

Báo cáo cập nhật KQKD Q3/2026 – VND

HOSE · Công ty CP Chứng khoán VNDIRECT (VNDIRECT Securities)

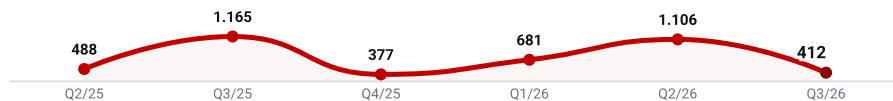


DOANH THU HOẠT ĐỘNG 1.715 tỷ đồng · -22,6% YoY	LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ 412 tỷ đồng · -64,6% YoY	VỐN CHỦ SỞ HỮU 21.762 tỷ đồng · +5,8% YoY	DƯ NỢ CHO VAY MARGIN 12.232 tỷ đồng · -17,6% YoY	VỐN HÓA (26/10/2026) 20.627 tỷ đồng · giá ~13.550đ
--	---	---	--	--

ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 3

Q3/2026, doanh thu hoạt động và LNTT của VND lần lượt đạt **1.715 tỷ đồng (-22,6% so với cùng kỳ)** và **412 tỷ đồng (-64,6% so với cùng kỳ)**; LNST đạt 329 tỷ đồng, thấp nhất kể từ Q4/2024. Doanh thu margin đạt **375 tỷ đồng (-3,2%)**, trong khi lãi gộp tự doanh giảm **54,4%** xuống 479 tỷ đồng do lỗ đánh giá lại FVTPL tăng lên 510 tỷ đồng; doanh thu môi giới và lưu ký giảm **69,1%** xuống 122 tỷ đồng. Chi phí lãi vay tăng 19,6% lên 358 tỷ đồng dù dư nợ vay giảm. **TCBS Research đánh giá KQKD Q3/2026 kém tích cực** do lợi nhuận phụ thuộc vào tự doanh trong khi mảng môi giới tiếp tục thu hẹp, với thị phần môi giới HOSE và dư nợ margin giảm dần qua các quý, lần lượt từ 5,42% và 14.844 tỷ đồng tại Q3/2025 xuống **3,90%** và **12.232 tỷ đồng** tại Q3/2026. Tại ngày 26/10/2026, VND giao dịch ở **P/E 9,8 lần** và **P/B 0,9 lần**, thấp hơn bình quân ngành lần lượt 13,1 lần và 1,4 lần, phản ánh hiệu quả hoạt động thấp hơn ngành với **ROE lũy kế 12 tháng đạt 9,9%**, so với 11,9% của ngành. Tính đến 26/10/2026, đã có 26 ngân hàng giảm lãi suất huy động, phổ biến 0,5 điểm %/năm đối với kỳ hạn từ 6 tháng, **tạo dư địa giảm chi phí vốn cho VND**, nhưng mức độ hỗ trợ lợi nhuận còn phụ thuộc vào diễn biến thị trường và hiệu quả hoạt động tự doanh. Nhà đầu tư nên **tiếp tục theo dõi diễn biến danh mục tự doanh và thị phần môi giới trước khi giải ngân** vào cổ phiếu VND.

Lợi nhuận trước thuế theo quý · tỷ đồng



ĐIỂM NHẤN

+4,6% LNST lũy kế tăng trưởng

YoY · 9T 1.757 tỷ đồng · hoàn thành 72,8% kế hoạch năm

1.791 Thu hồi công nợ nhóm Trung Nam

TỶ ĐỒNG Phải thu khó đòi nhóm Trung Nam giảm từ 1.835 tỷ đồng còn 43 tỷ đồng trong 6T/2026

21,9% Chi phí vận hành được kiểm soát

CIR TTM Giảm 3,3 điểm % so với cùng kỳ (25,2%)

CẦN THEO DÕI

-54,4% Lãi gộp tự doanh giảm

YoY 479 tỷ đồng · lỗ đánh giá lại FVTPL

-69,1% Môi giới thu hẹp

YoY 122 tỷ đồng · thị phần HOSE 3,90%

6,0% Chi phí vốn tăng

LÃI VAY BQ Chi phí lãi vay 358 tỷ đồng · +19,6%

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG 2026

TCBS dự phóng KQKD năm 2026 của VND tăng trưởng nhẹ, tuy nhiên dựa trên nền lợi nhuận cao của Q1 và Q2/2026, trong đó Q2/2026 có khoản hoàn nhập dự phòng. Doanh thu hoạt động dự kiến đạt **7.191 tỷ đồng (+8,3% so với cùng kỳ)**, LNST đạt **2.230 tỷ đồng (+10,3%)**, tương ứng EPS **1.465 đồng** và ROE **10,3%**; LNTT đạt 2.790 tỷ đồng, hoàn thành 92,5% kế hoạch năm. Tự doanh tiếp tục đóng góp chủ lực với thu nhập ròng dự phóng 2.609 tỷ đồng, trong khi dư nợ margin cuối năm dự kiến đạt **12.599 tỷ đồng (+3,0%** so với cuối Q3/2026). Lãi suất giảm có thể hỗ trợ lợi nhuận thông qua tiết giảm chi phí vốn; với dư nợ vay 22.016 tỷ đồng, mỗi 0,5 điểm % giảm lãi suất giúp tiết kiệm khoảng 110 tỷ đồng chi phí lãi vay mỗi năm. Tại ngày 26/10/2026, VND giao dịch ở **P/E dự phóng 9,2 lần** và **P/B 0,9 lần**; tuy nhiên, thị phần môi giới suy giảm và biến động danh mục FVTPL vẫn là những rủi ro cần theo dõi.

