

NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Phòng Tư vấn đầu tư Khách hàng cá nhân

Cập nhật Kết quả kinh doanh quý 3 – 2025

Ngày viết: 26/11/2025

Nội dung chính

Kết quả kinh doanh Q3-2025 toàn ngành chứng khoán*

Báo cáo này sẽ giải đáp 2 câu hỏi sau:

1. Kết quả kinh doanh Q3-2025 của ngành chứng khoán như thế nào?
2. Các công ty chứng khoán tiềm năng trong ngắn hạn và dài hạn là những công ty nào?

Phần 1

Kết quả tổng quan

Lợi nhuận tổng quan toàn ngành Q3-2025 và động lực đằng sau

Phần 2

Kết quả mảng tự doanh

Tổng quan kết quả mảng tự doanh toàn ngành và một số công ty có kết quả đáng chú ý

Phần 3

Kết quả mảng cho vay

Tổng quan kết quả mảng margin toàn ngành và một số công ty có kết quả đáng chú ý

Phần 4

Kết quả mảng môi giới

Tổng quan kết quả mảng môi giới toàn ngành và một số công ty có kết quả đáng chú ý

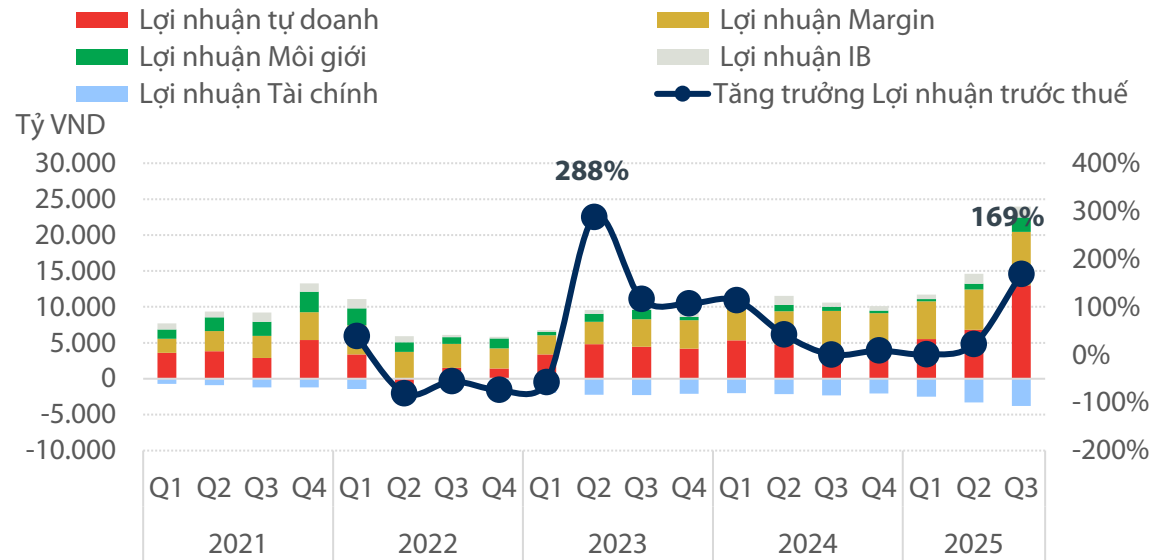
Phần 5

Các công ty chứng khoán tiềm năng

Đề xuất một số công ty chứng khoán tiềm năng trong ngắn và dài hạn

Ghi chú: Trong báo cáo này chúng tôi chỉ tính toán, xếp hạng dựa trên KQKD của **68 công ty chứng khoán có đầy đủ dữ liệu tài chính hàng quý trong 5 năm gần nhất*

Hình 1: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế toàn ngành

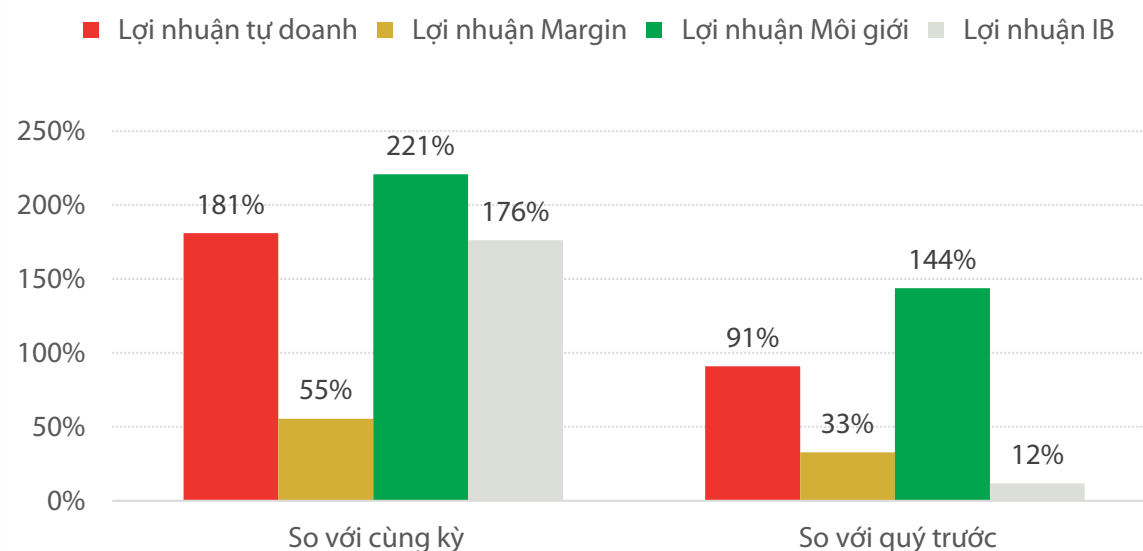


Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Các mảng kinh doanh chính đều tăng trưởng nhờ đà tăng mạnh của VN-index

