

Báo cáo phân tích lần đầu

VCI · Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap

Sàn HOSE · Niêm yết 30/06/2017 · Ngành Dịch vụ tài chính — Chứng khoán

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Năm 2025, Vietcap (VCI) ghi nhận doanh thu hoạt động **4.980 tỷ đồng** (+34,8% YoY) và lợi nhuận trước thuế **1.629 tỷ đồng** (+49,6% YoY). Đà tăng trưởng tiếp tục được duy trì trong Q1/2026 với doanh thu đạt **1.406 tỷ đồng** (+65,3% YoY) và LNTT đạt **404 tỷ đồng** (+13,7% YoY). Công ty sở hữu **vị thế hàng đầu ở mảng khách hàng tổ chức và tư vấn tài chính doanh nghiệp**, cùng **bảng cân đối lành mạnh** với hệ số Nợ vay/Vốn chủ sở hữu khoảng **1,1 lần**. TCBS Research đánh giá trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh của VCI có thể chịu ảnh hưởng bởi **thanh khoản thị trường suy giảm**. Dù vậy, triển vọng trung và dài hạn vẫn tích cực nhờ **vị thế dẫn đầu trong phân khúc khách hàng tổ chức**, kỳ vọng hưởng lợi từ **nâng hạng thị trường** và mức định giá hấp dẫn với P/B forward khoảng **1,6 lần**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

01 Vị thế dẫn đầu Ngân hàng đầu tư (IB) & KHTC

Mảng IB (tư vấn, bảo lãnh phát hành) và tệp KHTC trong — ngoài nước là **lợi thế khác biệt** so với nhóm CTCK bán lẻ, hỗ trợ phí dịch vụ và chất lượng danh mục tự doanh.

02 Lợi nhuận trên đà phục hồi mạnh

LNST năm 2025 đạt **1.342 tỷ đồng** (+47,4% YoY), nối tiếp mức tăng trưởng 85,1% của năm 2024, với biên lợi nhuận ròng đạt 26,9%. Đà phục hồi tiếp diễn trong Q1/2026 khi doanh thu tăng **65,3% YoY** và LNST tăng **15,6% YoY**, dù biên lợi nhuận chịu áp lực.

03 Bộ đệm vốn mở rộng nhanh

Vốn điều lệ tăng từ 7.181 tỷ đồng (12/2024) lên **11.476 tỷ đồng (04/2026)**; vốn chủ sở hữu 17.319 tỷ đồng — tạo dư địa mở rộng cho vay ký quỹ (hiện 96% VCSH) và danh mục tự doanh.

04 Hưởng lợi câu chuyện nâng hạng thị trường

Lộ trình nâng hạng từ Cận biên lên Mới nổi thứ cấp thu hút thêm dòng vốn ngoại — nhóm CTCK có nền tảng khách hàng tổ chức mạnh như VCI **hưởng lợi trực tiếp** về môi giới và phí dịch vụ.

RỦI RO CHÍNH

01 Chu kỳ thị trường chứng khoán

Kết quả kinh doanh phụ thuộc đáng kể vào diễn biến của chu kỳ thị trường chứng khoán, đặc biệt ở mảng tự doanh và môi giới.

02 Tỷ trọng tự doanh cao — Rủi ro biến động giá tài sản

Danh mục đầu tư tài chính quy mô lớn khiến lợi nhuận nhạy với biến động giá cổ phiếu; giá VCI hiện thấp hơn **~32%** so với đỉnh 12 tháng (~35.800đ, 08/2025), phản ánh tính chu kỳ cao của nhóm chứng khoán.

03 Pha loãng & ROE thấp tương đối

Tăng vốn liên tục (VCSH tăng 2,8 lần 2021–2025) pha loãng EPS/ROE ngắn hạn; ROE Q1/2026 **~9,3%** trong khi P/B 1,6x đã phản ánh phần lớn kỳ vọng.

04 Áp lực cạnh tranh phí

Làn sóng zero-fee từ các CTCK có thể tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận môi giới trung — dài hạn.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Vốn hóa	28.060 tỷ đồng
SLCP lưu hành	1.147,6 tr CP
P/E · P/B	20,2x / 1,6x
EPS · BVPS	1.209 / 15.091 đ

CƠ CẤU SỞ HỮU

Tô Hải	17,9%
Nguyễn Thanh Phụng	3,2%
Sở hữu nước ngoài	18,5%
Số lượng cổ đông	36.551

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH Q1/2026

Tổng tài sản	37.097 tỷ đồng
Vốn chủ sở hữu	17.319 tỷ đồng
ROE · ROA	9,3% / 4,6%
Tỷ suất cổ tức	2,9%

1. Hồ sơ doanh nghiệp

1.1 Tổng quan về doanh nghiệp

19 năm đồng hành cùng thị trường vốn Việt Nam · Vốn điều lệ 11.476 tỷ đồng · Thương hiệu ngân hàng đầu tư hàng đầu nội địa

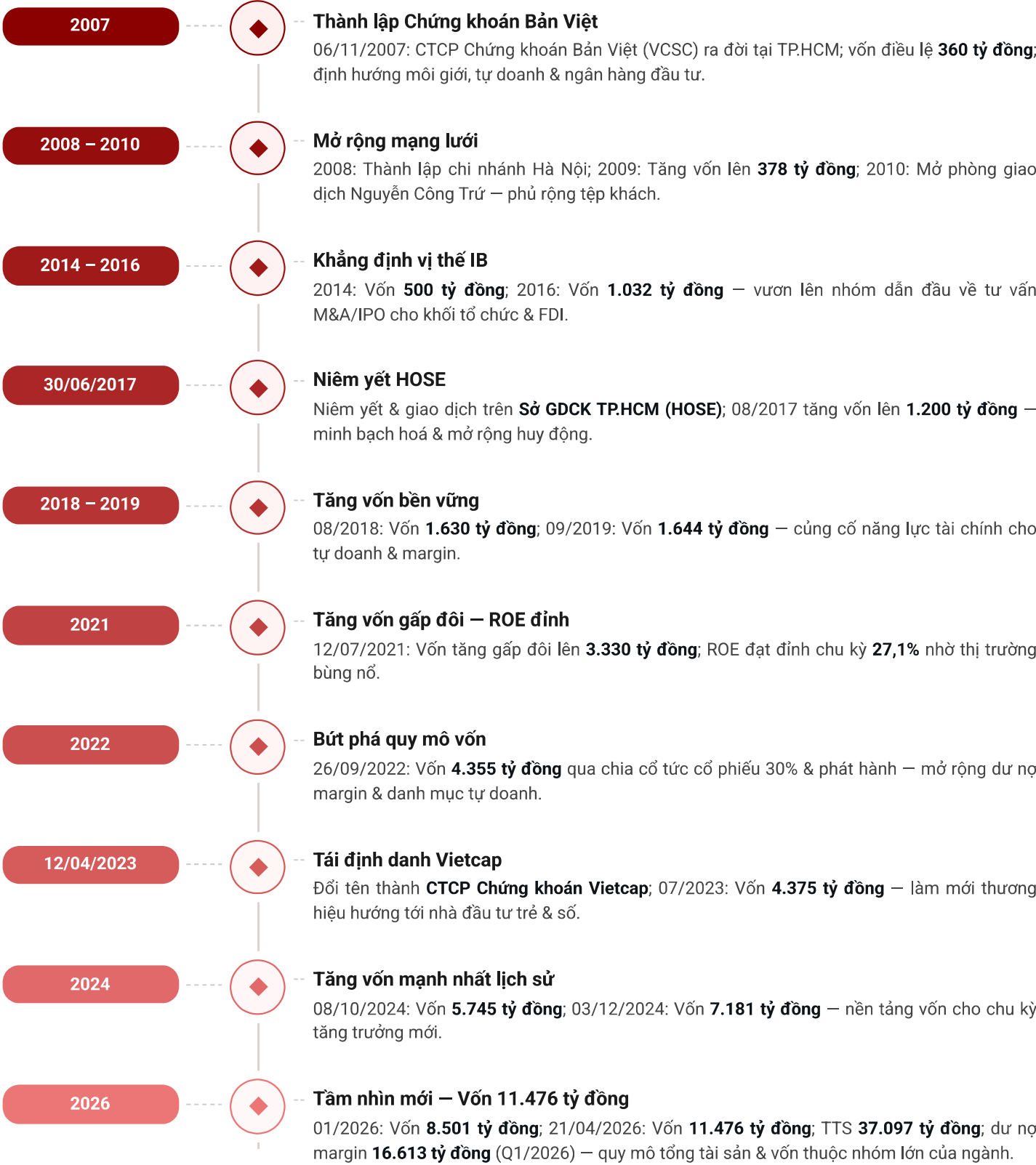
Tên đầy đủ	CTCP Chứng khoán Vietcap	Vốn điều lệ	11.476 tỷ đồng
Tên tiếng Anh	Vietcap Securities (VCSC)	Cổ phiếu lưu hành	1.147.631.925 cổ phiếu
Mã CK	VCI – HOSE	Sở hữu nước ngoài	18,5%
Ngày thành lập	06/11/2007	Tổng tài sản	37.097 tỷ đồng
Ngày niêm yết	30/06/2017	Vốn chủ sở hữu	17.319 tỷ đồng
Lĩnh vực	Dịch vụ tài chính – Chứng khoán	Chủ tịch HĐQT	Nguyễn Thanh Phương
Trụ sở chính	Tháp Capital Place, Liễu Giai, HN	Tổng Giám đốc	Tôn Minh Phương
Website	www.vietcap.com.vn	Cổ đông · Nhân sự	36.551 cổ đông · 422 CBNV

1.2 Mô hình hoạt động & Chuỗi giá trị – 4 mảng nghiệp vụ cốt lõi

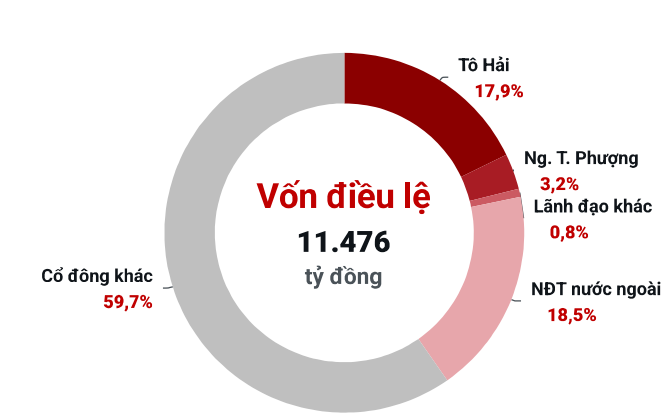
01 Tự doanh & Đầu tư - Đầu tư cổ phiếu niêm yết & OTC - Tài sản ghi nhận qua lãi/lỗ (FVTPL), sẵn sàng để bán (AFS), giữ đến đáo hạn (HTM) - Trái phiếu & công cụ thị trường tiền tệ - Quản lý danh mục tự doanh DT 2025: 2.678 tỷ đồng · 53,8% tổng DT	02 Cho vay Ký quỹ (Margin) - Cho vay ký quỹ khách hàng - Ứng trước tiền bán - Quản trị rủi ro danh mục margin - Lợi suất bình quân ~7,5%/năm Dư nợ margin 2025: 16.167 tỷ đồng · Q1/2026: 16.613 tỷ đồng	03 Môi giới & Lưu ký - Môi giới cổ phiếu, phái sinh - Tập khách tổ chức & nước ngoài - Nền tảng số Vietcap - Lưu ký chứng khoán DT môi giới 2025: 1.000 tỷ đồng (+37%)	04 Ngân hàng Đầu tư (IB) - Tư vấn M&A, tái cơ cấu - Tư vấn IPO, niêm yết, phát hành - Thế mạnh khối FDI & doanh nghiệp lớn - Định giá doanh nghiệp DT tư vấn 2025: 82 tỷ đồng
--	--	--	---

1.3 Lịch sử hình thành & phát triển

19 năm từ vốn điều lệ 360 tỷ đồng → top đầu ngành · Tổng tài sản 37.097 tỷ đồng · Dư nợ margin 16.613 tỷ đồng



1.4 Cơ cấu Cổ đông & Cấu trúc Sở hữu



Sở hữu trong nước vs nước ngoài

Loại sở hữu	Tỷ lệ (%)
Trong nước	81,5%
Nước ngoài	18,5%

- Cô đặc quanh nhóm sáng lập (Tô Hải – Nguyễn Thanh Phụng) → ổn định quản trị
- Sở hữu nước ngoài **18,5%** ở mức cao trong ngành – hưởng lợi trực tiếp nếu nâng hạng FTSE
- Free float ~59% đảm bảo thanh khoản giao dịch

Công ty liên kết & bên liên quan

Đơn vị	Quan hệ	Sở hữu
VCAM – Quản lý quỹ Bản Việt	Bên liên quan (cùng nhóm cổ đông sáng lập · Phoenix Holdings)	—
BVBank – Ngân hàng Bản Việt	Bên liên quan	—
VietCredit	Bên liên quan	—
CTCP Sữa Quốc tế LOF	Đầu tư tài chính	14,3%
CTCP Nước Thủ Dầu Một	Đầu tư tài chính	14,0%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	Đầu tư tài chính	4,9%
Tài chính TNHH NH Việt Nam Thịnh Vượng SMBC	Đầu tư tài chính	1,0%

Vietcap không có công ty con. Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp.

1.5 Hội đồng Quản trị & Ban Điều hành

Họ tên	Chức vụ	Sở hữu
Nguyễn Thanh Phụng	Chủ tịch HĐQT	3,2%
Đình Quang Hoàn	Phó Chủ tịch HĐQT thường trực & Chủ tịch UB Lương thưởng	0,1%
Tô Hải	Thành viên HĐQT & Chủ tịch UB Đầu tư	17,9%
Tôn Minh Phương	Thành viên HĐQT – Tổng Giám đốc	0,1%
Nguyễn Việt Hòa	Thành viên HĐQT	—
Nguyễn Lâm Trung Anh	Thành viên HĐQT	—
Lê Ngọc Khánh	Thành viên HĐQT	—
Nguyễn Quang Bảo	Phó Tổng Giám đốc (Ban Điều hành)	0,3%

1.6 Sản phẩm & Dịch vụ – Hệ sinh thái đầu tư

Dịch vụ

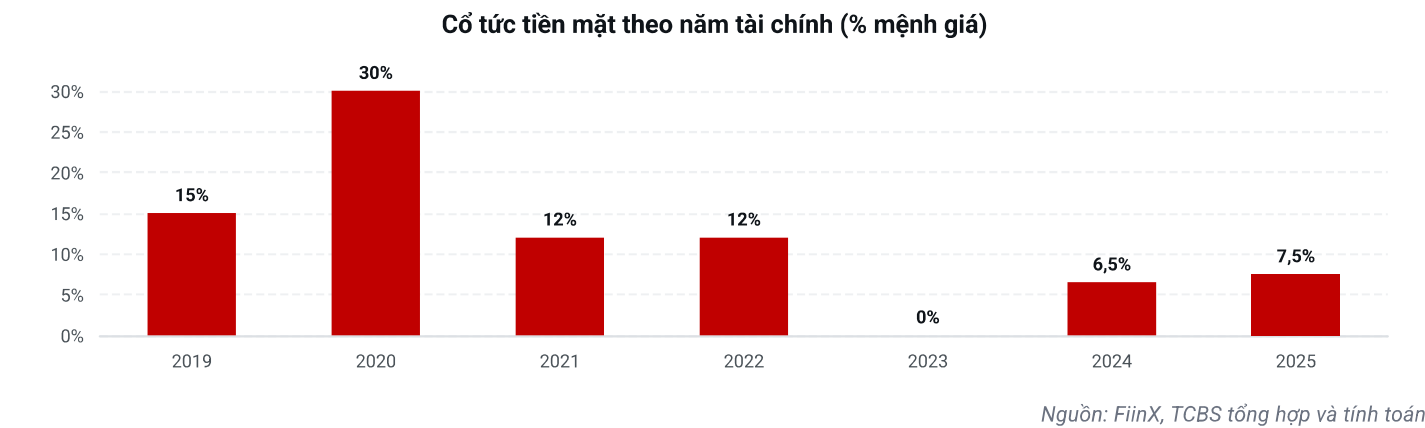
Tư vấn Khách hàng Cá nhân Môi giới CP/ETF/phái sinh & tư vấn đầu tư trên nền tảng số Vietcap Trading & Mobile App : giao dịch thời gian thực, lệnh điều kiện, cho vay ký quỹ tự động, theo dõi danh mục & phân tích tài chính.	Môi giới Khách hàng Tổ chức Dịch vụ môi giới toàn diện cho nhà đầu tư tổ chức trong & ngoài nước (>570 VNĐ tổ chức ngoại) – thế mạnh tiếp cận khối ngoại & FII, đặt lợi ích khách hàng lên hàng đầu.
Quản lý Gia sản (Wealth Management) Giải pháp đầu tư toàn diện & chuyên biệt cho khách hàng cá nhân giá trị cao (HNW) và tổ chức; danh mục khuyến nghị từ nền tảng research & advisory.	Ngân hàng Đầu tư (IB) Tư vấn M&A, IPO, phát hành cổ phiếu/trái phiếu cho doanh nghiệp lớn & FDI; bộ phận research song ngữ phủ 238 công ty – lớn nhất Việt Nam.