DỰ PHÓNG CẢ NĂM 2026

DOANH THU HOẠT ĐỘNG 7.191 tỷ đồng · +8,3% YoY	LỢI NHUẬN SAU THUẾ 2.230 tỷ đồng · +10,3% YoY	DƯ NỢ CHO VAY MARGIN 12.599 tỷ đồng · dự phóng	P/E DỰ PHÓNG 9,2 lần · 2026F	P/B DỰ PHÓNG 0,9 lần · 2026F
---	---	--	--	--

1. Đánh giá của TCBS

TCBS Research đánh giá KQKD Q3/2026 của VND kém tích cực. Doanh thu hoạt động đạt **1.715 tỷ đồng** (-22,6% YoY, -8,3% QoQ), LNTT đạt **412 tỷ đồng** (-64,6% YoY, -62,7% QoQ) và LNST đạt **329 tỷ đồng** (-64,5% YoY). Mức giảm chủ yếu đến từ tự doanh: lỗ và chi phí liên quan tăng lên 733 tỷ đồng (Q3/2025: 389 tỷ đồng), khiến lãi gộp tự doanh giảm còn **479 tỷ đồng** (-54,4% YoY). Doanh thu môi giới và lưu ký giảm còn **122 tỷ đồng** (-69,1% YoY), trong khi chi phí lãi vay tăng lên 358 tỷ đồng (+19,6% YoY). Doanh thu cho vay margin đạt **375 tỷ đồng** (-3,2% YoY), ổn định so với quý trước. Lũy kế 9T/2026, doanh thu hoạt động đạt **5.391 tỷ đồng** (+3,4% YoY), LNTT đạt **2.199 tỷ đồng** (+3,2% YoY) và LNST đạt 1.757 tỷ đồng (+4,6% YoY), lần lượt hoàn thành 72,9% và 72,8% kế hoạch năm.

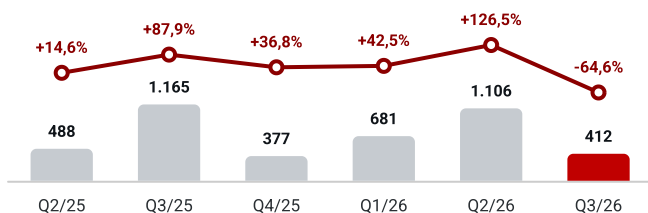
Tổng tài sản đạt **45.636 tỷ đồng** (-8,5% QoQ, -18,6% YoY). Dư nợ cho vay margin giảm 4,9% QoQ về **12.232 tỷ đồng** (-17,6% YoY). Danh mục tài sản tài chính giảm xuống 29.608 tỷ đồng từ 32.123 tỷ đồng cuối Q2/2026, chủ yếu do các khoản HTM giảm 2.818 tỷ đồng. Các khoản phải thu giảm còn 1.521 tỷ đồng từ 4.110 tỷ đồng cuối Q1/2026 sau khi thu hồi phần lớn công nợ của nhóm Trung Nam. Nợ vay giảm còn **22.016 tỷ đồng** (-15,0% QoQ, -31,3% YoY), gồm 20.018 tỷ đồng vay ngắn hạn và 1.998 tỷ đồng trái phiếu dài hạn. Vốn chủ sở hữu tăng 1,5% QoQ lên **21.762 tỷ đồng**.

ĐIỂM CHÍNH

- 01 Tự doanh vẫn là nguồn thu lớn nhất nhưng lãi gộp giảm mạnh** – Doanh thu tự doanh đạt 1.212 tỷ đồng, chiếm 70,7% doanh thu hoạt động, gồm 399 tỷ đồng lãi bán, 453 tỷ đồng chênh lệch tăng đánh giá lại và 285 tỷ đồng cổ tức, tiền lãi từ tài sản FVTPL. Chênh lệch đánh giá lại ròng âm 57 tỷ đồng (Q2/2026: dương 98 tỷ đồng), kéo lãi gộp tự doanh giảm 56,9% QoQ về 479 tỷ đồng.
- 02 Môi giới tiếp tục thu hẹp** – Thị phần môi giới HOSE của VND đạt 3,90% trong Q3/2026, thấp nhất trong 15 quý gần nhất, từ 5,42% ở Q3/2025 và 6,36% ở Q2/2025; VND giữ hạng 7. Giá trị giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư qua VND giảm 70,8% YoY, khiến doanh thu môi giới và lưu ký giảm 69,1% YoY về 122 tỷ đồng, biên lãi gộp còn 14,9%.
- 03 Chi phí vốn tăng nhanh hơn lợi suất cho vay** – Lãi vay bình quân tăng lên 6,0% từ 4,1% tại Q3/2025, trong khi lợi suất cho vay margin ở mức 12,0%; chênh lệch giữa hai chỉ tiêu thu hẹp còn 6,0 điểm % (Q3/2025: 8,1 điểm %). Chi phí lãi vay tăng 19,6% YoY dù nợ vay giảm 31,3% YoY.
- 04 Lợi nhuận lũy kế bám sát kế hoạch, hiệu quả vốn thấp hơn ngành** – LNST 9T/2026 đạt 1.757 tỷ đồng (+4,6% YoY), hoàn thành 72,8% kế hoạch 2.414 tỷ đồng, gồm 313 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng ròng trong Q2/2026. ROE lũy kế 12 tháng giảm còn 9,9%, thấp hơn mức 11,9% của ngành.

