

Chứng khoán

Chờ đợi “Nâng hạng”

LNST hợp nhất 1Q25 đi ngang n/n

Tổng thu nhập hoạt động trong 1Q25 giữ ổn định ở mức tăng 1.5% n/n, giảm 3% q/q, chủ yếu do thu nhập môi giới lao dốc (-31.4% n/n, -10.9% q/q) và thu nhập từ ngân hàng đầu tư (IB) giảm mạnh (-27.2% n/n, -4.1% q/q) (Hình 1). VIX ghi nhận mức tăng trưởng thu nhập hoạt động ấn tượng nhất, đạt 979.7 tỷ đồng (+171.7% n/n, +80% q/q) (Hình 2). TCBS dẫn đầu trong Top 5 với thu nhập hoạt động đạt 2,028 tỷ đồng (+19.8% n/n, +10% q/q). Tuy nhiên, tổng thu nhập hoạt động thuần sau khi trừ giá vốn chỉ tăng 11.4% q/q nhưng giảm nhẹ 2.7% n/n (Hình 3). LNST 1Q25 đạt 6,262 tỷ đồng (-1.9% n/n, +20.9% q/q), qua đó giúp biên lợi nhuận thuần cải thiện lên 32.8% (+6.3 đpt q/q) (Hình 4). VPBankS có tốc độ tăng trưởng LNST mạnh nhất với 280.5 tỷ đồng (+92.7% n/n, -7.6% q/q), tiếp theo là VPS với 734.8 tỷ đồng (+45.5% n/n, -12% q/q). Ngược lại, VND và HCM ghi nhận mức sụt giảm lần lượt 38% và 18.1% n/n về LNST (Hình 5).

Số dư tiền gửi của nhà đầu tư phục hồi

Sau ba quý liên tiếp sụt giảm, số dư tiền gửi của nhà đầu tư trong 1Q25 đạt 92,466 tỷ đồng (-12.1% n/n, +26.4% q/q) (Hình 11). VPS, SSI và TCBS hiện đang nắm giữ gần 50% thị phần tiền gửi của nhà đầu tư, cho thấy lợi thế cạnh tranh rõ rệt trong ngành (Hình 12). Dư nợ cho vay ký quỹ lập kỷ lục mới ở mức 267 nghìn tỷ đồng (+37.4% n/n), bất chấp bối cảnh đầu tư đầy thách thức chưa từng có, qua đó mang lại thu nhập lớn từ hoạt động cho vay ký quỹ (Hình 13). Mức lãi suất cho vay ký quỹ tại các công ty chứng khoán nội có xu hướng giảm mạnh hơn so với các công ty có vốn nước ngoài (Hình 15).

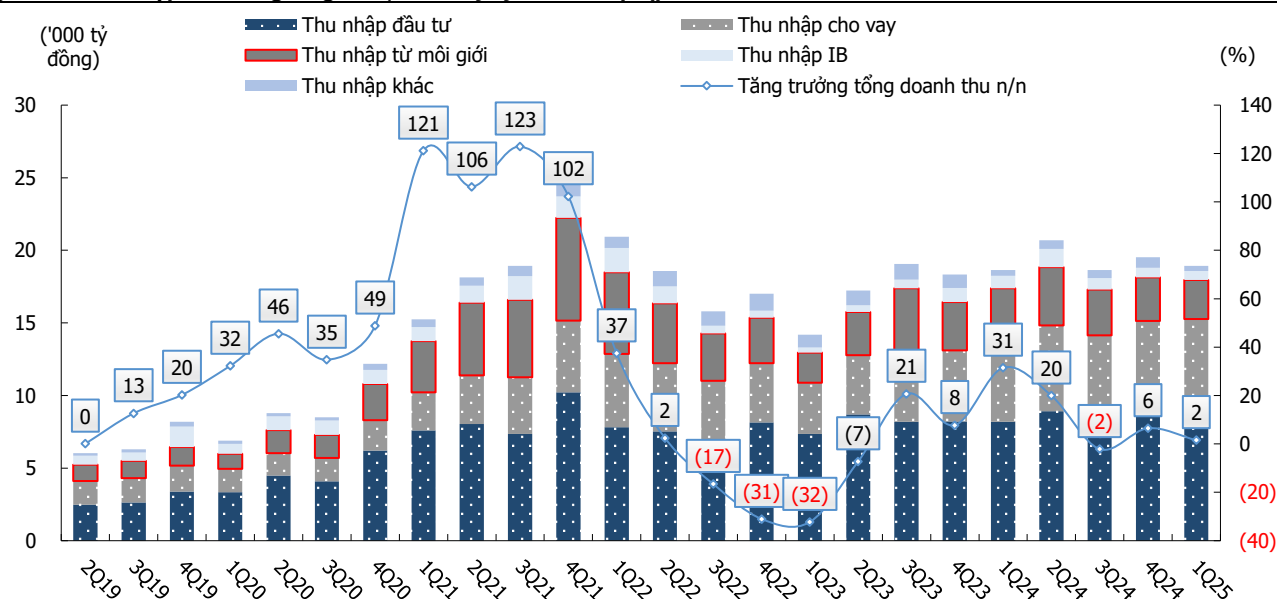
Định giá cao hơn với công ty có tệp khách hàng nước ngoài.

Ngành chứng khoán hiện đang giao dịch ở mức 1.42 PB, tương đương với mức trung bình 5 năm là 1.55x (Hình 19). Các nhà đầu tư sẵn sàng trả một mức giá cao hơn cho FTS (2.6x PB) nhờ tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) vượt trội đạt 13.7%. Thị trường cũng đánh giá cao SSI (1.7x PB, 11.5% ROE), VCI (2.1x PB, 9.4% ROE) và HCM (1.7x PB, 9.5% ROE) nhờ vào tệp khách hàng nước ngoài (Hình 20). Các công ty này có thể hưởng lợi từ xu hướng nâng hạng thị trường từ nhóm thị trường cận biên lên thị trường mới nổi, tạo điều kiện thuận lợi cho dòng vốn hàng tỷ USD từ nước ngoài đổ vào Việt Nam.

