

Báo cáo cập nhật KQKD Q3/2026 – HCM

HOSE · Công ty CP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC)



DOANH THU HOẠT ĐỘNG

1.244

tỷ đồng · -25,3% YoY

LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ

371

tỷ đồng · -32,5% YoY

VỐN CHỦ SỞ HỮU

14.505

tỷ đồng · +36,5% YoY

DƯ NỢ CHO VAY MARGIN

29.170

tỷ đồng · +44,3% YoY

VỐN HÓA (26/10/2026)

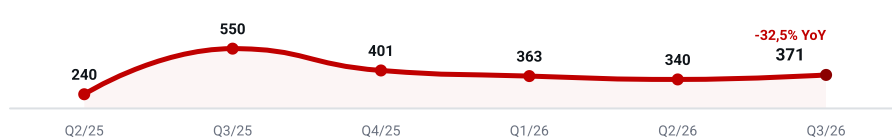
33.131

tỷ đồng · giá 24.150đ

ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 3

Q3/2026, HCM ghi nhận doanh thu hoạt động **1.244 tỷ đồng (-25,3% YoY, +0,7% QoQ)** và LNTT đạt **371 tỷ đồng (-32,5% YoY, +9,0% QoQ)**. Doanh thu cho vay margin đạt **758 tỷ đồng (+18,1% YoY)**, chiếm 60,9% doanh thu hoạt động, trong khi doanh thu môi giới và lưu ký giảm **69,4% YoY** còn **156 tỷ đồng** do thanh khoản thị trường suy yếu; chi phí lãi vay tăng 29,9% YoY lên **508 tỷ đồng**. Lũy kế 9T/2026, LNTT đạt **1.075 tỷ đồng (+0,2% YoY)**, hoàn thành **46,7%** kế hoạch năm. KQKD phản ánh sự phân hóa giữa các mảng, khi thu nhập margin cải thiện nhưng môi giới chịu áp lực từ thanh khoản thấp và chi phí vốn tăng. Tại giá đóng cửa ngày 26/10/2026, HCM giao dịch ở mức P/E 28,1 lần và P/B 2,3 lần (khoảng 1,9 lần sau khi tính đến vốn mới), cao hơn bình quân ngành (ngày 20/10/2026) lần lượt là 13,1 lần và 1,4 lần, trong khi ROE đạt 9,4%, thấp hơn mức 11,9% của ngành. Định giá hiện ở mức cao so với mặt bằng ngành, do đó nhà đầu tư có thể tiếp tục theo dõi khả năng cải thiện ROE, hiệu quả sử dụng vốn mới và tăng trưởng lợi nhuận trong các quý tới.

Lợi nhuận trước thuế theo quý · tỷ đồng



% HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH NĂM

Doanh thu · 3.945 / 6.576 tỷ

60,0%

LNTT · 1.075 / 2.302 tỷ

46,7%

VỐN CHỦ SỞ HỮU

14.640 → 14.505 tỷ đồng

-0,9% QoQ · chi trả cổ tức 400 đồng/cp (~432 tỷ)

DƯ NỢ CHO VAY MARGIN

29.024 → 29.170 tỷ đồng

+0,5% QoQ · mức cao nhất · margin/VCSH 2,01 lần

ĐIỂM NHẤN

+18,1% Margin là nguồn thu lớn nhất

YoY 758 tỷ đồng · 60,9% doanh thu · dư nợ 29.170 tỷ

+8,9% Lãi gộp tự doanh tăng

YoY 225 tỷ đồng · trái phiếu chiếm 87,2% danh mục FVTPL

2.920 Hoàn tất chào bán và ESOP

TỶ ĐỒNG Vốn điều lệ 13.728 tỷ · toàn bộ bổ sung vốn cho vay margin

CẦN THEO DÕI

-69,4% Môi giới giảm theo thanh khoản

YoY 156 tỷ đồng · biên lãi gộp 4,1% · thị phần 6,10%

8,4% Chi phí vốn tăng

LÃI VAY BQ Lãi vay 508 tỷ (+29,9% YoY) · chênh lệch lãi 2,0 điểm %

2,01 Margin/VCSH chạm trần

LẦN Tại 30/09/2026 · khoảng 1,67 lần khi tính vốn mới

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG 2026

TCBS dự phóng năm 2026, HCM đạt doanh thu hoạt động **5.241 tỷ đồng (+2,0% YoY)** và LNST **1.231 tỷ đồng (+4,5% YoY)**, tương ứng EPS **783 đồng** và ROE **6,7%**; LNTT dự phóng 1.537 tỷ đồng, hoàn thành 66,8% kế hoạch năm. Cho vay margin tiếp tục là động lực chính, với dư nợ cuối năm dự kiến đạt **30.628 tỷ đồng (+5,0% so với cuối Q3/2026)**. Cùng 2.920 tỷ đồng vốn mới tháng 10/2026, đợt chào bán riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu giá 23.000 đồng/cp (khoảng 4.600 tỷ đồng, giá định hoàn tất trong Q4/2026) nâng vốn điều lệ lên 15.728 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu cuối năm lên 22.395 tỷ đồng, đưa tỷ lệ margin/VCSH về 1,37 lần, tương ứng dư địa cho vay thêm khoảng 14.200 tỷ đồng. Tại ngày 26/10/2026, HCM giao dịch ở P/E dự phóng 30,9 lần, P/B dự phóng 1,7 lần, so với bình quân ngành (ngày 20/10/2026) lần lượt 13,1 lần và 1,4 lần; với giá định dư nợ margin năm 2027 tăng thêm 7.520 tỷ đồng (+24,6%), bằng toàn bộ vốn mới, LNST năm 2027 dự phóng đạt 1.808 tỷ đồng (+46,8% YoY), tương ứng P/E dự phóng 21,0 lần. Việc các ngân hàng giảm lãi suất huy động từ ngày 20/10/2026 có thể giảm áp lực chi phí vốn và hỗ trợ thanh khoản, nhu cầu margin trong các quý tới.

