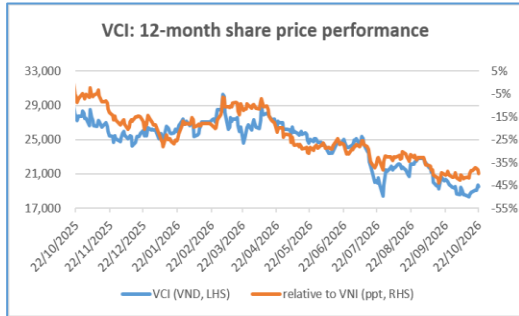
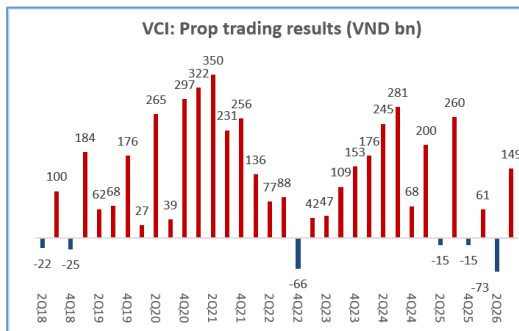


MUA

Đóng cửa: 26/10/2026
Giá hiện tại: 19.150 đồng
Giá mục tiêu 12T: 21.509 đồng
Mức tăng giá mục tiêu: +12%

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	839
GTGD BQ 6 tháng (triệu USD)	7,4
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	1.152
Tỷ lệ chuyên nhượng tự do (%)	60%
Sở hữu nước ngoài (%)	14,7%
Cổ đông lớn (%)	40%
Nợ vay/ VCSH Q3/2026 (%)	116%
EV/EBITDA 2027E (x)	4,7x
P/B 2026E (x)	1,3x
P/E 2027E (x)	15,9x
Tỷ suất cổ tức 2027E	3,0%
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	Không giới hạn

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, VCI, Yuanta Việt Nam

Matthew Smith, CFA

Giám đốc phân tích

matthew.smith@yuanta.com.vn

Nhi Lý

Trợ lý phân tích

Bloomberg code: YUTA

CTCP Chứng khoán Vietcap (VCI)

Giá có thể xuống thấp đến mức nào?

LNST công ty mẹ (PATMI) Q3/2026 (+47% QoQ / -13% YoY) đã phục hồi so với quý trước sau khoản lỗ kỷ lục từ mảng tự doanh trong Q2/2026. KQKD 9T2026 mới chỉ hoàn thành 48% kế hoạch LNTT cả năm của công ty, nhưng đã đạt 71% dự báo LNST cả năm 2026 của chúng tôi.

Chi tiết

Mảng môi giới thuần túy khó có thể là động lực tăng trưởng chính. Chúng tôi ước tính phí môi giới gộp đạt khoảng 11 điểm cơ bản. Tuy nhiên, phí môi giới ròng đã giảm xuống chỉ còn 1 điểm cơ bản trong Q3/2026, khi doanh thu môi giới ròng đạt 14 tỷ đồng, chỉ đóng góp 3% LNTT trong quý -- bất chấp thị phần môi giới trên HSX duy trì ở mức cao là 7,8% (+80 điểm cơ bản QoQ / +137 điểm cơ bản YoY).

Doanh thu từ hoạt động cho vay đạt 472 tỷ đồng (+2% QoQ / +51% YoY) – trở thành động lực tăng trưởng doanh thu lớn nhất. Dự nợ cho vay (+1% QoQ / +24% YoY) đạt 17,3 nghìn tỷ đồng, chiếm 43% tổng tài sản Q3/2026 và năm khoảng 3,8% thị phần. Chúng tôi ước tính lãi suất cho vay bình quân đạt 11% trong Q3/2026 (đi ngang QoQ / +1,1 điểm phần trăm YoY) và 11,5% trong 9T2026 (+2 điểm phần trăm YoY, cho thấy lợi thế cạnh tranh được cải thiện YTD).

Hoạt động tự doanh phục hồi, với lợi nhuận FVTPL trong Q3/2026 đạt 149 tỷ đồng, chủ yếu nhờ khoản lãi đã thực hiện ròng 155 tỷ đồng, bù đắp cho khoản lỗ chưa thực hiện khiêm tốn (6 tỷ đồng). Tài sản FVTPL tăng vọt (+72% QoQ / +7 lần YoY) và tỷ lệ FVTPL trên tổng tài sản của VCI đạt mức cao nhất kể từ Q2/2020, nhưng vẫn ở mức thấp so với các công ty cùng ngành khi chỉ chiếm 10,5% tổng tài sản.

Tài sản AFS (-3,1% QoQ / +19% YoY) đạt 14 nghìn tỷ đồng, chiếm 33% tổng tài sản Q3/2026. Khoản lãi AFS đã thực hiện trị giá 200 tỷ đồng (-13% QoQ / +238% YoY) tiếp tục là động lực doanh thu lớn thứ 2. Tuy nhiên, khoản đầu tư nắm giữ 14,3% cổ phần tại IDP (Không đánh giá), chiếm khoảng 18% tài sản AFS, đã phát sinh khoản lỗ chưa thực hiện với mức giảm -16% QoQ (khoản lỗ này không được ghi nhận trực tiếp trên báo cáo KQ HKQD).

