

ĐHCĐ Ngành Chứng khoán 2026: Nhà đầu tư hỏi gì, ban lãnh đạo trả lời ra sao?

Tổng hợp & phân tích phiên thảo luận tại đại hội đồng cổ đông thường niên 2026 của 15 công ty chứng khoán tiêu biểu

15 CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

8 NHÓM CHỦ ĐỀ

MÙA ĐHCĐ NĂM 2026

THÔNG ĐIỆP XUYẾN SUỐT MÙA ĐẠI HỘI 2026

Tăng vốn đón sóng nâng hạng

Sau năm 2025 bùng nổ, các công ty đặt kế hoạch 2026 thận trọng vì bất ổn địa chính trị và lãi suất cao; đua tăng vốn để mở rộng cho vay ký quỹ và đón dòng vốn ngoại từ câu chuyện nâng hạng – phân hóa rõ giữa nhóm có ngân hàng mẹ và nhóm độc lập.

PHẠM VI

15 CTCK
đại diện ngành

"NÓNG" NHẤT

Nâng hạng
FTSE/MSCI

PHÂN HÓA

NH mẹ
có vs không









TÓM TẮT NỘI DUNG – NĂM THÔNG ĐIỆP CHI PHỐI TOÀN NGÀNH

- ▶ **Nâng hạng là tâm điểm kỳ vọng.** Hầu hết đại hội đều xoay quanh câu chuyện Việt Nam được FTSE nâng hạng (tháng 9/2026) và lộ trình MSCI. Ban lãnh đạo đồng thuận rằng tác động thực chất mang tính trung – dài hạn, dòng vốn cần độ trễ; BSC ước tính riêng vốn thụ động FTSE đạt 1,3–1,5 tỷ USD giai đoạn đầu và vốn chủ động có thể lên 3–5 tỷ USD.
- ▶ **2025 là đỉnh chu kỳ, 2026 thận trọng.** Nhiều công ty gọi 2025 là năm "thiên thời, địa lợi, nhân hòa" với kết quả kỷ lục; sang 2026 đặt kế hoạch dè dặt do căng thẳng Trung Đông, lãi suất cao và thanh khoản thị trường sụt giảm so với kỳ vọng.
- ▶ **Đua tăng vốn để mở rộng cho vay ký quỹ.** Tràn margin chỉ gấp 2 lần vốn chủ sở hữu khiến nhiều công ty thường xuyên "kịch" hạn mức; HSC trình huy động ~5.600 tỷ, BSC đặt mục tiêu nhân đôi vốn 2026–2027, trong khi VPBankS, SSI hướng dư nợ margin 45.000–50.000 tỷ đồng.
- ▶ **Cạnh tranh phí và sức ép ROE.** Làn sóng zero-fee bào mòn doanh thu môi giới (FPTS, HSC) và kéo ROE toàn ngành đi xuống khi vốn tăng nhanh. Hai trường phái ứng xử: cạnh tranh bằng phí để giữ thị phần, hoặc cạnh tranh bằng chất lượng dịch vụ và sản phẩm mới (SSI, TCBS).
- ▶ **Lấn ranh "có ngân hàng mẹ".** Nhóm trực thuộc ngân hàng (TCBS, MBS, VPBankS, BSC, VBSE, TPS, Agriseco, SHS) tận dụng hệ sinh thái, nguồn vốn rẻ và tệp khách hàng khổng lồ; nhóm độc lập (SSI, HSC, Vietcap, VPS, FPTS, Rồng Việt, TVS) phải cạnh tranh bằng năng lực nội tại – đây là yếu tố phân hóa lớn nhất của ngành.

BẢN ĐỒ MỐI QUAN TÂM CỦA NHÀ ĐẦU TƯ

Tần suất chủ đề xuất hiện trong phiên thảo luận

ước tính số CTCK/15 có nội dung liên quan

Kế hoạch lợi nhuận 2026 & triển vọng thị trường		13/15
Cho vay ký quỹ, lãi suất & NIM		12/15
Nâng hạng (FTSE/MSCI) & dòng vốn ngoại		11/15
Ngân hàng đầu tư (IB), M&A & IPO		11/15
Đua tăng vốn & năng lực tài chính		10/15
Cạnh tranh phí & thị phần môi giới		9/15
Tài sản số, sản vàng & tín chỉ carbon		8/15
Hệ sinh thái ngân hàng mẹ & định giá		7/15

Phân loại do nhóm phân tích thực hiện từ bản ghi thảo luận; một câu hỏi có thể thuộc nhiều nhóm.

1 KẾ HOẠCH LỢI NHUẬN 2026 & TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

MỐI QUAN TÂM – Vì sao 2025 bùng nổ nhưng kế hoạch 2026 lại thận trọng? Đây là động lực lợi nhuận chính của năm? Triển vọng thị trường giữa bất ổn địa chính trị và lãi suất cao ra sao?

