Báo cáo cập nhật KQKD Q3/2026 – SHS

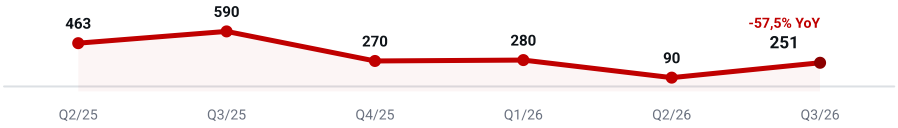
HNX · Công ty CP Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội *(SHS)*

DOANH THU HOẠT ĐỘNG	LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	VỐN CHỦ SỞ HỮU	DƯ NỢ CHO VAY MARGIN	VỐN HÓA (29/10/2026)
1.002	**251**	**12.521**	**12.435**	**11.153**
tỷ đồng · +22,8% YoY	tỷ đồng · -57,5% YoY	tỷ đồng · +4,0% YoY	tỷ đồng · +36,1% YoY	tỷ đồng · giá 12.400đ

ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 3

Q3/2026, SHS ghi nhận doanh thu hoạt động **1.002 tỷ đồng (+22,8% YoY, +122,5% QoQ)** và LNTT **251 tỷ đồng (-57,5% YoY, +179,6% QoQ)**. Doanh thu tự doanh tăng lên **566 tỷ đồng (+43,5% YoY)** nhờ lãi bán tài sản FVTPL 794 tỷ đồng, nhưng chênh lệch đánh giá lại ròng âm 451 tỷ đồng khiến lãi gộp tự doanh chỉ đạt **314 tỷ đồng (-20,1% YoY)**. Doanh thu cho vay margin đạt **341 tỷ đồng (+33,3% YoY)**, trong khi chi phí lãi vay tăng lên **349 tỷ đồng (+386,3% YoY)**, cao hơn doanh thu margin trong quý. Lũy kế 9T/2026, LNTT đạt **621 tỷ đồng (-55,0% YoY)**, hoàn thành 36,1% kế hoạch năm. **TCBS Research đánh giá triển vọng lợi nhuận ngắn hạn của SHS kém tích cực** do tăng trưởng margin phụ thuộc nhiều vào vốn vay, trong khi kế hoạch tăng vốn chưa được triển khai, khiến chi phí vốn tăng nhanh hơn doanh thu. Tại ngày 29/10/2026, SHS giao dịch ở **P/E 15,3 lần** và **P/B 0,89 lần**, so với bình quân ngành lần lượt 14,7 lần và 1,38 lần, trong khi ROE 12 tháng gần nhất ở mức **6,0%** (ngành: 11,9%). Do đó, TCBS Research đánh giá SHS chưa phải là cơ hội đầu tư hấp dẫn tại thời điểm hiện tại; nhà đầu tư nên tiếp tục theo dõi diễn biến chi phí vốn và tiến độ tăng vốn.

Lợi nhuận trước thuế theo quý · *tỷ đồng*



% HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH NĂM

Doanh thu · 2.017 / 3.739 tỷ — 53,9%

LNTT · 621 / 1.718 tỷ — 36,1%

VỐN CHỦ SỞ HỮU

12.544 → 12.521 tỷ đồng

-0,2% QoQ · chưa trừ cổ tức tiền mặt 450 tỷ đồng (thanh toán 16/10/2026)

DƯ NỢ CHO VAY MARGIN

11.722 → 12.435 tỷ đồng

+6,1% QoQ · margin/VCSH 0,99 lần · mức cao nhất từ trước đến nay

ĐIỂM NHẤN

+179,6% QOQ — **LNTT cải thiện so với quý trước**
251 tỷ đồng · lợi nhuận tự doanh 314 tỷ đồng, từ mức âm 97 tỷ đồng

-13,8% YOY — **Chi phí quản lý giảm**
30 tỷ đồng · bằng 4,7% lãi gộp hoạt động trong quý

CẦN THEO DÕI

+386,3% YOY — **Chi phí lãi vay tăng mạnh**
349 tỷ đồng · lãi vay bình quân 9,2%/năm

-451 TỶ ĐỒNG — **Lỗ đánh giá lại danh mục FVTPL**
Danh mục FVTPL lỗ chưa thực hiện 323 tỷ đồng tại 30/09/2026

36,1% KH LNTT — **Tiến độ kế hoạch chậm**
LNTT 9T/2026 621 / 1.718 tỷ đồng · ROE 12 tháng 6,0%

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG 2026

TCBS dự phóng doanh thu hoạt động năm 2026 đạt **2.713 tỷ đồng (-26,1% YoY)** và LNST **662 tỷ đồng (-50,7% YoY)**, tương ứng EPS **690 đồng** và ROE **5,3%**. LNST dự phóng giảm 11,2% so với báo cáo cập nhật KQKD Q2/2026, chủ yếu do lãi vay bình quân tăng lên 9,2%/năm trong Q3/2026 và lỗ đánh giá lại danh mục FVTPL. Dư nợ margin dự phóng đạt **12.808 tỷ đồng** cuối năm (+3,0% so với cuối Q3/2026), chủ yếu được tài trợ bằng vay ngắn hạn. Việc NHNN định hướng giảm lãi suất huy động từ cuối tháng 10/2026 có thể giúp chi phí vốn giảm dần trong các quý tới; ngược lại, trái phiếu chiếm 70,3% danh mục FVTPL nên lợi suất trái phiếu và thanh khoản thị trường là các yếu tố rủi ro chính đối với dự phóng.