Các khoản lỗ chưa thực hiện. Thu nhập toàn diện khác (trái ngược với PATMI, bao gồm cả biến động giá trị tài sản AFS) ghi nhận mức lỗ 1,9 nghìn tỷ đồng trong 9T2026. Trên bảng CĐKT, lãi chưa thực hiện từ đánh giá lại tài sản giảm (-42% QoQ / -37% YoY) xuống còn 0,8 nghìn tỷ đồng, chỉ tương đương 5% giá trị sổ sách Q3/2026 (-3,5 điểm phần trăm QoQ / -5,5 điểm phần trăm YoY).

KQKD Q3/2026	Tỷ đồng	YoY	QoQ
Lãi gộp từ nghiệp vụ môi giới chứng khoán	187	-50%	-17%
Lãi ròng từ nghiệp vụ môi giới chứng khoán	14	-89%	-64%
Phí dịch vụ	96	-785%	7451%
Lãi ròng từ các khoản cho vay và phải thu	472	51%	2%
Lãi ròng từ giao dịch tự doanh	149	-43%	-304%
Lãi từ tài sản AFS	200	238%	-13%
Lãi từ tài sản HTM	427	-18%	58%
LNST thu nhập doanh nghiệp	367	-13%	47%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, FiinPro, Yuanta Việt Nam

Giá có thể xuống thấp đến mức nào? P/B trượt 1,3x của VCI chưa phải là mức thấp nhất trong lịch sử; cổ phiếu từng chạm mức P/B 1,1x vào Q4/2022 (thời điểm xảy ra đợt giải chấp margin toàn thị trường) và 0,7x vào Q2/2020 (giai đoạn Covid-19). Chúng tôi không quá lạc quan về thị trường chung, nhưng cũng không cho rằng một cuộc khủng hoảng sẽ xảy ra ở thời điểm hiện tại. Mức định giá chiết khấu quá sâu của VCI dường như là phản ứng quá đà nếu xét đến các yếu tố hỗ trợ tích cực trong năm 2027 (như việc triển khai cơ chế thanh toán bù trừ trung tâm CCP, nâng hạng hoàn toàn lên thị trường mới nổi FTSE).

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VCI lên MUA từ mức Nắm giữ - Khả quan trước đó. Chúng tôi giữ nguyên GMT với TSSL kỳ vọng 12T (gồm cổ tức) là +15%.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157,
Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

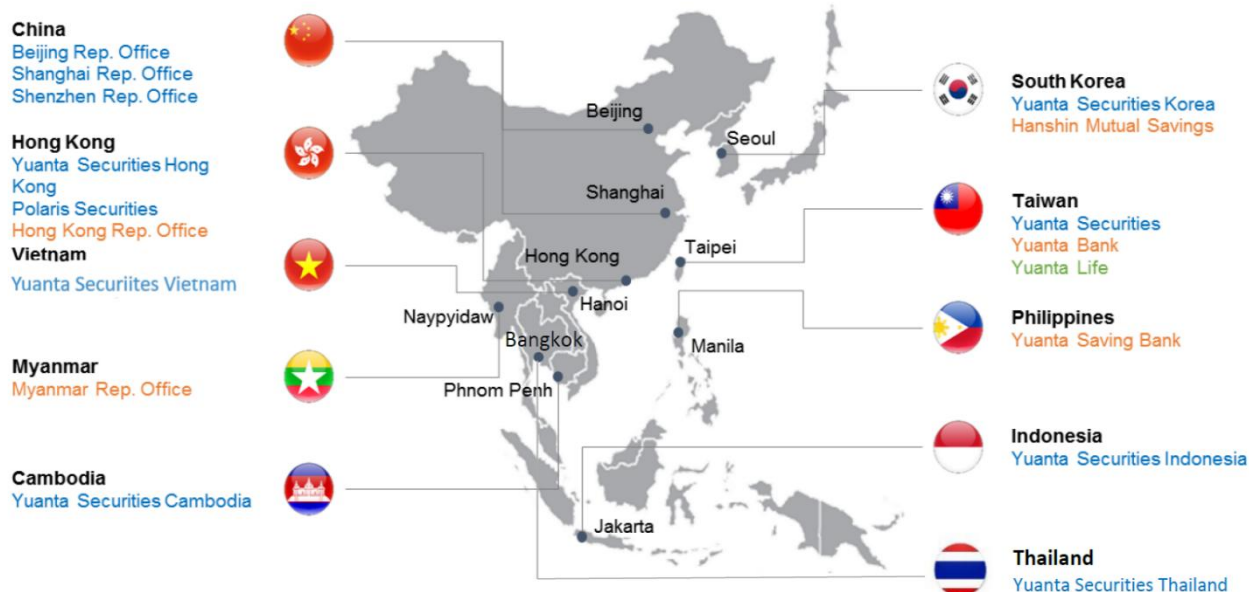
Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

di.luu@yuanta.com.vn

Kien Tran

Analyst (Residential Property)

kien.trung@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Analyst (Industrial Property)

giang.hoang@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

an.nguyen@yuanta.com.vn

Ngan Le

Analyst (Steel, O&G, Energy)

ngan.le@yuanta.com.vn

Nhi Ly

Assistant Analyst

nhi.ly@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Jason Lu

Institutional Sales

jason.lu@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Head of Sales Trading

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn

Linh Nguyen

Sales Trader

linh.nguyen4@yuanta.com.vn