy mô tổng tài sản đạt **94.050 tỷ đồng (+27,9% YoY)**, duy trì vị trí quán quân về quy mô tài sản toàn ngành. Lợi nhuận trước thuế năm 2025 ghi nhận **5.083 tỷ đồng (+43,4% YoY)**. Bước sang Q1/2026, đà tăng trưởng của doanh nghiệp tiếp tục được duy trì mạnh mẽ với LNTT đạt **1.593 tỷ đồng (+52,1% YoY)**. Câu chuyện định giá và sức hút của cổ phiếu SSI trong giai đoạn này được hỗ trợ mạnh mẽ bởi 4 luận điểm cấu trúc cốt lõi — hội tụ đúng thời điểm Việt Nam được FTSE Russell chính thức nâng hạng lên **Mới nổi Thứ cấp (Secondary Emerging), phân bổ cổ phiếu Việt Nam vào các rổ chỉ số của FTSE hiệu lực từ 21/9/2026**. Tuy nhiên, với đặc thù nhạy cảm theo chu kỳ và cơ cấu doanh thu phụ thuộc lớn vào tự doanh, môi giới cùng margin, những nhịp điều chỉnh của thị trường hay tình trạng sụt giảm thanh khoản đều có thể tạo áp lực đi xuống đối với cả lợi nhuận và định giá.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

01 **Vị thế dẫn đầu — Top 2 môi giới, #1 tổng tài sản toàn ngành**
Thị phần môi giới HOSE phục hồi từ 8,8% (Q3/2024) lên **11,1% (Q1/2026)**, trở lại Top 2. Tổng tài sản 93.114 tỷ đồng (Q1/2026) — lớn nhất ngành. Doanh thu môi giới Q1/2026 +94,4% YoY.

02 **Đa dạng hoá doanh thu — Tự doanh và Margin là hai trụ cột**
Tự doanh đóng góp **44,3%** doanh thu Q1/2026; dư nợ margin **36.928 tỷ đồng (+35,9% YoY)** — lớn thứ hai thị trường. Danh mục thiên về tài sản an toàn (CDs, tiền gửi, trái phiếu), tạo bộ đệm vững chắc.

03 **Định giá hấp dẫn — Chiết khấu mạnh so với lịch sử**
P/E lũy kế 12 tháng **15,0x** vs bình quân 5 năm 22,1x (chiết khấu ~7,1x). EPS tăng trưởng kép **~18,4%/năm** (2025–2028E); EPS 2026E **1.983 đồng/CP (+20,3%)**.

04 **Nâng hạng FTSE và lộ trình giao dịch T+0**
FTSE Russell nâng hạng Việt Nam lên Mới nổi Thứ cấp, hiệu lực **21/9/2026** — hút dòng vốn ngoại từ quỹ chỉ số. Thêm kỳ vọng MSCI đưa vào danh sách theo dõi và cơ chế **giao dịch T+0** giúp tăng vòng quay.

RỦI RO CHÍNH

01 **Chu kỳ thị trường chứng khoán**
VN-Index điều chỉnh sâu (>20%) có thể khiến doanh thu tự doanh (FVTPL) và môi giới giảm 20–30% trong 1–2 quý, đặc biệt khi 44% doanh thu Q1/2026 đến từ đầu tư.

02 **Nhạy cảm lãi suất**
Danh mục FVTPL **42.429 tỷ đồng** chủ yếu là trái phiếu và công cụ tiền tệ (95,3%) nên rủi ro chính là lãi suất, cổ phiếu chỉ chiếm 4,7% tỷ trọng danh mục, tương đương 1.977 tỷ đồng. Theo kịch bản kiểm thử VN-Index giảm 10% chỉ gây lỗ ~200 tỷ đồng. Đồng thời, chi phí huy động tăng có thể thu hẹp biên cho vay margin.

03 **Áp lực cạnh tranh phí**
Làn sóng miễn phí giao dịch (zero-fee) từ các công ty chứng khoán mới có thể tiếp tục bào mòn biên lợi nhuận môi giới trong trung – dài hạn.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Vốn hoá	**68.007** tỷ đ
Vốn điều lệ	**24.931** tỷ đ
P/E lũy kế 12 tháng · P/B	**15,0/1,7** lần
ROE 2025 · ROA 2025	**14,0/4,9** %

CƠ CẤU SỞ HỮU

Daiwa Securities Group	**15,27** %
Công ty TNHH Đầu tư NDH	**7,91** %
Ban lãnh đạo & người liên quan	**2,45** %
Sở hữu nước ngoài	**31,9** %

HIỆU QUẢ Q1/2026

LNTT Q1/2026	**1.593** tỷ đ
Biên LNTT	**50,1** %
CIR Q1/2026	**17,4** %
Dư nợ margin	**36.928** tỷ đ

1. Hồ sơ doanh nghiệp

1.1 Tổng quan về doanh nghiệp

25 năm đồng hành cùng thị trường vốn Việt Nam · Vốn điều lệ 24.931 tỷ đồng · Tổng tài sản dẫn đầu toàn ngành chứng khoán

Tên đầy đủ	Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI
Tên tiếng Anh	SSI Securities Corporation
Mã CK	SSI — HOSE
Ngày thành lập	30/12/1999
Lĩnh vực	Dịch vụ tài chính — Chứng khoán
Trụ sở chính	72 Nguyễn Huệ, Sài Gòn, TP. HCM
Chi nhánh HN	1C Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Website	www.ssi.com.vn
Kiểm toán	Ernst & Young Việt Nam

Vốn điều lệ	24.931 tỷ đồng
Tổng số Cổ phiếu	2.493.089.220 cổ phiếu
Cổ phiếu lưu hành	2.491.097.752 cổ phiếu
Cổ phiếu quỹ	1.991.468 cổ phiếu
Tổng tài sản	93.114 tỷ đồng
Vốn chủ sở hữu	39.668 tỷ đồng
Chủ tịch HĐQT	Nguyễn Duy Hưng
Tổng Giám đốc	Nguyễn Đức Thông
Khách hàng · Nhân sự	~748.000 khách hàng 1.453 CBNV

1.2 Mô hình hoạt động & Chuỗi giá trị — 4 mảng nghiệp vụ cốt lõi

01

Dịch vụ Chứng khoán

- Môi giới cổ phiếu, trái phiếu, phái sinh
- Lưu ký chứng khoán
- Chứng quyền có bảo đảm (CW)
- Giao dịch trực tuyến
- Tư vấn đầu tư cá nhân & tổ chức

DT 2025: 2.403 tỷ đồng
Thị phần môi giới 11,1%

02

Nguồn vốn & Kinh doanh Tài chính

- Cho vay ký quỹ (margin lending)
- Đầu tư tài sản tài chính FVTPL / HTM / AFS
- Repo trái phiếu, chứng chỉ tiền gửi
- Kinh doanh giấy tờ có giá
- Đầu tư vốn & uỷ thác

Số dư cho vay ký quỹ: 36.928 tỷ đồng

03

Ngân hàng Đầu tư (IB)

- Tư vấn M&A, tái cơ cấu doanh nghiệp
- Tư vấn niêm yết, phát hành cổ phiếu
- Đại lý phân phối trái phiếu doanh nghiệp
- Định giá doanh nghiệp
- Tư vấn tài chính tổ chức

04

Quản lý Quỹ — SSIAM

- Quỹ đầu tư trong & ngoài nước
- Quản lý danh mục tổ chức
- Phân phối chứng chỉ quỹ
- Tích hợp ESG trong đầu tư

AUM 2025: +63% so với cùng kỳ

1.3 Lịch sử hình thành & phát triển

25 năm từ vốn điều lệ 6 tỷ đồng → dẫn đầu ngành · Tổng tài sản >94.000 tỷ đồng

1999

Thành lập SSI

30/12/1999: SSI ra đời tại TP.HCM; vốn điều lệ **6 tỷ đồng**; 2 nghiệp vụ: Môi giới & Tư vấn đầu tư chứng khoán.

2001 – 2005

Mở rộng nhanh — từ 6 tỷ đồng lên 52 tỷ đồng vốn điều lệ

07/2001: Tăng vốn lên **20 tỷ đồng**, thêm Tự doanh & Lưu ký; 07/2002: Mở chi nhánh Hà Nội; 06/2005: Vốn **52 tỷ đồng**, hoàn thiện 6 nghiệp vụ chính.

2007 – 2008

Niêm yết HOSE & Daiwa trở thành cổ đông chiến lược

08/2007: Thành lập **SSIAM**; 10/2007: Niêm yết tại **HOSE**; 06/2008: **Daiwa Securities Group** (Nhật Bản) rót vốn chiến lược — mở hành lang phân phối quốc tế.

2009 – 2013

Quốc tế hóa & tăng vốn bền vững

07/2009: SSIAM nhận giấy phép **đầu tư ra nước ngoài đầu tiên** trong ngành; 2010–2013: Nhiều đợt tăng vốn — từ **3.511 tỷ đồng** (2010) → **3.537 tỷ đồng** (2013).

2017 – 2019

Đa dạng sản phẩm & tái định danh thương hiệu

01/2017: Tăng vốn **4.900 tỷ đồng**; 02/2018: Phát hành **1.150 tỷ đồng TPCĐ** (4%/năm); 12/2018: Đổi tên thành **CTCP Chứng khoán SSI**; 06/2019: Tiên phong phát hành **CW**.

2020 – 2021

Chuyển đổi số & tăng vốn lớn nhất lịch sử

06/2020: **ĐHCĐ trực tuyến đầu tiên** trong ngành; 11/2021: Phát hành **218 triệu CP thưởng** + **109 triệu CP chào bán**; vốn điều lệ tăng lên **9.847 tỷ đồng**.

2022 – 2024

Vượt khủng hoảng TPDN & hợp tác FPT

09/2022: Phát hành thành công **496 triệu CP**, vốn **14.911 tỷ đồng**; Giữ **top 2 môi giới** qua khủng hoảng TPDN; 11/2024: Ký kết chiến lược với **FPT** — nền tảng số hóa thế hệ mới.

2025

Kỷ lục 25 năm — Số 1 toàn ngành

Tổng tài sản **94.050 tỷ đồng**; LNTT **5.083 tỷ đồng (+43,4%)**; Dư nợ margin **38.940 tỷ đồng**; SSIAM AUM **24.481 tỷ đồng (+63%)**; Hợp vốn quốc tế **300 triệu USD**; Vốn điều lệ lên **19.738 tỷ đồng**.

2026

Tầm nhìn mới — Vốn 24.931 tỷ đồng & mục tiêu LNTT 5.800+ tỷ đồng

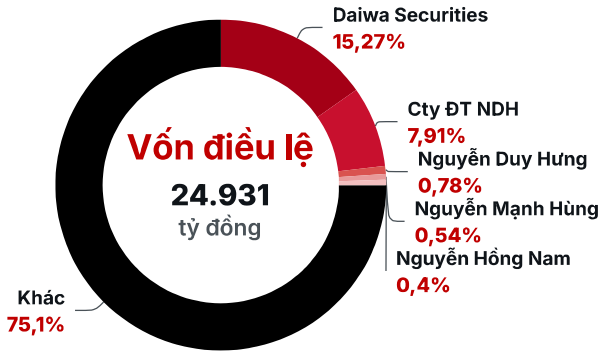
Phát hành **415 triệu CP** tỷ lệ 20%; Vốn điều lệ **24.931 tỷ đồng**; Daiwa nâng sở hữu **15,27%**.

SSI và Virtu ghi nhận dấu mốc vận hành mô hình Global Broker tại Việt Nam

1.4 Cơ cấu Cổ đông & Cấu trúc Sở hữu

Daiwa Securities Group nắm giữ 15,27% — đối tác chiến lược dài hạn · Sở hữu nước ngoài 31,9% — còn dư địa lớn đón dòng vốn nâng hạng

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

Sở hữu trong / ngoài nước

Trong nước — Nước ngoài

Sở hữu nước ngoài: **31,9%** | Sở hữu trong nước: **68,1%**

Cổ đông chiến lược (Daiwa): **15,27%** | Số cổ đông: **163.615**

- **Daiwa Securities Group** (15,27%) — cổ đông chiến lược, chiếm ~48% tổng sở hữu ngoại; hỗ trợ mảng ngân hàng đầu tư và phân phối sang thị trường Nhật Bản.
- Sở hữu nước ngoài hiện **31,9%**; là CTCK không bị ràng buộc trần sở hữu ngoại 49% như doanh nghiệp thường, SSI còn dư địa lớn đón dòng vốn ngoại sau nâng hạng lên Thị trường mới nổi thứ cấp
- Sở hữu trong nước (68,1%) tập trung ở nhóm sáng lập và nhà đầu tư dài hạn — nền tảng cổ đông ổn định.

1.5 Hội đồng Quản trị & Ban Điều hành

Họ tên	Chức vụ	Ghi chú
Nguyễn Duy Hưng	Chủ tịch Hội đồng Quản trị Đại diện theo pháp luật	Nhà sáng lập, gắn bó từ năm 1999. Đồng thời là Chủ tịch HĐQT CTCP Tập đoàn PAN.
Nguyễn Đức Thông	Tổng Giám đốc CEO	Điều hành hoạt động toàn công ty.
Nguyễn Thị Thanh Hà	Giám đốc Tài chính CFO	Từng làm tại Ngân hàng ING Barings Việt Nam.
Nguyễn Hồng Nam	Thành viên HĐQT Phó Chủ tịch Tiểu ban Chiến lược	Đồng sáng lập, từng giữ chức Tổng Giám đốc 2020–2025.
Phạm Viết Muôn	Thành viên HĐQT độc lập Trưởng Uỷ ban Kiểm toán	Đồng thời là Thành viên HĐQT, Công ty Cổ phần Tập đoàn PAN.
Nguyễn Quốc Cường	Thành viên HĐQT độc lập Thành viên Uỷ ban Kiểm toán	Thạc sĩ Quan hệ Quốc tế (Fletcher School, Hoa Kỳ); nguyên Thứ trưởng Bộ Ngoại giao.
Kosuke Mizuno	Thành viên HĐQT Đại diện Daiwa Securities	30+ năm kinh nghiệm tại Daiwa; Giám đốc điều hành cấp cao Daiwa Securities Co. Ltd.