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
2.713	**662**	**12.808**	**18,0**	**1,0**
tỷ đồng · -26,1% YoY	tỷ đồng · -50,7% YoY	tỷ đồng · dự phóng	lần · 2026F	lần · 2026F

1. Đánh giá của TCBS

Q3/2026, doanh thu hoạt động của SHS đạt **1.002 tỷ đồng (+22,8% YoY, +122,5% QoQ)**, LNTT **251 tỷ đồng (-57,5% YoY, +179,6% QoQ)** và LNST **203 tỷ đồng (-57,5% YoY)**. Doanh thu tự doanh đạt **566 tỷ đồng (+43,5% YoY)**, gồm lãi bán tài sản FVTPL 794 tỷ đồng và cổ tức, tiền lãi 150 tỷ đồng; sau lỗ bán 199 tỷ đồng và chênh lệch đánh giá lại ròng âm 451 tỷ đồng, lãi gộp tự doanh đạt **314 tỷ đồng (-20,1% YoY)**. Doanh thu cho vay margin đạt **341 tỷ đồng (+33,3% YoY, +7,0% QoQ)**, còn môi giới và lưu ký giảm còn **76 tỷ đồng (-46,9% YoY)** theo thanh khoản thị trường. Chi phí lãi vay đạt **349 tỷ đồng (+386,3% YoY, +77,8% QoQ)**, tương đương **55,2%** lãi gộp hoạt động. TCBS Research đánh giá SHS đang ở giai đoạn kém tích cực của chu kỳ lợi nhuận, do tốc độ mở rộng cho vay margin bằng nợ vay ngắn hạn vượt xa tốc độ tăng vốn chủ sở hữu, khiến chênh lệch giữa lợi suất cho vay và chi phí vốn thu hẹp đúng vào giai đoạn mặt bằng lãi suất tăng.

Tổng tài sản đạt **29.054 tỷ đồng (+5,4% QoQ, +43,3% YoY)**. Dư nợ margin tăng lên **12.435 tỷ đồng (+6,1% QoQ, +36,1% YoY)**, mức cao nhất từ trước đến nay, trong khi danh mục FVTPL giảm còn **8.358 tỷ đồng (-26,3% QoQ, -26,0% so với đầu năm)**. Nợ vay tăng lên **15.935 tỷ đồng (+9,9% QoQ, +117,5% YoY)**, toàn bộ là vay ngắn hạn. Vốn chủ sở hữu đạt **12.521 tỷ đồng (-0,2% QoQ)**; tỷ lệ margin/VCSH tăng lên 0,99 lần.

ĐIỂM CHÍNH

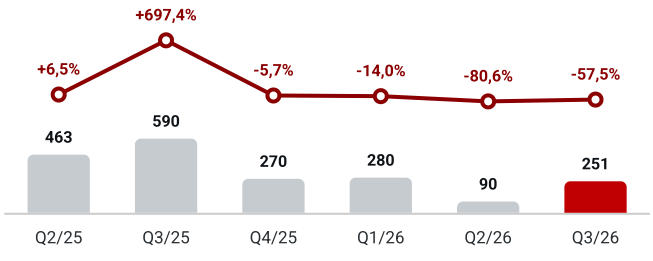
01 **Cho vay ký quỹ tiếp tục đóng vai trò động lực doanh thu chủ chốt** — Doanh thu từ hoạt động cho vay margin đạt 341 tỷ đồng, đóng góp 34,0% tổng doanh thu hoạt động, với lợi suất cho vay bình quân quy năm ở mức 11,3%. Lũy kế 9T/2026, doanh thu margin đạt 930 tỷ đồng, tăng 73,3% YoY, tiếp tục khẳng định vai trò trụ cột trong cơ cấu thu nhập của SHS.

02 **Lợi nhuận tự doanh chủ yếu đến từ hoạt động hiện thực hóa lợi nhuận** — Lãi bán ròng tài sản FVTPL đạt 595 tỷ đồng, bù đắp khoản lỗ chênh lệch đánh giá lại ròng 451 tỷ đồng. Đáng chú ý, giá trị lãi/lỗ chưa thực hiện của danh mục FVTPL đảo chiều từ lãi 907 tỷ đồng tại 31/12/2025 sang lỗ 323 tỷ đồng tại 30/09/2026, phản ánh sự suy giảm giá trị thị trường của danh mục đầu tư.

03 **Áp lực chi phí vốn gia tăng, thu hẹp biên lợi nhuận cho vay** — Lãi suất vay bình quân quy năm tăng lên 9,2%, so với 6,8% trong Q2/2026. Trong 9T/2026, chi phí lãi vay ghi nhận 710 tỷ đồng, tương đương 76,4% doanh thu margin cùng kỳ, cho thấy áp lực ngày càng lớn từ chi phí huy động vốn đối với hiệu quả hoạt động cho vay ký quỹ.

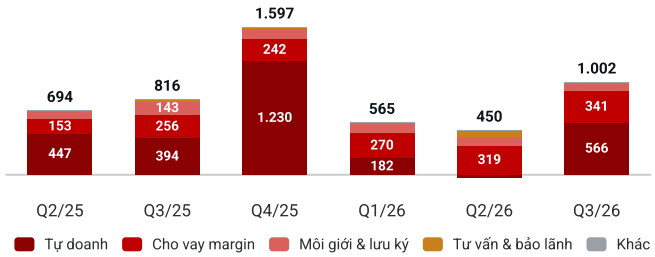
04 **Kết quả kinh doanh còn cách xa kế hoạch, hiệu quả sinh lời suy giảm** — Lũy kế 9T/2026, SHS mới hoàn thành 53,9% kế hoạch doanh thu năm (3.739 tỷ đồng) và 36,1% kế hoạch lợi nhuận trước thuế (1.718 tỷ đồng). Đồng thời, ROE lũy kế 12 tháng giảm còn 6,0%, so với 11,8% tại Q3/2025, phản ánh xu hướng suy giảm hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu.

