



NGÀNH CHỨNG KHOÁN NHÌN VỀ TƯƠNG LAI DÀI

*Giải mã tác động câu chuyện nâng hạng
và tài sản số*

Đặng Phú – phu.d@vdsc.com.vn

Ngày viết: 07/10/2025



Hiểu ngành chứng khoán thông qua giải mã loạt sự kiện!

Báo cáo này đặt trọng tâm giải đáp nhiều câu hỏi có tính chất dài hạn như:

- Liệu những kỳ vọng của thị trường về việc được FTSE nâng hạng hay việc hình thành các sàn giao dịch tài sản số, có là những động lực mang lại sự tăng trưởng bền vững chỉ là những phản ứng quá lạc quan trong ngắn hạn?
- Các yếu tố gì khiến thị trường định giá cao và tại sao một số cổ phiếu ngành chứng khoán có lợi suất đầu tư tốt?

Mục lục

Phần 1

Tổng quan Ngành chứng khoán 8 tháng năm 2025

Lợi suất của ngành kể từ đầu năm, Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm

Phần 2

Giải mã Nâng hạng thị trường

Nâng hạng thị trường sẽ mang lại những lợi ích gì cho thị trường và nền kinh tế.

Phần 3

Giải mã câu chuyện sàn giao dịch tài sản số

Sàn giao dịch tài sản số có phải là nguồn doanh thu mới của các công ty chứng khoán.

Phần 4

Giải mã định giá ngành Chứng khoán

Khi nào thị trường định giá cao ngành chứng khoán?

Phần 5

Giải mã các cổ phiếu ngành chứng khoán có lợi suất cao

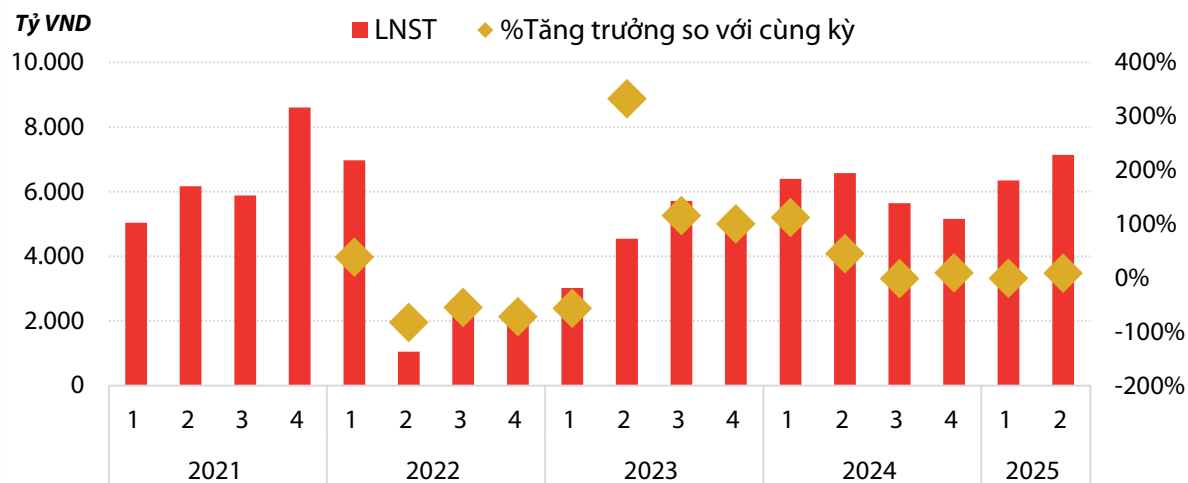
Nhìn lại các cổ phiếu trong ngành có lợi suất cao và câu chuyện của họ

Phần 6

Tương lai gần và xa

Đánh giá mức độ bền vững của các động lực cũng như mức độ lạc quan của thị trường

Hình 1: Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (LNST) toàn ngành chứng khoán (90 công ty) Q2-2025

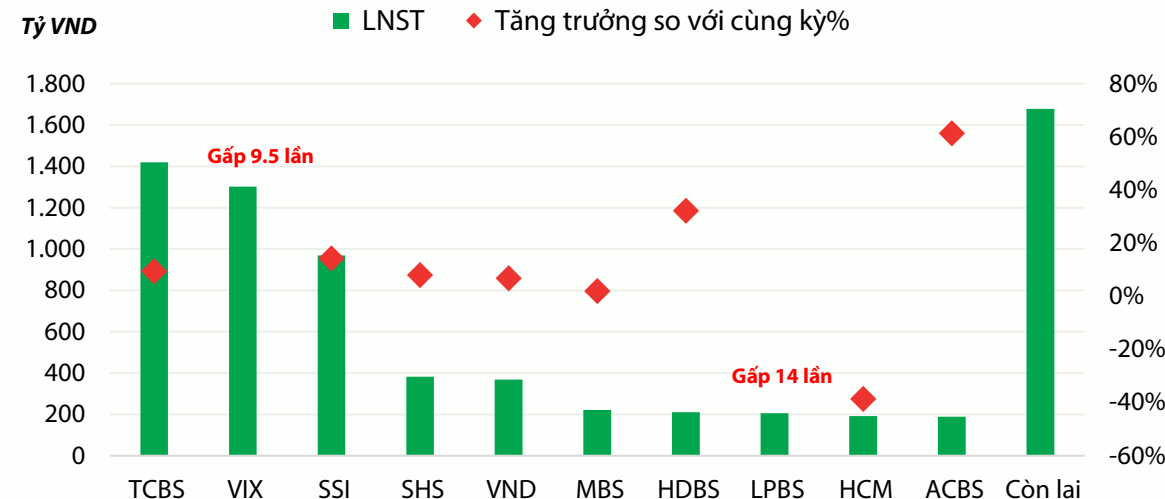


Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp. Ghi chú: *Có cả những công ty OTC như TCBS, LPBS, VPS,...

Lợi nhuận tăng trưởng Q2/2025 tăng trưởng khiêm tốn nhờ một số cái tên nổi bật

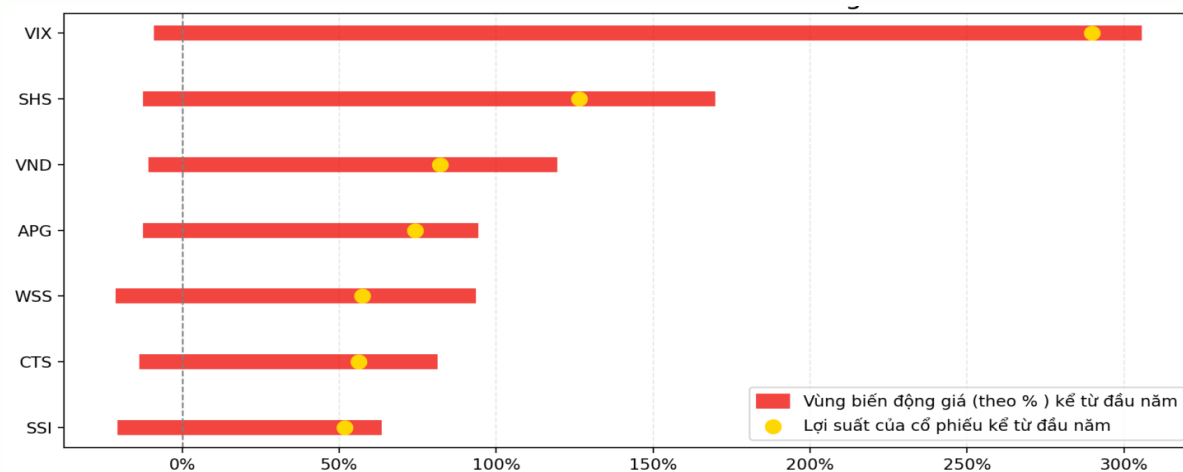
- Q2-2025, ngành chứng khoán ghi nhận tăng trưởng LNST khá khiêm tốn ở mức 8,56% so với cùng kỳ năm ngoái (Hình 1) khi trong quý này có sự kiện "Trump đánh Thuế quan toàn cầu" làm thị trường giảm sâu vào đầu tháng 4, dù có hồi phục nhưng tính tới ngày 30/06/2025 (ngày chốt sổ làm báo cáo tài chính), chỉ số VN-index và giá trị giao dịch trung bình chỉ ngang với mức cùng kỳ năm ngoái. TCBS, VIX, SSI là 3 công ty có mức LNST cao nhất toàn thị trường, trong đó đột biến là VIX với mức lợi nhuận tăng gấp 9,5 lần chủ yếu nhờ vào mảng tự doanh.
- Tuy nhiên, thị trường đã hồi phục mạnh và tạo thành xu hướng tăng nhanh sau tháng 6 giúp index vượt mức cao nhất mọi thời, có lúc đạt 1.700 điểm trong Q3 khiến cho lợi suất của các mã trong ngành chứng khoán nói riêng và toàn thị trường nói chung tăng cao dù cho kết quả kinh doanh khá khiêm tốn.
- Dẫn đầu về lợi suất tăng giá cổ phiếu kể từ đầu năm đa phần là các CTCK lớn như SSI, VND, VIX, SHS dẫn dắt đà tăng của cả ngành. (Hình 3)

Hình 2: Top 10 CTCK có lợi nhuận sau thuế cao nhất Q2/2025



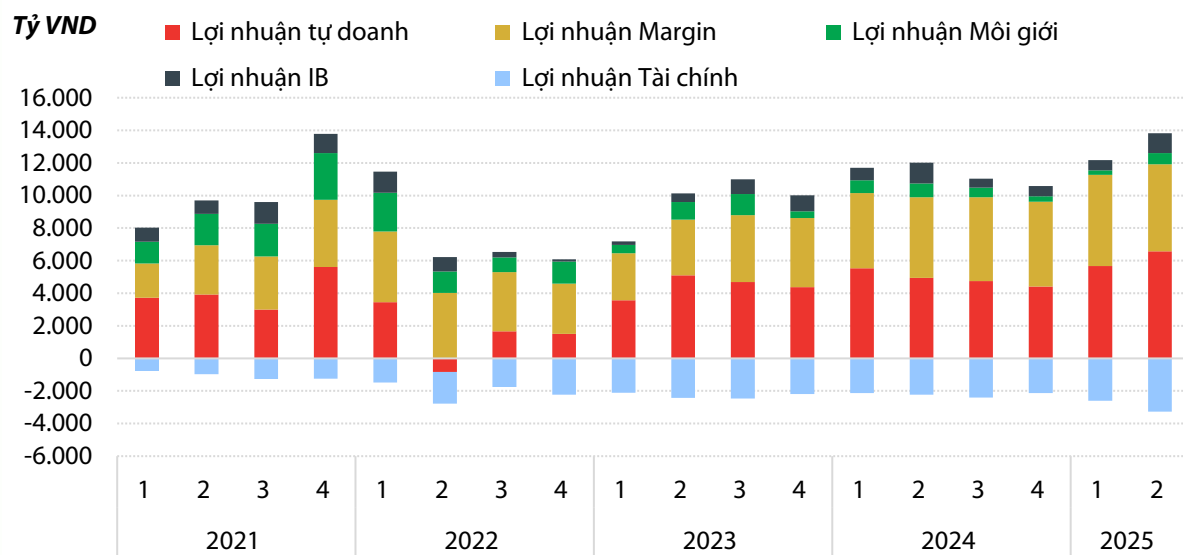
Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

