

VPX - Đà tăng mạnh của mảng cho vay ký quỹ giúp hỗ trợ lợi nhuận trước áp lực từ sự suy giảm đóng góp của mảng tự doanh - Báo cáo KQKD

Doanh Nghiệp • 20/10/2026

CTCP Chứng khoán VPBank (VPX) đã công bố KQKD 9 tháng đầu năm (9T 2026) với LNTT đạt ~3,5 nghìn tỷ đồng (+8% YoY), hoàn thành 56% dự báo cả năm của chúng tôi (6,28 nghìn tỷ đồng) và 54% kế hoạch của công ty (6,45 nghìn tỷ đồng). LNTT quý 3/2026 giảm xuống mức 843 tỷ đồng (-64% YoY, -61% QoQ), chủ yếu do ghi nhận lỗ từ việc đánh giá lại danh mục cổ phiếu niêm yết theo giá thị trường và sự sụt giảm thu nhập phí từ hoạt động ngân hàng đầu tư (IB). KQKD 9T nhìn chung thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, chủ yếu do khoản lỗ từ danh mục tự doanh. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng khả năng tiếp cận nguồn vốn quốc tế, tập khách hàng tiềm năng lớn chưa khai thác, nhu cầu trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục được duy trì, cùng mặt bằng lãi suất nhìn chung ổn định đến cuối năm sẽ hỗ trợ tích cực cho kết quả lợi nhuận quý 4.

* Doanh thu hoạt động thuần tăng 37% YoY lên mức 6,1 nghìn tỷ đồng, với sự dịch chuyển rõ rệt trong cơ cấu: Sau khi trừ chi phí trực tiếp, mảng cho vay ký quỹ đóng góp 49% (so với 27% trong 9T 2025), mảng ngân hàng đầu tư đóng góp 27% (so với 21% trong 9T 2025) và mảng tự doanh đóng góp 20% (so với 54% trong 9T 2025), trong khi doanh thu môi giới và lưu ký đóng góp 4%.

* **Cho vay ký quỹ là trụ cột gánh vác kết quả kinh doanh trong quý:** Doanh thu cho vay ký quỹ quý 3/2026 đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+94% YoY, +7% QoQ), và cũng là mảng kinh doanh lớn duy nhất ghi nhận tăng trưởng so với quý trước; doanh thu 9T đạt 3,0 nghìn tỷ đồng (+148% YoY). Dư nợ cho vay ký quỹ và ứng trước tiền bán đạt 39,9 nghìn tỷ đồng (+4% QoQ, +17% so với đầu năm), với tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu ở mức 110%, thấp hơn đáng kể so với mức trần quy định là 200%. Chúng tôi ước tính chênh lệch giữa lợi suất cho vay ký quỹ và chi phí vốn duy trì ở mức khoảng 4,3 điểm %, đi ngang so với quý trước và cùng kỳ, do lợi suất cho vay tăng tương ứng với chi phí huy động vốn.

* **Hoạt động tự doanh chuyển từ động lực tăng trưởng sang yếu tố kìm hãm lợi nhuận.** Lãi thuần từ các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ (FVTPL) trong quý 3 chỉ đạt 140 tỷ đồng, thấp hơn đáng kể so với mức 1,5 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong quý 3/2025. Riêng quý 3, VPX ghi nhận khoản lỗ thuần 350 tỷ đồng từ việc đánh giá lại tài sản theo giá thị trường, gần như toàn bộ đến từ cổ phiếu niêm yết. Lũy kế 9T 2026, lãi thuần FVTPL giảm một nửa xuống 1,2 nghìn tỷ đồng. Thu nhập từ lãi trái phiếu và cổ tức (đạt 1,5 nghìn tỷ đồng trong 9T 2026, +191% YoY) tiếp tục tạo nguồn thu cốt lõi ổn định. Tuy nhiên, khoản lãi chưa thực hiện từ danh mục cổ phiếu niêm yết hiện gần như bằng 0, khiến VPX không còn nhiều dư địa để hấp thụ các khoản lỗ nếu thị trường tiếp tục suy yếu.