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



Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

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



Nguồn: SHS, 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 ghi nhận giá năng lượng tăng mạnh, làm lạm phát toàn cầu tăng và khiến nhiều NHTW lớn chuyển sang thắt chặt chính sách tiền tệ. Xung đột Mỹ–Iran bước sang tháng thứ bảy và căng thẳng tăng 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 **113,88 USD/thùng** ngày 27/10/2026 (+16,2%).

- **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. Ngày 27/10/2026, giá dầu Brent giảm 1,93 USD/thùng (-1,7%) khi Iran, Saudi Arabia, Thổ Nhĩ Kỳ và Pakistan nhất trí tiếp tục đàm phán về hợp tác an ninh khu vực, nhưng vẫn ở mức cao do rủi ro gián đoạn vận tải qua eo biển Hormuz chưa giảm.
- **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 và chưa cải thiện bền vững trong tháng 10/2026. 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 chưa cải thiện bền vững** — 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. VN-Index đạt 1.774,15 điểm phiên 23/10/2026 rồi giảm về 1.761,87 điểm phiên 27/10/2026 (-0,4% so với cuối Q3/2026). Giá trị giao dịch bình quân năm phiên 21–27/10/2026 đạt 17.485 tỷ đồng, thấp hơn 6,1% so với bình quân phiên Q3/2026; bình quân 19 phiên tháng 10/2026 (đến 27/10) đạt 17.366 tỷ đồng.

Diễn biến VN-Index

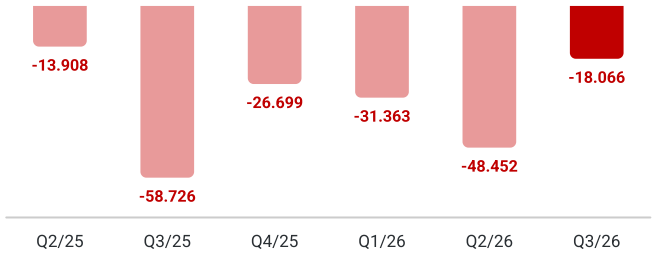
Điểm · giá đóng cửa ngày, 01/04/2025–27/10/2026



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

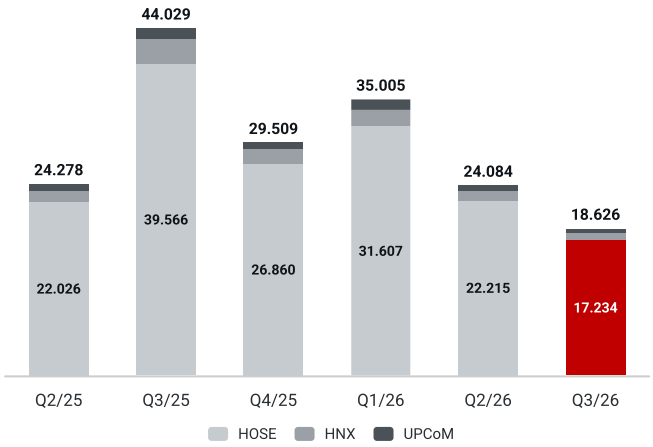
2.4. Ngành chứng khoán: môi giới chịu áp lực, margin là nguồn thu chính

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 nguồn lợi nhuận chính. 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; dư nợ cho vay của SHS chiếm 2,7% toàn ngành. 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 chuyển sang mua ròng.

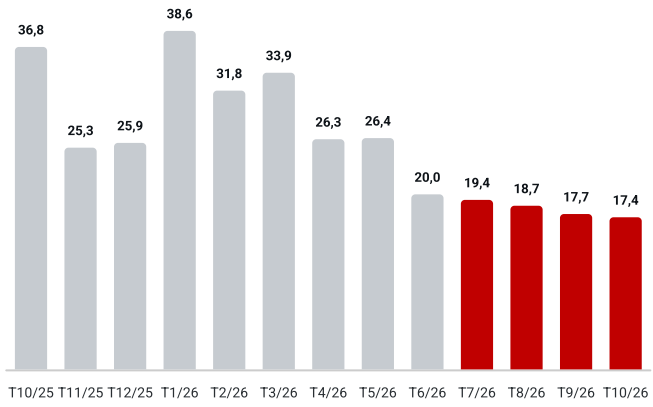
- **NHNN chỉ đạo giảm lãi suất** — Theo Công văn số 9736/NHNN-CSTT ngày 21/10/2026, NHNN yêu cầu các ngân hàng thương mại giảm tối thiểu 0,5%/năm lãi suất tiền gửi bình quân của các giao dịch phát sinh mới kỳ hạn từ 6 tháng trở lên trong các tháng cuối năm 2026, đồng thời giảm lãi suất cho vay; trước 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; đến ngày 27/10/2026, cả bốn ngân hàng thương mại nhà nước đã giảm lãi suất huy động tại quầy, mức giảm phổ biến 0,5 điểm %/năm ở kỳ hạn từ 6 tháng, một số ngân hàng giảm 0,6–0,7 điểm %/năm. 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