Không xếp hạng

Phòng phân tích
Researchdept@kisvn.vn

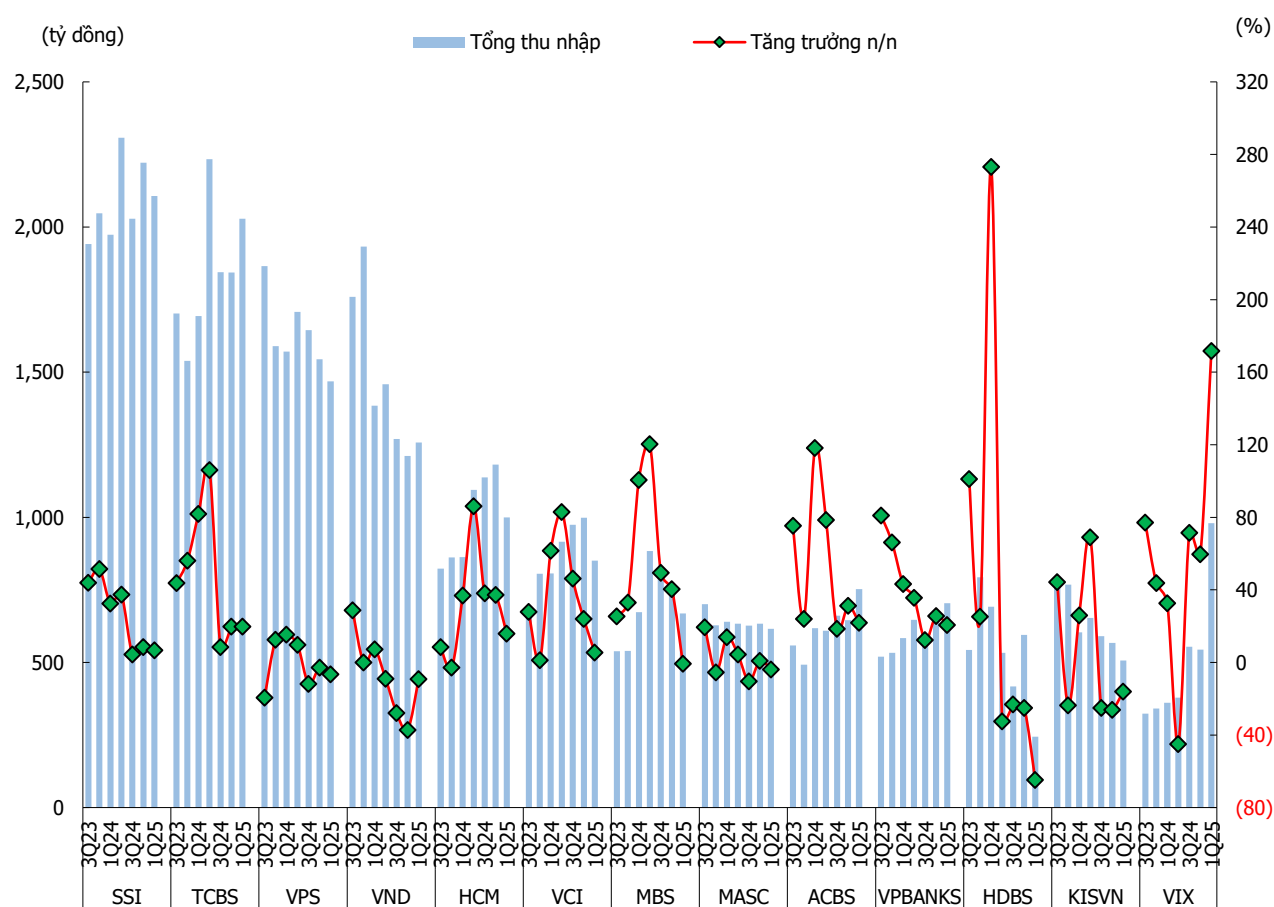
Hình 1. Tổng thu nhập quý theo từng mảng: Tổng thu nhập 1Q25 duy trì mức tăng 1.5% yoy, giảm 3% qoq chủ yếu do thu nhập từ môi giới giảm (-31.4% yoy, -10.9% qoq).



Nguồn: FiinproX, KIS Research

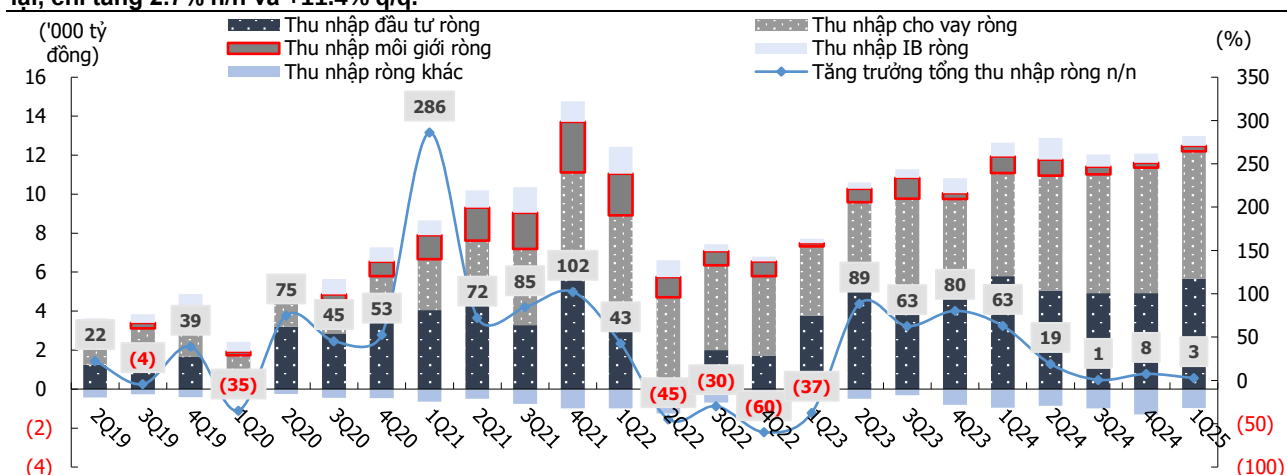
Lưu ý: Doanh thu được hiểu là tổng doanh thu hoạt động; Doanh thu đầu tư bao gồm thu nhập từ các tài sản ghi nhận theo giá trị hợp lý thông qua lãi/lỗ (FVTPL), sẵn sàng để bán (AFS) và nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM); Doanh thu cho vay bao gồm thu nhập từ hoạt động cho vay ký quỹ và ứng trước tiền bán; Doanh thu môi giới đến từ phí giao dịch/mua bán; Doanh thu IB bao gồm tư vấn, bảo lãnh và cam kết của mảng ngân hàng đầu tư; Doanh thu khác bao gồm từ dịch vụ lưu ký.

Hình 2. Doanh thu quý theo công ty: TCBS duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất trong nhóm 5 công ty hàng đầu trong 1Q25, trong khi VIX ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng.



Nguồn: FiinproX, KIS Research

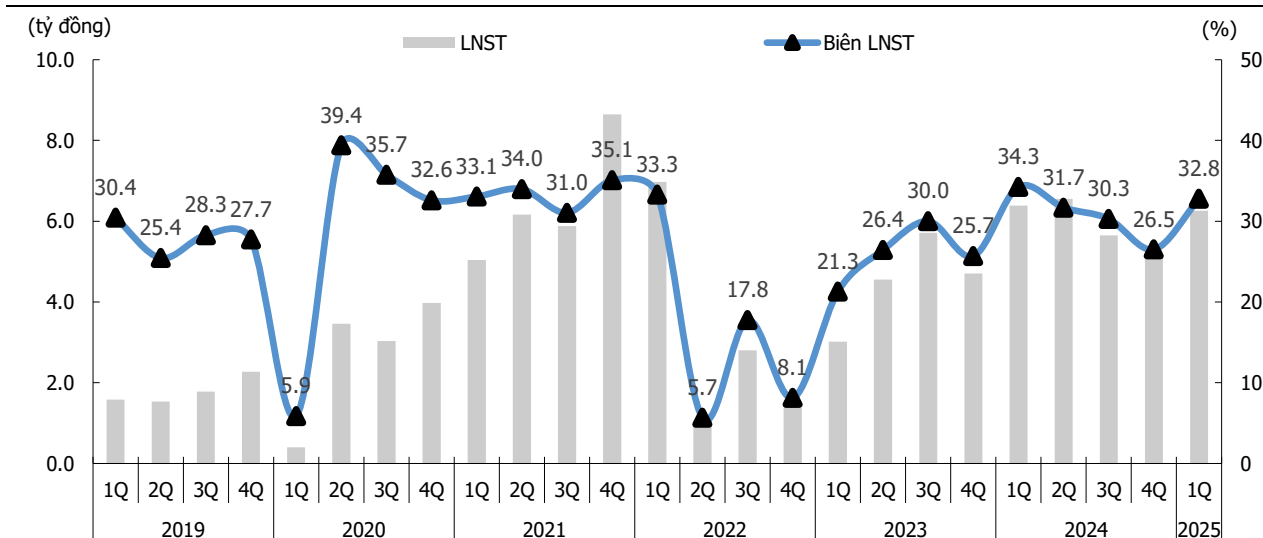
Hình 3. Lợi nhuận ròng hợp nhất theo loại hình hoạt động theo quý: Tổng lợi nhuận ròng trong 1Q25 tăng chậm lại, chỉ tăng 2.7% n/n và +11.4% q/q.