Sản phẩm

 Vietcap Trading Nền tảng web · giao dịch real-time	 Mobile App Đầu tư mọi lúc trên điện thoại	 Vietcap Pro Bản desktop chuyên sâu
 Vietcap IQ Phân tích & chọn lọc cổ phiếu	 AI News Bản tin do AI tổng hợp	 SAFE Bond Trái phiếu tích lũy
 Smart Money Sắp ra mắt	 Sản phẩm Margin Dư nợ 16.613 tỷ đồng · Q1/2026	 Academy & Webinar Đào tạo nhà đầu tư

Giải thưởng: 13 năm Alpha Southeast Asia | Diễn đàn M&A Việt Nam | The Asset Asian Awards | Finance Asia | Euro Money | Nguồn: vietcap.com.vn

1.7 Lịch sử cổ tức tiền mặt



VCI duy trì chính sách cổ tức linh hoạt, gắn với chu kỳ lợi nhuận và nhu cầu sử dụng vốn của công ty. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt đạt mức cao **15%–30%** trong giai đoạn 2019–2020, giảm dần trong các năm thị trường kém thuận lợi và tạm ngừng chi trả năm 2023 nhằm tăng cường nguồn vốn phục vụ hoạt động kinh doanh. Từ năm 2024, công ty đã khôi phục cổ tức tiền mặt ở mức **6,5%–7,5%**, đồng thời thực hiện chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ **30%** trong năm 2022 để tăng vốn điều lệ. Chính sách này cho thấy VCI ưu tiên cân bằng giữa lợi ích cổ đông và nhu cầu giữ lại lợi nhuận nhằm mở rộng dư nợ cho vay ký quỹ, đầu tư và các hoạt động kinh doanh cốt lõi.

2. Phân tích Ngành Chứng khoán

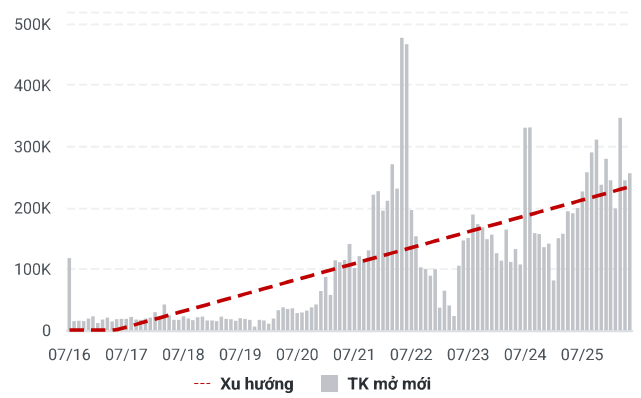
2.1 Tổng quan thị trường

VN-Index & Tổng Giá Trị Giao Dịch



Nguồn: FiinProX, TCBS tổng hợp và tính toán

Tài khoản CK mở mới hàng tháng



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Năm 2025 ghi nhận bước ngoặt lịch sử với mức tăng **40,9%** của **VN-Index**, đạt **1.784 điểm** – hiệu suất ấn tượng nhất kể từ năm 2009. Đà tăng trưởng này phản ánh sự kỳ vọng của nhà đầu tư vào lộ trình **nâng hạng thị trường từ hạng Cận biên (Frontier) lên Thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging)** theo bảng phân loại của FTSE Russell. Tại phiên gần nhất 06/07/2026, chỉ số đóng cửa tại **1.843,50 điểm** – phục hồi vững trên mốc **1.800 điểm** sau nhịp kiểm định vùng hỗ trợ hồi giữa năm, nâng mức tăng lũy kế 2026 lên +3,3% và bước vào giai đoạn tích lũy trước kỳ phân bổ chính thức theo nâng hạng FTSE ngày 21/09/2026.

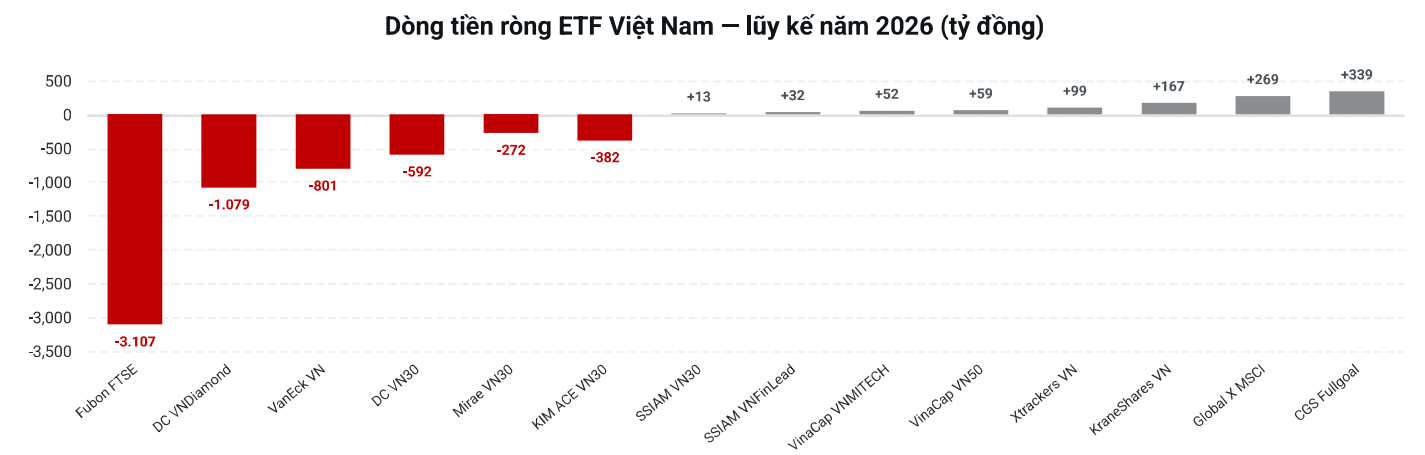
Sự cải thiện về chất lượng thị trường được phản ánh rõ nét qua sự gia tăng mạnh của thanh khoản giao dịch. Sau khi đạt mức bình quân khoảng **29.300 tỷ đồng/phiên** trong năm 2025, thị trường đã ghi nhận kỷ lục thanh khoản khoảng **86.100 tỷ đồng/phiên** vào ngày 05/08/2025. Sang Q1/2026, giá trị giao dịch toàn thị trường tiếp tục duy trì trên **35.000 tỷ đồng/phiên**, gần gấp đôi cùng kỳ năm trước. Diễn biến này cho thấy năng lực hấp thụ các dòng vốn quy mô lớn đã được cải thiện đáng kể, qua đó củng cố một trong những điều kiện quan trọng để đáp ứng yêu cầu của nhóm Thị trường mới nổi thứ cấp.

Bên cạnh đó, sự gia tăng nhanh chóng của lực lượng nhà đầu tư trong nước tiếp tục là động lực quan trọng đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Năm 2025 ghi nhận **2,6 triệu tài khoản** mở mới; đà tăng tiếp tục trong 5 tháng đầu 2026 với gần **1,3 triệu tài khoản** mở mới, nâng tổng số tài khoản chứng khoán lên **13,2 triệu** vào cuối tháng 05/2026, tương đương khoảng **13% dân số**. Xu hướng này phù hợp với định hướng phát triển thị trường vốn của Chính phủ, hướng tới mục tiêu quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu đạt **120% GDP** vào năm 2030, đồng thời tạo nền tảng hỗ trợ cho lộ trình nâng hạng thị trường.

Cập nhật Q2/2026 – Thanh khoản hạ nhiệt và áp lực rút vốn gia tăng. Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh trong năm 2025 và Q1/2026, thanh khoản thị trường có dấu hiệu điều chỉnh khi giá trị giao dịch bình quân cả quý 2/2026 giảm xuống còn **24.084 tỷ đồng/phiên**, thấp hơn đáng kể so với mức trên 35.000 tỷ đồng/phiên của quý trước. Diễn biến này diễn ra trong bối cảnh khối ngoại bán ròng khoảng **48.300 tỷ đồng** trên toàn thị trường (mua khoảng 156 nghìn tỷ đồng và bán khoảng 204 nghìn tỷ đồng), đồng thời các quỹ ETF ngoại tiếp tục ghi nhận trạng thái rút vốn ròng (chi tiết tại Mục 2.2 – Dòng tiền ETF và vốn ngoại). Mặc dù vậy, quy mô thanh khoản hiện tại vẫn duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước năm 2025, cho thấy những cải thiện mang tính cấu trúc của thị trường vẫn chưa bị đảo ngược.

2.2 Dòng tiền ETF & Vốn ngoại

10 quỹ ETF lớn nhất theo dòng tiền · Tổng ETF rút ròng ~5.396 tỷ đồng từ đầu năm (~13.446 tỷ đồng trong 12 tháng) · Vốn ngoại dồn về Bắc Á



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Bảng 2.2 – Dòng tiền ròng các quỹ ETF Việt Nam (tỷ đồng)

Quỹ ETF	Công ty quản lý	Đăng ký	Lũy kế năm	1 năm
Fubon FTSE Vietnam	Fubon (Đài Loan)	Ngoại	-2.845	-10.091
DCVFMVN DIAMOND	Dragon Capital	Nội	-1.075	-972
VanEck Vietnam (VNM)	VanEck (Mỹ)	Ngoại	-821	-258
E1VFN30 (DCVFMVN30)	Dragon Capital	Nội	-502	-1.946
MAFM VN30	Mirae Asset (VN)	Nội	-262	-507
KIM ACE Vietnam VN30	Korea Investment	Ngoại	-220	-479
CGS Fullgoal VN30 Sector Cap	CGS (Singapore)	Ngoại	+348	+348
Global X MSCI Vietnam	Global X	Ngoại	+269	+494
KraneShares DC VN Growth	Krane Funds	Ngoại	+167	+358
Xtrackers Vietnam Swap	DWS	Ngoại	+155	-177
Khác (27 quỹ còn lại)	—	—	+47	—
Tổng dòng tiền ETF	—	—	-5.396	-13.446

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

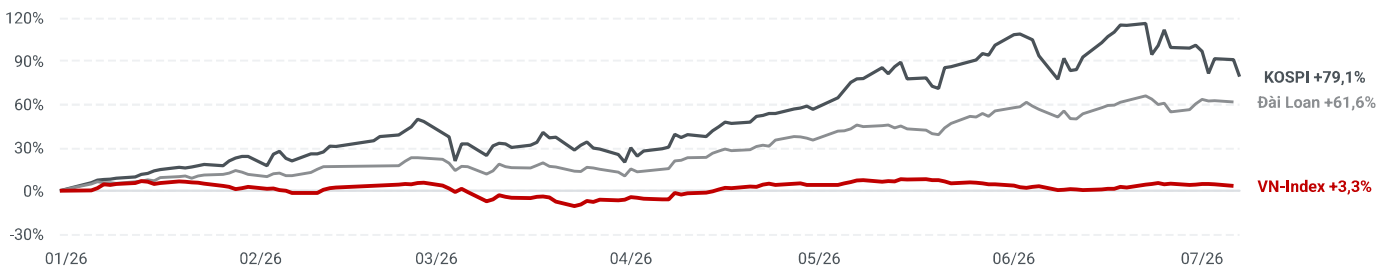
Dòng vốn ETF tiếp tục duy trì trạng thái rút ròng tại thị trường Việt Nam, phản ánh xu hướng thận trọng của nhà đầu tư thụ động trong bối cảnh dòng vốn toàn cầu đang được tái phân bổ mạnh mẽ giữa các khu vực và nhóm tài sản. Lũy kế từ đầu năm, giá trị rút ròng của các quỹ ETF đạt khoảng **5.396 tỷ đồng**, qua đó nâng tổng quy mô rút ròng trong 12 tháng gần nhất lên **13.446 tỷ đồng**. Xét tương quan quy mô, giá trị rút ròng của ETF tương đương khoảng **6%** mức bán ròng ~84.300 tỷ đồng của nhà đầu tư nước ngoài trên toàn thị trường chứng khoán Việt Nam tính đến ngày 06/07/2026.

Góc nhìn liên thị trường

Xét dưới góc độ liên thị trường, diễn biến rút ròng của ETF tại Việt Nam không hoàn toàn phản ánh những yếu tố nội tại của nền kinh tế hay triển vọng doanh nghiệp niêm yết, mà phần lớn chịu tác động từ quá trình tái cơ cấu danh mục của dòng vốn toàn cầu tại nhóm thị trường mới nổi và cận biên. Trong giai đoạn hiện nay, thị trường chứng khoán Hàn Quốc và Đài Loan tăng vượt trội nhờ định giá lại nhóm trí tuệ nhân tạo (AI), bán dẫn và hạ tầng công nghệ: **KOSPI +79,1%** (sau khi lập đỉnh ~+116% ngày 22/06 rồi điều chỉnh mạnh hơn 35 điểm % đầu tháng 7 khi định giá nhóm AI hạ nhiệt) và **TWII +61,6%** tính từ đầu năm, trong khi VN-Index chỉ tăng +3,3% (1.843,50 điểm). Chất xúc tác cho nhịp điều chỉnh đầu tháng 7 là kết quả sơ bộ Q2/2026 của **Samsung**: dù lợi nhuận hoạt động dự kiến **tăng gấp ~19 lần** cùng kỳ (~89 nghìn tỷ won) nhờ nhu cầu chip nhớ AI, phần lớn kỳ vọng đã phản ánh vào giá cổ phiếu từ trước; đồng thời lo ngại làn sóng AI khó duy trì tốc độ tăng trưởng hiện tại và nguy cơ các tập đoàn công nghệ Mỹ tiết giảm chi tiêu hạ tầng AI, cộng với doanh thu Samsung “chưa mạnh như kỳ vọng” và DRAM tăng chậm hơn dự báo, đã kéo cổ phiếu Samsung cùng loạt thị trường Bắc Á (Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan) sụt giảm.

Tuy vậy, đà tăng này chủ yếu đến từ **tái định giá nội tại** của nhóm công nghệ chứ không phải lực mua của khối ngoại: thực tế nhà đầu tư nước ngoài **bán ròng kỷ lục ~102 tỷ USD** trên sàn KOSPI (Hàn Quốc) từ đầu năm đến 03/07/2026 – bất chấp chỉ số vẫn tăng khoảng 92%, phản ánh hoạt động tái cơ cấu danh mục sau giai đoạn tăng nóng – trong khi dòng vốn ngoại dịch chuyển mạnh sang **Nhật Bản** với mức **mua ròng kỷ lục ~60 tỷ USD** trong nửa đầu 2026, nhờ chiều sâu thị trường và cải cách quản trị doanh nghiệp. Do Hàn Quốc (24,3%) và Đài Loan (32,3%) chiếm tới **56,6%** rổ Emerging Markets ex-China, biến động của hai thị trường này chi phối mạnh diễn biến chỉ số EM toàn cầu. Ở chiều ngược lại, Việt Nam nổi lên là điểm đến ngược dòng khi **FTSE Russell nâng hạng (21/09/2026)** được kỳ vọng kích hoạt dòng vốn quay lại – tạo dư địa phục hồi thanh khoản và lợi thế cho nhóm chứng khoán đầu ngành như VCI. Dù vậy, dòng vốn nâng hạng của FTSE được phân thành nhiều đợt, phần lớn dồn về 2027 thay vì vào ngay hết trong năm 2026.

Hiệu suất TTCK Bắc Á vs Việt Nam – lũy kế 2026 (%)



Nguồn: Investing.com, FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán · KOSPI đến 07/07, TWII đến 06/07, VN-Index đến 06/07/2026

Diễn biến tại thị trường Hàn Quốc cho thấy **rủi ro khi đà tăng của chỉ số phụ thuộc quá lớn vào một nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn**. Sau giai đoạn tăng mạnh nhờ kỳ vọng AI, áp lực chốt lời tại các cổ phiếu công nghệ chủ chốt đã khiến **KOSPI điều chỉnh mạnh trong tháng 06/2026**, qua đó cho thấy mức độ nhạy cảm của chỉ số khi cấu trúc tăng trưởng trở nên thiếu cân bằng. Khi tỷ trọng vốn hóa tập trung vào một số ít doanh nghiệp, biến động của nhóm này có thể **khuếch đại cả chiều tăng lẫn chiều giảm** của toàn thị trường.