Hình 3: Top các mã ngành chứng khoán có lợi suất tốt nhất thị trường kể từ đầu năm cho tới ngày 23-09-2025



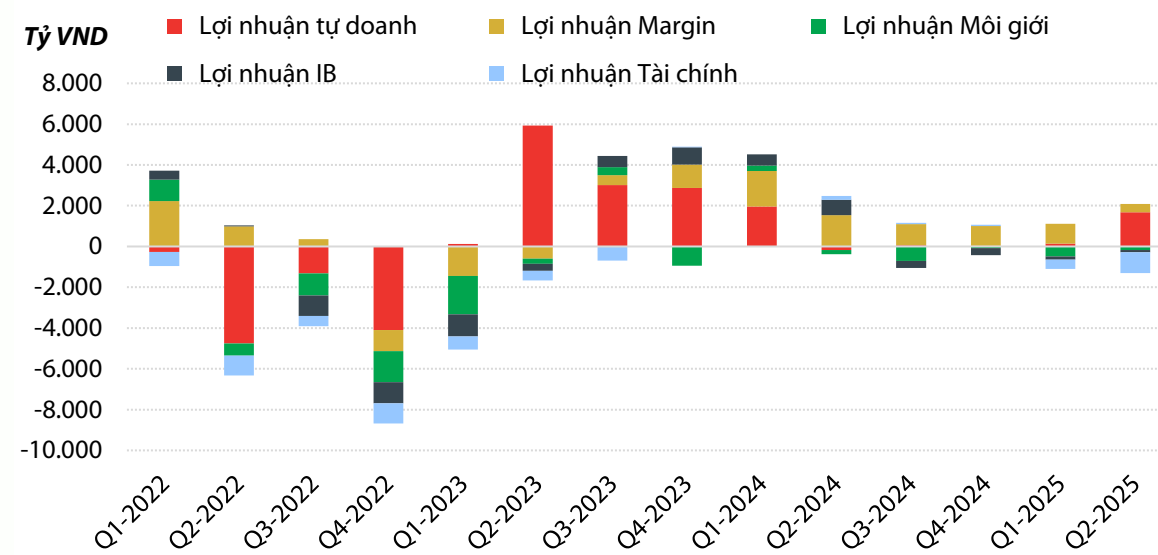
Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

Hình 4: Cơ cấu Lợi nhuận trước thuế toàn ngành chứng khoán (90 công ty)*



Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp. Ghi chú: *Có cả những công ty OTC như TCBS, LPBS, VPS,...

Hình 5: Cơ cấu tăng trưởng Lợi nhuận trước thuế so với cùng kỳ (tỷ đồng)

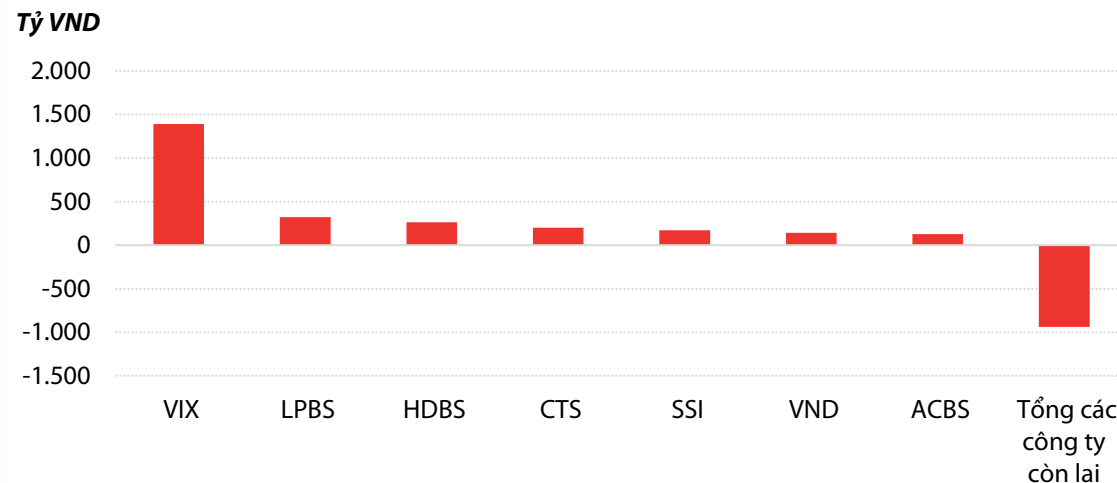


Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

Mảng tự doanh của VIX đóng góp lớn vào con số tăng trưởng chung

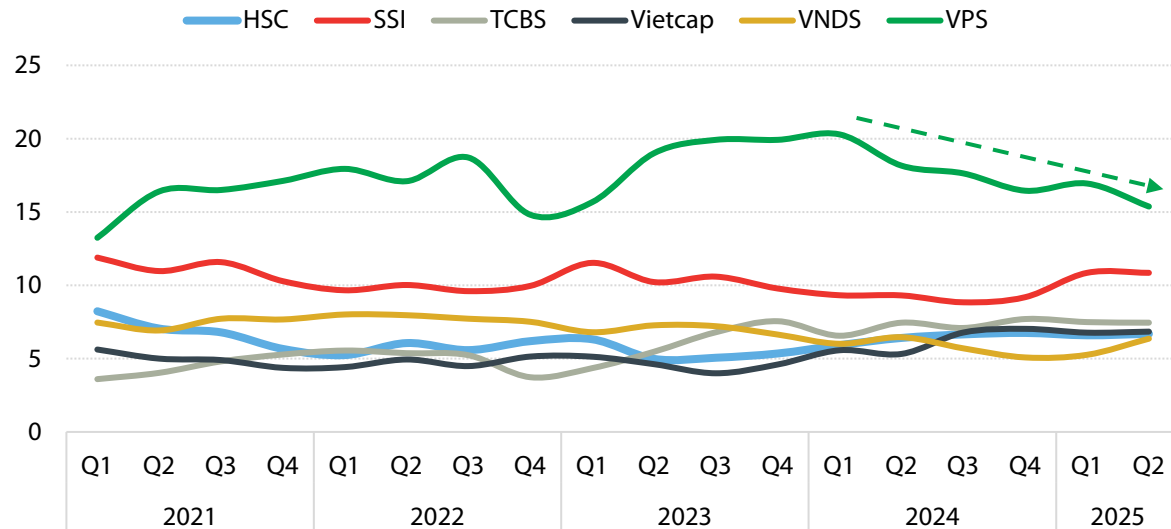
- **Lợi nhuận Tự doanh cùng với Margin** vẫn là nguồn thu chính của các công ty chứng khoán (CTCK) kể từ Q1-2023 tới nay khi xu hướng giảm phí giao dịch để cạnh tranh thị phần ngày càng gay gắt, đặc biệt giữa các công ty chứng khoán lớn có Ngân hàng đứng sau khiến lợi nhuận từ mảng Môi giới ngày càng mỏng trong cơ cấu lợi nhuận của ngành.
- **Động lực tăng trưởng trong Q2-2025 chủ yếu đến từ mảng Tự doanh** nhưng kết quả này chiếm phần nhiều bởi VIX với một danh mục Tự doanh mang lại lợi nhuận lớn từ Chênh lệch đánh giá lại tài sản, từ những khoản đầu tư vào các mã EIB, GEX, GEE, HAH đều có lợi suất rất tốt. Hầu hết các CTCK còn lại đều có lợi nhuận từ mảng tự doanh khiêm tốn, kể cả công ty có danh mục tự doanh lớn nhất và nhì thị trường là SSI và VND.

Hình 6: Các công ty đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng Lợi nhuận tự doanh của toàn ngành trong Q2-2025 so với cùng kỳ



Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

Hình 7: Thị phần môi giới chứng khoán trên sàn HOSE

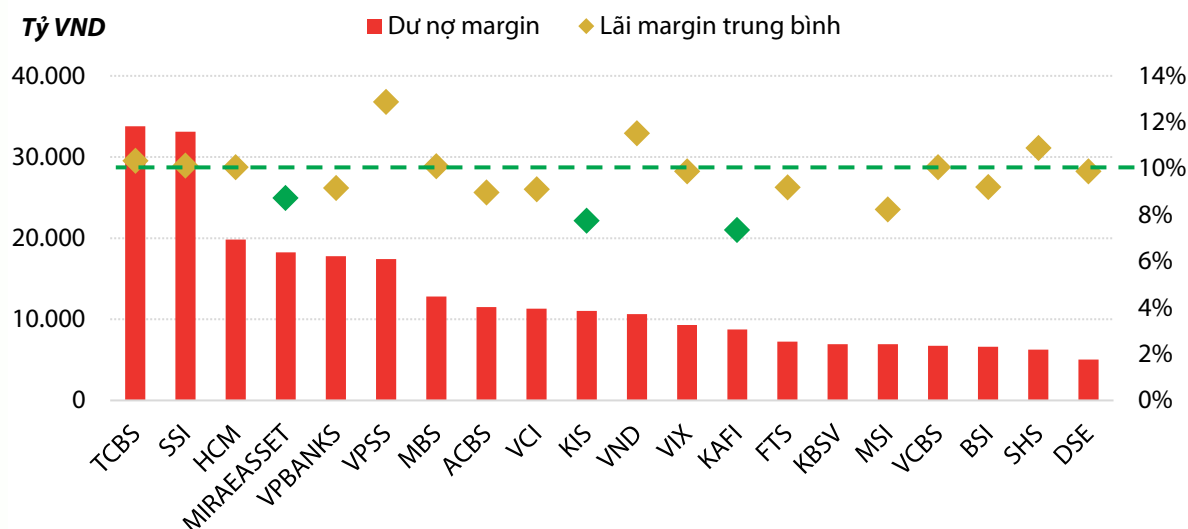


Nguồn: HOSE, VDSC tổng hợp.

