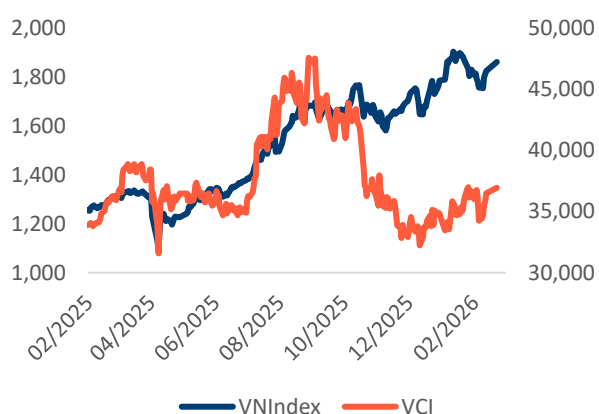


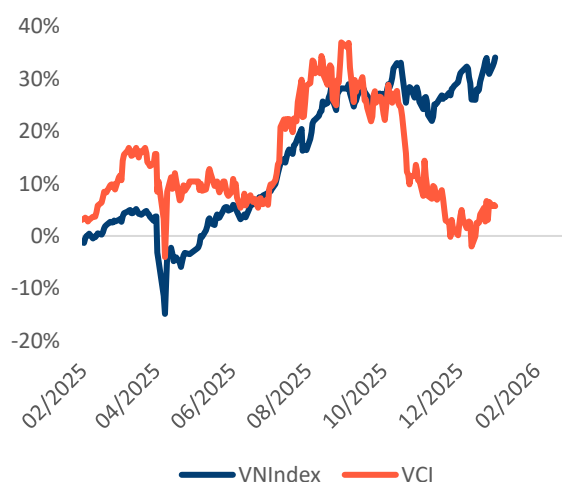
Thông tin cổ phiếu (10/03/2026)

Giá hiện tại	35,700 VND
Số lượng CPLH	850.1 triệu CP
Giá cao nhất 52 tuần	48,700 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	31,600 VND
KLGD TB 30 ngày	14.9 triệu CP
Vốn hóa TT	30,348 tỷ VND
GTGD TB 30 ngày	370.6 tỷ VND
Sở hữu nước ngoài	17.3%

Diễn biến VNIndex và VCI



Hiệu suất VNIndex và VCI



Luận điểm đầu tư

- (1) **Lợi thế ở khách hàng tổ chức và IB- khó sao chép:** VCI thuộc nhóm doanh nghiệp nổi bật về năng lực phục vụ khách hàng tổ chức, chất lượng nghiên cứu và năng lực triển khai các thương vụ IB. Khi thị trường vốn khởi động trở lại, mảng IB có thể đóng vai trò catalyst cho tăng trưởng lợi nhuận, bên cạnh các mảng "core" gắn với thanh khoản.
- (2) **Tận dụng đà phục hồi thanh khoản và margin:** Trong chu kỳ thị trường tích cực, tăng trưởng giá trị giao dịch và dư nợ margin thường là động lực chính kéo tăng doanh thu môi giới, lãi cho vay và cải thiện ROE. VCI đã có tín hiệu phục hồi thị phần môi giới sau giai đoạn suy giảm nhờ định hướng mở rộng khách hàng cá nhân và chuyển đổi số, qua đó cải thiện khả năng nắm bắt dòng tiền khi thị trường sôi động.
- (3) **Tự doanh là động lực lợi nhuận quan trọng nhưng đòi hỏi quản trị rủi ro chặt chẽ:** VCI có lịch sử hoạt động tự doanh hiệu quả, tạo upside khi mặt bằng định giá thị trường cải thiện. Tuy nhiên, đây cũng là mảng gây biến động lợi nhuận theo chu kỳ, do đó luận điểm đầu tư gắn chặt với kỷ luật quản trị rủi ro danh mục.
- (4) **Định giá phản ánh kỳ vọng cao:** Cổ phiếu đang giao dịch ở mặt bằng P/B **cao hơn trung bình lịch sử** và tiến gần vùng "premium", hàm ý thị trường đã "price-in" một phần kịch bản thuận lợi của chu kỳ. Do đó, luận điểm đầu tư phù hợp hơn với chiến lược **theo chu kỳ/thanh khoản**, thay vì "deep value".

Rủi ro cần theo dõi

- (1) **Rủi ro chu kỳ thị trường:** Thanh khoản suy yếu, lãi suất tăng trở lại có thể gây ảnh hưởng về mặt định giá và ảnh hưởng đồng thời tới hoạt động kinh doanh như môi giới – margin – tự doanh.
- (2) **Biến động tự doanh/đánh giá lại tài sản:** Lãi/lỗ FVTPL và biến động định giá danh mục tài sản đầu tư sẵn sàng để bán có thể làm lợi nhuận và giá trị sổ sách biến động mạnh, kéo theo độ nhạy cao của P/B theo thị trường.
- (3) **Kỳ vọng về hoạt động IB:** Trì hoãn/đứt gãy các thương vụ IB do điều kiện thị trường hoặc yếu tố pháp lý có thể khiến đóng góp mảng IB thấp hơn kỳ vọng.

I. Tổng quan công ty

Lịch sử hình thành

2007	Thành lập Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt (VCSC), chính thức hoạt động từ tháng 11/2007 với vốn điều lệ 360 tỷ đồng. Thành lập Chi nhánh Hà Nội
2009–2010	Đưa vào vận hành hệ thống phần mềm giao dịch tiên tiến của Tong Yang. Tăng vốn lên 378 tỷ đồng, mở Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ (TP.HCM). VCSC lọt Top 10 công ty môi giới chứng khoán HNX quý II/2010
2011–2013	Tăng vốn lên 398.4 tỷ đồng, vươn lên Top 3 công ty có thị phần môi giới lớn nhất HOSE (2013)
2017	Niêm yết trên HOSE (mã chứng khoán: VCI) ngày 07/07/2017, vốn điều lệ đạt 1,200 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 3,020 tỷ đồng
2023	Tái cấu trúc thương hiệu, chính thức đổi tên thành “Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap” từ ngày 12/04/2023 theo Quyết định số 26/GPĐC-UBCK. Bộ nhận diện thương hiệu mới, logo “Vietcap”. Vốn điều lệ 4,375 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu 7,371 tỷ đồng
2025	Đến cuối Q3/2025, Vietcap duy trì tổng tài sản ~27 nghìn tỷ đồng, vốn chủ sở hữu xấp xỉ 10 nghìn tỷ đồng

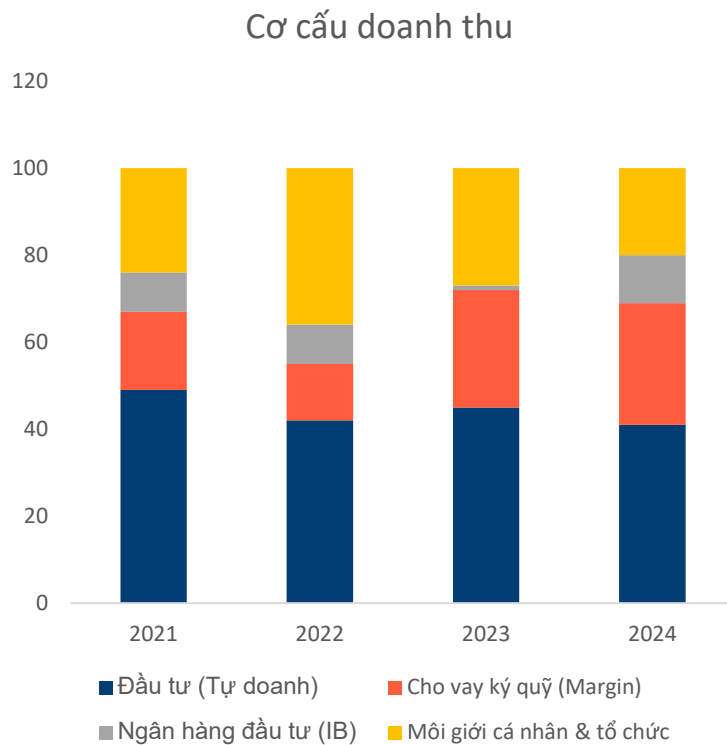
Mô hình kinh doanh

VCI hoạt động theo mô hình ngân hàng đầu tư tích hợp với thế mạnh ở mảng khách hàng tổ chức và dịch vụ ngân hàng đầu tư (IB). Công ty thuộc nhóm dẫn đầu thị phần môi giới trên HOSE liên tục từ 2012 đến nay, đặc biệt dẫn đầu phân khúc khách hàng tổ chức với khoảng 30% thị phần. Các dịch vụ chính bao gồm môi giới chứng khoán (cổ phiếu, trái phiếu, phái sinh, chứng quyền), cho vay ký quỹ, tự doanh, tư vấn tài chính doanh nghiệp và ngân hàng đầu tư (bảo lãnh phát hành, M&A).