DỰ PHÓNG CẢ NĂM 2026

DOANH THU HOẠT ĐỘNG

5.241

tỷ đồng · +2,0% YoY

LỢI NHUẬN SAU THUẾ

1.231

tỷ đồng · +4,5% YoY

DƯ NỢ CHO VAY MARGIN

30.628

tỷ đồng · dự phóng

P/E DỰ PHÓNG

30,9

lần · 2026F

P/B DỰ PHÓNG

1,7

lần · 2026F

1. Đánh giá của TCBS

TCBS Research đánh giá KQKD Q3/2026 của HCM ghi nhận diễn biến phân hóa giữa các mảng kinh doanh. Doanh thu hoạt động đạt **1.244 tỷ đồng (-25,3% YoY, +0,7% QoQ)**, LNTT đạt **371 tỷ đồng (-32,5% YoY, +9,0% QoQ)** và LNST đạt **297 tỷ đồng (-32,5% YoY)**. Kết quả suy giảm chủ yếu do mảng môi giới chịu ảnh hưởng từ mức nền cao của Q3/2025 và thanh khoản thị trường kém tích cực, với doanh thu môi giới và lưu ký giảm còn **156 tỷ đồng (-69,4% YoY)** trong bối cảnh giá trị giao dịch bình quân phiên toàn thị trường giảm 57,7% YoY. Ngược lại, cho vay margin tiếp tục đóng vai trò động lực doanh thu chủ chốt, đạt **758 tỷ đồng (+18,1% YoY)**. Doanh thu tự doanh giảm còn **309 tỷ đồng (-38,5% YoY)**, song nhờ lỗ bán và chi phí của mảng thu hẹp, lãi gộp tự doanh (chưa trừ lãi vay) vẫn tăng 8,9% YoY, đạt 225 tỷ đồng. Lũy kế 9T/2026, doanh thu hoạt động đạt **3.945 tỷ đồng (+5,5% YoY)**, trong khi LNTT đạt **1.075 tỷ đồng (+0,2% YoY)**, cho thấy lợi nhuận nhìn chung ổn định so với cùng kỳ.

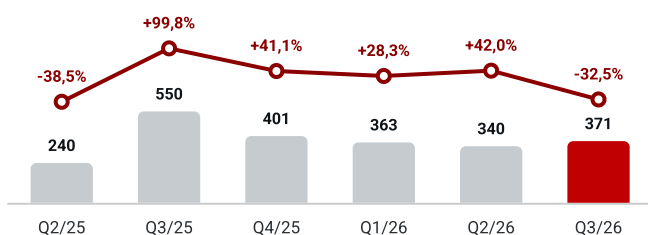
Tổng tài sản tại cuối Q3/2026 đạt **43.044 tỷ đồng (+4,3% QoQ, -3,8% YoY)**. Dư nợ cho vay margin đạt **29.170 tỷ đồng (+0,5% QoQ, +44,3% YoY)**, mức cao nhất từ trước đến nay; đồng thời, danh mục đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) tăng lên 2.058 tỷ đồng, so với 382 tỷ đồng cuối quý trước, phản ánh xu hướng gia tăng nắm giữ tài sản có mức độ ổn định cao trong bối cảnh thị trường biến động. Ở chiều nguồn vốn, nợ vay giảm còn **22.456 tỷ đồng (-13,9% QoQ, -24,8% YoY)**, toàn bộ là vay ngắn hạn; chi phí lãi vay trong quý đạt **508 tỷ đồng**, tương đương 50,9% lãi gộp hoạt động trước lãi vay. Vốn chủ sở hữu giảm 0,9% QoQ xuống **14.505 tỷ đồng**, chủ yếu do HCM chi trả cổ tức tiền mặt đợt 2 năm 2025 ở mức 400 đồng/cp, tương ứng khoảng 432 tỷ đồng, vượt LNST ghi nhận trong quý. Tỷ lệ dư nợ margin/VCSH đạt **2,01 lần**, xấp xỉ ngưỡng tối đa 2 lần vốn chủ sở hữu; tuy nhiên, 2.920 tỷ đồng vốn mới từ đợt chào bán và ESOP đã được ghi nhận trong tháng 10/2026, qua đó hỗ trợ năng lực mở rộng dư nợ margin trong thời gian tới.

ĐIỂM CHÍNH

- 01 Margin là động lực chính** — Doanh thu cho vay margin chiếm 60,9% doanh thu hoạt động; lũy kế 9T/2026 đạt 2.289 tỷ đồng (+37,6% YoY). Dư nợ đạt mức cao nhất 29.170 tỷ đồng và đã chạm trần 2 lần VCSH.
- 02 Môi giới làm giảm lợi nhuận** — Doanh thu môi giới và lưu ký giảm 69,4% YoY về 156 tỷ đồng; biên lãi gộp của mảng còn 4,1% từ 13,4% trong Q2/2026. Thị phần môi giới HOSE giảm xuống 6,10% từ 6,80%, giữ hạng 5.
- 03 Chi phí vốn tăng nhanh hơn thu nhập margin** — Chi phí lãi vay tăng 29,9% YoY, nhanh hơn mức tăng 18,1% của doanh thu margin. Lãi vay bình quân lên 8,4% trong khi lợi suất cho vay giảm còn 10,4%, thu hẹp chênh lệch xuống 2,0 điểm %.

Lợi nhuận trước thuế theo quý

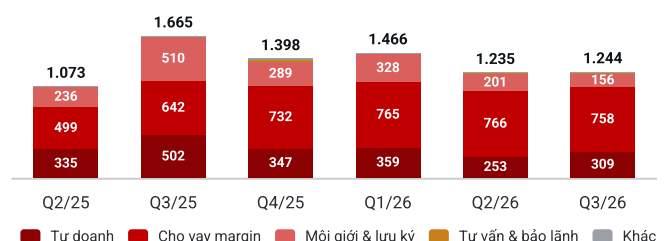
Tỷ đồng · đường = tăng trưởng YoY (%)



Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu doanh thu hoạt động theo quý

Tỷ đồng · theo 5 mảng kinh doanh



Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán

2. Vĩ mô, thị trường & ngành chứng khoán Q3/2026

2.1. Thế giới: địa chính trị căng thẳng, giá dầu tăng, các NHTW lớn tăng lãi suất trở lại

Q3/2026 chứng kiến biến động mạnh của giá năng lượng, khiến lạm phát toàn cầu tăng và buộc nhiều NHTW lớn đảo chiều sang thắt chặt. Xung đột Mỹ–Iran bước sang tháng thứ bảy và leo thang trở lại từ đầu tháng 9/2026, khiến lưu lượng tàu qua eo biển Hormuz sụt giảm. Giá dầu Brent đóng cửa ngày 30/09/2026 ở **98,03 USD/thùng** và tiếp tục lên **116,72 USD/thùng** ngày 23/10/2026 (+19,1%).