Mảng môi giới tiếp tục cạnh tranh cao, cho vay margin vẫn là nguồn thu chính

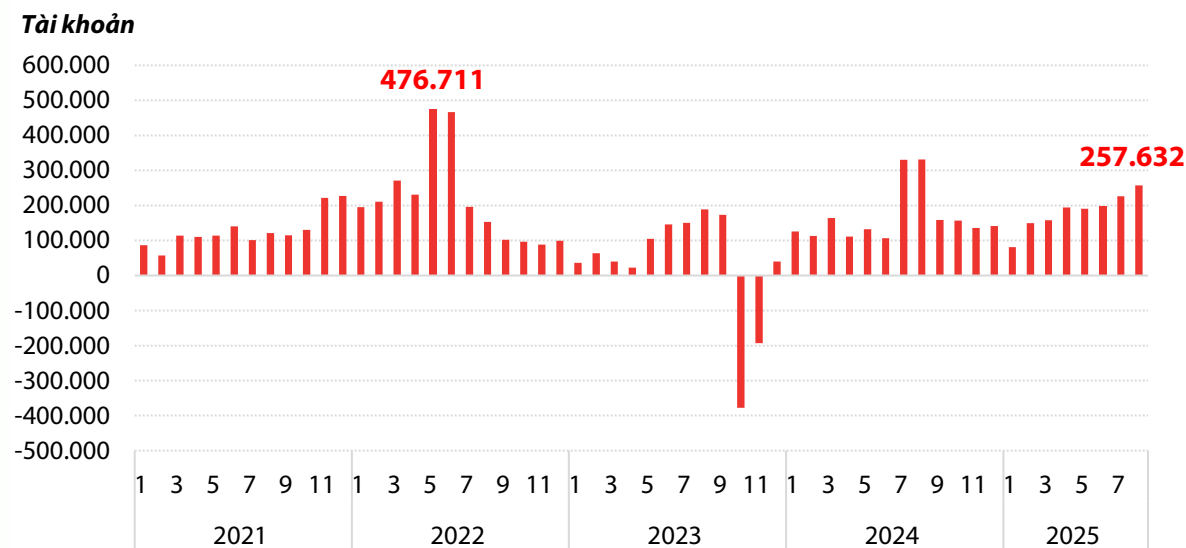
- **Với mảng môi giới**, VPS dù vẫn dẫn đầu thị phần môi giới (tính theo giá trị giao dịch qua sàn HOSE) nhưng xu hướng thị phần dần giảm đi khi SSI, TCBS, Vietcap (VCI) và cả HSC (HCM) đang bám sát với các chiến dịch như “Miễn phí giao dịch 3, 6 tháng sau khi mở tài khoản” hay “Hoàn phí giao dịch sau khi mở tài khoản” để thu hút các nhà đầu tư mới khi số lượng tài khoản mở mới hàng tháng tăng cao khi thị trường tích cực trở lại.
- **Ở mảng cho vay margin**, TCBS và SSI là 2 doanh nghiệp dẫn đầu với mức lãi suất cho vay bình quân quanh mức 10%/năm nhưng mức lãi suất này vẫn cao hơn mức lãi suất của các CTCK ngoại với nguồn vốn rẻ dồi dào từ công ty mẹ như Mirae Asset và KIS

Hình 8: Top 20 ctck có dư nợ margin lớn nhất Q2-2025



Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

Hình 9: Số lượng tài khoản mở mới hàng tháng



Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

Bảng 1: Thông tin về hai tổ chức FTSE và MSCI

	➤ Tổ chức mẹ: Là một bộ phận của Tập đoàn Sở Giao dịch Chứng khoán Luân Đôn (London Stock Exchange Group - LSEG), một trong những tập đoàn hạ tầng thị trường tài chính và cung cấp dữ liệu lớn nhất thế giới. ➤ Lịch sử & Uy tín: Chỉ số FTSE 100 của Anh ra mắt vào tháng 01-1984, nhanh chóng trở thành một trong những chỉ số chứng khoán được theo dõi nhiều nhất thế giới. Bên kia Đại Tây Dương, Russell Indexes của Mỹ cũng được thành lập vào năm 1984, nổi tiếng với chỉ số Russell 2000 cho các công ty vốn hóa nhỏ. Vào năm 2014, LSEG đã mua lại Russell và sáp nhập với FTSE Group để tạo ra thương hiệu FTSE Russell ngày nay. ➤ Vai trò: FTSE Russell là một nhà cung cấp hàng đầu về các chỉ số tham chiếu, phân tích và giải pháp dữ liệu, phục vụ các nhà đầu tư trên toàn thế giới.
	➤ Tên đầy đủ: MSCI Inc. (trước đây là Morgan Stanley Capital International). ➤ Lịch sử & Uy tín: MSCI có nguồn gốc từ Capital International, công ty tiên phong tạo ra các chỉ số chứng khoán toàn cầu ngoài nước Mỹ từ năm 1969. Nhận thấy tiềm năng to lớn, ngân hàng đầu tư Morgan Stanley đã cấp phép cho các chỉ số này vào năm 1986 và chính thức mang thương hiệu MSCI. Sau nhiều thập kỷ phát triển, MSCI đã tiến hành IPO vào tháng 11-2007 và trở thành một công ty đại chúng hoàn toàn độc lập, có trụ sở tại New York. ➤ Vai trò: MSCI là nhà cung cấp hàng đầu về các công cụ và dịch vụ hỗ trợ quyết định quan trọng cho cộng đồng đầu tư toàn cầu, bao gồm các chỉ số, phân tích danh mục, rủi ro và nghiên cứu về ESG (Môi trường, Xã hội và Quản trị).

Nguồn: VDSC tổng hợp.

Sự thống trị của FTSE Russell và MSCI trong lĩnh vực chỉ số toàn cầu, đặc biệt tại các thị trường mới nổi, được củng cố bởi **4 yếu tố chính:**

- **Lợi thế người đi đầu (First-Mover Advantage):** Là những tổ chức tiên phong xây dựng chỉ số quốc tế từ rất sớm (MSCI Emerging Markets ra đời năm 1988), họ đã kịp thiết lập các tiêu chuẩn và trở thành "ngôn ngữ chung" cho giới đầu tư toàn cầu trước các đối thủ khác.
- **Hiệu ứng mạng lưới (Network Effect):** Đây là yếu tố then chốt nhất. Việc được vô số quỹ đầu tư, quỹ hưu trí và các định chế tài chính lớn trên toàn cầu sử dụng làm tham chiếu đã biến chỉ số của họ thành một tiêu chuẩn ngành không thể thay thế. Điều này tạo ra rủi ro và chi phí rất lớn cho bất kỳ ai muốn chuyển sang một hệ thống chỉ số khác kém phổ biến hơn.
- **Hệ sinh thái tài chính tích hợp:** Các chỉ số này không chỉ là danh sách cổ phiếu mà còn là nền tảng cho một hệ sinh thái tài chính rộng lớn, bao gồm các sản phẩm phái sinh (hợp đồng tương lai, quyền chọn), các công cụ phân tích dữ liệu và hàng nghìn quỹ ETF. Hệ sinh thái này tạo ra "chi phí chuyển đổi" (switching cost) cực kỳ cao.
- **Uy tín và Quản trị chặt chẽ:** Lịch sử lâu dài hoạt động dựa trên các quy tắc minh bạch, khách quan và các quy trình tham vấn cộng đồng đầu tư đã xây dựng nên niềm tin vững chắc vào tính toàn vẹn của các chỉ số.

Do đó, việc được 2 tổ chức này nâng hạng sẽ giúp cho “Thương hiệu tài chính quốc gia” trở nên tốt hơn trong mắt thị trường quốc tế, từ đó tác động đến niềm tin của nhà đầu tư quốc tế (nhất là tại các quốc gia phát triển) tìm đến đầu tư tại Việt Nam.

Hình 10: Thay đổi % Index của Kuwait 90 ngày trước và sau khi FTSE công bố nâng hạng



Nguồn: VDSC tổng hợp

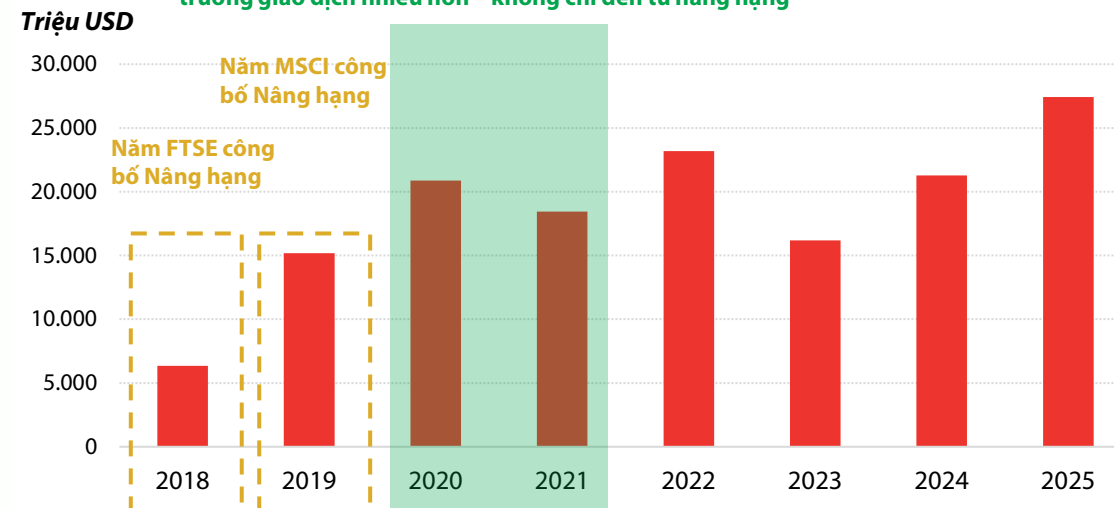
Hình 11: Thay đổi % Index của Ả rập Saudi 90 ngày trước và sau khi FTSE công bố nâng hạng