Kế hoạch lợi nhuận trước thuế 2026 vs 2025 – theo bảng kế hoạch công bố

tỷ đồng · % so với LNTT 2025

Công ty	LNTT 2025	KH 2026	Tăng trưởng
TPS (ORS)	148	428	+190%
Vietcap (VCI)	1.629	2.300	+41%
SSI	5.083	5.838	+15%
SHS	1.649	1.718	+4% *
FPTS (FTS)	618	550	-11% **

* SHS: kế hoạch LNTT 2026 chỉ +4%; mục tiêu $\geq 25\%/năm$ là CAGR cho cả giai đoạn 2026–2030, không phải kế hoạch riêng năm 2026. ** FPTS: kế hoạch 2026 thận trọng – doanh thu ~1.200 tỷ (-9%), LNTT ~550 tỷ (-11%). Một số CTCK đặt mục tiêu theo số tuyệt đối: VPS ~5.700 tỷ, VBSE 454 tỷ, TVS 340 tỷ (thận trọng).

Công ty	Lý giải của ban lãnh đạo
VBSE (CTS) CT Trần Phúc Vinh	2025 là năm "thiên thời, địa lợi, nhân hòa", kết quả cao nhất sau 25 năm. 2026 đặt thận trọng 454 tỷ với kịch bản tích cực xác suất 60% (thanh khoản 40.000–50.000 tỷ); quý I chỉ 20.000–30.000 tỷ. Động lực: môi giới, margin, tự doanh.
SSI Ô. Nguyễn Đức Thông	Mục tiêu +15% "không nhiều về tỷ lệ nhưng lớn về tuyệt đối" vì 2025 đã bùng nổ; quý I/2026 SSI là công ty lãi tốt nhất ngành.
TCBS (TCX) Tổng Giám đốc	Q1/2026 doanh số phát hành trái phiếu & cho vay ký quỹ tích cực , song lãi suất cao có thể khiến NIM giảm nhẹ nên kế hoạch đặt thận trọng; lợi nhuận từ sản phẩm mới (tài sản mã hóa, sản phẩm cấu trúc, ECM) chưa đưa vào kế hoạch 2026 (test and learn).
Vietcap (VCI) PCT Đinh Quang Hoàn	Mục tiêu LNTT 2.300 tỷ, +41% so với LNTT 2025 (nâng từ mức dự kiến ban đầu 1.800–2.000 tỷ); quý I ~400 tỷ. Đầu tư có thể đóng góp 1/3–40% doanh thu; nếu các thương vụ M&A lớn hoàn tất, kết quả có thể vượt kế hoạch.
TPS (ORS) Đoàn Chủ tịch	Kế hoạch LNTT 428 tỷ, +190% so với 2025 (148 tỷ) – mức tăng mạnh nhất nhóm; dựa vào mảng cốt lõi (môi giới, IB, nguồn vốn) và hậu thuẫn nguồn lực từ TPBank.
FPTS (FTS) TGD Nguyễn Điệp Tùng	Kế hoạch thận trọng: doanh thu ~1.200 tỷ (-9%), LNTT ~550 tỷ (-11%) . Doanh thu môi giới giảm do chủ động hạ phí cạnh tranh thị phần; không đưa tăng vốn.
VPS (VCK) CT Nguyễn Lâm Dũng	Mục tiêu ~5.700 tỷ "khá thách thức" nhưng có cơ sở: nâng hạng, giảm lãi suất và vận hành KRX (tăng quy mô giao dịch, sản phẩm mới).

◆ INSIGHT

Năm 2025 được nhìn nhận là **đỉnh của một chu kỳ thuận lợi**; bước sang 2026, gần như toàn ngành đặt kế hoạch thận trọng do bất ổn địa chính trị, lãi suất cao và thanh khoản quý I yếu. Điểm phân hóa nằm ở chỗ dựa: nhóm có ngân hàng mẹ (tiêu biểu là TPS) tận dụng hậu thuẫn nguồn lực để đặt mục tiêu cao, song nhiều công ty độc lập đầu ngành (Vietcap, VPS, SSI) cũng đặt mục tiêu tăng trưởng tích cực; ngược lại, công ty truyền thống thận trọng như FPTS chủ động phòng thủ. **Nâng hạng là biến số quyết định cho nửa cuối năm** – nếu dòng vốn ngoại giải ngân sớm, phần lớn kế hoạch "thận trọng" có dư địa vượt.

2 CHO VAY KÝ QUỸ (MARGIN), LÃI SUẤT & BIÊN LÃI RÒNG

MỐI QUAN TÂM – Lãi suất tăng cao ảnh hưởng thế nào tới chi phí vốn và biên lãi cho vay ký quỹ? Công ty còn dư địa mở rộng margin không, và quản trị rủi ro ra sao khi dư nợ ngày càng lớn?

Quy mô / mục tiêu dư nợ cho vay ký quỹ 2026	nghìn tỷ đồng
VPBankS (VPX) – mục tiêu	50.000
SSI – dư nợ tối đa	45.000
SHS – dư nợ cuối 2026	18–19.000
VBSE (CTS) – bình quân	4.500

Đơn vị: tỷ đồng. VPBankS hiện đã đạt >38.000 tỷ; dư địa cho vay margin còn ~30.000–33.000 tỷ tính theo trần quy định (2 lần vốn chủ sở hữu), không phải so với mục tiêu 50.000 tỷ. SSI có thời điểm dư nợ lên 43.000 tỷ trong 4–5 tháng.