- **Rủi ro nguồn cung năng lượng lan rộng** — Ngày 13/10/2026, một tàu container và một tàu chở dầu bị tấn công khi đi qua eo biển Hormuz; ngày 14/10/2026, lực lượng Houthi tấn công một cơ sở của Saudi Aramco tại Dhahran.
- **Các NHTW lớn tăng lãi suất trở lại** — Trong tháng 9/2026, Fed tăng 0,25 điểm % lên 3,75%–4,00%, lần tăng đầu tiên kể từ tháng 7/2023; ECB tăng lãi suất tiền gửi lên 2,50%, lần tăng thứ hai trong năm; BoJ nâng lãi suất mục tiêu lên khoảng 1,25%. BoE giữ nguyên 3,75% nhưng có 3/9 thành viên bỏ phiếu tăng.
- **Tác động tới Việt Nam** — Giá năng lượng cao làm tăng áp lực lạm phát nhập khẩu, còn chênh lệch lãi suất USD–VND thu hẹp gây áp lực lên tỷ giá và dòng vốn ngoại. Đây là bối cảnh khiến lãi suất trong nước tăng và khối ngoại duy trì bán ròng trong quý (mục 2.3).

Quyết định lãi suất của các NHTW lớn trong tháng 9/2026

Ngân hàng trung ương	Ngày quyết định	Quyết định	Lãi suất điều hành sau quyết định
Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed)	16/09/2026	Tăng 0,25 điểm %	Lãi suất quỹ liên bang 3,75%–4,00%
Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB)	10/09/2026	Tăng 0,25 điểm %	Lãi suất tiền gửi 2,50%
Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ)	18/09/2026	Tăng	Lãi suất qua đêm mục tiêu khoảng 1,25%
Ngân hàng Trung ương Anh (BoE)	17/09/2026	Giữ nguyên	Lãi suất cơ bản 3,75%

Nguồn: Fed, ECB, BoJ, BoE, TCBS tổng hợp.

2.2. Trong nước: tăng trưởng tăng tốc, mặt bằng lãi suất tăng

Kinh tế trong nước tăng trưởng nhanh hơn, nhưng lãi suất tăng theo xu hướng thắt chặt toàn cầu. GDP Q3/2026 tăng **9,95% YoY**, cao nhất trong ba quý đầu năm, đưa tăng trưởng 9T/2026 lên **9,01%**; vốn FDI giải ngân 9T/2026 đạt 21,07 tỷ USD (+12,1% YoY). Lãi suất huy động kỳ hạn trên 12 tháng bình quân tháng 08/2026 ở **6,85%/năm**, cao hơn 1,15 điểm % so với tháng 12/2025 (FiinX).

- **Lạm phát tăng** — CPI bình quân Q3/2026 tăng 4,80% YoY và CPI tháng 9/2026 tăng 5,08% YoY. Bình quân 9T/2026, CPI tăng 4,52% và lạm phát cơ bản tăng 4,26%.
- **Chi phí vốn tăng** — Lãi suất cho vay VND trung và dài hạn bình quân tháng 08/2026 ở 9,55%/năm, cao hơn 1,70 điểm % so với tháng 12/2025 (FiinX). NHNN giữ nguyên lãi suất điều hành trong 9T/2026.

2.3. Thị trường cổ phiếu: VN-Index điều chỉnh, thanh khoản thấp nhất sáu quý

VN-Index giảm trong Q3/2026, thanh khoản về mức thấp nhất sáu quý nhưng đang dần cải thiện. VN-Index đóng cửa ngày 30/09/2026 tại **1.768,62 điểm**, giảm **4,9%** so với cuối Q2/2026. Giá trị giao dịch bình quân phiên trên ba sàn (khớp lệnh và thỏa thuận) đạt **18.626 tỷ đồng**, giảm 22,7% QoQ và 57,7% YoY.

- **Nâng hạng FTSE Russell có hiệu lực** — Từ 21/09/2026, Việt Nam chính thức thuộc nhóm thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE Russell. Cổ phiếu Việt Nam được đưa vào rổ chỉ số qua bốn đợt (10%, 30%, 65% và 100% tỷ trọng), hoàn tất vào tháng 9/2027.
- **Khối ngoại duy trì bán ròng** — Nhà đầu tư nước ngoài bán ròng 18.066 tỷ đồng trên HOSE trong Q3/2026, thấp hơn mức 48.452 tỷ đồng của Q2/2026. Riêng giai đoạn 21–30/09/2026, sau khi nâng hạng có hiệu lực, khối ngoại vẫn bán ròng 4.447 tỷ đồng.
- **Thanh khoản đang dần cải thiện** — VN-Index tăng ba phiên liên tiếp từ ngày 21/10/2026 lên 1.774,15 điểm ngày 23/10 và đóng cửa phiên 26/10 tại 1.763,55 điểm (+4,2% so với ngày 20/10). Giá trị giao dịch bình quân phiên trên ba sàn (khớp lệnh và thỏa thuận) giai đoạn 21–23/10 đạt 19.071 tỷ đồng, cao hơn 30% so với bình quân năm phiên trước đó; bình quân tháng 10/2026 (đến 23/10) đạt 17.632 tỷ đồng, thấp hơn 5,3% so với bình quân Q3/2026.