■ Lợi nhuận trước thuế theo quý

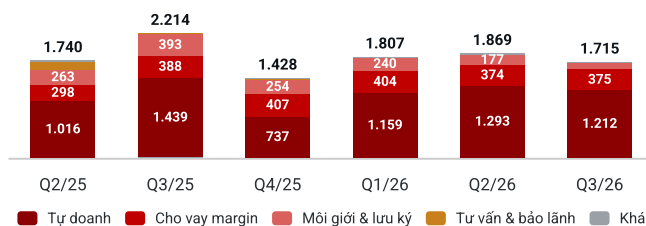
Tỷ đồng · đường = tăng trưởng YoY (%)



Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp và tính toán

■ Cơ cấu doanh thu hoạt động theo quý

Tỷ đồng · theo 5 mảng kinh doanh



Nguồn: VNDIRECT, 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 **111,70 USD/thùng** ngày 23/10/2026 (+13,9%).

- **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 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 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 đang dần cải thiện** — 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 23/10/2026, VN-Index tăng lên 1.774,15 điểm (+2,0% so với ngày 21/10 và +0,3% so với cuối Q3/2026); giá trị giao dịch bình quân ba phiên 21–23/10 đạt 19.071 tỷ đồng, cao hơn 2,4% so với bình quân phiên Q3/2026.

■ Diễn biến VN-Index

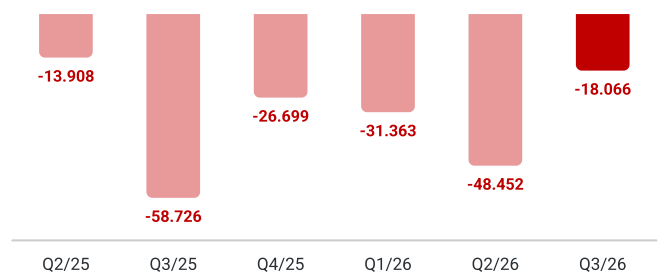
Điểm · giá đóng cửa ngày, 01/04/2025–23/10/2026



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

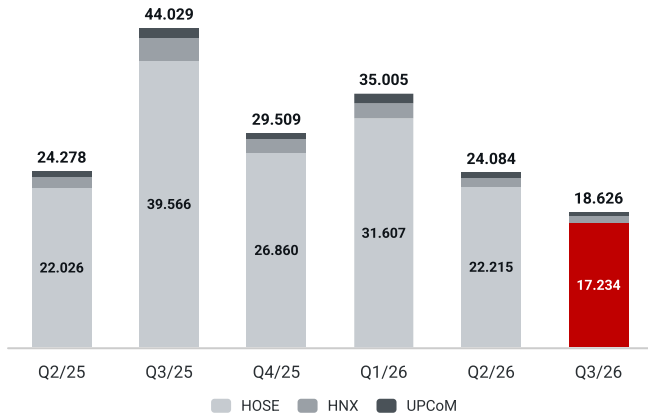
2.4. Ngành chứng khoán: môi giới chịu áp lực, margin là điểm tựa

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; dư nợ cho vay của VND chiếm 2,6% toàn ngành, thấp hơn nhóm 10 CTCK dẫn đầu. 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 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

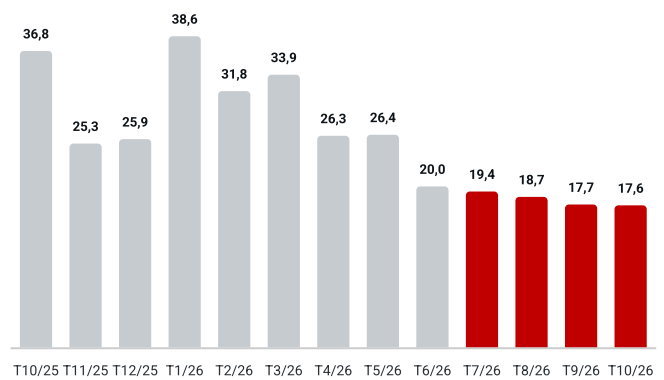
Tỷ đồng/phiên · 3 sàn, gồm khớp lệnh và thỏa thuận



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

■ Giá trị giao dịch bình quân phiên theo tháng

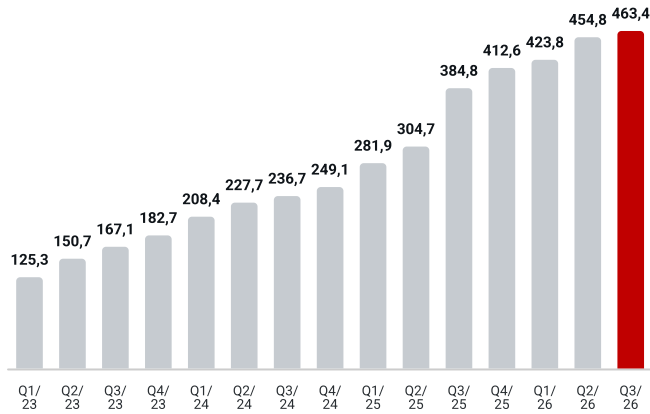
Nghìn tỷ đồng/phiên · 3 sàn · T10/2026 tính đến 23/10



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

■ Dư nợ cho vay của các CTCK theo quý

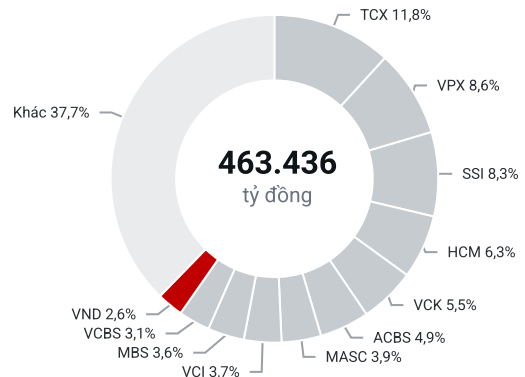
Nghìn tỷ đồng · tổng "Các khoản cho vay" trên BCTC hợp nhất



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 VND giảm 627 tỷ đồng (-4,9% QoQ) về 12.232 tỷ đồng, tương ứng tỷ trọng 2,6% dư nợ toàn ngành.

