Báo cáo cập nhật KQKD Q3/2026 – VCK

HOSE · Công ty CP Chứng khoán VPS *(VPS Securities)*

DOANH THU HOẠT ĐỘNG	LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	VỐN CHỦ SỞ HỮU	DƯ NỢ CHO VAY MARGIN	VỐN HÓA (26/10/2026)
2.076	**1.119**	**32.074**	**25.623**	**67.447**
tỷ đồng · **-23,3% YoY**	tỷ đồng · **-19,8% YoY**	tỷ đồng · **+130,3% YoY**	tỷ đồng · **+12,6% YoY**	tỷ đồng · giá ~27.700đ

ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 3

Q3/2026, VCK ghi nhận doanh thu hoạt động đạt **2.076 tỷ đồng (-23,3% YoY)** và LNTT đạt **1.119 tỷ đồng (-19,8% YoY)**. Doanh thu cho vay margin và tự doanh lần lượt tăng **34,3%** và **20,7% YoY**, đạt 948 tỷ đồng và 529 tỷ đồng, nhưng chưa đủ bù đắp mức giảm **67,8% YoY** của doanh thu môi giới và lưu ký, xuống còn 494 tỷ đồng. Dư nợ margin giảm **18,2% QoQ** về 25.623 tỷ đồng, phản ánh thanh khoản thị trường suy yếu và nhu cầu sử dụng đòn bẩy giảm tại nhóm khách hàng cá nhân chủ lực. Lũy kế 9T/2026, LNTT đạt **4.044 tỷ đồng (+26,7% YoY)**, hoàn thành 70,3% kế hoạch năm. **TCBS Research đánh giá VCK đang đối mặt với áp lực cạnh tranh gia tăng**, khi xu hướng miễn phí giao dịch gây sức ép lên mảng môi giới, trong khi thị phần môi giới và dư nợ margin cùng suy giảm. Về định giá, VCK đang giao dịch ở **P/E 15,9 lần** và **P/B 2,1 lần**, cao hơn mức bình quân ngành tương ứng 13,1 lần và 1,4 lần, dù **ROE 12 tháng đạt 18,5%**, vượt mức 11,9% của ngành. Trong bối cảnh 26 ngân hàng đã giảm lãi suất huy động tính đến ngày 26/10/2026, **mặt bằng lãi suất hạ nhiệt có thể hỗ trợ thanh khoản thị trường và thúc đẩy nhu cầu margin phục hồi**. Tuy nhiên, do triển vọng phục hồi vẫn phụ thuộc vào dòng tiền và khả năng cải thiện thị phần, nhà đầu tư nên **tiếp tục theo dõi thanh khoản thị trường, hoạt động môi giới và dư nợ margin trước khi cân nhắc giải ngân** vào VCK.

Lợi nhuận trước thuế theo quý · *tỷ đồng*



% HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH NĂM

Doanh thu · 6.949 / 11.500 tỷ — **60,4%**

LNTT · 4.044 / 5.750 tỷ — **70,3%**

VỐN CHỦ SỞ HỮU

31.206 → 32.074 tỷ đồng

+2,8% QoQ · LNST quý 894 tỷ

DƯ NỢ CHO VAY MARGIN

31.311 → 25.623 tỷ đồng

-18,2% QoQ · margin/VCSH 0,80 lần

ĐIỂM NHẤN

37,6% (CIR TTM) — **Hiệu quả chi phí cải thiện**
Giảm 8,8 điểm % so với cùng kỳ

+20,7% (YOY) — **Tự doanh tăng trưởng**
529 tỷ đồng · danh mục chủ yếu là tài sản thu nhập cố định

CẦN THEO DÕI

-67,8% (YOY) — **Môi giới giảm theo thanh khoản**
494 tỷ đồng · thị phần HOSE 11,54% · biên lãi gộp 6,9%

-18,2% (QOQ) — **Dư nợ margin giảm**
25.623 tỷ đồng · margin/VCSH 0,80 lần

-91,6% (YOY) — **Doanh thu tài chính giảm mạnh**
24 tỷ đồng · Q3/2025: 292 tỷ đồng

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG 2026

Theo dự phóng của TCBS, năm 2026, VCK đạt doanh thu hoạt động **9.097 tỷ đồng (+10,1% YoY)** và LNST **4.158 tỷ đồng (+16,2% YoY)**, tương ứng EPS **1.709 đồng** và ROE **13,5%**. Cho vay margin tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, với dư nợ cuối năm dự kiến đạt **26.904 tỷ đồng**, tăng 5,0% so với cuối Q3/2026, và doanh thu margin cả năm đạt 3.801 tỷ đồng (+51,8% YoY). LNTT dự phóng đạt 5.202 tỷ đồng, tương đương 90,5% kế hoạch năm. Tại ngày 26/10/2026, VCK giao dịch ở **P/E dự phóng 16,2 lần** và **P/B 2,1 lần**, cao hơn mức bình quân ngành lần lượt 13,1 lần và 1,4 lần; ROE 12 tháng đạt 18,5%, so với 11,9% của ngành. **Định giá cao cùng xu hướng suy giảm thị phần môi giới từ đầu năm là những yếu tố cần lưu ý**, do có thể gây áp lực lên doanh thu môi giới và khả năng duy trì tệp khách hàng margin trong thời gian tới.

DỰ PHÓNG CẢ NĂM 2026

DOANH THU HOẠT ĐỘNG	LỢI NHUẬN SAU THUẾ	DƯ NỢ CHO VAY MARGIN	P/E DỰ PHÓNG	P/B DỰ PHÓNG
9.097	**4.158**	**26.904**	**16,2**	**2,0**
tỷ đồng · **+10,1% YoY**	tỷ đồng · **+16,2% YoY**	tỷ đồng · dự phóng	lần · 2026F	lần · 2026F