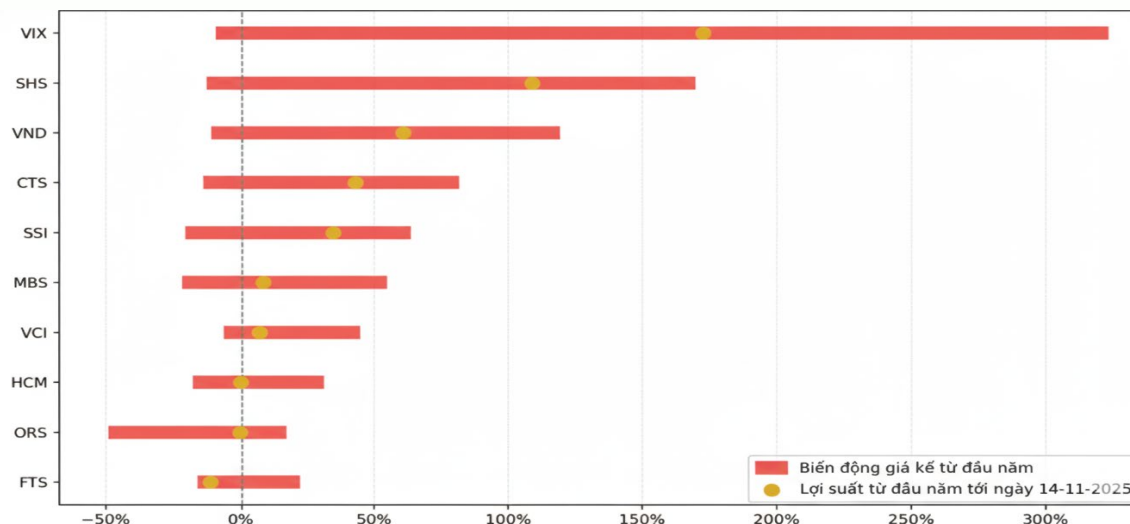
- Q3-2025 chứng kiến **Lợi nhuận trước thuế toàn ngành tăng cao nhất trong 2 năm ở mức 169% so với cùng kỳ** khi tất cả các mảng kinh doanh cốt lõi của ngành chứng khoán đều tăng trưởng. Động lực chủ yếu đến từ đà tăng mạnh của VN-index khi **chỉ số đã tăng đến quanh mức 1600-1700 (mức cao nhất lịch sử) so với mức 1100-1200 của cùng kỳ năm trước cùng với thanh khoản cũng tăng 40%**.
- Với đà tăng mạnh của thị trường, các mã công ty chứng khoán cũng có đóng góp đáng kể với lợi suất khá cao kể từ đầu năm tiêu biểu như VIX (tăng hơn 150% kể từ đầu năm), SHS (tăng hơn 100%), VND (tăng hơn 50%),... có thời điểm các mã trên như VIX đã tăng tới hơn 300% so với thời điểm đầu năm nhưng đa số đã giảm lại khi thị trường gặp cản quanh mức 1700.

Hình 2: Tăng trưởng từng mảng kinh doanh toàn ngành



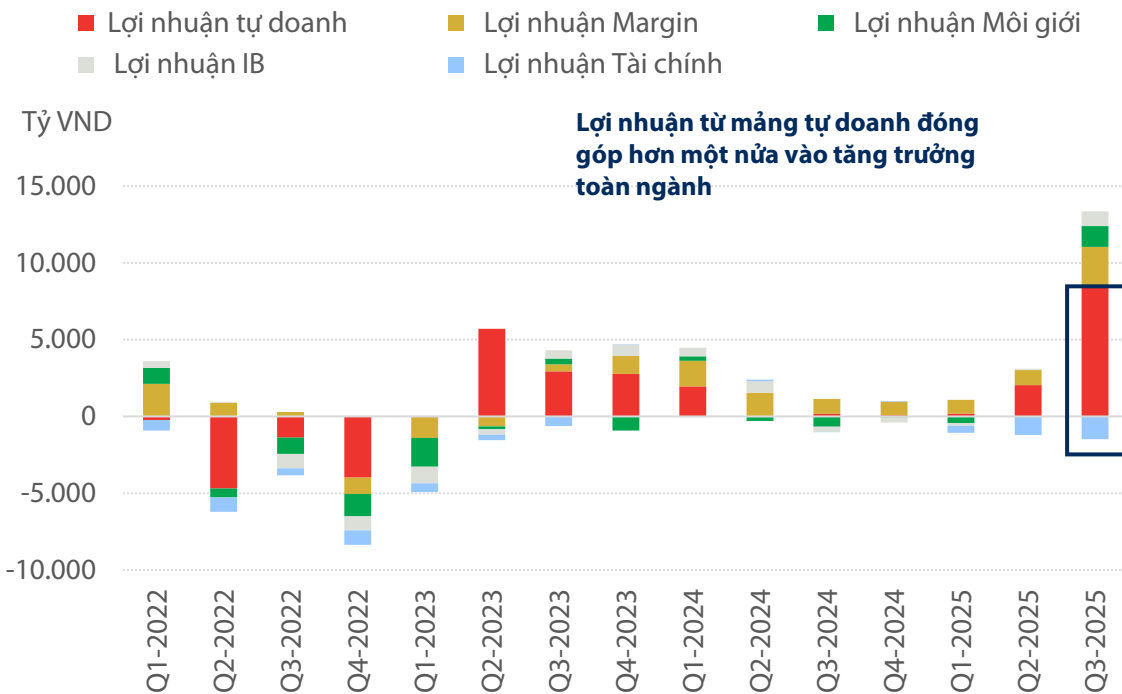
Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 3: Lợi suất của các công ty chứng khoán có thanh khoản nhất kể từ đầu năm 2025



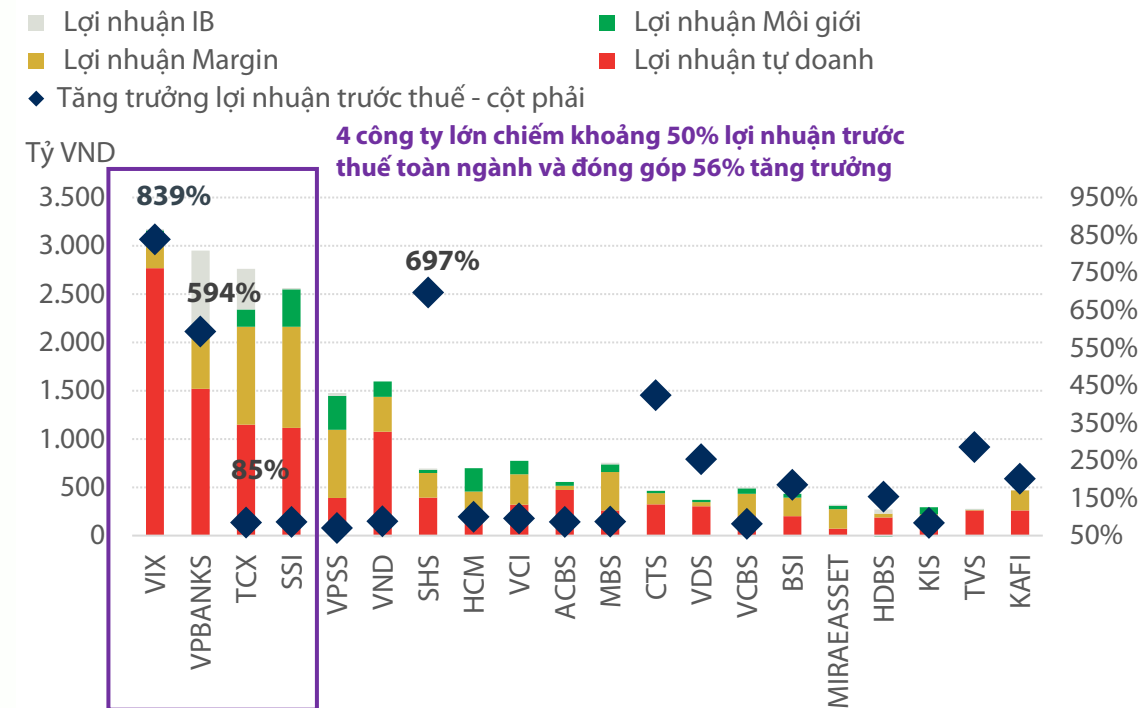
Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 4: Cơ cấu tăng trưởng lợi nhuận trước thuế so với cùng kỳ



Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 5: Cơ cấu Lợi nhuận trước thuế của top 20 công ty có lợi nhuận trước thuế lớn nhất Q3-2025

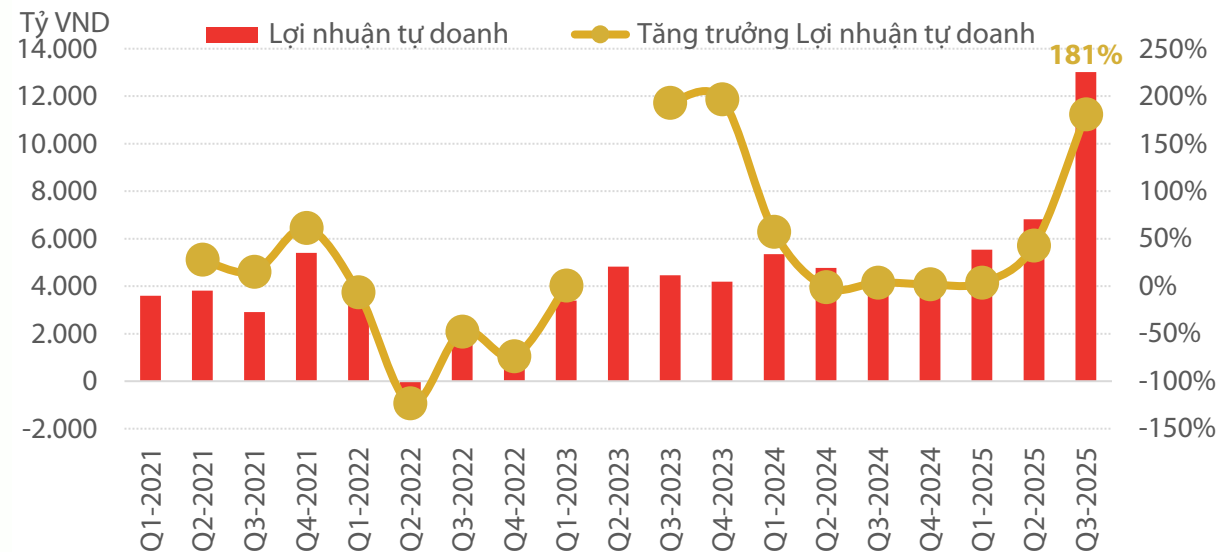


Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Các công ty lớn đóng góp áp đảo vào tăng trưởng toàn ngành nhưng còn nhiều dư địa cho các công ty nhỏ

- Sự tăng trưởng của ngành chứng khoán không hề đồng đều khi các công ty lớn đóng góp áp đảo vào mức tăng trưởng chung. 4 công ty có lợi nhuận trước thuế cao nhất chiếm **khoảng 50% lợi nhuận trước thuế toàn ngành và đóng góp tới 56% tăng trưởng. Nếu tính rộng ra thành 20 công ty thì hai con số trên lần lượt đều là 91%**
- Việc các công ty lớn chiếm phần lớn Lợi nhuận cũng như tăng trưởng lợi nhuận là một đặc điểm của ngành chứng khoán Việt Nam khi 10 năm trước các con số trên cũng đều lớn hơn 90%. Tuy nhiên, không vì thế mà các công ty nhỏ không ghi nhận sự phát triển khi theo tính toán của chúng tôi nếu loại ra top 20 công ty chứng khoán có lợi nhuận trước thuế lớn nhất thì tổng lợi nhuận trước thuế của **các công ty còn lại cũng có mức tăng trưởng 171% so với cùng kỳ.**
- **Điều này cho thấy thị trường chứng khoán vẫn còn rất nhiều dư địa để các công ty nhỏ phát triển vì nhu cầu của khách hàng còn tăng mạnh theo năm tháng khi kinh tế Việt Nam ngày càng tốt lên. Người dân cải thiện thu nhập sẽ có nhu cầu tìm kênh để đầu tư hơn và các công ty lớn chưa chắc phục vụ hết được các nhu cầu này.**

Hình 6: Tăng trưởng mảng tự doanh toàn ngành so với cùng kỳ

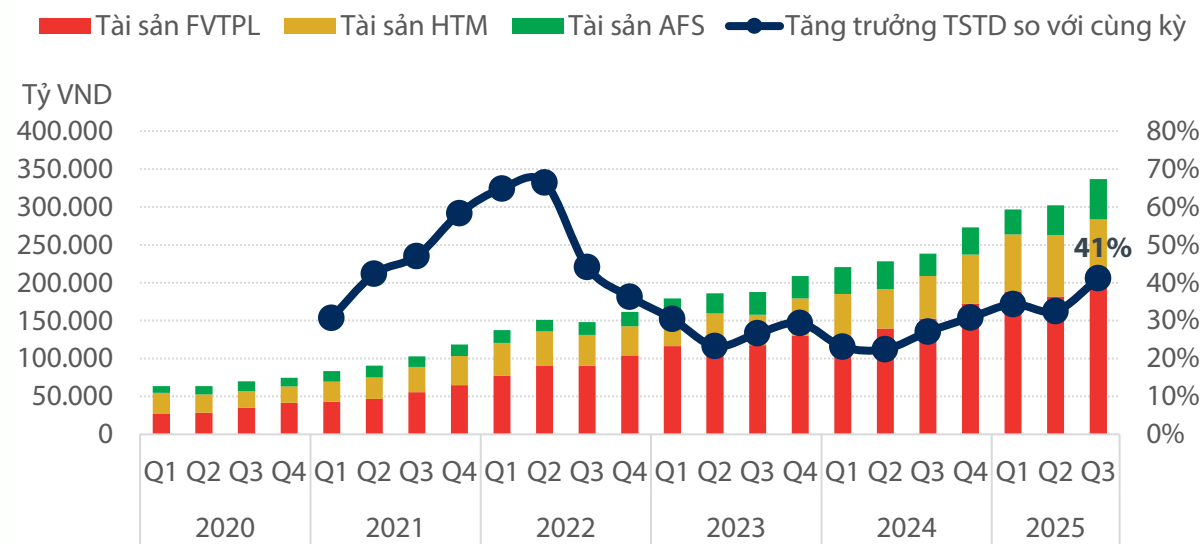


Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Tăng trưởng mạnh nhưng phân hóa tùy vào chiến lược