Nguồn: VDSC tổng hợp

Hình 11: Tổng giá trị giao dịch hàng năm trên thị trường Kuwait

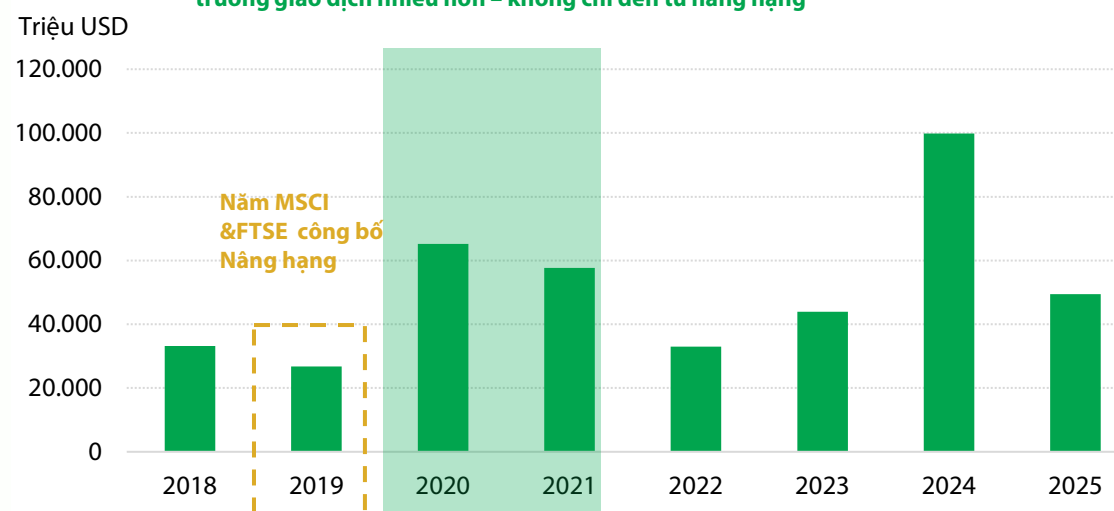
2 năm COVID với nhiều hỗ trợ từ Chính sách tiền tệ & tài khóa khiến thị trường giao dịch nhiều hơn – không chỉ đến từ nâng hạng



Nguồn: VDSC tổng hợp

Hình 12: Tổng giá trị giao dịch hàng năm trên thị trường Ả Rập Saudi

2 năm COVID với nhiều hỗ trợ từ Chính sách tiền tệ & tài khóa khiến thị trường giao dịch nhiều hơn – không chỉ đến từ nâng hạng



Nguồn: VDSC tổng hợp

Bảng 2: Ước tính khoản đầu tư từ các quỹ thụ động lớn toàn cầu vào các chỉ số thị trường mới nổi của FTSE

Tên các quỹ thụ động	Chỉ số mô phỏng	Tổng NAV / AUM (Tính tới cuối tháng 8/2025)	Ước tính % thị trường VN trong quỹ	Tỷ lệ mô phỏng thực tế (%)	Ước tính giá trị đầu tư vào VN
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	FTSE Emerging Markets	~130,5 tỷ USD	0,5%	95%	~619,9 triệu USD
Fidelity Index Emerging Markets Fund	FTSE Emerging Markets	~10,5 tỷ USD	0,5%	95%	~49,9 triệu USD
Schwab Emerging Markets Equity ETF	FTSE Emerging Markets	~11,5 tỷ USD	0,5%	95%	~54,6 triệu USD
Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF	FTSE Emerging Markets	~3,0 tỷ USD	0,5%	95%	~14,3 triệu USD
Invesco FTSE RAFI Emerging Markets ETF	FTSE Emerging Markets	~1,6 tỷ USD	0,5%	95%	~7,6 triệu USD
Vanguard Total World Stock ETF	FTSE Global All-Cap	~52,5 tỷ USD	0,052%	95%	~25,9 triệu USD
Vanguard FTSE Global All Cap Index Fund	FTSE Global All-Cap	~7,7 tỷ USD	0,052%	95%	~3,8 triệu USD
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	FTSE All-World	~46,1 tỷ USD	0,058%	95%	~25,4 triệu USD
HSBC FTSE All-World Index Fund	FTSE All-World	~6,7 tỷ USD	0,058%	95%	~3,7 triệu USD
Vanguard Total International Stock Index Fund	FTSE Global All-Cap ex US	~410,5 tỷ USD	0,129%	95%	~502,4 triệu USD
Vanguard Total International Stock ETF	FTSE Global All-Cap ex US	~65,2 tỷ USD	0,138%	95%	~79,8 triệu USD
Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund	FTSE All-World ex US	~80,1 tỷ USD			~104,7 triệu USD
Tổng cộng		~825,9 tỷ USD			~1,49 tỷ USD

Nguồn: VDSC tổng hợp & ước tính

Cần sự lạc quan thận trọng về quy mô dòng vốn thụ động

Tổng giá trị khoản đầu tư thụ động ước tính vào Việt Nam không lớn khi tổng giá trị chỉ vào khoảng 1.5 tỷ USD (~ 0.5% vốn hóa thị trường ngày 23/09/2025) nên **việc kỳ vọng nâng hạng sẽ giúp thị trường tăng ngay nhờ dòng vốn từ nước ngoài không có sự hợp lý về logic**. Tuy vậy, thị trường vẫn có thể tăng mạnh nếu như Việt Nam được FTSE nâng hạng nhưng nguồn động lực sẽ từ chính nguồn vốn nội địa – nguồn gốc của sự kỳ vọng đó bởi vì đây là câu chuyện đã được xây dựng quá lâu và **trong một xu hướng tăng bất kỳ câu chuyện tích cực nào thành sự thật dù không có ảnh hưởng về mặt logic cũng có thể lấy làm lí do để mua vào bởi đám đông với trạng thái tâm lý phấn khởi**.

Bảng 2: Tóm tắt các rào cản đang khiến Việt Nam khó được nâng hạng theo MSCI

Tiêu chí & Rào cản	Việt Nam	Thái Lan/ Ả Rập Xê Út (Thị trường Mới nổi)	Đánh giá về sự Tiến bộ của Việt Nam
Ký quỹ trước & Thanh toán	Trong lịch sử, yêu cầu phải có đủ 100% tiền mặt trước khi giao dịch. Thông tư 68 hiện tạo ra một mô hình do công ty chứng khoán hỗ trợ để gỡ bỏ rào cản này cho các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài.	Cả hai đều có cơ chế thanh toán Giao hàng và Thanh toán (DvP) thực sự theo chu kỳ T+2, đây là tiêu chuẩn toàn cầu.	Phần lớn đã được giải quyết. Mặc dù chưa phải là một hệ thống CCP đầy đủ, Thông tư 68 cung cấp một giải pháp chức năng đáp ứng được tinh thần của yêu cầu từ FTSE.
Lưu ký & Đăng ký	Một rào cản còn lại. Mặc dù tài sản được giữ tại VSDC, mô hình vận hành vẫn thiếu sự tách biệt vai trò độc lập giữa môi giới và lưu ký theo chuẩn quốc tế, gây tập trung rủi ro vận hành.	Ả Rập Xê Út có Mô hình Lưu ký Độc lập , nơi vai trò giao dịch (công ty chứng khoán) và lưu giữ tài sản (tổ chức lưu ký) được tách biệt. Đây là thông lệ tốt nhất toàn cầu về an toàn tài sản.	Tiến bộ một phần. Các quy định mới làm rõ trách nhiệm của công ty chứng khoán nhưng chưa thay đổi cấu trúc vận hành cơ bản để đạt chuẩn quốc tế.
Thị trường Ngoại hối (FX)	Một rào cản kéo dài. Đồng VND không được tự do chuyển đổi và phải dùng tài khoản IICA. Tuy nhiên, Thông tư 25 đã gỡ bỏ các rào cản thủ tục như hợp pháp hóa lãnh sự và cho phép dùng hệ thống SWIFT, giúp cải thiện đáng kể hiệu quả vận hành.	Đồng THB được tự do chuyển đổi, và đồng SAR được neo giá vào USD và hoàn toàn có thể chuyển đổi. Cả hai đều cho phép di chuyển vốn dễ dàng và có thị trường nước ngoài sâu rộng để phòng hộ rủi ro tiền tệ hiệu quả.	Tiến bộ về Vận hành. Chính sách cốt lõi chưa thay đổi, nhưng các rào cản thủ tục hành chính, một phần của vấn đề, đã được giải quyết.
Công bố Thông tin	Thông tư 68 hiện yêu cầu công bố thông tin đồng thời bằng tiếng Anh cho các công ty đại chúng theo một lộ trình rõ ràng, theo từng giai đoạn bắt đầu từ năm 2025.	Cả hai đều có các quy tắc được thực thi tốt và lâu đời, yêu cầu công bố thông tin bằng tiếng Anh một cách kịp thời và nhất quán.	Đã giải quyết. Thông tư mới đã giải quyết và xử lý trực tiếp tiêu chí này bằng cách đưa nó vào luật.

Nguồn: VDSC tổng hợp & bình luận

➤ **Rào cản về thị trường ngoại hối có thể sẽ là rào cản lớn nhất** để thu hút nhà đầu tư nước ngoài đến đầu tư tại thị trường tài sản tại Việt Nam, khi việc kiểm soát việc chuyển đổi đồng VND là một chiến lược điều hành chính sách tiền tệ của NHNN để điều tiết linh hoạt về tỷ giá. Hàn Quốc cũng có một chính sách tương tự Việt Nam về hạn chế tính chuyển đổi của đồng Won, dù được FTSE nâng lên là thị trường Phát triển nhưng MSCI vẫn coi đây là thị trường Mới nổi do các vấn đề về khả năng tiếp cận thị trường ngoại hối (KRW) và yêu cầu về hệ thống ID nhà đầu tư. Do đó, FTSE có thể nâng hạng cho Việt Nam nhưng với thời gian 5 năm (mục tiêu để Việt Nam được MSCI nâng hạng lên thị trường Mới nổi theo Đề án nâng hạng TTCK Việt Nam của Thủ tướng Chính phủ) sẽ gặp thách thức lớn.