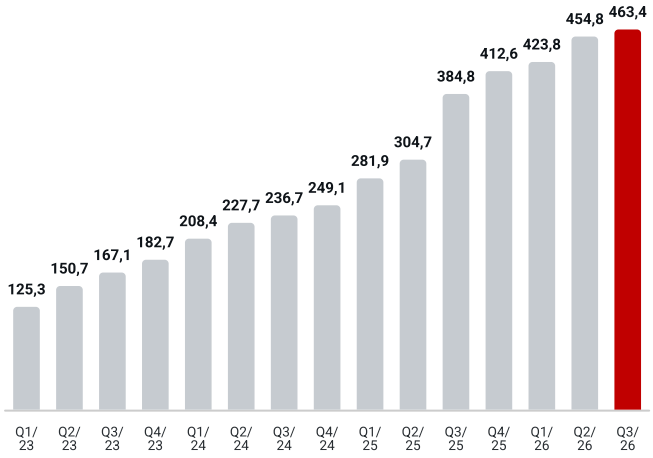
Nguồn: HOSE, HNX, TCBS tổng hợp và tính toán

Giá trị giao dịch bình quân phiên theo tháng
Nghìn tỷ đồng/phiên · 3 sàn · T10/2026 tính đến 27/10



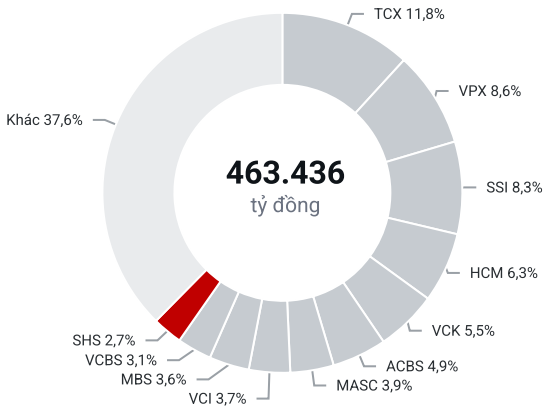
Nguồn: HOSE, HNX, TCBS tổng hợp và tính toán

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 (-5.688 tỷ đồng), SSI (-2.179 tỷ đồng) và VIX (-1.516 tỷ đồng) ghi nhận mức giảm lớn nhất. Dư nợ cho vay của SHS tăng 713 tỷ đồng (+6,1% QoQ) lên 12.435 tỷ đồng, tương ứng tỷ trọng 2,7% dư nợ toàn ngành.
- **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 duy trì ổn định, với HCM đạt 29.170 tỷ đồng (+0,5% QoQ) và VCI đạt 17.308 tỷ đồng (+0,9% QoQ). Ngược lại, nhóm CTCK có tệp khách hàng chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân như VCK và VND ghi nhận dư nợ giảm trong bối cảnh thanh khoản thị trường suy yếu.

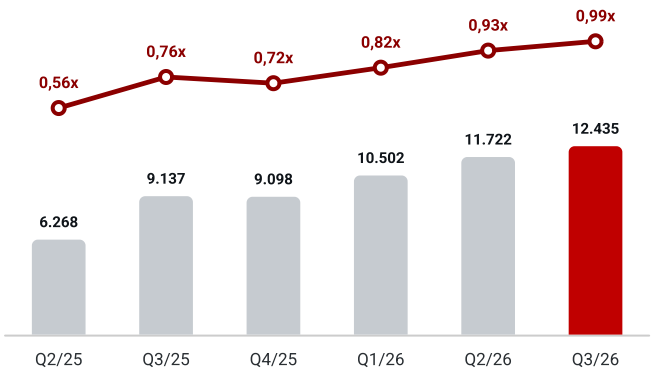
3. Phân tích các chỉ số tài chính

3.1. Cho vay margin & nguồn vốn

Dư nợ margin tiếp tục tăng, nhưng chênh lệch giữa lợi suất cho vay và chi phí vốn thu hẹp mạnh. Dư nợ cho vay đạt **12.435 tỷ đồng** cuối Q3/2026 (+6,1% QoQ, +36,1% YoY), mang về **341 tỷ đồng** doanh thu (+33,3% YoY), chiếm **34,0%** doanh thu hoạt động.

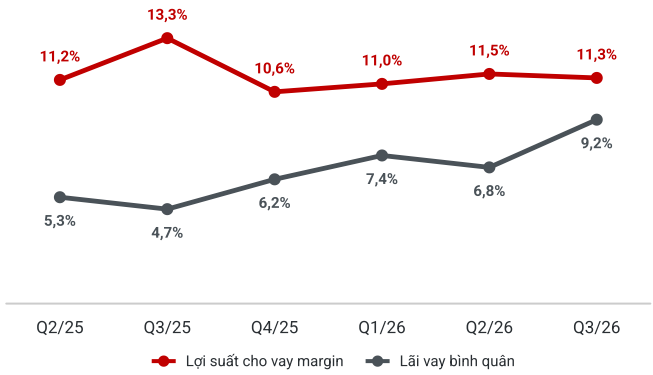
- **Lợi suất cho vay ổn định** — Lợi suất margin quy năm đạt 11,3% trong Q3/2026, nằm trong biên 10,6%–13,3% của sáu quý gần nhất. Doanh thu margin tăng chủ yếu nhờ mở rộng dư nợ, với dư nợ bình quân trong quý đạt 12.079 tỷ đồng (+56,8% YoY).
- **Đòn bẩy margin tăng, tăng trưởng dư nợ phụ thuộc vào mở rộng tệp khách hàng** — Tỷ lệ margin/VCSH tăng lên 0,99 lần, cao nhất trong sáu quý, từ 0,76 lần tại Q3/2025. Dù vẫn thấp hơn trần 2 lần vốn chủ sở hữu, TCBS Research đánh giá dư địa tăng dư nợ thực tế của SHS không lớn, do tăng trưởng cho vay margin phụ thuộc vào khả năng mở rộng tệp khách hàng trong bối cảnh giá trị giao dịch thị trường suy giảm. Phương án tăng vốn điều lệ lên 10.064 tỷ đồng được ĐHĐCĐ năm 2026 thông qua (thưởng cổ phiếu, ESOP và chào bán riêng lẻ) chưa được thực hiện tại 30/09/2026.
- **Chênh lệch lãi thu hẹp** — Lãi vay bình quân quy năm tăng lên 9,2% từ 6,8% trong Q2/2026 và 4,7% tại Q3/2025; chênh lệch giữa lợi suất cho vay và lãi vay còn 2,1 điểm %, từ 8,6 điểm % cùng kỳ. Toàn bộ nợ vay của SHS là vay ngắn hạn, nên chi phí vốn phụ thuộc vào lãi suất cho vay của các ngân hàng. Định hướng của NHNN từ cuối tháng 10/2026 chủ yếu giảm lãi suất huy động, còn giảm lãi suất cho vay tập trung vào lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và ưu tiên, nên chi phí vốn của SHS nhiều khả năng chỉ giảm dần khi mặt bằng lãi suất cho vay điều chỉnh theo.