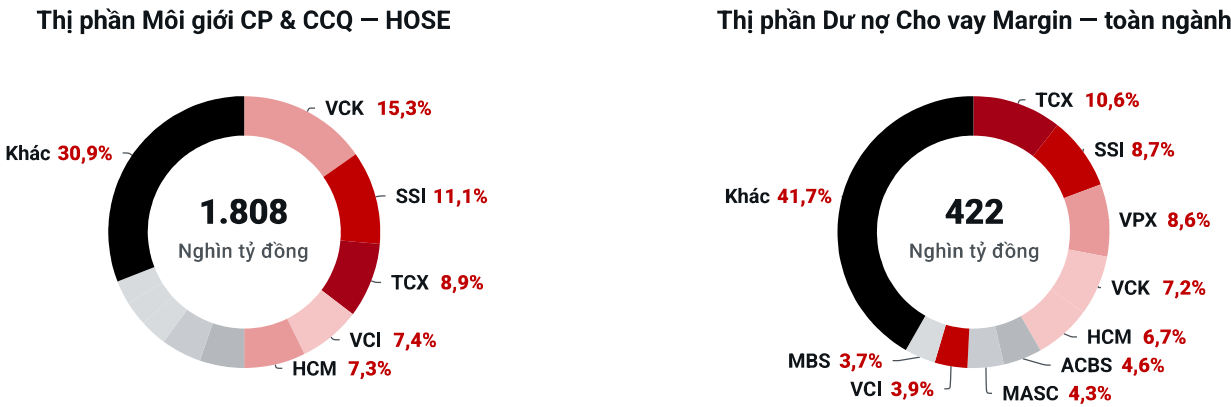
Xu hướng tương tự đang xuất hiện tại Việt Nam khi tỷ trọng vốn hóa của nhóm doanh nghiệp thuộc **hệ sinh thái Vingroup (VIC, VHM, VRE và VPL)** đã gia tăng đáng kể trong cơ cấu VN-Index trong những năm gần đây. Điều này giúp chỉ số duy trì đà tăng mạnh trong ngắn hạn nhưng đồng thời cũng làm gia tăng rủi ro điều chỉnh nếu nhóm cổ phiếu dẫn dắt suy yếu. Do đó, mức tăng của VN-Index trong giai đoạn hiện tại **chưa phản ánh hoàn toàn mức độ lan tỏa của dòng tiền** trên toàn thị trường và cần được theo dõi cùng với diễn biến của các nhóm ngành còn lại.

Mặc dù vậy, triển vọng trung và dài hạn của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn được hỗ trợ bởi nền tảng vĩ mô ổn định, tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp duy trì tích cực và đặc biệt là sự kiện nâng hạng thị trường. Việc **FTSE Russell chính thức nâng hạng Việt Nam lên Thị trường Mới nổi Thứ cấp**, với hiệu lực từ ngày **21/09/2026**, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy dòng vốn đầu tư quốc tế, đặc biệt từ các quỹ ETF và quỹ đầu tư chủ động có chiến lược phân bổ theo chỉ số. Đây nhiều khả năng sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ thanh khoản và định giá thị trường trong các năm tới.

Đối với ngành chứng khoán, môi trường thanh khoản suy giảm và áp lực rút vốn ngoại trong ngắn hạn có thể ảnh hưởng đến doanh thu môi giới của toàn ngành. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường bước vào chu kỳ thu hút dòng vốn mới sau nâng hạng, lợi thế được kỳ vọng sẽ thuộc về các công ty chứng khoán có **quy mô vốn lớn, năng lực cung cấp dịch vụ toàn diện và tệp khách hàng tổ chức mạnh**. Những doanh nghiệp này có khả năng hưởng lợi rõ nét hơn từ sự gia tăng của thanh khoản thị trường, nhu cầu sử dụng đòn bẩy tài chính và dòng vốn ngoại quay trở lại, trong khi các công ty phụ thuộc chủ yếu vào môi giới bán lẻ sẽ đối mặt với áp lực cạnh tranh lớn hơn.

2.3 Thị phần

VCI – thị phần môi giới ~7,4% (top 4–5 HOSE) · thế mạnh Ngân hàng Đầu tư (IB) dẫn đầu nhóm nội địa



Nguồn: HSX

Bức tranh cạnh tranh Q1/2026 cho thấy sự phân tán thị phần giữa nhóm định chế dẫn đầu. Trên phân khúc môi giới cổ phiếu & CCQ sàn HOSE, **VCI nắm 7,4%** thị phần trên tổng giá trị giao dịch **1.808 nghìn tỷ đồng**, vươn lên nhóm **top 4–5** – sau VCK (15,3%), SSI (11,1%) và TCX (8,9%). Nhóm 5 công ty hàng đầu nắm khoảng **50% thị phần**, phản ánh mức độ tập trung trung bình. Khi các định chế mới liên tục gia nhập với chiến lược miễn/giảm phí, VCI chủ động lựa chọn phân khúc **khách hàng tổ chức & giá trị cao** thay vì đua phí 0đ ở mảng bán lẻ, giúp giữ biên môi giới tốt hơn mặt bằng chung.

2.4 Vị thế

Ticker	Tên công ty	Vốn hoá (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	P/E	P/B	ROE	Thị phần MG
TCX	CK Kỹ Thương	106.795	88.665	14,8x	2,3x	19,9%	8,9%
VCK	CK VPS	81.326	53.217	19,9x	2,7x	19,3%	15,3%
SSI	CK SSI	66.014	93.114	14,5x	1,7x	13,5%	11,1%
VPX	CK VPBank	48.000	78.751	12,9x	1,4x	14,4%	2,9%
VIX	CK VIX	41.900	29.598	8,1x	1,9x	27,2%	—
HCM	CK TP. Hồ Chí Minh	29.645	40.467	23,9x	2,1x	10,1%	7,3%
VCI	Vietcap	28.060	37.097	20,2x	1,6x	9,3%	7,4%
VND	VNDirect	26.336	47.965	12,1x	1,2x	10,5%	4,8%
MBS	CK MB	19.118	30.659	16,6x	2,3x	14,8%	5,3%
SHS	CK SHB	16.190	22.367	12,3x	1,3x	10,8%	—

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp

Vốn hoá, P/E, P/B theo giá đóng cửa 06/07/2026; tổng tài sản, ROE & thị phần tại Q1/2026.

Với tổng tài sản **37.097 tỷ đồng** tại Q1/2026, VCI đứng thứ 7 toàn ngành về quy mô — vừa phải so với SSI, TCX hay VPX, nhưng sở hữu năng lực **Ngân hàng Đầu tư (IB)** thuộc nhóm dẫn đầu khối nội địa. Thế mạnh cốt lõi của VCI là tư vấn M&A, IPO và niêm yết cho doanh nghiệp lớn & khối FDI; năm 2026 công ty kỳ vọng dẫn dắt thị trường với các thương vụ lớn (2025: VPBank 12.700 tỷ đồng, Hòa Phát 12.000 tỷ đồng; pipeline 2026: Điện Máy Xanh, Đất Việt VAC...). Bên cạnh đó, VCI duy trì dư nợ cho vay ký quỹ **16.613 tỷ đồng** và danh mục tự doanh **~16.052 tỷ đồng**; hiệu quả sinh lời ROE **9,3%** với định giá P/B **1,6x** — phản ánh dư địa cải thiện khi ROE phục hồi và mảng IB bước vào chu kỳ sôi động.

Diễn biến giá VCI & giao dịch khối ngoại 2026

GIÁ ĐÓNG CỬA 06/07

24.450đ

-2,6% so với phiên
03/07/2026

LŨY KẾ 2026

-4,4%

VN-Index cùng kỳ: +3,3%

TỪ ĐỈNH 04/03/2026

-18,6%

Đỉnh 30.041đ (giá điều chỉnh)

KN LŨY KẾ TỪ 09/03

-3,7tr

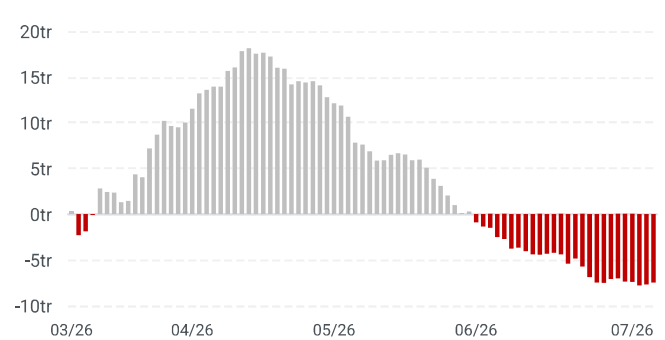
CP · đỉnh +18,1tr CP (13/04)

VCI vs VN-Index — hiệu suất lũy kế 2026 (%)



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Khối ngoại VCI — KN mua/bán ròng lũy kế



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Cổ phiếu VCI đang diễn biến **kém tích cực hơn mặt bằng chung của thị trường** khi giảm **4,4%** từ đầu năm 2026, trong khi VN-Index vẫn tăng khoảng **+3,3%**. Sau khi đạt đỉnh **30.041 đồng/cổ phiếu** (giá điều chỉnh) vào đầu tháng 03/2026 nhờ kỳ vọng nâng hạng thị trường và kết quả kinh doanh tích cực trong Q4/2025, VCI đã điều chỉnh khoảng **22%**, cao hơn đáng kể so với mức điều chỉnh của VN-Index trong cùng giai đoạn. Diễn biến này phản ánh **đặc tính nhạy cảm của nhóm cổ phiếu chứng khoán đối với thanh khoản thị trường**, đặc biệt khi giá trị giao dịch bình quân có xu hướng suy giảm trong Q2/2026.

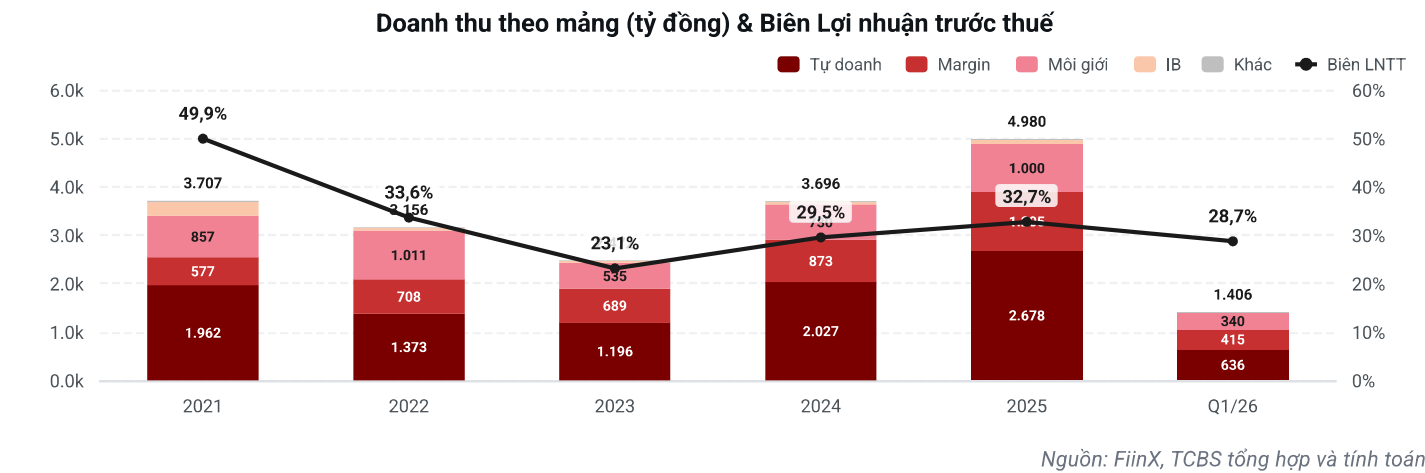
Một yếu tố đáng chú ý là **sự đảo chiều của dòng vốn ngoại**. Sau giai đoạn mua ròng mạnh trong tháng 03 và đầu tháng 04/2026, khối ngoại đã quay trở lại **bán ròng liên tục từ cuối tháng 4**, kéo tỷ lệ sở hữu nước ngoài giảm từ **18,8% xuống 18,5%**. Diễn biến này phù hợp với xu hướng rút vốn của các quỹ ETF và nhà đầu tư nước ngoài trên toàn thị trường trong thời gian gần đây, đồng thời tạo áp lực đáng kể lên diễn biến giá cổ phiếu.

Tuy nhiên, triển vọng trung hạn của VCI vẫn gắn chặt với **câu chuyện nâng hạng thị trường**. Với vị thế là một trong những công ty chứng khoán có **tập khách hàng tổ chức và nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất thị trường**, Vietcap được kỳ vọng sẽ hưởng lợi đáng kể khi dòng vốn quốc tế quay trở lại sau khi **FTSE Russell chính thức đưa Việt Nam vào nhóm Thị trường Mới nổi Thứ cấp từ tháng 09/2026**. Do đó, **diễn biến của dòng vốn ngoại trong những tháng tới sẽ là yếu tố quan trọng cần theo dõi đối với quá trình tái định giá cổ phiếu**.

3. Phân tích Kết quả Kinh doanh

DT HOẠT ĐỘNG 2025	LNTT 2025	BIẾN LNTT 2025	DT Q1/2026
4.980 tỷ đồng	1.629 tỷ đồng	32,7 %	1.406 tỷ đồng
+34,8% YoY	+49,6% YoY	Cải thiện từ 23% (2023)	+65,3% YoY

3.1 Cơ cấu doanh thu theo mảng – 2021 đến 2025



Mảng (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	Q1/26	%2025	% Q1/26
Tự doanh & đầu tư	1.962	1.373	1.196	2.027	2.678	636	53,8%	45,2%
Lãi cho vay margin	577	708	689	873	1.205	415	24,2%	29,5%
Môi giới	857	1.011	535	730	1.000	340	20,1%	24,2%
Tư vấn — IB	286	52	39	51	82	12	1,6%	0,9%
Lưu ký & khác	25	12	13	15	15	3	0,3%	0,2%
Tổng DT hoạt động	3.707	3.156	2.472	3.696	4.980	1.406	100%	100%

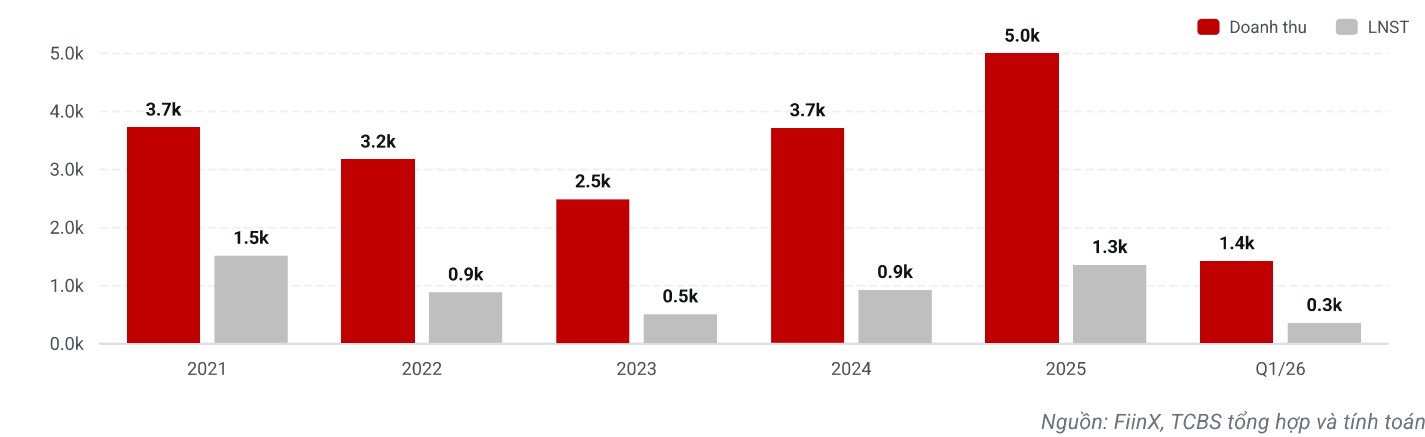
Cơ cấu doanh thu của Vietcap hiện phụ thuộc đáng kể vào hoạt động đầu tư, với mảng tự doanh đóng góp **53,8%** tổng doanh thu năm 2025. Điều này giúp công ty hưởng lợi mạnh khi thị trường diễn biến thuận lợi, nhưng đồng thời khiến kết quả kinh doanh biến động nhiều hơn theo chu kỳ thị trường. Nguồn thu lớn thứ hai là lãi từ cho vay ký quỹ, chiếm **24,2%** doanh thu và tăng 38% YoY, đóng vai trò là động lực tăng trưởng ổn định hơn nhờ nền vốn được mở rộng trong những năm gần đây.

Hoạt động môi giới đóng góp khoảng **20%** doanh thu, trong khi mảng tư vấn tài chính doanh nghiệp chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu hạch toán. Tuy nhiên, mảng tư vấn vẫn giữ vai trò quan trọng trong việc duy trì quan hệ với khách hàng doanh nghiệp lớn, hỗ trợ phát triển khách hàng tổ chức và mở rộng hệ sinh thái dịch vụ trên thị trường vốn. Theo Báo cáo thường niên 2025, tổng giá trị các giao dịch tư vấn tài chính doanh nghiệp đạt khoảng **3.952 tỷ đồng**.