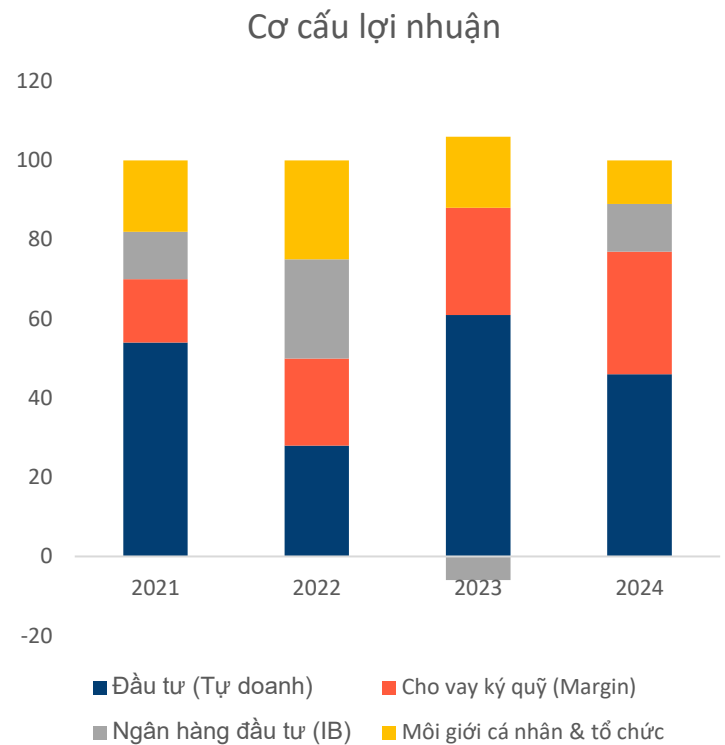
Chiến lược cạnh tranh

Từ năm 2021, VCI đã đẩy mạnh hai trụ cột chiến lược là phát triển khách hàng cá nhân và chuyển đổi số. Công ty đầu tư mạnh vào nền tảng giao dịch trực tuyến (Vietcap Mobile App) nhằm nâng cao trải nghiệm cho nhà đầu tư cá nhân và thu hút lớp nhà đầu tư mới. Song song, VCI tận dụng lợi thế thương hiệu IB hàng đầu để duy trì tệp khách hàng tổ chức vững chắc, tham gia các thương vụ IPO và tư vấn M&A lớn.

Đóng góp doanh thu và lợi nhuận của các mảng kinh doanh



Nguồn: FNS research



Nguồn: FNS research

Mảng Đầu tư (Tự doanh) luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất cả doanh thu và lợi nhuận (40–60%), cho thấy đây là động lực tăng trưởng cốt lõi của VCI.

Cho vay ký quỹ tăng dần về tỷ trọng từ 2022 đến 2024, phản ánh sự mở rộng hoạt động tín dụng khách hàng khi thanh khoản TTCK hồi phục.

Ngân hàng đầu tư (IB) biến động mạnh — đóng góp đỉnh năm 2022, sụt giảm năm 2023 rồi phục hồi năm 2024, cho thấy tính chu kỳ và phụ thuộc vào hoạt động M&A/IPO.

Môi giới cá nhân & tổ chức giảm dần tỷ trọng, thể hiện xu hướng VCI chuyển dịch sang các mảng giá trị gia tăng cao hơn.

II. Tổng quan ngành

Nghiệp vụ đóng góp doanh thu cốt lõi và nhóm chiến lược ngành

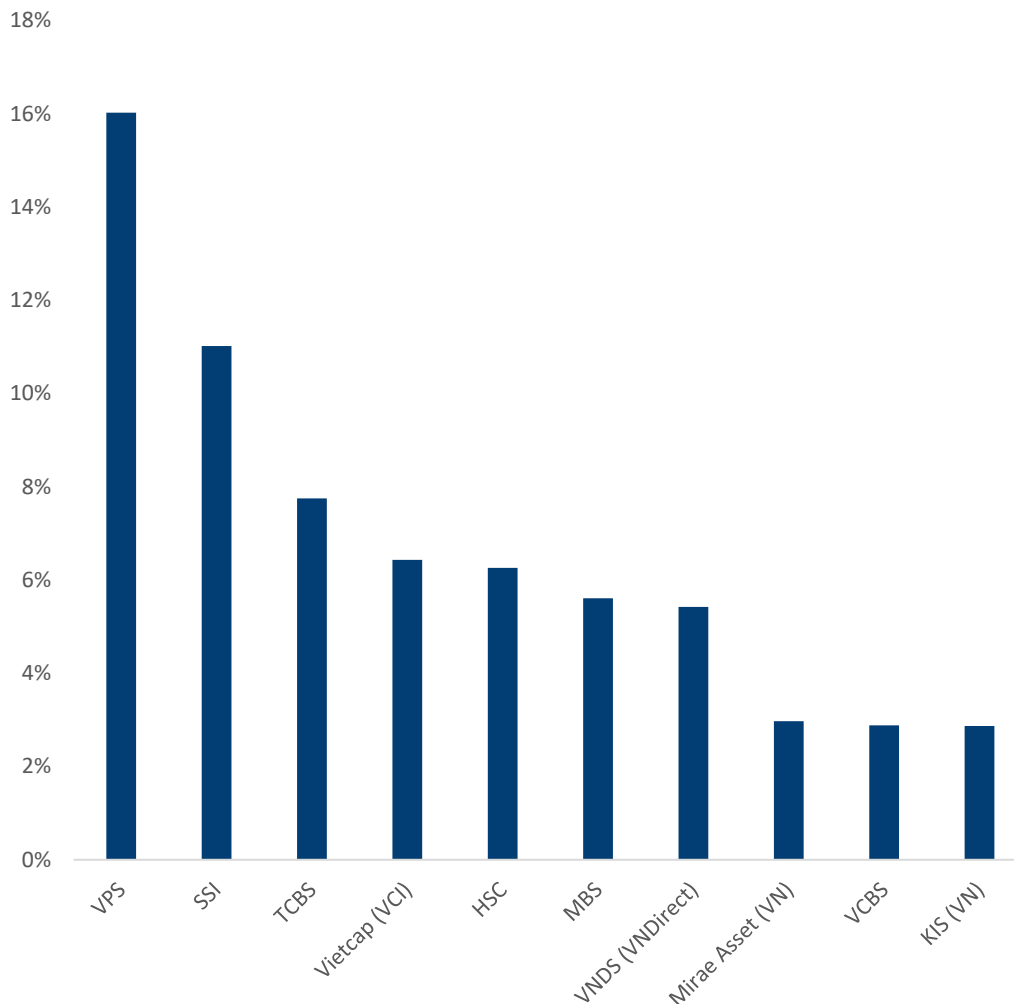
Nghiệp vụ	Mô tả	Doanh nghiệp tiêu biểu	Chiến lược cạnh tranh
Môi giới Chứng khoán (Brokerage)	Công ty chứng khoán (CTCK) làm trung gian đại diện cho khách hàng thực hiện giao dịch mua bán. Đây là nghiệp vụ phổ biến nhất và là điều kiện tiên quyết để được cấp phép các nghiệp vụ cao hơn	VPS, SSI, TCBS	Chiến lược "Zero Fee", Nền tảng Công nghệ (App), Hệ sinh thái Ngân hàng
Tự doanh Chứng khoán (Proprietary Trading)	CTCK sử dụng vốn của mình để thực hiện giao dịch mua bán chứng khoán cho chính mình	VPBankS, VIX	Quy mô vốn và khẩu vị rủi ro cao
Bảo lãnh Phát hành Chứng khoán (Underwriting)	CTCK cam kết với tổ chức phát hành trong việc phân phối chứng khoán ra công chúng	TCBS, VPBS	Mạng lưới phân phối trong nước và Năng lực bảo lãnh (vốn). Đây là lợi thế tuyệt đối của các CTCK thuộc hệ sinh thái ngân hàng như TCBS (phân phối trái phiếu iBond qua tệp khách hàng Techcombank) và VPBankS (tận dụng hệ sinh thái VPBank).
Cho vay Ký quỹ (Margin Lending)		TCBS, SSI, VPBS	Quy mô Vốn (VPBankS với thương vụ IPO kỷ lục 12.713 tỷ đồng), Chi phí Vốn rẻ (Các CTCK trong hệ sinh thái ngân hàng như TCBS, ACBS...)