* **Hoạt động ngân hàng đầu tư tăng trưởng mạnh trong 9T 2026 nhưng biến động đáng kể trong quý 3.** Doanh thu mảng ngân hàng đầu tư 9T 2026 đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (+73% YoY), trong khi giảm xuống 465 tỷ đồng chỉ trong riêng quý 3 (-45% YoY, -60% QoQ). Theo công ty, VPX đã tham gia tư vấn các thương vụ huy động vốn nợ và vốn cổ phần với tổng giá trị gần 32 nghìn tỷ đồng trong 9T 2026.

* **Chi phí vốn tăng nhưng được hỗ trợ bởi việc đa dạng hóa nguồn huy động.** Chúng tôi ước tính chi phí vốn trong quý 3/2026 đạt 7,0% (+0,3 điểm % QoQ, +1,2 điểm % YoY). Khoản vay hợp vốn mới trị giá 150 triệu USD do Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC) đứng đầu thu xếp vào cuối tháng 9, tiếp nối khoản vay 200 triệu USD trong nửa đầu năm 2026, dự kiến sẽ giúp VPX đa dạng hóa nguồn vốn và kiểm soát chi phí huy động.

* **Thị phần môi giới suy giảm trong bối cảnh thanh khoản thị trường đi xuống.** Thị phần môi giới của VPX trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) giảm từ mức kỷ lục 3,57% trong quý 2 xuống 2,81% trong quý 3, trong khi giá trị giao dịch của khách hàng giảm 44% YoY. Số lượng tài khoản tăng lên 1,6 triệu (+42% so với đầu năm), nhưng mức tăng này chưa chuyển hóa thành hoạt động giao dịch tương ứng, tạo thêm dư địa tăng trưởng trong tương lai.

* **Khả năng sinh lời:** Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) tính theo 12 tháng gần nhất tại thời điểm 9T 2026 đạt 10,8% (-4,7 điểm % YoY), một phần bị pha loãng do quy mô vốn chủ sở hữu tăng sau đợt chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO). Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) trong 9T 2026 đạt 24,8% (+2,7 điểm % YoY).

KQKD 9T & quý 3/2026 của VPX

Tỷ đồng	9T 2025	9T 2026	YoY	Q3 2025	Q3 2026	YoY	QoQ
Doanh thu cho vay ký quỹ	1.213	3.003	148%	567	1.099	94%	7%
Doanh thu môi giới và lưu ký	356	417	17%	205	123	-40%	-14%
Doanh thu ngân hàng đầu tư	950	1.641	73%	847	465	-45%	-60%
Lãi thuần từ tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ	2.398	1.206	-50%	1.521	140	-91%	-80%
Doanh thu hoạt động thuần	4.436	6.083	37%	2.951	1.810	-39%	-40%
Chi phí tài chính	(976)	(2.325)	138%	(527)	(869)	65%	9%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(229)	(289)	27%	(82)	(102)	24%	14%
LNTT	3.260	3.516	8%	2.360	843	-64%	-61%
LNST	2.614	2.838	9%	1.892	670	-65%	-61%
Dư nợ cho vay ký quỹ và ứng trước*				27.038	39.869	47%	4%
Vốn chủ sở hữu*				20.273	36.282	79%	2%
Tỷ lệ chi phí/thu nhập	22,1%	24,8%	2,7 điểm %	17,1%	27,2%	10,1 điểm %	5,5 điểm %

Nguồn: VPX, Vietcap. *Số dư cuối kỳ. Doanh thu hoạt động thuần = Tổng doanh thu hoạt động - Tổng chi phí hoạt động. Doanh thu dịch vụ ngân hàng đầu tư = Bảo lãnh phát hành + Tư vấn tài chính + Tư vấn đầu tư. Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) = (Chi phí quản lý doanh nghiệp + Chi phí tài chính) / Tổng doanh thu hoạt động. Tỷ trọng đóng góp của từng mảng kinh doanh trong bài là ước tính của Vietcap (doanh thu từng mảng sau khi trừ chi phí phân bổ trực tiếp, tính theo tỷ lệ % trên tổng doanh thu hoạt động thuần).