Trong Q1/2026, cơ cấu doanh thu không có nhiều thay đổi khi hoạt động đầu tư tiếp tục là nguồn đóng góp lớn nhất với **636 tỷ đồng**, theo sau là lãi từ cho vay ký quỹ (415 tỷ đồng) và môi giới (340 tỷ đồng). Về dài hạn, tỷ trọng đóng góp ngày càng lớn của mảng cho vay ký quỹ và tư vấn tài chính doanh nghiệp có thể giúp cơ cấu doanh thu trở nên cân bằng hơn, qua đó giảm bớt mức độ phụ thuộc vào biến động của hoạt động đầu tư.

3.2 Diễn biến doanh thu & lợi nhuận

Doanh thu & LNST theo năm (2021 – Q1/2026)

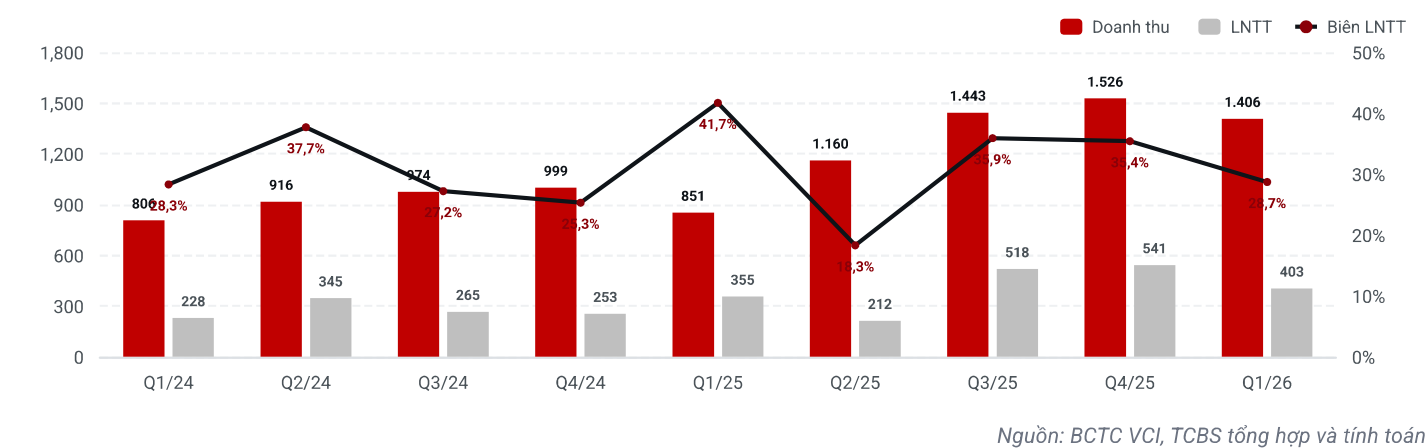


Năm (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	Q1/26
Doanh thu hoạt động	3.707	3.156	2.472	3.696	4.980	1.406
LNST	1.499	869	492	911	1.342	341
Tăng trưởng DT YoY	+114,3%	-14,9%	-21,7%	+49,5%	+34,8%	+65,3%

Bức tranh tài chính của Vietcap mang tính chu kỳ rõ nét, chịu tác động lớn từ tỷ trọng của mảng tự doanh trong cơ cấu doanh thu. Sau khi tạo đỉnh vào năm 2021 và xác lập vùng đáy vào năm 2023 (doanh thu 2.472 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 492 tỷ đồng), doanh nghiệp đã ghi nhận chu kỳ phục hồi đồng pha với đà tăng của chỉ số VN-Index. Cụ thể, vào năm 2025, doanh thu của công ty đã bứt phá lên mức **4.980 tỷ đồng (+34,8% YoY)**, kéo theo lợi nhuận sau thuế đạt 1.342 tỷ đồng. Điểm sáng đáng chú ý là sự chuyển dịch cơ cấu lợi nhuận theo hướng bền vững hơn. Theo đó, mảng cho vay ký quỹ với đặc thù là một nguồn thu ổn định đang không ngừng mở rộng quy mô và gia tăng tỷ trọng đóng góp. Động lực này xuất phát từ việc bổ sung thành công dòng vốn mới, qua đó phản ánh năng lực huy động vốn hiệu quả của Vietcap trên thị trường.

Tuy nhiên, bước sang Q1/2026, Công ty phải đối mặt với áp lực thu hẹp biên lợi nhuận. Mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ ở mức **+65,3% YoY**, nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ ghi nhận mức tăng khiêm tốn **+15,5%**. Sự chênh lệch này xuất phát từ tốc độ gia tăng của chi phí hoạt động và chi phí lãi vay vượt mức tăng trưởng doanh thu. Đánh giá về trung hạn, tính ổn định trong lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ phụ thuộc chủ yếu vào chiến lược nâng cao tỷ trọng của các mảng tạo thu nhập đều đặn như cho vay ký quỹ hay nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, nhằm kiểm soát và giảm thiểu rủi ro chu kỳ từ hoạt động tự doanh.

Doanh thu hoạt động & LNTT theo quý (Q1/2024 – Q1/2026)



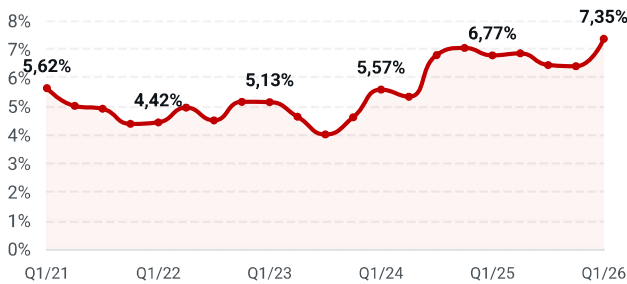
Dữ liệu theo quý cho thấy lợi nhuận của Vietcap vẫn chịu ảnh hưởng đáng kể từ biến động của mảng tự doanh. Biên lợi nhuận trước thuế tăng lên mức cao 41,7% trong Q1/2025 nhưng giảm mạnh xuống 18,3% ở quý tiếp theo khi thị trường chứng khoán điều chỉnh sâu, trước khi phục hồi về vùng 35–36% trong nửa cuối năm. Mức biến động lớn của biên lợi nhuận phản ánh sự phụ thuộc tương đối cao vào kết quả đầu tư, đồng thời cho thấy lợi nhuận có thể biến động đáng kể theo diễn biến thị trường.

Bên cạnh đó, chi phí tài chính đang gia tăng nhanh khi công ty mở rộng quy mô hoạt động. Trong Q1/2026, chi phí tài chính đạt 346 tỷ đồng, tăng 89% YoY và là mức cao nhất từ trước đến nay, chủ yếu do dư nợ vay tăng để tài trợ cho hoạt động cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư. Do đó, dù doanh thu hoạt động tăng 65,3% YoY, biên lợi nhuận trước thuế giảm còn 28,7% và lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 15,5%.

Trong thời gian tới, khả năng cải thiện hiệu quả sinh lời sẽ phụ thuộc vào việc kiểm soát chi phí vốn và nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn vốn mới huy động. Việc tối ưu cơ cấu các khoản vay, đặc biệt là nguồn vốn ngoại tệ tham chiếu lãi suất SOFR +/- biên độ, cùng với khả năng mở rộng dư nợ cho vay ký quỹ trong bối cảnh thanh khoản thị trường cải thiện sẽ là những yếu tố quan trọng quyết định tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

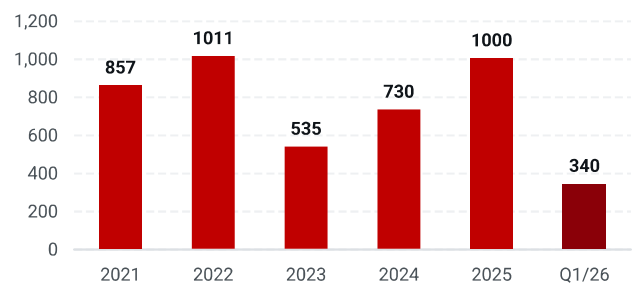
3.3 Mảng Môi giới & Lưu ký

Thị phần môi giới HOSE theo quý (%)



Nguồn: HSX

Doanh thu Môi giới theo năm (tỷ đồng)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Doanh thu môi giới phục hồi mạnh từ mức đáy **535 tỷ đồng** năm 2023 lên **1.000 tỷ đồng** năm 2025, phản ánh sự cải thiện của thanh khoản thị trường và vị thế cạnh tranh của Vietcap. Công ty tập trung vào nhóm khách hàng giá trị cao và nhà đầu tư tổ chức thay vì cạnh tranh bằng chính sách phí thấp, qua đó duy trì chất lượng doanh thu và hiệu quả hoạt động ổn định.

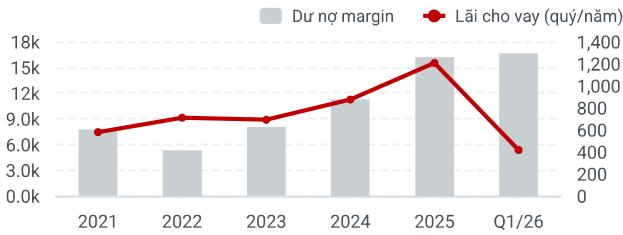
Đến cuối năm 2025, Vietcap phục vụ khoảng **235.000 tài khoản** khách hàng, bao gồm cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức nước ngoài. Nền tảng khách hàng này tạo điều kiện để công ty duy trì thị phần môi giới ổn định và hưởng lợi khi thanh khoản thị trường cải thiện.

Trong Q1/2026, doanh thu môi giới đạt **340 tỷ đồng (+128% YoY)**, được hỗ trợ bởi giá trị giao dịch bình quân ngày trên HOSE tăng lên khoảng 36,3 nghìn tỷ đồng. Thị phần môi giới HOSE tăng từ **6,4%** trong Q1/2025 lên **7,4%** trong Q1/2026, cho thấy Vietcap tiếp tục cải thiện vị thế trong bối cảnh hoạt động giao dịch sôi động hơn.

Triển vọng tăng trưởng của mảng môi giới được hỗ trợ bởi kỳ vọng **nâng hạng thị trường lên Thị trường Mới nổi thứ cấp của FTSE Russell từ tháng 09/2026**, qua đó thu hút thêm dòng vốn từ các quỹ đầu tư tổ chức và nhà đầu tư nước ngoài. Với lợi thế sở hữu mạng lưới khách hàng tổ chức hàng đầu thị trường, bao gồm **hơn 570 nhà đầu tư tổ chức nước ngoài** đang theo dõi và giao dịch, Vietcap được đánh giá có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng gia tăng thanh khoản và dòng vốn ngoại sau nâng hạng. Đây được kỳ vọng là một trong những động lực quan trọng hỗ trợ tăng trưởng doanh thu môi giới trong trung và dài hạn.

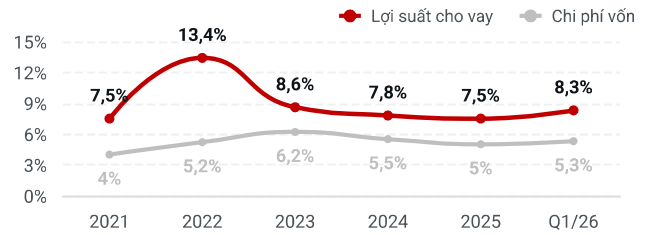
3.4 Mảng Cho vay Ký quỹ & Cơ cấu nguồn vốn tài trợ

Dư nợ Cho vay Ký quỹ & Lãi cho vay (tỷ đồng)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

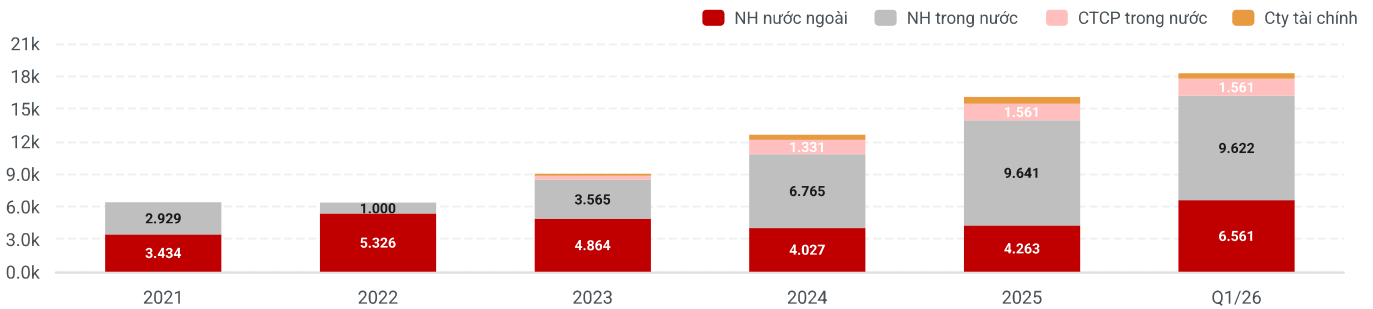
Lợi suất cho vay margin vs Chi phí vốn (%/năm)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Dư nợ margin tăng mạnh từ **7.992 tỷ đồng** năm 2023 lên **16.167 tỷ đồng** năm 2025, đưa Vietcap trở thành một trong những công ty chứng khoán có tốc độ mở rộng cho vay nhanh nhất ngành. Tuy nhiên, hiệu quả sinh lời của mảng này hiện vẫn bị giới hạn bởi chi phí vốn tương đối cao. Lãi suất cho vay ký quỹ duy trì quanh **8,0–8,5%/năm** trong khi chi phí huy động ở mức khoảng **5,0–5,5%/năm**, khiến chênh lệch lãi suất (NIM) chỉ dao động quanh **3 điểm %**, thấp hơn so với các công ty chứng khoán có lợi thế vốn chủ sở hữu lớn hoặc nguồn vốn giá rẻ từ hệ sinh thái ngân hàng.

Cơ cấu khoản vay ngắn hạn theo loại (tỷ đồng)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

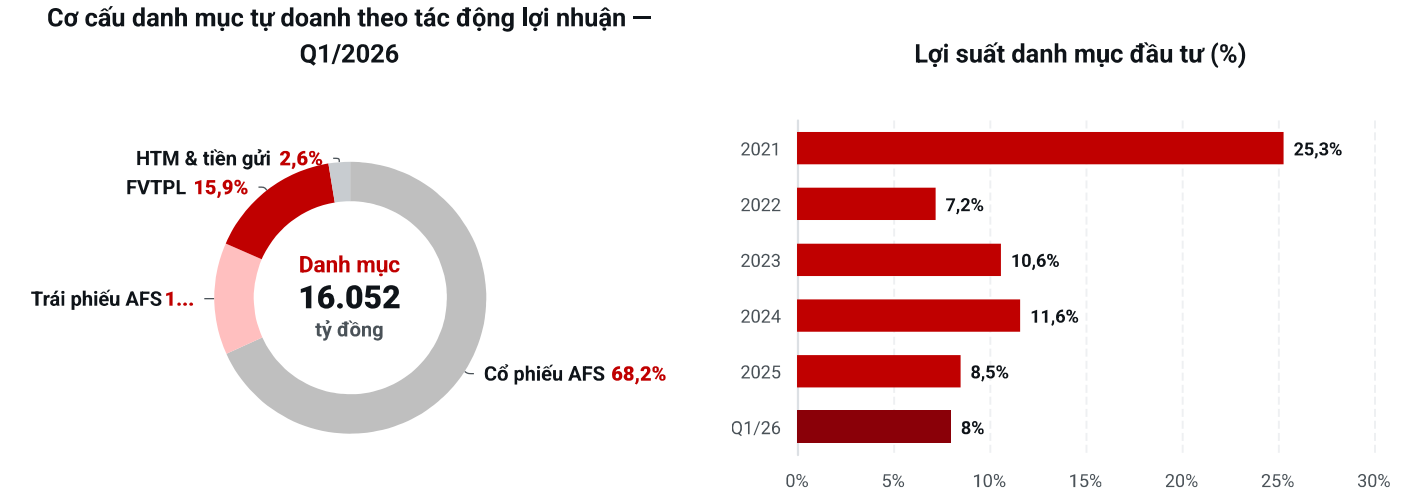
Nguồn vốn tài trợ cho hoạt động cho vay ký quỹ chủ yếu đến từ các khoản **vay ngắn hạn**. Đáng chú ý, các khoản vay nước ngoài phần lớn là các khoản **vay tín chấp bằng USD với lãi suất tham chiếu SOFR +/- biên độ**, giúp Vietcap tiếp cận quy mô vốn lớn và linh hoạt hơn trong việc mở rộng dư nợ. Tuy nhiên, cơ cấu này cũng khiến chi phí huy động duy trì ở mức tương đối cao (khoảng **5,3%/năm**) và làm gia tăng độ nhạy của lợi nhuận đối với chu kỳ lãi suất USD. Rủi ro tỷ giá được kiểm soát đáng kể thông qua các hợp đồng hoán đổi lãi suất hai đồng tiền (cross-currency swap), với tỷ lệ phòng ngừa khoảng **87% dư nợ và chi phí lãi vay ngoại tệ** tại cuối năm 2025 (năm 2024 đạt 100%).

