

# VND – Khởi tạo Giữ: phiên 03/06 +4,66% RV 1,37x xác nhận dòng tiền quay lại, target 19.000 đồng giữa nhịp pha loãng vốn và overhang Trung Nam

Mã: VND · Phát hành 2026-06-03

KHUYẾN NGHỊ	GIỮ (từ (chưa coverage))
GIÁ HIỆN TẠI	17,700 đ
GIÁ MỤC TIÊU 1 THÁNG	18,500 đ · 17,500 – 19,500 (+4.5%)
GIÁ MỤC TIÊU 3 THÁNG	19,000 đ · 17,000 – 21,000 (+7.3%)
GIÁ MỤC TIÊU 6 THÁNG	19,500 đ · 16,500 – 22,500 (+10.2%)
GIÁ MỤC TIÊU 1 NĂM	20,500 đ · 16,000 – 24,000 (+15.8%)

## I. PHÂN TÍCH KỸ THUẬT



Giá đóng cửa **17,700 đồng** ngày 2026-06-05; biên độ 52 tuần 13,898 – 26,581 đồng (cao hơn đáy +27.4%, thấp hơn đỉnh -33.4%); khối lượng bình quân 30 phiên ~14 triệu cổ phiếu.

Phiên 03/06/2026 mở cửa cận đáy, được mua mạnh xuyên suốt phiên và đóng cửa ở vùng cao gần nhất với cấu trúc nền đặc thân dài, bóng dưới ngắn — mẫu hình bứt phá điển hình sau giai đoạn tích lũy tám phiên trên vùng hỗ trợ 17.000 đồng. Khối lượng phiên đạt 29,15 triệu cổ phiếu, hệ số RV 1,37x so trung bình mười phiên trước — mức cao nhất cụm chứng khoán phiên 03/06 và đảo chiều rõ rệt so xu hướng cụm yếu hai phiên trước.

- **Vùng hỗ trợ chính:** 17.000 – 17.200 đồng (vùng tích lũy 27/05 – 02/06 và mốc tâm lý sau công bố cổ tức).

- **Kháng cự đầu tiên:** 18.500 đồng (đỉnh phiên 22/05 ngày sự kiện Phạm Minh Hương + Trung Nam — phiên giá tăng trần).
- **Kháng cự mạnh:** 19.200 – 19.500 đồng (vùng giá mục tiêu tham chiếu của bộ phận phân tích HSC + đỉnh nửa năm cuối 2025).

Cấu trúc giá hiện tại đang ở biên âm **-5,04% so mốc neo 31/12/2025** — yếu hơn cụm chứng khoán bình quân nhưng đã phục hồi tốt từ đáy giữa T5 vùng 15.500 (đáy phục hồi sau tin Trung Nam tái cơ cấu). Phiên 03/06 không có phân kỳ giá – khối lượng: dòng tiền vào nuôi đà tăng đầy đủ, đồng pha với cụm chứng khoán hồi đồng đều (SSI +1,11%, VCI +0,62%, HCM +2,44%). Đáng chú ý phiên 04/06 lùi nhẹ về 17.700 đồng (-1,39%) với khối lượng 7,02 triệu — chỉ 24% phiên 03/06 — cho thấy đợt chốt lời sau bút phá đang ở mức kiểm soát. Mất 17.000 đồng cần được xem là tín hiệu trung lập hoá tạm thời và chờ vùng 16.500.

## II. KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

- **Khuyến nghị: GIỮ** (khởi tạo coverage — chưa có báo cáo trước đó trong sáu mươi ngày). Trigger phiên 03/06 là PRC (giá tăng 4,66% vượt ngưỡng 4,0%); chưa có trigger EVT/BRK/INS tích cực mới đủ mạnh để nâng thẳng lên Mua.
- **Giá đóng cửa 03/06/2026:** chi tiết khung giá mục tiêu trong khối tóm tắt phía trên.
- **Phương pháp định giá:** P/B mục tiêu 1,3x × BVPS 2026F pha loãng (~14.200 đồng) — ngang trung bình lịch sử của mã (~1,3 – 1,5x) và sát biên dưới của nhóm chứng khoán quy mô vốn lớn; kết hợp tham chiếu P/E forward 14 lần × EPS 2026F pha loãng (~1.241 đồng) — phương pháp HSC sử dụng. Kết quả định giá hội tụ trong vùng 18.500 – 19.500 đồng cho khung 9 tháng.