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

1.6 Sản phẩm & Dịch vụ — Hệ sinh thái đầu tư toàn diện

Ba khối khách hàng · Sản phẩm phủ toàn chuỗi giá trị từ giao dịch cơ sở đến tư vấn tổ chức · Nền tảng số đa kênh

KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Giao dịch chứng khoán
- **Cổ phiếu & CCQ ETF** trên HOSE, HNX, UPCoM
- **Trái phiếu doanh nghiệp** niêm yết & OTC
- **Phái sinh** — HĐTL VN30, HĐTL TPCP
- **Chứng quyền có bảo đảm (CW)**

Sản phẩm tín dụng
- **Margin** — dư nợ 38.940 tỷ đồng (12/2025)
- **Ứng trước tiền bán** chứng khoán
- Gói Priority & VIP theo phân khúc

Lưu ký & cổ đông
- Lưu ký, chuyển khoản, cầm cố CP
- Thực hiện quyền, đại lý chuyển nhượng

KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC

Môi giới định chế
- **Institutional Brokerage** — quỹ trong & ngoài nước
- **Top 1 môi giới NĐTNN** H2/2025 — GTGD +250%
- Thanh toán bù trừ & lưu ký tổ chức

Ngân hàng Đầu tư (IB)
- **ECM** — IPO, phát hành, block trade
- **DCM** — tư vấn & phát hành trái phiếu
- **CF** — M&A, tái cấu trúc, niêm yết

Nghiên cứu & Tư vấn
- **SSI Research** — vĩ mô, ngành, doanh nghiệp
- Sales & Trading phục vụ định chế

QUẢN LÝ TÀI SẢN — SSIAM

Quỹ mở
- **SSI-SCA** — Quỹ cổ phiếu chủ động
- **SSIBF** — Quỹ trái phiếu
- **SSI-PRUBF, SSIEF**

Quỹ ETF
- **VNFIN LEAD** — DR niêm yết tại Thái Lan
- **VN30, VNX50, VN100**

Quỹ thành viên & ủy thác
- **Daiwa-SSIAM Funds I–IV**; **JVCF** 90tr USD
- Ủy thác đầu tư cho tổ chức & HNW

AUM 24.481 tỷ đồng *(12/2025, +63% YoY)*

NỀN TẢNG SỐ & KÊNH GIAO DỊCH

iBoard — Bảng giá thực, đặt lệnh đa thị trường, phân tích tích hợp

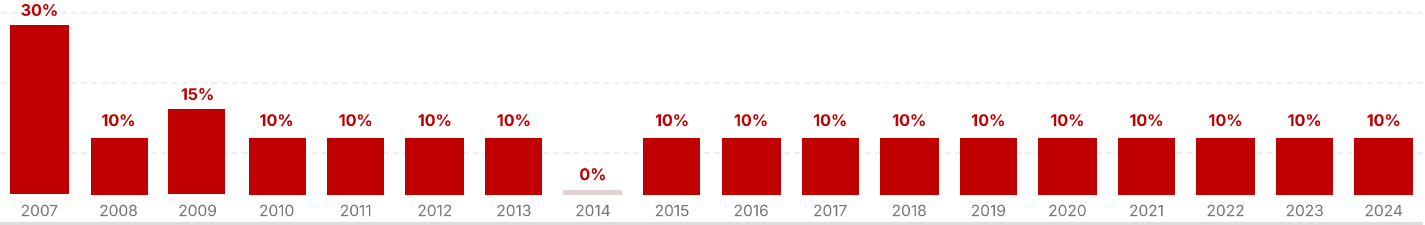
SSI Pro / S-Mobile — Quản lý DM, đặt lệnh nhanh, sinh trắc học

FastConnect API — Giao dịch tự động, thuật toán & HFT

eKYC & Mở TK online — Định danh, mở TK 100% trực tuyến trong 5 phút

1.7 Lịch sử cổ tức tiền mặt (2007–2024)

Cổ tức tiền mặt 10%/mệnh giá = 1.000đ/CP gần như liên tục (ngoại trừ 2014)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

17/18
năm có chi cổ tức tiền mặt (2007–2024)

10%
mệnh giá/năm = 1.000đ/CP — duy trì phần lớn các năm 2008–2024 (gián đoạn 2014)

4/4
năm thị trường suy yếu (2008·2012·2020·2022) vẫn duy trì cổ tức tiền mặt đều đặn

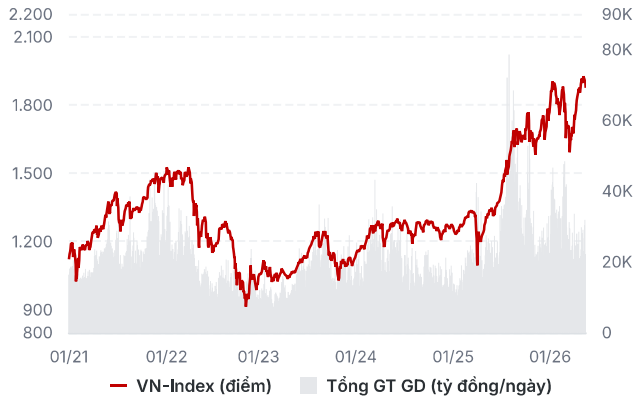
Chính sách cổ tức minh bạch và ổn định là một trong những điểm phân hóa nổi bật của SSI so với phần lớn các công ty chứng khoán trong nước. Trong suốt 18 năm hoạt động (2007–2024), SSI duy trì tỷ lệ chi trả **10%/mệnh giá (1.000đ/CP)** gần như liên tục giai đoạn 2008–2024 (ngoại trừ năm 2014). Điều này cho thấy mô hình kinh doanh đa mảng của SSI — môi giới, IB, quản lý tài sản và tự doanh — tạo ra **dòng tiền tự do đủ bền vững** để duy trì cam kết trả thưởng cổ đông ngay cả trong các giai đoạn thị trường suy yếu như 2008, 2012, 2020 và 2022. Riêng năm 2007, SSI chi trả hai đợt tổng cộng **30%**, phản ánh lợi nhuận vượt trội của giai đoạn thị trường bùng nổ đầu tiên. So với phần lớn CTCK ưu tiên giữ lại toàn bộ lợi nhuận để mở rộng dư nợ margin, việc SSI duy trì **cổ tức tiền mặt đều đặn** phản ánh kỷ luật phân phối vốn và năng lực tạo dòng tiền nội sinh ổn định qua nhiều chu kỳ thị trường.

2. Phân tích Ngành Chứng khoán

2.1 Tổng quan thị trường — Năm 2025 và Q1/2026

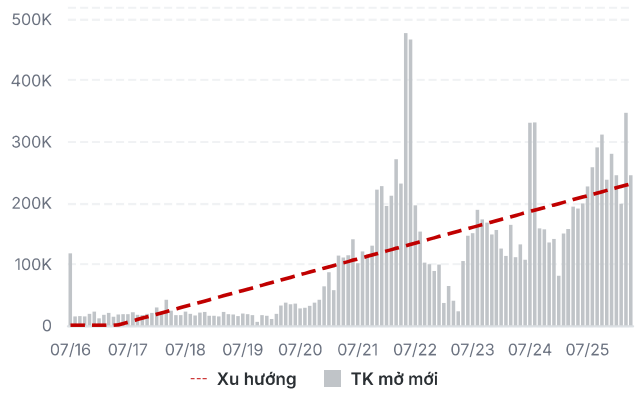
VN-Index bứt phá +40,9% YoY (2025) · 2,57 triệu tài khoản mở mới — mức kỷ lục lịch sử · Chính thức nâng hạng FTSE Emerging Markets (21/9/2026) · Q2/2026: thanh khoản đảo chiều, ETF rút ròng

VN-Index & Tổng Giá Trị Giao Dịch



Nguồn: TCBS

Tài khoản CK mở mới hàng tháng



Nguồn: VSD

Năm 2025 ghi nhận bước ngoặt lịch sử với mức tăng **40,9%** của **VN-Index**, đạt **1.784 điểm** – hiệu suất ấn tượng nhất kể từ năm 2009. Đà tăng trưởng này phản ánh sự kỳ vọng của nhà đầu tư vào lộ trình **nâng hạng thị trường từ hạng Cận biên (Frontier) lên Thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging)** theo bảng phân loại của FTSE Russell. Tại phiên gần nhất 01/06/2026, chỉ số đóng cửa tại **1.844,54 điểm** (giảm 5 phiên liên tiếp, lùi về kiểm định vùng hỗ trợ) và hiện tích lũy quanh biên độ **1.800 điểm** để thiết lập vùng nền tảng kỹ thuật trước kỳ phân bổ chính thức theo nâng hạng FTSE ngày 21/9/2026.

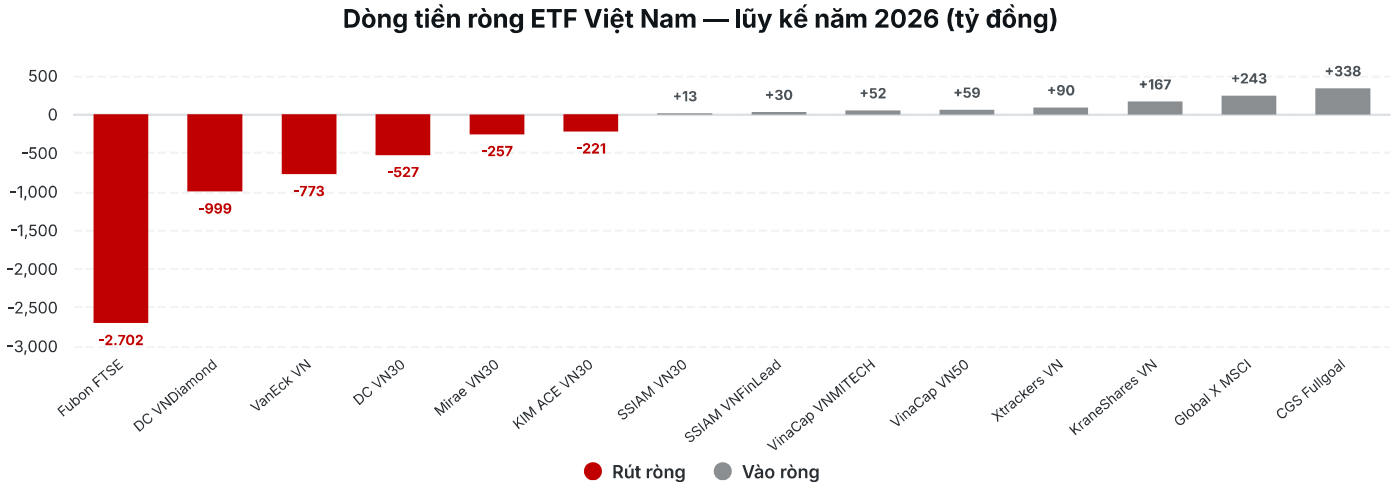
Sự cải thiện về chất lượng thị trường được minh chứng rõ nét qua chỉ số thanh khoản. Sau khi đạt mức trung bình **22.000 tỷ đồng/phiên** trong năm 2025 (+70% YoY), thị trường đã ghi nhận mốc thanh khoản kỷ lục **78.300 tỷ đồng/phiên** vào ngày 12/09/2025. Việc VN-Index duy trì thanh khoản hơn **31.600 tỷ đồng/phiên** trong Q1/2026 – gần gấp đôi so với cùng kỳ – cho thấy năng lực hấp thụ dòng vốn lớn đã được nâng cấp đáng kể, tạo nền tảng cần thiết để đáp ứng các tiêu chuẩn khắt khe hơn khi trở thành Thị trường mới nổi thứ cấp.

Sự gia tăng đột phá về số lượng nhà đầu tư nội địa đóng vai trò là động lực then chốt cho sự phát triển của TTCK. Với **2,57 triệu** tài khoản mở mới trong năm 2025, tổng số tài khoản đã đạt **12,9 triệu** vào tháng 4/2026 (tương đương 13% dân số). Xu hướng này tương thích chặt chẽ với Chiến lược phát triển TTCK của Chính phủ, hướng tới quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt **120% GDP** vào năm 2030, qua đó tạo tiền đề vững chắc cho việc thực thi lộ trình nâng hạng.

Cập nhật Q2/2026 — thanh khoản đảo chiều & ETF rút ròng. Bước sang Q2/2026, đà cải thiện thanh khoản chững lại: bình quân Q2/2026 (đến 03/06) đạt 23.867 tỷ đồng/phiên, riêng phiên 01/06/2026 giảm còn 15.088 tỷ đồng — thấp hơn rõ rệt so với mức bình quân ~31.600 tỷ đồng/phiên của Q1/2026. Đi kèm là áp lực rút ròng của khối ETF ngoại (chi tiết tại mục 2.2 — Dòng tiền ETF & Vốn ngoại).

2.2 Dòng tiền ETF & Vốn ngoại

10 quỹ ETF lớn nhất theo dòng tiền · Tổng ETF rút ròng ~4.588 tỷ đồng từ đầu năm (~14.049 tỷ đồng trong 12 tháng) · Vốn ngoại dồn về Bắc Á



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

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

Quỹ ETF	Công ty quản lý	Đăng ký	Lũy kế năm	1 năm
Fubon FTSE Vietnam	Fubon (Đài Loan)	Ngoại	-2.702	-10.286
DCVFMVN DIAMOND	Dragon Capital	Nội	-999	-1.026
VanEck Vietnam (VNM)	VanEck (Mỹ)	Ngoại	-773	-120
E1VFVN30 (DCVFMVN30)	Dragon Capital	Nội	-527	-2.004
MAFM VN30	Mirae Asset (VN)	Nội	-257	-500
KIM ACE Vietnam VN30	Korea Investment	Ngoại	-221	-480
CGS Fullgoal VN30 Sector Cap	CGS (Singapore)	Ngoại	+338	+401
Global X MSCI Vietnam	Global X	Ngoại	+243	+467
KraneShares DC VN Growth	Krane Funds	Ngoại	+167	+358
Xtrackers Vietnam Swap	DWS	Ngoại	+90	-361
Khác (17 quỹ còn lại)	—	—	+53	—
Tổng dòng tiền ETF	**—**	**—**	**-4.588**	**-14.049**

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

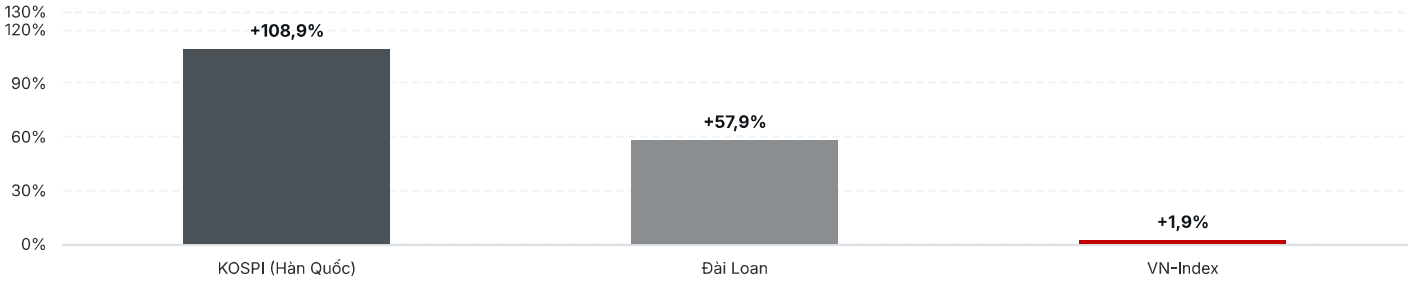
Dòng vốn ETF tiếp tục duy trì trạng thái rút ròng tại thị trường Việt Nam, phản ánh xu hướng thận trọng của nhà đầu tư thụ động trong bối cảnh dòng vốn toàn cầu đang được tái phân bổ mạnh mẽ giữa các khu vực và nhóm tài sản. Lũy kế từ đầu năm, giá trị rút ròng của các quỹ ETF đạt khoảng **4.588 tỷ đồng**, qua đó nâng tổng quy mô rút ròng trong 12 tháng gần nhất lên **14.049 tỷ đồng**. Xét tương quan quy mô, giá trị rút ròng của ETF tương đương khoảng **7%** mức bán ròng **66.300 tỷ đồng** của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến ngày 02/06/2026.

Áp lực rút vốn chủ yếu tập trung ở các quỹ ETF có quy mô tài sản lớn, trong đó **Fubon ETF, DCVFMVN DIAMOND ETF, VanEck Vietnam ETF và E1VFVN30** là những quỹ ghi nhận giá trị rút ròng đáng kể nhất. Ở chiều ngược lại, thị trường vẫn xuất hiện một số điểm sáng khi các quỹ mang thiên hướng tăng trưởng hoặc mới gia nhập thị trường tiếp tục thu hút dòng vốn tích cực, nổi bật là CGS Fullgoal ETF với giá trị hút ròng **338 tỷ đồng**, Global X ETF đạt **243 tỷ đồng** và KraneShares ETF đạt **167 tỷ đồng**. Tuy nhiên, quy mô giải ngân này vẫn còn khá khiêm tốn so với áp lực rút vốn từ các quỹ chủ chốt, do đó chưa đủ để đảo ngược xu hướng thoái vốn chung.