■ Diễn biến VN-Index

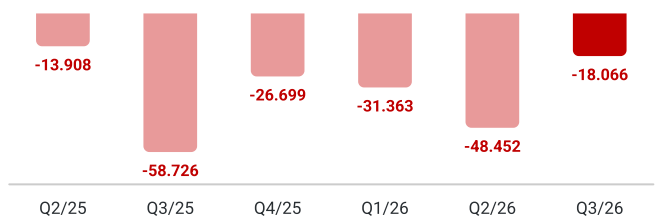
Điểm · giá đóng cửa ngày, 01/04/2025–26/10/2026



Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp

■ Giá trị mua/bán ròng của khối ngoại trên HOSE

Tỷ đồng · theo quý, gồm khớp lệnh và thỏa thuận

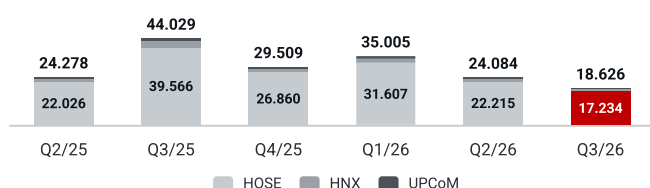


Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp và tính toán

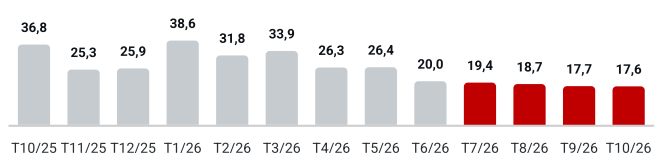
2.4. Ngành chứng khoán: môi giới chịu áp lực, margin là điểm tựa

Thanh khoản giảm làm suy yếu nguồn thu môi giới toàn ngành, trong khi cho vay margin và danh mục thu nhập cố định là điểm tựa lợi nhuận. Với giá trị giao dịch bình quân phiên chỉ bằng 42% cùng kỳ, doanh thu môi giới của các CTCK trong Q3/2026 giảm mạnh so với nền cao của Q3/2025.

- **Dư nợ margin ở mức cao, chi phí vốn tăng** — Dư nợ cho vay của các CTCK đạt 463.436 tỷ đồng tại 30/09/2026 (+1,9% QoQ, +20,4% YoY), mức cao nhất kể từ năm 2021, dù tốc độ tăng chậm lại từ 7,3% QoQ trong Q2/2026. HCM đứng thứ 4 với 6,3% tổng dư nợ, sau TCX, VPX và SSI. Nguồn vốn cho vay chủ yếu là vay ngắn hạn ngân hàng, nên lãi suất cao hơn thu hẹp chênh lệch giữa lợi suất cho vay và chi phí vốn của các CTCK.
- **Nâng hạng hỗ trợ trung hạn** — Lộ trình đưa cổ phiếu vào rổ FTSE đến tháng 9/2027 hỗ trợ thanh khoản các quỹ, dù khối ngoại chưa đảo chiều mua ròng.
- **NHNN chỉ đạo giảm lãi suất, các ngân hàng đã điều chỉnh** — Theo Công văn số 9736/NHNN-CSTT ngày 21/10/2026, NHNN yêu cầu các ngân hàng thương mại giảm tối thiểu 0,5%/năm lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn từ 6 tháng trở lên trong các tháng cuối năm 2026. Tính đến ngày 26/10/2026, 26 ngân hàng đã giảm lãi suất huy động; Agribank, Vietcombank, BIDV và VietinBank niêm yết 6,6%/năm (kỳ hạn 6 tháng) và 6,8%/năm (kỳ hạn 12 tháng). VPBank đã giảm lần thứ hai, thêm 0,4 điểm % ở kỳ hạn 6–13 tháng từ ngày 26/10. TCBS đánh giá mặt bằng lãi suất huy động thấp hơn sẽ giảm dần chi phí vốn vay ngắn hạn của các CTCK từ Q4/2026.
- **Giá trị giao dịch bình quân phiên theo quý**
Tỷ đồng/phiên · 3 sàn, gồm khớp lệnh và thỏa thuận
- **Giá trị giao dịch bình quân phiên theo tháng**
Nghìn tỷ đồng/phiên · 3 sàn · T10/2026 tính đến 23/10



Nguồn: HOSE, HNX, TCBS tổng hợp và tính toán



Nguồn: HOSE, HNX, TCBS tổng hợp và tính toán

3. Phân tích các chỉ số tài chính

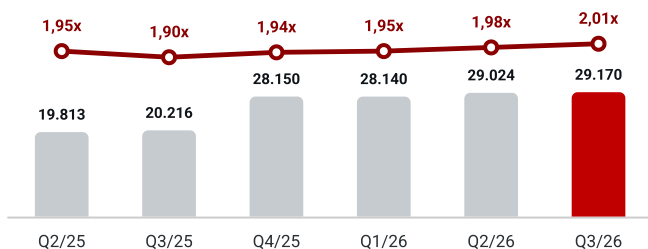
3.1. Cho vay margin & nguồn vốn

Dư nợ margin ở mức cao nhất, nhưng lợi suất cho vay giảm và đòn bẩy margin chạm trần. Dư nợ cho vay đạt **29.170 tỷ đồng** cuối Q3/2026 (+0,5% QoQ, +44,3% YoY), mang về **758 tỷ đồng** doanh thu (+18,1% YoY, -1,1% QoQ), chiếm **60,9%** doanh thu hoạt động.

- **Lợi suất cho vay giảm dần** — Lợi suất margin quy năm đạt 10,4% trong Q3/2026, từ 10,7% trong Q2/2026 và 12,8% tại Q3/2025.
- **Tăng vốn tạo dư địa mở rộng cho vay margin trong bối cảnh dư nợ tiệm cận giới hạn** — Tỷ lệ dư nợ margin/VCSH đạt 2,01 lần tại 30/09/2026, xấp xỉ trần 2 lần vốn chủ sở hữu theo quy định, khiến dư nợ cho vay chỉ tăng 0,5% QoQ. Theo phương án phát hành, toàn bộ số tiền thu được từ đợt chào bán cho cổ đông hiện hữu và ESOP (2.920 tỷ đồng, giá 10.000 đồng/cp, ghi nhận trong tháng 10/2026) cùng đợt chào bán riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu với giá 23.000 đồng/cp (dự kiến thu về khoảng 4.600 tỷ đồng) sẽ được sử dụng để bổ sung vốn cho hoạt động cho vay ký quỹ; không có kế hoạch phân bổ vốn mới cho mảng tự doanh. Sau khi hoàn tất cả hai đợt phát hành, vốn chủ sở hữu dự kiến tăng khoảng 7.520 tỷ đồng, qua đó tạo thêm dư địa cho vay margin khoảng 14.900 tỷ đồng theo giới hạn 2 lần VCSH, tương đương hơn một nửa dư nợ hiện tại. **TCBS đánh giá việc tăng vốn là động lực chính hỗ trợ HCM mở rộng quy mô cho vay margin trong các quý tới**, trong khi tốc độ giải ngân thực tế sẽ phụ thuộc vào diễn biến thanh khoản thị trường và chi phí vốn.
- **Chênh lệch lãi thu hẹp** — Lãi vay bình quân tăng lên 8,4% từ 7,9% trong Q2/2026 và 5,8% tại Q3/2025, khiến chênh lệch giữa lợi suất cho vay và lãi vay thu hẹp còn 2,0 điểm %, từ 2,8 điểm % trong quý trước. Toàn bộ nợ vay của HCM là vay ngắn hạn, nên chi phí vốn nhạy với diễn biến lãi suất trên thị trường tiền tệ.