Nguồn: FiinproX, KIS Research

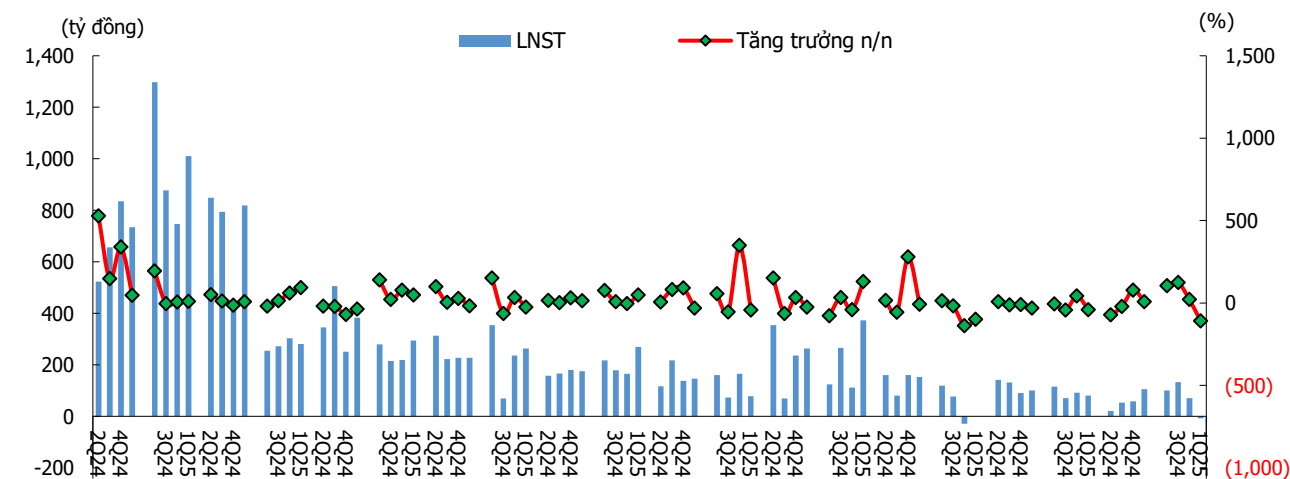
Lưu ý: Lợi nhuận ròng được hiểu là tổng doanh thu hoạt động sau khi trừ đi chi phí vốn; Lợi nhuận đầu tư ròng bao gồm thu nhập từ các tài sản ghi nhận theo giá trị hợp lý thông qua lãi/lỗ (FVTPL), sẵn sàng để bán (AFS) và nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) sau khi trừ chi phí vốn; Doanh thu cho vay bao gồm thu nhập từ hoạt động cho vay ký quỹ và ứng trước tiền bản; Doanh thu môi giới được tính sau khi trừ các chi phí liên quan (hoa hồng/lương trả cho lực lượng môi giới); Doanh thu từ hoạt động ngân hàng đầu tư (IB) bao gồm tư vấn, bảo lãnh và cam kết phát hành sau khi trừ chi phí tương ứng; Doanh thu khác bao gồm từ dịch vụ lưu ký.

Hình 4. LNST đạt VND6,2 nghìn tỷ (-1.9% n/n, +20.9% q/q). Biên lợi nhuận sau thuế tăng lên 32.8% (+6.3 đpt q/q)



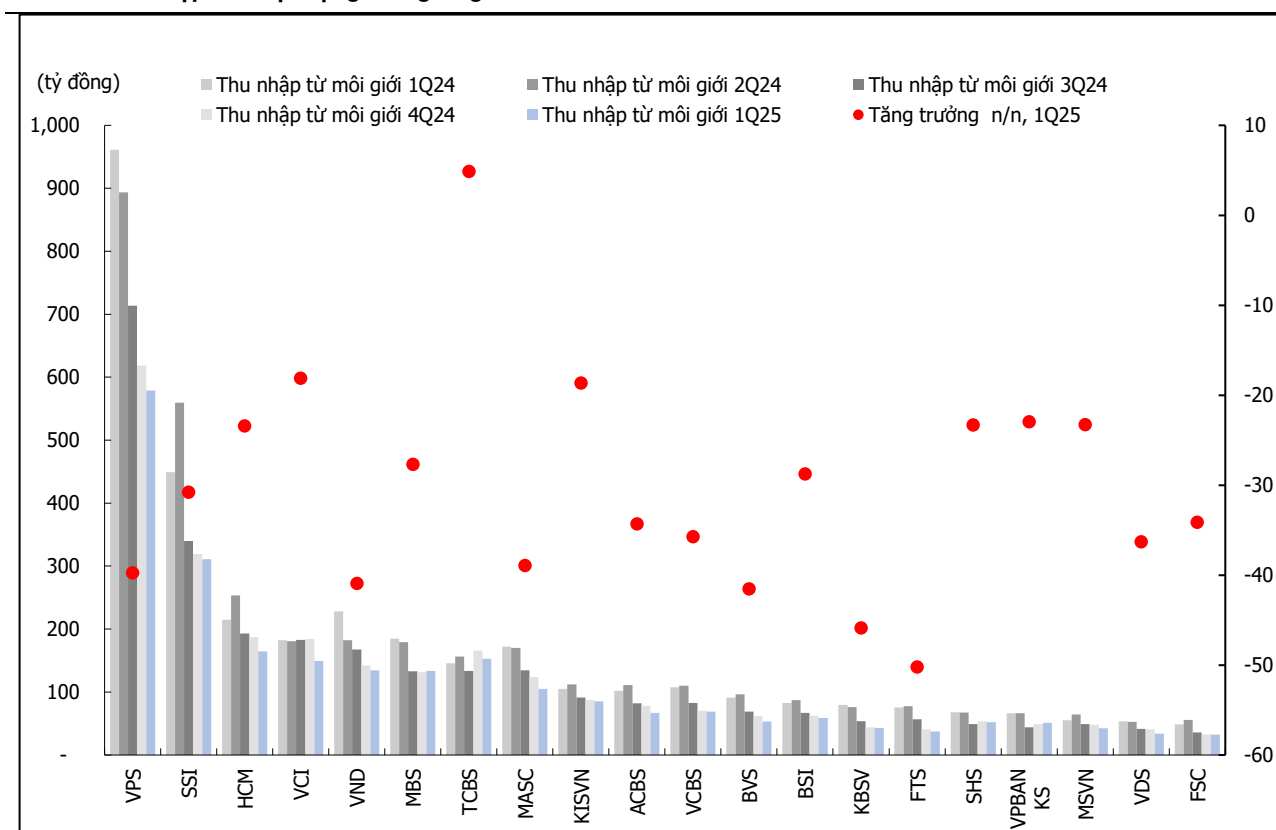
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 5. LNST theo từng công ty: VPBank và VPS dẫn đầu tăng trưởng LNST trong 1Q25 (+92.7%/+45.5% n/n), trong khi VND và HCM giảm lần lượt 38% và 18.1% n/n.