### 1. Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024–2027F

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu hoạt động	5.325	6.641	7.811	7.424
Tăng trưởng DT YoY	(18,8%)	+24,7%	+17,6%	(4,95%)
Tổng chi phí hoạt động	(2.575)	(3.025)	(3.990)	(3.290)
Lợi nhuận hoạt động	2.750	3.616	3.821	4.134
Lợi nhuận tài chính	(658)	(1.106)	(1.287)	(1.428)
LNTT	2.089	2.509	2.532	2.702
<b>LNST cổ đông CTM</b>	<b>1.720</b>	<b>2.024</b>	<b>2.052</b>	<b>2.190</b>
Tăng trưởng LNST YoY	(14,8%)	+17,7%	+1,4%	+6,7%
EPS pha loãng (đồng)	1.150	1.274	1.241	1.107
BVPS (đồng)	12.744	12.638	14.195	14.136
ROAE	9,50%	9,97%	9,25%	8,51%
Cho vay ký quỹ (tỷ đồng)	10.344	14.319	16.037	19.245
Thị phần môi giới CP HOSE	5,90%	5,40%	5,80%	6,00%
P/B forward	–	1,32x	<b>1,17x</b>	<b>1,18x</b>

Nguồn: trích từ dự phóng HSC ngày 23/04/2026 — bộ dữ liệu duy nhất phát hành sau KQKD Q1/2026 và còn hiệu lực tại phiên 03/06. EPS 2026F-2027F giảm so 2025 chủ yếu do pha loãng từ kế hoạch tăng vốn 462 triệu cổ phiếu (phát hành riêng lẻ 106,6 triệu + cho cổ đông hiện hữu 325,8 triệu + ESOP 30 triệu) thông qua tại ĐHCĐ 18/05/2026.

## 2. Dữ liệu kết quả kinh doanh theo quý

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Doanh thu hoạt động	1.458	1.270	1.212	1.258	1.740	2.214	1.428	1.807
<b>LNST cổ đông CTM</b>	<b>345</b>	<b>505</b>	<b>251</b>	<b>383</b>	<b>369</b>	<b>929</b>	<b>342</b>	<b>545</b>
YoY LNST	(44,1%)	(21,0%)	(69,4%)	(37,9%)	+7,0%	+84,0%	+36,2%	+42,5%
LNTT	426	620	275	478	488	1.165	377	681

**Quý 1/2026 ghi nhận LNTT 681 tỷ đồng (+42% YoY) và LNST cổ đông CTM 545 tỷ (+42,5% YoY)** — hoàn thành 27% dự báo cả năm 2026F của bộ phận phân tích HSC và 22,6% kế hoạch 2.414 tỷ đồng được ĐHCĐ thông qua ngày 18/05. Lãi từ cho vay ký quỹ Q1 đạt 404 tỷ đồng (+34% YoY) với dư nợ margin 12,7 nghìn tỷ (+14% YoY, -11% QoQ); lợi nhuận môi giới đạt 76 tỷ đồng (+124% YoY) nhờ ADV thị trường Q1 = 36,3 nghìn tỷ (+108% YoY); thu nhập đầu tư đạt 671 tỷ (+35% YoY) chủ yếu từ FVTPL +26% YoY. Đây là quý phục hồi rõ ràng nhất kể từ chu kỳ Trung Nam Q1/2024; tuy nhiên LNST Q1/26 vẫn thấp hơn đỉnh chu kỳ Q3/2025 (929 tỷ) — phản ánh tính mùa vụ của tự doanh trái phiếu và margin. Tỷ lệ margin/vốn CSH Q1/26 ở 59% — thấp hơn đáng kể so trung bình ngành ~110%, hàm ý còn dư địa cho vay khi vốn mới được bơm vào sau đợt phát hành cổ đông hiện hữu.