■ Dư nợ margin & đòn bẩy margin/VCSH

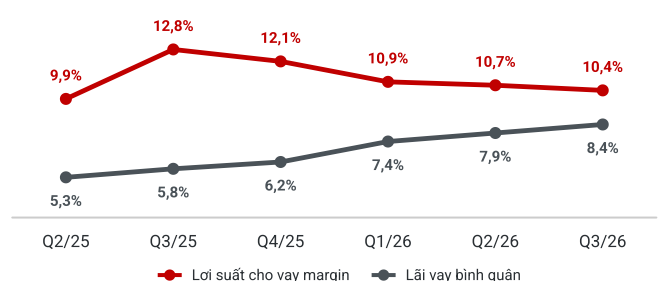
Cột: tỷ đồng · đường: lần



Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán

■ Lợi suất cho vay margin & lãi vay bình quân

% · quy năm từ số liệu quý



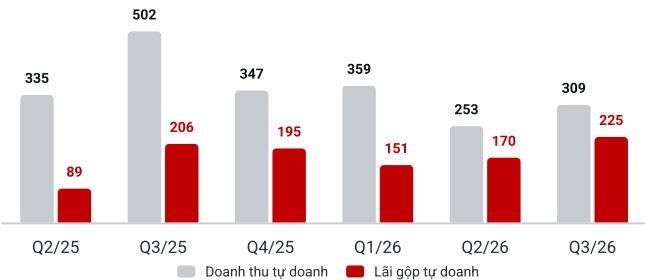
Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán

3.2. Tự doanh & danh mục đầu tư

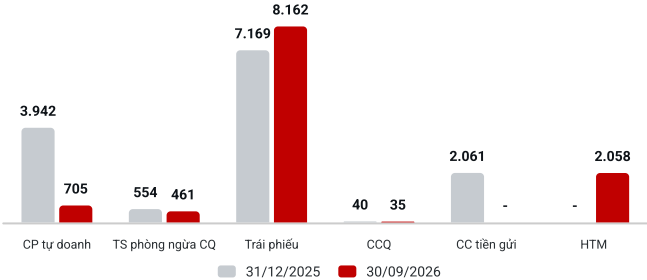
Lãi gộp tự doanh tăng nhờ thu nhập từ danh mục trái phiếu và khoản nắm giữ đến ngày đáo hạn. Doanh thu tự doanh Q3/2026 đạt **309 tỷ đồng**, gồm 167 tỷ đồng lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM), 62 tỷ đồng lãi bán tài sản FVTPL, 60 tỷ đồng chênh lệch tăng đánh giá lại và 21 tỷ đồng cổ tức, tiền lãi từ tài sản FVTPL. Sau khi trừ 59 tỷ đồng lỗ bán tài sản FVTPL và các chi phí liên quan, lãi gộp mảng (chưa trừ lãi vay) đạt **225 tỷ đồng** (+8,9% YoY, +32,1% QoQ).

- **Danh mục tập trung vào trái phiếu** — Cuối Q3/2026, danh mục FVTPL đạt 9.363 tỷ đồng theo giá trị hợp lý, trong đó trái phiếu niêm yết và trái phiếu riêng lẻ trên HNX 8.162 tỷ đồng (87,2%, giá gốc 8.000 tỷ đồng), cổ phiếu tự doanh 705 tỷ đồng, tài sản cơ sở phòng ngừa rủi ro chứng quyền 461 tỷ đồng và chứng chỉ quỹ 35 tỷ đồng. HCM không nắm giữ tài sản sẵn sàng để bán (AFS), nên biến động giá của danh mục được phản ánh trực tiếp vào KQKD.

- **Danh mục cổ phiếu chủ yếu phục vụ phòng ngừa rủi ro chứng quyền** — Hoạt động phòng ngừa rủi ro của HCM chủ yếu phục vụ chứng quyền. Ngoài hai khoản tự doanh lớn là VPB (445 tỷ đồng) và TCB (228 tỷ đồng), danh mục cổ phiếu của HCM gồm **461 tỷ đồng tài sản cơ sở dùng để phòng ngừa rủi ro cho chứng quyền có bảo đảm do HCM phát hành**, phân bổ vào TCB (92 tỷ đồng), MWG (83 tỷ đồng), HPG (73 tỷ đồng), ACB (44 tỷ đồng) và các mã khác (168 tỷ đồng). Biến động giá của nhóm tài sản này được bù trừ bởi giá trị chứng quyền đang lưu hành: trong Q3/2026, đánh giá lại phải trả chứng quyền mang về lãi ròng 21,6 tỷ đồng (chênh lệch giảm 31,1 tỷ đồng trừ chênh lệch tăng 9,5 tỷ đồng), trong khi tài sản phòng ngừa lỗ chưa thực hiện 9 tỷ đồng (-1,9% giá gốc) tại 30/09/2026. Do đó, rủi ro giá cổ phiếu thực tế HCM chịu thấp hơn quy mô danh mục.
- **Cơ cấu danh mục chuyển dịch sang HTM** — So với đầu năm, cổ phiếu tự doanh giảm từ 3.942 tỷ đồng xuống 705 tỷ đồng và chứng chỉ tiền gửi (2.061 tỷ đồng cuối năm 2025) không còn trong danh mục FVTPL, trong khi khoản HTM tăng lên 2.058 tỷ đồng. Thu nhập từ HTM đạt 167 tỷ đồng trong quý, từ 9 tỷ đồng ở Q2/2026.
- **Đánh giá lại tác động trực tiếp tới lợi nhuận** — Chênh lệch đánh giá lại tài sản FVTPL ở mức +57 tỷ đồng trong Q3/2026, sau mức -223 tỷ đồng ở Q2/2026; lũy kế 9T/2026 ở mức -79 tỷ đồng. Lợi nhuận đã thực hiện trong quý đạt 315 tỷ đồng, tương đương 84,8% LNTT.
- **Doanh thu & lãi gộp tự doanh theo quý**
Tỷ đồng · lãi gộp chưa trừ chi phí lãi vay
- **Cơ cấu danh mục tài sản tài chính ngắn hạn**
Tỷ đồng · tổng 13.766 → 11.421



Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán



Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp

Danh mục tài sản tài chính FVTPL tại 30/09/2026 (tỷ đồng)

Mã / loại tài sản	Giá gốc	Giá trị hợp lý 30/09/2026	Lãi/(lỗ) chưa thực hiện	% giá gốc	Giá trị hợp lý 31/12/2025
Cổ phiếu niêm yết & UPCoM (tự doanh)					
VPB	427	445	+18	+4,2%	573
TCB	224	228	+4	+1,6%	896
Cổ phiếu khác	33	33	0	-1,4%	2.473
Cộng cổ phiếu tự doanh	684	705	+21	+3,1%	3.942
Tài sản cơ sở phòng ngừa rủi ro chứng quyền					
TCB	92	92	0	+0,5%	-
MWG	83	83	0	0,0%	79
HPG	79	73	(6)	-7,5%	164
ACB	46	44	(2)	-4,2%	-
Cổ phiếu khác	170	168	(2)	-1,0%	311
Cộng tài sản phòng ngừa chứng quyền	470	461	(9)	-1,9%	554
Trái phiếu niêm yết & trái phiếu riêng lẻ HNX	8.000	8.162	+162	+2,0%	7.169
Chứng chỉ quỹ ETF	18	19	+1	+6,2%	40
Chứng chỉ quỹ mở	15	15	0	+1,8%	-
Chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng	-	-	-	-	2.061
TỔNG DANH MỤC FVTPL	9.188	9.363	+175	+1,9%	13.766

Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán.

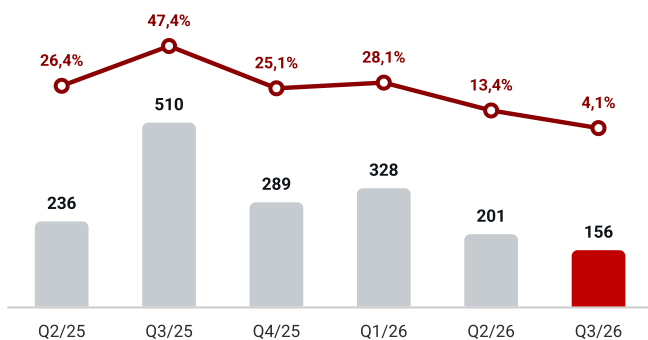
3.3. Môi giới & áp lực cạnh tranh phí

Thị phần giảm và doanh thu môi giới giảm theo thanh khoản. Doanh thu môi giới và lưu ký đạt **156 tỷ đồng** (-69,4% YoY, -22,1% QoQ), trong khi chi phí của mảng ở mức 150 tỷ đồng, đưa biên lãi gộp xuống **4,1%** từ 13,4% trong Q2/2026.

- **Thị phần thấp nhất sáu quý** — HCM đạt 6,10% thị phần môi giới HOSE trong Q3/2026, giữ hạng 5, từ 6,80% ở Q2/2026 và 6,25% ở Q3/2025. Khoảng cách với Vietcap ở hạng 4 nới rộng lên 1,70 điểm %, từ 0,20 điểm % trong Q2/2026.
- **Nền so sánh cao** — Doanh thu môi giới và lưu ký Q3/2025 đạt 510 tỷ đồng, cao nhất trong sáu quý, khi giá trị giao dịch bình quân phiên toàn thị trường ở mức 44.029 tỷ đồng (mục 2.4), gấp 2,4 lần Q3/2026.
- **Chi phí giảm chậm hơn doanh thu** — Chi phí môi giới và lưu ký giảm 44,1% YoY, chậm hơn mức giảm 69,4% của doanh thu, khiến biên lãi gộp giảm từ 47,4% tại Q3/2025 xuống 4,1%. Với 12,6% doanh thu hoạt động, môi giới hiện đóng góp nhỏ vào lợi nhuận; vai trò chính của mảng là duy trì tệp khách hàng cho hoạt động cho vay margin.

■ Doanh thu môi giới & biên lãi gộp

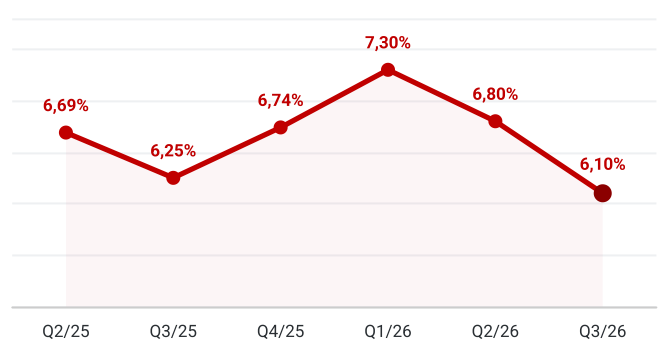
Cột: tỷ đồng · đường: biên gộp (%)



Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán

■ Thị phần môi giới HOSE của HCM theo quý

% giá trị giao dịch cổ phiếu & CCQ · Q3/2026 hạng 5



Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp

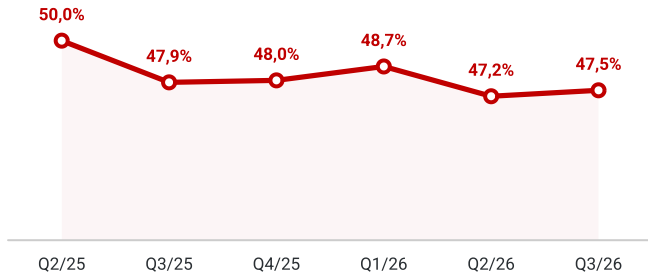
3.4. Hiệu quả chi phí & khả năng sinh lời

CIR ổn định, ROE giảm do lợi nhuận quý thấp hơn cùng kỳ. CIR lũy kế 12 tháng ở mức **47,5%**, so với 47,9% cùng kỳ và 47,2% cuối Q2/2026. ROE 12 tháng đạt **9,4%**, giảm từ 10,7% cuối Q2/2026 và 10,5% tại Q3/2025. Chi phí quản lý trong quý ở mức **120 tỷ đồng** (-15,4% YoY).