Góc nhìn liên thị trường

Xét dưới góc độ liên thị trường, diễn biến rút ròng của ETF tại Việt Nam không hoàn toàn phản ánh những yếu tố nội tại của nền kinh tế hay triển vọng doanh nghiệp niêm yết, mà phần lớn chịu tác động từ quá trình tái cơ cấu danh mục của dòng vốn toàn cầu tại nhóm thị trường mới nổi và cận biên. Trong giai đoạn hiện nay, dòng tiền quốc tế đang có xu hướng tập trung mạnh vào khu vực **Bắc Á** nhằm đón đầu chu kỳ tăng trưởng mới của ngành trí tuệ nhân tạo (AI), bán dẫn và hạ tầng công nghệ. Điều này được phản ánh rõ nét qua mức tăng vượt trội của thị trường chứng khoán Hàn Quốc và Đài Loan: chỉ số **KOSPI tăng +108,9%** và **TAIEX (Đài Loan) tăng +57,9%** tính từ đầu năm 2026 (đến 01/06/2026), trong khi VN-Index chỉ tăng +1,9% (1.819 điểm, đến 03/06/2026). Hai thị trường Bắc Á này hiện chiếm khoảng **56,6%** tỷ trọng trong rổ chỉ số Emerging Markets ex-China (Đài Loan 32,3% + Hàn Quốc 24,3%) — tạo sức hút lớn cho dòng vốn EM toàn cầu.

Hiệu suất TTCK Bắc Á vs Việt Nam — lũy kế 2026 (%) · Dòng vốn EM ưu tiên Bắc Á theo chu kỳ AI & bán dẫn



Nguồn: Investing, TCBS tổng hợp

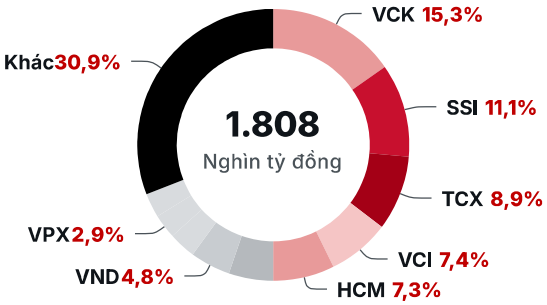
Trong bối cảnh đó, Việt Nam đang đối mặt với áp lực cạnh tranh thu hút vốn quốc tế ngày càng lớn. Tuy nhiên, triển vọng trung và dài hạn vẫn được đánh giá tích cực nhờ các yếu tố nền tảng vĩ mô ổn định, tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp duy trì khả quan và đặc biệt là câu chuyện nâng hạng thị trường. **FTSE Russell đã chính thức xác nhận nâng hạng Việt Nam lên Thị trường Mới nổi Thứ cấp**, với việc phân bổ cổ phiếu Việt Nam vào các rổ chỉ số FTSE triển khai từ **21/9/2026** — chất xúc tác quan trọng nhất đối với dòng vốn ngoại giai đoạn tới. Khi dòng vốn phân bổ theo chỉ số được kích hoạt, Việt Nam bước vào một chu kỳ tái phân bổ vốn mới, thu hút mạnh dòng tiền ETF và các quỹ chủ động toàn cầu, qua đó tạo động lực đáng kể cho định giá thị trường trong những năm tiếp theo.

Hệ quả lên cấu trúc ngành. Trong môi trường thanh khoản suy giảm và dòng vốn ngoại rút ròng, do doanh thu môi giới toàn ngành gắn chặt giá trị giao dịch nên phí giao dịch bị bào mòn trên diện rộng, gây áp lực lên biên lợi nhuận các công ty chứng khoán trong ngắn hạn. Lợi thế vì vậy nghiêng về nhóm dẫn đầu có bảng cân đối lớn và mô hình đa dịch vụ (SSI dẫn đầu tổng tài sản 93.114 tỷ đồng), trong khi các công ty quy mô nhỏ lệ thuộc môi giới giá rẻ và tự doanh cổ phiếu dễ tổn thương hơn khi VN-Index điều chỉnh.

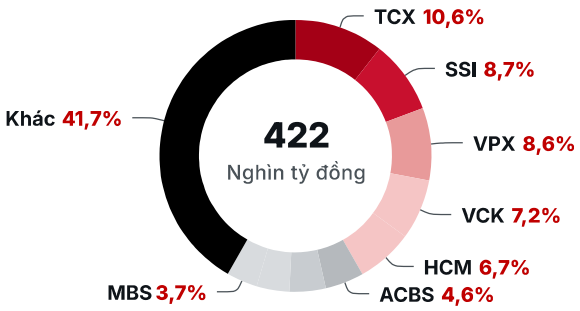
2.3 Thị phần

SSI duy trì vị trí thứ hai về thị phần môi giới

Thị phần Môi giới CP & CCQ — HOSE



Thị phần Dư nợ Cho vay Margin — Top 2



Nguồn: HSX

Bức tranh cạnh tranh trong Q1/2026 cho thấy sự chuyển dịch cấu trúc thị phần trong nhóm các định chế tài chính dẫn đầu. Đối với phân khúc môi giới cổ phiếu và CCQ trên sàn HOSE, SSI ghi nhận thị phần **11,1%** trên tổng giá trị giao dịch **1.808 nghìn tỷ đồng**, giữ vững vị thế thứ 2 sau VCK (15,3%). Đáng chú ý, nhóm 5 công ty hàng đầu (VCK, SSI, TCX, VCI, HCM) hiện nắm giữ khoảng **50,0% thị phần**, phản ánh mức độ tập trung thị trường ở ngưỡng trung bình. Sự phân tán thị phần này là hệ quả tất yếu khi các định chế mới liên tục gia nhập với chiến lược giảm/miễn phí giao dịch ưu đãi, tạo nên áp lực cạnh tranh gay gắt về giá và làm thay đổi trật tự thị phần trong ngành.

2.4 Vị thế

Ticker	Tên công ty	Vốn hoá (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	P/E	P/B	ROE	Thị phần MG
TCX	CK Kỹ Thương	115.949	88.665	16,0x	2,6x	19,9%	8,9%
VCK	CK VPS	80.352	53.217	19,7x	2,7x	18,4%	15,3%
SSI	**CK SSI**	**68.007**	**93.114**	**15,0x**	**1,7x**	**13,5%**	**11,1%**
VPX	CK VPBank	51.188	78.751	13,7x	1,5x	14,4%	2,9%
VIX	CK VIX	43.125	29.598	8,3x	2,0x	27,2%	—
HCM	CK TP. Hồ Chí Minh	29.753	40.467	23,9x	2,1x	10,1%	7,3%
VCI	Vietcap	28.691	37.097	20,7x	1,7x	9,3%	7,4%
VND	VNDirect	27.097	47.965	12,1x	1,2x	10,5%	4,8%
MBS	CK MB	19.919	30.659	17,3x	2,4x	14,8%	5,3%
SHS	CK SHB	16.190	22.367	12,3x	1,3x	10,8%	—

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

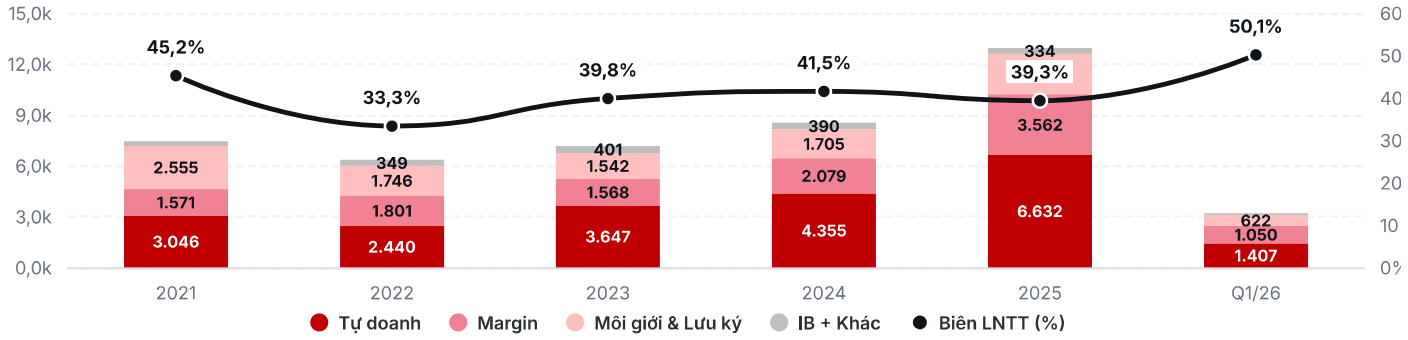
Với tổng tài sản đạt **93.114 tỷ đồng** tại Q1/2026, SSI hiện dẫn đầu toàn ngành. Nền tảng tài sản vượt trội này là động lực then chốt giúp SSI duy trì dư nợ margin lớn thứ 2 (**36.928 tỷ đồng**) cùng danh mục tự doanh có tính phân bổ đa dạng hơn so với các đối thủ cùng quy mô. Về mảng ngân hàng đầu tư (IB), SSI thực thi chiến lược định vị khác biệt khi tập trung vào các thương vụ quy mô lớn cho nhóm ngân hàng và định chế tài chính, thay vì cạnh tranh trực diện ở phân khúc trái phiếu doanh nghiệp phi ngân hàng. Minh chứng cho hiệu quả của hướng đi này là thành công của các thương vụ lớn trong năm 2025: Vietinbank (321 triệu USD), Home Credit (138 triệu USD) và phát hành đại chúng cho HDBank (400 triệu USD).

3. Phân tích Kết quả Kinh doanh

DOANH THU 2025	LNTT 2025	BIÊN LNTT 2025	DT Q1/2026	BIÊN LNTT Q1/26
12.931 tỷ đồng	**5.083** tỷ đồng	**39,3** %	**3.178** tỷ đồng	**50,1** %
+51,7% so với cùng kỳ	+43,4% so với cùng kỳ	−2,3 pp so với 2024	+47,2% so với cùng kỳ	Đỉnh 21 quý

3.1 Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh — 2021 đến Q1/2026

Doanh thu theo mảng (tỷ đồng) & Biên Lợi nhuận trước thuế (%)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Năm 2025 đánh dấu giai đoạn chuyển mình của thị trường vốn Việt Nam khi VN-Index tăng 40,9% YoY, tiến trình nâng hạng được thúc đẩy và thanh khoản thị trường bùng nổ; trên nền đó SSI tiếp tục khẳng định vai trò định chế tài chính trung gian hàng đầu với tổng tài sản vượt 90.000 tỷ đồng (+25% YoY — quy mô lớn nhất ngành CTCK), doanh thu đạt 12.931 tỷ đồng (+51,7% YoY) và đà tăng được duy trì sang Q1/2026 với doanh thu 3.178 tỷ đồng (+47,2% YoY). Biên LNTT bứt phá lên 50,1% trong Q1/2026 (cao nhất 21 quý), phản ánh đúng định hướng định chế tài chính đa năng mà SSI theo đuổi: dịch chuyển trọng tâm sang Tự doanh – Nguồn vốn và Cho vay Margin có biên cao, đồng thời tận dụng quy mô vốn và hạn mức tín dụng tiệm cận 4 tỷ USD để mở rộng sử dụng vốn.

Bảng 3.1a — Kết quả kinh doanh tóm tắt & cơ cấu doanh thu (đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	Q1/26
Doanh thu thuần	7.443	6.336	7.158	8.529	12.931	3.178
Tăng trưởng doanh thu	—	−14,9%	+13,0%	+19,2%	+51,7%	+47,2%
Lợi nhuận trước thuế	3.365	2.110	2.849	3.544	5.083	1.593
Biên LNTT	45,2%	33,3%	39,8%	41,6%	39,3%	50,1%
Tỷ lệ chi phí trên doanh thu lũy kế 12 tháng (CIR)	33,9%	37,4%	32,3%	28,3%	22,9%	21,9%

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Về hiệu quả sinh lời, biên lợi nhuận trước thuế đã cải thiện rõ rệt, dao động từ 33,3% đến 45,2% trong giai đoạn 2021–2025, và bứt phá lên mức 50,1% trong Q1/2026 – mức cao nhất trong 21 quý gần nhất. Quản trị chi phí đạt kết quả vượt trội với tỷ lệ chi phí trên doanh thu lũy kế 12 tháng (CIR) liên tục giảm từ **37,4%** (2022) xuống **22,9%** (2025) và đạt mức **21,9%** trong Q1/2026

Bảng 3.1b — Tăng trưởng theo mảng kinh doanh (đơn vị: tỷ đồng)

Mảng	DT 2021	DT 2025	CAGR 4 năm	Tỷ trọng 2025	DT Q1/26	Tỷ trọng Q1/26
Cho vay ký quỹ	1.571	3.562	+22,7%/năm	28%	1.050	33,0%
Tự doanh & Nguồn vốn	3.046	6.632	+21,5%/năm	51%	1.407	44,3%
Ngân hàng đầu tư + Khác	271	334	+5,4%/năm	3%	99	3,1%
Môi giới & Lưu ký	2.555	2.403	−1,5%/năm	19%	622	19,6%
Tổng doanh thu	**7.443**	**12.931**	**+14,8%/năm**	**100%**	**3.178**	**100%**

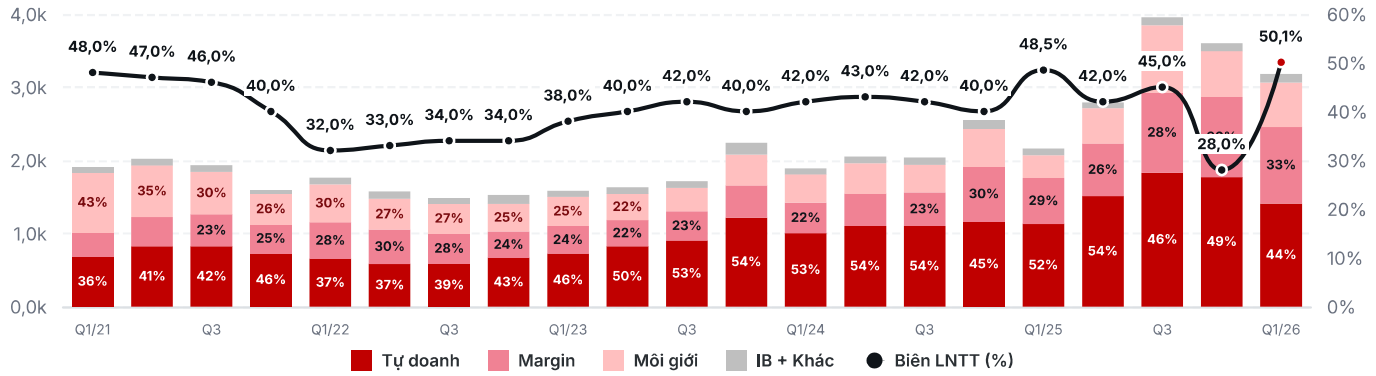
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

Cấu trúc doanh thu SSI giai đoạn 2021–2025 ghi nhận sự dịch chuyển chiến lược rõ nét: tỷ trọng mảng **Cho vay ký quỹ (Margin)** tăng từ **21% lên 28%** (CAGR **+22,7%/năm**), trong khi **Môi giới & Lưu ký** giảm từ **34% xuống 18%** (CAGR **-1,7%/năm**). Mảng **Tự doanh & Nguồn vốn** củng cố vị thế trụ cột với tỷ trọng **51%** và CAGR **+21,5%/năm**. Mảng **Ngân hàng Đầu tư (IB)** tăng trưởng **+16% YoY,** theo BCTN 2025, IB hoàn thành vượt kế hoạch năm với doanh thu tư vấn trái phiếu +10% và tài chính doanh nghiệp (CF) +94%; danh mục thương vụ tiêu biểu gồm trái phiếu Vietinbank (321 triệu USD), HDBank phát hành công chúng (400 triệu USD), Home Credit (138 triệu USD), IPO Techcom Securities (30 triệu USD), phát hành riêng lẻ BIDV (190 triệu USD), block trade VIB (138 triệu USD) cùng các thương vụ tư vấn niêm yết CRV, Taseco Land, Becamex, Vinpearl. Đồng thời, mảng **Quản lý quỹ (SSIAM)** ghi nhận AUM đạt **24.481 tỷ đồng** (+63% YoY), cùng khối khách hàng tổ chức bứt phá **+82%** doanh thu và **+85%** lợi nhuận, GTGD +250%, đưa SSI trở lại vị trí số 1 môi giới NĐTNN nửa cuối 2025; SSIAM củng cố vị thế công ty quản lý quỹ hàng đầu qua loạt sáng kiến chiến lược — ra mắt quỹ mở SSIEF, niêm yết DR của ETF VNFIN LEAD tại Thái Lan, ra mắt Daiwa IV (30,5 triệu USD) và hợp tác Development Bank of Japan triển khai JVCF quy mô 90 triệu USD.