Nguồn: FiinproX, KIS Research

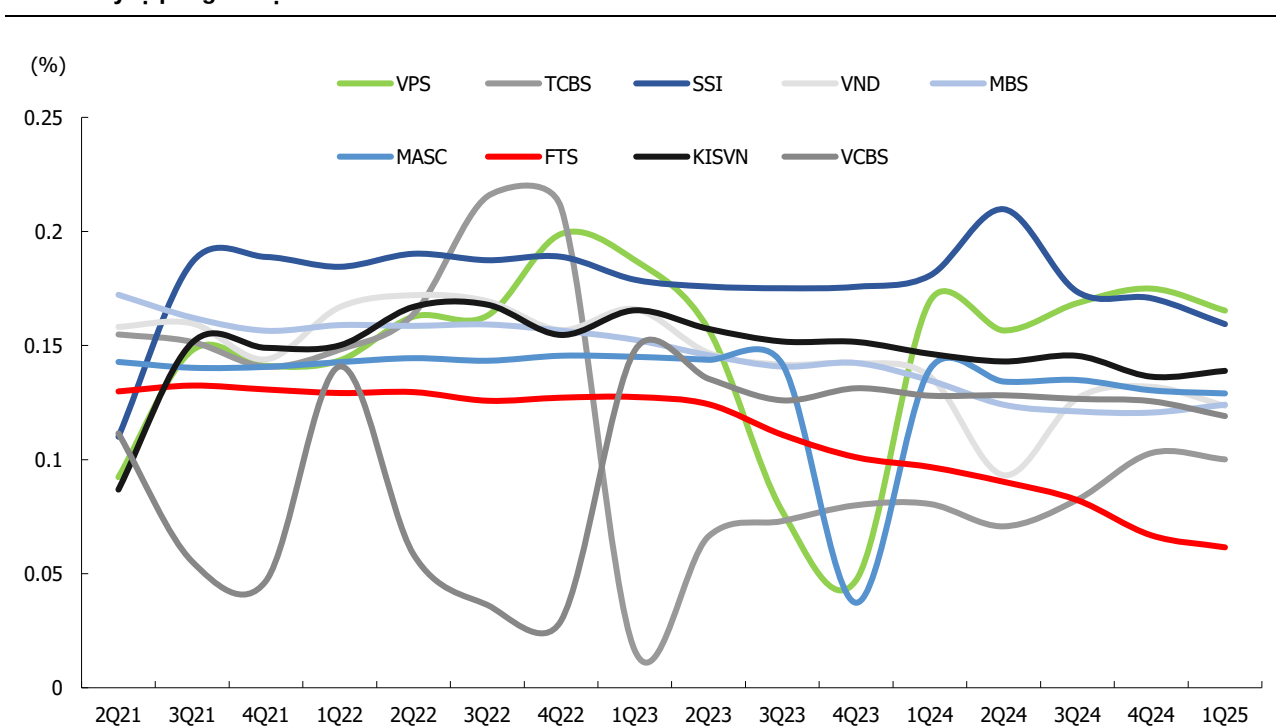
Hình 6: Thu nhập từ hoạt động môi giới giảm sút



Nguồn: FinproX, KIS Research

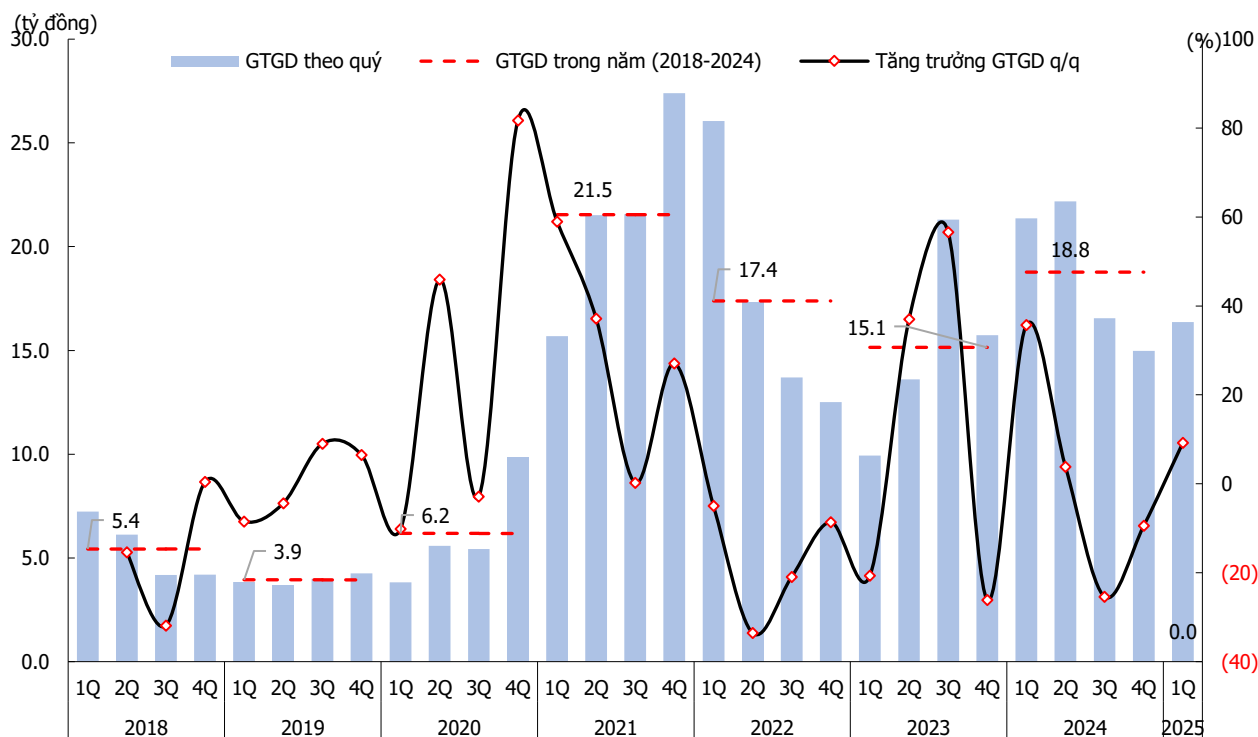
Lưu ý: Doanh thu môi giới thuần được tính từ phí giao dịch sau khi trừ các chi phí liên quan (hoa hồng/lương trả cho lực lượng môi giới).