1. Đánh giá của TCBS

KQKD Q3/2026 của VCK giảm so với nền cao cùng kỳ. Doanh thu hoạt động đạt **2.076 tỷ đồng (-23,3% YoY, -11,8% QoQ)**, LNTT đạt **1.119 tỷ đồng (-19,8% YoY, -18,8% QoQ)** và LNST đạt **894 tỷ đồng (-20,7% YoY)**. Mức giảm chủ yếu đến từ môi giới: doanh thu môi giới và lưu ký giảm còn **494 tỷ đồng (-67,8% YoY)** so với mức 1.533 tỷ đồng của Q3/2025, đồng thời doanh thu tài chính giảm còn 24 tỷ đồng (Q3/2025: 292 tỷ đồng). Ngược lại, doanh thu cho vay margin đạt **948 tỷ đồng (+34,3% YoY)** và là nguồn thu lớn nhất trong quý; doanh thu tự doanh đạt **529 tỷ đồng (+20,7% YoY)**, mang về 395 tỷ đồng lãi gộp. Chi phí quản lý ở mức 164 tỷ đồng (+47,8% YoY). Lũy kế 9T/2026, doanh thu hoạt động đạt **6.949 tỷ đồng (+17,8% YoY)** và LNTT đạt **4.044 tỷ đồng (+26,7% YoY)**, lần lượt hoàn thành 60,4% và 70,3% kế hoạch năm. **TCBS Research đánh giá VCK đang bước vào chu kỳ kém tích cực**, do tệp khách hàng nhà đầu tư cá nhân lớn chịu áp lực cạnh tranh khi các CTCK theo đuổi xu hướng miễn phí giao dịch, thị phần môi giới HOSE giảm từ 17,05% trong Q3/2025 xuống 11,54% trong Q3/2026, đi kèm với dư nợ margin suy giảm (-18,2% QoQ).

Tổng tài sản đạt **48.809 tỷ đồng (+1,9% QoQ, +24,6% YoY)**. Dư nợ cho vay margin giảm **18,2% QoQ** về **25.623 tỷ đồng** (+12,6% YoY), trong khi danh mục tài sản tài chính (FVTPL, AFS và HTM, gồm cả HTM dài hạn) tăng lên 17.341 tỷ đồng từ 11.960 tỷ đồng cuối Q2/2026, chủ yếu là chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu và các khoản nắm giữ đến ngày đáo hạn. Nợ vay đạt **15.708 tỷ đồng (+0,4% QoQ, -35,6% YoY)**, gồm 10.708 tỷ đồng vay ngắn hạn và 5.000 tỷ đồng trái phiếu dài hạn; chi phí lãi vay trong quý 215 tỷ đồng (-18,0% YoY). Vốn chủ sở hữu tăng 2,8% QoQ lên **32.074 tỷ đồng**.

ĐIỂM CHÍNH

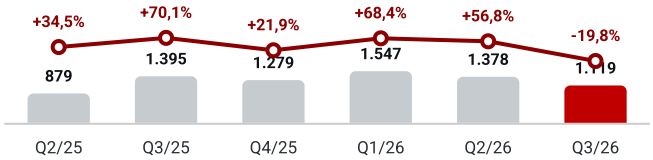
01 **Margin là động lực chính dù dư nợ giảm** — Doanh thu cho vay margin đạt 948 tỷ đồng (+34,3% YoY), chiếm 45,7% doanh thu hoạt động. Lợi suất cho vay 13,3%, cao hơn 7,8 điểm % so với lãi vay bình quân 5,5%. Dư nợ cuối quý giảm 18,2% QoQ về 25.623 tỷ đồng, chủ yếu do thanh khoản thị trường suy giảm khi tệp khách hàng tập trung vào nhà đầu tư cá nhân.

02 **Thị phần môi giới giảm nhiều quý liên tiếp** — Thị phần môi giới HOSE của VCK giảm quý thứ hai liên tiếp xuống 11,54% trong Q3/2026, từ 15,32% ở Q1/2026 và 17,05% ở Q3/2025, mức thấp nhất trong 15 quý gần nhất; VCK vẫn giữ hạng 1 nhưng chỉ cao hơn 0,45 điểm % so với vị trí thứ hai (11,09%). Doanh thu môi giới và lưu ký giảm 67,8% YoY về 494 tỷ đồng, biên lãi gộp còn 6,9%.

03 **Thu nhập tài chính giảm, chi phí lãi vay giảm** — Doanh thu tài chính đạt 24 tỷ đồng (-91,6% YoY) khi số dư tiền và tương đương tiền giảm còn 4.409 tỷ đồng (30/09/2025: 8.678 tỷ đồng). Chi phí lãi vay giảm còn 215 tỷ đồng (-18,0% YoY) nhờ nợ vay giảm 35,6% YoY.

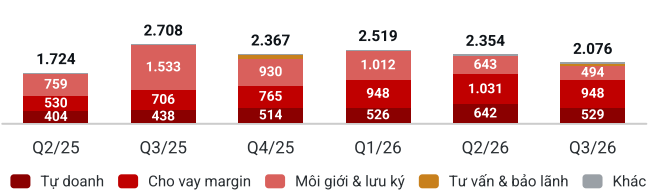
04 **Hiệu quả kiểm soát chi phí cải thiện, mảng ngân hàng đầu tư ghi nhận đóng góp trở lại** — CIR lũy kế 12 tháng giảm xuống 37,6% từ mức 46,4% cùng kỳ. Doanh thu tư vấn và bảo lãnh phát hành đạt 61 tỷ đồng, trong đó doanh thu bảo lãnh phát hành đạt 60 tỷ đồng, lần đầu ghi nhận trong sáu quý gần nhất. Mảng ngân hàng đầu tư đóng góp 3,9% lãi gộp hoạt động trong quý, cho thấy dấu hiệu phục hồi bước đầu.

Lợi nhuận trước thuế theo quý
Tỷ đồng · đường = tăng trưởng YoY (%)



Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu doanh thu hoạt động theo quý
Tỷ đồng · theo 5 mảng kinh doanh



Nguồn: VPS, 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 tăng lên **110,74 USD/thùng** ngày 26/10/2026 (+13,0%).