Trong tháng 06/2026, Vietcap đã ký kết khoản vay hợp vốn quốc tế không có tài sản bảo đảm trị giá **170 triệu USD**, kèm quyền chọn tăng hạn mức lên tối đa **370 triệu USD**. Khoản vay được thu xếp và/hoặc cam kết cấp vốn bởi các tổ chức tài chính quốc tế lớn như Maybank Securities, Bank of China (Hong Kong), CTBC Bank, Cathay United Bank, First Commercial Bank, Hua Nan Commercial Bank, KGI Bank và Taipei Fubon Commercial Bank. Đây là **khoản vay hợp vốn lớn nhất từ trước đến nay** của Vietcap, góp phần đa dạng hóa nguồn vốn và tăng cường khả năng tiếp cận thị trường vốn quốc tế.

Bên cạnh nguồn vốn quốc tế, Vietcap cũng gia tăng huy động từ các tổ chức tín dụng trong nước, trong đó một phần các khoản vay được bảo đảm bằng tài sản với giá trị khoảng **3.063 tỷ đồng** tại cuối năm 2025, tăng đáng kể so với 1.400 tỷ đồng cuối năm 2024. Mặc dù cơ cấu nguồn vốn ngày càng đa dạng hơn, chi phí huy động vẫn là yếu tố cần theo dõi khi lãi suất toàn cầu duy trì ở mức cao.

Ở chiều tích cực, tỷ lệ dư nợ margin trên vốn chủ sở hữu tại Q1/2026 mới đạt khoảng **96%**, thấp hơn đáng kể so với mức trần **200%** theo quy định. Điều này cho thấy Vietcap vẫn còn dư địa đáng kể để mở rộng cho vay khi thanh khoản thị trường cải thiện và dòng vốn tổ chức gia tăng sau quá trình nâng hạng thị trường. Tuy nhiên, khả năng cải thiện lợi nhuận của mảng này sẽ phụ thuộc không chỉ vào tăng trưởng dư nợ mà còn vào việc tối ưu cơ cấu nguồn vốn và thu hẹp khoảng cách giữa lãi suất cho vay và chi phí huy động trong các năm tới.

3.5 Mạng Tự doanh — Cơ cấu danh mục & Doanh thu



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Danh mục tự doanh đạt **16.052 tỷ đồng** tại ngày 31/03/2026, trong đó tài sản AFS chiếm tỷ trọng lớn nhất với **13.089 tỷ đồng (81,5%)**, bao gồm các khoản đầu tư vào cổ phiếu niêm yết, chứng khoán chưa niêm yết và trái phiếu. Phần còn lại gồm tài sản FVTPL **2.551 tỷ đồng (15,9%)** và các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM) **412 tỷ đồng (2,6%)**.

Xét theo loại tài sản, khoảng **72,7%** danh mục là cổ phiếu và chứng chỉ quỹ, trong khi **27,3%** còn lại là các công cụ thu nhập cố định gồm trái phiếu và tiền gửi. Tỷ trọng tài sản thu nhập cố định tương đối cao giúp giảm biến động chung của danh mục trong các giai đoạn thị trường kém thuận lợi.

Cần lưu ý rằng phần lớn danh mục được phân loại là tài sản AFS, do đó biến động giá thị trường được ghi nhận vào vốn chủ sở hữu thông qua thu nhập toàn diện khác (OCI) thay vì phản ánh trực tiếp vào báo cáo kết quả kinh doanh. Vì vậy, tác động của hoạt động tự doanh lên lợi nhuận trong kỳ chủ yếu đến từ **danh mục FVTPL, chiếm khoảng 15,9% tổng danh mục**.

Khoản mục tự doanh AFS (tỷ đồng)	Giá vốn	Giá TT 31/03	L/(L) chưa TH 31/03	Return ĐC 31/03→30/06	L/(L) ước tính 30/06
IDP	441	2.339	+1.898	+11,5%	+2.168
MCH	1.856	2.206	+350	-6,9%	+197
KDH	914	877	-36	-16,9%	-185
TDM	648	853	+205	+6,0%	+256
MBB	521	542	+20	-4,7%	-5
FPT	659	465	-193	-4,7%	-216
MWG	482	455	-27	-4,5%	-48
Trái phiếu AFS	1.096	1.304	+208	—	—
NAP01 (chưa niêm yết)	408	596	+188	—	—
Tổng danh mục AFS (gồm khoản khác)	10.744	13.089	+2.344	—	—

Phương pháp: cột Return và Lãi/(Lỗ) ước tính tại ngày 30/06 theo giá đóng cửa điều chỉnh ngày 31/03/2026 và 30/06/2026 (đã gồm cổ tức & chia tách); khoản không có giá niêm yết (trái phiếu, chưa niêm yết) tạm thời để = 0.

Tại cuối Q1/2026, danh mục AFS đang ghi nhận mức chênh lệch tăng giá đáng kể so với giá gốc (giá thị trường 13.089 vs giá vốn 10.744 – **lãi chưa thực hiện +2.344 tỷ đồng**), chủ yếu đến từ các khoản đầu tư như IDP, MCH và TDM. Các khoản chênh lệch này hiện được ghi nhận trong vốn chủ sở hữu theo quy định kế toán đối với tài sản AFS và chưa phản ánh vào lợi nhuận trong kỳ. Điều này đồng nghĩa VCI đang sở hữu một lượng giá trị gia tăng chưa hiện thực hóa tương đối lớn, có thể tạo dư địa hỗ trợ kết quả kinh doanh trong tương lai nếu được hiện thực hóa. Đáng chú ý, **IDP** hiện là khoản đầu tư có mức lãi chưa thực hiện lớn nhất trong danh mục và được Ban lãnh đạo đánh giá là khoản đầu tư chiến lược với định hướng nắm giữ dài hạn.

3.6 Mảng Tư vấn & Ngân hàng Đầu tư (IB)

Mảng tư vấn tài chính doanh nghiệp là một trong những hoạt động có giá trị gia tăng cao của Vietcap, tập trung vào các dịch vụ mua bán – sáp nhập doanh nghiệp (M&A), phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO), niêm yết, phát hành cổ phiếu và huy động vốn cho doanh nghiệp trong nước cũng như doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Do đặc thù phụ thuộc vào thời điểm thực hiện giao dịch và điều kiện thị trường vốn, doanh thu mảng này mang tính chu kỳ tương đối rõ nét. Sau khi đạt đỉnh **286 tỷ đồng** năm 2021, doanh thu giảm về **39–52 tỷ đồng** giai đoạn 2022–2024 khi hoạt động phát hành và huy động vốn suy yếu, trước khi phục hồi lên **82 tỷ đồng** trong năm 2025.

Theo Báo cáo thường niên 2025, tổng giá trị các giao dịch tư vấn tài chính doanh nghiệp đạt **3.952 tỷ đồng**, với nhiều thương vụ quy mô lớn cho các doanh nghiệp hàng đầu như VPBankS, Nông nghiệp Hòa Phát, TCBS và Hàng tiêu dùng Masan. Mặc dù tỷ trọng doanh thu hiện chưa lớn so với các mảng kinh doanh cốt lõi khác, hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong việc xây dựng quan hệ với các khách hàng doanh nghiệp quy mô lớn, đồng thời tạo cơ hội phát triển các dịch vụ liên quan trên thị trường vốn.

Lợi thế cạnh tranh của Vietcap đến từ mạng lưới khách hàng tổ chức hàng đầu thị trường, đặc biệt là khối nhà đầu tư nước ngoài, cùng năng lực nghiên cứu chuyên sâu. Công ty hiện là đơn vị tổ chức **Vietnam Access Days** – một trong những hội nghị gặp gỡ nhà đầu tư quốc tế lớn nhất tại Việt Nam, đồng thời duy trì bộ phận phân tích theo dõi **238 doanh nghiệp niêm yết** với hơn 20 chuyên viên phân tích song ngữ. Hệ sinh thái khách hàng tổ chức và năng lực nghiên cứu này không chỉ hỗ trợ hoạt động tư vấn mà còn tạo lợi thế trong việc kết nối doanh nghiệp với các nguồn vốn trong và ngoài nước.

Trong bối cảnh hoạt động huy động vốn và phát hành chứng khoán đang từng bước phục hồi, cùng kỳ vọng **nâng hạng thị trường giai đoạn 2026–2027**, nhu cầu tư vấn niêm yết, phát hành và tái cấu trúc doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ gia tăng, qua đó tạo dư địa tăng trưởng cho mảng tư vấn tài chính doanh nghiệp trong các năm tới.

IB & Tư vấn (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu tư vấn TC	286	52	39	51	82

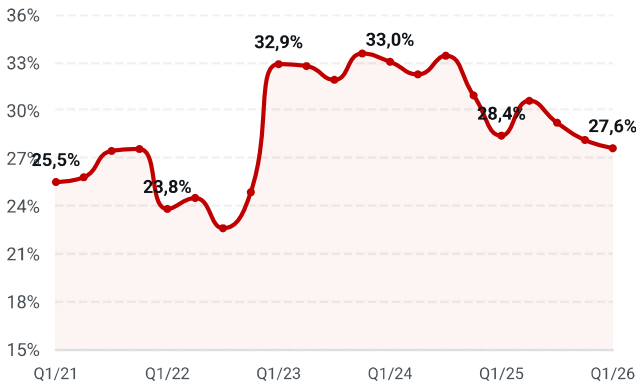
THƯƠNG VỤ & KHÁCH HÀNG TIÊU BIỂU

 IPO · 2026	 2025	 2025	 2025	 2025
 2024	 2018	 2018	 2017	 2017

Nguồn: Vietcap, TCBS tổng hợp.

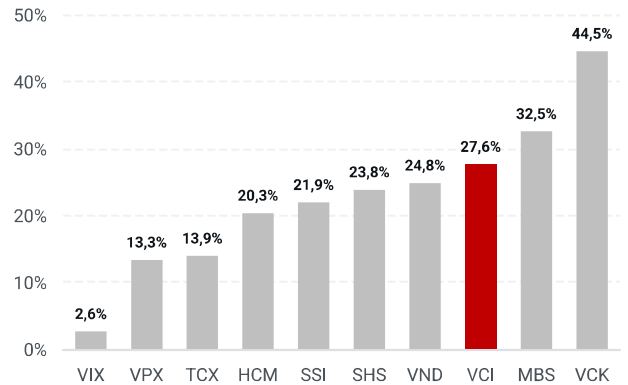
3.7 Hiệu quả vận hành – CIR & Năng suất nhân sự

CIR lũy kế 12 tháng theo quý (%) – VCI



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

CIR (TTM) – Top 10 CTCK theo Tổng tài sản

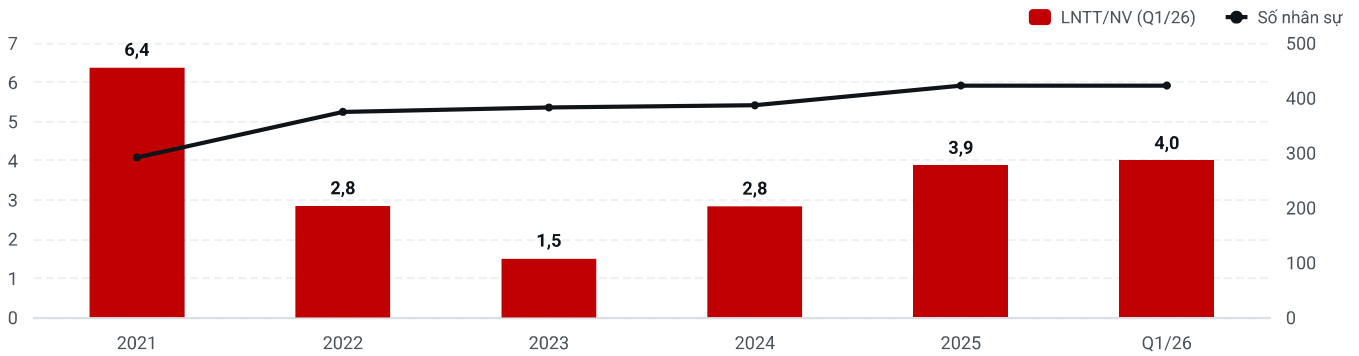


Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Về hiệu quả quản trị chi phí, tỷ lệ chi phí trên thu nhập trong 12 tháng gần nhất của Vietcap hiện ghi nhận ở mức **27,6%**. Khi đặt lên bàn cân với danh sách 10 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất, chỉ số hiệu quả chi phí của doanh nghiệp đang nằm ở nhóm giữa bảng. Mức tỷ lệ này thấp hơn so với một số đơn vị như MBS với 32,5% hay VCK với 44,5%, nhưng lại cao hơn khá nhiều nếu so sánh với nhóm có cấu trúc chi phí thấp hoặc sử dụng đòn bẩy ít như TCX đạt 13,9%, VPX đạt 13,3% và VIX đạt 2,6%.

Tuy vậy, một điểm sáng đáng ghi nhận là tỷ lệ chi phí trên thu nhập của Công ty hiện đã ổn định trở lại quanh ngưỡng **28%**. Đây là sự cải thiện tích cực so với mức đỉnh **33,5%** từng ghi nhận vào giai đoạn lợi nhuận chạm đáy năm 2023, cho thấy Vietcap đang dần tái thiết lập được sự cân bằng trong quản trị chi phí song song với đà phục hồi của doanh thu.

LNTT/nhân viên (tỷ đồng) & Số nhân sự



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Doanh nghiệp đang duy trì một bộ máy hoạt động tương đối tinh gọn với quy mô đạt **422 người** tính đến thời điểm Q1/2026. Mặc dù số lượng nhân sự có xu hướng mở rộng đều đặn qua các năm, mức lợi nhuận trước thuế tạo ra trên mỗi nhân viên lại ghi nhận đà phục hồi mạnh mẽ. Cụ thể, sau khi chạm đáy vào năm 2023 với mức **1,5 tỷ đồng** trên một nhân sự, chỉ số này đã tăng trưởng liên tục và đạt **4,0 tỷ đồng** (lũy kế 12 tháng đến Q1/2026). Thành tích này định vị Vietcap ở nhóm có năng suất lao động khá tốt, nằm ở dải giữa của bảng xếp hạng toàn ngành thay vì vị thế dẫn đầu tuyệt đối. Dù vậy, chu kỳ cải thiện liên tục của chỉ số này vẫn minh chứng rõ nét cho chất lượng của đội ngũ nhân sự cũng như hiệu quả trong chiến lược tập trung vào các mảng nghiệp vụ cốt lõi mang lại giá trị gia tăng cao của Công ty.