Công ty	Quan điểm về lãi suất, NIM & cho vay ký quỹ
SSI Bà Nguyễn Vũ Thùy Hương	Lãi suất tăng gây khó cho cả ngành. SSI có ba lợi thế giảm tác động: quan hệ lâu năm có lãi suất tốt; cơ cấu vốn đa dạng, dùng cả vốn chủ; có cơ chế chuyển lãi suất. Mục tiêu dư nợ tối đa 45.000 tỷ.
TCBS (TCX) Tổng Giám đốc	Vừa hoàn tất khoản vay hợp vốn quốc tế 488 triệu USD (kỳ lục), toàn bộ rủi ro lãi suất – tỷ giá đã hedging. Chi phí vốn tăng nên sẽ re-pricing lãi suất margin (có độ trễ), NIM giảm nhẹ nhưng quy mô vẫn tăng.
VPS (VCK) TGD Lê Minh Tài	Nguồn vốn cho vay ký quỹ chủ yếu từ vốn chủ sở hữu , giảm phụ thuộc huy động ngoài; nhờ đó biên lợi nhuận margin ổn định trước biến động lãi suất.
VPBankS (VPX) Ô. Nhân Hải Hà	Biến động lãi suất "mang tính tạm thời", không ảnh hưởng kế hoạch nâng dư nợ lên 50.000 tỷ; IPO cuối 2025 huy động gần 13.000 tỷ giúp duy trì lãi suất cạnh tranh.
TVS Đoàn chủ tọa	2026 lãi vay tăng nhanh hơn lãi tiền gửi nên NIM thu hẹp đáng kể ; công ty phản ứng chiến thuật: giảm thu nhập cố định ngắn hạn, trả bớt vay ngắn hạn, tăng tiền gửi dài hạn/CD.
SHS Tổng Giám đốc	Margin theo phân khúc khách hàng, kiểm soát rủi ro chặt; dư nợ cuối 2025 hơn 9.000 tỷ, kế hoạch 2026 bình quân 13.500–14.000 tỷ, cuối năm 18.000–19.000 tỷ.

◆ INSIGHT

Cho vay ký quỹ là **động lực lợi nhuận cốt lõi nhưng cũng là điểm chịu áp lực rõ nhất** khi lãi suất tăng. Phân hóa nằm ở cơ cấu nguồn vốn: công ty dựa nhiều vào vốn chủ sở hữu (VPS) hoặc đã chốt vốn ngoại dài hạn đã hedging (TCBS, VPBankS, SSI) phòng thủ NIM tốt hơn nhóm phụ thuộc vốn vay ngắn hạn. Quy mô margin cũng chính là lý do trực tiếp thúc đẩy làn sóng tăng vốn – vì trần cho vay chỉ gấp 2 lần vốn chủ sở hữu.

3 NÂNG HẠNG (FTSE/MSCI) & DÒNG VỐN NGOẠI

MỐI QUAN TÂM – Việt Nam nâng hạng tháng 9/2026 tác động ra sao tới thị trường? Dòng vốn ngoại vào bao nhiêu và khi nào? Công ty chuẩn bị gì để đón cơ hội này?

Công ty	Đánh giá về nâng hạng & dòng vốn ngoại
BSC (BSI) CT Ngô Văn Dũng	Nâng hạng FTSE là sự kiện "lịch sử" nhưng tác động thực chất là trung – dài hạn (chỉ số thường tăng mạnh ở giai đoạn kỳ vọng, điều chỉnh khi có hiệu lực). Vốn thụ động ước 1,3–1,5 tỷ USD giai đoạn đầu, vốn chủ động tiềm năng 3–5 tỷ USD.
SSI CT Nguyễn Duy Hưng	Việt Nam đang làm tích cực các bước; kỳ vọng năm nay hoặc năm sau vào danh sách theo dõi của MSCI. SSI có lợi thế vốn lớn nhất ngành giúp NĐT ngoại tự tin với cơ chế non-prefunding; thị phần khách tổ chức 30%, số 1 thị trường.
VPS (VCK) CT Nguyễn Lâm Dũng	Đã vượt kỳ review FTSE đầu tiên (7/4); sau tháng 9 quỹ bị động bắt đầu giải ngân. MSCI có thể đổ vốn gấp 4–5 lần FTSE ; kỳ vọng vào watchlist MSCI tháng 6, nâng hạng 2027–2028.
HSC (HCM) Ban lãnh đạo	Về MSCI, "lạc quan thận trọng" – 2–3 năm tới có thể được xem xét nếu tiếp tục cải thiện hạ tầng và khung pháp lý. Tăng vốn để đón nhà đầu tư tổ chức/nước ngoài.
Ròng Việt (VDS) CT Nguyễn Miên Tuấn	Thuộc nhóm đầu đáp ứng yêu cầu hạ tầng khi nâng hạng; đẩy mạnh môi giới khách tổ chức (tỷ trọng tăng từ <10% năm 2024 lên >25% trong quý I/2026).
Vietcap (VCI) CEO Tôn Minh Phương	Theo sát kỳ rà soát giữa kỳ FTSE Russell, "không nhiều thay đổi đáng kể", kỳ vọng Việt Nam có kết quả tích cực; môi giới gắn với câu chuyện nâng hạng.