- **Rủi ro nguồn cung năng lượng lan rộng** — Bên cạnh xung đột tại vùng Vịnh, các cuộc tấn công vào nhà máy lọc dầu của Nga tiếp tục thu hẹp nguồn cung sản phẩm xăng dầu. 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. Trong tuần 19–23/10/2026, Mỹ phát tín hiệu có thể tiếp tục không kích Iran, trong khi Houthi duy trì các cuộc tấn công vào Saudi Arabia.
- **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. 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 vẫn 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 tăng mạnh trong phiên 21/10 nhưng chưa duy trì được đà tăng** — Phiên 21/10/2026, VN-Index tăng 2,8% lên 1.738,67 điểm; giá trị giao dịch trên ba sàn (khớp lệnh và thỏa thuận) đạt 22.328 tỷ đồng, cao hơn 52% so với bình quân năm phiên trước đó. Đến phiên 26/10/2026, VN-Index đóng cửa tại 1.763,55 điểm (+1,4% so với ngày 21/10 và -0,3% so với cuối Q3/2026); giá trị giao dịch bình quân bốn phiên 21–26/10 đạt 17.991 tỷ đồng, thấp hơn 3,4% so với bình quân phiên Q3/2026.

Diễn biến VN-Index

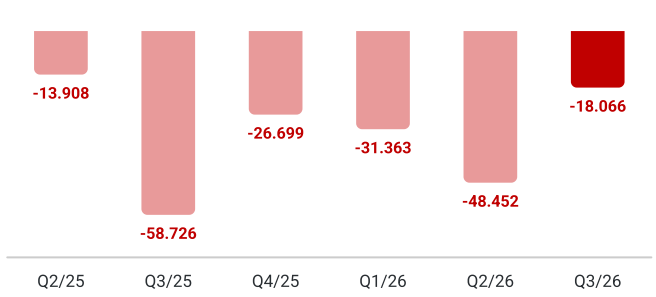
Điểm · giá đóng cửa ngày, 01/04/2025–26/10/2026



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

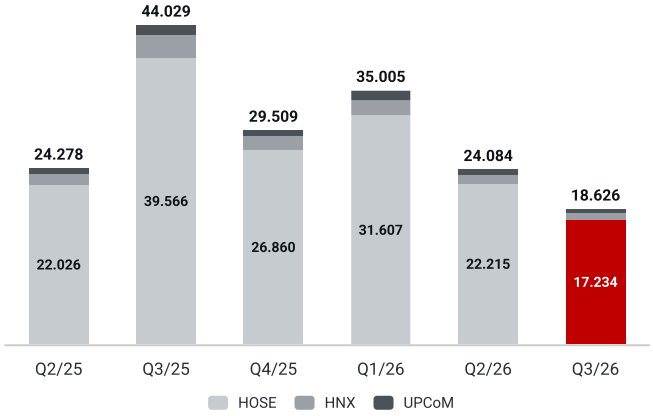
2.4. Ngành chứng khoán: môi giới chịu áp lực, margin là điểm tựa

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 cùng xu hướng thanh khoản giảm. Mười CTCK lớn nhất chiếm 59,7% tổng dư nợ; VCK đứng thứ 5 với 5,5%, sau TCX, VPX, SSI và HCM. 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 quý tới, dù khối ngoại chưa đảo chiều mua ròng.
- **NHNN chỉ đạo giảm lãi suất** — 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 của các giao dịch phát sinh mới kỳ hạn từ 6 tháng trở lên trong các tháng cuối năm 2026, đồng thời giảm lãi suất cho vay; trước đó, Công văn số 9608/NHNN-CSTT ngày 18/10/2026 định hướng giảm 1,5–2%/năm lãi suất cho vay đối với lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và lĩnh vực ưu tiên. Tính đến 26/10/2026, 26 ngân hàng đã giảm lãi suất huy động, phổ biến 0,5 điểm %/năm ở kỳ hạn từ 6 tháng, trong đó nhóm ngân hàng thương mại nhà nước giảm lãi suất tại quầy. Mặt bằng lãi suất thấp hơn giúp giảm chi phí vốn vay ngắn hạn của các CTCK và có thể hỗ trợ thanh khoản thị trường cổ phiếu trong các quý tới.

Giá trị giao dịch bình quân phiên theo quý

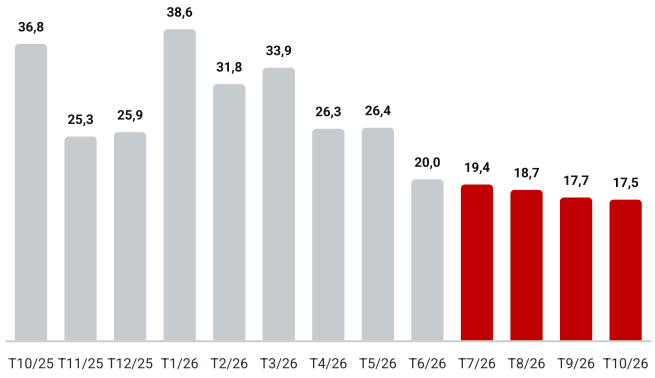
Tỷ đồng/phiên · 3 sàn, gồm khớp lệnh và thỏa thuận



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

Giá trị giao dịch bình quân phiên theo tháng

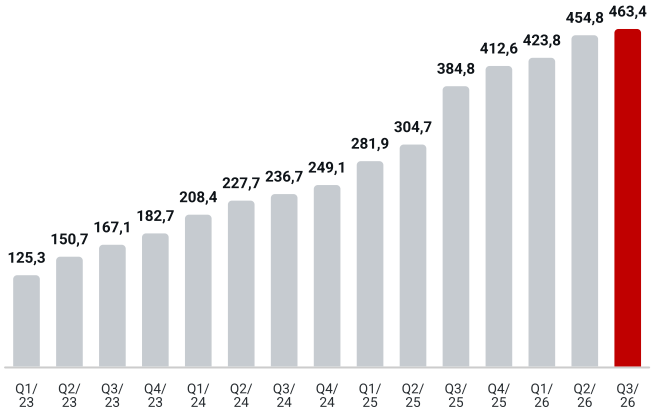
Nghìn tỷ đồng/phiên · 3 sàn · T10/2026 tính đến 26/10



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

Dư nợ cho vay của các CTCK theo quý

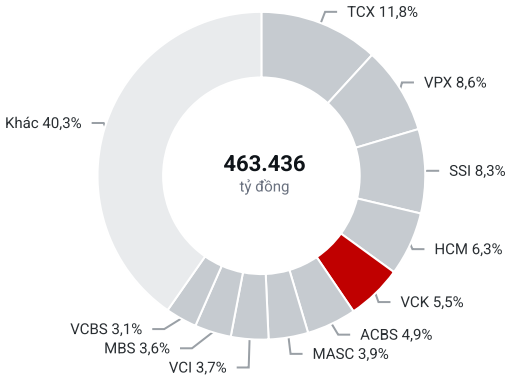
Nghìn tỷ đồng · tổng "Các khoản cho vay" trên BCTC hợp nhất