3.2 Diễn biến doanh thu & lợi nhuận

Q3/2025 xác lập đỉnh doanh thu kỷ lục · Q1/2026 đạt biên LNTT cao nhất 21 quý.

Doanh thu & Biên LNTT theo quý



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Về **cơ cấu doanh thu**, Tự doanh (44,3%) và Cho vay Margin (33,0%) chiếm gần **77% tổng doanh thu thuần** Q1/2026, phản ánh chiến lược tận dụng bảng tài sản lớn nhất ngành (tổng tài sản 94.050 tỷ đồng). Đáng chú ý, dù tổng doanh thu Q1/2026 giảm 11,8% QoQ (Tự doanh điều chỉnh −20,4% sau quý kỷ lục), **LNTT vẫn tăng mạnh +58,8% QoQ** lên 1.593 tỷ đồng — cho thấy SSI tối ưu hiệu quả chi phí vốn và vận hành trong kỳ.

Bảng 3.2 — Phân tích doanh thu và lợi nhuận

Chỉ tiêu	Q1/2025	Q4/2025	Q1/2026	So Q1/25 (YoY)	So Q4/25 (QoQ)
Môi giới & Lưu ký	320	644	622	+94,4%	−3,4%
Cho vay Margin	628	1.098	1.050	+67,2%	−4,4%
Tự doanh	1.128	1.768	1.407	+24,7%	−20,4%
Tư vấn ngân hàng đầu tư (IB)	22	22	24	+6,6%	+4,9%
Khác	62	68	75	+21,0%	+10,3%
Tổng doanh thu thuần	**2.159**	**3.602**	**3.178**	**+47,2%**	**−11,8%**
Lợi nhuận trước thuế	1.047	1.003	1.593	+52,1%	+58,8%
Biên LNTT	48,5%	27,8%	50,1%	+1,6 pp	+22,3 pp

Cả năm 2025, SSI đạt doanh thu 12.931 tỷ đồng (+51,7% YoY) và lợi nhuận trước thuế 5.083 tỷ đồng (+43,4% YoY), biên LNTT 39,3%. Bước sang Q1/2026, lợi nhuận trước thuế đạt **1.593 tỷ đồng (+52,1% YoY)** — cao nhất trong 5 năm gần nhất, vượt cả Q3/2025 (kỷ lục doanh thu). Biên lợi nhuận trước thuế đạt **50,1%**, cao hơn 22,3 điểm phần trăm so với quý liền trước. Đáng chú ý là chi phí lãi vay được kiểm soát, lãi suất cho vay margin bình quân duy trì ~11% và tỷ lệ chi phí trên doanh thu (CIR) chỉ **17,4%** — mức thấp nhất chu kỳ; CIR luỹ kế 4 quý gần nhất ở 21,9%.

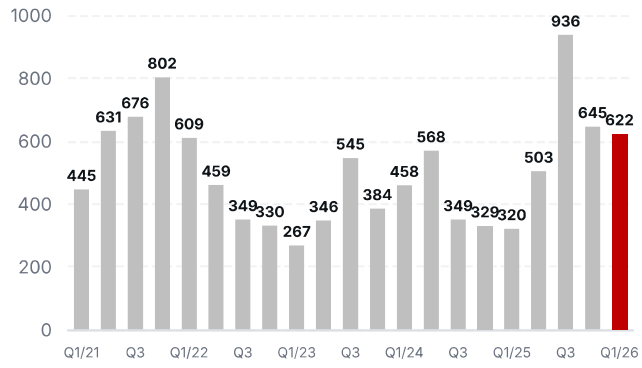
Doanh thu Môi giới & Lưu ký Q1/2026 đạt 622 tỷ đồng (+94,4% so với cùng kỳ, −3,4% so với quý trước), phản ánh giá trị giao dịch trung bình thị trường Q1/2026 31.600 tỷ đồng/phiên — gấp 1,5x Q1/2025.

3.3 Mảng Môi giới & Lưu ký

*SSI tái định vị môi giới qua tối ưu công nghệ và phân khúc khách hàng. Doanh thu Môi giới & Lưu ký 2025 đạt **2.403 tỷ đồng (+40,9% YoY)**; Q1/2026 đạt **622 tỷ đồng (+94,4% YoY)** — Top 2 thị phần HOSE 11,1%.*

Thị phần Môi giới HOSE theo quý (%)

Doanh thu Môi giới & Lưu ký theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

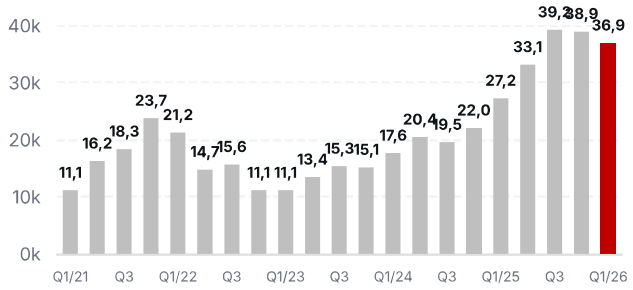
Thị phần môi giới SSI trên sàn HOSE đã trải qua chu kỳ rõ rệt 21 quý qua: đỉnh 11,9% Q1/2021, giảm về đáy 8,8% Q3/2024 dưới áp lực hạ phí từ các công ty chứng khoán mới, sau đó hồi phục mạnh lên 12,5% Q4/2025 và duy trì 11,1% Q1/2026. Doanh thu Môi giới & Lưu ký năm 2025 đạt 2.403 tỷ đồng (+40,9% so với năm liền trước), với Q3/2025 đạt kỷ lục 936 tỷ đồng và Q1/2026 ghi nhận 622 tỷ đồng (+94,4% so với cùng kỳ).

Công ty có 748.000 khách hàng, trong đó 108.000 tài khoản mới qua kênh số năm 2025; nửa cuối 2025, SSI trở lại vị trí dẫn đầu môi giới khối ngoại — Khối KHTC ghi nhận **doanh thu +82%, lợi nhuận +85%, giá trị giao dịch +250%** nhờ đầu tư mạnh vào hạ tầng DMA, giao dịch thuật toán và Global Broker; song song, hoạt động Corporate Access được đẩy mạnh với hội thảo trọng điểm *Emerging Vietnam: Beyond the Upgrade* quy tụ các quỹ và CTCK quốc tế hàng đầu, củng cố hiện diện của SSI trong mạng lưới NĐT tổ chức toàn cầu.

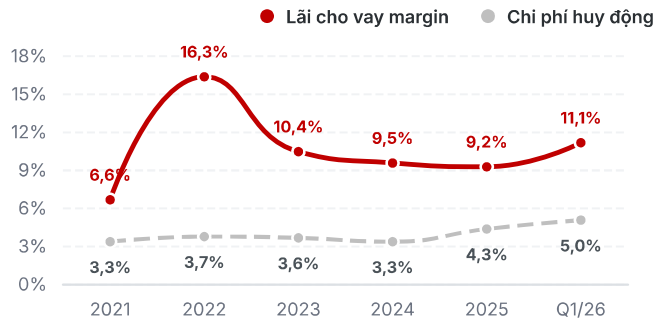
3.4 Mảng Cho vay Ký quỹ

Mảng cho vay ký quỹ hiện là trụ cột quan trọng của SSI, khẳng định năng lực quản trị rủi ro nghiêm ngặt trong mọi kịch bản thị trường. Năm 2025, dư nợ margin đạt đỉnh lịch sử 38.940 tỷ đồng (+77% YoY), đóng góp 3.562 tỷ đồng doanh thu lãi (+71,3%), chiếm 27,5% tổng doanh thu hợp nhất. Bước sang Q1/2026, dư nợ điều chỉnh nhẹ về 36.928 tỷ đồng (−5,2% QoQ) trong bối cảnh SSI chủ động quản trị rủi ro trước những biến động khó lường của thị trường chứng khoán, mang về 1.050 tỷ đồng doanh thu lãi (+67,2% YoY)

Dư nợ Cho vay Ký quỹ theo quý (nghìn tỷ đồng)



Chi phí huy động vs Lãi cho vay margin (%/năm)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

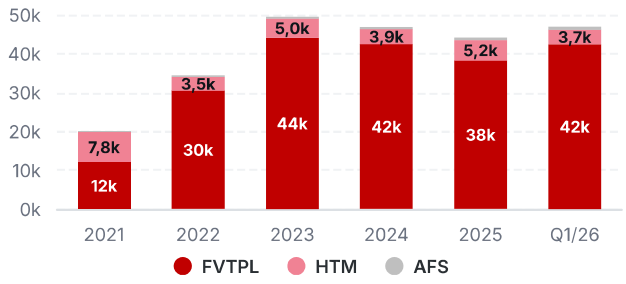
SSI duy trì biên lợi nhuận ổn định nhờ chênh lệch lãi suất cho vay và chi phí huy động vốn tối ưu. Với vị thế là khách hàng cao cấp (hạng Diamond) tại các ngân hàng lớn, SSI tiếp cận được nguồn vốn với chi phí thấp hơn đáng kể so với mặt bằng chung. Kết hợp với lãi suất cho vay margin duy trì trong khoảng 9,2% – 11,1% trong khi chi phí huy động tăng nhẹ từ 4,3% (2025) lên 5,0% (Q1/2026), Công ty đã tạo ra biên độ lợi nhuận ròng từ 4,9 – 6,0 điểm phần trăm. An toàn tài chính được ưu tiên hàng đầu với tỷ lệ dư nợ/VCSH ở mức ~93% (36.928/39.668 tỷ đồng, Q1/2026), thấp hơn đáng kể mức trần 200% theo Thông tư 121/2020/TT-BTC, tạo dư địa lớn để SSI linh hoạt giải ngân.

Danh mục sản phẩm đòn bẩy được đa dạng hóa với **M7, Margin Trading Plus, New Margin 9%** và phái sinh **D+**, giúp NĐT chủ động lựa chọn giải pháp phù hợp khẩu vị rủi ro. Ở phía huy động, SSI duy trì vai trò khách hàng lớn của các NHTM đầu ngành (BIDV, Vietcombank, VietinBank, Agribank...) đồng thời mở rộng quan hệ quốc tế — hoàn tất **khoản vay hợp vốn tín chấp 300 triệu USD** (thương vụ huy động vốn quốc tế lớn nhất ngành CTCK Việt Nam) và nâng **tổng hạn mức tín dụng tiệm cận 4 tỷ USD**, tạo đệm vốn rộng cho dư nợ margin mở rộng.

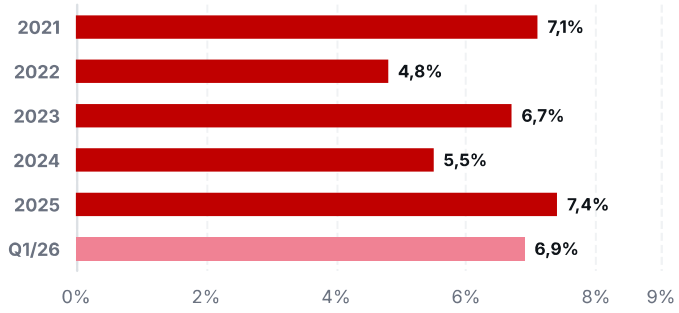
3.5 Mảng Tự doanh — Cơ cấu danh mục đầu tư & Doanh thu

Tổng danh mục 46.914 tỷ đồng (Q1/2026) · Tài sản FVTPL chiếm 90% · Đóng góp 44,3% tổng doanh thu năm 2025

Cơ cấu danh mục đầu tư (nghìn tỷ đồng)



Tỷ suất sinh lời Tự doanh (%)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Năm 2025, Tự doanh & Nguồn vốn là trụ cột doanh thu lớn nhất với 6.632 tỷ đồng (+52,3% YoY, chiếm 44,3% tổng doanh thu). Danh mục FVTPL đến Q1/2026 đạt 42.429 tỷ đồng với cơ cấu thiên mạnh về phòng thủ: cổ phiếu chỉ 1.977 tỷ đồng (1.835 tỷ đồng niêm yết + 142 tỷ đồng chưa niêm yết, tương đương 4,7% danh mục), còn lại là 12.642 tỷ đồng trái phiếu và 27.810 tỷ đồng chứng chỉ tiền gửi — bộ đệm tài sản phòng thủ chiếm 95,3% danh mục (so với ~80% cuối 2025).

Q1/2026, doanh thu tự doanh đạt 1.407 tỷ đồng (+24,7% YoY, −20,4% QoQ), chiếm 44,3% tổng doanh thu — vẫn là mảng đóng góp lớn nhất; tổng danh mục đầu tư đạt 46.914 tỷ đồng (FVTPL 42.429 + HTM 3.732 + AFS 753). Mức điều chỉnh QoQ phản ánh việc VN-Index hạ nhiệt về vùng 1.650 – 1.800 điểm sau quý kỷ lục, không phải suy giảm cấu trúc. Cấu trúc danh mục nghiêng về tài sản có thu nhập cố định cho phép SSI đạt biên lợi nhuận đỉnh khi thị trường tăng và hạn chế thiệt hại khi đảo chiều. Chạy kịch bản theo cơ cấu tài sản thực tế Q1/2026: vì chỉ ~1.977 tỷ đồng (4,7%) là cổ phiếu chịu beta VN-Index, mỗi nhịp giảm 10% của chỉ số chỉ tạo lỗ đánh giá lại khoảng 198 tỷ đồng (khoảng 0,5% danh mục), tương ứng ~2 – 4% doanh thu tự doanh. Kể cả khi VN-Index giảm sâu 30%, lỗ đánh giá lại danh mục cổ phiếu chỉ khoảng 593 tỷ đồng; rủi ro trọng yếu của danh mục vì vậy chuyển sang lãi suất & tái đầu tư trên 40.452 tỷ đồng trái phiếu và công cụ thị trường tiền tệ (mỗi +100 điểm cơ bản lãi suất ước làm giảm ~250 – 380 tỷ đồng giá trị danh mục trái phiếu). Riêng **Đầu tư cổ phiếu** đạt tăng trưởng danh mục **+23%** năm 2025 với độ biến động thấp nhờ kết hợp phân tích định lượng và cơ bản; chiến lược đầu tư chủ động qua khoản nắm giữ tại **CTCP Tập đoàn PAN** tiếp tục mang lại giá trị khi PAN ghi nhận doanh thu 18.010 tỷ đồng (+7,5% YoY) và LNST cổ đông công ty mẹ 673 tỷ đồng (+10,5% YoY). Ở mảng chứng quyền có bảo đảm, SSI đạt **thị phần giao dịch trung bình trên 42%** — giữ vị trí số 1 năm thứ ba liên tiếp.