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



Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

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



Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

3.2. Tự doanh & danh mục đầu tư

Danh mục chuyển dịch sang trái phiếu và tài sản thu nhập cố định; lãi bán là nguồn lợi nhuận chính của tự doanh. Doanh thu tự doanh Q3/2026 đạt **566 tỷ đồng**, gồm 794 tỷ đồng lãi bán tài sản FVTPL, 150 tỷ đồng cổ tức và tiền lãi, 25 tỷ đồng lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) và sẵn sàng để bán (AFS), sau khi ghi giảm 403 tỷ đồng chênh lệch đánh giá lại. Sau khi trừ 199 tỷ đồng lỗ bán, 47 tỷ đồng chênh lệch giảm đánh giá lại và các chi phí liên quan, lãi gộp mảng đạt **314 tỷ đồng** (Q2/2026: âm 97 tỷ đồng; Q3/2025: 393 tỷ đồng).

- **Danh mục đầu tư dịch chuyển sang trái phiếu** — Tại 30/09/2026, trái phiếu đạt 5.875 tỷ đồng, chiếm 70,3% danh mục FVTPL (8.358 tỷ đồng), so với 43,7% tại 31/12/2025. Ngược lại, cổ phiếu niêm yết và chưa niêm yết giảm còn 2.395 tỷ đồng từ 5.651 tỷ đồng. Ngoài ra, SHS nắm giữ 1.429 tỷ đồng tài sản HTM và 2.495 tỷ đồng tài sản AFS, trong đó 1.300 tỷ đồng AFS ngoài cổ phiếu phát sinh trong Q3/2026.
- **Danh mục FVTPL chuyển sang lỗ chưa thực hiện** — Chênh lệch giữa giá trị hợp lý và giá gốc danh mục FVTPL chuyển từ lãi 907 tỷ đồng tại 31/12/2025 sang lỗ 323 tỷ đồng tại 30/09/2026. Giá gốc cổ phiếu niêm yết giảm từ 3.529 tỷ đồng xuống 1.544 tỷ đồng sau các đợt bán ra; đồng thời, lãi chưa thực hiện 1.525 tỷ đồng chuyển thành lỗ 165 tỷ đồng. Cổ phiếu chưa niêm yết và trái phiếu lần lượt ghi nhận lỗ chưa thực hiện 95 tỷ đồng và 62 tỷ đồng.
- **Cổ phiếu AFS vẫn có lãi chưa thực hiện, nhưng mức lãi thu hẹp** — Giá trị hợp lý cổ phiếu AFS đạt 1.195 tỷ đồng (giá gốc 933 tỷ đồng), giảm từ 1.418 tỷ đồng cuối Q2/2026. Lãi chưa thực hiện còn 261 tỷ đồng, so với 813 tỷ đồng tại 31/12/2025. Biến động này được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu, không ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh.

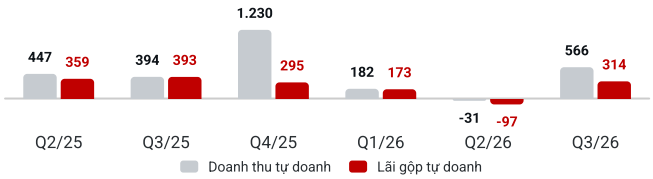
Chi tiết kết quả tự doanh theo quý (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Lãi bán tài sản FVTPL	154	493	161	392	694	794
Lỗ bán tài sản FVTPL	(102)	(66)	(191)	(399)	(64)	(199)
Lãi/lỗ bán ròng	**52**	**427**	**(30)**	**(7)**	**631**	**595**
Chênh lệch đánh giá lại ròng	**206**	**(83)**	**456**	**43**	**(822)**	**(451)**
Cổ tức, tiền lãi từ FVTPL	76	56	65	142	98	150
Lãi từ HTM và AFS	30	0	0	0	1	25
Chi phí tự doanh & dự phòng	(5)	(6)	(196)	(5)	(5)	(5)
Lãi gộp tự doanh	**359**	**393**	**295**	**173**	**(97)**	**314**

Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

Doanh thu & lãi gộp tự doanh theo quý

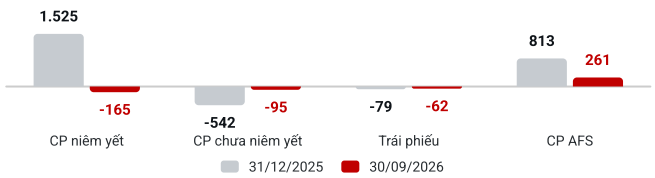
Tỷ đồng



Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

Lãi/(lỗ) chưa thực hiện theo loại tài sản

Tỷ đồng · 31/12/2025 so với 30/09/2026



Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

Danh mục FVTPL và AFS theo loại tài sản (tỷ đồng)