◆ CON SỐ ĐÁNG CHÚ Ý – QUY MÔ DÒNG VỐN NGOẠI KỶ VỌNG

Gia nhập rổ **FTSE có thể thu hút ~1,3–1,5 tỷ USD vốn thụ động** giai đoạn đầu và là chất xúc tác cho **3–5 tỷ USD vốn chủ động** dài hạn. VPS đánh giá nếu vào được **MSCI, quy mô vốn có thể gấp 4–5 lần FTSE**. Dòng tiền tập trung vào nhóm vốn hóa lớn còn dư địa room ngoại – cải thiện thanh khoản và mặt bằng định giá toàn thị trường.

◆ INSIGHT

Nâng hạng là **câu chuyện trung tâm và là điểm đồng thuận hiếm hoi** của cả ngành: ai cũng coi đây là động lực dài hạn nhưng tỉnh táo nhắc nhở về độ trễ giải ngân và rủi ro "tin ra là bán". Lợi thế cạnh tranh để đón vốn ngoại nghiêng về nhóm **vốn lớn, hạ tầng công nghệ mạnh và quan hệ quốc tế tốt** (SSI, HSC, VPS) – đây cũng là lý do sâu xa của cuộc đua tăng vốn.

4 NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ (IB), M&A & IPO

MỐI QUAN TÂM – Mảng ngân hàng đầu tư đóng góp gì vào tăng trưởng ngoài môi giới và margin? Làn sóng IPO – nhất là doanh nghiệp FDI – cùng nhu cầu tái cấu trúc vốn khi tín dụng ngân hàng bị siết mở ra cơ hội nào, và công ty nào đang dẫn đầu các thương vụ lớn?

Công ty	Định hướng & cập nhật mảng IB
SSI Bà Nguyễn Ngọc Anh (SSIAM)	Đầu năm đã thực hiện thương vụ hơn 400 triệu USD tại BIDV , đầu tháng 5 công bố thương vụ M&A lớn. Kỳ vọng "thời kỳ bùng nổ IPO" 3-5 năm tới, đặc biệt doanh nghiệp FDI; điểm rơi quý III.
TCBS (TCX) Tổng Giám đốc	Q1/2026 doanh số phát hành trái phiếu ấn tượng ; sở hữu cả chuỗi giá trị trái phiếu (tư vấn phát hành → phân phối). ECM & sản phẩm cấu trúc là trọng tâm chuẩn bị 2026 , song chưa hạch toán vào kế hoạch lợi nhuận năm.
Vietcap (VCI) CEO Tôn Minh Phương	Đang triển khai các thương vụ phát hành tổng giá trị ~400-500 triệu USD ; kỳ vọng doanh thu IB 2026 tăng ~40%. Định giá niêm yết cao hơn giao dịch chi phối → cơ hội phí cao nếu có thương vụ M&A chi phối.
VPS (VCK) Ô. John Desmond Sheehy	10 năm qua mảng IB đã thu xếp ~12 tỷ USD ; IB là lĩnh vực truyền thống, nền tảng mở rộng sang khách hàng tổ chức và quản lý tài sản.
HSC (HCM) Ban lãnh đạo	2025 nhiều thương vụ lớn (ECM & DCM); nhu cầu huy động vốn của doanh nghiệp rất lớn khi tín dụng ngân hàng hạn chế; kỳ vọng doanh thu IB 2026 tăng mạnh.
Rồng Việt (VDS) CT Nguyễn Miên Tuấn	Hơn 50% doanh thu IB 2025 đến từ 2 thương vụ M&A (Nutifood mua 49% mảng kem Kido; tư vấn bán vốn DN công nghệ cho tập đoàn dược Nhật).
VPBankS (VPX) Ô. Nhâm Hải Hà	Tư vấn phát hành ~20.000 tỷ năm 2025, mục tiêu 28.000 tỷ cho ECM 2026 ; lợi thế quy mô vốn lớn và nghiệp vụ bảo lãnh, phân phối.

◆ INSIGHT

IB nổi lên là **mũi nhọn tăng trưởng được kỳ vọng nhất ngoài môi giới/margin**, gắn với làn sóng IPO (đặc biệt doanh nghiệp FDI) và nhu cầu tái cấu trúc vốn khi tín dụng ngân hàng bị siết. Cuộc đua IB phân tầng rõ: nhóm dẫn đầu thương vụ tỷ USD (SSI, Vietcap, VPS, VPBankS) so với nhóm còn khiêm tốn đang xây đội ngũ (SHS, MBS, TPS).