3.6 Mảng Tư vấn & Ngân hàng Đầu tư (IB)

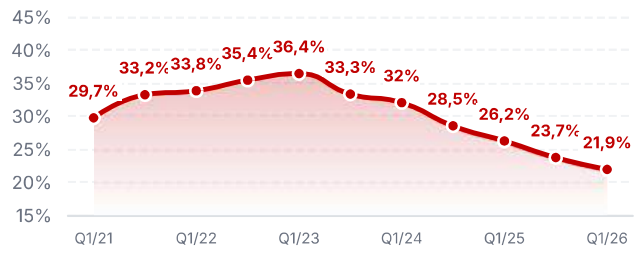
Doanh thu IB +16% YoY · Vượt kế hoạch · Tư vấn TP +10%, Tài chính doanh nghiệp (CF) +94% · Dẫn dắt thị trường vốn 2025

Khối IB duy trì vai trò dẫn dắt thị trường khi liên tiếp triển khai các thương vụ quy mô lớn trên cả ba mảng **ECM, DCM và CF**, đạt tăng trưởng doanh thu gần **16%** và vượt kế hoạch năm. Cơ cấu doanh thu IB cho thấy tư vấn trái phiếu **+10%** và tài chính doanh nghiệp **+94%**, phản ánh hiệu quả từ định hướng tập trung vào các giao dịch có chiều sâu. **Danh mục thương vụ tiêu biểu 2025** — *ECM:* IPO Techcom Securities (30 triệu USD), phát hành riêng lẻ BIDV (190 triệu USD), block trade VIB (138 triệu USD). *DCM:* Trái phiếu Vietinbank (321 triệu USD), HDBank công chúng (400 triệu USD), Home Credit (138 triệu USD). *CF:* Tư vấn chào bán & niêm yết CRV, Taseco Land, Becamex, Vinpearl.

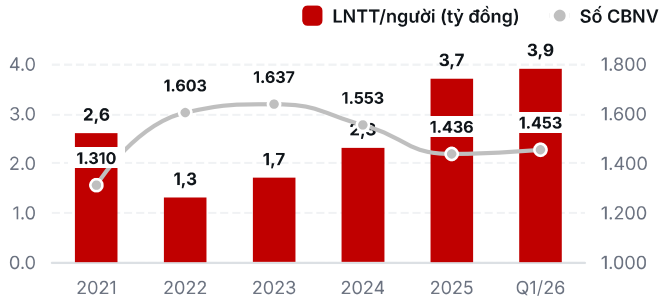
3.7 Hiệu quả vận hành — CIR & Năng suất nhân sự

CIR giảm từ 37,4% (2022) xuống 22,7% năm 2025; Q1/2026 ở mức 17,4% (lũy kế 12 tháng: 21,9%) · Năng suất LNTT/nhân viên lũy kế 12 tháng ~3,9 tỷ đồng

Tỷ lệ Chi phí trên Doanh thu — CIR lũy kế 12 tháng (%)



LNTT/nhân viên (tỷ đồng) & Số nhân sự

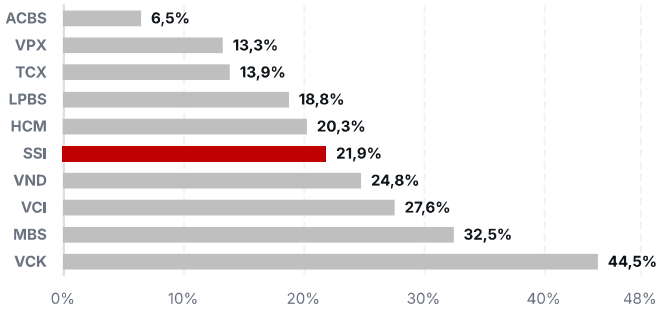


Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

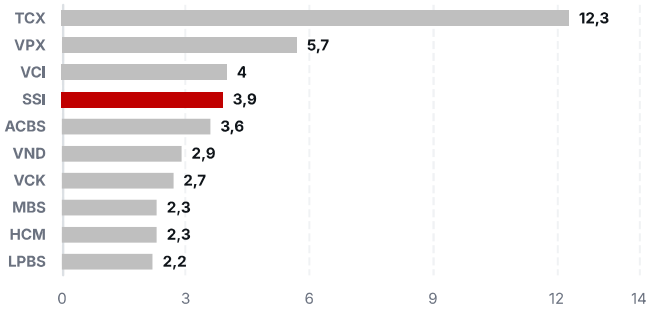
Tỷ lệ chi phí trên doanh thu của SSI giảm từ đỉnh 37% năm 2022 xuống 23% cả năm 2025 và 22% trong Q1/2026 — mức thấp nhất chu kỳ 5 năm gần nhất. Kết quả này đến từ chiến lược chuyển đổi số: tự động hoá nghiệp vụ môi giới trực tuyến, ứng dụng trí tuệ nhân tạo trong tư vấn khách hàng, cùng quan hệ đối tác chiến lược với FPT (11/2024) và thành lập công ty công nghệ con SSI Digital — nền tảng kỹ thuật được phát triển nội bộ thay vì mua trọn gói.

Song song với tối ưu hóa chi phí, hiệu suất nhân sự của SSI tăng trưởng vượt bậc. Tổng số nhân viên giảm từ 1.637 người (2023) xuống 1.436 người (cuối 2025) rồi nhích lên 1.453 người tại Q1/2026, song hiệu suất vẫn cải thiện mạnh: lợi nhuận trước thuế/nhân viên lũy kế 12 tháng tăng từ 1,7 tỷ đồng lên 3,9 tỷ đồng/người (gấp ~2,3 lần), đưa SSI vào nhóm dẫn đầu toàn ngành.

CIR lũy kế 12 tháng — Top 10 CTCK (%) · thấp = tốt



LNTT/nhân viên lũy kế 12 tháng — Top 10 CTCK (tỷ đồng)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Định vị trong Top 10 CTCK (Q1/2026): CIR lũy kế 12 tháng của SSI ở mức **21,9%** — nhỉnh trên trung vị ngành (~21%), kém các đối thủ tinh gọn như ACBS (6,5%), VPX (13,3%), TCX (13,9%) do SSI vận hành bộ máy lớn nhất nhóm (1.453 nhân sự) với dải dịch vụ rộng (môi giới bán lẻ, IB, SSIAM). Chúng tôi xem đây là **sự đánh đổi quy mô – hiệu suất**, không phải kém hiệu quả: với tổng tài sản 93.114 tỷ đồng (lớn nhất ngành) và LNTT Q1/2026 1.593 tỷ đồng **dẫn đầu tuyệt đối**, SSI tạo lợi nhuận vượt trội mà các Công ty với mô hình thuần tự doanh chưa đạt được.

Năng suất **LNTT/nhân viên lũy kế 12 tháng 3,9 tỷ đồng/người** đặt SSI trên trung vị nhưng cách xa TCX (12,3 tỷ đồng — ~590 nhân sự, mô hình công nghệ); chuẩn hóa theo doanh thu thì khoảng cách hẹp hơn nhiều. Dư địa cải thiện vẫn rõ: nếu đẩy nhanh tự động hóa (FPT, SSI Digital) đưa CIR về **18–20%** và năng suất lên **5–6 tỷ đồng/người** trong 2–3 năm, SSI vừa giữ ngôi đầu quy mô vừa nới rộng khoảng cách lợi nhuận tuyệt đối.

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

01

Kỷ luật quản trị rủi ro

Tính đến cuối năm 2025, quy mô dư nợ cho vay ký quỹ (margin) của SSI đạt 38.940 tỷ đồng (+77% YoY), chính thức xác lập đỉnh lịch sử mới. Tương ứng, doanh thu từ lãi cho vay ghi nhận mức 3.562 tỷ đồng (+71% YoY). Đáng chú ý, tỷ lệ dư nợ margin trên vốn chủ sở hữu Q1/2026 ở mức ~93% (36.928/39.668 tỷ đồng) — thấp hơn nhiều so với trần 200% theo Luật, tạo dư địa mở rộng giải ngân thêm hơn 40.000 tỷ đồng. Với mức lãi suất cho vay bình quân duy trì ổn định quanh 11%/năm, mảng cho vay ký quỹ đóng vai trò là nguồn thu nhập cốt lõi có tính ổn định cao hơn so với hoạt động tự doanh.

02

Minh bạch & chuẩn mực

Năm 2025, Công ty ghi dấu ấn với khoản vay hợp vốn quốc tế 300 triệu USD và đợt phát hành riêng lẻ 3.256 tỷ đồng. Cổ đông chiến lược Daiwa Securities nâng tỷ lệ sở hữu lên 15,27%, khẳng định cam kết đồng hành dài hạn. Với 15 năm liên tiếp nằm trong Top 1.000 doanh nghiệp đóng góp thuế thu nhập doanh nghiệp cao nhất cả nước, SSI duy trì chuẩn mực quản trị minh bạch và hiệu quả bậc nhất thị trường.

03

Công nghệ & tự động hoá

Việc tối ưu hoá công nghệ và số hoá tự động đã trở thành nền tảng cốt lõi giúp SSI cải thiện đáng kể hiệu quả vận hành, thể hiện qua chỉ số CIR (lũy kế 12 tháng) giảm từ 37% (2022) xuống còn 22% (Q1/2026), cùng với đó là việc tinh gọn bộ máy nhân sự từ 1.637 người (2023) xuống còn 1.453 người (Q1/2026) trong khi hiệu suất lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên (lũy kế 12 tháng) tăng gấp ~2,3 lần. Không chỉ dừng lại ở mục tiêu tiết giảm chi phí, SSI đang tận dụng hệ sinh thái của đơn vị thành viên SSI Digital để chuyển dịch mạnh mẽ sang khai thác phân khúc khách hàng đại chúng thông qua các kênh trải nghiệm số hiện đại, đồng thời nghiên cứu phương án thâm nhập thị trường tài sản mã hoá và tài sản số. Song song với đó, SSI đã tạo ra bước ngoặt trong mảng khách hàng tổ chức với doanh thu tăng trưởng 82% và lợi nhuận tăng 85% trong năm 2025, qua đó lấy lại vị thế dẫn đầu trong mảng môi giới khối ngoại nhờ việc đầu tư bài bản vào hạ tầng kết nối trực tiếp (DMA), hệ thống thuật toán hiện đại và tận dụng hiệu quả mạng lưới từ cổ đông chiến lược Daiwa Securities.

04

Con người & phân khúc khách hàng

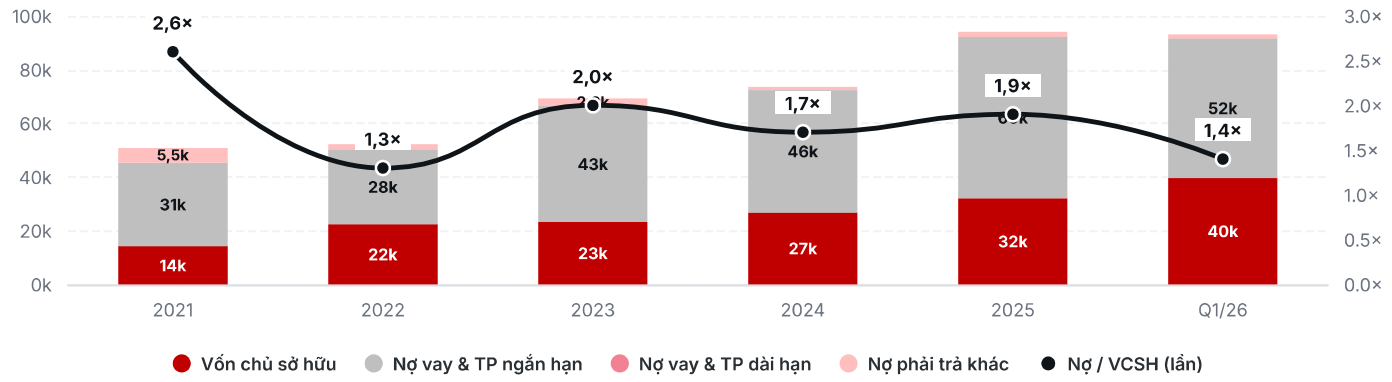
Phân khúc khách hàng tổ chức ghi nhận bước ngoặt tăng trưởng vượt bậc trong năm 2025 với doanh thu (+82% YoY) và lợi nhuận (+85% YoY). Từ nửa cuối 2025, SSI đã lấy lại vị thế dẫn đầu trong mảng môi giới khối ngoại nhờ đầu tư hạ tầng kết nối trực tiếp (DMA), hệ thống thuật toán hiện đại và tận dụng hiệu quả mạng lưới khách hàng từ cổ đông chiến lược Daiwa Securities.

4. Phân tích Tài chính

TỔNG TÀI SẢN 2025	VCSH 2025	BVPS Q1/26	NỢ / VCSH 2025	VCSH Q1/26
94.050 tỷ	**32.066** tỷ	**15.872** đ/CP	**1,9** lần	**39.668** tỷ
+27,9% so với cùng kỳ	+19,5% so với cùng kỳ	+23,8% so với 2025	Ổn định	+23,7% so với 2025

4.1 Cơ cấu Nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn (tỷ đồng) & Tỷ lệ Nợ trên Vốn chủ sở hữu (lần)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Đòn bẩy tài chính của SSI nằm trong biên an toàn: tỷ lệ **Tổng nợ vay / VCSH** dao động trong biên 1,2 – 2,2 lần giai đoạn 2021 – 2025 (đỉnh chu kỳ 2,2 lần năm 2021 và 1,9 lần năm 2025), và **giảm mạnh xuống 1,3 lần tại Q1/2026** sau đợt tăng VCSH lớn (39.668 tỷ đồng) — thấp hơn đáng kể trần pháp lý áp cho ngành. Quy mô nguồn vốn tăng mạnh từ năm 2024 nhờ hai năm liên tiếp huy động vốn lớn cộng bốn quý lợi nhuận đỉnh chu kỳ; trong đó vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng ngày càng cao và đạt mức kỷ lục ở quý đầu năm 2026.