Loại tài sản	Giá gốc 31/12/2025	Giá trị hợp lý 31/12/2025	Lãi/(lỗ) chưa thực hiện 31/12/2025	Giá gốc 30/09/2026	Giá trị hợp lý 30/09/2026	Lãi/(lỗ) chưa thực hiện 30/09/2026
Cổ phiếu niêm yết	3.529	5.054	1.525	1.544	1.379	(165)
Cổ phiếu chưa niêm yết	1.139	597	(542)	1.112	1.017	(95)
Chứng chỉ quỹ	40	43	3	55	56	1
Trái phiếu	5.018	4.939	(79)	5.938	5.875	(62)
Chứng chỉ tiền gửi & khác	659	659	0	33	31	(1)
Tổng danh mục FVTPL	**10.385**	**11.292**	**907**	**8.681**	**8.358**	**(323)**
Cổ phiếu AFS	723	1.536	813	933	1.195	261
Tài sản AFS khác	0	0	0	1.300	1.300	0

Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

3.3. Tư vấn tài chính & bảo lãnh phát hành

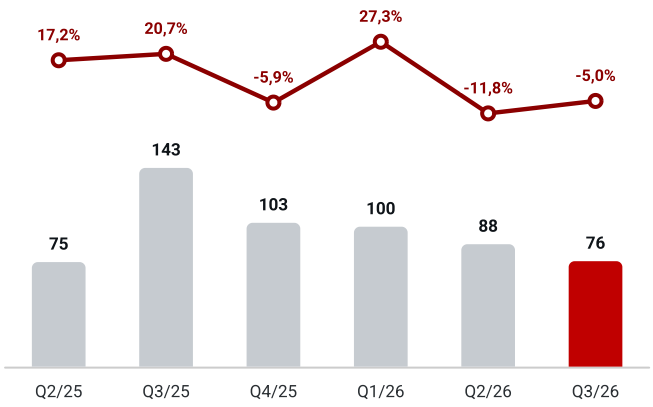
Doanh thu tư vấn và bảo lãnh phát hành 9T/2026 đạt **88 tỷ đồng (+91,7% YoY)**, trong đó tư vấn tài chính 76 tỷ đồng, chủ yếu ghi nhận trong Q2/2026 (68 tỷ đồng), và bảo lãnh, đại lý phát hành chứng khoán 11 tỷ đồng. Riêng Q3/2026, doanh thu mảng đạt 13 tỷ đồng (-35,9% YoY), gồm 9 tỷ đồng bảo lãnh, đại lý phát hành và 3 tỷ đồng tư vấn tài chính; chi phí của mảng 25 tỷ đồng khiến lãi gộp âm 12 tỷ đồng. TCBS Research đánh giá mảng tư vấn và bảo lãnh có đóng góp nhỏ (1,3% doanh thu hoạt động Q3/2026) và phụ thuộc vào từng thương vụ, nên chưa trở thành nguồn thu ổn định trong ngắn hạn.

3.4. Môi giới

Doanh thu môi giới suy giảm theo thanh khoản thị trường, trong khi vẫn chưa tạo ra lợi nhuận gộp. Doanh thu môi giới và lưu ký đạt **76 tỷ đồng (-46,9% YoY; -13,9% QoQ)**, chiếm 7,6% doanh thu hoạt động; biên lãi gộp âm 5,0%, cải thiện so với mức âm 11,8% trong Q2/2026.

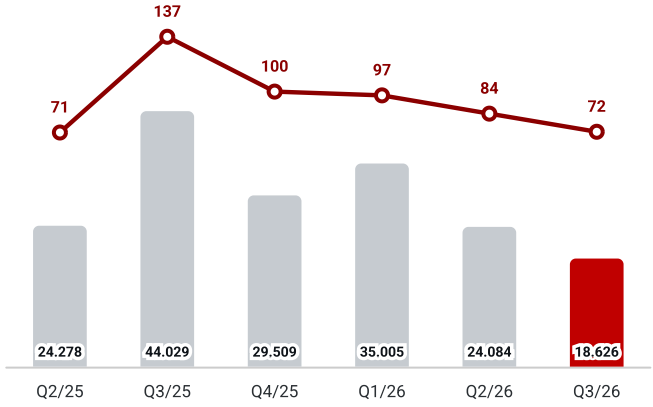
- **Doanh thu giảm chậm hơn thanh khoản thị trường** — Doanh thu môi giới chứng khoán đạt 72 tỷ đồng (-47,6% YoY), thấp hơn mức giảm 57,7% YoY của giá trị giao dịch bình quân phiên trên ba sàn (mục 2.3).
- **Chi phí môi giới tiếp tục vượt doanh thu** — Chi phí môi giới và lưu ký giảm 29,7% YoY xuống 80 tỷ đồng, chậm hơn tốc độ giảm doanh thu, khiến mảng ghi nhận lỗ gộp 4 tỷ đồng trong Q3/2026. Lũy kế 9T/2026, biên lãi gộp đạt 5,0%.
- **Môi giới chủ yếu đóng vai trò hỗ trợ hoạt động margin** — Với tỷ trọng 7,6% doanh thu hoạt động, mảng môi giới có đóng góp hạn chế vào lợi nhuận, chủ yếu hỗ trợ duy trì tệp khách hàng và tạo nguồn tăng trưởng cho hoạt động cho vay ký quỹ.