5 ĐUA TĂNG VỐN & NĂNG LỰC TÀI CHÍNH

MỐI QUAN TÂM – Vì sao gần như cả ngành đồng loạt lên kế hoạch tăng vốn trong khi vài công ty lại chọn không pha loãng? Trần margin gấp 2 lần vốn chủ sở hữu tạo áp lực ra sao, và chiến lược vốn khác biệt thế nào giữa nhóm có ngân hàng mẹ và nhóm độc lập?

Công ty	Quan điểm tăng vốn
HSC (HCM)	Trình 3 phương án (chào bán cổ đông hiện hữu, ESOP, riêng lẻ), huy động ~5.600 tỷ ; thường xuyên tiệm cận giới hạn an toàn tài chính ở mảng margin; 5 năm tới vốn cần tăng ít nhất gấp đôi.
BSC (BSI)	Hai cổ đông BIDV & Hana thống nhất chủ trương nâng vốn chủ sở hữu gấp ~2 lần trong 2026-2027.
FPTS (FTS)	"Không nhất thiết phải đua tăng vốn" – chưa có kế hoạch huy động thêm; cạnh tranh bằng lợi thế cốt lõi thay vì chạy theo nhóm có ngân hàng mẹ nguồn tiền dồi dào.
VBSE (CTS)	Vốn ~2.800 tỷ (nhóm trung), áp lực tăng vốn hiện hữu; 75% thuộc VietinBank nên phải qua quy trình ngân hàng & NHNN.

◆ INSIGHT

Tăng vốn là **xu hướng chung nhưng chiến lược trái ngược**: nhóm có ngân hàng mẹ hoặc cổ đông lớn (HSC, BSC, VBSE) chủ động nhân đôi vốn để bám đua; nhóm độc lập như FPTS chọn không pha loãng, cạnh tranh bằng hiệu quả. Áp lực gốc rễ vẫn là trần margin 2 lần vốn chủ sở hữu.

6 CẠNH TRANH PHÍ & THỊ PHẦN MÔI GIỚI

MỐI QUAN TÂM – Cuộc đua zero-fee bào mòn biên lợi nhuận đến đâu, và mỗi công ty chọn giữ phí hay hạ phí để giành thị phần? Bản đồ thị phần môi giới đang dịch chuyển ra sao, và làm gì để lọt hoặc giữ Top 10?

Công ty	Quan điểm về phí, zero-fee & thị phần
SSI CT Nguyễn Duy Hưng	" Không cạnh tranh thị phần bằng phí, cạnh tranh bằng chất lượng dịch vụ "; mở rộng kênh bán qua mạng xã hội, livestream. Tăng thị phần 5 quý giảm 1 quý không nói lên xu thế.
TCBS (TCX) Ban lãnh đạo	Duy trì giao dịch cổ phiếu zero-fee ; CIR ~14% thuộc nhóm thấp nhất ngành nhờ công nghệ. 2026 chuyển đổi AI toàn diện (~600 nhân sự ứng dụng AI) để tăng quy mô & phạm vi trên cùng nền chi phí thay vì giảm CIR tiếp.
FPTS (FTS) TGD Nguyễn Diệp Tùng	Doanh thu môi giới giảm do hạ phí cạnh tranh – phổ biến trên thị trường. "Giảm phí đến mức nào đó thì khi muốn tăng lại không dễ" → buộc phải lựa chọn.
SHS Tổng Giám đốc	Thị phần 2025 ~1,65%, mục tiêu 2026 lên 3% (Top 10); chính sách phí linh hoạt theo phân khúc (đại chúng cạnh tranh, VIP ưu tiên chất lượng).
TPS (ORS) Đoàn Chủ tịch	Để vào Top 10 cần thị phần ~2,8% giá trị giao dịch; lợi thế từ hệ sinh thái TPBank, đầu tư công nghệ; hướng Top 10 trong 3 năm tới.
HSC (HCM) Ban lãnh đạo	Thị phần quý I/2026 tụt xuống thứ 5; giải pháp: tăng vốn nâng năng lực cạnh tranh, củng cố trong nước và mở rộng khách hàng tổ chức/nước ngoài.

◆ INSIGHT

Zero-fee đã trở thành **luật chơi mặc định**, buộc mỗi công ty chọn phe: hy sinh biên phí để giữ/giành thị phần, hay giữ phí và cạnh tranh bằng chất lượng – sản phẩm. Đây là một trong những nguyên nhân chính kéo ROE toàn ngành đi xuống và đẩy nhanh xu hướng đa dạng hóa nguồn thu.

7 TÀI SẢN SỐ, SÀN VÀNG & TÍN CHỈ CARBON – BIÊN GIỚI MỚI

MỐI QUAN TÂM – Các công ty chuẩn bị gì cho những thị trường mới – tài sản số, sàn vàng, tín chỉ carbon? Ai đi trước để giành lợi thế người tiên phong, ai đứng ngoài chờ, và rào cản pháp lý cùng yêu cầu vốn lớn đến mức nào?