■ **Tập 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 thể 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). Ngược lại, nhóm CTCK có tập 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

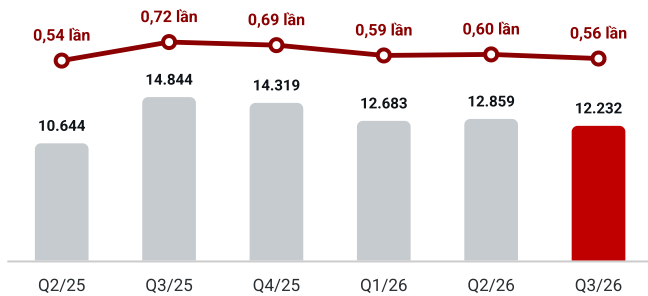
3.1. Cho vay margin & nguồn vốn

Dư nợ margin giảm theo thanh khoản thị trường, lợi suất cho vay duy trì ổn định. Dư nợ cho vay cuối Q3/2026 đạt **12.232 tỷ đồng** (-4,9% QoQ, -17,6% YoY), mang về **375 tỷ đồng** doanh thu (-3,2% YoY, +0,3% QoQ), chiếm **21,9%** doanh thu hoạt động.

- **Lợi suất cho vay duy trì ổn định** — Lợi suất margin quy năm đạt 12,0% trong Q3/2026, so với 11,7% tại Q2/2026 và 12,2% tại Q3/2025. Doanh thu margin giảm nhẹ so với cùng kỳ chủ yếu do dư nợ bình quân trong quý thấp hơn.
- **Dư nợ margin thu hẹp** — Dư nợ giảm 627 tỷ đồng trong quý, trong bối cảnh giá trị giao dịch bình quân phiên của thị trường giảm 22,7% QoQ (mục 2.3). Tỷ lệ margin/VCSH giảm còn 0,56 lần từ 0,60 lần.
- **Chi phí vốn tăng, chênh lệch lãi suất thu hẹp** — Lãi vay bình quân tăng lên 6,0% từ 5,6% trong Q2/2026 và 4,1% tại Q3/2025, khiến chênh lệch giữa lợi suất cho vay và chi phí vốn còn 6,0 điểm %, so với 8,1 điểm % cùng kỳ. Nguồn vốn vay gồm 20.018 tỷ đồng vay ngắn hạn và 1.998 tỷ đồng trái phiếu dài hạn.

■ Dư nợ margin & đòn bẩy margin/VCSH

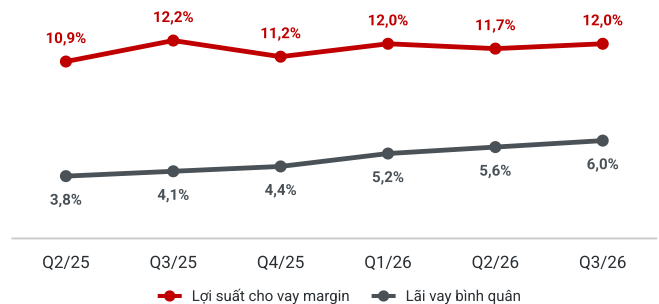
Cột: tỷ đồng · đường: lần



Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp và tính toán

■ Lợi suất cho vay margin & lãi vay bình quân

% · quy năm từ số liệu quý



Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp và tính toán

3.2. Tự doanh & danh mục đầu tư

Doanh thu tự doanh ở mức cao, lãi gộp giảm do lỗ đánh giá lại danh mục FVTPL. Doanh thu tự doanh Q3/2026 đạt **1.212 tỷ đồng** (-15,8% YoY, -6,2% QoQ), gồm 1.137 tỷ đồng lãi từ tài sản FVTPL (399 tỷ đồng lãi bán, 453 tỷ đồng chênh lệch tăng đánh giá lại và 285 tỷ đồng cổ tức, tiền lãi) và 75 tỷ đồng lãi từ các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM). Chênh lệch giảm đánh giá lại tài sản FVTPL tăng lên 510 tỷ đồng (Q2/2026: 346 tỷ đồng), khiến lợi nhuận chưa thực hiện trong quý âm 57 tỷ đồng. Danh mục tài sản tài chính cuối quý đạt 29.608 tỷ đồng, trong đó trái phiếu chiếm 49,9%. Sau khi trừ 733 tỷ đồng lỗ và chi phí liên quan, lãi gộp mảng đạt **479 tỷ đồng** (-54,4% YoY, -56,9% QoQ).