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



Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

Giá trị giao dịch thị trường & doanh thu môi giới
Cột: GTGD bình quân phiên 3 sàn (tỷ đồng) · đường: DT môi giới SHS (tỷ đồng)



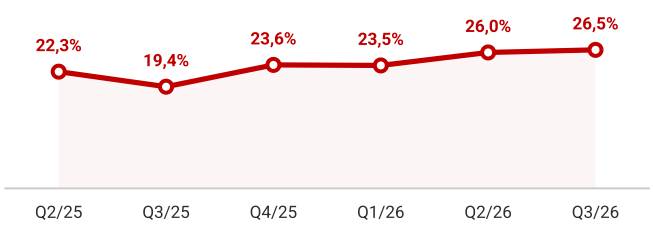
Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

3.5. Hiệu quả chi phí & khả năng sinh lời

Chi phí lãi vay làm giảm hiệu quả sinh lời. CIR lũy kế 12 tháng ở mức 26,5%, tăng từ 19,4% cùng kỳ. ROE lũy kế 12 tháng giảm còn 6,0% từ 8,5% cuối Q2/2026 và 11,8% tại Q3/2025. Chi phí quản lý trong quý ở mức 30 tỷ đồng (-13,8% YoY).

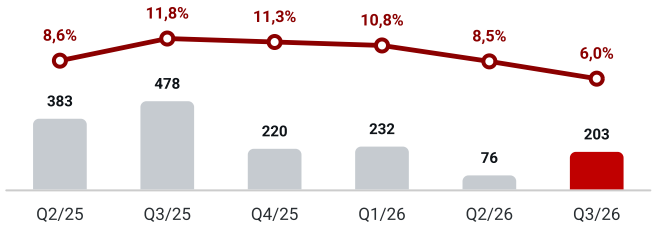
- **CIR tăng do chi phí ngoài tự doanh tăng nhanh** — Chi phí môi giới, lưu ký, tư vấn, hoạt động khác và quản lý lũy kế 12 tháng đạt 625 tỷ đồng (+41,5% YoY), trong khi thu nhập hoạt động thuần chỉ tăng 3,4%; riêng chi phí môi giới và lưu ký tăng 82 tỷ đồng, chi phí tư vấn tăng 41 tỷ đồng.
- **LNST 12 tháng giảm** — LNST lũy kế 12 tháng đạt 731 tỷ đồng, so với 1.005 tỷ đồng cuối Q2/2026 và 1.359 tỷ đồng cuối Q3/2025, do quý lãi lớn Q3/2025 (478 tỷ đồng) không còn nằm trong kỳ tính.
- **ROE phụ thuộc chi phí vốn** — Chi phí lãi vay lũy kế 12 tháng đạt 840 tỷ đồng, gấp 4,8 lần cùng kỳ, trong khi vốn chủ sở hữu chỉ tăng 4,0% YoY. ROE phục hồi phụ thuộc vào mức giảm lãi vay bình quân và tiến độ tăng vốn.

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



Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

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



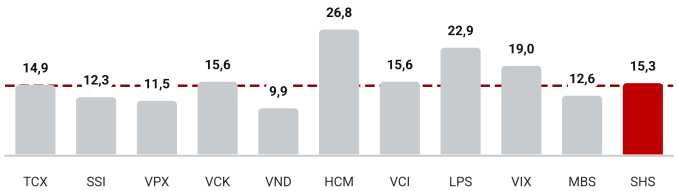
Nguồn: SHS, TCBS tổng hợp và tính toán

3.6. Định giá và so sánh

SHS có P/E tương đương nhưng P/B thấp hơn bình quân ngành, phản ánh hiệu quả sinh lời thấp. Tại giá đóng cửa ngày 29/10/2026 (12.400 đồng/cp), SHS giao dịch ở P/E 15,3 lần và P/B 0,89 lần, so với bình quân ngành lần lượt 14,7 lần và 1,38 lần. ROE lũy kế 12 tháng đạt 6,0%, thấp hơn đáng kể mức 11,9% của ngành.

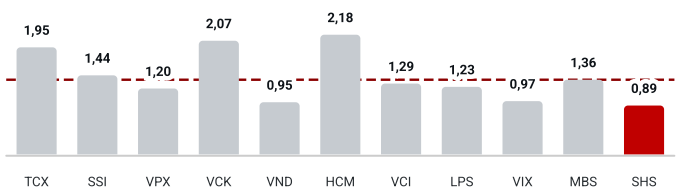
- **Đòn bẩy tài chính gia tăng** — Tổng tài sản đạt 29.054 tỷ đồng, tương đương 2,3 lần vốn chủ sở hữu (12.521 tỷ đồng), tăng từ mức 1,7 lần tại Q3/2025.
- **P/B thấp phản ánh ROE thấp** — So với 10 CTCK có tổng tài sản lớn nhất, SHS có P/B và ROE thấp hơn toàn bộ các doanh nghiệp trong nhóm. P/B thấp hơn khoảng 35% so với bình quân ngành, tương ứng với ROE chỉ bằng khoảng một nửa ngành.
- **P/E dự phóng ở mức cao** — P/E 15,3 lần được tính trên LNST lũy kế 12 tháng đạt 731 tỷ đồng. Với LNST dự phóng năm 2026 là 662 tỷ đồng (EPS 690 đồng/cp sau thưởng cổ phiếu), P/E dự phóng tăng lên 18,0 lần.