Hình 7: Tỷ lệ phí giao dịch dần về mức 0.15%

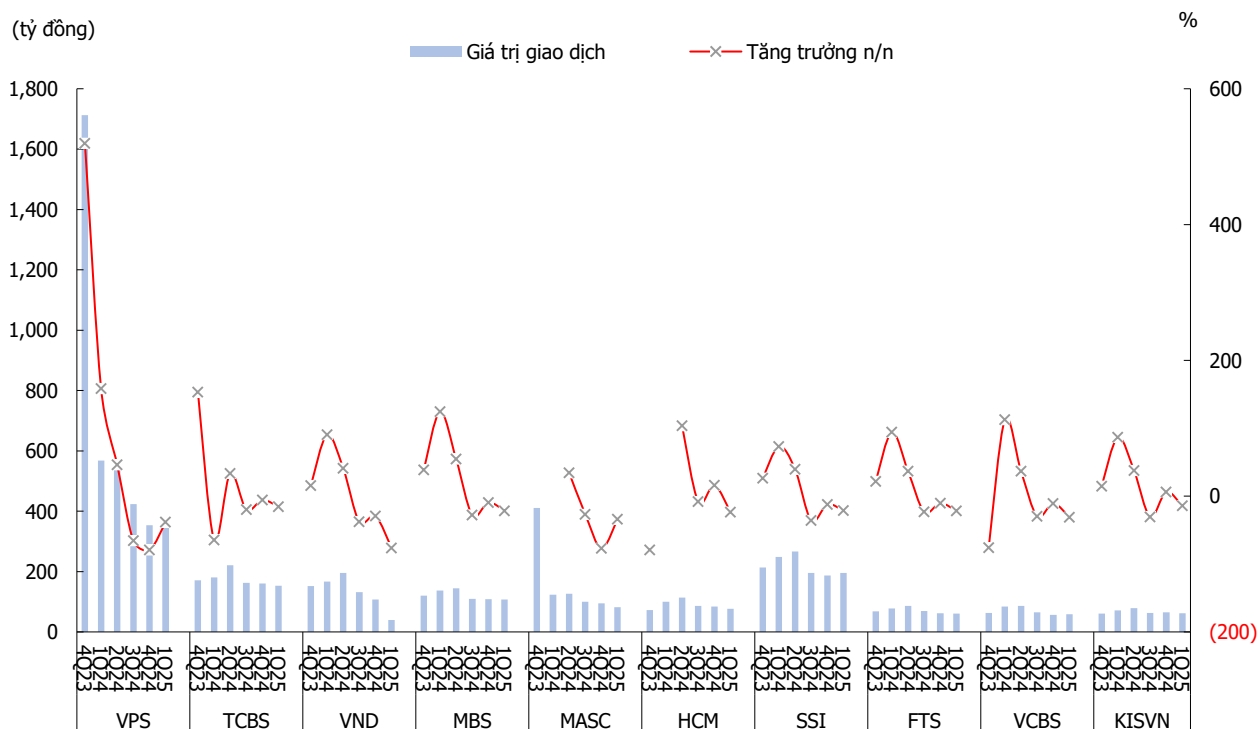


Source: FinproX, KIS Research

Lưu ý: Tỷ lệ phí giao dịch được tính bằng cách chia thu nhập từ môi giới cho giá trị giao dịch cổ phiếu trong mỗi quý

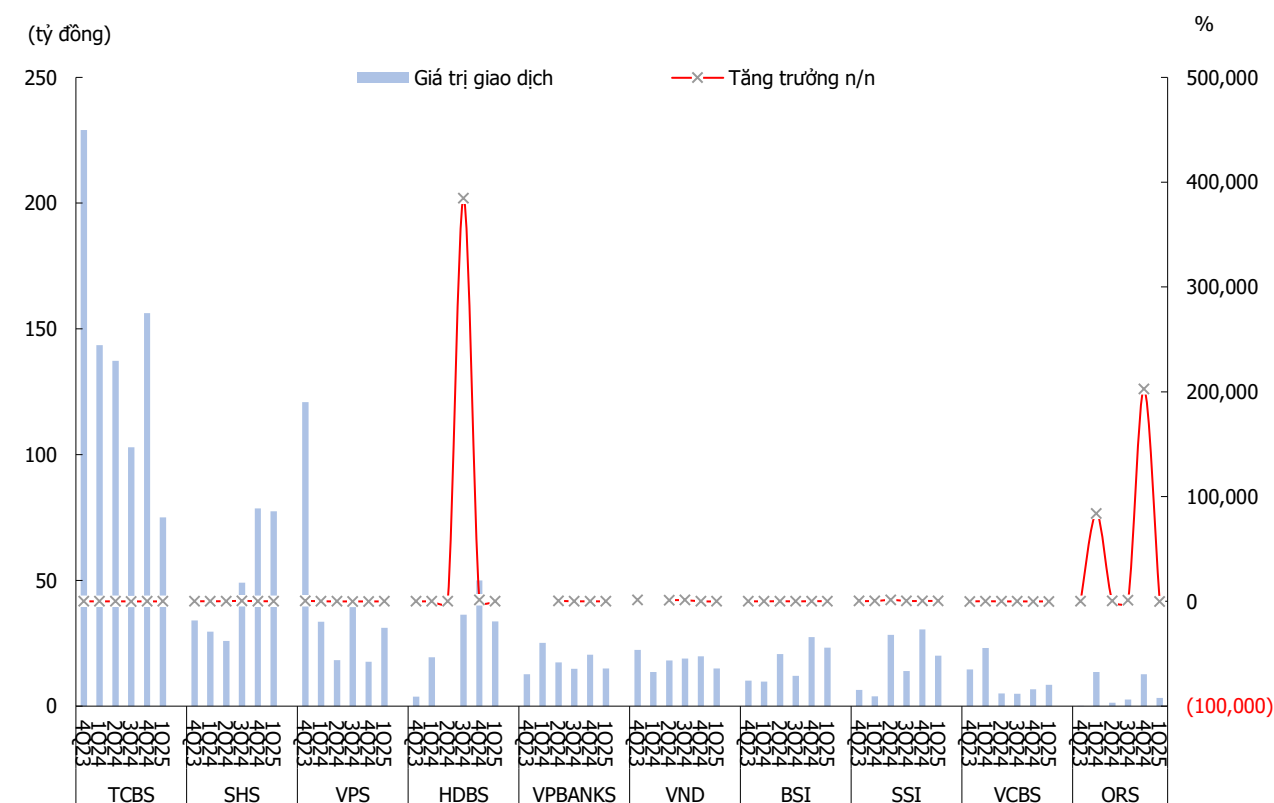
Hình 8. Giá trị giao dịch bình quân đạt 16,3 nghìn tỷ đồng trong 1Q25 (-23% n/n)

Nguồn: FinproX, KIS Research
 Lưu ý: GTGD là viết tắt của giá trị giao dịch

Hình 9. Tổng giá trị giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư: Giá trị giao dịch vẫn tiếp tục giảm.

Nguồn: FinproX, KIS Research
 Lưu ý: Giá trị giao dịch chỉ bao gồm của các nhà đầu tư.

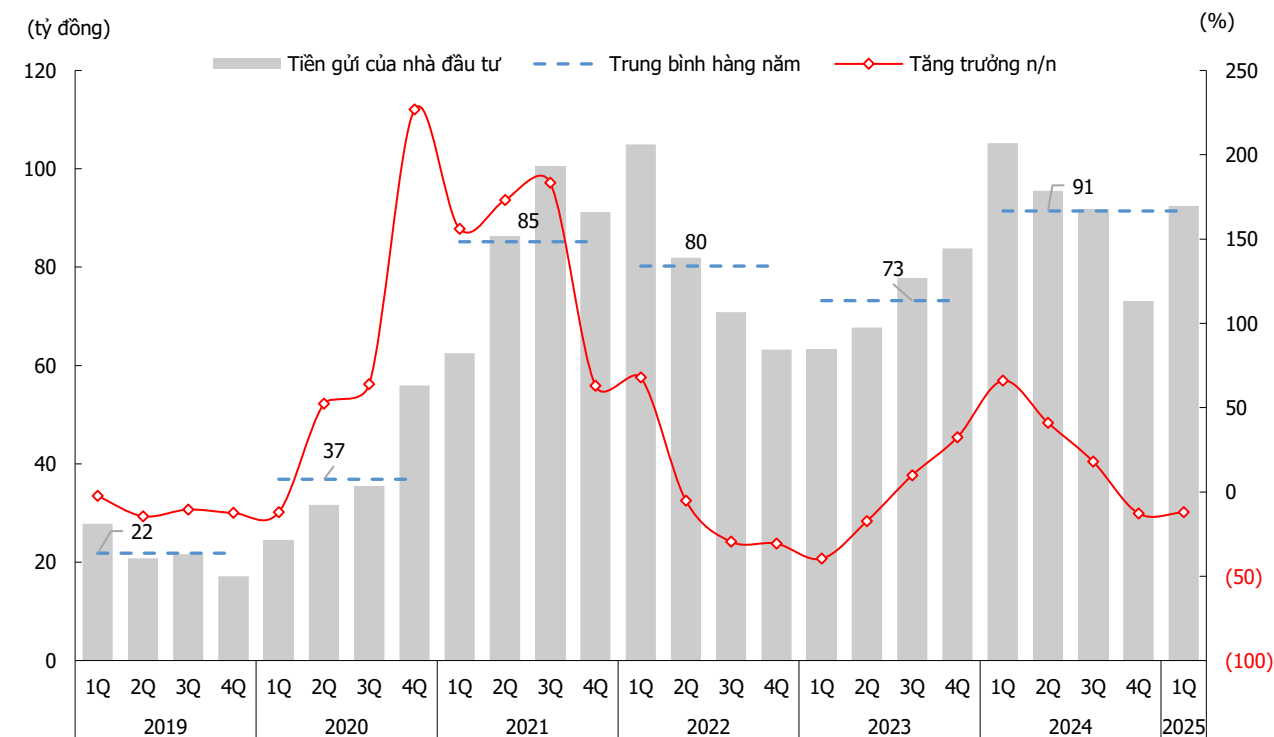
Hình 10. Giá trị giao dịch trái phiếu của nhà đầu tư: TCBS, SHS và VPS nằm trong nhóm dẫn đầu.