Chiến lược cạnh tranh trong ngành

Chiến lược	Đại diện tiêu biểu	Mô tả	FNS bình luận
Nền tảng Công nghệ	VCI, VPS, TCBS, DNSE.	Sử dụng công nghệ (nền tảng giao dịch) làm lợi thế cạnh tranh cốt lõi.	Vietcap (Vietcap IQ) cung cấp các công cụ phân tích thông tin, dự báo xu hướng và tổng hợp tin tức tự động cho nhà đầu tư. DNSE (Entrade X) tập trung vào trải nghiệm giao dịch phái sinh, VPS (SmartOne) nâng cao trải nghiệm nhờ tích hợp đa dịch vụ, TCBS (TCInvest) nâng cao trải nghiệm và tập trung vào sản phẩm đầu tư như trái phiếu và chứng chỉ quỹ.
Zero Fee	VPBS, TCBS	Miễn phí giao dịch ("Zero Fee") làm "vũ khí" thu hút khách hàng.	Biến môi giới từ một <i>trung tâm lợi nhuận</i> thành một <i>trung tâm chi phí</i> để thu hút khách hàng, chấp nhận việc chi phí môi giới có thể vượt doanh thu. Lợi nhuận sau đó được bù đắp từ các dịch vụ có biên lợi nhuận cao hơn như cho vay margin.
Lợi thế Hệ sinh thái Ngân hàng (The Bank-backed Ecosystem)	TCBS, VPBankS, MBS, ACBS	Ngành chứng khoán đang phân cực rõ rệt giữa nhóm CTCK nằm trong hệ sinh thái ngân hàng và nhóm CTCK độc lập.	- Tiếp cận Vốn Rẻ và Dồi dào - Tập Khách hàng Có sẵn (Customer Funnel) - Bán chéo Sản phẩm: TCBS là điển hình thành công khi phân phối các sản phẩm ngân hàng đầu tư (như trái phiếu iBond) cho tệp khách hàng giàu có (HNW) của Techcombank
Mô hình Truyền thống (The Incumbent Play)	SSI, HSC, Vietcap (VCI)	Không chạy đua "Zero Fee" với thị trường F0, mà tập trung vào các giá trị cốt lõi: Uy tín thương hiệu, Chất lượng Tư vấn và Năng lực Nghiên cứu.	Các công ty này là lựa chọn hàng đầu của các <i>nhà đầu tư tổ chức</i> và <i>nhà đầu tư cá nhân có giá trị tài sản ròng cao (HNW)</i> . Những khách hàng này sẵn sàng trả phí cao hơn để đổi lấy sự ổn định, an toàn của hệ thống và các báo cáo phân tích chuyên sâu (ví dụ: các báo cáo từ SSI Research).
Mô hình Chuyên biệt (The Niche Specialist)	VIX, TVS	Không cạnh tranh đại trà trên mọi mặt trận, mà tập trung nguồn lực để thống trị một phân khúc/năng lực cốt lõi duy nhất.	- VIX: Dồn toàn lực vào Tự doanh. Lợi thế của họ là Vốn lớn và Khẩu vị rủi ro cao, cho phép tối đa hóa lợi nhuận từ biến động thị trường. - TVS: Lợi thế của họ là Năng lực đầu tư chuyên sâu với track-record hiệu suất đầu tư trên 20% kéo dài hơn 10 năm, tập trung vào các trụ cột Tự doanh và Quản lý Tài sản.

Top 10 công ty chứng khoán chiếm gần 70% thị phần môi giới

Thị phần môi giới Q3/2025

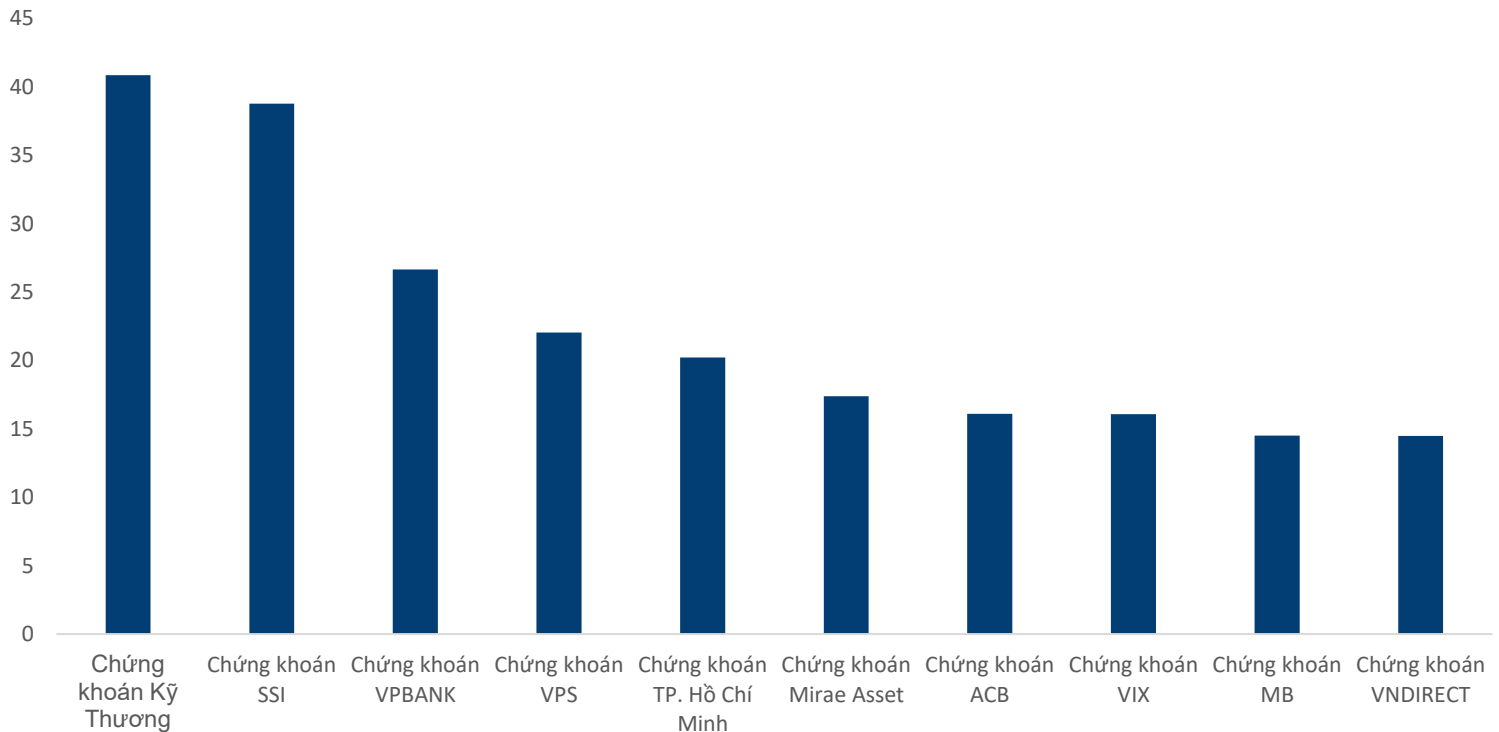


Nguồn: Fiinpro, FNS research

VCI và HSC, hai công ty truyền thống với mức phí cao, đều giảm nhẹ thị phần khi chủ trương không tham gia cuộc chiến "zero-fee" bán lẻ. Ở chiều ngược lại, VPS và TCBS tiếp tục tăng trưởng nhờ chiến lược "zero-fee". SSI, một công ty truyền thống, bất ngờ là đơn vị tăng trưởng thị phần mạnh nhất (+1,35%), đạt mức cao nhất trong 5 năm. Điều này cho thấy SSI đang thành công trong việc "đánh" cả hai mặt trận: (1) Cạnh tranh sòng phẳng với VCI ở mảng tổ chức/IB và (2) Cải thiện công nghệ/chính sách phí để giành lại thị phần bán lẻ từ VPS. Trong Q3/2025, thị phần của VND đang bị tụt lại, rơi xuống vị trí thứ 7, doanh nghiệp này đang mất thị phần bán lẻ vào tay VPS/SSI và không có mảng tổ chức/IB đủ mạnh như VCI.

Mảng Môi giới Chứng khoán đang dần trở thành mảng có biên lợi nhuận thấp nhất do cuộc chiến cạnh tranh về phí (xu hướng "Zero Fee"). Phí môi giới, từng chiếm 40-50% tổng doanh thu, nay đã giảm xuống dưới 20% tại nhiều công ty tiên phong giảm phí. Ngành chứng khoán đã hoàn tất quá trình chuyển dịch từ mô hình dựa trên phí (fee-based) sang mô hình dựa trên vốn (capital-based). Trong mô hình mới này, Môi giới (đặc biệt là "Zero Fee") không còn là sản phẩm mà là kênh thu hút khách hàng. Lợi nhuận thực sự đến từ việc khai thác tệp khách hàng khổng lồ đó thông qua các sản phẩm có biên lợi nhuận cao, chủ yếu là Cho vay Ký quỹ và Tự doanh.

Dư nợ Q3/2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, FNS research

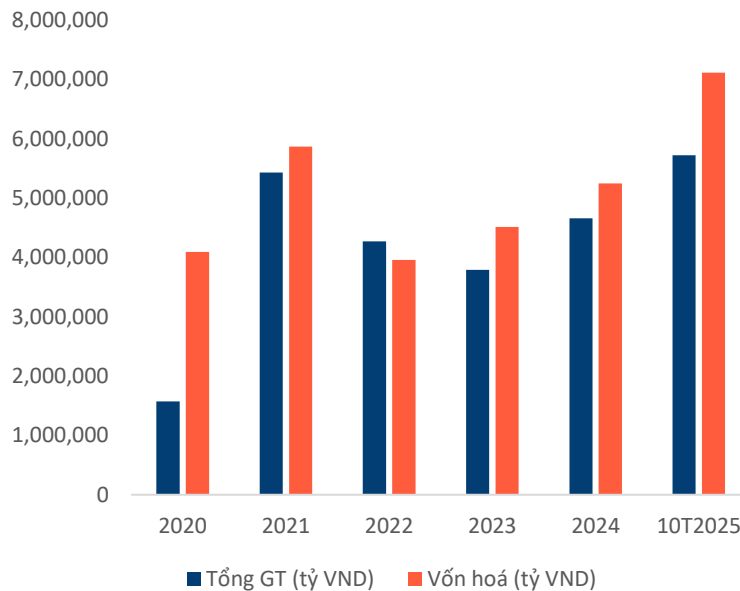
Vị thế thống lĩnh thị phần môi giới không đồng nghĩa với vị thế thống lĩnh mảng cho vay ký quỹ.

VPS dẫn đầu thị phần môi giới với 18,26% thị phần, nhưng chỉ đứng thứ 4 về Dư nợ Margin (22,037 tỷ đồng) tính tới thời điểm Q3/2025. Trong khi đó, TCBS Chỉ đứng Top 3 về Môi giới, nhưng lại dẫn đầu dư nợ margin với dư nợ 40,874 tỷ đồng, gần gấp đôi VPS.