- **Trái phiếu là nguồn lãi chính, cổ phiếu ghi nhận lỗ** — Trong Q3/2026, giao dịch trái phiếu và công cụ thị trường tiền tệ mang về 189 tỷ đồng lãi bán ròng (lãi bán 285 tỷ đồng, lỗ bán 96 tỷ đồng), chứng quyền và hợp đồng tương lai chỉ số đóng góp thêm lần lượt 41 tỷ đồng và 14 tỷ đồng. Ngược lại, giao dịch cổ phiếu niêm yết lỗ ròng 37 tỷ đồng. Chênh lệch đánh giá lại trong quý của trái phiếu tăng 55 tỷ đồng, trong khi nhóm cổ phiếu, chứng chỉ quỹ niêm yết và chưa niêm yết giảm lần lượt 68 tỷ đồng và 43 tỷ đồng.

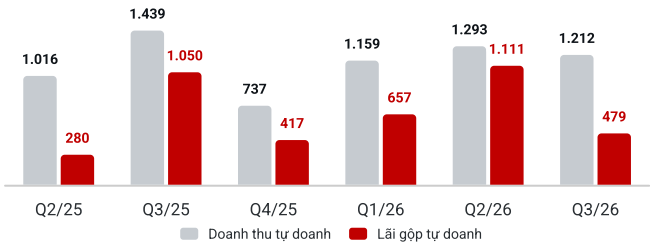
■ **Danh mục cổ phiếu niêm yết ghi nhận lỗ chưa thực hiện** – Tại 30/09/2026, cổ phiếu, chứng chỉ quỹ niêm yết (gồm cổ phiếu phòng ngừa rủi ro chứng quyền) thấp hơn giá gốc khoảng 183 tỷ đồng (30/06/2026: 115 tỷ đồng). Giá trị hợp lý của HSG giảm 67 tỷ đồng trong quý (-14,5%) xuống 394 tỷ đồng, nâng mức lỗ chưa thực hiện của mã này lên 160 tỷ đồng từ 93 tỷ đồng cuối Q2/2026. Trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi chiếm 66,4% danh mục.

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

Tài sản / mã	Giá gốc	Giá trị hợp lý 30/09/2026	Lãi/(lỗ) chưa thực hiện	% giá gốc	Tỷ trọng danh mục	Giá trị hợp lý 01/01/2026
FVTPL - cổ phiếu, chứng chỉ quỹ niêm yết						
HSG	554	394	(160)	-28,9%	1,3%	477
VPB	150	160	+10	+6,6%	0,5%	1
MWG	118	111	(7)	-6,0%	0,4%	136
Cổ phiếu, CCQ niêm yết khác	784	766	(17)	-2,2%	2,6%	313
Cộng cổ phiếu, CCQ niêm yết	1.605	1.430	(175)	-10,9%	4,8%	927
FVTPL - cổ phiếu niêm yết phòng ngừa rủi ro chứng quyền						
MWG	45	43	(3)	-6,0%	0,1%	68
FPT	27	23	(4)	-15,0%	0,1%	30
VPB	15	16	+1	+6,6%	0,1%	4
Cổ phiếu niêm yết khác	96	93	(3)	-2,7%	0,3%	100
Cộng cổ phiếu phòng ngừa chứng quyền	183	175	(8)	-4,6%	0,6%	202
FVTPL - cổ phiếu, chứng chỉ quỹ chưa niêm yết						
VNDAF	105	157	+52	+49,4%	0,5%	149
VNDBF	51	91	+41	+81,2%	0,3%	93
Cổ phiếu, CCQ chưa niêm yết khác	1.241	1.111	(130)	-10,5%	3,8%	821
Cộng cổ phiếu, CCQ chưa niêm yết	1.396	1.360	(37)	-2,6%	4,6%	1.063
FVTPL - trái phiếu & công cụ thị trường tiền tệ						
Trái phiếu	14.529	14.789	+260	+1,8%	49,9%	14.515
Công cụ thị trường tiền tệ (chứng chỉ tiền gửi)	4.859	4.859	0	0,0%	16,4%	5.831
Cộng tài sản FVTPL	22.572	22.612	+40	+0,2%	76,4%	22.537
HTM - nắm giữ đến ngày đáo hạn (giá trị ghi sổ)	6.996	6.996	-	-	23,6%	8.558
TỔNG DANH MỤC TÀI SẢN TÀI CHÍNH	29.568	29.608	+40	+0,1%	100,0%	31.096

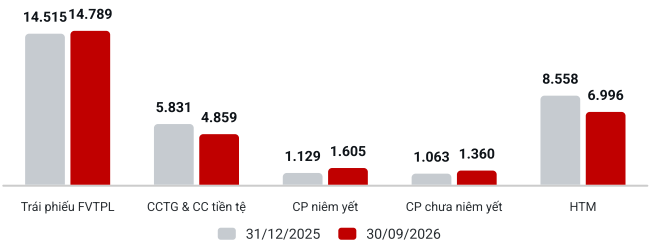
Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp và tính toán.

■ **Doanh thu & lãi gộp tự doanh theo quý**
Tỷ đồng



Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp và tính toán

■ **Cơ cấu danh mục tài sản tài chính**
Tỷ đồng · tổng 31.096 → 29.608



Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp

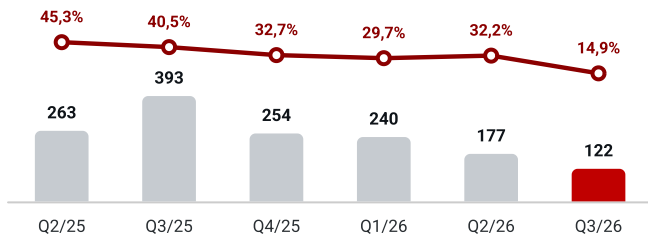
3.3. Môi giới & áp lực cạnh tranh phí

Thanh khoản giảm và thị phần thu hẹp làm doanh thu môi giới giảm mạnh. Doanh thu môi giới và lưu ký đạt **122 tỷ đồng (-69,1% YoY, -31,4% QoQ)**, trong khi chi phí của mảng ở mức 103 tỷ đồng, đưa biên lãi gộp xuống **14,9%** từ 32,2% trong Q2/2026.