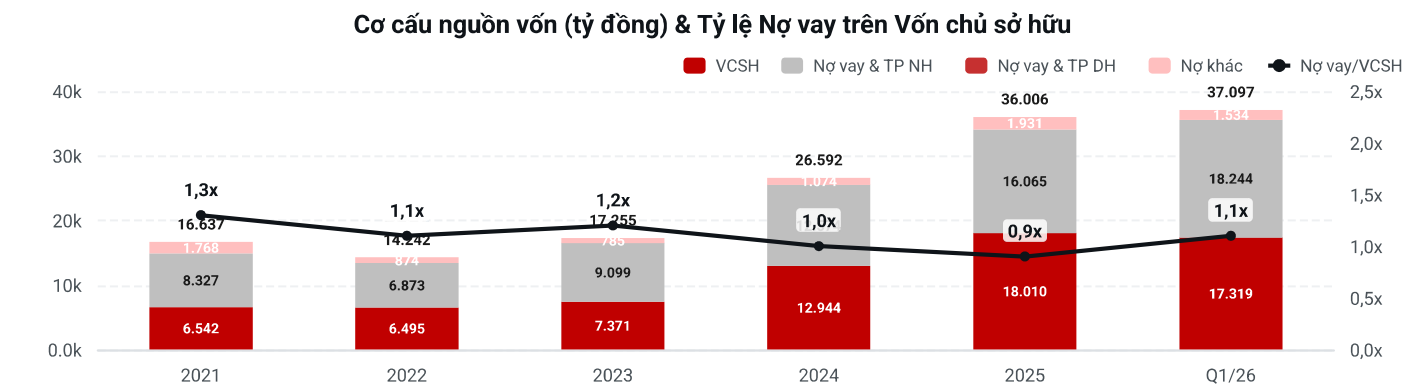
3.8 Bốn trụ năng lực cốt lõi

01	Thương hiệu IB & tư vấn dẫn đầu Vị thế số 1 nhóm nội địa về tư vấn M&A/IPO và bảo lãnh phát hành cho khối tổ chức & doanh nghiệp FDI, với loạt thương vụ tỷ USD (Vinhomes, Techcombank, Vietjet, Vincom Retail) và pipeline 2025–2026 (VPBankS, Hòa Phát, IPO Điện Máy Xanh). Tài sản vô hình — quan hệ khách hàng tổ chức, năng lực thẩm định và uy tín — khó sao chép, tạo nguồn phí dịch vụ biên cao, ổn định qua chu kỳ và liên tục mở rộng tệp khách hàng tổ chức trong — ngoài nước.
02	Năng lực tự doanh & nghiên cứu Danh mục đầu tư tài chính ~16.000 tỷ đồng được hỗ trợ bởi khối Research phủ 238 doanh nghiệp niêm yết với hơn 20 chuyên viên phân tích song ngữ. Năng lực chọn lọc cổ phiếu và định thời điểm giúp tạo lợi suất tự doanh vượt trội ở pha thị trường thuận lợi; nền tảng nghiên cứu sâu đồng thời là đầu vào cho mảng môi giới tổ chức và tư vấn, tạo vòng tuần hoàn giá trị giữa các mảng nghiệp vụ.
03	Bảng cân đối vững & vốn lớn Vốn chủ sở hữu 17.319 tỷ đồng, hệ số Nợ vay/Vốn chủ sở hữu khoảng 1,1 lần — vùng an toàn của ngành; vốn điều lệ nâng lên 11.476 tỷ đồng (04/2026) tạo dư địa lớn để mở rộng cho vay ký quỹ (hiện ~96% VCSH) và danh mục tự doanh mà vẫn còn khoảng cách an toàn so với các ngưỡng quy định. Bộ đệm vốn dày cũng giúp công ty hấp thụ các cú sốc thị trường mà không gây áp lực lên an toàn vốn.
04	Hiệu quả vận hành & năng suất Bộ máy tinh gọn 422 nhân sự, tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) ~28% và lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên đạt 3,9 tỷ đồng (năm 2025) — thuộc nhóm năng suất khá của ngành. Mô hình tập trung khách hàng tổ chức giúp doanh thu trên đầu người cao trong khi vẫn kiểm soát chi phí chặt, tạo lợi thế chi phí bền vững và biên lợi nhuận vượt trội so với các CTCK bán lẻ quy mô lớn hơn.

4. Phân tích Tài chính

4.1 Cơ cấu Nguồn vốn

Khoản mục (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền & tương đương	1.132	3.424	788	4.744	3.214
Tài sản tài chính (đầu tư)	14.998	10.562	15.097	21.073	32.123
Tổng tài sản	16.636	14.243	17.255	26.592	36.006
Nợ vay ngắn hạn	6.363	6.326	8.979	12.574	16.065
Tổng nợ phải trả	10.094	7.747	9.884	13.648	17.996
Vốn chủ sở hữu	6.542	6.495	7.371	12.944	18.010



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

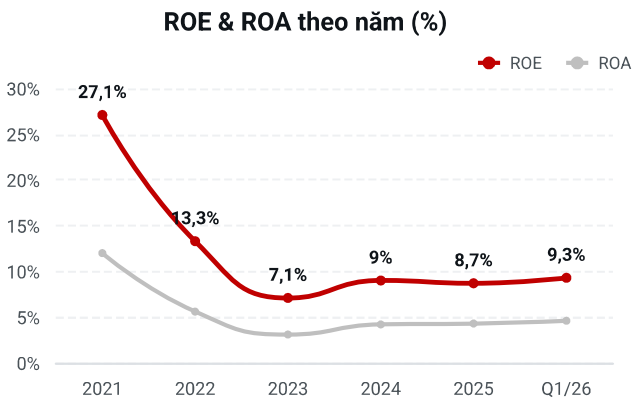
Cơ cấu nguồn vốn của Vietcap phản ánh mô hình công ty chứng khoán **thâm dụng vốn nhưng duy trì mức đòn bẩy tương đối thận trọng**. Công ty không có nợ vay dài hạn, toàn bộ nguồn vốn vay chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn từ tổ chức tín dụng và phát hành giấy tờ có giá nhằm tài trợ cho hoạt động cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư. Cấu trúc này giúp Công ty linh hoạt điều chỉnh quy mô bảng cân đối theo diễn biến thị trường, nhưng cũng khiến chi phí vốn nhạy cảm hơn với biến động lãi suất ngắn hạn.

Điểm nổi bật nằm ở năng lực vốn được cải thiện đáng kể trong những năm gần đây. Vốn chủ sở hữu tăng từ **6.542 tỷ đồng** năm 2021 lên **18.010 tỷ đồng** năm 2025, tương đương gấp **2,8 lần** sau các đợt tăng vốn. Nhờ đó, tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu ở mức khoảng **1,1 lần** tại Q1/2026 cuối năm 2025 và chỉ tăng nhẹ lên **1,1 lần** tại Q1/2026, dù dư nợ cho vay ký quỹ và danh mục đầu tư tiếp tục mở rộng. Mức đòn bẩy này vẫn thấp hơn đáng kể so với ngưỡng tối đa theo quy định, tạo dư địa cho Công ty tiếp tục mở rộng hoạt động cho vay ký quỹ và đầu tư trong các năm tới.

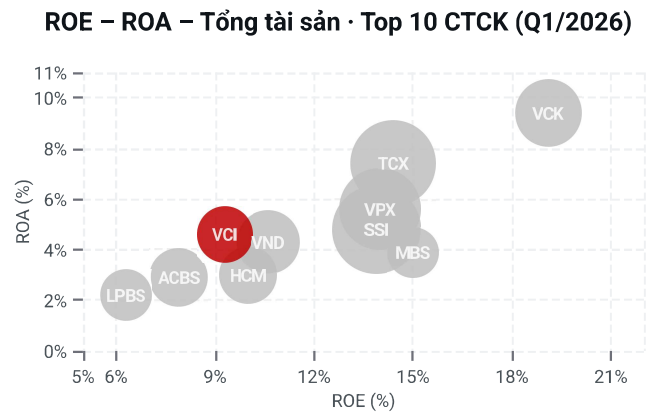
Bên cạnh đó, các khoản nợ phải trả hoạt động duy trì ở mức thấp so với quy mô bảng cân đối, cho thấy áp lực thanh khoản ngắn hạn tương đối hạn chế. Nhìn chung, lợi thế vốn chủ sở hữu lớn đang là nền tảng quan trọng giúp Vietcap mở rộng quy mô kinh doanh, trong khi rủi ro tài chính chủ yếu đến từ chi phí huy động vốn và diễn biến lãi suất hơn là áp lực đòn bẩy.

NỢ VAY/VỐN CHỦ (NỢ VAY/VCSH) 0,9x An toàn	VCSH/TỔNG TS 50,0% Vốn dày	MARGIN/VCSH 96% < trần 200%	THANH TOÁN HIỆN HÀNH 2,1x Dồi dào
---	--	---	---

4.2 Tỷ suất sinh lời – ROE & ROA (2021–2025)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

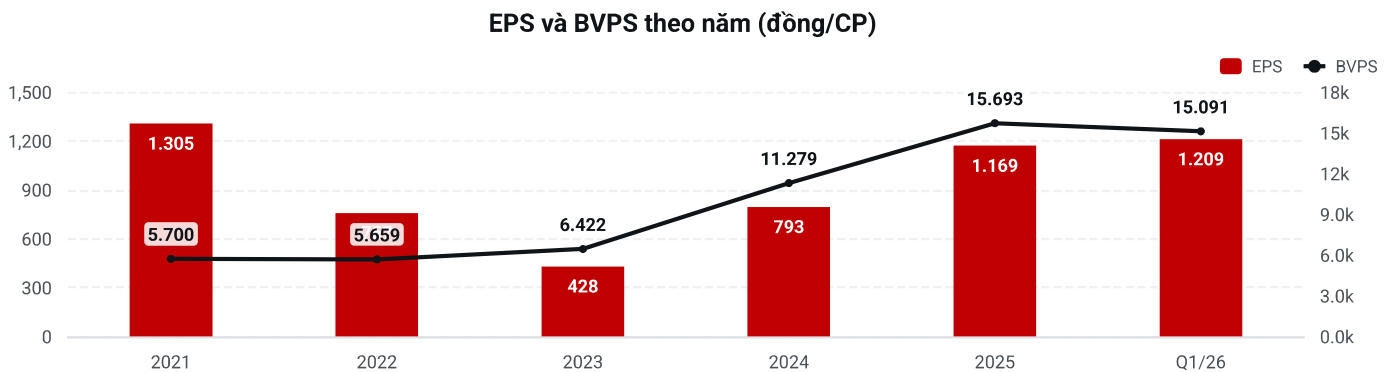


Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Phân tích DuPont cho thấy ROE của Vietcap biến động chủ yếu theo hiệu quả hoạt động kinh doanh hơn là đòn bẩy tài chính. ROE đạt đỉnh **27,1%** năm 2021 nhờ môi trường thị trường thuận lợi, thanh khoản cao và hiệu quả tự doanh tích cực, trước khi giảm mạnh về **7,1%** năm 2023 khi hoạt động môi giới và đầu tư đồng thời suy yếu. Đến năm 2025, ROE phục hồi lên **8,7%** cùng với sự cải thiện của kết quả kinh doanh, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn đỉnh cao.

Một điểm đáng chú ý là vốn chủ sở hữu đã tăng từ **6.542 tỷ đồng** năm 2021 lên **18.010 tỷ đồng** năm 2025, tương đương gấp **2,8 lần** sau các đợt tăng vốn. Việc quy mô vốn tăng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng lợi nhuận khiến ROE bị pha loãng, dù khả năng sinh lời trên tổng tài sản (ROA) vẫn duy trì ở mức tương đối ổn định. Trong thời gian tới, khả năng cải thiện ROE sẽ phụ thuộc vào việc Công ty chuyển hóa nguồn vốn mới thành tài sản sinh lời hiệu quả hơn, đặc biệt thông qua tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ, tối ưu danh mục đầu tư và hưởng lợi từ sự cải thiện của thanh khoản thị trường sau nâng hạng FTSE.

4.3 EPS & BVPS – Tăng trưởng giá trị sổ sách và lợi nhuận trên cổ phiếu



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Chỉ số	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (đồng)	1.305	757	428	793	1.169
BVPS (đồng)	5.700	5.659	6.422	11.279	15.693
P/E (lần)	22,5	16,6	54,7	30,1	21,9
P/B (lần)	5,1	2,2	3,7	2,1	1,6

4.4 Tóm tắt Dòng tiền & Phân bổ Vốn

Dòng tiền (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025
Dòng tiền HĐKD	-3.750	3.742	-4.356	-3.384	-8.791
Dòng tiền đầu tư	-6	-22	-8	-31	-57
Dòng tiền tài chính	4.246	-1.428	1.728	7.371	7.318
Free Cash Flow	1.401	981	526	809	1.143

Dòng tiền HĐKD âm lớn năm 2025 (-8.791 tỷ đồng) **không phản ánh khó khăn** mà là đặc thù CTCK: tiền được rút vào mở rộng dư nợ margin (+5.000 tỷ đồng) và danh mục đầu tư, tài trợ bằng dòng tiền tài chính dương (+7.318 tỷ đồng). Free Cash Flow vẫn dương (~1.143 tỷ đồng), cho thấy hoạt động lõi tạo tiền tốt.

Logic phân bổ vốn

Vốn huy động mới (tăng vốn lên 11.476 tỷ đồng) được ưu tiên cho: (i) mở rộng dư nợ margin — nguồn thu ổn định, lãi ~7,5%; (ii) củng cố danh mục tự doanh đón sóng nâng hạng; (iii) giữ lại một phần trả cổ tức tiền mặt 7,5% (2025). Chiến lược tái đầu tư mạnh đánh đổi cổ tức ngắn hạn lấy tăng trưởng quy mô — phù hợp pha mở rộng nhưng tạm thời pha loãng ROE.

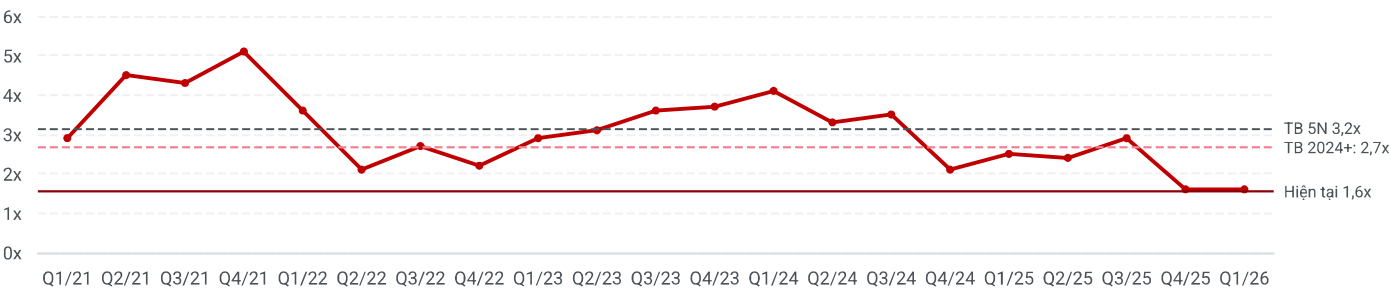
Phân tích DuPont & chu kỳ định giá P/B

Phân tích DuPont	2021	2022	2023	2024	2025
Biên LNST (LNST/Doanh thu)	40,4%	27,5%	19,9%	24,6%	26,9%
Vòng quay tài sản (DT/Tổng TS)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Đòn bẩy (Tổng TS/VCSH)	2,5	2,2	2,3	2,1	2,0
ROE công bố	27,1%	13,3%	7,1%	9,0%	8,7%

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán.

Vòng quay tài sản & đòn bẩy tính trên số dư cuối kỳ nên tích ba thừa số chênh lệch nhỏ so với ROE công bố (tính trên bình quân kỳ).

P/B theo quý (Q1/2021 – Q1/2026) & các mốc tham chiếu



Nguồn: TCBS tổng hợp và tính toán

Phân tích DuPont cho thấy ROE suy giảm **không đến từ đòn bẩy** (Tổng TS/VCSH 2,5 → 2,0) mà do **vòng quay tài sản giảm gần một nửa** (0,2 → 0,1) khi tổng tài sản phình nhanh hơn doanh thu sau tăng vốn — ROE ~9% là ROE "ít đòn bẩy", chất lượng cao nhưng bị pha loãng cấu trúc.

Về định giá, P/B đã rơi từ đỉnh 5,1x (2021) về **1,6x** — dưới trung bình 5 năm (~3,2x); mặt bằng cao 2021–2023 gắn nền vốn mỏng & ROE 13–27%, nên sau khi VCSH tăng 2,8 lần và ROE về một chữ số, "chuẩn mới" thấp hơn là hợp lý. Mỗi điểm % ROE cải thiện là dư địa tái định giá trực tiếp.

5. Phân tích Rủi ro

5.1 Ma trận rủi ro – 8 nhóm rủi ro trọng yếu

Nhóm rủi ro	Bản chất	Xác suất	Tác động	Xu hướng
Tập trung doanh thu tự doanh	45,2% DT từ tự doanh – lợi nhuận nhạy với biến động giá tài sản	Cao	Cao	↑
Thị trường CK điều chỉnh	VN-Index giảm kéo tự doanh, môi giới & margin sụt đồng thời	Trung bình	Cao	→
Lãi suất / chi phí vốn	Chi phí vay tăng làm thu hẹp biên cho vay margin	Trung bình	Trung bình	→
Rủi ro margin (NPL)	Dư nợ 16.613 tỷ đồng; call margin khi thị trường giảm sâu	Thấp	Trung bình	↑
Pha loãng & ROE thấp	Tăng vốn liên tục pha loãng EPS/ROE ngắn hạn	Trung bình	Trung bình	→
Cạnh tranh phí & thị phần	CTCK ngân hàng & phí 0đ gây áp lực thị phần môi giới	Cao	Trung bình	↑
Tập trung danh mục đầu tư	Danh mục AFS cô đặc ở vài cổ phiếu lớn (FPT, MWG, MCH, MBB); biến động giá tác động trực tiếp vào vốn chủ sở hữu (AFS hạch toán qua OCI), chưa ảnh hưởng lợi nhuận đến khi hiện thực hoá	Trung bình	Cao	↑

Rủi ro trọng yếu nhất của VCI là **tập trung doanh thu tự doanh** – đặc thù khiến lợi nhuận biến động mạnh theo thị trường (ví dụ Q2/2025 LNST giảm 38% khi VN-Index điều chỉnh tháng 4). Kế đến là rủi ro thị trường hệ thống và áp lực cạnh tranh thị phần môi giới. Bù lại, bảng cân đối vũng (Nợ vay/Vốn chủ 1,1x) và quản trị rủi ro margin tốt giúp hạn chế rủi ro mất vốn.