Sự khác biệt này phản ánh sự khác biệt về *chất lượng tệp khách hàng* và *chiến lược kinh doanh*. Mô hình của VPS dường như tập trung vào *số lượng* nhà đầu tư (mass market, F0), những người giao dịch nhiều nhưng có thể có vốn và nhu cầu vay margin trung bình thấp hơn. Ngược lại, mô hình của TCBS (và SSI) tập trung vào tệp khách hàng *giá trị cao* (High-Net-Worth), đặc biệt là khách hàng ưu tiên từ ngân hàng mẹ, những người có sức mua lớn và nhu cầu vay margin khổng lồ.

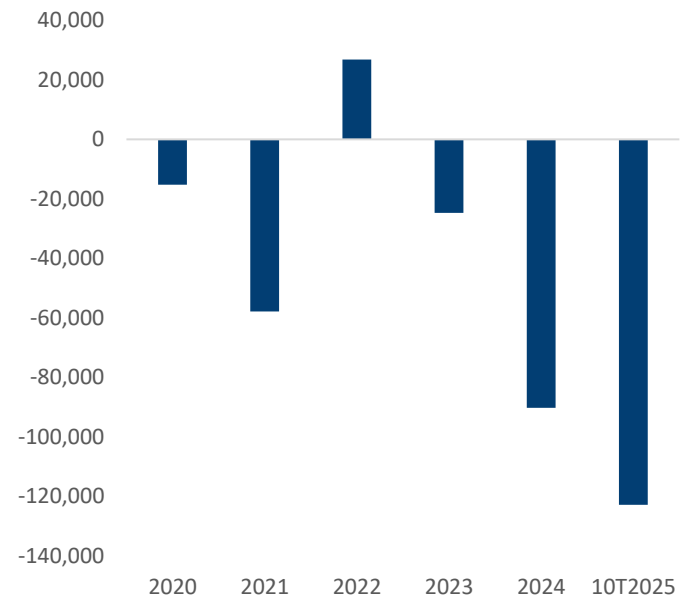
Thanh khoản thị trường cải thiện, nhà đầu tư trở lại

Thanh khoản và vốn hóa thị trường



Nguồn: FiinPro, FNS research

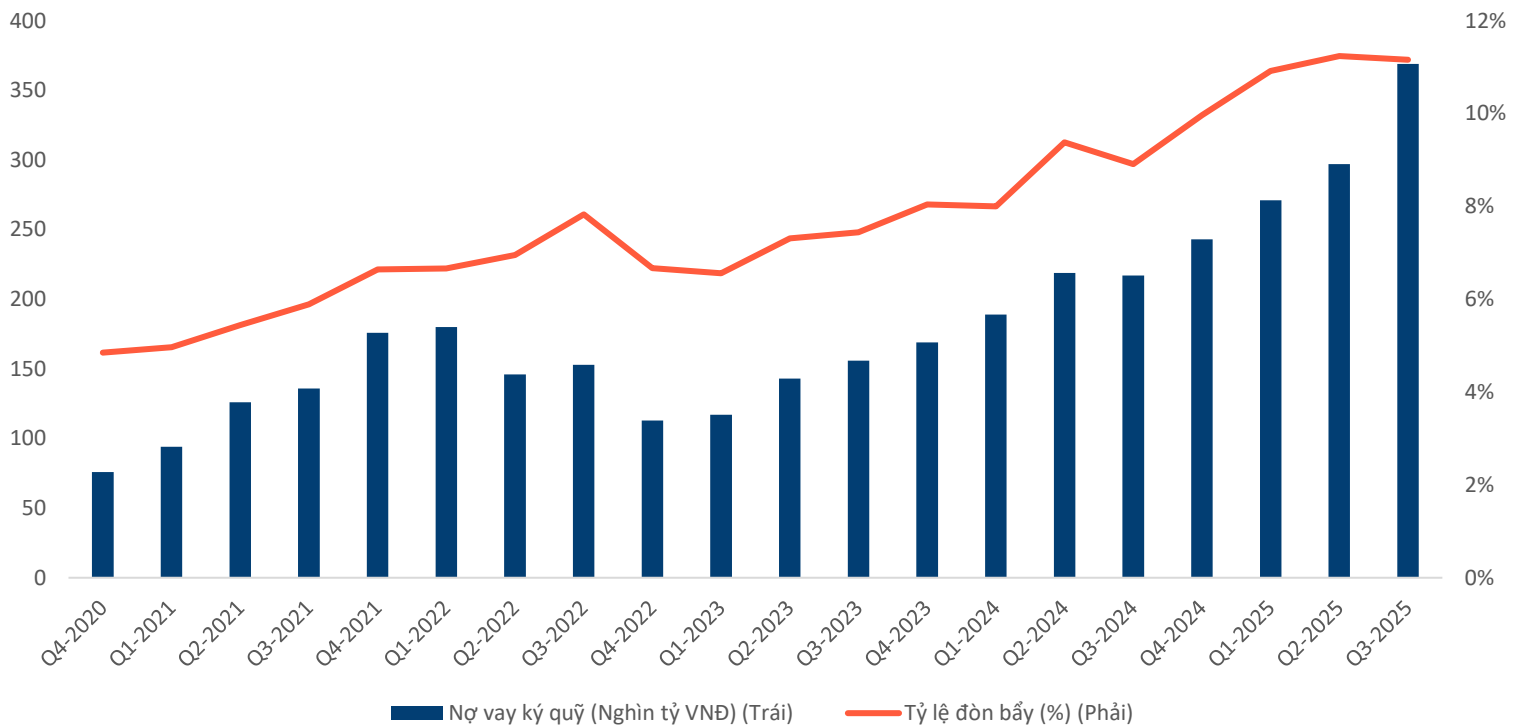
Tổng GTGD khối ngoại ròng (tỷ VND)



Nguồn: FiinPro, FNS research

Tổng giá trị giao dịch trên sàn HOSE năm 2024 đạt 4.66 triệu tỷ đồng, tăng 23% so với 2023 và cao hơn 9% so với 2022, chỉ kém 14% so với kỷ lục năm 2021. Trong 9T/2025, thanh khoản thị trường đã tăng vọt lên hơn 5.7 triệu tỷ đồng, cao hơn 22.83% so với cả năm 2024. Sự sôi động này phản ánh dòng tiền quay trở lại thị trường, kéo theo sự gia tăng của nhà đầu tư cá nhân. Số lượng tài khoản chứng khoán tăng tốc trong năm 2025 khi hiệu ứng nâng hạng thị trường thúc đẩy nhà đầu tư mới tham gia – tính đến cuối tháng 10/2025, tổng số tài khoản cá nhân đạt 11.3 triệu ($\approx 11\%$ dân số), hoàn thành mục tiêu 2030 trước thời hạn. Sự trở lại của nhà đầu tư cùng dòng tiền mới giúp VN-Index bứt phá: nửa đầu tháng 10/2025 chỉ số lập đỉnh trên 1,760 điểm trước khi điều chỉnh về $\sim 1,650$ điểm cuối tháng.

Song song, khối ngoại dù bán ròng kỷ lục (trên 90,000 tỷ trong năm 2024) và tiếp tục bán ròng trong năm 2025. Chỉ mới 10 tháng đầu năm 2025, khối ngoại đã bán ròng với giá trị gần 123,000 tỷ đồng.

Cho vay ký quỹ bù đắp – động lực chính cho lợi nhuận


Nguồn: FiinPro, FNS research

Dư nợ cho vay margin toàn thị trường liên tục lập đỉnh mới, tính đến cuối quý 3 năm 2025 đạt khoảng 367,1000 tỷ đồng, cao hơn đáng kể đỉnh cũ hồi đầu 2022 khi VN-Index ở 1,500 điểm. Sự mở rộng bùng nổ của hoạt động margin đã đóng góp tỷ trọng lớn trong doanh thu ngành. Thực tế năm 2024, thu từ cho vay margin đóng góp 36% tổng doanh thu của các công ty chứng khoán, vượt xa mảng môi giới truyền thống. Doanh thu cho vay margin quý 3/2024 thậm chí cao gần gấp 2 lần doanh thu môi giới, trong khi năm 2023 con số này chỉ hơn khoảng 8%.

Tuy nhiên, việc mở rộng margin quá nhanh cũng đặt ra rủi ro quản trị nếu thị trường đảo chiều. Hiện tượng một số CTCK “ngân hàng hóa” – huy động tiền gửi từ nhà đầu tư với lãi suất cao (vượt ngân hàng) để cho vay margin – đã bị UBCKNN cảnh báo và yêu cầu chấn chỉnh. Đây là nguồn vốn không bền vững và tiềm ẩn rủi ro thanh khoản cho chính công ty chứng khoán. Dù vậy, ở thời điểm hiện tại, dư nợ margin vẫn là động lực tăng trưởng lợi nhuận lớn nhất.

