

# BÁO CÁO ĐẦU TƯ SSI

Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI | 03/07/2026



Khuyến nghị:

**THEO DÕI / TÍCH LŨY KHI CÓ CHIẾT KHẤU**



Giá mục tiêu 12 tháng:

**33.500 đồng/cp**



Base case:

**31.000–35.000 đồng/cp**



Upside:

**36.500–40.500 đồng/cp**



Downside:

**26.000–29.000 đồng/cp**

## Luận điểm đầu tư

- SSI là doanh nghiệp đầu ngành chứng khoán với vốn lớn, thương hiệu mạnh và vị thế môi giới vững chắc.
- Margin là động lực lợi nhuận quan trọng nhất trong chu kỳ thanh khoản cao.
- Quy mô vốn lớn giúp SSI có dư địa mở rộng margin, treasury và hoạt động khách hàng tổ chức.
- SSI có thể hưởng lợi từ thanh khoản tăng, nâng hạng thị trường và chu kỳ IPO/IB phục hồi.

## Điểm cần thận trọng

- ROE 2025 mới quanh 14%, chưa vượt 15% một cách bền vững.
- Margin spread đang chịu áp lực từ chi phí vốn.
- Tự doanh/FVTPL vẫn mang tính chu kỳ và cần bình thường hóa khi định giá.
- Cạnh tranh gia tăng từ TCBS, VPS, VPBankS và MBS.



## Kết luận nhanh

SSI là cổ phiếu đầu ngành tốt, nhưng chưa đủ cơ sở để trả premium quá cao. Phù hợp theo dõi và tích lũy khi có chiết khấu.

# 1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP & NGÀNH

SSI là công ty chứng khoán đầu ngành với lợi thế vốn, thương hiệu và năng lực phục vụ khách hàng tổ chức.

## Hồ sơ nhanh SSI

<b>Mảng chính</b>	Môi giới, margin, treasury/tự doanh, IB, khách hàng tổ chức
<b>Vị thế</b>	Nhóm dẫn đầu ngành chứng khoán Việt Nam
<b>Lợi thế</b>	Quy mô vốn lớn, thương hiệu mạnh, hệ sinh thái khách hàng tốt
<b>Động lực tăng trưởng</b>	Thanh khoản thị trường, margin, nâng hạng, IPO/IB
<b>Điểm cần theo dõi</b>	Margin spread, ROE, cạnh tranh phí
<b>Kết luận</b>	Chất lượng doanh nghiệp tốt nhưng định giá cần kỳ luật

## Động lực ngành 2026

**Thanh khoản thị trường cải thiện**

**Dư nợ margin tăng**

**Catalyst nâng hạng / FTSE**

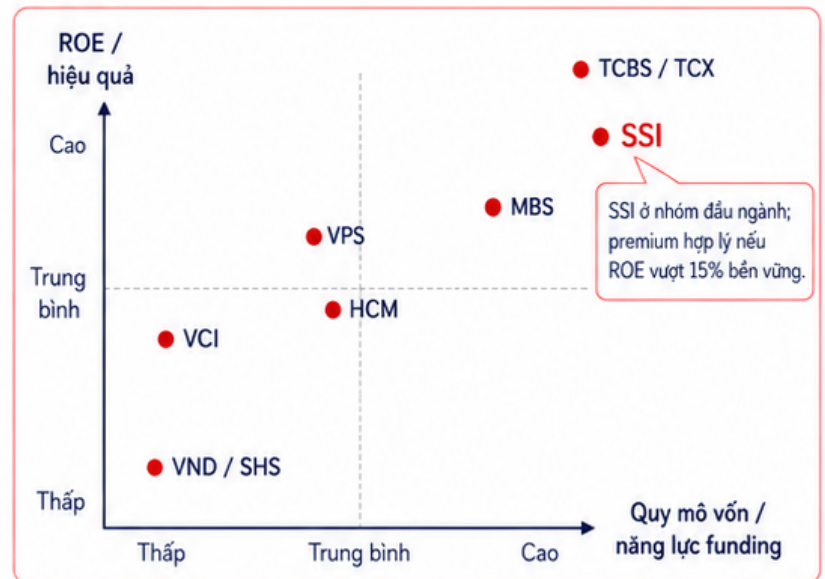
**Chu kỳ IPO - IB phục hồi**

Ngành tích cực có điều kiện: doanh thu tăng nhưng biên đầu tư và chi phí vốn cần theo dõi.