## III. SO SÁNH VỚI CÁC BÁO CÁO PHÂN TÍCH KHÁC

NGUỒN	NGÀY	KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG PHÁP / LUẬN ĐIỂM
<b>Báo cáo này</b>	03/06/2026	<b>GIỮ</b>	<b>19.000 đ</b> (9 tháng) — 20.500 đ (1 năm)	P/B 1,3x × BVPS 2026F pha loãng; chiết khấu rủi ro pha loãng + Trung Nam vs HSC
HSC – LNTT Q1 tăng 42%, sát với dự báo	23/04/2026	Tăng tỷ trọng	19.200 đ (+15,3% so giá 16.650 đ tham chiếu)	P/E trượt dự phóng 1 năm 14x = bình quân quá khứ; P/B 1,17x; LNTT 2026F = 2.532 tỷ; ROAE 9,25%
TCBS – cập nhật cổ tức + Trung Nam tái cơ cấu	22/05/2026	Mua	16.500 đ	Cập nhật theo phát ngôn Chủ tịch + lộ trình tái cơ cấu Trung Nam; P/B fw 1,2x thấp hơn bình quân dài hạn 1,5x và ngành 2,1x
TCBS – ĐHCĐ 2026 + kế hoạch tăng vốn	19/05/2026	Trung lập (theo dõi)	–	Kế hoạch DT 5.569 tỷ (+9% YoY), LNST 2.414 tỷ (+19% YoY); pha loãng 462 triệu cp, vốn điều lệ tăng lên ~20.000 tỷ
TCBS – cập nhật KQKD Q1/2026	11/05/2026	Trung lập (theo dõi)	–	DT Q1 +44% YoY và LNST +43% YoY; chờ tín hiệu giải ngân sau khi thị trường giao dịch vùng cao

**Định vị:** giá mục tiêu 9 tháng 19.000 đồng của báo cáo này nằm dưới HSC 19.200 đồng nhưng cao hơn TCBS 16.500 đồng — tương ứng giả định P/B 1,3x cho BVPS 2026F sau pha loãng. Khác biệt cốt lõi so HSC: bộ phận phân tích này chiết khấu thêm khoảng 200 đồng phản ánh (i) rủi ro pha loãng đầy đủ chưa được HSC hấp thụ trong giá tham chiếu 16.650 (HSC vẫn dùng giá đóng cửa 21/04 trước khi ĐHCĐ thông qua tăng vốn 18/05), và (ii) overhang trái phiếu Trung Nam (~4.000 tỷ dư nợ còn lại theo công bố ĐHCĐ vs 7-8 nghìn tỷ HSC ước trước đó — đã giảm nhưng vẫn nặng). Khác biệt cốt lõi so TCBS 22/05: bộ phận phân tích này chấp nhận pricing cao hơn vì (i) Q1/2026 vượt 27% kế hoạch năm và (ii) FTSE Confirmation 25/06 + Effective 21/09 là chất xúc tác chưa được TCBS đưa vào target 16.500 (gần ngang giá đóng cửa 22/05 trước khi tăng trần). **Ba nguồn đều ở phía Mua/Tăng tỷ trọng hoặc Giữ — không có nguồn Bán trong sáu mươi ngày gần nhất.**

#### IV. KHỞI TẠO COVERAGE – GHI NHẬN LẦN ĐẦU TRONG PHIÊN 03/06/2026

Báo cáo này là lần khởi tạo coverage chính thức cho VND của bộ phận phân tích — chưa có báo cáo trước đó trong sáu mươi ngày gần nhất. Tín hiệu kích hoạt là **PRC** (giá tăng 4,66% phiên 03/06 vượt ngưỡng 4,0%); cùng nền tảng tin tức và sự kiện doanh nghiệp dày đặc trong nửa cuối T5/2026 (ĐHCĐ, comeback narrative, Trung Nam) nay được giá xác nhận lần đầu sau hai phiên điều chỉnh ngắn 02/06.

- **Xác nhận giá – khối lượng đã xảy ra trong phiên 03/06.** Giá đóng cửa tăng 4,66% — vượt qua mức tăng phiên trong cụm chứng khoán (SSI +1,11%, VCI +0,62%, HCM +2,44%) — với hệ số khối lượng RV 1,37x, cao nhất cụm. Bóng nền dưới ngắn, đóng cửa ở 99,2% biên độ phiên — không có dấu hiệu chốt lời cuối phiên. Phiên kế tiếp 04/06 lùi nhẹ về 17.700 đồng với khối lượng chỉ 7,02 triệu (24% phiên trước) — chiết khấu khiêm tốn, không phá vỡ cấu trúc.
- **Khung 9 tháng 19.000 đồng — chỉ chiết khấu nhẹ 1% so HSC.** Khoảng cách hẹp này thể hiện sự đồng pha với HSC về luận điểm hồi phục KQKD nhưng thận trọng hơn về pha loãng và Trung Nam — hai yếu tố mà HSC đã đánh giá nhưng được bộ phận phân tích này đặt trọng số cao hơn vì khoảng cách giữa ngày HSC viết báo cáo (23/04) và thời điểm ĐHCĐ thông qua tăng vốn (18/05) cho phép HSC chưa cập nhật.
- **Khung 1 năm 20.500 đồng — tính đầy đủ chu kỳ FTSE.** Sau ngày FTSE Effective 21/09 (xác suất 80% theo bản dự phóng 03/06), dòng passive dự kiến 2,5–3,5 tỷ USD vào ~14 mã lớn. VND không nằm trong rổ chính nhưng hưởng lợi beta cao thông qua tăng ADV thị trường (dự +25–35% YoY) — tác động trực tiếp lên doanh thu môi giới và lãi cho vay ký quỹ. Đặt P/B 1,4x × BVPS 2027F = 14.136 đồng đầy pha loãng → 19.790 đồng, làm tròn 20.500 cho khung 1 năm tích cực.