Nguồn: FiinProX, TCBS tổng hợp và tính toán

Thị phần dư nợ cho vay của các CTCK

% tổng dư nợ cho vay của các CTCK · 30/09/2026



Nguồn: FiinProX, TCBS tổng hợp và tính toán

- **Dư nợ margin phân hóa giữa các CTCK** — Trong Q3/2026, dư nợ cho vay toàn ngành tăng 8.631 tỷ đồng, chủ yếu nhờ HDBS (+5.172 tỷ đồng), TCX (+3.217 tỷ đồng) và VCBS (+2.413 tỷ đồng). Ngược lại, VCK ghi nhận mức giảm mạnh nhất (-5.688 tỷ đồng, -18,2% QoQ), tiếp theo là SSI (-2.179 tỷ đồng) và VIX (-1.516 tỷ đồng). Loại trừ VCK, dư nợ cho vay của các CTCK còn lại tăng 3,4% QoQ, cho thấy xu hướng mở rộng dư nợ vẫn được duy trì tại phần lớn các công ty.
- **Tệp khách hàng tổ chức giúp ổn định dư nợ** — Dù giá trị giao dịch bình quân phiên giảm 22,7% QoQ, dư nợ tại các CTCK có thế mạnh ở phân khúc khách hàng tổ chức vẫn tương đối ổn định, với HCM đạt 29.170 tỷ đồng (+0,5% QoQ) và VCI đạt 17.308 tỷ đồng (+0,9% QoQ). Nhờ nhu cầu giao dịch và sử dụng đòn bẩy ít nhạy cảm hơn với biến động thanh khoản, nhóm CTCK này duy trì dư nợ tốt hơn mặt bằng chung. Ngược lại, tệp khách hàng của VCK chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân, khiến dư nợ giảm 18,2% QoQ trong bối cảnh thanh khoản thị trường suy yếu, kéo thứ hạng quy mô dư nợ của VCK từ vị trí thứ 4 xuống thứ 5.

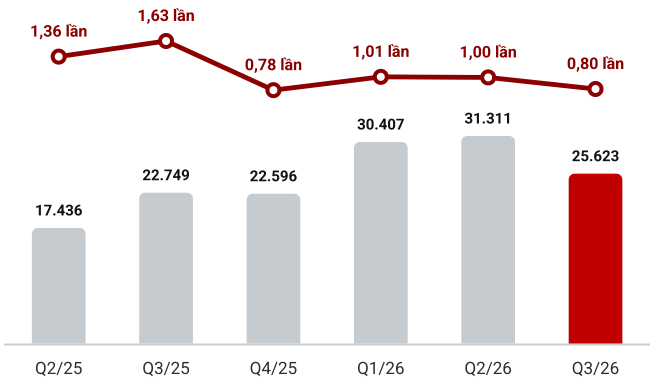
3. Phân tích các chỉ số tài chính

3.1. Cho vay margin & nguồn vốn

Dư nợ margin giảm theo thanh khoản thị trường, lợi suất cho vay duy trì ổn định. Dư nợ cho vay cuối Q3/2026 đạt **25.623 tỷ đồng** (-18,2% QoQ, +12,6% YoY), mang về **948 tỷ đồng** doanh thu (+34,3% YoY, -8,0% QoQ), chiếm **45,7%** doanh thu hoạt động.

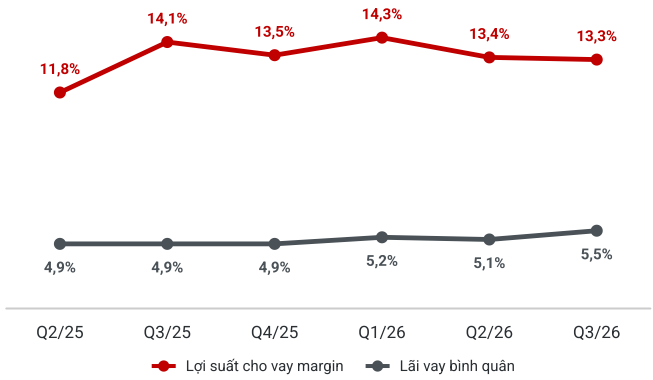
- **Lợi suất cho vay duy trì ổn định** — Lợi suất margin quy năm đạt 13,3% trong Q3/2026, tương đương mức 13,4% tại Q2/2026 và thấp hơn mức 14,1% tại Q3/2025. Doanh thu margin tăng 34,3% YoY chủ yếu nhờ dư nợ bình quân trong quý cao hơn.
- **Dư nợ thu hẹp** — Dư nợ giảm 5.688 tỷ đồng trong quý, chủ yếu do thanh khoản thị trường suy yếu (mục 2.3), trong bối cảnh tệp khách hàng của VPS tập trung vào nhà đầu tư cá nhân với nhu cầu margin nhạy cảm theo diễn biến giao dịch. Tỷ lệ margin/VCSH giảm còn 0,80 lần từ 1,00 lần.
- **Chi phí vốn tăng nhẹ, biên lãi thu hẹp** — Lãi vay bình quân tăng lên 5,5% từ 5,1% trong Q2/2026, khiến chênh lệch giữa lợi suất cho vay và chi phí vốn giảm còn 7,8 điểm %, so với 8,2 điểm % quý trước. Nguồn vốn vay gồm 5.000 tỷ đồng trái phiếu dài hạn và 10.708 tỷ đồng vay ngắn hạn.