Nâng hạng thị trường

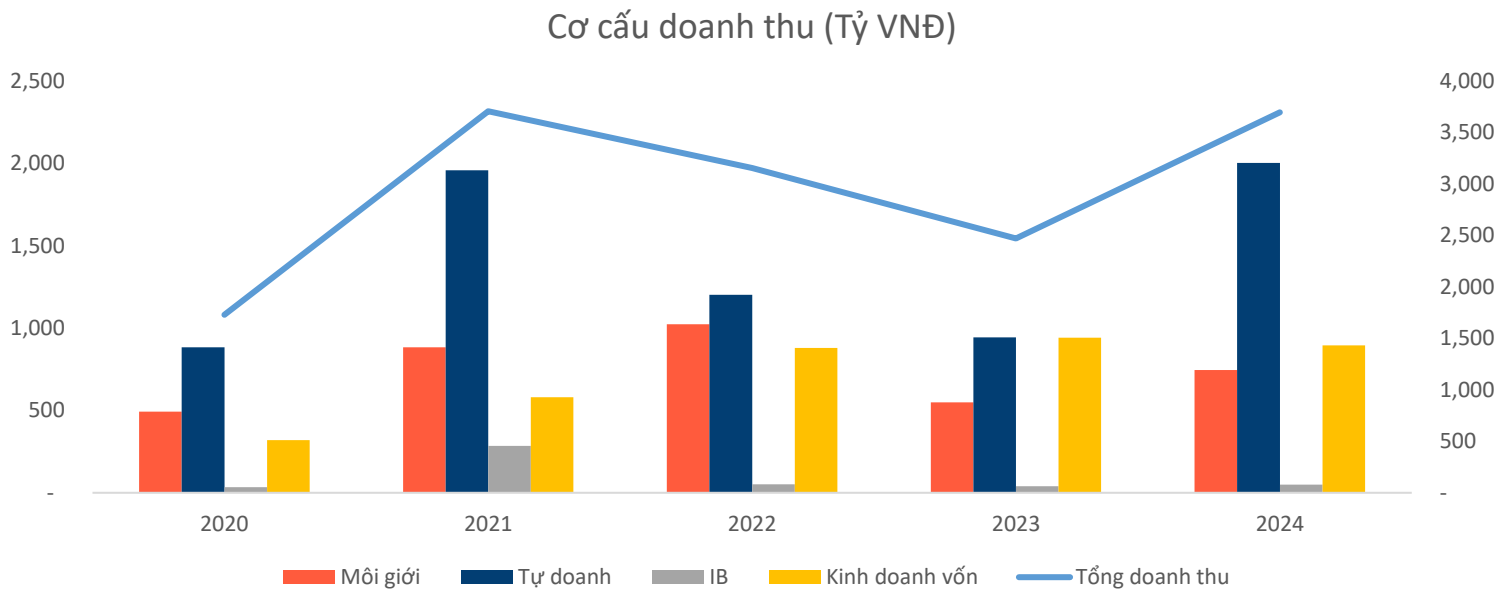
FTSE Russell chính thức thông báo nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ Frontier Market lên Secondary Emerging Market (thị trường mới nổi thứ cấp) vào tháng 10/2025, dự kiến có hiệu lực từ 21/9/2026. Maybank dự báo động thái này giúp thu hút hàng tỷ USD từ các quỹ ETF và nhà đầu tư tổ chức toàn cầu. Cụ thể, ước tính Việt Nam có thể thu hút 700 triệu – 1.1 tỷ USD từ các quỹ theo chỉ số FTSE, và tổng dòng vốn cả thụ động lẫn chủ động có thể đạt 3–7 tỷ USD khi việc nâng hạng có hiệu lực. Hệ quả sẽ là thanh khoản thị trường tăng mạnh (dự báo giá trị giao dịch có thể lên mức 2–3 tỷ USD/phần, tương đương ~50–70 nghìn tỷ VND, quy mô vốn hóa mở rộng, định giá cổ phiếu cải thiện nhờ lực cầu mới. Đồng thời, quá trình nâng hạng buộc thị trường hoàn thiện hơn về cơ chế thanh toán, minh bạch thông tin và cải thiện khung pháp lý, tạo nền tảng phát triển bền vững.

Tác động từ việc nâng hạng

Lợi ích của việc nâng hạng thị trường	Mảng kinh doanh hưởng lợi	CTCK tiêu biểu hưởng lợi từ xu hướng
Bù đắp Thanh khoản & Bán lẻ	(1) Môi giới, (2) cho vay margin	- SSI với Quy mô vốn lớn tài trợ cho hoạt động margin
Dòng vốn Ngoại	(1) Môi giới quỹ, tổ chức nước ngoài (2) Dịch vụ Ngân hàng Đầu tư (IB) khi làn sóng IPO/M&A mới bùng nổ (3) Dịch vụ Quản lý Quỹ	- SSI với (1) Dịch vụ ngân hàng đầu tư (IB) chuyên nghiệp (2) quỹ (SSIAM) - VCI (1) với kinh nghiệm làm việc với đối tác nước ngoài (30% thị phần giao dịch cổ phiếu khối ngoại tính đến năm 2024) (2) Tiên phong về NPF & IB (Đã có 313 khách hàng tổ chức đăng ký tính đến năm 2024)
Đánh giá lại tài sản từ thị trường cận biên sang thị trường mới nổi	Tự doanh	- SSI, VIX với danh mục đầu tư khổng lồ (FVTPL và AFS)
Dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII)	Giúp các doanh nghiệp Việt Nam có thêm dòng vốn mới để phục vụ sản xuất kinh doanh. Ngoài ra còn giúp các doanh nghiệp đa dạng hóa nguồn vốn kinh doanh đến từ vốn chủ sở hữu và trái phiếu (Bớt phụ thuộc vào nguồn vốn từ ngân hàng)	Các doanh nghiệp có hoạt động sản xuất kinh doanh bền vững, minh bạch.

III. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap (VCI)

Nghân hàng đầu tư (IB) và khách hàng tổ chức- Thế mạnh cạnh tranh không dễ bắt chước của doanh nghiệp



Nguồn: VCI, FNS tổng hợp

Công ty từng dẫn đầu thị trường trong nhiều thương vụ tư vấn phát hành, niêm yết quy mô lớn. Tuy nhiên giai đoạn 2020–2023, do thị trường sơ cấp trầm lắng (IPO “đóng băng” sau Covid, ít thương vụ M&A lớn), mảng IB của VCI cũng chững lại. Nhiều hợp đồng VCI đã ký 2-3 năm trước vẫn chưa thể thực hiện vì thị trường chưa thuận lợi.

Song song, VCI những năm gần đây cũng đẩy mạnh mảng dịch vụ tài chính và tự doanh để cân bằng doanh thu. Hoạt động cho vay margin của VCI tăng trưởng tốt, đặc biệt trong các quý thị trường sôi động.

a. VCI liên tục được các tổ chức uy tín bình chọn là “Nhà tư vấn tài chính doanh nghiệp và M&A số 1 Việt Nam”

Công ty đã thực hiện nhiều thương vụ đỉnh đám với vai trò dẫn dắt: Thương vụ thoái vốn FE Credit 1.4 tỷ USD năm 2021, M&A Phúc Long – Masan năm 2021, tư vấn Vinhomes phát hành cổ phần cho quỹ ngoại năm 2018. Gần đây nhất, năm 2024 VCI tư vấn thành công thương vụ Hợp Trí sáp nhập Summit Agro, được vinh danh “Thương vụ tiêu biểu 2024”. Chính sách của VCI là tập trung nguồn lực cho IB, họ có đội ngũ nhân viên IB chất lượng cao.

Trong một thị trường mà các công ty đua nhau về phí môi giới, margin, thì VCI chọn khác biệt bằng IB – và lợi thế khác biệt này rất khó bị sao chép, tạo nên lợi thế cạnh tranh vững bền cho VCI.

b. Thị trường vốn Việt Nam đang khởi động lại, lợi thế IB của VCI càng có đất để phát huy

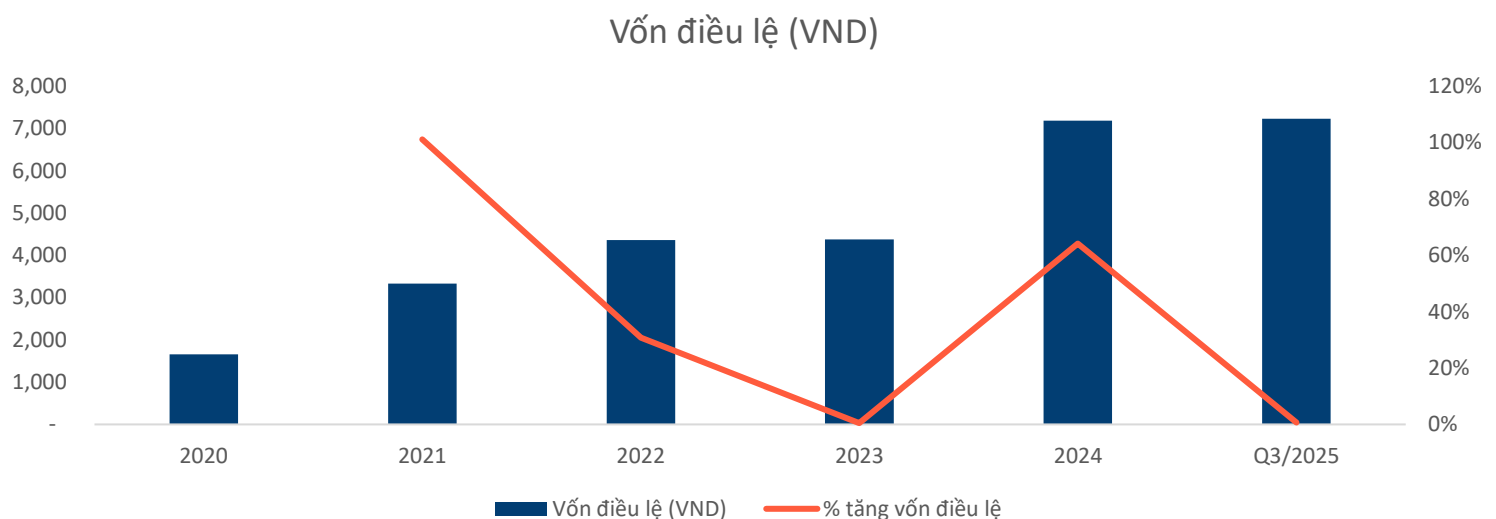
Thị trường trái phiếu DN phục hồi mạnh 2024: Giá trị phát hành mới ~472 nghìn tỷ đồng, tăng gần 40% YoY, số doanh nghiệp vỡ nợ mới giảm mạnh (21 so với 79 năm 2023). Việc thị trường vốn (đặc biệt là trong bối cảnh thị trường trái phiếu đang trong tình trạng lao dốc trong giai đoạn 2022-2023 khiến doanh thu IB của các CTCK như SSI hay VCI giảm mạnh) nóng lên làm gia tăng nhu cầu tư vấn IB và M&A, góp phần cải thiện mảng IB của CTCK nói riêng và lợi nhuận của CTCK nói chung.