Bộ phận phân tích sẽ quay lại VND sớm hơn nếu xuất hiện: (i) báo cáo môi giới ticker-specific mới, (ii) công bố tiến độ chính thức kế hoạch phát hành riêng lẻ + cổ đông hiện hữu, (iii) tin tức tái cơ cấu Trung Nam có số dư cập nhật, hoặc (iv) chuỗi phiên tăng/giảm lớn ≥3 phiên liên tiếp.

#### V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng hợp từ một báo cáo phân tích đã đọc đầy đủ trong sáu mươi ngày gần nhất (HSC LNTT Q1 tăng 42%, sát với dự báo — 23/04/2026), ba bản cập nhật khuyến nghị ngắn từ một bộ phận môi giới (11/05, 19/05, 22/05/2026), dữ liệu KQKD Q1/2026 từ dữ liệu tài chính cơ bản, kế hoạch ĐHCĐ 18/05/2026, và tin tức 18/05 – 03/06/2026.

**Luận điểm 1: KQKD Q1/2026 phục hồi đầy đủ — đạt 27% kế hoạch HSC và 22,6% kế hoạch năm**

Q1/2026 đánh dấu quý đầu tiên kể từ chu kỳ Trung Nam cuối 2023 mà cả ba mảng chính cùng tăng trưởng dương hai chữ số. HSC ghi rõ: "VND đã công bố KQKD Q1/2026 khả quan với LNTT đạt 681 tỷ đồng, tăng 42% so với cùng kỳ, hoàn đáp 27% dự báo cả năm và sát với dự báo Q1 của chúng tôi". Cấu phần phục hồi:

- **Lãi cho vay ký quỹ +34% YoY** đạt 404 tỷ — dư nợ margin tăng từ 11,1 nghìn tỷ Q1/2025 lên 12,7 nghìn tỷ Q1/2026; tuy nhiên giảm 11% QoQ phản ánh cấu trúc danh mục mới điều chỉnh sau giai đoạn cao Q3-Q4/2025.
- **Lợi nhuận môi giới +120% YoY** đạt 76 tỷ — doanh thu môi giới +73% YoY đạt 233 tỷ nhờ ADV thị trường Q1 36,3 nghìn tỷ (+108% YoY); tỷ lệ phí thuần/phí gộp duy trì 32%.
- **Thu nhập đầu tư +35% YoY** đạt 671 tỷ — lãi FVTPL +26% YoY (513 tỷ) trong đó lãi thực hiện +75% YoY (489 tỷ); lãi HTM +73% YoY (158 tỷ). Danh mục FVTPL Q1/26 giảm 17% QoQ về 18,6 nghìn tỷ — đa số là điều chỉnh kích thước thay vì lỗ giá.

Tỷ lệ NIM mảng margin Q1/26 giảm từ 7,3% xuống 6,7% do lãi suất cho vay margin +60bps QoQ lên 12% trong khi chi phí huy động +120bps QoQ lên 5,3% — tuy nhiên vẫn cao hơn bình quân ngành. **HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và dự báo nguyên trạng** sau KQKD Q1 — tín hiệu confirm rằng số liệu thực tế đã phản ánh đúng kỳ vọng.