Bốn rủi ro trọng yếu – Phân tích chuyên sâu

Đánh giá theo Tác động · Xác suất · Xu hướng – bốn rủi ro có trọng số lớn nhất tới luận điểm đầu tư

Rủi ro số 1 – Thị trường điều chỉnh & thanh khoản suy giảm

Tự doanh đóng góp 45,2% doanh thu Q1/2026 nên lợi nhuận có beta cao với VN-Index. Nhịp điều chỉnh sâu (>20%) kéo đồng thời tự doanh, môi giới và dư nợ margin co lại, có thể làm doanh thu hụt 20–30% trong 1–2 quý. Lực đỡ phía trước là dòng vốn nâng hạng FTSE hiệu lực 21/09/2026.

Tác động: **Rất cao** Xác suất: **Cao** Xu hướng: **↑ Tăng**

Rủi ro số 2 – Tỷ trọng tự doanh cao & biến động giá tài sản

Danh mục tự doanh ~16.052 tỷ đồng; biến động giá tác động trực tiếp tới kết quả. Tuy nhiên chỉ số FVTPL (~16% danh mục) ảnh hưởng vào lợi nhuận, phần lớn là cổ phiếu AFS đánh giá lại qua vốn chủ sở hữu – giúp giảm bớt biến động lợi nhuận thực ghi nhận.

Tác động: **Cao** Xác suất: **Trung bình** Xu hướng: **→ Đi ngang**

Rủi ro số 3 – Chi phí vốn cao & NIM mỏng

Vay tài trợ chủ yếu là vay ngắn hạn, trong đó vay ngoại tệ (USD, tham chiếu SOFR +/- biên độ) chiếm tỷ trọng lớn – đẩy chi phí huy động lên ~5,3%/năm. Với lãi suất cho vay margin bình quân ~8,3%, chênh lệch lãi ròng (NIM) chỉ ~3 điểm %, nhạy với chu kỳ lãi suất USD.

Tác động: **Cao** Xác suất: **Trung bình** Xu hướng: **→ Đi ngang**

Rủi ro số 4 – Cạnh tranh phí & pha loãng vốn

Làn sóng miễn/giảm phí từ các CTCK công nghệ gây áp lực lên biên môi giới trung-dài hạn. Bên cạnh đó, các đợt tăng vốn (VCSH tăng 2,8 lần 2021–2025) pha loãng EPS/ROE ngắn hạn; ROE Q1/2026 ~9,3% còn thấp so với đỉnh lịch sử.

Tác động: **Trung bình** Xác suất: **Cao** Xu hướng: **↑ Tăng**

5.2 Bảng theo dõi rủi ro & chỉ báo cảnh báo sớm

Chỉ báo theo dõi	Ngưỡng cảnh báo	Hiện tại	Trạng thái
VN-Index	< 1.500 điểm	1.844	An toàn
Tỷ trọng DT tự doanh	> 55%	45,2%	Theo dõi
Dư nợ margin / VCSH	> 190%	96%	An toàn
Nợ vay/Vốn chủ (Nợ vay/VCSH)	> 2,0 lần	0,9x	An toàn
Lãi suất vay TCTD bình quân	> 9%	~5,0%	An toàn
Lợi suất tự doanh	< 5%	8,5%	An toàn
CIR	> 35%	27,6%	An toàn
Thị phần môi giới HOSE	< 3,5%	~7,4%	An toàn

Phần lớn chỉ báo đang ở vùng **an toàn**. Hai điểm cần theo dõi sát: (i) tỷ trọng doanh thu tự doanh tiệm cận ngưỡng 55% – nếu vượt sẽ làm lợi nhuận biến động mạnh hơn; (ii) thị phần môi giới trước áp lực cạnh tranh phí. Nhà đầu tư nên giám sát diễn biến VN-Index và hiệu suất danh mục tự doanh hàng quý làm chỉ báo dẫn dắt lợi nhuận VCI.

Tín hiệu đảo chiều quan điểm

Tích cực hơn: ROE thực hiện vượt 11%, IB phục hồi mạnh, hoặc giá điều chỉnh về vùng P/B < 1,3x.

Thận trọng hơn: VN-Index thủng 1.500, lỗ tự doanh lớn, hoặc dự phòng khoản phải thu về cho vay và các khoản phải thu khó đòi tăng đột biến.

Kiểm định sức chịu đựng lợi nhuận & vốn 2026

Kênh tác động	Giả định sốc	Tác động ước tính	Cơ chế hạch toán
Tự doanh FVTPL (2.551 tỷ đồng)	Giá danh mục -10%	-255 tỷ đồng	Đánh giá lại qua P&L (doanh thu tự doanh)
Danh mục AFS (13.089 tỷ đồng)	Giá danh mục -10%	-1.309 tỷ đồng vào VCSH	Qua OCI — không qua P&L; BVPS ~-1.140đ (-7,3%)
Môi giới (DT TTM Q1/26: 1.191 tỷ đồng)	GTGD toàn thị trường -20% trong 12 tháng	~240 tỷ đồng/năm	Doanh thu phí tỷ lệ thuận giá trị giao dịch
Margin (lãi TTM Q1/26: 1.362 tỷ đồng)	Dư nợ bình quân -15% (call margin, cầu giảm)	~205 tỷ đồng/năm	Lãi cho vay giảm theo dư nợ
Chi phí vốn (nợ vay 16.065 tỷ đồng)	Lãi suất huy động +100 điểm cơ bản	~161 tỷ đồng/năm	Chi phí tài chính tăng, nén biên margin
Tổng hợp kịch bản bất lợi đồng thời	VN-Index -10-15%, thanh khoản & margin co lại	LNTT hụt ~800-900 tỷ đồng	So với cơ sở 2026E (LNTT ~2.040 tỷ đồng) → LNST ~1.000 tỷ đồng, ROE ~5-6%

Độ nhạy phân tích trên số dư BCTC Q1/2026 (Thuyết minh 4) và dự phóng cơ sở 2026E; mỗi kênh được sốc độc lập, có thể cộng hưởng hoặc triệt tiêu một phần trong thực tế. Đây là phân tích độ nhạy, không phải dự báo.

LÃI AFS CHƯA THỰC HIỆN +2.344 tỷ đồng — bộ đệm giá vốn danh mục	MARGIN / VCSH 96% cách xa trần quy định 200%	NỢ VAY / VCSH 1,1x Q1/2026 — vùng an toàn của ngành	THANH TOÁN HIỆN HÀNH 1,9x thanh khoản bảng cân đối đối dào
---	--	---	--

Kết quả kiểm định độ nhạy **phù hợp với kịch bản tiêu cực tại Mục 6.3** (ROE khoảng 6%). Trong trường hợp các yếu tố bất lợi xảy ra đồng thời, lợi nhuận sau thuế năm 2026 có thể giảm về quanh **1.000 tỷ đồng**, tương đương mức thực hiện năm 2024. Tuy nhiên, kịch bản này chưa tạo áp lực đáng kể lên an toàn vốn nhờ khoản lãi chưa thực hiện từ danh mục AFS khoảng **2.344 tỷ đồng** đóng vai trò lớp đệm hấp thụ biến động trước khi ảnh hưởng đến vốn chủ sở hữu.

Với hệ số đòn bẩy **1,1 lần** và dư nợ cho vay ký quỹ tương đương **96% vốn chủ sở hữu**, Vietcap vẫn duy trì khoảng cách an toàn đáng kể so với quy định. Do đó, rủi ro trọng yếu của doanh nghiệp mang tính **chu kỳ lợi nhuận** hơn là rủi ro suy giảm vốn.

Yếu tố cần theo dõi chặt chẽ nhất là **diễn biến thanh khoản thị trường**. Sự suy giảm của giá trị giao dịch có thể tác động đồng thời đến hoạt động môi giới, cho vay ký quỹ và tự doanh, qua đó tạo áp lực đáng kể lên khả năng tạo lợi nhuận của công ty.

6. Triển vọng

6.1 Các trụ cột vĩ mô & Động lực tăng trưởng 2026–2028

Triển vọng tăng trưởng của Vietcap giai đoạn 2026–2028 được neo trên ba trụ cột vĩ mô có thể quan sát:

Thứ nhất, VN-Index kỳ vọng duy trì xu hướng tăng dài hạn nhờ **nâng hạng của FTSE dự kiến 09/2026**, ước mang lại dòng vốn ngoại **1–2,5 tỷ USD** — catalyst mang tính cấu trúc (vốn tổ chức + quỹ ETF theo dõi chỉ số). Với sở hữu nước ngoài 18,5% và thương hiệu Ngân hàng Đầu tư dẫn đầu, VCI hưởng lợi trực tiếp.

Thứ hai, môi trường lãi suất thực duy trì thuận lợi cho mảng cho vay ký quỹ — biên trên dư nợ margin ổn định khi chi phí vốn từ các tổ chức tín dụng neo thấp. Dư nợ margin **~16,6 nghìn tỷ đồng** (Q1/2026, margin/VCSH ~96%) còn dư địa mở rộng lớn dưới trần 200% sau khi nâng vốn điều lệ lên 11.476 tỷ đồng — động lực lợi nhuận ổn định giai đoạn 2026–2027.

Thứ ba, đà mở rộng tài khoản nhà đầu tư tiếp tục nuôi dưỡng vòng phản hồi dương: thêm khách hàng → tăng giá trị giao dịch → tăng doanh thu môi giới & margin → tái đầu tư nền tảng. Cùng kỳ vọng cơ chế T+0, đối tác bù trừ trung tâm (CCP) và non-prefunding, thanh khoản dài hạn được củng cố.

Động lực — Ngắn hạn (≤3 tháng)

Kết quả kinh doanh Q2/2026 kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ nền vốn mới bổ sung, thúc đẩy cho vay ký quỹ & tự doanh. Pipeline Ngân hàng Đầu tư: **IPO Điện Máy Xanh (DMX)** & các thương vụ niêm yết; thanh khoản thị trường hồi phục.

Động lực — Trung hạn (3–12 tháng)

Nâng hạng FTSE 09/2026 là điểm rơi quan trọng cho dòng vốn ngoại; kỳ vọng cơ chế T+0 và hệ thống KRX vận hành ổn định. Dư nợ margin tiếp tục mở rộng khi vốn tổ chức quay lại thị trường.

Động lực — Dài hạn (≥12 tháng)

Hệ thống **bù trừ trung tâm (CCP)** dự kiến vận hành Q1/2027 — gỡ nút thắt pre-funding, tạo điều kiện thu hút thêm dòng vốn tổ chức; thị trường trái phiếu doanh nghiệp hồi phục thúc đẩy mảng Ngân hàng Đầu tư. Đại chúng hoá nhà đầu tư & xu hướng tài sản số là động lực cấu trúc.

6.2 Động lực tăng trưởng trung – dài hạn

Năm động lực chiến lược quan sát qua các kịch bản thực tế · không phải dự phóng định lượng

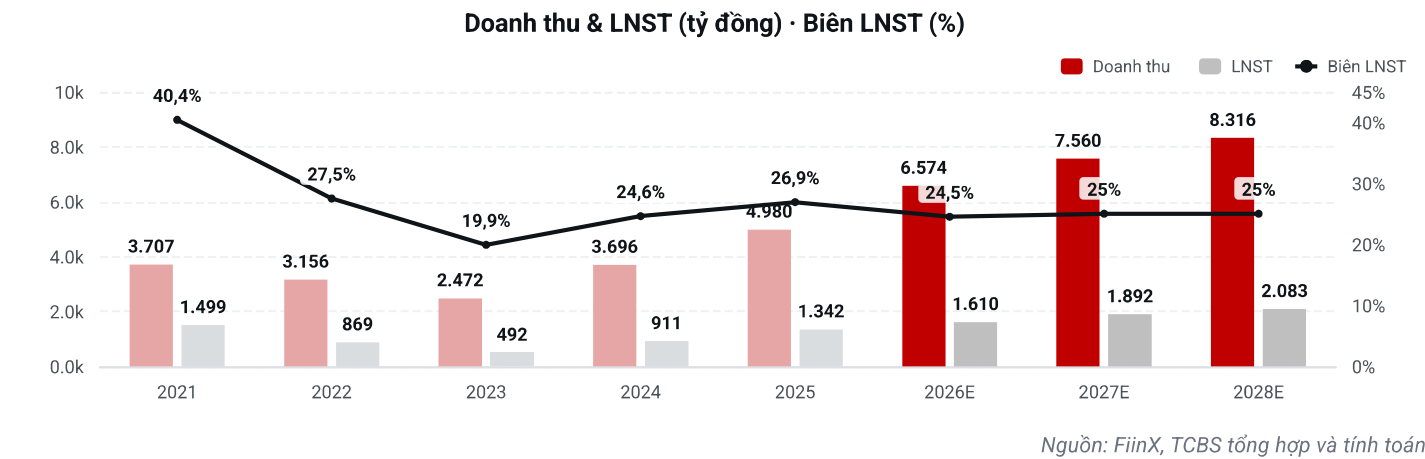
Động lực	Trạng thái hiện tại	Điều kiện duy trì	Dấu hiệu cần lo ngại
Cho vay ký quỹ	Dư nợ 16.613 tỷ đồng (Q1/26); margin/VCSH ~96% — dư địa lớn tới trần 200%	VN-Index ổn định; lãi suất không tăng đột biến	Nợ xấu margin >1%; lãi vay TCTD >12%
Tự doanh	Doanh thu 2.678 tỷ đồng (2025); danh mục AFS ~13.089 tỷ đồng	Lãi suất hỗ trợ; thị trường không sụp đổ	VN-Index điều chỉnh >20%; rủi ro tín dụng đối tác
Tư vấn — Ngân hàng Đầu tư	Giá trị thương vụ 3.952 tỷ đồng (2025): VPBankS, Hòa Phát...	Thị trường vốn ấm lên; TPDN hồi phục	Siết phát hành; vỡ nợ trái phiếu tăng
Môi giới & lưu ký	Thị phần HOSE 7,4% (Q1/26); ~235.000 tài khoản	GTGD >15.000 tỷ đồng/phiên; giữ tệp khách giá trị cao	Thị phần <6%; làn sóng zero-fee mạnh hơn
Nâng hạng thị trường	FTSE EM Secondary 09/2026; dòng vốn 1–2,5 tỷ USD	Giải ngân từ 21/09/2026	Dòng vốn vào chậm hơn kỳ vọng

6.3 Kịch bản định giá: Tích cực / Cơ sở / Tiêu cực cho năm 2026

Kịch bản tích cực ROE 2026 ~12% P/B áp dụng 1,9x Nâng hạng thị trường, dòng vốn ngoại đổ vào, tự doanh & IB bùng nổ	Kịch bản cơ sở ROE 2026 8,7% P/B áp dụng 1,6x Thị trường tích cực vừa phải	Kịch bản tiêu cực ROE 2026 ~6% P/B áp dụng 1,2x Dòng vốn ngoại thấp hơn kỳ vọng, lỗ tự doanh
Kịch bản	ROE 2026	P/B áp dụng
Kịch bản tích cực — nâng hạng suôn sẻ, tự doanh & IB bùng nổ	~12%	1,9x
Kịch bản cơ sở — thị trường tích cực vừa phải	8,7%	1,6x
Kịch bản tiêu cực — nâng hạng trì hoãn, lỗ tự doanh	~6%	1,2x

Phân tích kịch bản cho thấy khung định giá nghiêng nhẹ về phía tích cực dưới góc nhìn bội số. Ở **kịch bản cơ sở**, ROE phục hồi về ~8,7% tương ứng P/B áp dụng quanh 1,6x; **kịch bản tích cực** (ROE ~12%, P/B ~1,9x) mở ra dư địa tái định giá đáng kể nếu tiến trình nâng hạng diễn ra thuận lợi, trong khi **kịch bản tiêu cực** được giới hạn bởi vùng P/B phòng thủ ~1,2x — gần đáy lịch sử. Mức P/B hiện tại đang chiết khấu sâu so với chu kỳ trước cho thấy thị trường định giá thận trọng tương ứng ROE; cán cân lợi nhuận/rủi ro nghiêng về phía cải thiện nếu thanh khoản và dòng vốn ngoại phục hồi sau nâng hạng. *Báo cáo phân tích thuần — không đưa giá mục tiêu hay khuyến nghị đầu tư.*

6.4 Kết quả Kinh doanh — Thực tế 2021–2025 & Dự phóng 2026–2028 (Doanh thu & LNST)

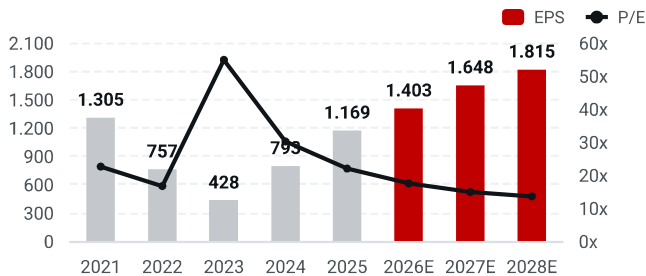


Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Doanh thu hoạt động	3.707	3.156	2.472	3.696	4.980	6.574	7.560	8.316
Tăng trưởng DT	—	-14,9%	-21,7%	+49,5%	+34,8%	+32,0%	+15,0%	+10,0%
LNST cổ đông	1.499	869	492	911	1.342	1.610	1.892	2.083
Tăng trưởng LNST	—	-42,0%	-43,4%	+85,1%	+47,4%	+20,0%	+17,5%	+10,1%
ROE (%)	27,1%	13,3%	7,1%	9,0%	8,7%	8,7%	9,6%	9,9%

Sau giai đoạn 2021–2025 phục hồi từ đáy 2023, dự phóng 2026–2028 cho thấy doanh thu và LNST duy trì tăng trưởng hai chữ số, dẫn dắt bởi **mở rộng dư nợ margin** và phục hồi tự doanh/IB. ROE cải thiện dần lên ~9,9% vào năm 2028.