M&A phục hồi – tạo nguồn deal tư vấn/IB: Theo KPMG, 9T2024 giá trị M&A tăng 45,9% YoY (so với khu vực ASEAN 5 giảm 11,3%). Theo Mergermarket/VIR, cả năm 2024 ghi nhận 96 thương vụ, 3.2 tỷ USD. M&A cải thiện thường kéo theo tư vấn, thu xếp vốn, niêm yết sau M&A.

Làn sóng IPO lớn bắt đầu trở lại – Nhiều hồ sơ/động thái cụ thể: 9T đầu năm 2025, thị trường chứng khoán Việt Nam ghi nhận nhiều thương vụ IPO tầm cỡ như Vinpearl, TCBS, VPBankS. Với vị thế “Số 1 trong mảng IB” và quan hệ rộng, VCI sẽ được hưởng lợi từ làn sóng IPO đang dần ấm lên với vai trò là một nhà tư vấn chuyên nghiệp, uy tín với nhiều thương vụ lớn thành công trong quá khứ.

Cải cách & chủ trương thúc đẩy cổ phần hóa/thoái vốn – Chính phủ ban hành chỉ đạo đẩy nhanh hoàn tất cổ phần hóa, nộp ngân sách (2025), tạo nguồn hàng Nhà nước thoái vốn/niêm yết. (Dù tiến độ còn thách thức, tín hiệu chính sách là rõ ràng).

Kế hoạch tăng vốn liên tục, tạo nên đòn bẩy cho hoạt động kinh doanh



Nguồn: VCI, FNS tổng hợp

VCI có kế hoạch tăng vốn lên 8,500 tỷ, đồng thời công ty đã tích lũy được lượng lợi nhuận giữ lại đáng kể (để có thể tăng vốn từ nguồn vốn chủ sở hữu).

Một vốn điều lệ lớn mang lại nhiều lợi thế: (i) Tăng hạn mức cho vay margin: Vốn chủ nhiều cho phép công ty cho vay margin nhiều hơn nhưng vẫn tuân thủ tỷ lệ an toàn, nhờ đó giành được thị phần cho vay khi nhu cầu margin tăng cao; (ii) Mở rộng đầu tư tự doanh: VCI có thể sử dụng vốn tự có để đầu tư các thương vụ lớn (iii) Nâng cao uy tín và sức cạnh tranh: Với quy mô vốn 8.5 nghìn tỷ, VCI sẽ ở cùng nhóm đầu với SSI, VPS, VIX – tạo niềm tin cho khách hàng lớn và đối tác rằng công ty đủ năng lực tài chính để tham gia các thương vụ lớn cũng như chống chịu rủi ro.

Cơ hội và thách thức đan xen

c. Cơ hội

Đa dạng hóa sản phẩm (Chứng quyền, phái sinh)	cơ quan quản lý đang xem xét đơn giản hóa thủ tục phát hành chứng quyền, mở rộng danh sách cổ phiếu cơ sở, đồng thời tăng cường trách nhiệm của tổ chức phát hành để bảo vệ nhà đầu tư. Việc ra mắt các sản phẩm phái sinh mới (VN100 futures, cổ phiếu futures, quyền chọn...) sẽ thu hút thêm nhà đầu tư và tăng doanh thu phí cho các công ty chứng khoán.
Tăng cường đầu tư công và tăng trưởng kinh tế	Giai đoạn 2023-2030, Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công (các dự án hạ tầng giao thông, năng lượng quy mô lớn). Đây là động lực cho nền kinh tế phục hồi và tăng trưởng cao, kéo theo lợi nhuận doanh nghiệp tăng, qua đó, thị trường chứng khoán đóng vai trò như một thị trường vốn thứ cấp sẽ hưởng lợi. Một chu kỳ kinh tế thuận lợi, với môi trường kinh doanh lành mạnh sẽ tạo nhiều động lực cho hoạt động tăng vốn sôi động- Nơi mảng IB, vốn là thế mạnh của VCI, được hưởng lợi.
Nâng hạng thị trường	Khi được nâng hạng, hàng tỷ USD vốn ngoại sẽ đổ vào thị trường. Các công ty chứng khoán sẽ hưởng lợi toàn diện: khối lượng môi giới tăng vọt, doanh thu cho vay margin tăng (do nhu cầu giải ngân cao), nhiều doanh nghiệp tranh thủ IPO, phát hành thêm (cơ hội IB), và định giá danh mục tự doanh tăng lên.
Hệ thống KRX	Hệ thống mới cho phép giao dịch T+0, bán khống có kiểm soát, thanh toán bù trừ trung tâm, và mở ra khả năng triển khai nhiều loại sản phẩm phức tạp (ví dụ quyền chọn) mà hệ thống cũ chưa hỗ trợ. Các sản phẩm này góp phần đa dạng hóa doanh thu cho các công ty chứng khoán, giúp CTCK thu hút thêm khách hàng thông qua rổ dịch vụ đa dạng hơn.

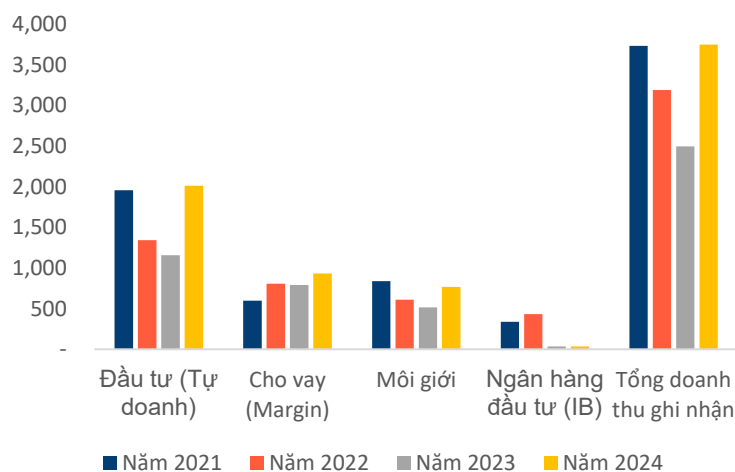
d. Thách thức

Cạnh tranh về giá và thị phần môi giới	Như đã đề cập ở phần “Chiến lược cạnh tranh Zero-fee”, Việc nhiều công ty sẵn sàng lỗ ở mảng môi giới để đổi lấy thị phần. Kết quả là phí giao dịch về 0 đồng có nguy cơ trở thành “trạng thái bình thường mới” trước 2030
Tính chu kỳ cao	Các hoạt động chính của CTCK như môi giới, IB, tự doanh đều rất nhạy cảm với chu kỳ kinh doanh.
Áp lực tuân thủ và quản trị rủi ro	Với việc thị trường lớn mạnh và hội nhập quốc tế, các công ty chứng khoán sẽ đối mặt yêu cầu quản trị cao hơn. Sẽ có những yêu cầu khắt khe hơn trong hoạt động vận hành và báo cáo tài chính, qua đó làm tăng chi phí tuân thủ cho các CTCK.

IV. Tình hình tài chính

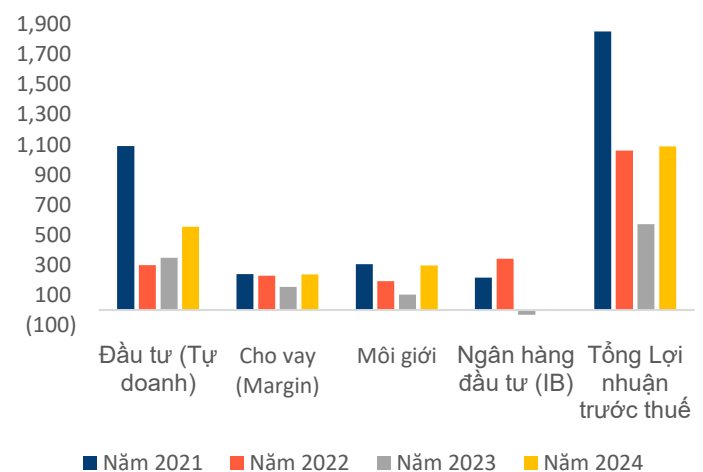
Kết quả hoạt động kinh doanh

Cơ cấu doanh thu (Tỷ VND)



Nguồn: VCI, FNS tổng hợp

Cơ cấu lợi nhuận (Tỷ VND)