Bảng 3: Tóm tắt các sản phẩm có thể có trong tương lai với Đề án nâng hạng thị trường Chứng khoán

Loại Sản phẩm / Chiến lược	Mô tả & Tác động	Nhiệm vụ dài hạn Chính phủ liên quan (QĐ 2014/QĐ-TTg)
Giao dịch trong ngày (T+0)	Mô tả: Cho phép mua và bán một cổ phiếu ngay trong cùng một ngày giao dịch. Tác động: Làm bùng nổ thanh khoản, thu hút các nhà giao dịch chuyên nghiệp và các quỹ thuật toán, giúp thị trường hiệu quả hơn.	"Tăng cường tính thanh khoản cho thị trường, triển khai các loại lệnh, cơ chế giao dịch mới..."
Bán khống & Cho vay Chứng khoán (SBL)	Mô tả: Cho phép nhà đầu tư vay cổ phiếu để bán với kỳ vọng giá sẽ giảm, sau đó mua lại để trả. Tác động: Cung cấp công cụ phòng hộ rủi ro, tăng thanh khoản, và mở ra các chiến lược đầu tư phức tạp hơn.	"Phát triển hệ thống các nhà tạo lập thị trường theo thông lệ quốc tế." (SBL là nền tảng cho hoạt động tạo lập thị trường).
Sản phẩm phái sinh mới	Mô tả: Ngoài hợp đồng tương lai VN30, thị trường sẽ có thêm Hợp đồng Quyền chọn (Options) trên chỉ số và cổ phiếu đơn lẻ. Tác động: Cung cấp các công cụ phòng hộ rủi ro và đầu cơ linh hoạt hơn nhiều cho nhà đầu tư.	"Nghiên cứu triển khai các sản phẩm mới như... hợp đồng quyền chọn, hợp đồng tương lai mới..."
Các Quỹ ETF & Sản phẩm Cấu trúc	Mô tả: Sự quan tâm gia tăng sẽ thúc đẩy việc tạo ra các quỹ ETF chuyên biệt hơn (theo ngành, chiến lược) và các sản phẩm cấu trúc. Tác động: Mang lại nhiều lựa chọn hơn cho nhà đầu tư cá nhân và tổ chức.	"Đa dạng hóa cơ sở hàng hóa cho thị trường... các loại sản phẩm cấu trúc, các loại chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán mới..."
Trái phiếu Chuyên biệt & Xanh	Mô tả: Phát hành các loại trái phiếu mới như trái phiếu cơ sở hạ tầng, trái phiếu xanh để tài trợ cho các dự án cụ thể. Tác động: Mở ra kênh huy động vốn mới cho các dự án phát triển bền vững và hạ tầng quốc gia.	"Nghiên cứu triển khai các sản phẩm mới như trái phiếu cho phát triển cơ sở hạ tầng, trái phiếu xanh..."
Chứng chỉ Lưu ký (Depository Receipts)	Mô tả: Cho phép các công ty Việt Nam niêm yết gián tiếp trên các sàn giao dịch nước ngoài, và ngược lại. Tác động: Tăng cường sự hiện diện của doanh nghiệp Việt trên thị trường vốn quốc tế.	"Nghiên cứu triển khai các sản phẩm mới như... các loại chứng chỉ lưu ký..."

Bảng 4: Tóm tắt Tiềm năng & Thách thức của Nghị quyết 05/2025/NQ-CP

Tiềm năng	Thách thức
1. Thị trường lớn chưa được luật hóa: Quy định buộc NĐT trong nước phải giao dịch qua sàn được Bộ tài chính cấp phép sẽ tạo ra một thị trường tập trung, là cơ hội để hút toàn bộ người dùng và tài sản từ các sàn quốc tế về.	1. Rào cản vốn lớn: Yêu cầu vốn điều lệ 10.000 tỷ đồng là một thách thức lớn, chỉ các liên minh CTCK - ngân hàng hàng đầu mới có thể đáp ứng.
2. Lợi thế sân nhà: Là "sân chơi" hợp pháp duy nhất, CTCK được cấp phép sẽ có lợi thế cạnh tranh tuyệt đối, đánh vào tâm lý tìm kiếm sự an toàn và bảo vệ pháp lý của nhà đầu tư.	2. Rủi ro an ninh mạng : Yêu cầu hệ thống đạt chuẩn cấp độ 4 và rủi ro bị tấn công vẫn là mối đe dọa lớn nhất, có thể gây sụp đổ niềm tin.
3.Token hóa tài sản thực: Định nghĩa "tài sản mã hóa" tách biệt khỏi chứng khoán và tiền pháp định, yêu cầu phải có tài sản thực và giới hạn đối tượng tham gia là các nhà đầu tư nước ngoài thể hiện quan điểm phát triển thận trọng.	3. Hạn chế giai đoạn đầu: Việc không được phát hành token mới cho nhà đầu tư trong nước sẽ hạn chế nguồn cung sản phẩm ban đầu, chủ yếu hoạt động như một thị trường thứ cấp.
4. Tệp khách hàng sẵn có: Hàng triệu nhà đầu tư chứng khoán là tệp khách hàng tiềm năng nhất, dễ dàng chuyển đổi và cung cấp dịch vụ chéo giữa hai thị trường.	4. Xây dựng nguồn nhân lực: Thách thức về việc tìm kiếm nhân sự chất lượng cao, am hiểu cả tài chính và blockchain càng trở nên cấp thiết hơn với các yêu cầu của Nghị quyết.
5. Hệ sinh thái tài chính toàn diện: Khả năng cung cấp dịch vụ giao dịch cổ phiếu, trái phiếu và tài sản số cũng như các dịch vụ tài chính khác như vay vốn, bảo hiểm trong cùng một hệ sinh thái là một trải nghiệm tài chính toàn diện cho tất cả các tầng lớp khách hàng.	5. Sự hoàn thiện của khung pháp lý: Nghị quyết còn nhiều điểm vẫn sẽ cần các Thông tư hướng dẫn cụ thể về các định nghĩa, thuế, kế toán, giám sát... để thị trường vận hành trơn tru.

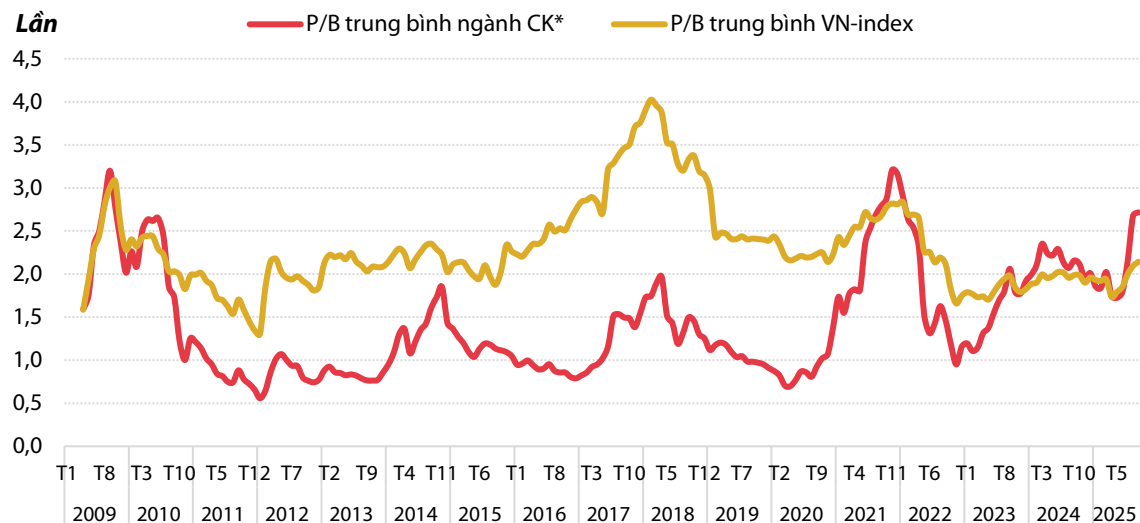
- Sau Luật Công nghiệp và công nghệ số (Luật số 71/2025/QH15) thông qua vào ngày 14/06/2025 đã đưa ra khái niệm chính thức về tài sản số và tài sản mã hóa, điều này mở ra một thị trường hoàn toàn mới cho các tài sản này tại Việt Nam. Việc ra đời của Nghị quyết 05/2025/NQ-CP tiếp tục cụ thể hóa, đưa ra khung pháp lý chi tiết hết giúp các chủ thể có thêm cơ sở để tham gia thành lập các Sàn giao dịch tài sản mã hóa.
- Tuy tiềm năng của thị trường mới này có thể rất lớn, nhưng chúng tôi lưu ý rằng, rào cản kỹ thuật và các điều kiện của chủ thể tham gia vào thị trường là rất cao. Và Nghị quyết 05 đưa ra đã đưa ra nhằm thí điểm, cung cấp một “hành lang hẹp” , với quan điểm phát triển ưu tiên tính ổn định, kiểm soát rủi ro chặt chẽ nên việc ban hành các chính sách tiếp theo, nhà đầu tư sẽ cần theo dõi sát để hiểu được chủ trương, ý chí phát triển thị trường tài sản số, tài sản mã hóa này.

Bảng 5: Tóm tắt các công ty với những hành động & động thái triển khai sàn giao dịch tài sản số

Tổ chức / Liên minh	Hành động & Động thái chính	Vốn Điều Lệ & Sở Hữu	Hợp Tác Quốc Tế & MOUs
VPBankS & VPBank	Thành lập CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa Việt Nam Thịnh Vượng (CAEX).	25 tỷ đồng - VPBankS: 11% - Công ty CP LynkiD: 50% - Công ty TNHH Đầu tư Future Land: 39%	Chưa công bố. Việc lập pháp nhân riêng mở ra khả năng hợp tác/thu hút vốn ngoại trong tương lai.
TCBS & Techcombank	Thành lập CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa Techcom (TCEX) vào tháng 5/2025.	101 tỷ đồng (Ban đầu 3 tỷ, sau đó tăng vốn nhanh chóng).	Ưu tiên phát triển "in-house". Chưa công bố đối tác chiến lược.
CTCP Chứng khoán VIX	Thành lập CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa VIX (VIXEX) vào tháng 8/2025.	1.000 tỷ đồng - Chứng khoán VIX: 15%	Chưa có thông tin công bố.
MB Bank & Dunamu (Hàn Quốc)	Ký thỏa thuận hợp tác chiến lược để triển khai một sàn giao dịch tài sản số tại Việt Nam.	n/a	Hợp tác chiến lược với Dunamu, đơn vị vận hành sàn Upbit (Hàn Quốc).
CTCP Chứng khoán SSI	Thành lập công ty con SSI Digital từ năm 2022 để đầu tư vào hạ tầng tài chính số. - Hoàn thành tăng vốn, nâng cao năng lực tài chính.	n/a	Ký kết hợp tác chiến lược với nhiều đối tác toàn cầu như Tether, U2U Network và Amazon Web Services (AWS) để mở rộng hệ sinh thái.
Chứng khoán HD (HDS)	Dùng 1.470 tỷ đồng góp vốn vào doanh nghiệp sàn giao dịch tài sản mã hóa khi doanh nghiệp này tăng vốn lên 10.000 tỷ đồng. Dự kiến, công ty này sẽ mang tên CTCP Sàn giao dịch Tài sản mã hóa HD	n/a	Chưa có thông tin công bố.