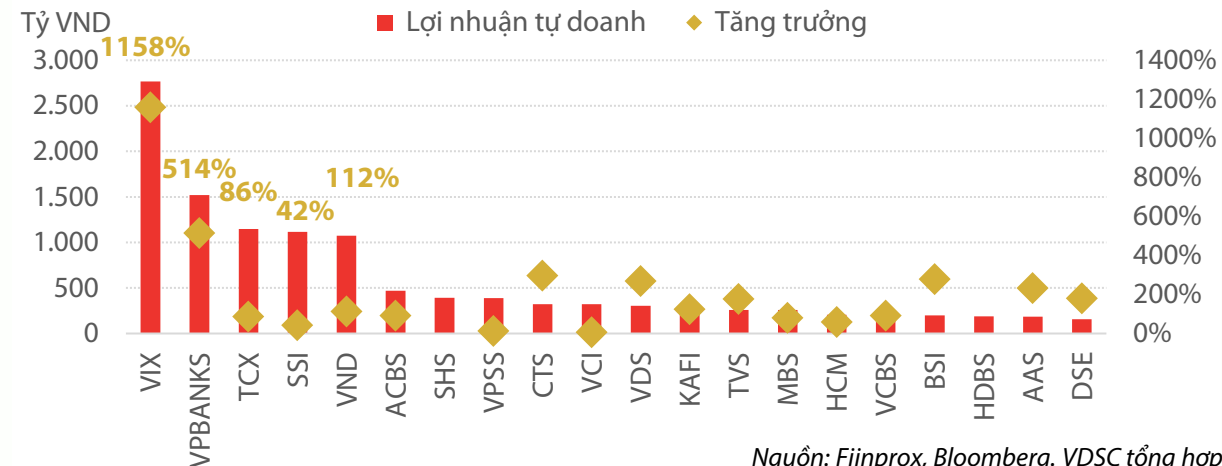
- Thị trường trong Q3-2025 tăng trưởng vượt bậc ghi VN-index vượt mốc cao nhất mọi thời đại khi chạm ngưỡng 1700 điểm cùng với thanh khoản tăng trưởng 40% so với cùng kỳ năm ngoái khiến cho mảng tự doanh của cả thị trường tăng trưởng theo.
- Mức tăng trưởng của từng công ty tùy thuộc vào chiến lược đầu tư của từng công ty như với VIX thì đa phần mức lợi nhuận đến từ danh mục Cổ phiếu niêm yết với những mã như: GEX, EIB, GEE. VPBANKS hay TCX (TCBS) thì lại chủ yếu ghi nhiều lợi nhuận ở mảng Trái phiếu chưa niêm yết trong khi SSI là từ hoạt động giao dịch cổ phiếu niêm yết và phái sinh.

Hình 7: Tăng trưởng tài sản tự doanh (TSTD) toàn ngành



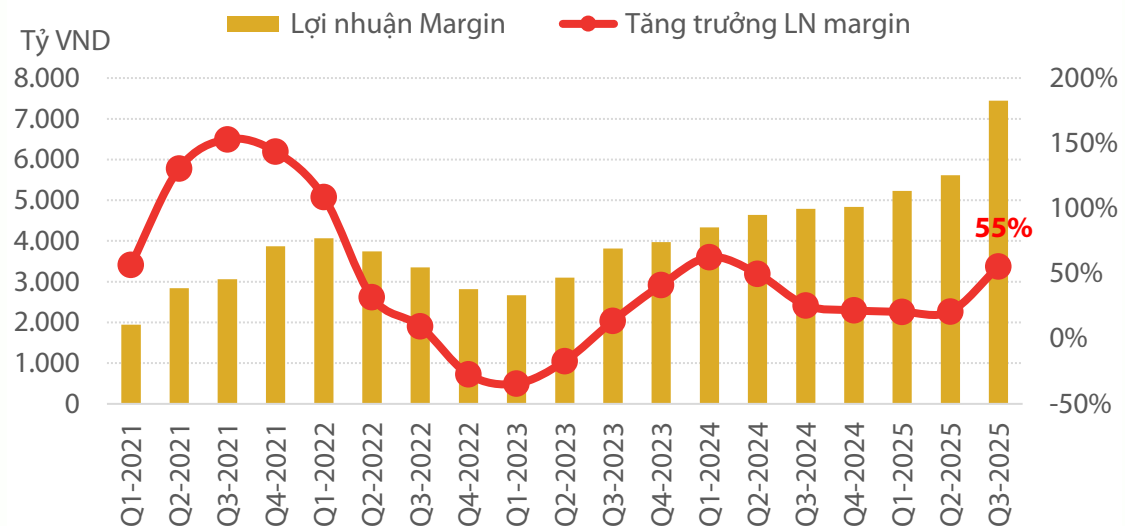
Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 8: Top 20 doanh nghiệp có lợi nhuận tự doanh lớn nhất trong Q3-2025



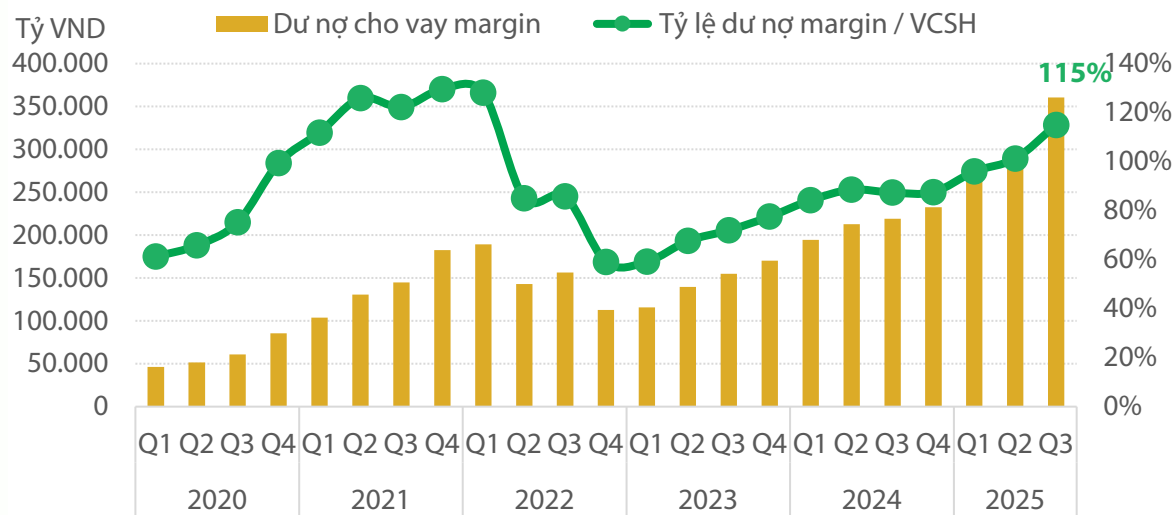
Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 9: Tăng trưởng lợi nhuận margin toàn ngành



Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 10: Dư nợ margin toàn thị trường

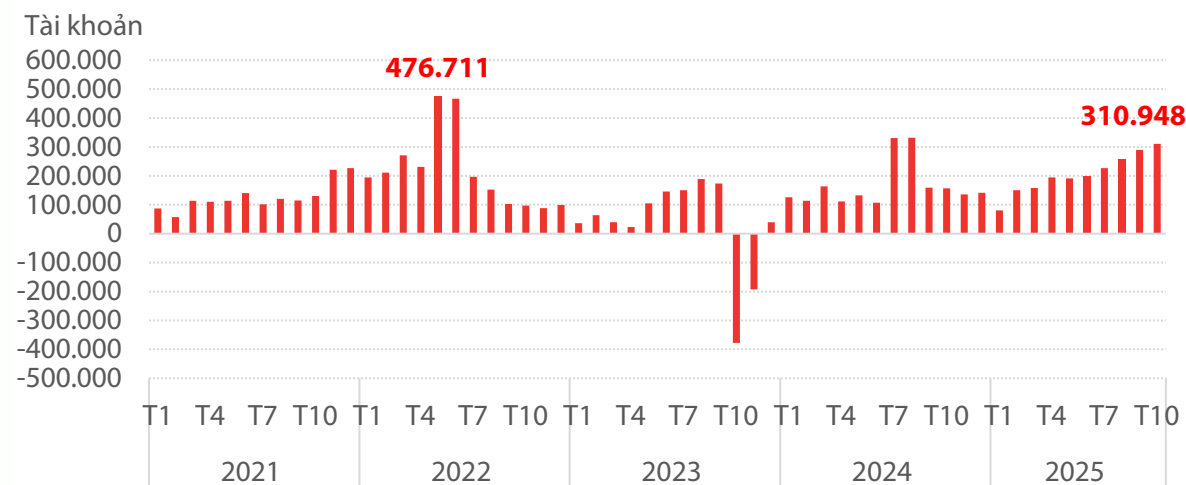


Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Động lực giao dịch từ các nhà đầu tư mới khiến nhu cầu margin tăng vọt

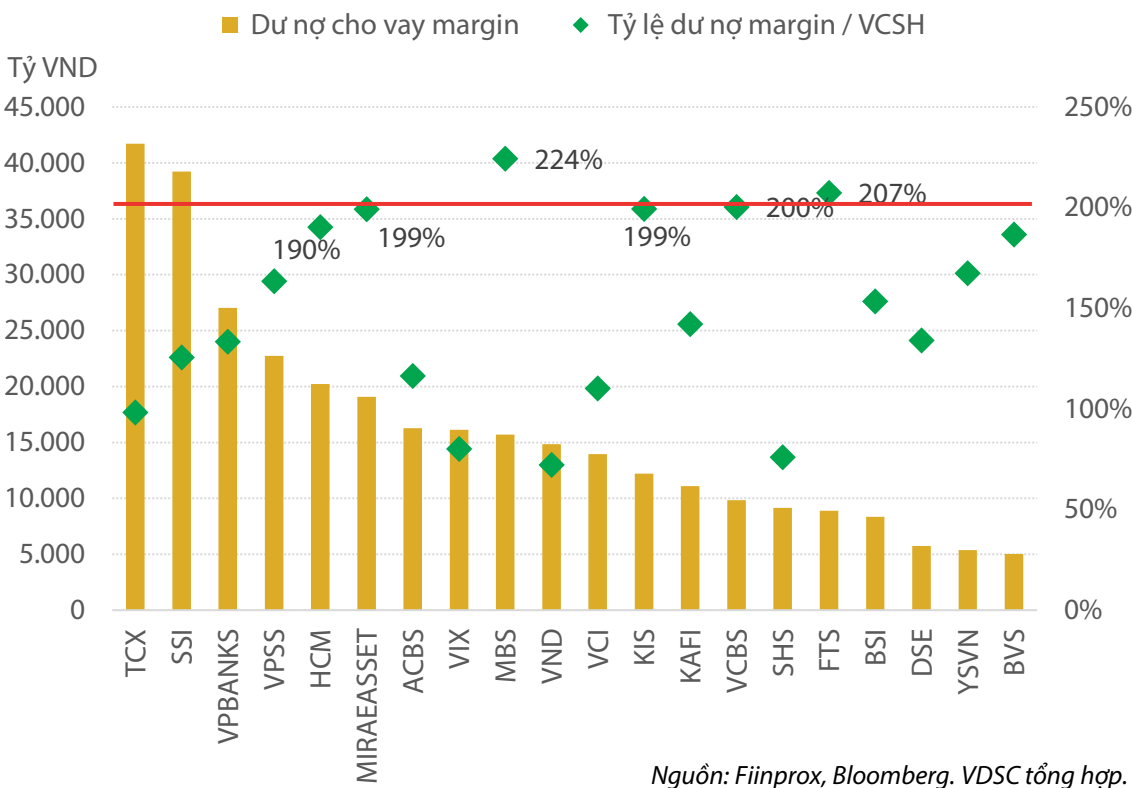
- Nhà đầu tư mới gia nhập thị trường khiến cho thị trường margin sôi động hơn từ đó khiến tổng giá trị giao dịch tăng mạnh lên 40% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Dư nợ cho vay margin của toàn ngành tăng cao và liên tục đạt những mốc cao nhất lịch sử kể từ sau đợt sụt giảm vào quý 4 năm 2022 khiến cho Tỷ lệ dư nợ margin / Vốn chủ sở hữu cũng dần tăng cao nhưng vẫn ở mức an toàn theo luật định (dưới 2) khi các công ty chứng khoán cũng đua nhau tăng vốn để kịp cung ứng cho nhu cầu thị trường.