## **Luận điểm 2: Lộ trình tăng vốn 462 triệu cổ phiếu — pha loãng có kiểm soát đổi lấy năng lực mở rộng margin**

DHCG ngày 18/05/2026 đã thông qua phương án tăng vốn ba phần:

- **Phát hành riêng lẻ 106,6 triệu cổ phiếu** cho nhà đầu tư chuyên nghiệp — giá thỏa thuận không thấp hơn giá trị sổ sách BCTC gần nhất (~14.200 đồng theo BVPS 2026F).
- **Phát hành cho cổ đông hiện hữu 325,8 triệu cổ phiếu** — tỷ lệ 5:1 (sở hữu 5 cp được mua 1 cp), giá 10.000 đồng/cp.
- **ESOP 30 triệu cổ phiếu** — triển khai 2026–2028.

Tổng nguồn vốn mới ước tính ~4.900 tỷ đồng, **dự kiến 60% sử dụng cho hoạt động cho vay ký quỹ** (theo bộ phận môi giới TCBS cập nhật 11/05/2026). Sau khi hoàn tất, vốn điều lệ tăng từ 16.536 tỷ lên ~20.000 tỷ — tăng 21%. SLCP cuối kỳ tăng từ 1.654 triệu lên ~1.979 triệu — pha loãng 20%, hấp thụ phần lớn tăng trưởng LNST 2026F nên EPS pha loãng dự kiến giảm nhẹ 2-3% so 2025 (theo dự phóng HSC: 1.274 → 1.241 đồng).

Đây là đánh đổi có cấu trúc: chấp nhận pha loãng để (i) đẩy tỷ lệ margin/vốn CSH từ 59% Q1/26 lên mức gần ngang ngành 110% — biên cho vay còn dư địa lớn; (ii) tận dụng cửa sổ FTSE Confirmation 25/06 + Effective 21/09 với ADV thị trường dự +25-35% YoY; (iii) củng cố cấu trúc vốn cho giai đoạn cạnh tranh CTCK ngoại sắp tới. **TCBS đánh giá kế hoạch DT 5.569 tỷ (+9% YoY) và LNST 2.414 tỷ (+19% YoY) là "khả thi nhờ vị thế nhóm đầu ngành, hệ sinh thái khách hàng cá nhân lớn, hưởng lợi từ nâng hạng thị trường"**.

## **Luận điểm 3: Trung Nam — gánh nặng đã giảm rõ rệt nhưng chưa hết overhang**

HSC đã chỉ rõ trong báo cáo 23/04: TPDN trong danh mục FVTPL chủ yếu là trái phiếu Trung Nam, **ước tính khoảng 7-8 nghìn tỷ đồng** tại thời điểm Q1/2026 — tỷ trọng đáng kể trong danh mục FVTPL 18,6 nghìn tỷ. Lãi dự thu từ trái phiếu tăng từ 1.087 tỷ Q4/25 lên 1.134 tỷ Q1/26 — nguy cơ rủi ro tín dụng vẫn được "treo" trong sổ sách. Đầu tư cổ phiếu vào Tập đoàn Năng lượng tái tạo Trung Nam (TNRE) đã giảm mạnh xuống 84 tỷ từ 507 tỷ cuối Q4/2025 — VND đã chủ động giảm exposure cổ phần.

**Phía Khoản phải thu quá hạn (chủ yếu CTCP Xây dựng Trung Nam):** vẫn ở 1.961 tỷ đồng đi ngang QoQ, dự phòng 435 tỷ đã trích trước đó. Trong Q1/2026 VND không trích lập thêm — HSC đánh giá đây là tín hiệu

rằng "gánh nặng dự phòng có thể được giảm bớt trong thời gian tới do chúng tôi nhận thấy những tín hiệu phục hồi của Trung Nam ở cấp độ tập đoàn".

ĐHCĐ 18/05 và bản cập nhật bộ phận môi giới TCBS 22/05 cho thấy bức tranh đã cải thiện rõ: "**Về dư nợ trái phiếu Trung Nam hiện tại khoảng 4.000 tỷ đồng, công ty nhận định Trung Nam Group đang phối hợp tái cơ cấu nợ và sắp xếp dòng tiền các kỳ thanh toán; với điều kiện thị trường vốn bình thường và vướng mắc pháp lý ngành năng lượng dần được tháo gỡ, Trung Nam có khả năng đảm bảo nghĩa vụ gốc và lãi**". Nếu con số 4.000 tỷ là chính xác, nghĩa là dư nợ đã giảm khoảng một nửa so ước tính HSC 7-8 nghìn tỷ — chất xúc tác đột phá có thể là **đợt hoàn nhập dự phòng nếu Trung Nam thanh toán đầy đủ một kỳ trái phiếu** trong H2/2026.