- Giai đoạn đầu Nghị quyết 05/2025/NQ-CP, Bộ Tài chính sẽ cấp phép thí điểm tối đa cho 5 Sàn giao dịch tài sản mã hóa, với điều kiện vốn điều lệ cao như hiện tại. Chúng tôi quan sát các CTCK tham gia vào đều có nguồn lực rất lớn từ phía Ngân hàng hỗ trợ hoặc là CTCK có tiềm lực lớn như SSI.
- Theo một số dữ liệu chưa được kiểm chứng phổ biến trên thị trường, hiện tại quy mô giao dịch và số lượng nhà đầu tư tham gia vào giao dịch các đồng tiền số là rất lớn. Vì vậy, các CTCK và ngân hàng cũng đã nhanh chóng có động thái thành lập pháp nhân, sớm “đặt chỗ”, nghiên cứu và phát triển để tận dụng cơ hội mới mở ra này.

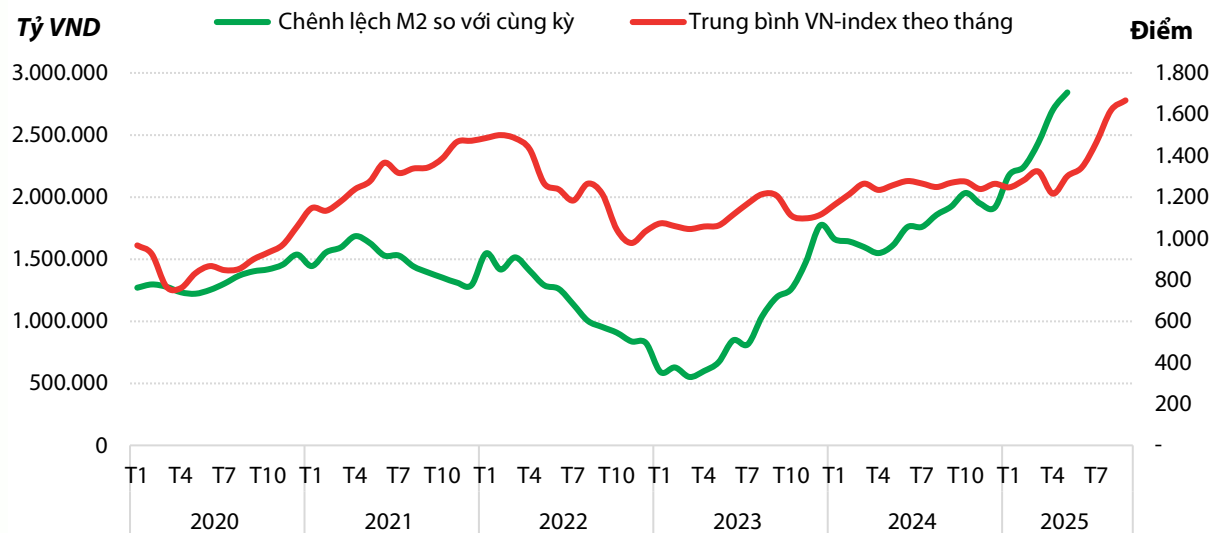
Hình 13: P/B của ngành CK so với Vn-index



Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp. Ghi chú: P/B lấy trung bình của 10 CTCK sau: (SSI, VIX, VND, SHS, VCI, MBS, HCM, CTS, FTS, VDS)

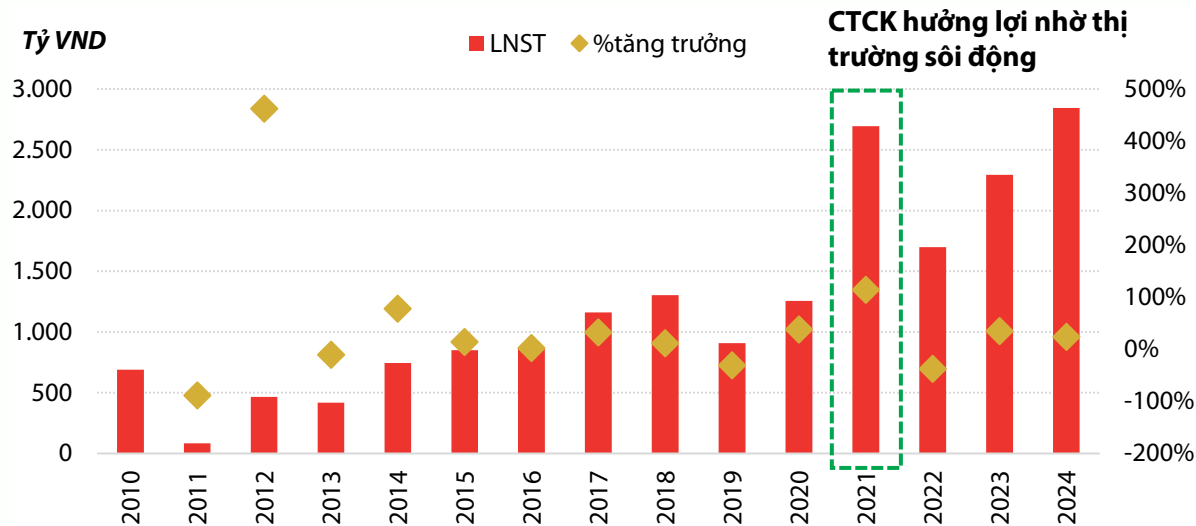
- Nhìn về lịch sử, các cổ phiếu ngành chứng khoán không được thị trường định giá quá cao so với VN-index sau cú sập giai đoạn 2008-2009 tới 2020 (Hình 13), chủ yếu do các nhà đầu tư trong giai đoạn này đã rời đi vì thua lỗ, niềm tin vào thị trường sụt giảm và cũng thể hiện đặc tính rủi ro biến động cao của thị trường chứng khoán còn non trẻ.
- Tuy nhiên, kể từ năm 2021, nhóm ngành này mới bắt đầu được thị trường đưa lên mức định giá cao, nhờ sự thay đổi lớn được thúc đẩy nhanh hơn bởi COVID-19 mang tên “chuyển đổi số” giúp nhà đầu tư mới mở tài khoản dễ dàng hơn.
- Giai đoạn tăng trưởng mạnh 2021-2022 thường được nhà đầu tư gọi với 3 nhóm ngành dẫn dắt là “Bank (ngân hàng) – Chứng – Thép”, nên từ đó thế hệ nhà đầu tư mới này mới để ý đến các mã cổ phiếu thuộc ngành chứng khoán hơn.
- Ngoài ra, trong bối cảnh chính sách tiền tệ nới lỏng mạnh để hỗ trợ nền kinh tế sau COVID khiến cung tiền M2 tăng trưởng, ngành chứng khoán nói riêng và cả Vn-index nói chung đều chứng kiến dòng tiền mạnh đổ vào đây khiến định giá lên một mức nền cao hơn.

Hình 14: Tốc độ tăng trưởng cung tiền M2 so với VN-index



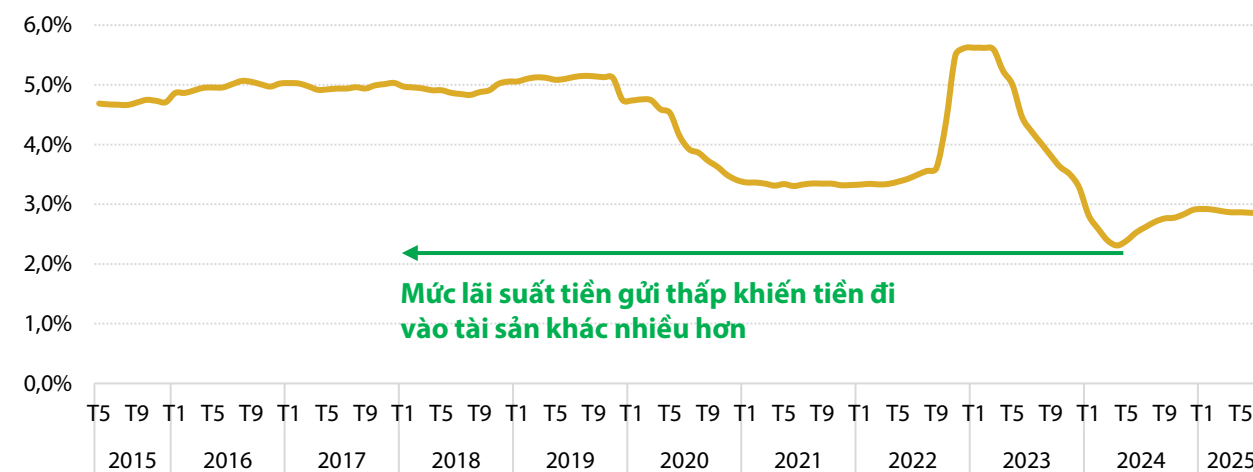
Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