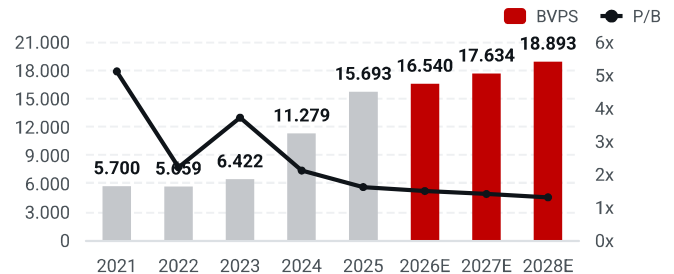
6.5 Định giá – EPS, BVPS thực tế 2021–2025 & dự phóng 2026–2028; P/E, P/B forward

EPS thực tế & dự phóng (đồng/CP) · P/E (trailing & forward)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

BVPS thực tế & dự phóng (đồng/CP) · P/B (trailing & forward)



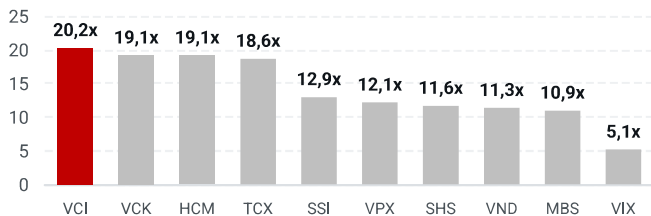
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Phân tích được thực hiện trên cơ sở **P/B** kết hợp đánh giá tương quan với hiệu quả sinh lời và nhóm doanh nghiệp cùng ngành. Với ROE dự phóng phục hồi lên khoảng **9,6%** vào năm 2027, VCI hiện giao dịch tại mức P/B dự phóng năm 2026 khoảng **1,5 lần**, tương ứng vùng thấp trong dải P/B của các công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn.

Tại mức giá đóng cửa ngày 06/07/2026 là **24.450 đồng/cổ phiếu**, nhịp điều chỉnh khoảng **19%** kể từ đỉnh tháng 03/2026 đã thu hẹp đáng kể mặt bằng định giá của cổ phiếu. Trong bối cảnh thị trường vẫn duy trì mối quan hệ chặt chẽ giữa P/B và ROE, tốc độ cải thiện hiệu quả sử dụng vốn sẽ tiếp tục là yếu tố then chốt chi phối vị thế giao dịch tương đối của VCI so với các doanh nghiệp cùng ngành.

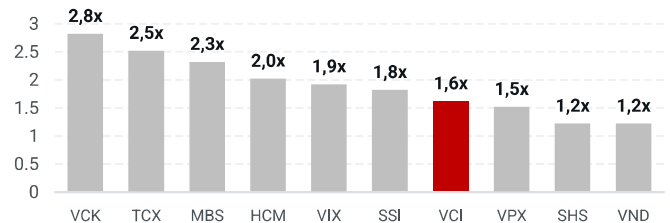
So sánh với Top 10 Công ty chứng khoán có Tổng tài sản lớn nhất

P/E (lần)



Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

P/B (lần)



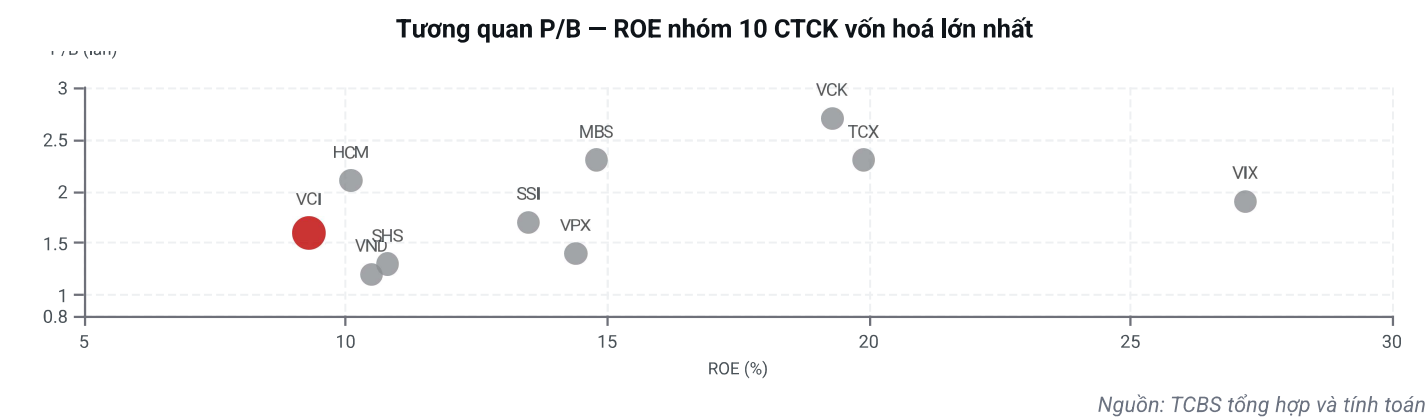
Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

VCI hiện giao dịch tại P/E khoảng **20,2 lần** và P/B khoảng **1,6 lần**. So với nhóm 10 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất, P/E của VCI thuộc nhóm cao, phản ánh kỳ vọng của thị trường đối với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận. Trong khi đó, P/B 1,6 lần chỉ ở mức trung bình và thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp có ROE cao.

Mức P/B này phần nào phản ánh nhịp điều chỉnh của toàn ngành chứng khoán khi thanh khoản thị trường suy giảm sau giai đoạn tăng nóng, các rủi ro địa chính trị trên toàn cầu vẫn còn hiện hữu. Do lợi nhuận có độ nhạy cao với thị trường, cổ phiếu chứng khoán thường chịu áp lực điều chỉnh mạnh hơn mặt bằng chung trong các giai đoạn thanh khoản suy yếu.

Dù vậy, Vietcap vẫn sở hữu lợi thế nổi bật ở phân khúc khách hàng tổ chức và nhà đầu tư nước ngoài, với nền tảng môi giới tổ chức thuộc nhóm dẫn đầu thị trường. Sau khi Việt Nam được nâng hạng, công ty được kỳ vọng là một trong những đơn vị hưởng lợi đáng kể từ sự gia tăng hoạt động của dòng vốn ngoại. Trong bối cảnh đó, khả năng cải thiện ROE sẽ là yếu tố quan trọng quyết định vị thế giao dịch tương đối của VCI so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Định vị P/B–ROE so với peer & ma trận độ nhạy định giá



Ma trận giá trị theo bội số định giá	Mức 1	Mức 2	Mức 3	Mức 4	Mức 5
P/B áp dụng (× BVPS 2026E 16.561đ)	1,2x	1,4x	1,6x	1,8x	2,0x
Giá trị tương ứng	19.900đ	23.200đ	26.500đ	29.800đ	33.100đ
P/E áp dụng (× EPS 2026E 1.424đ)	12x	14x	16x	18x	20x
Giá trị tương ứng	17.100đ	19.900đ	22.800đ	25.600đ	28.500đ

Giá tham chiếu 24.450đ (06/07/2026) tương ứng P/B 2026E ~1,5x và P/E 2026E ~17,2x. Ma trận là công cụ định vị độ nhạy, không phải giá mục tiêu hay khuyến nghị.

Trên mặt bằng định giá ngành, VCI hiện nằm trong nhóm doanh nghiệp có **hiệu quả sinh lời thấp nhưng vẫn duy trì mức định giá trung bình**. Với **ROE lũy kế 12 tháng đạt 9,3%** – thấp nhất trong nhóm 10 công ty chứng khoán có tổng tài sản lớn nhất – cổ phiếu đang giao dịch ở mức **P/B 1,6 lần**, cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp có ROE tương đồng như VND (ROE 10,5%; P/B 1,2 lần) và SHS (ROE 10,8%; P/B 1,3 lần), đồng thời chỉ thấp hơn HCM (ROE 10,1%; P/B 2,1 lần). Điều này cho thấy thị trường vẫn dành cho VCI một mức định giá cao hơn so với nhóm doanh nghiệp cùng mức sinh lời.

Khoảng chênh lệch này chủ yếu phản ánh **giá trị nền tảng kinh doanh** của doanh nghiệp, bao gồm vị thế hàng đầu trong mảng tư vấn tài chính doanh nghiệp, tệp khách hàng tổ chức nước ngoài chất lượng cao và **khoản lãi chưa thực hiện từ danh mục tài sản tài chính sẵn sàng để bán khoảng 2.344 tỷ đồng** chưa được ghi nhận vào kết quả kinh doanh. Nói cách khác, mức định giá hiện tại không chỉ phản ánh năng lực tạo lợi nhuận hiện hữu mà còn bao hàm kỳ vọng vào khả năng chuyển hóa các nguồn lực này thành tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai.

Tuy nhiên, khoảng cách định giá so với nhóm doanh nghiệp có hiệu quả sinh lời vượt trội vẫn khá rõ rệt. Các công ty như **TCX** hay **VCK** đang giao dịch ở mức P/B cao hơn đáng kể, cho thấy thị trường vẫn định giá ngành chứng khoán chủ yếu dựa trên **hiệu quả sử dụng vốn đã được kiểm chứng** thay vì quy mô vốn hay vị thế thị phần đơn thuần. Điều này hàm ý rằng dư địa mở rộng định giá của VCI sẽ phụ thuộc lớn vào khả năng cải thiện ROE trong các năm tới.

Phân tích độ nhạy cho thấy vùng **P/B khoảng 1,2 lần** tương ứng với kịch bản thận trọng, từng xuất hiện trong các giai đoạn đáy chu kỳ của ngành, trong khi vùng **P/B khoảng 1,8 lần** đòi hỏi ROE quay trở lại ngưỡng hai chữ số và các yếu tố hỗ trợ như nâng hạng thị trường được hiện thực hóa. Kết quả từ cả hai phương pháp định giá tương đối theo P/B và P/E đều hội tụ trong một dải bội số tương đối hẹp, qua đó củng cố tính nhất quán của khung định vị định giá trình bày tại Mục 6.5.

Nhìn chung, **ROE tiếp tục là biến số trọng yếu chi phối định giá tương đối** của VCI. Trong bối cảnh thị trường duy trì mối quan hệ chặt chẽ giữa hiệu quả sinh lời và bội số định giá, khả năng cải thiện ROE sẽ là yếu tố quyết định việc cổ phiếu được giao dịch ở mức định giá cao hơn hay thấp hơn so với mặt bằng chung của ngành.

7. Tổng kết Phân tích & Kết luận

VCI – CTCP Chứng khoán Vietcap · HOSE

TỔNG TÀI SẢN	VỐN CHỦ SỞ HỮU	DƯ NỢ CHO VAY MARGIN	ROE TTM	P/B	P/E
37.097 tỷ đồng	17.319 tỷ đồng	16.613 tỷ đồng	9,3 %	1,6 x	20,2 x

Luận điểm phân tích tóm tắt – Bốn trụ cột

01	Vị thế IB & tư vấn dẫn đầu nội địa Tài sản vô hình khó sao chép, hưởng lợi trực tiếp khi thị trường vốn & nâng hạng kích hoạt làn sóng IPO/M&A.
02	Đa dạng hóa 4 mảng + bảng cân đối vững VCSH 17.319 tỷ đồng, Nợ vay/Vốn chủ 1,1x, vốn điều lệ 11.476 tỷ đồng tạo dư địa mở rộng margin & tự doanh an toàn.
03	Lợi nhuận phục hồi & năng suất cải thiện LNST 2026E +20,0%, LNTT/nhân viên 3,9 tỷ đồng, CIR 28% – cải thiện so với năm 2025.
04	Động lực nâng hạng FTSE 09/2026 Sở hữu ngoại 18,5% & thương hiệu khối tổ chức là kênh hưởng lợi dòng vốn 1–2,5 tỷ USD.

Điểm cần theo dõi – Yếu tố kích hoạt thay đổi quan điểm

Diễn biến VN-Index & tiến trình nâng hạng FTSE; hiệu suất danh mục tự doanh hàng quý; tốc độ mở rộng dư nợ margin; sự phục hồi của mảng IB. Định giá trở nên hấp dẫn rõ rệt hơn nếu giá về vùng **P/B < 1,3x** hoặc ROE thực hiện vượt kỳ vọng – sau nhịp điều chỉnh ~19% từ đỉnh tháng 03/2026, giá tham chiếu 24.450đ (06/07/2026) chỉ còn cách vùng này ~6%, khiến tương quan rủi ro–lợi nhuận cân bằng hơn đáng kể so với thời điểm đầu báo cáo. **Rủi ro chính:** tập trung doanh thu tự doanh (45,2%) khiến lợi nhuận biến động; định giá P/B 1,6x đã phản ánh phần lớn kỳ vọng trong khi ROE chỉ ~9,3%.

Phụ lục — Báo cáo tài chính 5 năm

Bảng cân đối kế toán hợp nhất — Công ty Chứng khoán

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025
TỔNG TÀI SẢN	16.636	14.243	17.255	26.592	36.006
Tiền & các khoản tương đương tiền	1.132	3.424	788	4.744	3.214
Tài sản tài chính FVTPL	1.222	665	122	846	2.238
Các khoản cho vay (dư nợ margin)	7.701	5.279	7.992	11.222	16.167
Tài sản tài chính sẵn sàng để bán (AFS)	5.324	3.734	6.604	8.409	13.308
Đầu tư giữ đến ngày đáo hạn (HTM)	754	886	381	598	412
Dự phòng suy giảm giá trị TSTC	—	—	(2)	(2)	(2)
Các khoản phải thu	236	91	849	393	227
Tài sản cố định	13	23	23	37	75
Tài sản khác	255	140	498	345	367
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	10.094	7.747	9.884	13.648	17.996
Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	6.363	6.326	8.979	12.574	16.065
Trái phiếu phát hành ngắn hạn	1.964	547	120	—	—
Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	—	—	—	—	—
Nợ phải trả khác	1.768	874	785	1.074	1.931
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	6.542	6.495	7.371	12.944	18.010
Vốn điều lệ	3.330	4.355	4.375	7.181	8.501
Thặng dư vốn cổ phần & các quỹ	1.971	1.340	1.689	4.967	7.975
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1.241	800	1.307	797	1.534
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ & VỐN CHỦ SỞ HỮU	16.636	14.243	17.255	26.592	36.006

Nguồn: FiinX, TCBS tổng hợp và tính toán

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất – Công ty Chứng khoán

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025
DOANH THU HOẠT ĐỘNG	3.707	3.156	2.472	3.696	4.980
Doanh thu tự doanh (FVTPL + HTM + AFS)	1.962	1.373	1.196	2.027	2.678
Lãi từ cho vay & phải thu (margin)	577	708	689	873	1.205
Doanh thu môi giới & lưu ký	867	1.022	547	744	1.014
Doanh thu tư vấn & bảo lãnh (IB)	286	52	39	51	82
Doanh thu khác	15	—	1	1	1
Chi phí hoạt động	(1.326)	(1.399)	(1.064)	(1.717)	(2.391)
LỢI NHUẬN GỘP HOẠT ĐỘNG	2.381	1.758	1.409	1.978	2.589
Lãi gộp tự doanh	1.282	454	658	984	1.097
Lãi gộp cho vay margin	577	708	689	873	1.205
Lãi gộp môi giới & lưu ký	286	573	102	131	270
Lãi gộp tư vấn & bảo lãnh (IB)	227	23	(43)	(12)	15
Lãi gộp khác	9	(1)	2	2	2
Doanh thu hoạt động tài chính	26	36	24	51	23
Chi phí tài chính	(368)	(700)	(740)	(798)	(854)
— trong đó: Chi phí lãi vay	(331)	(477)	(563)	(764)	(802)
Chi phí quản lý công ty chứng khoán	(188)	(77)	(122)	(145)	(145)
Thu nhập khác thuần	—	44	—	3	15
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	1.851	1.060	570	1.089	1.629
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(352)	(191)	(78)	(179)	(287)
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	1.499	869	492	911	1.342

Nguồn: FiinX, 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

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.