P/E — Top 10 CTCK theo tổng tài sản & SHS
Lần · đường đứt: bình quân ngành môi giới chứng khoán 14,7



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

P/B — Top 10 CTCK theo tổng tài sản & SHS
Lần · đường đứt: bình quân ngành môi giới chứng khoán 1,38



Nguồn: 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	791	665	888	587	958	3.392
Đầu tư ngắn hạn (FVTPL+HTM+AFS)	9.968	10.189	12.828	10.986	13.501	12.282
• Tài sản FVTPL	9.174	9.020	11.292	9.542	11.334	8.358
• Nắm giữ đến đáo hạn (HTM)	0	0	0	0	750	1.429
• Sẵn sàng để bán (AFS)	794	1.169	1.536	1.444	1.418	2.495
Cho vay margin	6.268	9.137	9.098	10.502	11.722	12.435
Phải thu	187	162	84	164	1.251	714
Tài sản khác	118	121	135	129	134	231
TỔNG TÀI SẢN	**17.333**	**20.274**	**23.032**	**22.367**	**27.567**	**29.054**
Nợ vay & trái phiếu ngắn hạn	4.837	7.325	9.350	8.512	14.496	15.935
Nợ vay & trái phiếu dài hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ phải trả khác	1.311	911	1.080	1.120	527	597
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	**6.148**	**8.236**	**10.430**	**9.632**	**15.023**	**16.532**
Vốn điều lệ	8.945	8.945	8.995	8.995	8.995	8.995
LN giữ lại & các quỹ	1.763	2.241	2.461	2.693	2.728	2.932
Vốn khác	477	852	1.147	1.049	821	595
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	**11.185**	**12.037**	**12.602**	**12.736**	**12.544**	**12.521**

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	447	394	1.230	182	(31)	566
DT cho vay margin	153	256	242	270	319	341
DT môi giới & lưu ký	75	143	103	100	88	76
DT tư vấn & bảo lãnh phát hành	18	20	18	7	69	13
DT khác	1	4	4	7	6	7
Tổng doanh thu hoạt động	**694**	**816**	**1.597**	**565**	**450**	**1.002**
Chi phí hoạt động	(156)	(120)	(1.123)	(92)	(147)	(370)
Lãi gộp hoạt động	**538**	**696**	**474**	**473**	**303**	**632**
Doanh thu tài chính	1	1	2	1	1	1
Chi phí tài chính (lãi vay)	(53)	(72)	(130)	(166)	(196)	(352)
Chi phí quản lý	(23)	(34)	(76)	(28)	(18)	(30)
Thu nhập khác ròng	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**463**	**590**	**270**	**280**	**90**	**251**
Lợi nhuận sau thuế	**383**	**478**	**220**	**232**	**76**	**203**

Nguồn: SHS, 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)	325,3	813,2	813,2	813,2	899,5	959,4	1.006,4	1.006,4	1.006,4	1.006,4
P/E (lần)	**13,9**	**37,8**	**24,7**	**9,2**	**13,2**	**18,0**	**16,5**	**15,3**	**14,5**	**13,7**
EPS (đồng/cp)	1.552	180	621	1.129	1.493	690	752	812	854	902
P/B (lần)	**3,2**	**0,7**	**1,3**	**0,8**	**1,4**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,9**
BVPS (đồng/cp)	6.732	10.490	11.410	12.464	14.010	12.896	13.224	13.536	13.890	14.293
ROE	30,1%	2,1%	5,7%	9,5%	11,3%	5,3%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%
Biên lợi nhuận gộp	71,2%	29,4%	58,5%	71,6%	57,0%	72,8%	81,2%	81,1%	81,5%	81,8%
Biên lợi nhuận hoạt động	65,5%	23,0%	50,6%	65,1%	52,5%	68,5%	76,9%	76,9%	77,2%	77,5%
Biên lợi nhuận ròng	48,2%	10,5%	38,3%	51,0%	36,6%	24,4%	25,7%	25,6%	25,2%	24,8%
Doanh thu / Tài sản	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vay & trái phiếu / Vốn CSH	0,64	0,11	0,09	0,19	0,74	1,34	1,33	1,42	1,51	1,59
(Vay - Tiền) / Vốn CSH	0,53	0,00	0,00	0,13	0,67	1,07	1,08	1,17	1,26	1,36
EBIT / Lãi vay (lần)	12,8	2,2	12,6	20,6	6,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6
Doanh thu hoạt động	**2.895**	**1.542**	**1.460**	**1.991**	**3.669**	**2.713**	**2.946**	**3.187**	**3.416**	**3.665**
Tăng trưởng doanh thu	+60,4%	-46,7%	-5,3%	+36,4%	+84,2%	-26,1%	+8,6%	+8,2%	+7,2%	+7,3%
Lợi nhuận trước thuế	1.753	197	684	1.239	1.649	810	946	1.022	1.075	1.135
LNST cổ đông công ty mẹ	**1.396**	**162**	**559**	**1.016**	**1.343**	**662**	**757**	**817**	**860**	**908**
Tăng trưởng lợi nhuận	+85,1%	-88,4%	+244,8%	+81,6%	+32,3%	-50,7%	+14,3%	+7,9%	+5,2%	+5,6%
Tiền	652	1.040	852	681	888	3.392	3.392	3.392	3.392	3.392
Đầu tư ngắn hạn & cho vay margin	9.220	8.267	9.528	12.944	21.926	25.090	27.045	28.919	30.957	33.177
Tổng tài sản	**10.911**	**10.900**	**11.457**	**14.028**	**23.032**	**29.427**	**31.382**	**33.255**	**35.294**	**37.513**
Vay ngắn hạn	3.348	1.067	892	2.141	9.350	16.608	17.722	19.341	21.066	22.929
Vay dài hạn	500	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tổng vay	3.848	1.067	892	2.141	9.350	16.608	17.722	19.341	21.066	22.929
Tổng nợ	4.855	1.464	1.194	2.817	10.430	17.054	18.073	19.632	21.314	23.129
Vốn chủ sở hữu	**6.056**	**9.436**	**10.264**	**11.211**	**12.602**	**12.373**	**13.309**	**13.623**	**13.980**	**14.385**

Nguồn: SHS, 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.