Dư nợ margin & đòn bẩy margin/VCSH
Cột: tỷ đồng · đường: lần



Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán

Lợi suất cho vay margin & lãi vay bình quân
% · quy năm từ số liệu quý



Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán

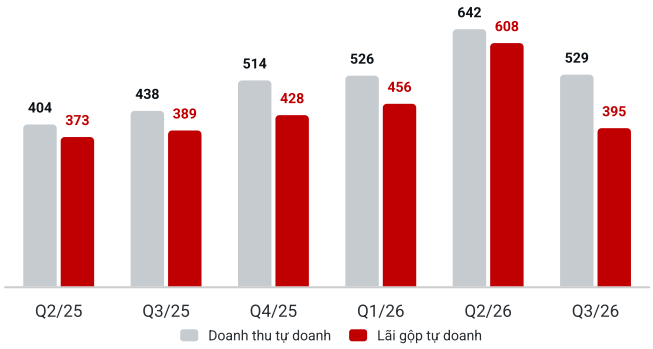
3.2. Tự doanh & danh mục đầu tư

Doanh thu tự doanh tăng so với cùng kỳ, lãi gộp giảm so với quý trước do lỗ từ tài sản AFS. Doanh thu tự doanh Q3/2026 đạt **529 tỷ đồng (+20,7% YoY, -17,7% QoQ)**, gồm 378 tỷ đồng lãi từ tài sản FVTPL (190 tỷ đồng lãi bán và 187 tỷ đồng cổ tức, tiền lãi), 109 tỷ đồng lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) và 42 tỷ đồng lãi từ tài sản sẵn sàng để bán (AFS). Sau khi trừ 134 tỷ đồng lỗ và chi phí liên quan, lãi gộp mảng đạt **395 tỷ đồng (+1,5% YoY, -35,0% QoQ)**.

- **Danh mục tập trung vào tài sản thu nhập cố định** — Cuối Q3/2026, danh mục tài sản tài chính đạt 17.341 tỷ đồng, gồm chứng chỉ tiền gửi và công cụ thị trường tiền tệ 6.120 tỷ đồng (35,3%), các khoản HTM 5.306 tỷ đồng (30,6%), trái phiếu AFS 4.488 tỷ đồng (25,9%) và trái phiếu FVTPL 1.394 tỷ đồng; cổ phiếu và chứng chỉ quỹ chỉ chiếm 33 tỷ đồng.
- **Lỗ từ tài sản AFS làm giảm lãi gộp** — Trong quý, VCK ghi nhận 88 tỷ đồng lỗ từ tài sản AFS (Q2/2026: 10 tỷ đồng), trong khi lãi từ AFS giảm còn 42 tỷ đồng (-56,2% QoQ). Đây là nguyên nhân chính khiến lãi gộp tự doanh giảm 35,0% QoQ.

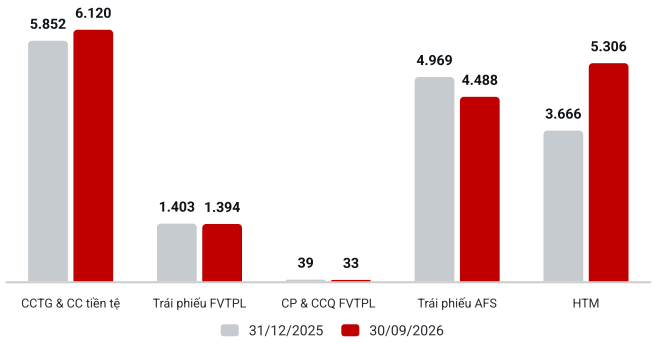
- **Ít chịu tác động từ biến động giá cổ phiếu** — Chênh lệch đánh giá lại tài sản ghi nhận trong vốn chủ sở hữu ở mức -30 tỷ đồng tại 30/09/2026 (thu nhập toàn diện khác trong quý -26 tỷ đồng), không đáng kể so với vốn chủ sở hữu 32.074 tỷ đồng.

Doanh thu & lãi gộp tự doanh theo quý
Tỷ đồng



Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán

Cơ cấu danh mục tài sản tài chính
Tỷ đồng · tổng 15.930 → 17.341



Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp

Danh mục tài sản tài chính theo loại (tỷ đồng)

Loại tài sản	31/12/2025	30/06/2026	30/09/2026	Thay đổi so đầu năm	Tỷ trọng 30/09/2026
FVTPL · Chứng chỉ tiền gửi & công cụ thị trường tiền tệ	5.852	5.024	6.120	+268	35,3%
FVTPL · Trái phiếu	1.403	1.398	1.394	(9)	8,0%
FVTPL · Cổ phiếu & chứng chỉ quỹ	39	42	33	(6)	0,2%
Cộng FVTPL	**7.295**	**6.464**	**7.546**	**+252**	**43,5%**
AFS · Trái phiếu	**4.969**	**3.440**	**4.488**	**(481)**	**25,9%**
HTM · Nắm giữ đến ngày đáo hạn (gồm dài hạn)	**3.666**	**2.056**	**5.306**	**+1.640**	**30,6%**
TỔNG DANH MỤC	**15.930**	**11.960**	**17.341**	**+1.411**	**100,0%**

Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán.

Doanh thu và lãi gộp tự doanh theo cấu phần (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Lãi bán tài sản FVTPL	93	179	272	206	247	190
Chênh lệch tăng đánh giá lại FVTPL	28	45	3	1	11	1
Cổ tức, tiền lãi từ tài sản FVTPL	139	92	134	186	223	187
Lãi từ các khoản HTM	145	124	92	76	66	109
Lãi từ tài sản AFS	0	0	13	58	96	42
Doanh thu tự doanh	**404**	**438**	**514**	**526**	**642**	**529**
Lỗ từ tài sản FVTPL, HTM, AFS	(16)	(30)	(65)	(51)	(16)	(118)
Chi phí hoạt động tự doanh	(15)	(19)	(21)	(20)	(18)	(16)
Lãi gộp tự doanh	**373**	**389**	**428**	**456**	**608**	**395**

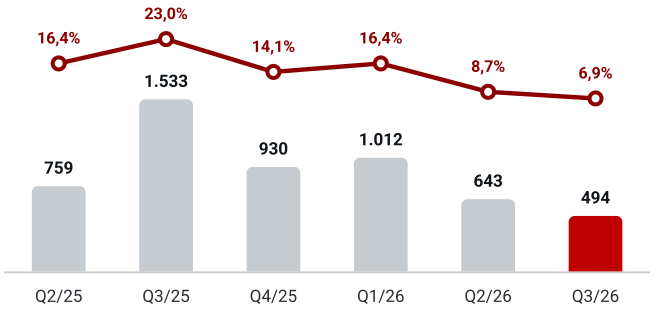
Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán.