Hình 11: Số lượng tài khoản mở mới hàng tháng toàn thị trường

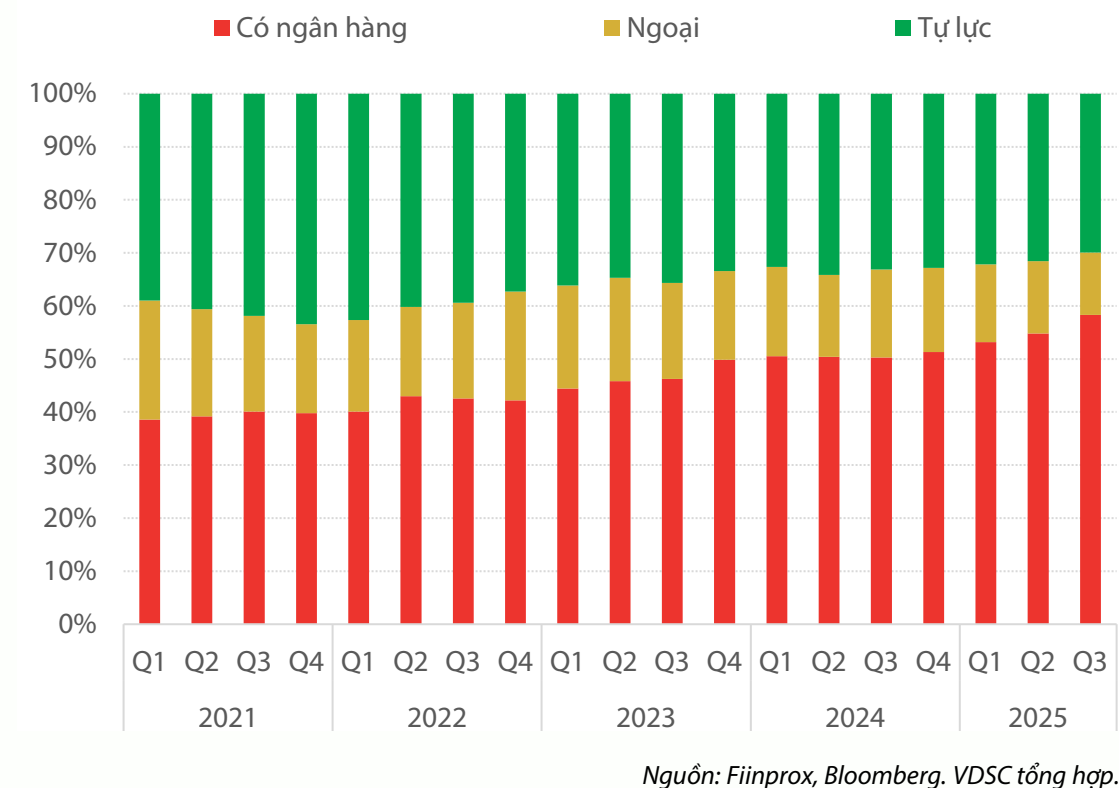


Nguồn: VSDC, VDSC tổng hợp.

Hình 12: Top 20 công ty có dư nợ cho vay margin lớn nhất trong Q3-2025



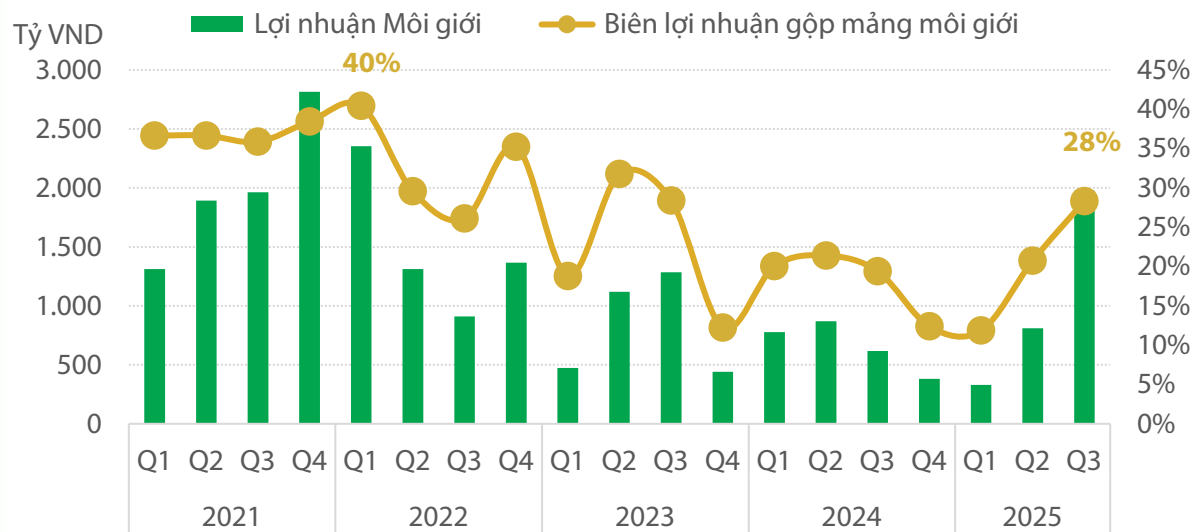
Hình 13: Thị phần margin chia theo nhóm công ty



Nhóm công ty chứng khoán có ngân hàng hỗ trợ đang dần chiếm ưu thế

- Thị phần của nhóm công ty chứng khoán có ngân hàng hỗ trợ tăng nhanh từ mức dưới 40% 5 năm trước đến mức gần 60% hiện tại, chủ yếu lấy từ các công ty có vốn ngoại.
- Trong top 20 công ty có dư nợ cho vay lớn nhất thì đã có 11 công ty là có sự hỗ trợ từ ngân hàng, điều này cho thấy một xu hướng lấn sân của ngành ngân hàng với mảng chứng khoán này so với thời điểm 5-10 năm trước.
- 17/20 công ty đang có Tỷ lệ dư nợ margin/ VCSH dưới mức 2 theo luật định chỉ trừ MBS, VCBS và FTS đã cận hoặc vượt room, một số công ty cũng gần chạm ngưỡng 2 như HCM, KIS và Miraeasset sẽ phải nâng vốn chủ sở hữu nếu muốn cho vay thêm. Trong các công ty trên, chỉ có MBS là đang triển khai nâng vốn điều lệ từ 5.471 tỷ đồng lên 5.728 tỷ đồng nhưng mức này vẫn chưa đủ giúp MBS quay về tỷ lệ dưới mức 200% như luật định