Bảng 4.1 — Bảng cân đối kế toán SSI 2021 – Q1/2026 (đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	Q1/26
Tổng tài sản	50.793	52.226	69.241	73.507	94.050	93.114
Tài sản ngắn hạn	46.540	48.732	65.755	70.932	89.323	~88.500
Đầu tư ngắn hạn (Tài sản đầu tư + Cho vay ký quỹ)	43.764	45.402	64.562	68.838	83.028	~82.000
Tiền & tương đương tiền	1.114	1.418	494	239	3.646	2.500
Nợ vay ngắn hạn	31.121	27.892	43.169	45.502	60.161	51.966
Vốn chủ sở hữu	**14.220**	**22.384**	**23.241**	**26.827**	**32.066**	**39.668**
Vốn điều lệ	9.848	14.911	15.011	19.639	20.779	24.931
Nợ / Vốn chủ sở hữu (lần)	2,6	1,3	2,0	1,7	1,9	1,4

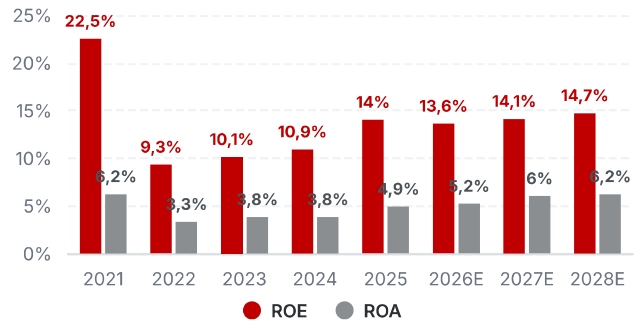
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Tổng tài sản tăng từ 50.793 tỷ đồng (2021) lên 94.050 tỷ đồng (2025) — gấp 1,9 lần — và ổn định ở mức 93.114 tỷ đồng Q1/2026 (VCSH tăng nhưng nợ vay giảm tương ứng). Tài sản ngắn hạn chiếm 95% bảng cân đối, chủ yếu là danh mục đầu tư tài chính và dư nợ cho vay ký quỹ — đặc trưng cấu trúc của các công ty chứng khoán.

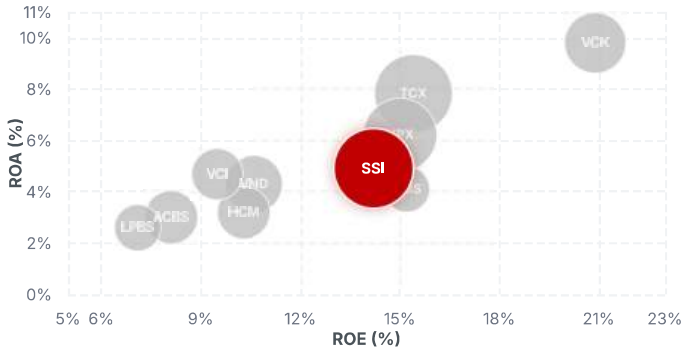
Vốn chủ sở hữu của SSI ghi nhận sự bứt phá từ 14.220 tỷ đồng (2021) lên 39.668 tỷ đồng trong Q1/2026. Sự tăng trưởng này được củng cố bởi kết quả lợi nhuận giữ lại liên tục và các đợt tăng vốn quy mô lớn bao gồm phát hành cho cổ đông chiến lược và cổ đông hiện hữu.

4.2 Tỷ suất sinh lời — ROE & ROA (2021–2025)

ROE và ROA theo năm (%)



Vị thế ROA–ROE · Top 10 CTCK (Q1/2026)

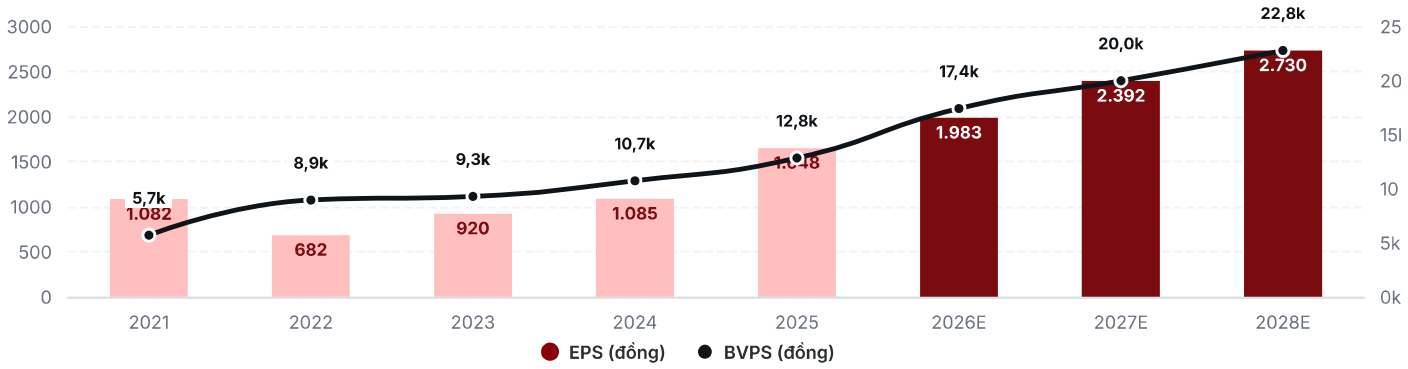


Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán · Kích thước bong bóng = Tổng tài sản (tỷ đồng), Q1/2026

ROE năm 2025 đạt 14,0% — so với mức cao kể từ 2021 (22,5%), phục hồi từ đáy 9,3% năm 2022 (do tăng vốn lớn cộng thị trường điều chỉnh). ROA năm 2025 đạt 4,9% — đỉnh chu kỳ trong 4 năm. Q1/2026, ROE duy trì 13,5% và ROA 5,1% — ổn định mặc dù vốn chủ sở hữu tăng mạnh. **So với Top 10 CTCK**, SSI sở hữu **tổng tài sản lớn nhất ngành (93.114 tỷ đồng)** nhưng hiệu suất sinh lời chỉ ở mức trung bình khá — cao hơn nhóm VND (10,6%), HCM (10,3%), VCI (9,5%) song thấp hơn rõ rệt so với các đối thủ có biên cao như VCK (ROE 20,9% · ROA 9,8%), TCX (15,4% · 7,8%) và VPX (15,0% · 6,2%). Quy mô tài sản vượt trội đồng nghĩa ROA bị "pha loãng" — đây vừa là hệ quả của chiến lược thận trọng (tỷ trọng tài sản an toàn cao), vừa cho thấy **dư địa cải thiện hiệu suất sử dụng vốn** khi thị trường thuận lợi và đòn bẩy margin được đẩy mạnh.

4.3 EPS & BVPS — Tăng trưởng giá trị sổ sách và lợi nhuận trên cổ phiếu

EPS và BVPS theo năm (đồng/CP)



Bảng 4.3 — Chỉ số sinh lời & định giá thị trường (2021 – Q1/2026 lũy kế 12 tháng)

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	Q1/26 (lũy kế 12 tháng)
ROE	22,5%	9,3%	10,1%	10,9%	14,0%	13,5%
ROA	6,2%	3,3%	3,8%	3,8%	4,9%	5,1%
EPS (đồng/CP)	1.082	682	920	1.085	1.648	1.822
BVPS (đồng/CP)	5.683	8.929	9.273	10.708	12.820	15.872
P/E (x)	28,9	17,3	24,7	21,3	18,4	15,0
P/B (x)	**5,5**	**1,3**	**2,5**	**2,2**	**2,4**	**1,7**

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán.
P/E & P/B các năm tính theo giá đóng cửa cuối kỳ; cột Q1/26 (lũy kế 12 tháng) theo giá tham chiếu 27.300 đồng (03/06/2026)

EPS năm 2025 đạt 1.648 đồng/CP (+51,8% so với cùng kỳ) — mức cao nhất 5 năm. EPS lũy kế 12 tháng Q1/2026 đạt 1.822 đồng, tương đương tăng trưởng +67,9% so với 2024. BVPS tăng từ 5.683 đồng (2021) lên 12.820 đồng (2025) — gấp 2,3 lần, phản ánh cả lợi nhuận giữ lại và thặng dư vốn cổ phần từ các đợt phát hành thêm. Q1/2026 BVPS vượt 15.872 đồng/CP sau khi nhận thêm 6.228 tỷ đồng vốn chủ sở hữu mới.

FCF ƯỚC TÍNH 2025	CỔ TỨC TIỀN MẶT 2025	TIỀN MẶT CUỐI 2025	TĂNG VỐN CSH Q1/26
5.033 tỷ	**2.075** tỷ	**3.646** tỷ	**6.228** tỷ
+52,6% so với cùng kỳ	~50% LNST 2025	Tích luỹ mạnh	Kỷ lục lịch sử

4.4 Tóm tắt Dòng tiền & Phân bổ Vốn

Bảng 4.4 — Dòng tiền & phân bổ vốn (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2024	2025	Q1/2026	Nhận xét
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	3.544	5.083	1.593	+43,4% so với 2024
Khấu hao & phân bổ	108	97	24	~1,1% doanh thu
Chi đầu tư tài sản cố định (CAPEX)	−353	−147	−47	Giảm mạnh năm 2025
FCF ước tính (LNTT + KH − CAPEX)	**3.299**	**5.033**	**1.570**	**+52,6% so với cùng kỳ**
Cổ tức chi trả	−1.475	−2.075	—	~50% LNST (2025)
Vốn chủ sở hữu mới (phát hành)	+1.500	+1.040	+6.228	ESOP + riêng lẻ + phát hành thêm
Vay ròng (vay − trả)	+2.333	+14.659	+4.339	Tăng tài trợ cho vay margin

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) âm 10.426 tỷ đồng năm 2025 — điều này hoàn toàn bình thường với công ty chứng khoán có mô hình margin lending mở rộng nhanh. Tiền chảy ra theo dư nợ phải thu (margin) chứ không phải ra ngoài hệ thống. Khi co margin (như 2022), CFO dương trở lại. Đây là chỉ tiêu cần được phân tích kết hợp với cấu trúc tài sản, không nên đánh giá độc lập.

5. Phân tích Rủi ro

5.1 Ma trận rủi ro — 8 nhóm rủi ro trọng yếu

SSI hoạt động trong môi trường có độ biến động cao · Doanh thu phụ thuộc mạnh vào chu kỳ thị trường · 51% doanh thu 2025 đến từ tự doanh FVTPL · Thanh khoản Q2/2026 suy giảm, khối ngoại rút ròng

Nhóm rủi ro	Phân loại	Xác suất	Tác động	Mức độ	Xu hướng	Chỉ báo theo dõi
Thị trường chứng khoán điều chỉnh	Thị trường	Cao	Rất cao	● CAO	↑	VN-Index < 1.500 điểm
Thanh khoản thị trường suy giảm	Thị trường / Dòng vốn	Cao	Cao	● CAO	↑	GTGD < 12.000 tỷ đồng · ETF rút ròng
Địa chính trị & giá dầu neo cao	Vĩ mô / Thị trường	Trung bình	Cao	● CAO	↑	Brent > 90 USD · căng thẳng Trung Đông/Hormuz
Tập trung doanh thu tự doanh (44,3%)	Hoạt động	Trung bình	Cao	● CAO	↑	Tỷ trọng FVTPL > 55%
Lãi suất tăng / chi phí vốn	Vĩ mô	Trung bình	Cao	● TB	↑	Lãi vay TCTD > 9%
NPL (nợ xấu cho vay ký quỹ)	Tín dụng	Thấp	Trung bình	● TB	→	Tỷ lệ NPL > 1%
Cạnh tranh fee-war (miễn phí giao dịch)	Cạnh tranh	Cao	Trung bình	● TB	↑	Thị phần MG < 9%
Pha loãng từ phát hành cổ phiếu	Vốn	Thấp	Trung bình	● THẤP	→	ROE 2026 < 12%

Bốn rủi ro tác động lớn nhất tới luận điểm đầu tư được phân tích chi tiết dưới đây (Rủi ro số 1–4). Rủi ro địa chính trị & giá dầu và thanh khoản/dòng vốn được lồng ghép trong Rủi ro số 1; rủi ro NPL và pha loãng ở mức Trung bình/Thấp, chưa trọng yếu với luận điểm đầu tư.

Rủi ro số 1 — Thị trường điều chỉnh & thanh khoản suy giảm

Nhịp điều chỉnh sâu của VN-Index (bất định địa chính trị, FED thắt chặt kéo dài) tác động kép lên SSI: lỗ đánh giá lại danh mục FVTPL và doanh thu môi giới co hẹp theo thanh khoản. Độ nhạy được kiểm soát — cổ phiếu chỉ chiếm 4,7% danh mục (1.977 tỷ đồng) nên VN-Index giảm 10% chỉ bào mòn ~2–4% doanh thu tự doanh. Rủi ro ngắn hạn đáng chú ý hơn là thanh khoản: bình quân Q2/2026 (đến 03/06) còn 23.867 tỷ đồng/phiên, giảm ~24% so với Q1/2026, khi khối ngoại bán ròng ~66.300 tỷ đồng từ đầu năm do dòng vốn EM dồn vào chu kỳ AI/bán dẫn (KOSPI +108,9%, TAIEX +57,9%). Nếu GTGD tiếp tục mỏng và chỉ số rời vùng 1.800 điểm, phí môi giới, vòng quay margin và tự doanh đều chịu sức ép; lực đỡ phía trước là dòng vốn nâng hạng FTSE hiệu lực 21/9/2026.

Tác động: Rất cao | **Xác suất:** Cao | **Xu hướng:** ↑ Tăng

Rủi ro số 2 — Tỷ trọng tự doanh cao

Với 51% doanh thu đến từ tự doanh năm 2025, biên lợi nhuận của Công ty trở nên nhạy cảm hơn với biến động giá trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, chạy lại theo cơ cấu FVTPL Q1/2026 cho thấy danh mục thiên mạnh về phòng thủ (95,3% là trái phiếu và công cụ thị trường tiền tệ, cổ phiếu chỉ 1.977 tỷ đồng): kể cả khi thị trường điều chỉnh sâu trên 15%, lỗ đánh giá lại danh mục cổ phiếu chỉ khoảng 300 tỷ đồng, nên doanh thu tự doanh chịu tác động hạn chế và biên lợi nhuận trước thuế chỉ thu hẹp nhẹ từ vùng 39% về mức 34 – 36% (thay vì 25 – 28% theo ước tính cũ). Mặc dù vậy, danh mục đầu tư dài hạn và trái phiếu vẫn đóng vai trò là "mỏ neo" giúp giảm thiểu các tác động bất lợi từ mảng tự doanh vốn nhạy cảm với biến động giá thị trường.

Tác động: Cao | **Xác suất:** Trung bình

Rủi ro số 3 — Biến động chi phí vốn

Chi phí lãi vay năm 2025 đạt 2.562 tỷ đồng (+70% YoY) để tài trợ cho nhu cầu vốn margin. Nếu mặt bằng lãi suất huy động tăng 1 – 2 điểm phần trăm mà Công ty không thể chuyển tải ngay sang lãi suất cho vay, biên lợi nhuận mảng ký quỹ có thể giảm 100 – 150 điểm cơ bản, gây áp lực giảm 8 – 12% lên lợi nhuận trước thuế của mảng này. Mặc dù kết quả kinh doanh của mảng này biến thiên theo thanh khoản thị trường và biến động chi phí vốn, nhưng xét trong dài hạn, đây vẫn là bộ đệm tài chính quan trọng, giúp giảm thiểu các tác động bất lợi từ mảng tự doanh vốn nhạy cảm với biến động giá thị trường.

Tác động: Cao | **Xác suất:** Trung bình

Rủi ro số 4 — Áp lực cạnh tranh phí giao dịch

Chính sách miễn phí giao dịch từ các đối thủ theo mô hình chứng khoán công nghệ đã kéo thị phần môi giới HOSE của SSI từ 18,3% (2021) về 11,1% (Q1/2026). Nếu xu hướng hạ phí duy trì, thị phần có thể lùi về vùng 9%, tương đương mức doanh thu môi giới mất đi khoảng 400 – 500 tỷ đồng mỗi năm. Đối trọng của SSI nằm ở mô hình đa dịch vụ: quy mô cho vay ký quỹ lớn nhất ngành, năng lực ngân hàng đầu tư chuyên biệt và mảng quản lý quỹ SSIAM với mức tăng trưởng tài sản 63%, tạo cơ hội bán chéo và làm dày bộ đệm thu nhập tổng thể.