- **Thị phần thấp nhất trong 15 quý** – VND đạt 3,90% thị phần môi giới HOSE trong Q3/2026, giữ hạng 7, giảm từ 3,96% ở Q2/2026 và 5,42% ở Q3/2025. Khoảng cách với vị trí thứ tám (KIS, 3,72%) thu hẹp còn 0,18 điểm %.
- **Giá trị giao dịch qua VND giảm nhanh hơn thị trường** – Giá trị giao dịch cổ phiếu của nhà đầu tư qua VND đạt 90.146 tỷ đồng trong quý (-70,8% 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 55,8% YoY, chậm hơn mức giảm 69,1% của doanh thu, khiến biên lãi gộp giảm từ 40,5% tại Q3/2025 xuống 14,9%.

■ Doanh thu môi giới & biên lãi gộp

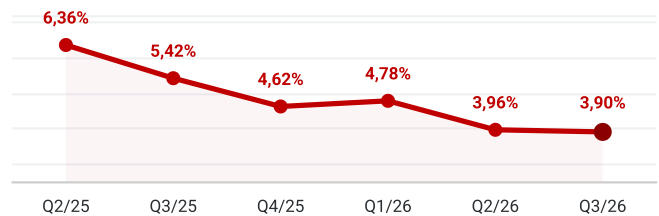
Cột: tỷ đồng · đường: biên gộp (%)



Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp và tính toán

■ Thị phần môi giới HOSE của VND theo quý

% giá trị giao dịch cổ phiếu & CCQ · Q3/2026 hạng 7



Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp

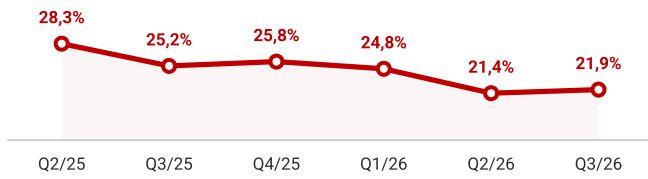
3.4. Hiệu quả chi phí & khả năng sinh lời

Hiệu quả chi phí cải thiện so với cùng kỳ, trong khi ROE chịu áp lực từ đà suy giảm lợi nhuận. CIR lũy kế 12 tháng đạt **21,9%**, giảm 3,3 điểm % so với mức 25,2% cùng kỳ, chủ yếu nhờ chi phí môi giới giảm theo quy mô giao dịch; tỷ lệ này tương đối ổn định so với mức 21,4% tại Q2/2026. Trong khi đó, ROE lũy kế 12 tháng giảm xuống **9,9%**, từ mức 13,1% tại Q2/2026, nhưng vẫn tương đương mức 9,7% tại Q3/2025. Diễn biến này phản ánh áp lực lên khả năng sinh lời khi lợi nhuận suy giảm.

- **Khả năng sinh lời tiếp tục phụ thuộc vào hoạt động tự doanh** – LNST lũy kế 12 tháng đạt 2.099 tỷ đồng, giảm so với mức 2.699 tỷ đồng tại Q2/2026. Biến động lợi nhuận chủ yếu gắn với kết quả đánh giá và hiện thực hóa lợi nhuận từ danh mục FVTPL, khiến ROE nhạy cảm với diễn biến thị trường và quy mô danh mục đầu tư.
- **Lợi nhuận Q2/2026 được hỗ trợ đáng kể bởi hoàn nhập dự phòng phải thu, thay vì tăng trưởng từ hoạt động tự doanh** – LNTT đạt 1.106 tỷ đồng, tăng 62,3% so với quý trước, với khoản dự phòng/hoàn nhập dự phòng ghi nhận ròng 313 tỷ đồng, so với chi phí 2 tỷ đồng trong Q1/2026. Động lực chính đến từ VND hoàn nhập 332 tỷ đồng dự phòng sau khi thu hồi phần lớn khoản phải thu từ CTCP Đầu tư Xây dựng Trung Nam, đưa số dư phải thu khó đòi từ 1.835 tỷ đồng tại ngày 01/01/2026 xuống còn 43 tỷ đồng tại ngày 30/06/2026. Trong khi đó, lãi bán tài sản FVTPL giảm còn 583 tỷ đồng, từ 675 tỷ đồng trong Q1/2026, cho thấy đà tăng lợi nhuận không đến từ sự cải thiện của khoản mục này. Sau khi loại trừ ảnh hưởng của dự phòng/hoàn nhập dự phòng, LNTT lần lượt đạt 683 tỷ đồng trong Q1/2026, 792 tỷ đồng trong Q2/2026 và 428 tỷ đồng trong Q3/2026. Như vậy, lợi nhuận sau điều chỉnh cải thiện trong Q2 nhưng giảm đáng kể trong Q3, cho thấy tính bền vững của lợi nhuận vẫn là yếu tố cần theo dõi.