Nguồn: FiinproX, KIS Research

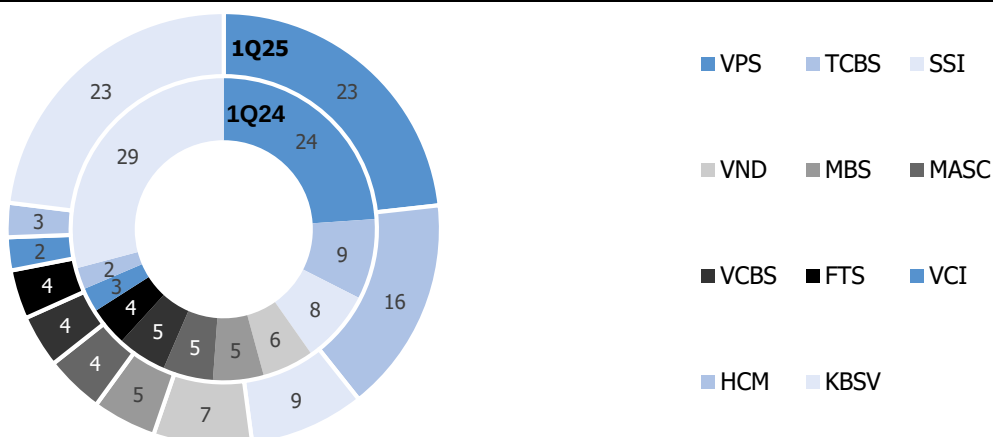
Lưu ý: Giá trị giao dịch chỉ bao gồm của các nhà đầu tư.

Hình 11. Tiền gửi theo quý của nhà đầu tư: Số dư tiền gửi phục hồi trong 1Q25 sau 3 quý liên tiếp giảm sút



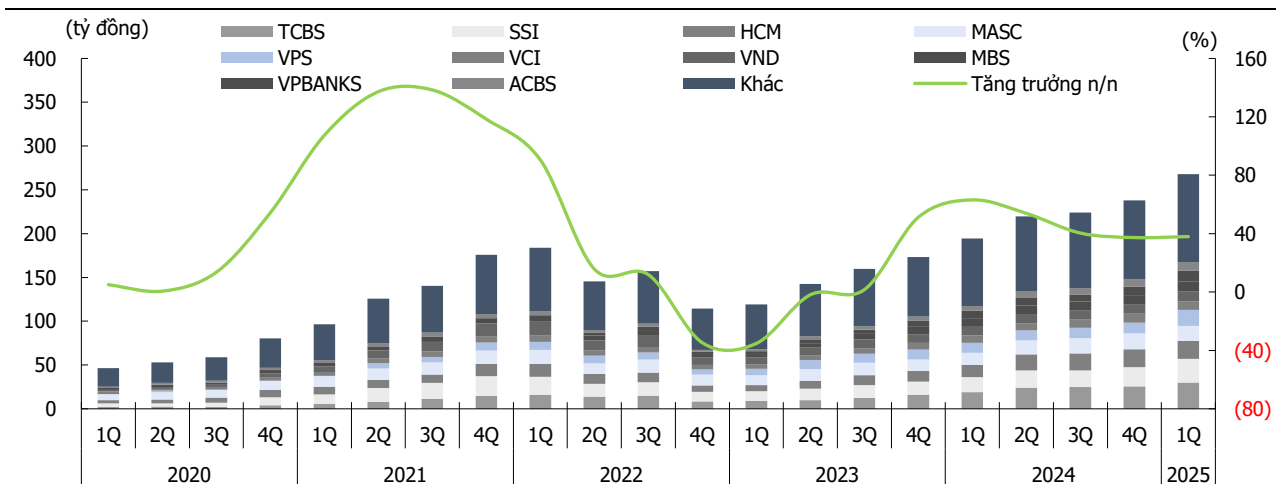
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 12. Thị phần tiền gửi của nhà đầu tư theo từng công ty: VPS, TCBS và SSI vẫn duy trì được thị phần



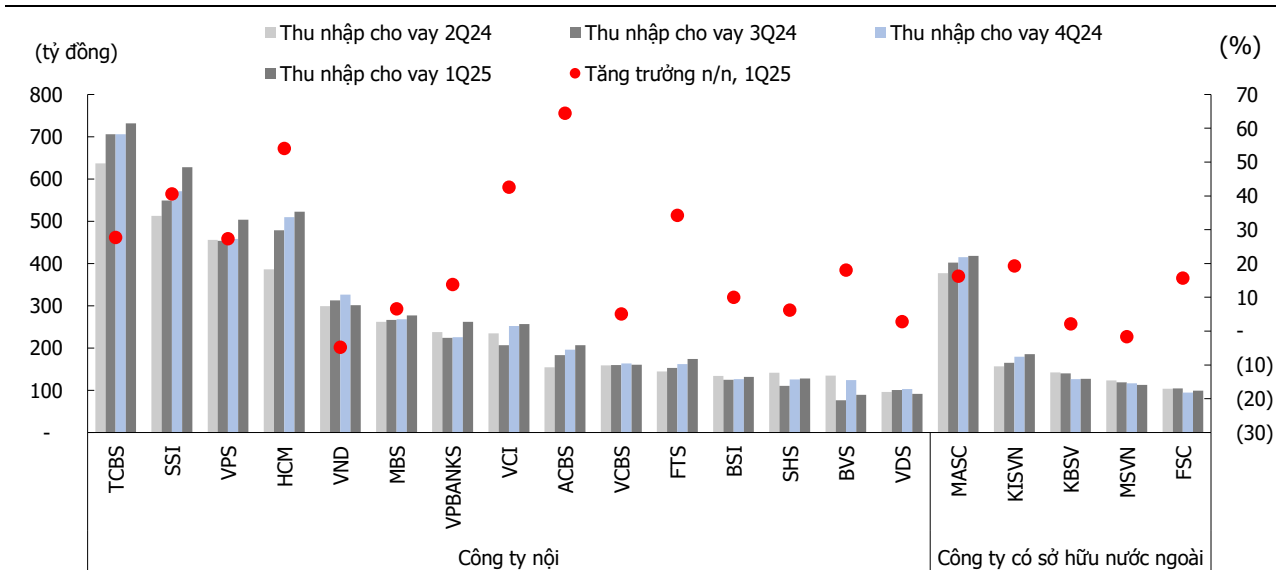
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 13: Dự nợ ký quỹ đạt mức kỷ lục