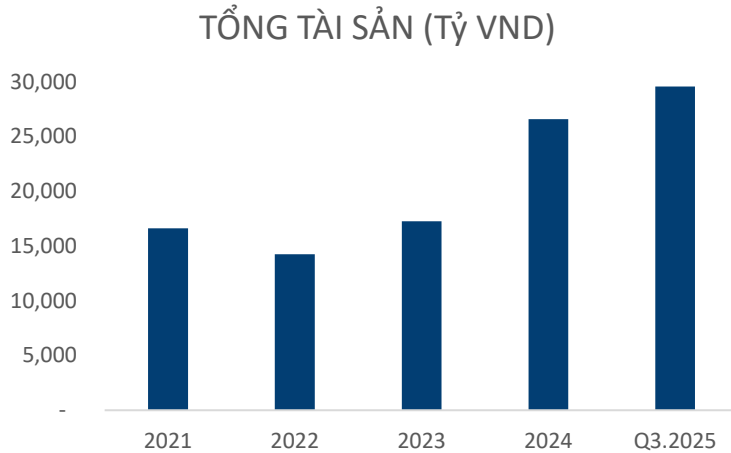
Nguồn: VCI, FNS tổng hợp

Mảng đầu tư tài sản tài chính đóng góp lợi nhuận lớn nhưng cũng biến động nhất. LNTT đạt đỉnh 1,091 tỷ đồng năm 2021, sụt giảm 73% xuống chỉ còn 298 tỷ đồng năm 2022 khi thị trường có diễn biến không thuận lợi, sau đó phục hồi lên 554 tỷ đồng năm 2024. Công ty luôn nhấn mạnh chiến lược đầu tư dài hạn vào các doanh nghiệp cơ bản tốt (tiêu dùng, bán lẻ, tài chính, công nghệ). Lãi/lỗ từ danh mục giao dịch (FVTPL) được ghi nhận trực tiếp vào Báo cáo Kết quả Kinh doanh (P&L), gây ra biến động lớn. Ngược lại, lãi/lỗ từ các khoản đầu tư chiến lược (phân loại là AFS) lại được ghi nhận vào Vốn chủ sở hữu. Ví dụ, cuối năm 2021, VCI có 1,666 tỷ đồng "chênh lệch đánh giá lại tài sản" trong VCSH. Tại Q3/2025, khoản mục này đã tăng lên 2,898 tỷ đồng. Do đó, LNTT từ mảng Tự doanh được báo cáo trên P&L chỉ phản ánh một phần câu chuyện. "Lợi nhuận kinh tế" thực sự (bao gồm cả thay đổi giá trị AFS) lớn hơn và biến động mạnh hơn nhiều, đây cũng là một rủi ro tiềm ẩn lớn sẽ được phân tích sâu hơn ở phần phân tích bảng cân đối kế toán.

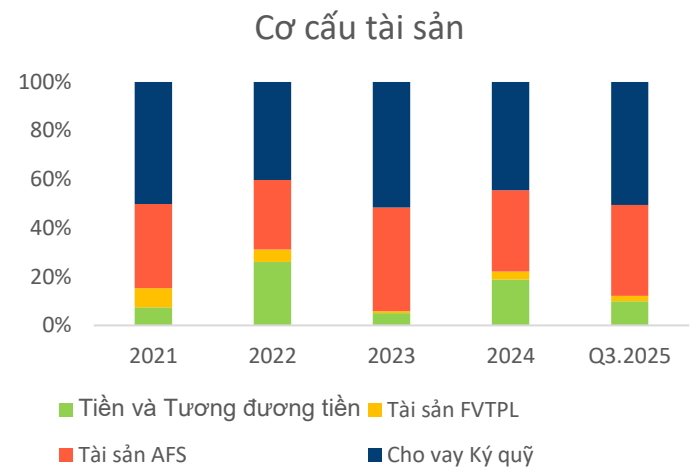
LNTT của mảng môi giới biến động trực tiếp theo thanh khoản thị trường, từ 304 tỷ đồng (2021) xuống 192 tỷ đồng (2022) và phục hồi lên 297 tỷ đồng (2024). VCI giữ vững vị thế trong Top 5-7 thị phần môi giới trên sàn HOSE và đặc biệt là vị thế thống trị tuyệt đối trong mảng Môi giới Khách hàng Tổ chức/Nước ngoài (duy trì 25-30% thị phần).

Cho vay Ký quỹ (Margin): Đây là mảng có LNTT ổn định nhất. Doanh thu mảng này tăng trưởng liên tục (từ 600 tỷ đồng lên 932 tỷ đồng), phản ánh quy mô cho vay ngày càng tăng.

Mảng Ngân hàng Đầu tư (IB): Mảng này cực kỳ biến động và phụ thuộc vào việc hoàn thành các thương vụ lớn. Năm 2021, LNTT đạt 216 tỷ đồng nhờ hoàn thành thương vụ kỷ lục bán 49% vốn FE CREDIT. Năm 2022, LNTT đạt 342 tỷ đồng, khi VCI vẫn đóng được các thương vụ cho Masan, PNJ và Hưng Thịnh bất chấp thị trường xấu. Tuy nhiên, khi thị trường M&A và IPO toàn cầu và Việt Nam đóng băng vào năm 2023, mảng này đã ghi nhận lỗ 33 tỷ đồng. Năm 2024, LNTT chỉ đạt 2 tỷ đồng. Sự phục hồi lợi nhuận của VCI trong năm 2024 hoàn toàn không đến từ IB, mà đến từ sự phục hồi của các mảng kinh doanh cốt lõi gắn liền với thị trường.

Cơ cấu tài sản


Nguồn: VCI, FNS tổng hợp



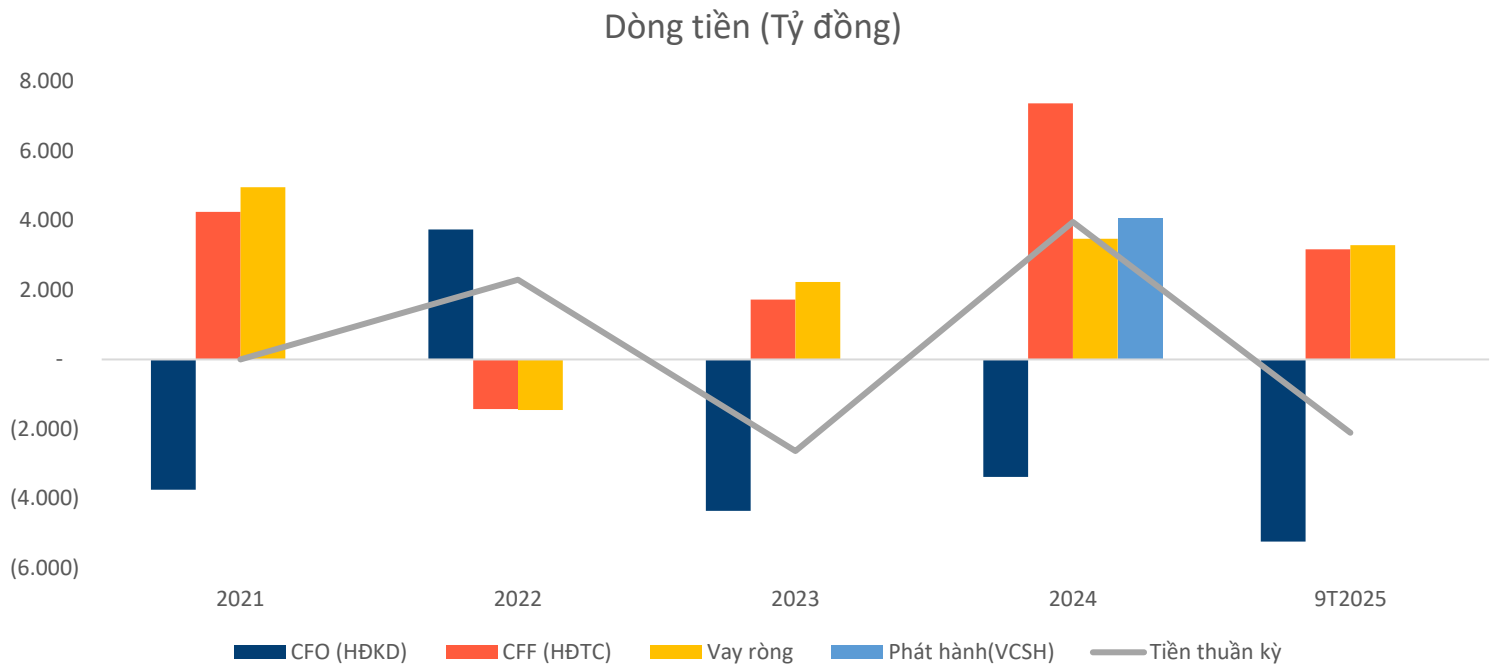
Nguồn: VCI, FNS tổng hợp

Tổng tài sản của VCI đã tăng trưởng vượt bậc, từ 16,636 tỷ đồng (cuối 2021) lên 26,592 tỷ đồng (cuối 2024) và đạt mức kỷ lục 29,593 tỷ đồng tại Q3/2025.