■ CIR lũy kế 12 tháng

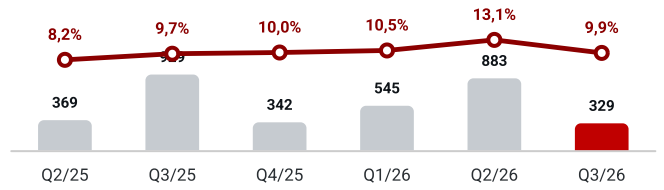
% · chi phí (ngoài tự doanh) / thu nhập HĐ thuần



Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp và tính toán

■ LNST theo quý & ROE lũy kế 12 tháng

Cột: tỷ đồng · đường: %



Nguồn: VNDIRECT, TCBS tổng hợp và tính toán

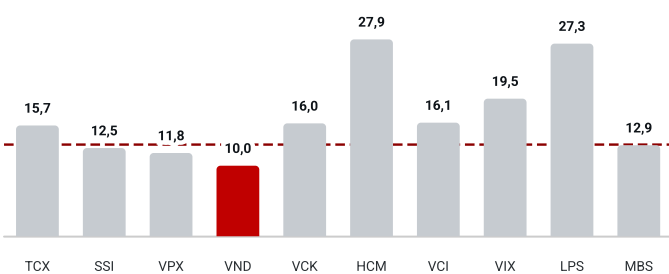
3.5. Định giá và so sánh

VND giao dịch ở mức P/E và P/B thấp hơn bình quân ngành, tương ứng ROE thấp hơn ngành. Tại giá đóng cửa ngày 26/10/2026, cổ phiếu có P/E 9,8 lần và P/B 0,9 lần, thấp hơn mức bình quân ngành môi giới chứng khoán lần lượt là 13,1 lần và 1,4 lần. ROE lũy kế 12 tháng đạt 9,9% (đến Q3/2026), thấp hơn mức 11,9% của ngành (đến Q2/2026).

- **P/E thấp nhất trong nhóm** – P/E 9,8 lần tại ngày 26/10/2026 thấp hơn mức của các CTCK còn lại trong nhóm 10 CTCK có tổng tài sản lớn nhất (số liệu ngày 23/10/2026), còn P/B 0,9 lần thấp hơn 0,5 lần so với bình quân ngành; mức chiết khấu này tương ứng với ROE thấp hơn ngành 2,0 điểm %.
- **Định giá phản ánh rủi ro chưa phục hồi tệp khách hàng và dư nợ margin** – TCBS đánh giá mức P/E thấp phản ánh rủi ro VND chưa phục hồi được tệp khách hàng và số dư cho vay margin. Thị phần môi giới HOSE giảm từ 6,36% tại Q2/2025 xuống 3,90% tại Q3/2026, trong khi dư nợ margin cuối Q3/2026 đạt 12.232 tỷ đồng, thấp hơn 17,6% so với mức 14.844 tỷ đồng tại 30/09/2025, trái chiều với mức tăng 20,4% YoY của dư nợ cho vay toàn ngành tại 30/09/2026.
- **Định giá thấp hơn mức bình quân từ đầu năm** – Trong giai đoạn 05/01/2026–26/10/2026, P/E và P/B bình quân của VND lần lượt đạt 11,5 lần và 1,2 lần, với mức cao nhất tương ứng 16,4 lần và 1,5 lần vào ngày 13/01/2026. P/B hiện tại gần mức thấp nhất của giai đoạn (0,9 lần ngày 13/10/2026).

■ P/E – Top 10 CTCK theo tổng tài sản

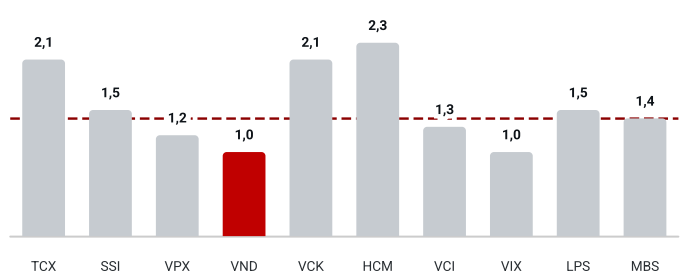
Lần · 23/10/2026 · đường đứt: bình quân ngành 13,1 tại 20/10



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

■ P/B – Top 10 CTCK theo tổng tài sản

Lần · 23/10/2026 · đường đứt: bình quân ngành 1,4 tại 20/10



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

■ P/E của VND theo ngày

Lần · 05/01–26/10/2026 · đường đứt: bình quân giai đoạn



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

■ P/B của VND theo ngày

Lần · 05/01–26/10/2026 · đường đứt: bình quân giai đoạn



Nguồn: HOSE, VNDIRECT, 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	1.587	602	1.622	1.426	1.326	1.195
Đầu tư ngắn hạn (FVTPL+HTM+AFS)	29.613	35.110	31.096	27.670	32.123	29.608
• Tài sản FVTPL	20.711	24.625	22.537	18.652	22.309	22.612
• Nắm giữ đến đáo hạn (HTM)	8.902	10.485	8.558	9.018	9.814	6.996
• Sẵn sàng để bán (AFS)	0	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1.082	7	8	1.008	408	8
Cho vay margin	10.644	14.844	14.319	12.683	12.859	12.232
Phải thu	3.523	4.059	3.523	4.110	2.101	1.521
Tài sản cố định	82	70	87	79	78	76
Tài sản khác	1.388	1.370	974	988	972	997
TỔNG TÀI SẢN	47.919	56.061	51.629	47.965	49.866	45.636
Nợ vay & trái phiếu ngắn hạn	26.139	32.050	26.713	22.439	23.895	20.018
Nợ vay & trái phiếu dài hạn	0	0	1.998	1.998	1.998	1.998
Nợ phải trả khác	2.147	3.450	2.015	2.080	2.541	1.858
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	28.287	35.500	30.726	26.516	28.434	23.874
Vốn điều lệ	15.223	15.223	15.223	15.223	15.223	15.223
LN sau thuế chưa phân phối & các quỹ	4.409	5.338	5.680	6.225	6.209	6.539
Vốn khác	0	0	0	0	0	0
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	19.632	20.561	20.903	21.448	21.432	21.762