Công ty	Định hướng với các thị trường mới
VPBankS (VPX)	Đã lập công ty sàn tài sản mã hóa CAEX cùng OKX Ventures và HashKey; tận dụng hệ sinh thái tài chính trong nước, chờ cấp phép để triển khai nhanh.
TCBS (TCX)	Nằm trong nhóm ít công ty được xem xét mở sàn; định hướng hệ sinh thái tài sản mã hóa toàn diện (từ vấn phát hành, mã hóa tài sản thực, lưu ký), không chỉ vận hành sàn – tận dụng quản trị & bảo mật từ ngân hàng mẹ. Mảng vàng: Techcombank xin phép vàng miếng, lộ trình giao dịch/phái sinh/ETF vàng.
MBS	Chuẩn bị nghiệp vụ vàng phái sinh (kỳ vọng tham gia khi thị trường mở, nửa cuối 2026); dự án tài sản số chưa thể thông tin do thủ tục pháp lý.
SSI CT Nguyễn Duy Hưng	"Chưa nhìn thấy mô hình hiệu quả/an toàn" nên chưa hoàn thiện hồ sơ vòng hai, nhưng chắc chắn sẽ tham gia để không tụt hậu .
Vietcap (VCI) PCT Đinh Quang Hoàn	Không tham gia ở thời điểm hiện tại do yêu cầu vốn lớn; trong 3 năm tới chưa có kế hoạch .
VBSE (CTS) TGD Vũ Đức Mạnh	Một trong những CTCK đầu tiên tham gia thị trường hạn ngạch & tín chỉ carbon ; định vị dẫn dắt hạ tầng lưu ký – thanh toán, ưu tiên xây nền tảng hơn lợi nhuận ngắn hạn.

◆ INSIGHT

Tài sản số, vàng và tín chỉ carbon là **biên giới tăng trưởng mới nhưng phân hóa khẩu vị rất mạnh**: nhóm tiên phong gắn với hệ sinh thái lớn (VPBankS, TCBS, MBS, VBSE) đầu tư sớm để chiếm lợi thế người đi đầu, trong khi nhóm thận trọng (SSI dù dẫn đầu vẫn chờ, Vietcap đứng ngoài) ưu tiên hiệu quả và an toàn vốn. Rào cản chung là khung pháp lý chưa hoàn thiện và yêu cầu vốn lớn.

8 HỆ SINH THÁI NGÂN HÀNG MẸ & ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

MỐI QUAN TÂM – Công ty khai thác hệ sinh thái ngân hàng mẹ thế nào, và công ty độc lập cạnh tranh ra sao? Vì sao ROE ngành giảm, và cổ phiếu được định giá thế nào?

NHÓM CÓ NGÂN HÀNG MẸ – LỢI THẾ

- ✓ **TCBS:** ROE/ROA nhóm dẫn đầu nhờ cơ cấu thu đa dạng (cả chuỗi giá trị trái phiếu, phí); đòn bẩy nợ/vốn chủ thấp (thực tế ~0,8x năm 2025, ~0,9x Q1/2026; khung mục tiêu ≤1–1,2 lần); CIR ~14%. Mở rộng **quản lý gia sản** (iTracker AUM ~444 tỷ, 200+ chiến lược, phí <1%) & **chuyển đổi AI** toàn diện (~600 nhân sự, AI Agent).
- ✓ **BSC, VBSE, MBS, TPS, VPBankS:** tích hợp sản phẩm lên app ngân hàng mẹ, hưởng nguồn vốn rẻ và tệp khách hàng hàng triệu/chục triệu người; VPBankS có thêm đối tác SMBC.
- ✓ **Agriseco (AGR):** khai thác mạng lưới & tệp khách hàng lớn nhất của Agribank; hỗ trợ nghiệp vụ quanh IPO Agribank (trong giới hạn pháp lý).

NHÓM ĐỘC LẬP – CÁCH ỨNG PHÓ

- ✗ **SSI, VPS:** dựa vào quy mô vốn lớn nhất ngành, công nghệ tự phát triển và quan hệ quốc tế; VPS cấp vốn margin từ vốn chủ sở hữu.
- ✗ **Vietcap:** ROE giảm do cạnh tranh phí & vốn tăng; cải thiện bằng hiệu quả vốn và sản phẩm mới có biên phí tốt.
- ✗ **Rồng Việt:** "khó khăn vì không có ngân hàng nào hỗ trợ", bù lại bằng kiểm soát tài chính chặt và cổ đông lớn Kido/Nutifood (>24%).
- ✗ **HSC:** cổ đông lớn Dragon Capital & HFIC, không có ngân hàng mẹ; thị phần tụt hạng 5, trình tăng vốn ~5.600 tỷ nhiều giai đoạn để củng cố năng lực và đón vốn ngoại.
- ✗ **FPTS, TVS:** giữ mô hình riêng – FPTS không đua vốn/phí; TVS theo hướng ngân hàng đầu tư chuyên biệt, danh mục PE.