3.3. Môi giới & áp lực cạnh tranh phí

Thanh khoản giảm và thị phần thu hẹp làm doanh thu môi giới giảm mạnh. Doanh thu môi giới và lưu ký đạt **494 tỷ đồng (-67,8% YoY, -23,2% QoQ)**, trong khi chi phí của mảng ở mức 460 tỷ đồng, đưa biên lãi gộp xuống **6,9%** từ 8,7% trong Q2/2026.

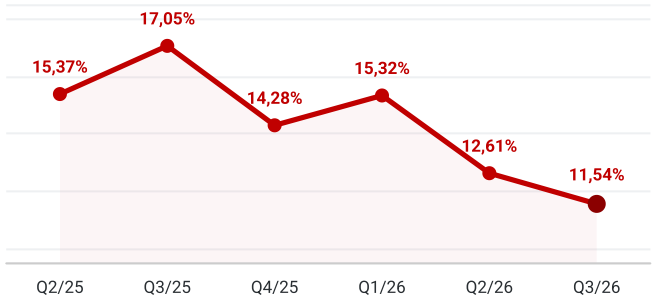
- **Thị phần môi giới suy giảm quý thứ hai liên tiếp** — Dù duy trì vị trí dẫn đầu thị phần môi giới HOSE trong Q3/2026 ở mức 11,54%, VCK tiếp tục ghi nhận thị phần thu hẹp 1,07 điểm % QoQ và giảm 5,51 điểm % so với mức đỉnh 17,05% tại Q3/2025. Đồng thời, khoảng cách với các đối thủ cạnh tranh ngày càng thu hẹp, khi thị phần của công ty đứng thứ hai và thứ ba lần lượt đạt 11,09% và 10,03%, cho thấy áp lực cạnh tranh gia tăng và vị thế dẫn đầu của VCK đang dần suy yếu.
- **Giá trị giao dịch qua VCK giảm nhanh hơn thị trường** — Giá trị giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư qua VCK đạt 267.666 tỷ đồng trong quý (-71,8% YoY), so với mức giảm 57,7% YoY của giá trị giao dịch bình quân phiên toàn thị trường (mục 2.3).
- **Chi phí giảm chậm hơn doanh thu** — Chi phí môi giới và lưu ký giảm 61,0% YoY, chậm hơn mức giảm 67,8% của doanh thu, khiến biên lãi gộp giảm từ 23,0% tại Q3/2025 xuống 6,9%. Tỷ trọng môi giới trong doanh thu hoạt động giảm còn 23,8% từ 56,6% cùng kỳ.

Doanh thu môi giới & biên lãi gộp
Cột: tỷ đồng · đường: biên gộp (%)



Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán

Thị phần môi giới HOSE của VCK theo quý
% giá trị giao dịch cổ phiếu & CCQ · Q3/2026 hạng 1



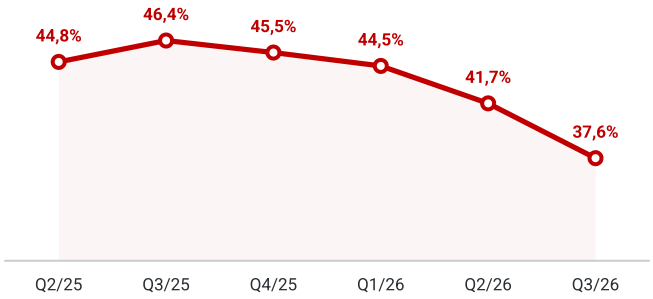
Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp

3.4. Hiệu quả chi phí & khả năng sinh lời

Hiệu quả chi phí tiếp tục cải thiện, ROE thấp hơn cùng kỳ do nền vốn mở rộng. CIR lũy kế 12 tháng giảm xuống **37,6%** từ 46,4% cùng kỳ và 41,7% tại Q2/2026. ROE 12 tháng đạt **18,5%**, giảm từ 20,4% cuối Q2/2026 và 27,8% tại Q3/2025. Chi phí quản lý trong quý ở mức **164 tỷ đồng (+47,8% YoY)**.

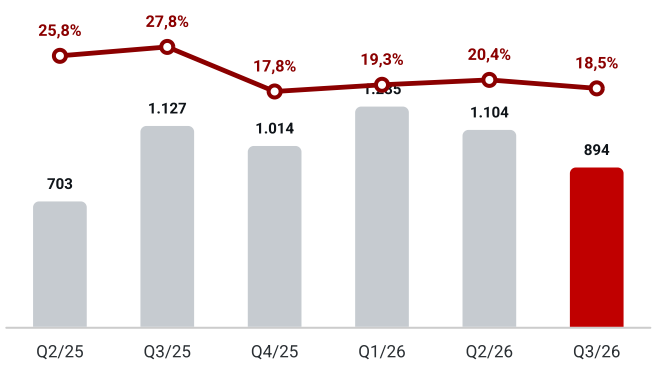
- **CIR giảm nhờ chi phí môi giới thấp hơn** — CIR giảm 8,8 điểm % YoY, chủ yếu do chi phí môi giới giảm theo quy mô giao dịch, trong khi thu nhập từ margin và tự doanh tăng.
- **ROE chịu tác động từ nền vốn mới** — Vốn chủ sở hữu tăng mạnh sau đợt IPO và chào bán riêng lẻ trong Q4/2025 (VCSH 13.927 → 28.835 tỷ đồng), nên ROE thấp hơn cùng kỳ dù LNST 12 tháng tăng lên 4.247 tỷ đồng (Q3/2025: 3.400 tỷ đồng). ROE cải thiện phụ thuộc vào tốc độ đưa vốn vào cho vay margin.