Hình 15: Tổng LNST của các công ty chứng khoán



Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp. **13**

Hình 17: Lãi suất tiền gửi trung bình toàn thị trường 1-3 tháng

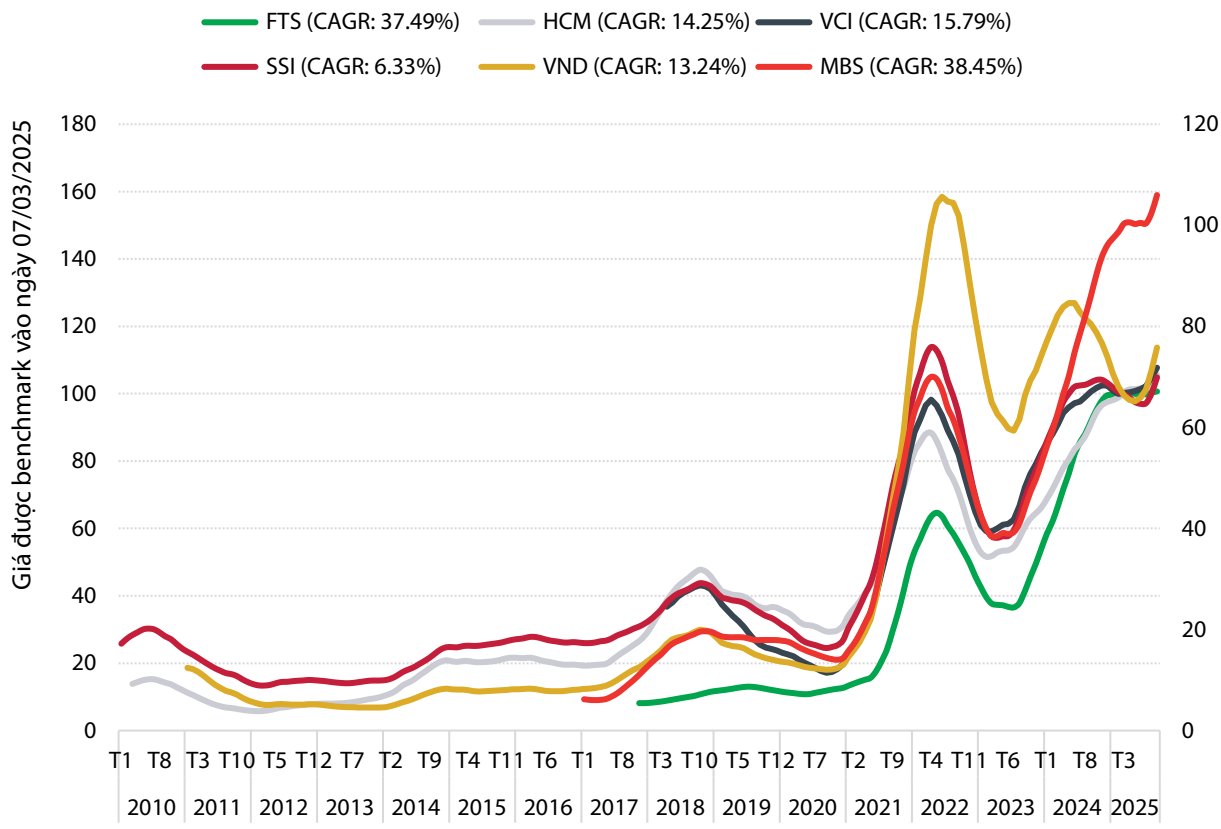


Nguồn: VDSC tổng hợp.

- **Tốc độ tăng trưởng cung tiền mạnh nhất lịch sử** đang là một trong những động lực lớn nhất dẫn dắt nhà đầu tư đưa tiền của mình vào không chỉ chứng khoán mà còn vào các loại tài sản khác như vàng, bất động sản trong bối cảnh lãi suất huy động xuống mức thấp nhất 10 năm.
- Tuy nhiên, sự tăng trưởng cung tiền kể từ cuối năm 2022 tới nay chủ yếu phụ thuộc vào sự tăng trưởng tín dụng. Thường cung tiền chỉ dẫn lớn lên nhờ: Nguồn USD từ bên ngoài vào + Tín dụng. **Khi quá trình tạo tiền dựa nhiều vào tín dụng ở một quốc gia có Dự trữ ngoại hối thấp thì lạm phát thường sẽ tăng cao như trường hợp của chính Việt Nam giai đoạn 2009-2011.**
- **Khi lạm phát tăng cao thì việc mở rộng chính sách tiền tệ (CSTT) sẽ phải dừng lại để kiềm chế lạm phát khiến giá tài sản đảo ngược.** Theo đánh giá của chúng tôi, không gian cho CSTT không còn quá nhiều, trước bối cảnh áp lực về tỷ giá, dự trữ ngoại hối và cả lạm phát, tính chu kỳ là hiện hữu và đây cũng là những tín hiệu cần theo dõi sát (như các case study từ Venezuela, Zimbabwe, Argentina, Brazil, Thổ Nhĩ Kỳ,...).

14

Hình 19: Giá trung bình trượt 200 ngày của các cổ phiếu có lợi suất lũy kế cao và/hoặc có thanh khoản tốt nhất từ trước đến nay



Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

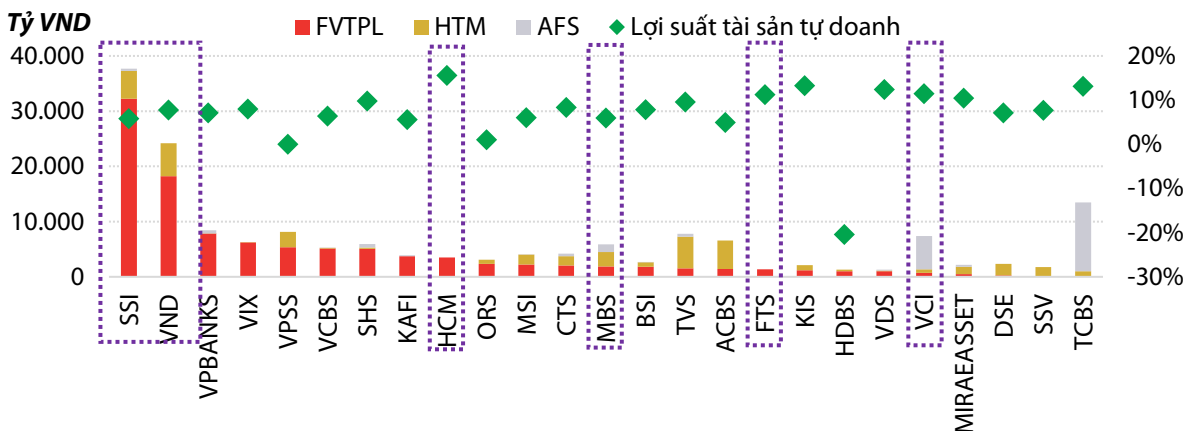
Bảng 6: So sánh các mã chứng khoán lớn / có lợi suất cao

Mã CK	Lợi suất lũy kế hàng năm	Mảng kinh doanh tập trung	Độ lớn về Tổng tài sản (1 là lớn nhất)
FTS	37.4%	Tự doanh, Môi giới (KHCN)	20/90 công ty
MBS	38.4%	Tự doanh, Môi giới (KHCN)	8/90 công ty
HCM	14.3%	Tự doanh, Môi giới (KHTC)	6/90 công ty
VCI	15.8%	Tự doanh, Môi giới (KHTC)	10/90 công ty
SSI	6.4%	Tự doanh, Môi giới (KHCN)	1/90 công ty
VND	13.2%	Tự doanh, Môi giới (KHCN)	3/90 công ty

Nguồn: VDSC tổng hợp.

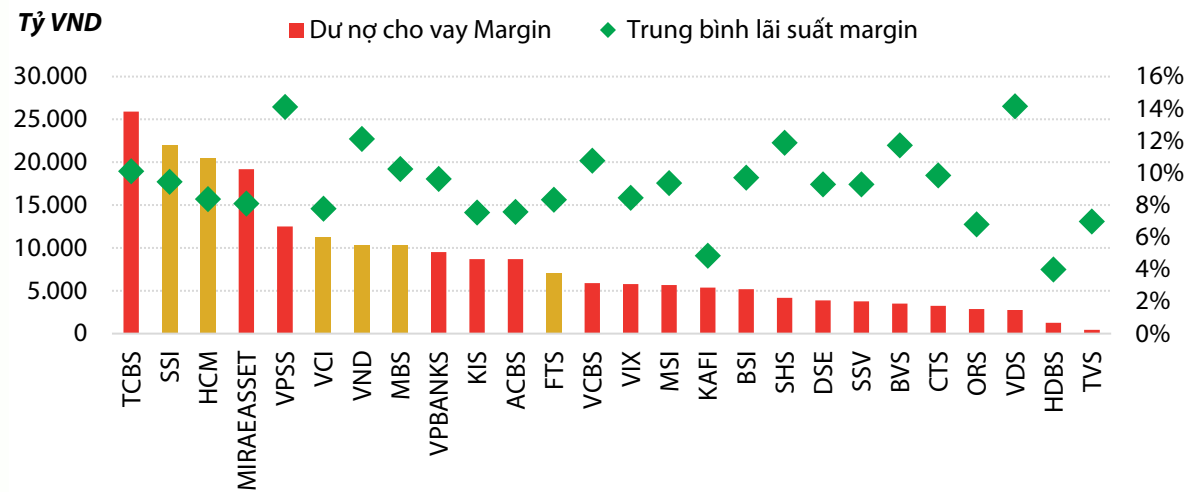
➤ Các mã chứng khoán có lợi suất tốt nhất không phải những công ty lớn nhất hay thị phần lớn nhất, thậm chí họ cũng không có sản phẩm/dịch vụ gì quá khác biệt so với nhau. Điểm chung duy nhất của các công ty này là họ đều là những công ty lớn (Tổng tài sản ít nhất trong top 20 thị trường) và có thương hiệu uy tín trên thị trường trong ít nhất gần 20 năm qua.

Hình 20: Trung bình 4 năm (2021-2025) tổng tài sản tự doanh & lợi suất tài sản tự doanh của top 20 công ty có tài sản tự doanh lớn nhất



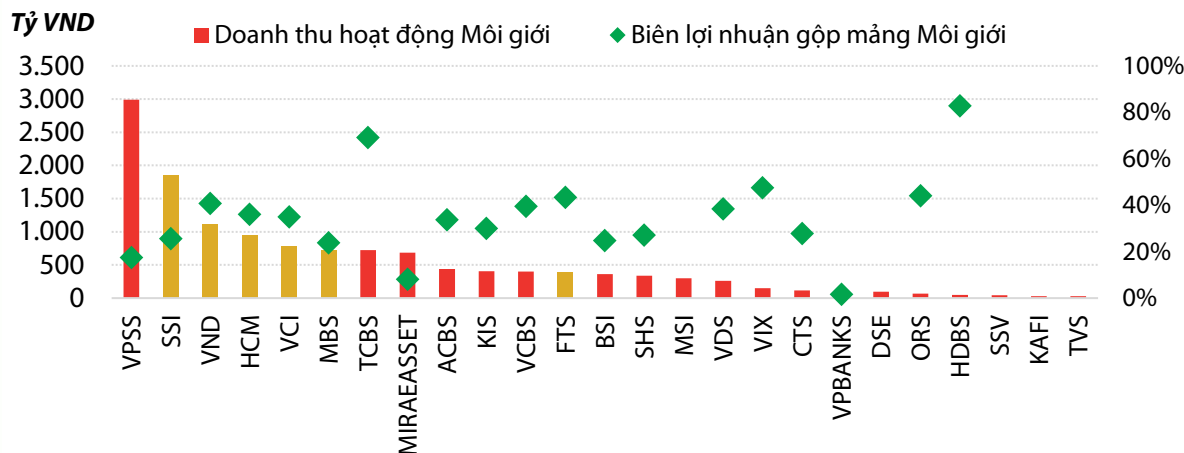
Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp.