Công ty	Trả lời về định giá / thị giá cổ phiếu
VPBankS (VPX) Bà Hồ Thúy Nga	P/B ~1,62 lần và P/E ~12,69 lần – thấp hơn trung bình ngành (P/B ~2,1; P/E ~14,74) theo số liệu công ty công bố tại ĐHCĐ; kỳ vọng giá phản ánh đầy đủ hơn nhờ câu chuyện nâng hạng.
SSI CT Nguyễn Duy Hưng	"HQĐT không bao giờ can thiệp giá cổ phiếu"; khi nhà đầu tư có niềm tin thì giá tăng – SSI hướng tới giữ vững ngôi đầu thay vì tác động giá.
VPS (VCK) TGĐ Lê Minh Tài	Không dự báo/cam kết định giá; tự tin tăng trưởng nội tại, kỳ vọng giá phản ánh sát giá trị nội tại.

◆ INSIGHT

"Có ngân hàng mẹ hay không" là **đường phân chia cấu trúc rõ nét nhất của ngành chứng khoán 2026** – quyết định chi phí vốn, tệp khách hàng và tốc độ tăng vốn. Tuy nhiên, lợi thế hệ sinh thái không đảm bảo tất cả: hiệu quả vốn (ROE/ROA) vẫn thuộc về công ty có cơ cấu doanh thu đa dạng và kiểm soát đòn bẩy tốt. Về định giá, lãnh đạo nhất quán "không can thiệp giá", đặt niềm tin vào tăng trưởng nội tại và lực kéo từ nâng hạng.

9 BỨC TRANH NGÀNH CHỨNG KHOÁN 2026: ĐỒNG THUẬN & PHÂN HÓA

ĐIỂM ĐỒNG THUẬN TOÀN NGÀNH

- ✓ **Nâng hạng là động lực dài hạn** nhưng có độ trễ giải ngân – không kỳ vọng "ăn ngay".
- ✓ **Kế hoạch 2026 thận trọng** sau năm 2025 đỉnh chu kỳ, do địa chính trị & lãi suất.
- ✓ **Margin là trụ cột lợi nhuận**, kéo theo nhu cầu tăng vốn (trần 2 lần vốn chủ sở hữu).
- ✓ **Đa dạng hóa nguồn thu** (IB, quản lý tài sản, sản phẩm số) để giảm phụ thuộc môi giới.
- ✓ **NIM & ROE chịu áp lực** từ lãi suất cao và cạnh tranh phí zero-fee.

ĐIỂM PHÂN HÓA

- ✦ **Có/không ngân hàng mẹ:** chi phí vốn, tệp khách hàng và tốc độ tăng vốn chênh lệch lớn.
- ✦ **Khẩu vị tăng trưởng:** +190% (TPS, cao nhất ngành), +41% (Vietcap) so với kế hoạch thận trọng của FPTC.
- ✦ **Tài sản số:** nhóm tiên phong (VPBankS, TCBS, MBS) vs đứng ngoài (Vietcap, SSI chờ).
- ✦ **Chiến lược vốn:** nhân đôi vốn (HSC, BSC) vs không pha loãng (FPTS, VPS).
- ✦ **Câu chuyện riêng:** TPS xử lý trái phiếu BCG, TVS danh mục PE & IFRS, VBSE tín chỉ carbon.