Hình 14: Tăng trưởng lợi nhuận môi giới toàn ngành

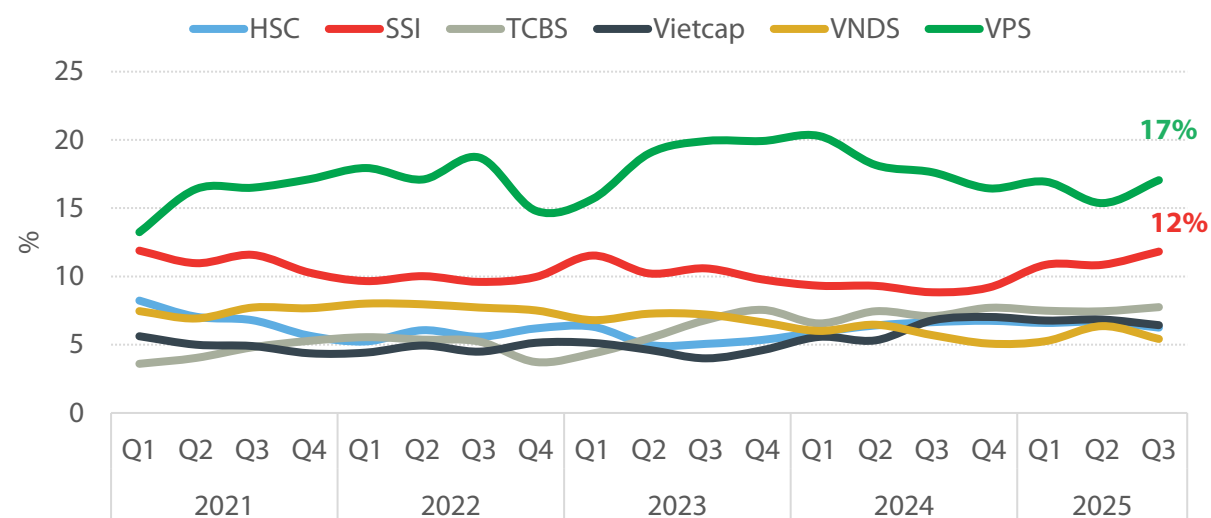


Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Động lực giao dịch từ các nhà đầu tư mới chưa đủ để lợi nhuận vượt đỉnh 2021

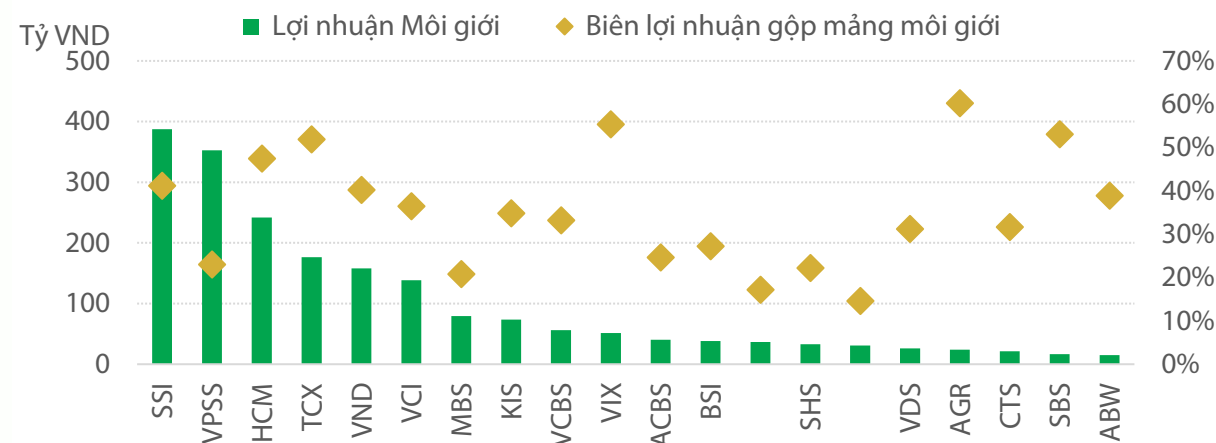
- Lợi nhuận từ mảng môi giới tăng vọt giúp cho biên lợi nhuận gộp cũng tăng theo nhưng chưa bằng với mức đỉnh cuối năm 2021 đầu năm 2022 dù cho giá trị giao dịch cao hơn 83% chủ yếu do xu hướng “Zero fee” mà các công ty lớn đang áp dụng và đang dần lan tỏa ra toàn thị trường để cạnh tranh.
- Với nhiều nhà đầu tư mới gia nhập thì các công ty có đội ngũ môi giới lớn cùng với thương hiệu mạnh như VPS và SSI sẽ có lợi thế hơn các công ty còn lại trong việc cạnh tranh thị phần khi thị phần 2 công ty này đều cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái.

Hình 15: Thị phần môi giới trên sàn HOSE



Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 16: Top 20 công ty chứng khoán có lợi nhuận môi giới cao nhất trong quý 3-2025



Nguồn: Fiinprox, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Mã cổ phiếu	Giá thị trường (26/11/2025)	Giá mục tiêu	Upside	Luận điểm đầu tư	Rủi ro khuyến nghị
VCI	34.400	41.300	+20%	Trong ngắn hạn: VCI sẽ có thể đạt kế hoạch kinh doanh năm 2025 nhờ vào 2 mảng Tự doanh và Margin khi thị trường dù giảm nhiệt vẫn ở giao dịch ở mức cao so với cùng kỳ - Sau 9 tháng, VCI đã đạt 76,5% kế hoạch Lợi nhuận trước thuế và 80% doanh thu hoạt động nhờ sự bứt phá trong lợi nhuận quý 3-2025. Chúng tôi tin rằng VCI sẽ có thể đạt được mục tiêu kinh doanh vào cuối năm 2025 với 2 mảng tự doanh và margin khi VN-index vẫn giao dịch ở mức cao nên mảng tự doanh nhiều khả năng vẫn sẽ ghi nhận kết quả tốt. - Trong khi đó đối với mảng margin thì chỉ khi Vn-index giảm sâu thì dư nợ margin mới có áp lực giảm, còn khi vẫn giao dịch ở mức cao thì khả năng giảm khá thấp. Tuy nhiên, mảng môi giới nhiều khả năng sẽ hết động lực tăng trưởng khi giá trị giao dịch bình quân đã giảm xuống thấp nhất cả năm trong 2 tháng đầu quý 4. - Vì vậy chúng tôi tin rằng, VCI sẽ có thể được thị trường tái định giá lại, nâng mức P/B hiện tại (2 lần) lên mức P/B trung bình 5 năm gần nhất (2.2 lần) Về dài hạn: Chúng tôi tin rằng với ứng dụng công nghệ, cùng sự hỗ trợ từ ngân hàng Bản Việt, VCI sẽ vẫn là một trong những công ty chứng khoán lớn nhất trong 5 năm tới - Vietcap có 3 lợi thế về Vốn (có ngân hàng Bản Việt đứng sau), Công nghệ và Hệ sinh thái (có ngân hàng đứng sau sẽ có lợi thế này khi khách hàng Vietcap có thể sử dụng hết các dịch vụ tài chính có trong cả ngân hàng Bản Việt và Vietcap). Do đó, với xu hướng các ngân hàng tạo ra các hệ sinh thái ứng dụng công nghệ như hiện nay thì Vietcap hoàn toàn có thể đứng vững trong thị trường cạnh tranh mạnh như hiện tại	VCI đã đạt một kết quả kinh doanh kỷ lục trong năm 2025 nhờ vào đà tăng cao của thị trường. Do đó, năm 2026 sẽ là thách thức để VCI tiếp tục giữ đà tăng trưởng nhưng khả năng thị trường còn tiếp tục tăng trưởng còn bỏ ngỏ khi đà tăng của Vn-index đã giảm nhiệt sau khi chạm 1700 điểm