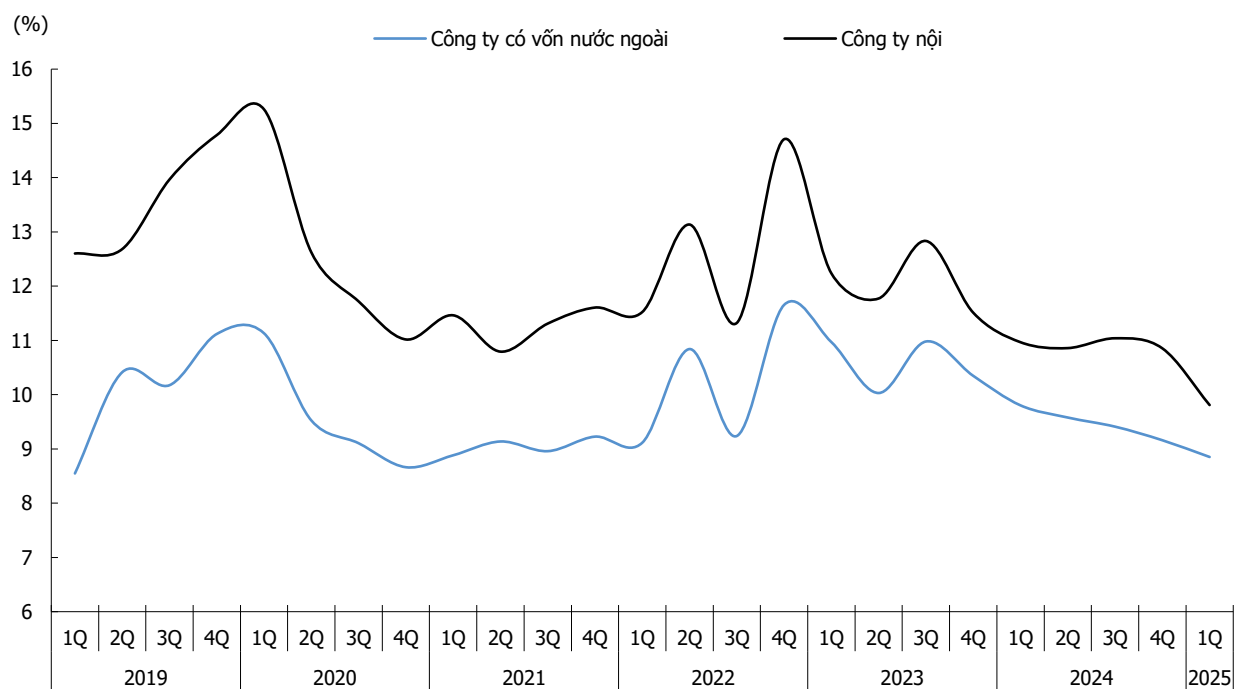
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 14. Tăng trưởng thu nhập cho vay, theo nhóm sở hữu.



Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 15: Lãi suất cho vay ký quỹ giảm mạnh hơn ở các công ty nội

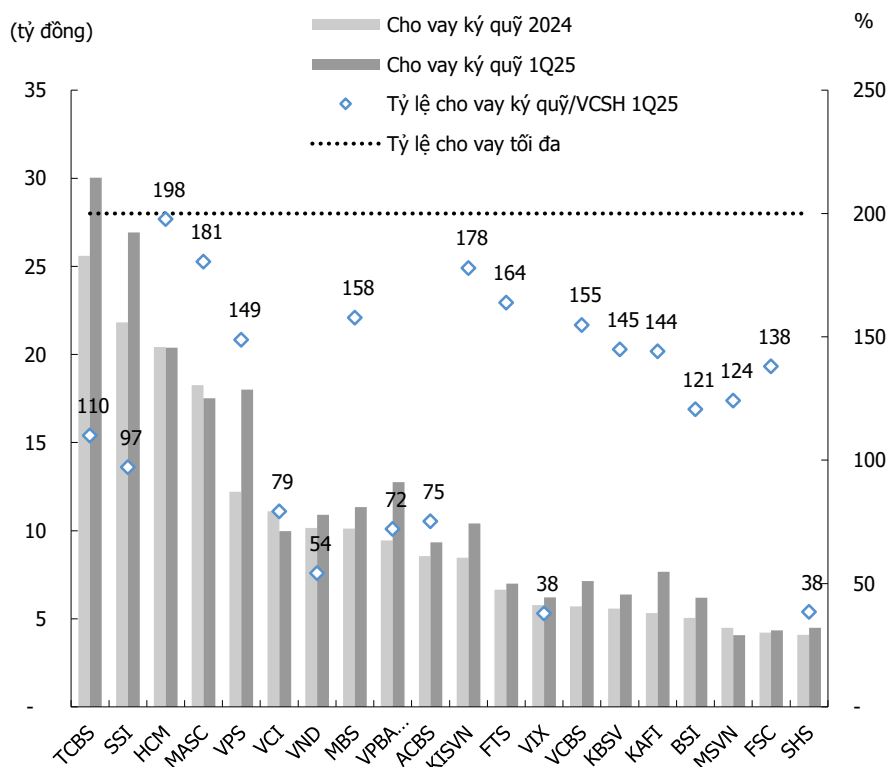


Nguồn: FiinproX, KIS Research

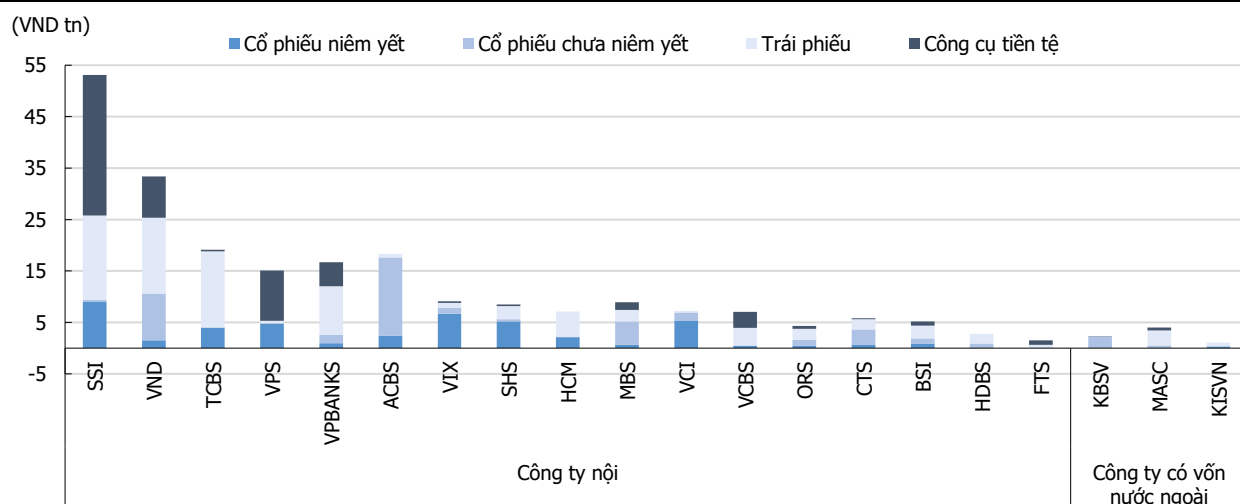
Danh mục cổ phiếu tại các công ty

	SSI	VND	SHS	HCM
FPT	0	0	225	2.4
HPG	0	0	131	16
MWG	45.3	0	0	13
VPB	883	459	298	43
FRT	0	0	385	0
VTP	0	0	449	0
SHB	0	0	549	0
TCD	0	0	35.4	0
MBB	47.6	0	0	
STB	0	105.4	0	17
TCB	0	0	115	0
CTG	0	113	80	0
VHC	0	0	0	26.3
VNM	0	0	0	37
GEX	0	0	313	54