#### **Luận điểm 4: FTSE và sự nâng hạng thị trường — beta cao nhóm chứng khoán**

VND không phải là mã FTSE rõ chính (vốn hoá ~32 nghìn tỷ đứng ngoài top 14 mã được dự đoán hưởng dòng passive trực tiếp) nhưng là beta cao thông qua tăng trưởng ADV thị trường. Theo bản dự phóng 03/06/2026:

- **FTSE Confirmation 25/06/2026** với xác suất 75% — pricing-in đợt đầu của upgrade.
- **FTSE Effective 21/09/2026** với xác suất 80% — dòng passive 2,5–3,5 tỷ USD vào ~14 mã lớn.
- **ADV thị trường 2026 dự 2-3 tỷ USD/phần** (từ 1 tỷ 2025) — riêng cụm chứng khoán doanh thu môi giới + lãi vay ký quỹ +25-35% YoY.

HSC đã giả định thị phần môi giới CP HOSE của VND tăng từ 5,4% năm 2025 lên 5,8% năm 2026 (Q1/26 đạt 4,8%, đã thấp hơn cả năm 2025). Nếu phục hồi thị phần như dự báo, kết hợp với tăng ADV ngành, mảng môi giới có thể tăng trưởng kép doanh thu +27-30% YoY 2026F — vượt qua dự phóng cản trở của HSC (+17,6% DT hoạt động YoY). **Đây là yếu tố upside mà target 19.000 đồng chưa hấp thụ hết.**

#### **Luận điểm 5: "Comeback narrative" Phạm Minh Hương — chất xúc tác kỳ vọng nhưng có rủi ro thực thi**

Ngày 18/05/2026 tại ĐHCĐ, Chủ tịch Phạm Minh Hương phát biểu "VNDirect phải quay lại đường đua trong năm 2026", "Cơ hội lớn chưa từng có đang mở ra, VNDirect chuẩn bị comeback" — phát ngôn được thị trường phản ứng tức thì với cổ phiếu **tăng kịch trần phiên 22/05** (sau cập nhật thông tin về Trung Nam tái cơ cấu công bố cuối tuần). Tin tức cụ thể được xác nhận:

- **Cổ tức tiền mặt 5% (500 đồng/cp)** — ngày đăng ký cuối cùng 01/06/2026, thanh toán 19/06/2026, tổng chi trả ~761 tỷ đồng. Cổ đông lớn IPA Invest Group (25,8%) nhận ~200 tỷ.
- **Mục tiêu LN 2026: 2.414 tỷ đồng** — vượt mức kỷ lục lịch sử (đỉnh cũ 2.024 tỷ năm 2025). Dù mục tiêu này cao hơn dự phóng HSC 2.052 tỷ ~17,6%, vẫn nằm trong khả năng nếu Q1 +42% YoY giữ được nhịp cả năm.
- **AI và năng lực:** Chủ tịch nhấn mạnh "AI không phải thách thức, bài toán lớn nhất hiện nay là nguồn lực" — phản ánh thực trạng hơn 700 nhân sự đã rời VND (theo bản tin Vietcap 19/05) với mức thu nhập 41 triệu/tháng — bộ phận phân tích đánh giá đây là tín hiệu cảnh báo về chi phí thu hút nhân tài trong giai đoạn cạnh tranh.

Bản tin Vietcap 02/06/2026 tiêu đề "VNDIRECT strives to regain market share" (Negative sentiment) cho thấy giới quan sát vẫn thận trọng — Q1/26 thị phần 4,8% giảm so 5,4% cả năm 2025 và xa đỉnh chu kỳ 6,36% Q2/2025. **Comeback narrative cần ít nhất một quý nữa Q2/2026 để xác nhận xu hướng thị phần đảo chiều tích cực;** chưa thể coi là điểm chốt mua bằng mọi giá.

---

## **VI. VỊ THẾ CẠNH TRANH TRONG NHÓM CHỨNG KHOÁN**

---

CÔNG TY	LNST Q1/2026 (TỶ)	YOY LNST	DOANH THU Q1 (TỶ)	YOY DT	THỊ PHẦN Q1	VỐN HOÁ (NGHÌN TỶ)	P/B 2026F	ROE 2026F	Δ VS NEO 31/12
VND	545	+42,5%	1.807	+43,6%	4,8%	~30	1,17x	9,25%	-5,04%
SSI	(cao nhất ngành)	manh	manh	manh	dẫn đầu	~120	1,8-2,0x	14-15%	-9,75%
VCI	tốt	dương	dương	dương	trung bình	~50	1,5x	13%	-4,24%
HCM	tốt	manh	manh	manh	đứng top	~45	1,6x	12-13%	+23,93%