- **Chi phí cố định được kiểm soát** — Chi phí môi giới giảm 44,1% YoY và chi phí quản lý giảm 15,4% YoY, giúp CIR không tăng dù thu nhập giảm. CIR được tính sau khi trừ chi phí lãi vay khỏi thu nhập, do HCM ghi nhận lãi vay trong chi phí hoạt động.
- **ROE chịu áp lực pha loãng trong bối cảnh vốn chủ sở hữu tăng nhanh** — Vốn chủ sở hữu bình quân tăng nhanh hơn lợi nhuận sau đợt tăng vốn trong Q4/2025, khi vốn điều lệ tăng từ 7.208 tỷ đồng lên 10.808 tỷ đồng, gây áp lực lên hiệu quả sinh lời trên vốn. Với 2.920 tỷ đồng vốn mới được ghi nhận trong tháng 10/2026 và kế hoạch chào bán riêng lẻ dự kiến huy động thêm khoảng 4.600 tỷ đồng, khả năng cải thiện ROE sẽ phụ thuộc vào tốc độ giải ngân nguồn vốn bổ sung vào hoạt động cho vay margin và mức sinh lời đạt được, trong bối cảnh chi phí vốn và thanh khoản thị trường tiếp tục là các yếu tố cần theo dõi.

■ CIR lũy kế 12 tháng

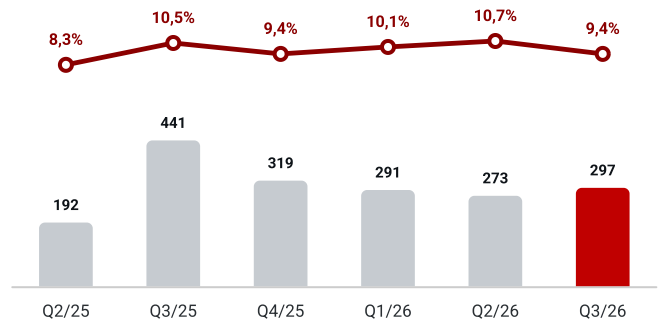
% · chi phí (ngoài tự doanh, lãi vay) / thu nhập HĐ thuần



Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán

■ LNST theo quý & ROE lũy kế 12 tháng

Cột: tỷ đồng · đường: %



Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán

3.5. Định giá và so sánh

P/E và P/B của HCM cao hơn bình quân ngành, trong khi ROE thấp hơn. Tại giá đóng cửa 26/10/2026 (24.150 đồng/cp), cổ phiếu giao dịch ở **P/E 28,1 lần** và **P/B 2,3 lần**, so với bình quân ngành môi giới chứng khoán (ngày 20/10/2026) **13,1 lần** và **1,4 lần**. ROE 12 tháng **9,4%** (đến Q3/2026) thấp hơn mức 11,9% của ngành (đến Q2/2026).

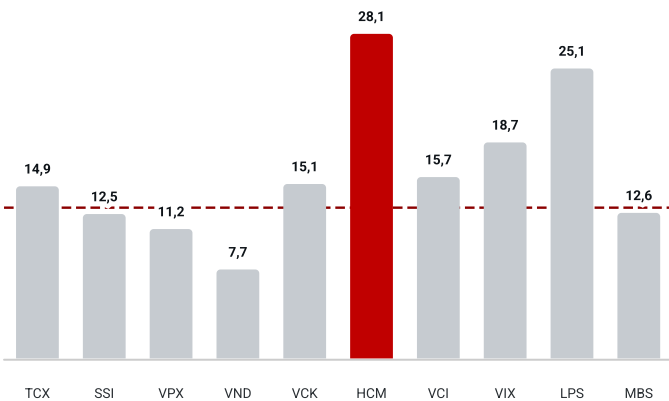
■ **Quy mô đứng thứ 6 trong nhóm** – Tổng tài sản đạt 43.044 tỷ đồng, cao hơn Vietcap (40.401 tỷ đồng) ở vị trí liền dưới.

■ **P/B điều chỉnh theo vốn mới vẫn cao hơn bình quân ngành** – Khi cộng 2.920 tỷ đồng vốn mới vào vốn chủ sở hữu tại 30/09/2026, P/B của HCM ở mức khoảng 1,9 lần, cao hơn khoảng 36% so với bình quân ngành (1,4 lần), trong khi ROE 12 tháng (9,4%) thấp hơn ngành 2,5 điểm %. Mức P/B này cũng cao hơn Vietcap (1,3 lần; ROE 9,5%) và SSI (1,5 lần; ROE 13,9%).

■ **P/E phản ánh lợi nhuận trên nền vốn mở rộng** – P/E 28,1 lần tính trên LNST lũy kế 12 tháng 1.180 tỷ đồng và số cổ phiếu sau phát hành; tính trên số cổ phiếu trước phát hành (1.080,8 triệu cp), P/E ở mức 22,1 lần. Với LNST dự phóng 1.231 tỷ đồng năm 2026 và 1.808 tỷ đồng năm 2027, trên số cổ phiếu sau đợt chào bán riêng lẻ (1.572,8 triệu cp), P/E dự phóng lần lượt 30,9 lần và 21,0 lần.

■ P/E – Top 10 CTCK theo tổng tài sản

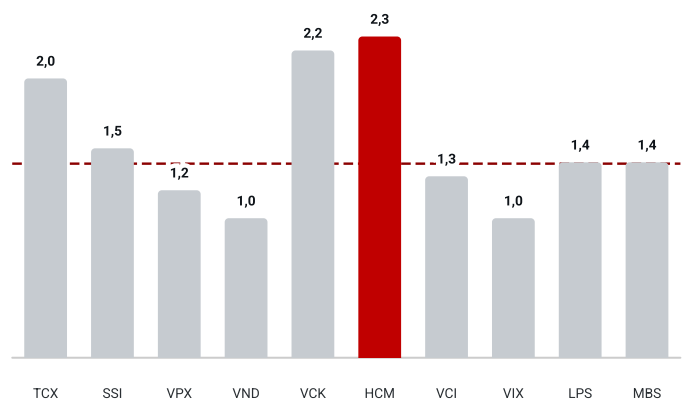
Lần · HCM ngày 26/10/2026, CTCK khác ngày 20/10/2026 ·
đường đứt: bình quân ngành 13,1