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	1.016	1.439	737	1.159	1.293	1.212
DT cho vay margin	298	388	407	404	374	375
DT môi giới & lưu ký	263	393	254	240	177	122
DT tư vấn & bảo lãnh phát hành	145	10	29	1	1	0
DT khác	19	(16)	0	3	25	6
Tổng doanh thu hoạt động	1.740	2.214	1.428	1.807	1.869	1.715
Chi phí hoạt động	(912)	(645)	(543)	(681)	(332)	(844)
Lãi gộp hoạt động	828	1.569	885	1.126	1.537	871
Doanh thu tài chính	6	3	5	2	2	1
Chi phí tài chính	(256)	(304)	(338)	(349)	(352)	(359)
• Trong đó: chi phí lãi vay	(256)	(299)	(336)	(348)	(351)	(358)
Chi phí quản lý	(90)	(103)	(175)	(98)	(82)	(97)
Thu nhập khác ròng	0	0	0	0	0	(4)
Lợi nhuận trước thuế	488	1.165	377	681	1.106	412
Lợi nhuận sau thuế	369	929	342	545	883	329

Nguồn: VNDIRECT, 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)	1.522,3	1.522,3	1.522,3	1.522,3	1.522,3	1.522,3	1.522,3	1.522,3	1.522,3	1.522,3
P/E (lần)	15,0	13,5	13,4	11,2	14,6	9,2	10,0	9,3	8,6	7,9
EPS (đồng/cp)	1.565	802	1.328	1.129	1.328	1.465	1.355	1.455	1.579	1.708
P/B (lần)	3,6	1,1	1,6	1,0	1,4	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
BVPS (đồng/cp)	6.452	9.535	10.844	12.951	13.731	14.606	15.961	17.416	18.995	20.702
ROE	34,9%	10,0%	13,0%	9,5%	10,0%	10,3%	8,9%	8,7%	8,7%	8,6%
Biên lợi nhuận gộp	61,5%	44,0%	66,6%	60,1%	61,6%	64,0%	57,5%	57,7%	57,9%	58,2%
Biên lợi nhuận hoạt động	56,5%	38,4%	60,0%	51,6%	54,4%	58,9%	52,4%	52,5%	52,8%	53,0%
Biên lợi nhuận ròng	39,5%	17,9%	30,8%	32,3%	30,5%	31,0%	27,3%	27,6%	28,3%	29,1%
Doanh thu / Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Vay & trái phiếu / Vốn CSH	2,21	1,44	1,29	1,16	1,37	1,03	1,02	0,95	0,88	0,82
(Vay - Tiền) / Vốn CSH	1,93	1,27	0,99	1,11	1,30	0,97	0,97	0,91	0,84	0,78
LNTT / Lãi vay (lần)	7,2	1,6	1,7	3,1	2,2	1,9	1,9	1,9	2,0	2,2
Doanh thu hoạt động	6.039	6.829	6.561	5.325	6.640	7.191	7.563	8.036	8.483	8.941
Tăng trưởng doanh thu	+182,9%	+13,1%	-3,9%	-18,8%	+24,7%	+8,3%	+5,2%	+6,3%	+5,6%	+5,4%
Lợi nhuận trước thuế	2.980	1.535	2.482	2.088	2.508	2.790	2.578	2.769	3.004	3.249
LNST cổ đông công ty mẹ	2.383	1.220	2.022	1.718	2.022	2.230	2.063	2.215	2.403	2.600
Tăng trưởng lợi nhuận	+244,0%	-48,8%	+65,7%	-15,0%	+17,7%	+10,3%	-7,5%	+7,4%	+8,5%	+8,2%
Tiền	2.702	2.557	4.862	881	1.622	1.195	1.195	1.195	1.195	1.195
Đầu tư tài chính & cho vay margin	33.402	33.741	34.448	40.424	45.415	42.642	45.054	47.650	50.140	52.791
Tổng tài sản	37.095	38.871	41.742	44.295	51.629	46.910	50.912	53.661	56.339	59.186
Vay ngắn hạn	20.949	20.162	20.868	22.836	26.713	20.820	22.759	23.293	23.567	23.815
Vay & trái phiếu dài hạn	750	800	400	0	1.998	1.998	1.998	1.998	1.998	1.998
Tổng vay	21.699	20.962	21.268	22.836	28.711	22.818	24.757	25.291	25.566	25.813
Tổng nợ	27.272	24.356	25.234	24.580	30.726	24.676	26.615	27.149	27.424	27.671
Vốn chủ sở hữu	9.822	14.515	16.508	19.715	20.903	22.234	24.297	26.512	28.915	31.515

Ghi chú: EPS, BVPS tính theo số cổ phiếu đang lưu hành 1.522,3 triệu cổ phiếu. P/E, P/B giai đoạn 2021–2025 tính theo vốn hóa cuối năm; giai đoạn 2026–2030 tính theo giá đóng cửa ngày 26/10/2026 (13.550 đồng). Dự phóng chưa bao gồm các đợt chào bán cổ phiếu đã được ĐHĐCĐ thông qua do chưa xác định giá và thời điểm phát hành.

Nguồn: VNDIRECT, 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.