## Lợi thế cạnh tranh của SSI

- Vốn chủ lớn, tạo dư địa mở rộng margin và treasury
- Thương hiệu lâu năm, uy tín cao trong nhóm khách hàng tổ chức
- Thị phần môi giới và năng lực phân phối tốt
- Danh mục đầu tư thiên về fixed income giúp ổn định hơn
- Khả năng hưởng lợi rõ từ chu kỳ thanh khoản và nâng hạng

## SSI trong bức tranh cạnh tranh



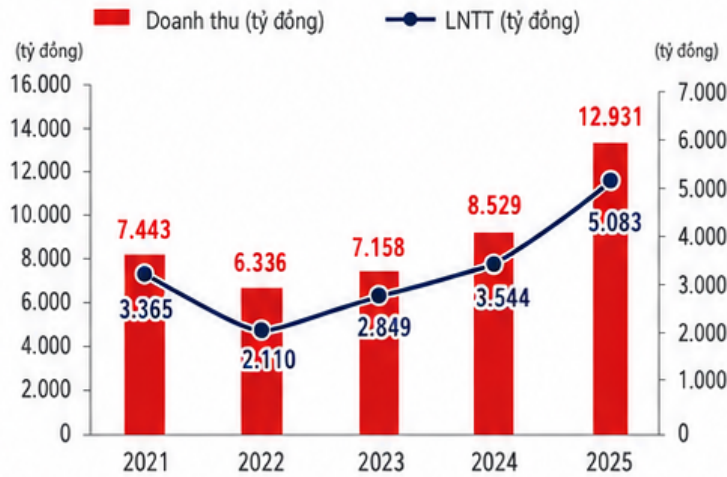
## Kết luận trang

SSI được hưởng lợi từ xu hướng tích cực của ngành, nhưng để được trả P/B cao hơn, công ty cần chuyển lợi thế vốn thành ROE bền vững.

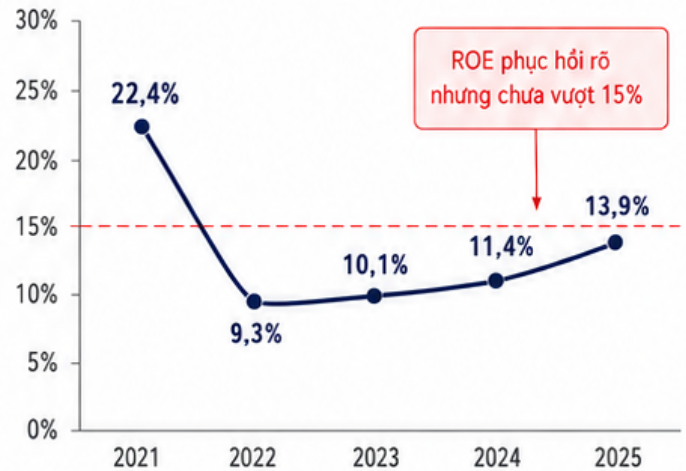
## 2. KẾT QUẢ TÀI CHÍNH & CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN

SSI tăng trưởng tốt trong chu kỳ hồi phục, nhưng ROE chưa vượt 15% bền vững và lợi nhuận cần bình thường hóa phần tự doanh.

### Doanh thu & LNTT 2021–2025



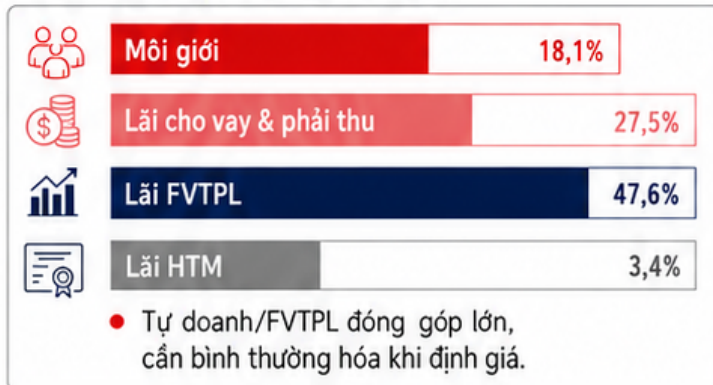
### ROE 2021–2025



### Tóm tắt chỉ tiêu chính

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu hoạt động	7.443	6.336	7.158	8.529	12.931
LNTT	3.365	2.110	2.849	3.544	5.083
LNST	2.695	1.698	2.294	2.845	4.107
Biên LNTT	45,2%	33,3%	39,8%	41,5%	39,3%
ROE	22,4%	9,3%	10,1%	11,4%	13,9%
Các khoản cho vay	23.698	11.057	15.134	21.999	38.940
FVTPL	12.023	30.493	44.072	42.438	38.258

### Cơ cấu lợi nhuận 2025



### Đánh giá chất lượng lợi nhuận

- Môi giới có chất lượng ghi nhận tốt nhưng nhạy thanh khoản
- Margin là nguồn thu cốt lõi tốt hơn tự doanh nếu spread giữ được
- Fixed income giúp lợi nhuận ổn định hơn
- Lợi nhuận FVTPL/cổ phiếu mang tính chu kỳ
- CFO âm chủ yếu do mở rộng cho vay, không nên hiểu như tín hiệu xấu tuyệt đối



### Kết luận trang

Năm 2025 là năm nền lợi nhuận tốt, nhưng định giá hợp lý chỉ tăng mạnh khi ROE sau tăng vốn vượt 15% một cách bền vững.