CIR lũy kế 12 tháng
% · chi phí (ngoài tự doanh) / thu nhập HĐ thuần



Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán

LNST theo quý & ROE lũy kế 12 tháng
Cột: tỷ đồng · đường: %



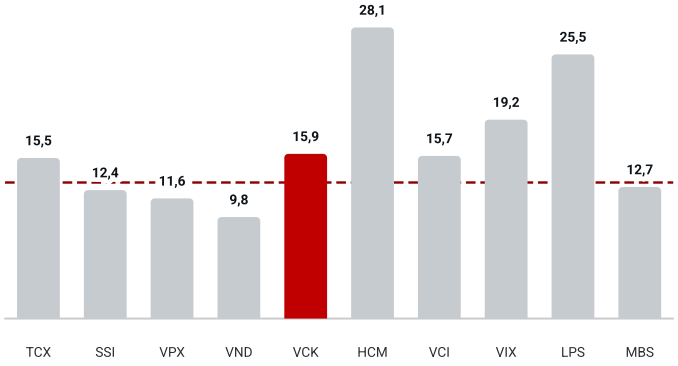
Nguồn: VPS, TCBS tổng hợp và tính toán

3.5. Định giá và so sánh

VCK giao dịch ở mức định giá cao hơn bình quân ngành trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng kém tích cực. Tại giá đóng cửa ngày 26/10/2026, VCK có **P/E 15,9 lần** và **P/B 2,1 lần**, cao hơn mức bình quân ngành lần lượt **13,1 lần** và **1,4 lần**. ROE 12 tháng đạt **18,5%** (tính đến Q3/2026), so với mức 11,9% của ngành (tính đến Q2/2026); tuy nhiên, hiệu quả sinh lời cao hơn chưa đủ loại bỏ rủi ro định giá trong bối cảnh thị phần môi giới suy giảm và kết quả kinh doanh chịu áp lực.

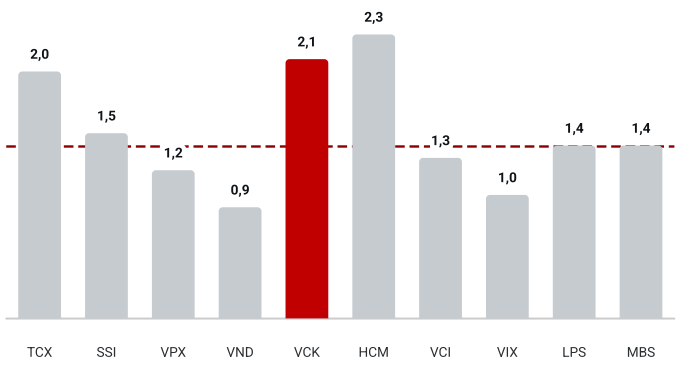
- **Quy mô tài sản đứng thứ 5 trong nhóm** — Tổng tài sản đạt 48.809 tỷ đồng tại ngày 30/09/2026.
- **P/B cao thứ hai trong nhóm CTCK quy mô lớn** — P/B 2,1 lần cao hơn khoảng 50% so với bình quân ngành. Trong nhóm 10 CTCK có tổng tài sản lớn nhất, P/B của VCK chỉ thấp hơn HCM (2,3 lần), nhưng cao hơn SSI (1,5 lần; ROE 13,9%), cho thấy mức định giá tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- **P/E dự phóng duy trì ở mức cao** — P/E 12 tháng gần nhất đạt 15,9 lần, dựa trên LNST lũy kế 12 tháng là 4.247 tỷ đồng. Với LNST dự phóng lần lượt đạt 4.158 tỷ đồng năm 2026 và 4.347 tỷ đồng năm 2027, P/E tương ứng ở mức 16,2 lần và 15,5 lần.
- **Định giá thấp hơn mức bình quân từ đầu năm nhưng triển vọng vẫn còn nhiều thách thức** — Trong giai đoạn 20/01/2026–26/10/2026, P/E và P/B bình quân của VCK lần lượt đạt 19,0 lần và 2,5 lần, với mức cao nhất tương ứng 25,8 lần và 3,2 lần vào ngày 08/04/2026. Dù định giá hiện tại đã giảm so với mức bình quân giai đoạn, LNST quý suy giảm và thị phần môi giới thu hẹp tiếp tục gây áp lực lên triển vọng tăng trưởng, khiến dư địa tăng giá trở nên kém hấp dẫn nếu kết quả kinh doanh chưa cải thiện rõ rệt.

P/E — Top 10 CTCK theo tổng tài sản
Lần · 26/10/2026 · đường đứt: bình quân ngành 13,1 tại 20/10



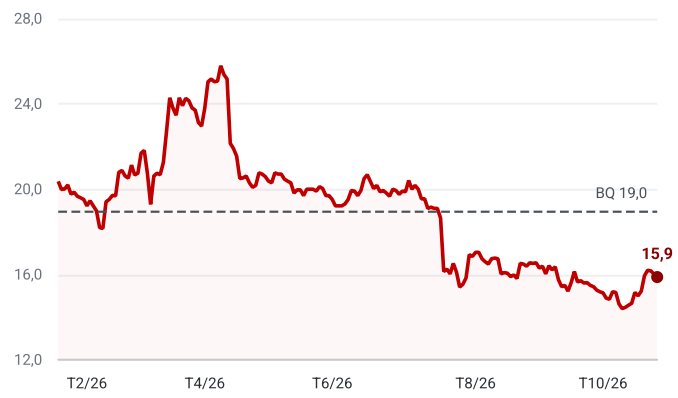
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

P/B — Top 10 CTCK theo tổng tài sản
Lần · 26/10/2026 · đường đứt: bình quân ngành 1,4 tại 20/10



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

P/E của VCK theo ngày
Lần · 20/01–26/10/2026 · đường đứt: bình quân giai đoạn



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

P/B của VCK theo ngày
Lần · 20/01–26/10/2026 · đường đứt: bình quân giai đoạn



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

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	5.154	8.678	8.681	6.162	3.360	4.409
Đầu tư ngắn hạn (FVTPL+HTM+AFS)	8.528	6.647	15.930	15.357	11.460	15.841
• Tài sản FVTPL	2.528	3.681	7.295	9.346	6.464	7.546
• Nắm giữ đến đáo hạn (HTM)	6.000	2.966	3.666	2.296	1.556	3.806
• Sẵn sàng để bán (AFS)	0	0	4.969	3.715	3.440	4.488
Đầu tư dài hạn	25	25	35	25	525	1.525
Cho vay margin	17.436	22.749	22.596	30.407	31.311	25.623
Phải thu	449	558	548	656	590	631
Tài sản cố định	391	398	428	407	420	408
Tài sản khác	156	123	184	202	223	371
TỔNG TÀI SẢN	**32.138**	**39.178**	**48.402**	**53.217**	**47.889**	**48.809**
Nợ vay & trái phiếu ngắn hạn	13.431	19.139	12.924	16.808	10.639	10.708
Nợ vay & trái phiếu dài hạn	5.100	5.235	5.000	5.000	5.000	5.000
Nợ phải trả khác	806	877	1.643	1.312	1.044	1.026
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	**19.337**	**25.251**	**19.567**	**23.120**	**16.683**	**16.734**
Vốn điều lệ	5.700	5.700	15.218	24.349	24.349	24.349
LN sau thuế chưa phân phối	6.912	8.039	2.142	3.377	4.481	5.375
Vốn khác	188	188	11.475	2.371	2.376	2.350
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	**12.801**	**13.927**	**28.835**	**30.097**	**31.206**	**32.074**