Hình 22: Dự nợ cho vay margin & lãi suất trung bình năm 2024 của top 20 công ty có dự nợ margin lớn nhất



Nguồn: FinproX, VDSC tổng hợp. Ghi chú: Trung bình lãi suất margin được ước tính dựa trên doanh thu margin / số dư margin trung bình

Hình 21: Hiệu suất hoạt động môi giới của top 20 công ty có doanh thu môi giới lớn nhất



Nguồn: VDSC tổng hợp.

- **Ở mảng tự doanh**, chỉ riêng cổ phiếu HCM có lợi suất trung bình cao nhất, còn lại chỉ ở mức trung bình thị trường (khoảng 8%) trong 4 năm qua.
- **Ở mảng môi giới & cho vay** các công ty như SSI, VND, HCM, MBS, FTS, VCI đều ít nhiều bị mất thị phần bởi VPS và TCBS. Do đó, các công ty tốt nhất, có lợi thế cạnh tranh chưa hẳn có lợi suất đầu tư tốt nhất mà nó còn phụ thuộc nhiều vào yếu tố thị trường.
- Việc chọn lựa được mã cổ phiếu ngành chứng khoán có lợi suất cao **trong ngắn hạn** sẽ phụ thuộc nhiều vào yếu tố thị trường. Vì vậy, câu hỏi đặt ra khi chọn cổ phiếu đầu tư ngắn hạn có thể là: “Công ty nào đang có câu chuyện xuất hiện nhiều trên mặt báo nhiều nhất?” hoặc “Công ty nào sẽ có lợi nhuận tiềm năng ngắn hạn tốt?”
- **Nhưng để đầu tư dài hạn**, yếu tố về độ lớn, độ uy tín có thể là yếu tố quan trọng để cổ phiếu đó có xác suất cao mang lại lợi suất hấp dẫn. Vì vậy, câu hỏi đặt ra khi đầu tư các mã cổ phiếu ngành chứng khoán là: “Công ty nào có xác suất sẽ trở nên to hơn, dẫn đầu thị trường trong 5 – 10 năm tới?”

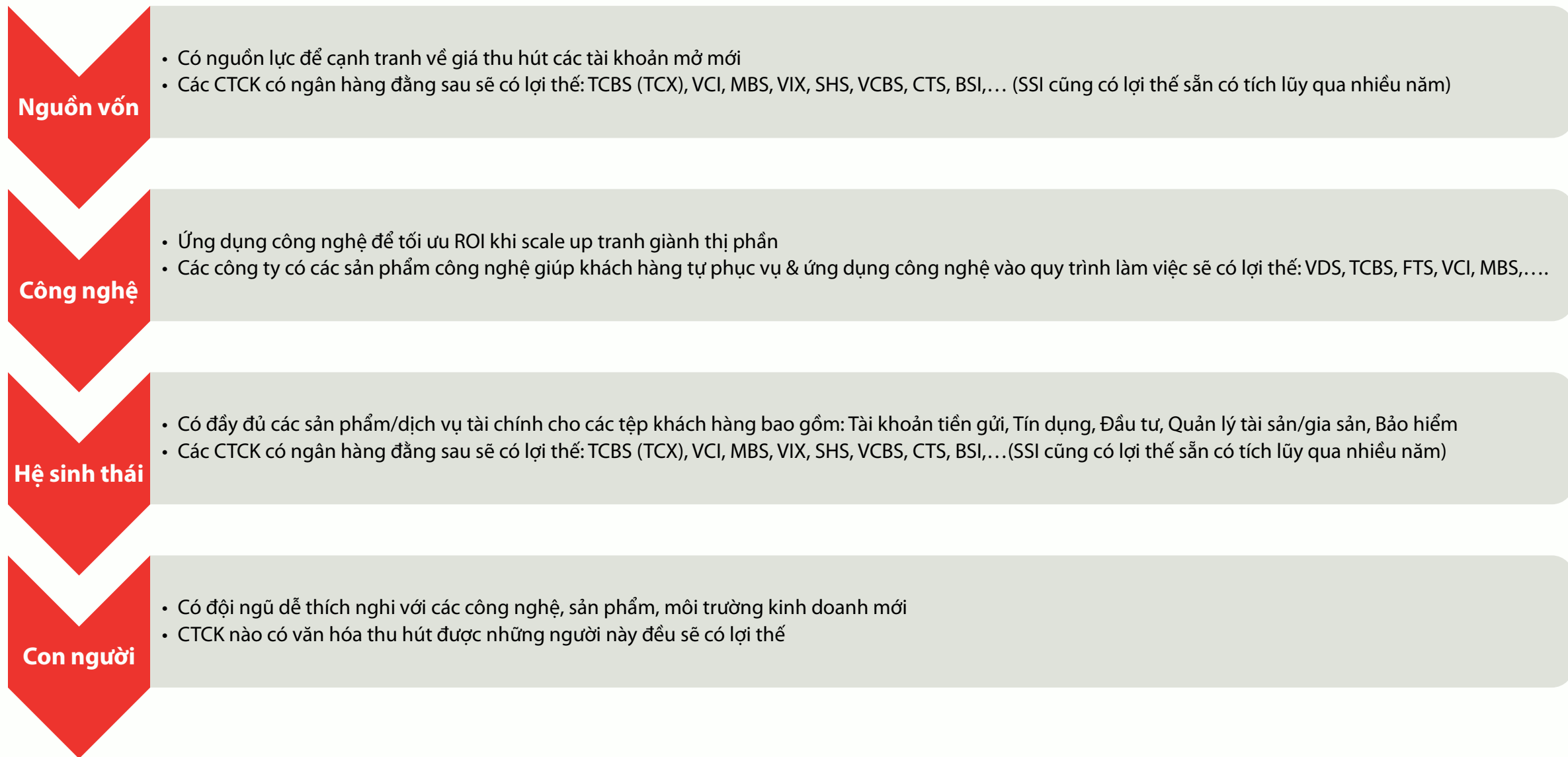
Bảng 7: Tổng hợp các thương vụ IPO đáng chú ý đã được công bố về kế hoạch giai đoạn 2025 - 2030

Doanh nghiệp/Thương hiệu	Ngành	Kế hoạch IPO/Dự định	Thời gian dự kiến	Chi tiết/Ghi chú
Chứng khoán Kỹ thương (TCBS)	Tài chính - Chứng khoán	IPO và niêm yết	2025	Đã có kế hoạch chào bán 231 triệu cổ phiếu. Thời gian cụ thể phụ thuộc vào điều kiện thị trường.
Chứng khoán VPBank (VPBankS)	Tài chính - Chứng khoán	IPO và niêm yết trên HOSE	2025	Đã được ĐHĐCĐ thông qua kế hoạch phát hành tối đa 375 triệu cổ phiếu (25% cổ phần).
Chứng khoán VPS	Tài chính - Chứng khoán	IPO và niêm yết	Cuối năm 2025	Chứng khoán VPS sẽ tiến hành IPO với số lượng cổ phiếu lần đầu phát hành là 202,3 triệu đơn vị. Giá chào bán chưa được công bố cụ thể nhưng sẽ không thấp hơn mức giá trị sổ sách theo BCTC bán niên 2025 là 22.457 đồng/cp.
Nông nghiệp Hòa Phát (HPA)	Nông nghiệp	IPO và niêm yết trên HOSE	Sớm nhất là T12/2025	Đã chính thức nộp hồ sơ đăng ký IPO.
Hạ tầng Gelex (Gelex Infra)	Công nghiệp/Hạ tầng	IPO và niêm yết	Quý 4/2025	Kế hoạch đã được công bố bởi tập đoàn mẹ GELEX.
Mảng Nhựa & Phân phối Hoa Sen (gồm Hoa Sen Home)	VLXD / Bán lẻ	Tách công ty con để IPO	2025 - 2026	Kế hoạch đã được ĐHĐCĐ thông qua. HSG sẽ tách mảng Nhựa và chuỗi Hoa Sen Home để IPO nhằm tối ưu hóa giá trị.
Bách Hóa Xanh, Điện máy xanh & Thế giới di động	Bán lẻ	Mở rộng ra miền Bắc, chuẩn bị cho IPO dài hạn	IPO: sau 2026 (dự kiến 2028)	Kế hoạch IPO nằm trong lộ trình dài hạn của công ty mẹ (MWG).
Chuỗi nhà thuốc Long Châu	Bán lẻ Dược phẩm	Tiếp tục mở rộng, chuẩn bị cho IPO	IPO: có thể trong giai đoạn 2026-2030	IPO được xem là bước đi tất yếu nhưng chưa có lộ trình cụ thể cho năm 2025-2026.
Highlands Coffee	F&B (Đồ uống)	IPO	2026 - 2027	Lãnh đạo công ty cho biết kế hoạch lên sàn sẽ diễn ra trong vòng 18-24 tháng tới (tính từ tháng 6/2025).
Thaco Auto	Ô tô	IPO	Chưa có thời gian cụ thể	Kế hoạch IPO đã được chuẩn bị từ lâu nhưng vẫn đang chờ thời điểm thị trường thuận lợi.

Nguồn: VDSC tổng hợp.

- Trong ngắn hạn, mảng chứng khoán sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi các câu chuyện về nâng hạng thị trường cũng như các quy định về tài sản mã hóa cũng như các câu chuyện về IPO của các thương hiệu lớn.
- Các công ty nào xuất hiện nhiều trên mặt báo trong giai đoạn này với các câu chuyện tích cực sẽ có khả năng tăng giá hơn, yếu tố cơ bản có thể được xem xét sau.
- Trong 8 tháng đầu năm 2025, tổng nguồn vốn huy động từ thị trường chứng khoán đạt 64 nghìn tỷ, trong đó 53 nghìn tỷ đến từ phát hành mới, 11 nghìn tỷ đến từ IPO - mức cao nhất kể từ năm 2018 (74 nghìn tỷ) cho thấy tín hiệu tích cực, các doanh nghiệp cũng đang tận dụng đà tăng của thị trường để huy động vốn dễ dàng hơn.

Hình 23: Các yếu tố giúp các công ty chứng khoán củng cố vị thế trong 5 – 10 năm tới.



PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Nguyễn Đại Hiệp

Giám đốc

hiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1291)

Nguyễn Huy Phương

Trưởng phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Đặng Phú

Trưởng phòng

phu.d@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Nguyễn Trần Gia Hưng

Chuyên viên cao cấp

hung.ntg@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Trung Hiếu

Chuyên viên cao cấp

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1601)

Đoàn Hoàng Gia Bảo

Chuyên viên cao cấp

bao.dhg@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Lê Thụy Tường Vy

Chuyên viên

vy.ltt@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vds.com.vn
 🌐 www.vds.com.vn 📄 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tần, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thăng, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
 GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities.**