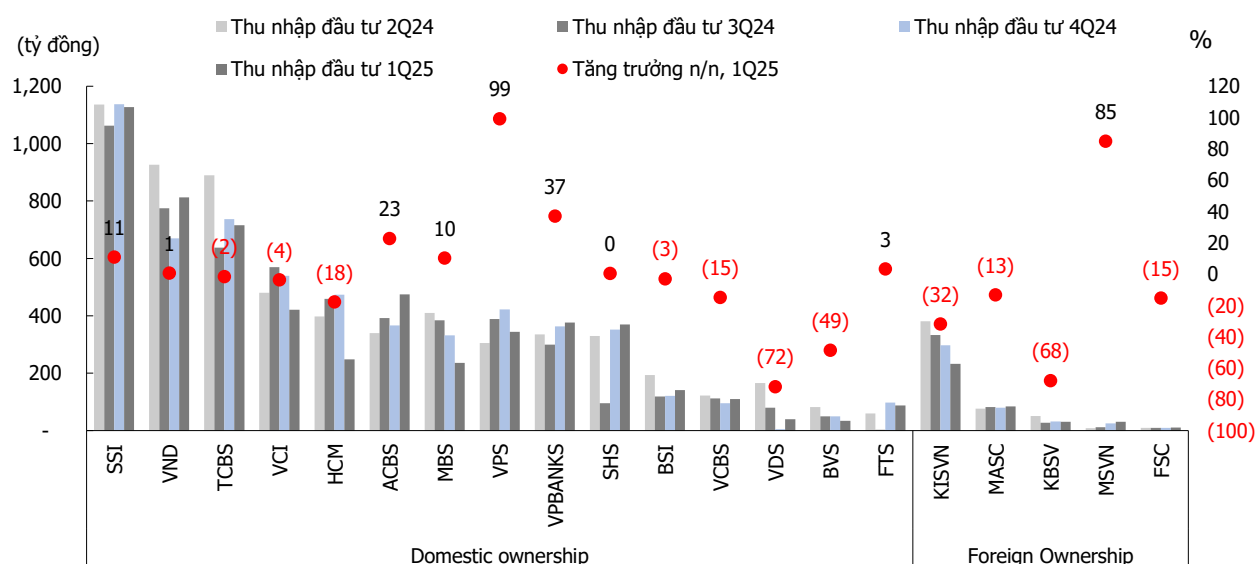
Hình 16: HCM và Mirae đối mặt với áp lực tăng vốn



Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 17: Phân loại tài sản của các công ty: Trái phiếu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản

Nguồn: FiinproX, KIS Research

Hình 18. Tăng trưởng thu nhập đầu tư

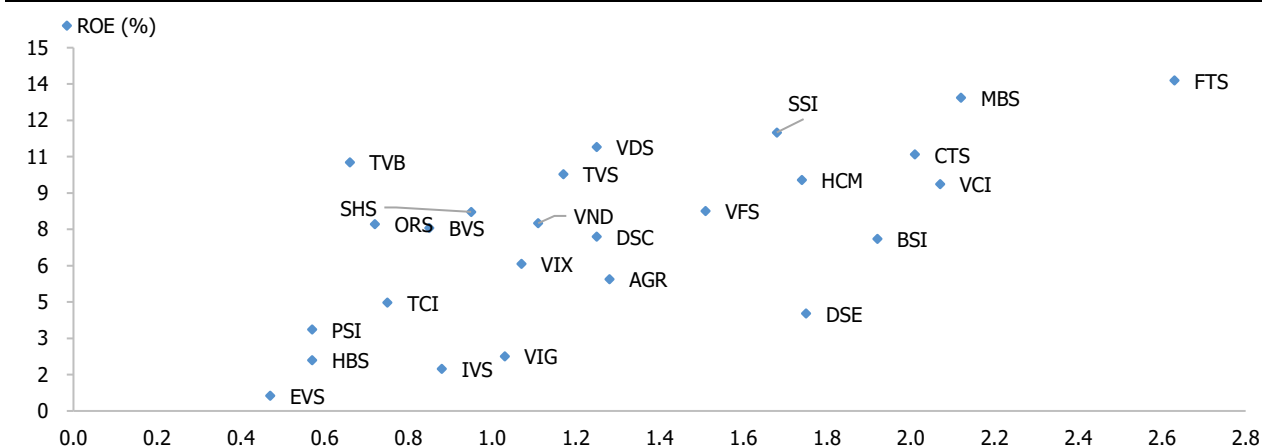
Nguồn: FiinproX, KIS Research

Lưu ý: Lợi nhuận ròng từ đầu tư bao gồm thu nhập từ tài sản được giữ dưới dạng FVTPL, AFS và HTM sau khi trừ chi phí.

Hình 19. PB ngành: ngành chứng khoán đang giao dịch dưới mức PB trung bình 5 năm

Nguồn: FiinproX, KIS Research

Figure 20. Ma trận PB và ROE



Nguồn: FinproX, KIS Research
Dữ liệu tính đến ngày 09/5/2025

Bảng 1. Kế hoạch lợi nhuận trước thuế 2025 của 10 công ty có thị phần lớn nhất trong quý 1Q25

Công ty	Thực hiện 2024	Kế hoạch 2024	Kế hoạch 2025	Thực hiện 2024/Kế hoạch 2024	Kế hoạch 2025/Thực hiện 2024
TCBS	4,802	3,700	5,765	130%	120%
SSI	3,544	3,398	4,252	104%	120%
VPS	3,154	1,500	3,500	210%	111%
VND	2,088	2,525	2,300	83%	110%
HCM	1,296	1,450	1,602	89%	124%
SHS	1,239	1,035	2,520	120%	203%
VPBANKS	1,220	1,932	2,003	63%	164%
VCI	1,089	700	1,420	156%	130%
MBS	931	930	1,300	100%	140%
MASC	822	913	911	90%	111%

Nguồn: Tổng hợp, KIS Research

Bảng 2. Kế hoạch doanh thu 2025 của 10 công ty có thị phần lớn nhất trong quý 1Q25

Công ty	Thực hiện 2024	Kế hoạch 2024	Kế hoạch 2025	Thực hiện 2024/Kế hoạch 2024	Kế hoạch 2025/Thực hiện 2024
SSI	8,529	8,112	9,695	105%	114%
TCBS	7,615	6,420	9,323	119%	122%
VPS	6,466		8,500		131%
VND	5,325	3,982	4,412	134%	83%
HCM	4,276	3,182	4,438	134%	104%
VCI	3,696	2,511	4,325	147%	117%
MBS	3,120	2,786	3,370	112%	108%
VPBANKS	2,483	3,509	4,553	71%	183%
SHS	1,991	1,844	1,600	108%	80%
MASC	2,535	2,730	2,641	93%	104%

Nguồn: Tổng hợp, KIS Research

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không ký vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 5/09/2025.

KIS Vietnam Securities Corp đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 5/09/2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình Biểu đồ tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình Biểu đồ tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Copyright © 2025 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.