Mã cổ phiếu	Giá thị trường (26/11/2025)	Giá mục tiêu	Upside	Luận điểm đầu tư	Rủi ro khuyến nghị
SSI	33.950	41.300	+21.6%	Trong ngắn hạn: SSI đã gần như về đích sau 9 tháng và sẽ vượt xa kế hoạch kinh doanh cao của công ty trong năm 2025 - Sau 9 tháng, SSI đã đạt 96,2% kế hoạch doanh thu và 95,9% kế hoạch lợi nhuận trước thuế nên chắc chắn họ sẽ vượt rất xa mốc kế hoạch kinh doanh đề ra trong năm 2025 nhờ vào cả 3 mảng kinh doanh chính bùng nổ theo đà tăng của thị trường. - Với ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng SSI sẽ chỉ vượt khoảng 15% kế hoạch kinh doanh nhưng đây sẽ là mức doanh thu và lợi nhuận cao nhất từ trước đến nay của công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Nếu chính xác, kết quả này sẽ giúp cho SSI có mức tăng trước doanh thu hoạt động và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 30,7% và 49% so với cùng kỳ. - Vì vậy, chúng tôi tin rằng SSI có thể sẽ được thị trường tái định giá lại về mức P/B gần đỉnh ở mức 2.8 lần (tại thời điểm viết SSI đang có P/B ở mức 2.3 lần) Về dài hạn: Dù khó khăn với sự cạnh tranh lớn từ các ngân hàng, nhưng SSI có thể sẽ đứng vững được nhờ đội ngũ môi giới lớn và nhiều kinh nghiệm cũng như thương hiệu và nguồn vốn lớn được tích lũy lâu năm - SSI chỉ có lợi thế về Vốn do họ đã tích lũy nhiều năm (hiện tại vẫn là công ty có Tổng tài sản lớn nhất và Vốn chủ sở hữu chỉ thua TCX) và thương hiệu nên về lâu dài sẽ khó cạnh tranh hơn với các công ty chứng khoán có ngân hàng đứng đằng sau với nguồn vốn lớn hơn cũng như hệ sinh thái đầy đủ hơn. - Chỉ có thương hiệu cũng một đội ngũ nhiều kinh nghiệm mới có thể giúp cho SSI đứng vững trong top 5 các công ty chứng khoán trong dài hạn và chúng tôi tin rằng với vị thế được giữ vững suốt 25 năm, SSI sẽ vẫn là một thương hiệu chứng khoán lớn trong 5-10 năm tới.	Mức định giá P/B hiện tại của SSI ở mức 2.3 lần đang ở mức cao so với lịch sử giao dịch 5 năm gần nhất của cổ phiếu này ở mức 2 lần. Do đó, một hoặc hai quý có kết quả kinh doanh kém thuận lợi có thể khiến giá cổ phiếu điều chỉnh giảm mạnh trong năm 2026 sau khi đã đạt kỷ lục lợi nhuận năm 2025.

Mã cổ phiếu	Giá thị trường (26/11/2025)	Giá mục tiêu	Upside	Luận điểm đầu tư	Rủi ro khuyến nghị
TCX	46.000	51.500	+11.9%	Trong ngắn hạn: TCX sẽ vượt kế hoạch năm 2025 với động lực chính từ 2 mảng tự doanh trái phiếu và cho vay margin - Sau 9 tháng, TCX đã đạt 84,2% kế hoạch doanh thu năm và 88% lợi nhuận trước thuế năm với động lực chính từ 2 mảng tự doanh trái phiếu và cho vay margin trong bối cảnh thị trường tăng mạnh - Với ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng TCX sẽ chỉ vượt khoảng 10% kế hoạch kinh doanh khi thị trường đã lắng xuống nhưng đây sẽ là mức doanh thu và lợi nhuận cao nhất từ trước đến nay của công ty chứng khoán có vốn hóa lớn nhất hiện tại. Nếu chính xác, kết quả này sẽ giúp cho TCX có mức tăng trước doanh thu hoạt động và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 34,7 và 31,8% so với cùng kỳ. - Vì vậy chúng tôi tin rằng TCX có thể được định giá lại về mức giá khi IPO khoảng 51.5 với P/B dự phóng khoảng 2.8 lần. Về dài hạn: TCX sẽ là một trong những công ty chứng khoán top đầu nhờ vào các lợi thế từ hệ sinh thái và công nghệ của mình - TCBS có 3 lợi thế cạnh tranh khá bền vững là Vốn (có TCB đứng sau), Công nghệ (là công ty đi đầu trong ứng dụng fintech vào hoạt động kinh doanh môi giới) và Hệ sinh thái (có TCB đứng sau với các dịch vụ về ngân hàng, cho vay, đầu tư, bảo hiểm). Do đó chúng tôi tin rằng TCBS sẽ là một trong những công ty đi đầu trong ngành trong dài hạn và sẽ tiếp tục phát triển theo đà tăng giảm của thị trường.	TCX chỉ vừa niêm yết nên vẫn có thể trong đà giảm sâu sau IPO như nhiều thương vụ IPO khác. Ngoài ra, kết quả kinh doanh tốt kỷ lục trong năm 2025 khó có thể được lặp lại trong năm 2026 khi thị trường đang có dấu hiệu chững lại sau khi đạt mốc 1700 điểm

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Bộ phận Phân tích kỹ thuật

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)

Trần Trung Hiếu
Chuyên viên cao cấp
hieu1.nm@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006 (1601)

Bộ phận Phân tích cơ bản

Đặng Phú
Trưởng phòng
phu.d@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006

Lê Thụy Tường Vy
Chuyên viên cao cấp
vy.ltt@vdsc.com.vn
+ 84 28 62992006

Bộ phận dữ liệu

Nguyễn Trần Gia Hưng
Trưởng phòng
hung.ntg@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Đoàn Hoàng Gia Bảo
Chuyên viên cao cấp
bao.dhg@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, Thành phố 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

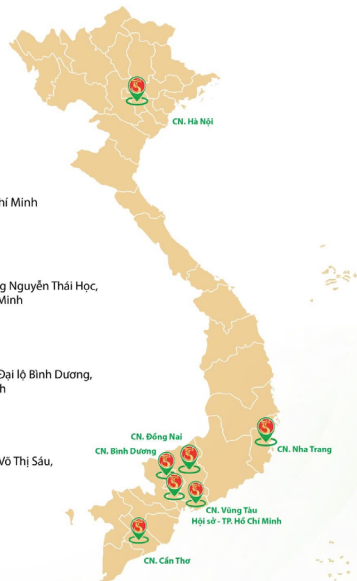
Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+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.**