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

■ P/B – Top 10 CTCK theo tổng tài sản

Lần · HCM ngày 26/10/2026, CTCK khác ngày 20/10/2026 ·
đường đứt: bình quân ngành 1,4



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

4. Phụ lục – Số liệu BCTC Q3/2026

Trích lược BCĐKT phân loại & KQKD theo mảng · đơn vị: tỷ đồng

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Tiền & tương đương tiền	1.310	6.709	3.702	1.209	2.202	2.134
Đầu tư ngắn hạn (FVTPL+HTM+AFS)	13.068	16.044	13.766	10.109	9.514	11.421
• Tài sản FVTPL	13.068	16.044	13.766	10.109	9.133	9.363
• Nắm giữ đến đáo hạn (HTM)	0	0	0	0	382	2.058
• Sẵn sàng để bán (AFS)	0	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0	0
Cho vay margin	19.813	20.216	28.150	28.140	29.024	29.170
Phải thu	556	1.254	656	782	314	115
Tài sản cố định	40	35	36	33	31	37
Tài sản khác	151	504	190	193	174	168
TỔNG TÀI SẢN	34.937	44.762	46.499	40.467	41.259	43.044
Nợ vay & trái phiếu ngắn hạn	24.351	29.859	30.889	25.415	26.093	22.456
Nợ vay & trái phiếu dài hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ phải trả khác	402	4.278	1.067	650	526	6.084
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	24.753	34.138	31.956	26.065	26.619	28.539
Vốn điều lệ	7.208	7.208	10.808	10.808	10.808	10.808
LN giữ lại & các quỹ	2.021	2.461	2.780	2.639	2.877	2.742
Vốn khác	955	955	955	955	955	955
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	10.184	10.624	14.543	14.402	14.640	14.505

Kết quả kinh doanh theo mảng (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
DT tự doanh	335	502	347	359	253	309
DT cho vay margin	499	642	732	765	766	758
DT môi giới & lưu ký	236	510	289	328	201	156
DT tư vấn & bảo lãnh phát hành	2	2	12	4	6	9
DT khác	1	9	18	10	9	12
Tổng doanh thu hoạt động	1.073	1.665	1.398	1.466	1.235	1.244
Chi phí hoạt động (không gồm lãi vay)	(427)	(582)	(379)	(455)	(266)	(245)
Lãi gộp hoạt động trước lãi vay	646	1.082	1.019	1.012	969	998
Chi phí lãi vay (ghi nhận trong chi phí hoạt động)	(288)	(391)	(471)	(522)	(510)	(508)
Doanh thu tài chính	0	0	1	1	0	0
Chi phí tài chính	0	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý	(118)	(141)	(147)	(127)	(119)	(120)
Thu nhập khác ròng	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	240	550	401	363	340	371
Lợi nhuận sau thuế	192	441	319	291	273	297

Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán.

Phụ lục – Mô hình tài chính & dự phóng theo năm · 2021–2030

Đơn vị: tỷ đồng (trừ các dòng tỷ lệ, lần, %) · Cột 2026–2030 là số liệu dự phóng

Chỉ tiêu	THỰC HIỆN					DỰ PHÓNG · TCBS				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Số lượng cổ phiếu (triệu)	458,1	458,1	458,1	720,8	1.080,8	1.572,8	1.572,8	1.572,8	1.572,8	1.572,8
P/E (lần)	22,8	13,5	30,3	25,4	22,1	30,9	21,0	18,6	17,5	16,4
EPS (đồng/cp)	836	621	491	757	859	783	1.149	1.297	1.383	1.476
P/B (lần)	3,6	1,5	2,5	2,5	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2
BVPS (đồng/cp)	5.339	5.752	6.058	7.612	10.600	14.239	15.389	16.685	18.068	19.544
ROE	19,5%	11,2%	8,3%	11,1%	9,4%	6,7%	7,8%	8,1%	8,0%	7,8%
Biên lợi nhuận gộp	38,7%	36,3%	41,6%	40,2%	38,6%	38,7%	50,1%	50,1%	50,6%	51,1%
Biên lợi nhuận hoạt động	32,0%	27,3%	28,9%	30,2%	28,7%	29,3%	40,4%	40,6%	40,7%	40,9%
Biên lợi nhuận ròng	25,7%	21,9%	23,2%	24,3%	22,9%	23,5%	32,3%	32,5%	32,6%	32,7%
Doanh thu / Tài sản	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	-	-	-	-	-
Vay & trái phiếu / Vốn CSH	2,05	0,88	1,10	1,96	2,12	0,74	1,00	0,97	0,94	0,92
(Vay - Tiền) / Vốn CSH	1,07	0,16	0,76	1,76	1,87	0,64	0,91	0,89	0,87	0,85
LNTT / Lãi vay (lần)	1,9	1,4	1,7	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,4	1,4
Doanh thu hoạt động	4.460	3.901	2.903	4.276	5.136	5.241	5.590	6.271	6.668	7.092
Tăng trưởng doanh thu	+98,4%	-12,5%	-25,6%	+47,3%	+20,1%	+2,0%	+6,7%	+12,2%	+6,3%	+6,3%
Lợi nhuận trước thuế	1.430	1.068	842	1.296	1.474	1.537	2.257	2.546	2.715	2.898
LNST cổ đông công ty mẹ	1.147	852	674	1.040	1.179	1.231	1.808	2.039	2.175	2.321
Tăng trưởng lợi nhuận	+116,2%	-25,7%	-20,9%	+54,2%	+13,4%	+4,5%	+46,8%	+12,8%	+6,6%	+6,7%
Tiền	7.199	5.641	2.825	2.024	3.702	2.134	2.134	2.134	2.134	2.134
Đầu tư ngắn hạn & cho vay margin	16.062	8.803	14.357	28.360	41.916	42.129	50.121	53.287	56.665	60.269
Tổng tài sản	24.369	15.447	17.911	31.340	46.499	-	-	-	-	-
Vay ngắn hạn	15.040	6.938	9.160	20.430	30.889	16.474	24.096	25.455	26.793	28.222
Vay dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tổng vay	15.040	6.938	9.160	20.430	30.889	16.474	24.096	25.455	26.793	28.222
Tổng nợ	17.044	7.555	9.599	20.896	31.956	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	7.325	7.892	8.312	10.444	14.543	22.395	24.203	26.242	28.417	30.738

Nguồn: HSC, TCBS tổng hợp và tính toán.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.