# 3. ĐỊNH GIÁ & KỊCH BẢN

Phương pháp chính là P/B-ROE; dùng Residual Income và P/E để kiểm tra chéo logic định giá.



Kết quả định giá trung tâm

**33.500** đồng/cp

Giá mục tiêu 12 tháng

Base case: 31.000-35.000 | Upside: 36.500-40.500

Downside: 26.000-29.000



Phương pháp

- Trục chính: P/B – ROE
- Kiểm tra chéo: Residual Income
- Kiểm tra phụ: P/E chu kỳ

Không dùng FCFF làm trục chính vì đặc thù công ty chứng khoán.

## Ba kịch bản định giá 2026E

	Downside	Base case	Upside
LNTT (tỷ đồng)	4.800-5.100	5.600-5.800	6.100-6.500
ROE	11,5-13,0%	13,5-15,0%	15,5-17,0%
BVPS (đồng/cp)	15.800-16.200	16.200-16.600	16.600-17.000
P/B hợp lý	1,6-1,8x	1,9-2,1x	2,2-2,4x
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	26.000-29.000	31.000-35.000	36.500-40.500

## Bảng nhạy cảm P/B x BVPS

BVPS (đồng/cp)	P/B (x)				
	1,7x	1,9x	2,1x	2,3x	2,5x
15.800	26.900	30.000	33.200	36.300	39.500
16.400	27.900	31.200	34.400	37.700	41.000
17.000	28.900	32.300	35.700	39.100	42.500

## Điều kiện để mở khóa upside

- ROE vượt 15,5-17%
- Margin spread giữ trên 5,2-5,5%
- Thanh khoản thị trường duy trì cao
- Tự doanh không bị bình thường hóa mạnh
- Catalyst nâng hạng / IPO / IB chuyển thành lợi nhuận thật



Kết luận trang

P/B 1,9-2,1x là hợp lý cho base case; vùng 2,2-2,4x chỉ phù hợp khi ROE và margin spread thực sự xác nhận.

## 4. KHUYẾN NGHỊ, CATALYST & RỦI RO

SSI phù hợp theo dõi và tích lũy khi có chiết khấu; vùng giá cao hơn cần dữ liệu ROE và spread xác nhận.

Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI | 03/07/2026



**Khuyến nghị**

**THEO DÕI / TÍCH LŨY  
KHI CÓ CHIẾT KHẤU**



**Giá mục tiêu 12 tháng**

**33.500**  
đồng/cp



**Thông điệp**

SSI là blue-chip ngành chứng khoán, nhưng chưa nên trả premium quá cao khi ROE chưa vượt 15% bền vững.

### Vùng giá hành động

Vùng giá (đồng/cp)	Hành động	Ghi chú
<29.000	<b>Tích lũy mạnh hơn</b>	Có biên an toàn nếu không có rủi ro mới
29.000–31.000	<b>Bắt đầu hấp dẫn</b>	Có chiết khấu so với base case
31.000–35.000	Vùng hợp lý	Cần theo dõi catalyst
35.000–37.000	<b>Thận trọng</b>	Giá đã phản ánh nhiều kỳ vọng
>37.000	<b>Chỉ phù hợp nếu catalyst xác nhận</b>	Cần ROE >15,5% và spread tốt

### Catalyst timeline 1–12 tháng



**1–3 tháng:**

GTGD &  
margin

**3–6 tháng:**

KQKD quý,  
ROE, spread

**6–9 tháng:**

nâng hạng /  
dòng vốn  
ngoại

**9–12 tháng:**

IPO / IB /  
re-rating



Theo dõi khả năng duy trì thanh khoản cao và chi phí vốn ổn định.

### Rủi ro chính

- Thanh khoản thị trường giảm
- Cost of fund tăng làm co margin spread
- Tỷ doanh/FVTPL giảm mạnh
- ROE không vượt 15%
- Cạnh tranh phí gia tăng
- Tăng vốn làm pha loãng ROE

### Checklist theo dõi 3–6 tháng

Chỉ báo	Ngưỡng theo dõi
GTGD bình quân	>30.000 tỷ/phiên
Thị phần môi giới SSI	10–12%
Margin spread	>5,2%
ROE rolling 4 quý	>15%
Cost of fund	ổn định
Khối ngoại	giảm bán ròng



### Kết luận cuối cùng

SSI xứng đáng premium so với nhóm CTCK trung bình nhờ quy mô vốn, thương hiệu và vị thế margin. Tuy nhiên, vùng trên 37.000 đồng/cp chỉ thật sự hợp lý khi ROE vượt 15,5–17% và margin spread không bị co thêm.