Tác động: Trung bình | **Xác suất:** Cao (dài hạn)

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

6 chỉ báo định lượng để theo dõi và tái đánh giá luận điểm đầu tư theo biến động thị trường

Chỉ báo theo dõi	Hiện tại	Ngưỡng cảnh báo	Ngưỡng nguy hiểm	Tần suất	Hành động khuyến nghị
VN-Index (điểm)	1.845	< 1.600	< 1.400	Hàng ngày	Giảm kỳ vọng doanh thu FVTPL · rà soát lại ước tính LNTT
GTGD trung bình (tỷ đồng/phiên)	~23.867	< 12.000	< 8.000	Hàng tuần	Giảm ước tính doanh thu môi giới
Dòng vốn ngoại & ETF (lũy kế từ đầu năm)	-2 tỷ USD	Bán ròng kéo dài	ETF rút trước cơ cấu Q2	Hàng tuần	Theo dõi dòng vốn phân bổ nâng hạng FTSE (21/9/2026)
Dư nợ margin (tỷ đồng)	36.928	—	> 86.900 (200% VCSH 2026E)	Hàng quý	Càng cao càng tốt (năng lực huy động + cho vay margin); chỉ nguy hiểm khi gần chạm trần 200% TT121/2020
Thị phần môi giới HOSE	11,1%	< 9,5%	< 8,0%	Hàng tháng	Đánh giá lại chiến lược phí cạnh tranh
Lãi suất đi vay (%)	~5,0%	> 6,5%	> 9,0%	Hàng tháng	Mô hình hoá tác động lên biên mảng margin

Độ nhạy lãi suất danh mục FVTPL khi bond yield tăng (ước tính, tỷ đồng)

Cấu phần FVTPL	Giá trị	+50 bps	+100 bps	+200 bps
Trái phiếu (toàn bộ danh mục, định giá mark-to-market)	12.642	-158	-316	-632
Trái phiếu chưa niêm yết	0	—	—	—
Chứng chỉ tiền gửi (kỳ hạn ngắn)	27.810	-35	-70	-139
Tổng tác động đánh giá lại (MtM)	**40.452**	**~-193**	**~-386**	**~-771**

Ước tính theo giả định kỳ hạn bình quân (duration): trái phiếu ~2,5 năm, chứng chỉ tiền gửi ~0,25 năm (BCTC chưa công bố kỳ hạn chi tiết). Toàn bộ 12.642 tỷ đồng trái phiếu trong danh mục FVTPL được định giá mark-to-market → lỗ do bond yield tăng phản ánh ngay và đầy đủ vào KQKD; đây là cấu phần rủi ro lãi suất trọng yếu nhất, mỗi +100 điểm cơ bản ước giảm ~316 tỷ đồng. Chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn ngắn chủ yếu chịu rủi ro tái đầu tư hơn là rủi ro giá. Lưu ý: trong 1.977 tỷ đồng cổ phiếu, ~1.650 tỷ đồng là vị thế phòng ngừa chứng quyền (rủi ro giá phần lớn được bù trừ), nên rủi ro cổ phiếu định hướng thuần chỉ ~326 tỷ đồng.

Kết luận về rủi ro: Rủi ro lớn nhất với SSI là **chu kỳ thị trường chứng khoán** — VN-Index điều chỉnh sâu (>20%) có thể kéo doanh thu tự doanh FVTPL + môi giới giảm đồng thời, lợi nhuận năm giảm 30 – 50%; mảng margin chịu tác động kép (dư nợ co + nợ xấu tăng). VN-Index và thanh khoản thị trường là **tín hiệu sớm** nhà đầu tư cần theo dõi trước khi tác động phản ánh vào BCTC.

Cập nhật đầu Q2/2026: Thanh khoản suy giảm — bình quân Q2/2026 (đến 03/06) đạt 23.867 tỷ đồng/phiên (Q1: ~31.600 tỷ) và khối ngoại bán ròng **~66.300 tỷ đồng (~2,6 tỷ USD)** từ đầu năm 2026 trong bối cảnh dòng vốn EM dồn vào nhóm AI/bán dẫn (Hàn Quốc, Đài Loan). Tín hiệu cần giám sát chặt cho tới khi nâng hạng FTSE (21/9/2026) và mùa KQKD bán niên 2026 tạo lực cầu đối trọng.

6. Triển vọng

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

FTSE EM Secondary 09/2026 · Lãi suất cho vay bình quân 11% · 2,57 triệu tài khoản mở mới 2025

Triển vọng SSI giai đoạn 2026–2028 được neo trên ba trụ cột vĩ mô có thể quan sát:

Thứ nhất, VN-Index tiếp tục xu hướng tăng dài hạn trên nền việc FTSE Emerging Markets Secondary chính thức nâng hạng 09/2026, dự kiến mang lại dòng vốn ngoại **1 – 2,5 tỷ USD** — catalyst có tính một lần nhưng tác động cấu trúc dài hạn (dòng vốn tổ chức + quỹ ETF theo dõi chỉ số). Bên cạnh đó, **kỳ vọng** Việt Nam được MSCI đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng (watchlist) — hiện vẫn là triển vọng, chưa phải thực tế — sẽ mở rộng thêm tệp dòng vốn ngoại tiềm năng ngoài khuôn khổ FTSE nếu thành hiện thực. Dù từ đầu năm 2026 các quỹ ETF còn rút ròng (Fubon ~2.702 tỷ đồng, DCVFMVN DIAMOND ~999 tỷ đồng, VanEck ~773 tỷ đồng) do dòng vốn thị trường mới nổi ưu tiên Bắc Á (Hàn Quốc, Đài Loan) theo chu kỳ AI/bán dẫn, việc nâng hạng đã được xác nhận tạo cơ sở để dòng vốn ngoại đảo chiều quanh thời điểm phân bổ 21/9/2026.

Thứ hai, môi trường lãi suất thực duy trì thuận lợi cho mảng cho vay margin, biên trên dư nợ margin ổn định ~11% khi chi phí vốn đi vay từ các tổ chức tín dụng (TCTD) neo trong biên 4-5%. Nếu lãi suất duy trì hiện trạng đến hết 2027, dư nợ margin có thể đạt **50.000 – 55.000 tỷ đồng** (~100 – 110% trên VCSH dự phóng 2027E là 49.863 tỷ đồng, vẫn dưới trần 200% ≈ 99.700 tỷ đồng).

Thứ ba, đà mở rộng tài khoản nhà đầu tư (2,57 triệu tài khoản mới năm 2025 — kỷ lục) tiếp tục nuôi dưỡng vòng phản hồi dương: thêm khách hàng → tăng giá trị giao dịch trung bình → tăng doanh thu môi giới + margin → tái đầu tư vào nền tảng → thu hút thêm khách hàng. Đại chúng hoá nhà đầu tư là động lực **cấu trúc**, không chỉ là chu kỳ.

Catalyst — Ngắn hạn (≤3 tháng)

KQKD Q2/2026 kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng khả quan nhờ nguồn vốn mới huy động (6.228 tỷ đồng VCSH bổ sung trong Q1/2026) giúp đẩy mạnh các hoạt động kinh doanh cốt lõi như cho vay margin và tự doanh. Daiwa Securities nâng sở hữu lên 15,27% và giao dịch nội bộ từ ban lãnh đạo tháng 1/2026 củng cố niềm tin vào đà tăng trưởng.

Catalyst — Trung hạn (3 – 12 tháng)

Hệ thống KRX vận hành ổn định; cơ chế T+0 kỳ vọng áp dụng trong tương lai (chưa có lịch chính thức). Việc nâng hạng FTSE 09/2026 là điểm rơi quan trọng cho dòng vốn ngoại. SSIAM tiếp tục duy trì đà tăng trưởng AUM >50%/năm khi vốn tổ chức quay lại thị trường.

Catalyst — Dài hạn (≥12 tháng)

Kỳ vọng nâng hạng **MSCI Emerging Markets** (sau bước FTSE) mở thêm dòng vốn ngoại quy mô lớn. Chính sách vĩ mô ủng hộ: mặt bằng lãi suất thấp duy trì, hạ tầng KRX/bù trừ trung tâm (CCP) hoàn thiện, lộ trình áp dụng giao dịch T+0. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp hồi phục thúc đẩy mảng ngân hàng đầu tư; SSIAM mở rộng ETF và sản phẩm quản lý tài sản khi tầng lớp trung lưu gia tăng. Dài hạn, SSI hưởng lợi từ số hoá và xu hướng tài sản số.

6.2 Động lực tăng trưởng trung – dài hạn

Ba trụ cột chiến lược quan sát qua các kịch bản thực tế · Không phải dự phóng định lượng

Động lực	Trạng thái hiện tại	Điều kiện duy trì	Dấu hiệu cần lo ngại
Cho vay margin tăng trưởng	36.928 tỷ đồng (Q1/26); ~53% dư địa tới trần 200% TT121 (~79.300 tỷ đồng)	VN-Index ổn định; lãi suất không tăng đột biến	Tỷ lệ NPL > 1%; lãi vay TCTD > 12%
Tự doanh FVTPL	6.632 tỷ đồng doanh thu 2025; chứng chỉ tiền gửi + trái phiếu chiếm đa số	Lãi suất duy trì mức hỗ trợ; thị trường không sụp đổ	VN-Index điều chỉnh >20%; rủi ro tín dụng đối tác
SSIAM mở rộng tài sản	AUM +63% so với 2024; dòng vốn ngoại quay lại	FTSE EM nâng hạng; phí quản lý duy trì >1,2%	Dòng vốn ngoại rút mạnh; cạnh tranh phí quản lý
Môi giới & lưu ký	Thị phần 11,1% (đứng thứ hai HOSE); 748.000 khách hàng	Giá trị giao dịch >15.000 tỷ đồng/phiên; nền tảng giữ chân khách	Thị phần < 9%; chiến lược fee-war mạnh hơn
Ngân hàng Đầu tư (DCM)	Tập trung trái phiếu NH quy mô lớn: Vietinbank 321tr USD, HDBank 400tr USD công chúng, Home Credit 138tr USD (2025)	Thị trường nợ phục hồi; pháp lý TPDN ổn định	UBCKNN siết phát hành; tỷ lệ vỡ nợ trái phiếu ngân hàng tăng

6.3 Kịch bản Tích cực / Cơ sở / Tiêu cực cho năm 2026

Kịch bản Tích cực

Điều kiện: Dòng vốn nâng hạng FTSE giải ngân mạnh sau 21/9/2026; Thanh khoản giao dịch trung bình >35.000 tỷ đồng/phiên; dư nợ margin vượt 50.000 tỷ đồng. **LNTT 2026:** > 7.500 tỷ đồng · **EPS 2026:** > 2.600 đ/CP

Kịch bản Cơ sở

Điều kiện: Thị trường tăng trưởng bền vững; Thanh khoản giao dịch trung bình 25.000 – 30.000 tỷ đồng/phiên; tài khoản mở mới ~2 triệu. **LNTT 2026:** ~6.000 tỷ đồng · **EPS 2026:** ~1.983 đ/CP

Kịch bản Tiêu cực

Điều kiện: VN-Index điều chỉnh >20%; dòng vốn ngoại rút ròng kéo dài; lãi suất huy động tăng mạnh; giá dầu & địa chính trị xấu đi. **LNTT 2026:** < 3.800 tỷ đồng · **EPS 2026:** < 1.500 đ/CP

Quan điểm của chúng tôi: Chúng tôi nghiêng về **kịch bản Cơ sở** — nhờ thanh khoản phục hồi từ nửa cuối 2025 và việc Việt Nam đã chính thức được FTSE nâng hạng 09/2026; EPS 2026 ~1.983 đồng tương ứng **P/E forward 13,8x**, chiết khấu sâu so với trung bình 5 năm (22,1x). Kịch bản Tích cực cần dòng vốn nâng hạng giải ngân mạnh và thanh khoản >35.000 tỷ đồng/phiên; kịch bản Tiêu cực đến từ sụt giảm thanh khoản, co hẹp margin, lãi suất cao và rủi ro địa chính trị (Brent ~95 USD/thùng) — song tác động lên Tự doanh được kiểm soát nhờ danh mục FVTPL 95,3% là trái phiếu & công cụ thị trường tiền tệ.

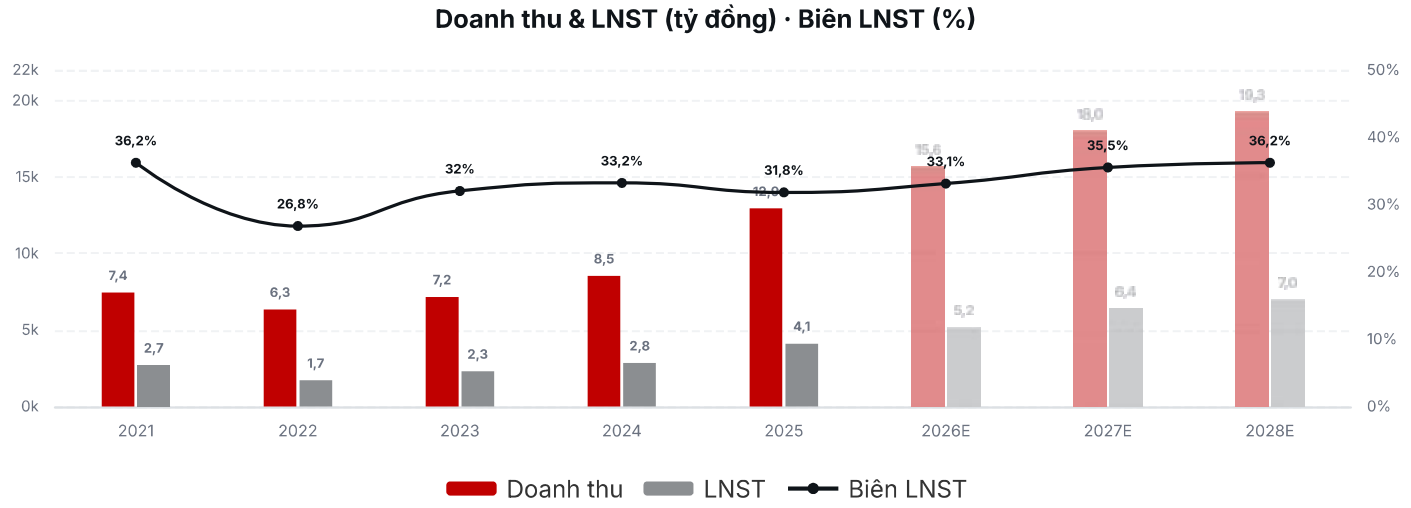
Các mốc & chỉ báo cần theo dõi trong 2026

Chỉ báo	Ngưỡng tích cực (kịch bản Tích cực/Cơ sở)	Ngưỡng cảnh báo (kịch bản Tiêu cực)
Dòng vốn phân bổ nâng hạng FTSE	Giải ngân mạnh từ 21/9/2026	Dòng vốn vào chậm hơn kỳ vọng
Thanh khoản giao dịch trung bình	> 30.000 tỷ đồng/phiên	< 20.000 tỷ đồng/phiên
Dư nợ Margin toàn thị trường	Mở rộng · NPL < 1%	Lãi vay TCTD > 12%
Thị phần môi giới SSI (HOSE)	Giữ > 11%	Giảm < 9%
Cơ chế T+0 / hệ thống KRX	Kỳ vọng áp dụng (chưa có lịch chính thức)	Chậm tiến độ
Định giá P/E forward 2026	**Re-rating về 18–20x**	**Về 8–10x (Tiêu cực)**