Bảng tổng hợp 15 công ty chứng khoán & điểm nhấn thảo luận 2026

Mã	Điểm nhấn phiên thảo luận
AGR Agriseco	Khai thác hệ sinh thái Agribank theo ba trụ cột ngân hàng – chứng khoán – bảo hiểm; hỗ trợ các nghiệp vụ quanh thương vụ IPO Agribank, trong giới hạn phát hành riêng lẻ.
BSI BSC	Trình kế hoạch nhân đôi vốn chủ giai đoạn 2026–2027 (cổ đồng BIDV & Hana đồng thuận); kỳ vọng FTSE hút 1,3–1,5 tỷ USD vốn thụ động; đẩy chuyển đổi số và ứng dụng AI với hậu thuẫn từ đối tác Hana.
CTS VBSE	Kế hoạch lợi nhuận 454 tỷ thận trọng; dư nợ margin ~4.500 tỷ; nằm trong nhóm CTCK đầu tiên tham gia thị trường tín chỉ carbon; chịu áp lực tăng vốn khi vốn điều lệ ~2.800 tỷ và 75% thuộc VietinBank.
FTS FPTS	Kế hoạch 2026 thận trọng – doanh thu ~1.200 tỷ (-9%), LNTT ~550 tỷ (-11%) ; chủ trương không đua tăng vốn hay hạ phí, không tự doanh trên sàn, cạnh tranh bằng hiệu quả cốt lõi.
HCM HSC	Thị phần quý I tụt xuống hạng 5; trình 3 phương án tăng vốn ~5.600 tỷ theo nhiều giai đoạn để củng cố năng lực cạnh tranh; chính sách cổ tức 60–80% lợi nhuận.
MBS MB	Chiến lược đa dạng hóa nguồn thu (mục tiêu IB ~200 tỷ); chuẩn bị vàng phái sinh và tài sản số; ứng dụng AI (trợ lý Dolphin) trên nền hệ sinh thái MB.
ORS TPS	Mục tiêu lợi nhuận 2026 +190% – cao nhất nhóm ; hướng vào Top 10 môi giới (~2,8% thị phần) nhờ hệ sinh thái TPBank; tập trung xử lý tài sản bảo đảm của trái phiếu BCG.
SHS SHS	Kế hoạch lợi nhuận 2026 chỉ +4% (mục tiêu CAGR ≥25%/năm cho cả giai đoạn 2026–2030); dư nợ margin 18–19.000 tỷ; thu hẹp tự doanh, đẩy mạnh quản lý gia sản (Wealth Management).
SSI SSI	CTCK lớn nhất ngành, mục tiêu lợi nhuận +15%; dư nợ margin tối đa ~45.000 tỷ; dẫn đầu thị phần khách tổ chức (~30%); chủ trương cạnh tranh bằng chất lượng dịch vụ thay vì hạ phí.
TCX TCBS	Vừa hoàn tất vay hợp vốn quốc tế 488 triệu USD (kỳ lục); CIR ~14% và ROE/ROA dẫn đầu nhờ cơ cấu thu đa dạng quanh chuỗi giá trị trái phiếu; đòn bẫy nợ/vốn chủ thấp ~0,8–0,9x; hướng tới hệ sinh thái tài sản mã hóa toàn diện.
TVS TVS	Mục tiêu LNST 340 tỷ (tham vọng); áp dụng chuẩn IFRS từ cuối 2026; sở hữu danh mục đầu tư tư nhân (PE) gồm Dat Bike, MoMo; chỉ chia cổ tức bằng cổ phiếu.
VCI Vietcap	Kế hoạch lợi nhuận 2.300 tỷ (+41%) ; triển khai các thương vụ IPO 400–500 triệu USD; chưa tham gia tài sản số trong 3 năm tới; ROE giảm do cạnh tranh phí và vốn tăng.
VCK VPS	Dẫn đầu thị phần môi giới, mục tiêu lợi nhuận ~5.700 tỷ; cấp vốn margin từ vốn chủ sở hữu; mảng IB đã thu xếp ~12 tỷ USD trong 10 năm; chưa có kế hoạch tăng vốn.
VDS Rồng Việt	Quý I lỗ ~30 tỷ (ban lãnh đạo công bố); không có ngân hàng mẹ nên kiểm soát tài chính chặt; kế hoạch tăng vốn đón sóng nâng hạng; thị phần môi giới tổ chức >25%.
VPX VPBankS	Dư nợ margin mục tiêu ~50.000 tỷ; tư vấn ECM ~28.000 tỷ; lập sàn tài sản mã hóa CAEX cùng OKX & HashKey; định giá P/B ~1,62 – thấp hơn trung bình ngành.

© 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

Miễn trừ trách nhiệm:

Toàn bộ thông tin sử dụng trong báo cáo được lấy từ những nguồn mà TCBS đánh giá là có cơ sở tin cậy tại thời điểm phát hành. Tuy vậy, TCBS không đưa ra bất kỳ cam kết hay bảo đảm nào, dù rõ ràng hay ngầm hiểu, về tính chính xác, tính trung thực, tính đầy đủ hay tính cập nhật của các thông tin nêu trên. Người đọc được khuyến nghị tự thực hiện kiểm chứng và đánh giá độc lập trước khi tin cậy hoặc sử dụng các thông tin này.

Các thông tin, nhận định và quan điểm trình bày trong báo cáo phản ánh đánh giá của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. TCBS không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi, bổ sung báo cáo hoặc thông báo cho người đọc khi có bất kỳ thông tin hay nhận định nào thay đổi sau thời điểm phát hành. Nội dung báo cáo nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo không cấu thành tư vấn đầu tư, không phải là đề nghị bán cũng không phải lời mời chào mua đối với bất kỳ chứng khoán nào. Người đọc cần cân nhắc mức độ phù hợp của các nhận định trong báo cáo với nhu cầu và mục tiêu đầu tư cá nhân của mình, đồng thời nên tham vấn ý kiến của các chuyên gia tư vấn chuyên nghiệp (bao gồm tư vấn thuế khi cần thiết) và chủ động thu thập đầy đủ thông tin liên quan trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Giá và giá trị của các chứng khoán hay doanh nghiệp được đề cập, cũng như thu nhập phát sinh từ đó, có thể biến động do điều kiện thị trường, quy định về thuế và nhiều yếu tố khác. Hiệu quả đầu tư trong quá khứ không phải là chỉ báo cho kết quả trong tương lai và rủi ro mất vốn vẫn luôn hiện hữu.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS cùng các bên có liên quan sẽ không chịu trách nhiệm pháp lý dưới bất cứ hình thức nào đối với những tổn thất hay thiệt hại phát sinh từ hoặc liên quan đến việc sử dụng hay dựa vào các thông tin và quan điểm trình bày trong báo cáo.

Báo cáo này thuộc quyền sở hữu của TCBS và chỉ được phát hành riêng cho người đọc cụ thể được TCBS xác định trong thông báo, thư điện tử hoặc thư gửi kèm. Mọi hình thức tiết lộ, sao chép, trích dẫn, chuyển nhượng hay phân phối lại toàn bộ hoặc một phần nội dung báo cáo đều phải có chấp thuận trước bằng văn bản của TCBS.