VND nằm ở vùng định giá thấp nhất nhóm chứng khoán top 4 với P/B 2026F 1,17x — chiết khấu đáng kể so SSI (1,8-2,0x) và HCM (1,6x). ROE 2026F 9,25% là yếu nhất nhóm, phản ánh (i) pha loãng vốn 20% sắp diễn ra, (ii) overhang Trung Nam vẫn neo lãi dự thu chưa hoàn nhập. Khi cả hai yếu tố này được "tháo gỡ" trong H2/2026 — đặc biệt nếu Trung Nam thanh toán đầy đủ một kỳ trái phiếu — ROE có thể phục hồi về vùng 11-12% như đỉnh 2025; định giá tương ứng sẽ kéo P/B về vùng 1,3-1,4x = giá hợp lý 19.000-20.500 đồng. **Lập luận TCBS đúng: "thấp hơn trung bình dài hạn của cổ phiếu là 1,5x và trung bình ngành 2,1x, nhà đầu tư có thể cân nhắc một phần tỷ trọng vào cổ phiếu này".**

#### Bối cảnh vĩ mô và lộ trình FTSE

- **Mục tiêu VN-Index 31/12/2026 = 1.885 điểm** (kịch bản trung bình của bản dự phóng 03/06/2026); đỉnh năm dự kiến ~1.960 điểm vào nửa cuối T11.
- **Fed FOMC 17/06/2026** — xác suất 75% giữ rates; nếu dovish, áp lực thanh khoản hệ thống giảm → margin chi phí huy động (hiện 5,3%) có thể tạo đáy.
- **FTSE Confirmation 25/06/2026** (xác suất 75%) và **FTSE Effective 21/09/2026** (xác suất 80%) — ADV thị trường dự +25-35% YoY → trực tiếp tăng doanh thu môi giới và lãi cho vay margin cho VND.
- **Phán đoán cốt lõi liên quan:** Bản dự phóng §4 phán đoán số 3 — "FTSE Effective 21/09 đi đúng kế hoạch" với độ tin cậy 75%; nếu xác nhận, cụm chứng khoán nằm trong nhóm hưởng lợi đầy đủ.

## VII. RỦI RO CHÍNH

Tổng hợp từ ba bộ phận rủi ro được bộ phận phân tích HSC ghi nhận, ba bản cập nhật khuyến nghị TCBS, tin tức 18/05–03/06/2026, và bổ sung quan sát thận trọng của bộ phận phân tích này.

1. **Pha loãng vốn 20% — hấp thụ phần lớn tăng trưởng EPS 2026F (mức độ cao).** HSC dự phóng EPS 2026F = 1.241 đồng — thấp hơn 2025 (1.274 đồng) ~2,6%, dù LNST 2026F tăng nhẹ +1,4% YoY. Nếu kế hoạch phát hành cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cp diễn ra đúng lộ trình, mức giá thị trường (~17.950 ngày 03/06) sẽ chịu áp lực điều chỉnh kỹ thuật. Pha loãng đầy đủ chỉ hấp thụ hết trong 2027F khi SLCP cuối kỳ ổn định ở 1.979 triệu.
2. **Overhang trái phiếu Trung Nam — chưa thoát hoàn toàn (mức độ cao).** Dù dư nợ đã giảm từ 7-8 nghìn tỷ (HSC ước Q1/26) xuống ~4.000 tỷ (TCBS cập nhật 22/05), lãi dự thu vẫn neo 1.134 tỷ tại Q1/2026 — nguy cơ trích lập bổ sung nếu Trung Nam Group không thực hiện đúng cam kết tái cơ cấu. HSC cảnh báo: "Chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ tiến độ các dự án của Trung Nam để đánh giá lại khả năng thu hồi vốn". Tin tức 18/05 đã ghi nhận chủ đề "Nóng câu chuyện trái phiếu Trung Nam tại ĐHCĐ".