Đáng chú ý là sự sụt giảm tạm thời của tổng tài sản xuống 14,243 tỷ đồng vào cuối năm 2022. Sự sụt giảm này là một hành động quản trị rủi ro chủ động và bị động: (1) **Chủ động**: Công ty giảm rủi ro bằng cách thu hẹp mạnh "Các khoản cho vay" ký quỹ từ 7,701 tỷ đồng xuống 5,279 tỷ đồng. (2) **Bị động**: Danh mục tài sản tài chính AFS bị đánh giá lại giảm giá trị (từ 5,324 tỷ đồng xuống 3,734 tỷ đồng)

Cho vay Ký quỹ (Margin): Đây là khoản mục cốt lõi trong chiến lược của VCI. Dư nợ cho vay ký quỹ tăng trưởng cực kỳ ấn tượng, từ 7,701 tỷ đồng (cuối 2021) lên 11,222 tỷ đồng (cuối 2024) và đạt mức kỷ lục mới 13,447 tỷ đồng (tại Q3/2025). Tại Q3/2025, dư nợ này chiếm tới 45% tổng tài sản, cho thấy VCI đang đặt cược lớn vào khả năng sinh lời từ đòn bẩy của nhà đầu tư trong một thị trường được kỳ vọng tích cực.

Tài sản Tài chính (FVTPL & AFS): Tổng danh mục tự doanh (FVTPL + AFS) là rất lớn. Tại Q3/2025, tổng giá trị hai khoản mục này là 10,522 tỷ đồng (599 tỷ + 9,923 tỷ), chiếm 35,6% tổng tài sản. Trong đó, AFS (Tài sản tài chính Sẵn sàng để bán) là khoản mục cốt lõi, tăng từ 5,324 tỷ đồng (2021) lên 9,923 tỷ đồng (Q3/2025). Đây là các khoản đầu tư chiến lược, dài hạn của VCI. Rủi ro tiềm ẩn lớn nhất của AFS nằm ở cách hạch toán. Tại Q3/2025, Vốn chủ sở hữu của VCI là 13,178 tỷ đồng, trong đó có 2,898 tỷ đồng là "Chênh lệch đánh giá lại tài sản" (lãi AFS chưa thực hiện). Điều này có nghĩa là gần 22% giá trị sổ sách của VCSH VCI không phải là tiền mặt hay lợi nhuận đã thực hiện, mà là "lãi trên giấy" từ danh mục đầu tư. Giá trị thực của VCSH VCI, do đó, cực kỳ nhạy cảm với biến động thị trường. Nếu thị trường sụp đổ như 2022 (khi AFS giảm 1,600 tỷ đồng), VCSH của VCI sẽ bị "bào mòn" nhanh chóng.

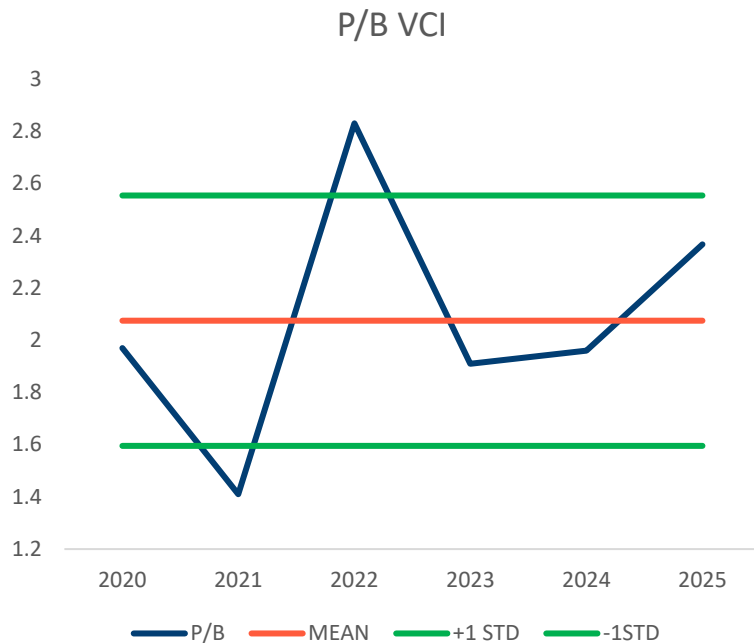
Dòng tiền


Nguồn: VCI, FNS tổng hợp

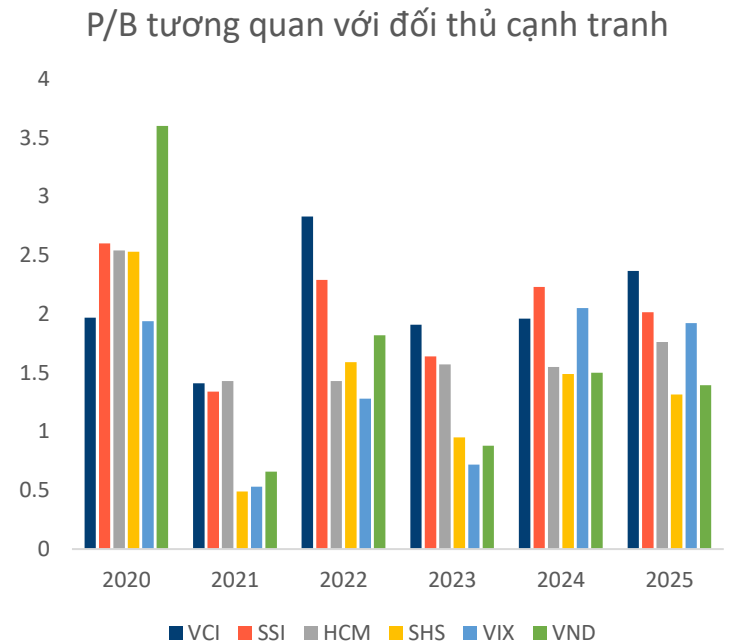
Dòng tiền của VCI trong giai đoạn 2021–9T.2025 phản ánh rõ đặc trưng chu kỳ vốn của một công ty chứng khoán: CFO biến động mạnh theo nhu cầu mở rộng hay thu hẹp tài sản sinh lợi, trong khi CFF đóng vai trò nguồn cấp vốn chủ đạo, CFO của VCI các năm 2021–2024 lần lượt là -3,750; +3,742; -4,356; -3,384 tỷ đồng, và -5,239 tỷ đồng trong 9T.2025. Sự biến động này chủ yếu đến từ việc tăng/giảm quy mô cho vay margin (2021: -3,820; 2023: -2,713; 2024: -3,229; 9T.2025: -2,723) cùng với biến động mua bán tài sản FVTPL, phù hợp với mô hình “tăng trưởng tài sản – CFO âm” của ngành. Khi VCI thu hẹp dư nợ (2022), CFO lập tức đảo chiều mạnh lên +3,742 tỷ, khẳng định tính chất chu kỳ của dòng tiền hoạt động.

Trong khi đó, CFF là động lực đảm bảo thanh khoản và tài trợ cho tăng trưởng. Dòng tiền tài chính lần lượt đạt +4,246 tỷ đồng (2021); -1,428 tỷ đồng (2022); +1,728 tỷ đồng (2023); +7,371 tỷ đồng (2024) và +3,168 tỷ đồng (9T.2025). Đặc biệt năm 2024, VCI đồng thời tăng vay ròng +3,475 tỷ đồng và phát hành cổ phiếu +4,074 tỷ đồng, qua đó bù đắp hoàn toàn CFO âm và giúp tiền thuần kỳ đạt +3,956 tỷ đồng. CFF 9T.2025 tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ vay ròng +3,293 tỷ đồng, cho thấy khả năng huy động vốn tốt và sự chủ động trong quản trị thanh khoản.

V. Định giá hiện tại phản ánh kỳ vọng cao của thị trường



Nguồn: Fiinpro, VCI, FNS research



Nguồn: Fiinpro, VCI, FNS research

Cổ phiếu VCI đang giao dịch ở mặt bằng định giá cao hơn trung bình lịch sử và tiến gần vùng “premium” so với phân phối lịch sử. Điều này cho thấy thị trường đã đưa những kỳ vọng tích cực vào định giá công ty, một kịch bản thuận lợi hơn cho kết quả kinh doanh của công ty trong các quý tới (cải thiện thanh khoản, dư nợ margin, và mức độ sôi động của các hoạt động thị trường vốn).

Đối với mặt bằng chung, mức định giá của VCI cũng thể hiện premium tương đối. Mức kỳ vọng cao đối với VCI là có cơ sở khi VCI sở hữu một số lợi thế riêng như (1) cơ cấu khách hàng chất lượng (2) kỳ vọng về khả năng tận dụng chu kỳ tốt hơn nhờ cấu trúc doanh thu đa dạng (môi giới – margin – đầu tư – IB). Tuy nhiên, ở vùng định giá premium, yêu cầu đối với kết quả kinh doanh cũng cao hơn, thị trường sẽ đòi hỏi sự cải thiện rõ ràng về hiệu quả sử dụng vốn và chất lượng lợi nhuận để duy trì mặt bằng P/B hiện tại.

Định giá hiện tại của VCI phản ánh kỳ vọng cao và phù hợp hơn với chiến lược tiếp cận theo hướng tận dụng chu kỳ thị trường hơn là luận điểm “định giá thấp”.

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Trong tương lai, FNS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin thay đổi hoặc có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với nội dung của bài báo cáo trên.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:**Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN**Email: research@funan.com.vnWebsite : www.funan.com.vn**TRỤ SỞ CHÍNH**

Đ/c: Tầng hầm và tầng 2, 3, 4, số 50 Nguyễn Cơ Thạch, Phường An Khánh, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9158
Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 1, số 50 Nguyễn Cơ Thạch, Phường An Khánh, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9138
Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Ngũ Hành Sơn, Thành phố Đà Nẵng
Tel : (0236) 377.9655
Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Giảng Võ, Tp. Hà Nội
Tel : (024) 6283.3666
Fax: (024) 3206 8881