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	404	438	514	526	642	529
DT cho vay margin	530	706	765	948	1.031	948
DT môi giới & lưu ký	759	1.533	930	1.012	643	494
DT tư vấn & bảo lãnh phát hành	5	3	125	0	0	61
DT khác	25	28	31	33	38	45
Tổng doanh thu hoạt động	**1.724**	**2.708**	**2.367**	**2.519**	**2.354**	**2.076**
Chi phí hoạt động	(669)	(1.233)	(890)	(920)	(627)	(597)
Lãi gộp hoạt động	**1.054**	**1.475**	**1.477**	**1.599**	**1.727**	**1.480**
Doanh thu tài chính	212	292	279	327	67	24
Chi phí tài chính	(265)	(262)	(262)	(266)	(241)	(221)
• Trong đó: chi phí lãi vay	(258)	(262)	(261)	(257)	(241)	(215)
Chi phí quản lý	(123)	(111)	(221)	(113)	(174)	(164)
Thu nhập khác ròng	0	0	6	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**879**	**1.395**	**1.279**	**1.547**	**1.378**	**1.119**
Lợi nhuận sau thuế	**703**	**1.127**	**1.014**	**1.235**	**1.104**	**894**

Nguồn: VPS, 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

	THỰC HIỆN					DỰ PHÓNG · TCBS				
Chỉ tiêu	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
Số lượng cổ phiếu (triệu)	2.434,9	2.434,9	2.434,9	2.434,9	2.434,9	2.434,9	2.434,9	2.434,9	2.434,9	2.434,9
P/E (lần)	-	-	-	-	**21,3**	**16,2**	**15,5**	**14,2**	**13,0**	**11,9**
EPS (đồng/cp)	327	331	274	1.034	1.469	1.709	1.785	1.945	2.132	2.329
P/B (lần)	-	-	-	-	**2,6**	**2,0**	**1,8**	**1,6**	**1,4**	**1,3**
BVPS (đồng/cp)	3.212	3.480	3.693	4.666	11.842	13.551	15.336	17.282	19.415	21.744
ROE	**12,5%**	**9,9%**	**7,6%**	**24,7%**	**17,8%**	**13,5%**	**12,4%**	**11,9%**	**11,6%**	**11,3%**
Biên lợi nhuận gộp	17,7%	20,1%	28,5%	55,1%	59,8%	69,5%	67,5%	67,7%	68,2%	68,6%
Biên lợi nhuận hoạt động	14,8%	16,3%	23,1%	48,3%	53,3%	62,9%	60,9%	61,1%	61,6%	61,9%
Biên lợi nhuận ròng	8,4%	9,6%	10,5%	39,0%	43,3%	45,7%	44,0%	43,9%	44,8%	45,7%
Doanh thu / Tài sản	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Vay & trái phiếu / Vốn CSH	1,95	1,28	1,43	1,61	0,62	0,53	0,56	0,49	0,42	0,36
(Vay - Tiền) / Vốn CSH	1,09	0,19	1,12	1,46	0,32	0,39	0,44	0,39	0,33	0,27
LNTT / Lãi vay (lần)	1,4	1,8	1,0	5,5	4,5	5,5	5,4	5,4	6,1	6,9
Doanh thu hoạt động	**9.518**	**8.441**	**6.374**	**6.466**	**8.261**	**9.097**	**9.840**	**10.804**	**11.598**	**12.416**
Tăng trưởng doanh thu	+148,6%	-11,3%	-24,5%	+1,5%	+27,7%	+10,1%	+8,2%	+9,8%	+7,3%	+7,1%
Lợi nhuận trước thuế	**997**	**1.012**	**834**	**3.154**	**4.471**	**5.202**	**5.434**	**5.922**	**6.490**	**7.088**
LNST cổ đông công ty mẹ	**797**	**806**	**667**	**2.519**	**3.579**	**4.158**	**4.347**	**4.738**	**5.192**	**5.670**
Tăng trưởng lợi nhuận	+58,6%	+1,2%	-17,2%	+277,4%	+42,1%	+16,2%	+4,5%	+9,0%	+9,6%	+9,2%
Tiền	6.676	9.191	2.783	1.733	8.681	4.409	4.409	4.409	4.409	4.409
Đầu tư tài chính & cho vay margin	16.960	9.921	18.892	27.642	38.526	44.593	49.023	53.151	57.051	61.320
Tổng tài sản	**26.857**	**20.225**	**22.462**	**30.368**	**48.402**	**51.363**	**59.215**	**63.734**	**68.088**	**72.835**
Vay ngắn hạn	15.221	10.840	12.545	18.329	12.924	12.337	15.843	15.623	14.786	13.862
Vay & trái phiếu dài hạn	1	0	286	0	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Tổng vay	**15.222**	**10.841**	**12.831**	**18.329**	**17.924**	**17.337**	**20.843**	**20.623**	**19.786**	**18.862**
Tổng nợ	19.036	11.750	13.469	19.005	19.567	18.364	21.869	21.650	20.812	19.889
Vốn chủ sở hữu	**7.820**	**8.475**	**8.993**	**11.363**	**28.835**	**32.999**	**37.346**	**42.084**	**47.276**	**52.946**

Ghi chú: VCK niêm yết trên HOSE từ 16/12/2025 nên P/E, P/B giai đoạn 2021–2024 không có dữ liệu. EPS, BVPS tính theo số cổ phiếu đang lưu hành 2.434,9 triệu cổ phiếu.

Nguồn: VPS, 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.