DOANH THU 2026E	LNST 2026E	EPS 2026E	CAGR LNST	BIÊN LNST 2028E
15.646 tỷ	**4.940** tỷ đồng	**1.983** đ/CP	**18,4** %/năm	**36,2** %
+21,0% so với cùng kỳ	+20,3% so với cùng kỳ	+20,3% so với cùng kỳ	2025A – 2028E	mở rộng 33–36%

6.4 Dự phóng Kết quả Kinh doanh — Doanh thu & LNST

Dự phóng cơ sở · Doanh thu & LNST tăng trưởng kép ~19%/năm · Biên LNST mở rộng 33–36%



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Bảng 6.4 — Dự phóng Doanh thu, LNST & EPS (2024A – 2028E)

Chỉ tiêu	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	8.529	12.931	15.646	17.993	19.792
Tăng trưởng doanh thu	+19,2%	+51,6%	+21,0%	+15,0%	+10,0%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	2.835	4.106	4.940	5.960	6.802
Tăng trưởng LNST	+23,6%	+44,8%	+20,3%	+20,6%	+14,1%
EPS (đ/CP)	1.085	1.648	1.983	2.392	2.730
Biên LNST	**33,2%**	**31,8%**	**31,6%**	**33,1%**	**34,4%**

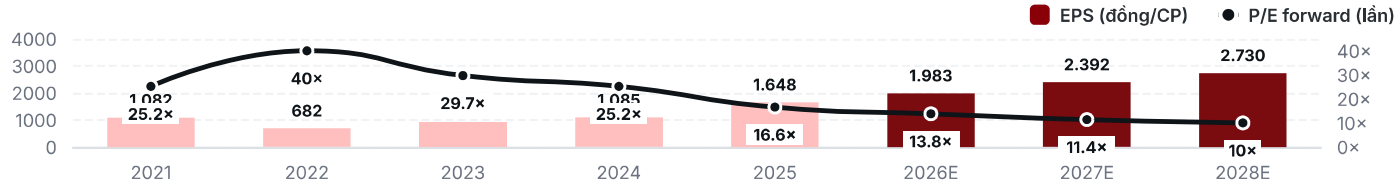
Nguồn: TCBS · CAGR DT 2025A–2028E ~15,2%, LNST ~18,4%

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần SSI đạt **15.646 tỷ đồng** năm 2026E và mở rộng lên **19.792 tỷ đồng** vào 2028E (CAGR ~15,2%/năm); lợi nhuận sau thuế tương ứng **4.940 → 6.802 tỷ đồng** (CAGR ~18,4%/năm) — nhanh hơn doanh thu nhờ đòn bẩy vận hành và biên cải thiện. EPS đạt **1.983 / 2.392 / 2.730 đồng/CP** (trên 2.491,1 triệu cổ phiếu lưu hành), biên LNST mở rộng lên 31–34%. Ba động lực chính: (i) dư nợ margin (36.928 tỷ đồng) còn ~53% dư địa tới trần 200%, kỳ vọng vượt mốc 50.000 tỷ đồng; (ii) Việt Nam nâng hạng chính thức từ 09/2026 kéo thanh khoản & dòng vốn ngoại; (iii) đòn bẩy vốn sau khi nâng vốn điều lệ lên 24.931 tỷ đồng. **Rủi ro chính:** VN-Index điều chỉnh >20% có thể kéo kết quả về kịch bản Tiêu cực (LNTT < 3.800 tỷ đồng).

P/E TRAILING	P/B HIỆN TẠI	EPS LŨY KẾ 12 THÁNG	EPS 2026E	CAGR EPS 3 NĂM
15,0 lần	**1,7** lần	**1.822** đ/CP	**1.983** đ/CP	**18,4%** /năm
−7,1 vs TB lịch sử	Thấp nhất 4 năm	+67,9% vs 2024	+20,3% so với cùng kỳ	2025–2028E

6.5 Định giá — Dự phóng EPS & So sánh P/E, P/B với ngành

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



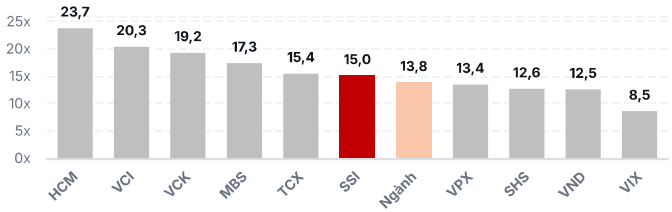
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Bảng 6.5 — Dự phóng 3 năm (2026E – 2028E)

Năm	EPS (đ/CP)	Tăng EPS	BVPS (đ/CP)	P/E fwd	P/B fwd	ROE dự phóng
2025 thực tế	1.648	+51,8%	12.820	18,4x	2,4x	14,0%
2026E	1.983	+20,3%	16.302	13,8x	1,7x	13,6%
2027E	2.392	+20,6%	17.694	11,4x	1,5x	14,1%
2028E	**2.730**	**+14,1%**	**19.423**	**10,0x**	**1,4x**	**14,7%**

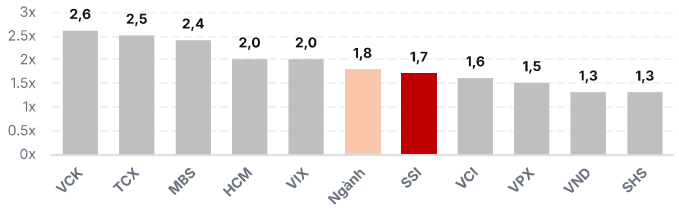
CAGR EPS 2025 – 2028E: ~18,4%/năm · CAGR BVPS 2025 – 2028E: ~14,8%/năm

P/E lũy kế 12 tháng (lần)



Nguồn: TCBS (TCA), FiinX · giá chốt 03/06/2026

P/B (lần)



Nguồn: TCBS (TCA), FiinX · giá chốt 03/06/2026

SSI hiện giao dịch ở mức P/E 15,0x và P/B 1,7x, thấp đáng kể so với trung bình 5 năm lần lượt là 22,1x và 2,8x. Đáng chú ý, đây cũng là vùng P/B thấp nhất trong vòng 4 năm, trong khi EPS vẫn được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng mạnh với CAGR giai đoạn 2025–2028E đạt khoảng 18,4%/năm.

Động lực tăng trưởng đến từ dư địa mở rộng cho vay margin còn lớn (dư nợ margin hiện mới sử dụng khoảng 46% hạn mức theo quy định), thanh khoản thị trường được kỳ vọng cải thiện sau khi Việt Nam được FTSE Russell nâng hạng, cùng với nền tảng vận hành hiệu quả. Trong giả định số lượng cổ phiếu lưu hành ổn định, tăng trưởng EPS được phản ánh trực tiếp từ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế, trong khi ROE dự kiến cải thiện dần lên 14,7% vào năm 2028.

Định giá thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành dù sở hữu quy mô dẫn đầu. Với P/B 1,7x, SSI đang được định giá thấp hơn mặt bằng ngành môi giới chứng khoán (1,8x) và trung vị nhóm 10 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất (1,9x), dù đang dẫn đầu ngành về quy mô tài sản. So với nhóm các doanh nghiệp có ROE cao, SSI đang giao dịch ở mức chiết khấu khoảng 30%. Trong khi đó, P/E hiện tại 15,0x chỉ tương đương trung vị Top 10 và P/E dự phóng 2026 khoảng 13,8x, cho thấy dư địa định giá lại vẫn còn nếu hiệu quả sinh lời tiếp tục được cải thiện.

7. Tổng kết Phân tích & Kết luận

SSI — Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI · HOSE

Báo cáo phân tích lần đầu · Ngày phát hành: 04/06/2026 · Ngành: Dịch vụ tài chính — Chứng khoán

GIÁ (03/06/2026)	P/B HIỆN TẠI	ROE 2025	EPS LŨY KẾ 12T Q1/26
27.300 VND	**1,7** lần	**14,0** %	**1.822** đ/CP
P/E lũy kế 12 tháng: 15,0x	Trung bình 5Y: 2,8x	ROA 2025: 4,9%	+67,9% vs 2024

Luận điểm đầu tư — Ba trụ cột & Đánh giá rủi ro khách quan

① Quy mô & vị thế dẫn đầu

Tổng tài sản 93.114 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu 39.668 tỷ đồng (Q1/2026) đưa SSI giữ vững vị trí dẫn đầu ngành; thị phần môi giới HOSE đạt 11,1%. Khối Ngân hàng Đầu tư khẳng định vị thế với các thương vụ trái phiếu ngân hàng quy mô lớn (Vietinbank, HDBank, Home Credit). Nền tảng 25 năm và cổ đông chiến lược Daiwa (15,27%) giúp SSI là đơn vị hưởng lợi trực tiếp khi dòng vốn 1,0 – 2,5 tỷ USD dự kiến chảy vào HOSE sau khi FTSE Russell chính thức nâng hạng 09/2026.

② Đa dạng hoá thu nhập

Cơ cấu doanh thu Q1/2026: tự doanh 44,3%, cho vay ký quỹ 33,0%, môi giới 19,6%, ngân hàng đầu tư & khác 3,1%. Dư nợ ký quỹ Q1/2026 đạt 36.928 tỷ đồng; danh mục tài sản tài chính an toàn cao với 90,4% là chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu; doanh thu môi giới Q1/2026 tăng 94,4%. Biên lợi nhuận trước thuế đạt 39,3% (2025) và 50,1% (Q1/2026), vượt trội so với các đối thủ cùng quy mô.

③ Định giá hợp lý

P/E lũy kế 12 tháng 15,0 lần, P/B 1,7 lần, P/E dự phóng 2026 khoảng 13,8 lần. Định giá hiện chiết khấu 32% – 39% so với trung bình 5 năm, trong khi CAGR EPS 3 năm (2025–2028E) đạt khoảng 18,4% nhờ tốc độ tăng trưởng EPS bình quân ~18%/năm (CAGR 2026–2028E). Khung định giá chưa phản ánh hết tiềm năng nâng hạng và dư địa mở rộng cho vay ký quỹ; nhà đầu tư cần lưu ý rủi ro biến động từ mảng tự doanh.

④ Rủi ro & yếu tố cần cân nhắc (đánh giá khách quan)

Bên cạnh các luận điểm tích cực, cần nhìn nhận khách quan các rủi ro: **(i)** lợi nhuận phụ thuộc mạnh chu kỳ thị trường — tự doanh FVTPL và môi giới chiếm phần lớn doanh thu, nên nếu VN-Index điều chỉnh sâu (>20%) lợi nhuận có thể về kịch bản Tiêu cực (LNTT < 3.800 tỷ đồng); **(ii)** thanh khoản Q2/2026 suy giảm (bình quân ~23.867 tỷ đồng/phiên đến 03/06, phiên 01/06 còn 15.088 tỷ đồng) cùng khối ngoại bán ròng **~66.300 tỷ đồng từ đầu năm 2026** (trong đó ETF chiếm ~4.588 tỷ) — bào mòn phí môi giới và vòng quay margin; **(iii)** rủi ro địa chính trị và giá dầu neo cao (Brent ~95 USD) làm tăng biến động và tâm lý phòng thủ; **(iv)** cạnh tranh hạ phí khốc liệt gây áp lực lên thị phần môi giới; **(v)** tốc độ giải ngân dòng vốn ngoại theo nâng hạng FTSE 09/2026 có thể chậm hơn kỳ vọng.

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

Chỉ số	Ngưỡng tích cực	Ngưỡng tiêu cực
LNTT theo quý	Tăng >40% so với cùng kỳ ≥3 quý liên tiếp	Giảm >30% so với cùng kỳ 2 quý liên tiếp
ROE	Phục hồi về 15 – 20% (mức 2021)	Giảm dưới 10% (pha loãng không tạo giá trị)
Dư nợ margin / VCSH	Duy trì 120 – 150% (tăng trưởng kiểm soát)	Vượt 200% (vi phạm Thông tư 121/2020)
VN-Index Thanh khoản giao dịch trung bình	Vượt 35.000 tỷ đồng/phiên ổn định	Giảm dưới 20.000 tỷ đồng/phiên
Dòng vốn nâng hạng FTSE	Giải ngân mạnh sau 21/9/2026	Dòng vốn vào chậm hơn kỳ vọng
Dòng vốn ETF ngoại (lũy kế năm)	Quay lại mua/vào ròng	Tiếp tục rút ròng (Fubon, VanEck, Dragon Capital)

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1800 5888 26 | www.tcbs.com.vn

Miễn trừ trách nhiệm:

Báo cáo này do Bộ phận Phân tích — Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương ("TCBS") thực hiện, với sự hỗ trợ của các công cụ trí tuệ nhân tạo (AI) trong quá trình tổng hợp, phân tích và biên soạn nội dung. Toàn bộ thông tin sử dụng trong báo cáo được lấy từ những nguồn mà TCBS đánh giá là có cơ sở tin cậy tại thời điểm phát hành.

Tuy vậy, TCBS không đưa ra bất kỳ cam kết hay bảo đảm nào, dù rõ ràng hay ngầm hiểu, về tính chính xác, tính trung thực, tính đầy đủ hay tính cập nhật của các thông tin nêu trên. Người đọc được khuyến nghị tự thực hiện kiểm chứng và đánh giá độc lập trước khi tin cậy hoặc sử dụng các thông tin này.

Các thông tin, nhận định và quan điểm trình bày trong báo cáo phản ánh đánh giá của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. TCBS không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi, bổ sung báo cáo hoặc thông báo cho người đọc khi có bất kỳ thông tin hay nhận định nào thay đổi sau thời điểm phát hành.

Nội dung báo cáo nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo, không cấu thành tư vấn đầu tư, không phải là đề nghị bán cũng không phải lời mời chào mua đối với bất kỳ chứng khoán nào.

Người đọc cần cân nhắc mức độ phù hợp của các nhận định trong báo cáo với nhu cầu và mục tiêu đầu tư cá nhân của mình, đồng thời nên tham vấn ý kiến của các chuyên gia tư vấn chuyên nghiệp (bao gồm tư vấn thuế khi cần thiết) và chủ động thu thập đầy đủ thông tin liên quan trước khi đưa ra quyết định đầu tư.

Giá và giá trị của các chứng khoán hay doanh nghiệp được đề cập, cũng như thu nhập phát sinh từ đó, có thể biến động do điều kiện thị trường, quy định về thuế và nhiều yếu tố khác. Hiệu quả đầu tư trong quá khứ không phải là chỉ báo cho kết quả trong tương lai và rủi ro mất vốn vẫn luôn hiện hữu.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS cùng các bên có liên quan sẽ không chịu trách nhiệm pháp lý dưới bất cứ hình thức nào đối với những tổn thất hay thiệt hại phát sinh từ hoặc liên quan đến việc sử dụng hay dựa vào các thông tin và quan điểm trình bày trong báo cáo.

Báo cáo này thuộc quyền sở hữu của TCBS và chỉ được phát hành riêng cho người đọc cụ thể được TCBS xác định trong thông báo, thư điện tử hoặc thư gửi kèm. Mọi hình thức tiết lộ, sao chép, trích dẫn, chuyển nhượng hay phân phối lại toàn bộ hoặc một phần nội dung báo cáo đều phải có chấp thuận trước bằng văn bản của TCBS.