3. **Thị phần môi giới Q1/2026 giảm xuống 4,8% — chu kỳ "giành lại thị phần" còn dài (mức độ trung bình-cao).** Q1/26 đạt 4,8% so 5,4% cả năm 2025 và xa đỉnh 6,36% Q2/2025. HSC giả định thị phần phục hồi về 5,8% năm 2026 — chỉ đạt được nếu Q2-Q4 trung bình  $\geq 6,1\%$ . Bản tin Vietcap 02/06 "VNDirect strives to regain market share" mang sentiment Negative — giới quan sát vẫn thận trọng về tốc độ phục hồi thị phần.
4. **Chảy máu nhân sự + cạnh tranh CTCK ngoại (mức độ trung bình).** Bản tin Vietcap 19/05 ghi nhận hơn 700 nhân sự đã rời VND với mức thu nhập 41 triệu/tháng. Chủ tịch Phạm Minh Hương xác nhận "bài toán lớn nhất hiện nay là nguồn lực". Khoản business\_risk theo bản tổng quan doanh nghiệp: "Cạnh tranh gay gắt về phí và dịch vụ — sự tham gia của các CTCK ngoại có tiềm lực tài chính mạnh, khiến biên lợi nhuận của các công ty môi giới trong nước bị thu hẹp".
5. **NIM mỏng cho vay ký quỹ Q1/26 đã giảm xuống 6,7% (mức độ trung bình).** Lãi suất cho vay margin +60bps QoQ lên 12% nhưng chi phí huy động +120bps QoQ lên 5,3% — chênh lệch cấu trúc đang xấu đi. Nếu Fed dovish không như kỳ vọng và USD/VND tiếp tục áp lực (kịch bản tỷ giá >27.000 với xác suất 30% theo bản dự phóng), chi phí huy động có thể neo cao và NIM margin tiếp tục bị ép.
6. **Định giá hiện tại đã phản ánh phần lớn kỳ vọng comeback (mức độ trung bình).** Giá 03/06 = 17.950 đồng đã tăng từ 16.473 đồng phiên 19/05 (+8,9%) sau chuỗi sự kiện ĐHCĐ + cổ tức + Trung Nam — cận biên upside còn lại đến target 19.000 chỉ +5,8%. Nếu xuất hiện shock vĩ mô (Fed FOMC 17/06 hawkish, Transshipment 40% áp), giá có thể quay về vùng tích lũy 16.500–17.000.

#### Kịch bản giá mục tiêu 9 tháng

KỊCH BẢN	XÁC SUẤT	GIÁ MỤC TIÊU	TIỀM NĂNG	CƠ SỞ CHÍNH
Cơ sở	55%	19.000 đồng	+5,8%	P/B 1,3x × BVPS 2026F pha loãng (~14.200 đ); Q2-Q4 đạt 73% kế hoạch HSC; FTSE pricing-in đúng lịch
Tích cực	25%	21.500 đồng	+19,8%	Trung Nam thanh toán đầy đủ một kỳ trái phiếu → hoàn nhập dự phòng; thị phần Q3 phục hồi vượt 5,8%; FTSE Effective + dòng passive vào nhóm chứng khoán beta cao
Tiêu cực	20%	15.500 đồng	(13,7%)	Trung Nam tái cơ cấu chậm → phải trích lập bổ sung; pha loãng cổ đông hiện hữu giá 10.000 hấp thụ hoàn toàn; Fed FOMC 17/06 hawkish; thị trường điều chỉnh sâu vùng VN-Index 1.700

## VIII. NGUỒN DỮ LIỆU

#### Báo cáo phân tích (đã đọc đầy đủ)

- **HSC – VND ngày 23/04/2026:** LNTT Q1 tăng 42%, sát với dự báo (Lê Khánh Tùng — tung.lkhanh@hsc.com.vn; Phạm Liên Hà, CFA — ha.plien@hsc.com.vn). Khuyến nghị Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 19.200 đồng, tiềm năng +15,3% trên giá tham chiếu 16.650 đồng. P/E trượt dự phóng 1 năm 14 lần (= bình quân quá khứ, thấp hơn bình quân ngành 15,2 lần); P/B 1,17x; LNTT 2026F 2.532 tỷ; LNST 2026F 2.052 tỷ; ROAE 2026F 9,25%. Bản gốc tiếng Anh phát hành 22/04. Mô tả VND là CTCK tăng trưởng nhanh, thị phần khoảng 7%, tiếp lực bởi phát triển công nghệ và mảng khách hàng bán lẻ.

#### Cập nhật khuyến nghị ngắn từ bộ phận môi giới (chưa phải báo cáo phân tích đầy đủ — đọc nguyên văn)

- **TCBS 22/05/2026 — Mua, giá mục tiêu 16.500 đồng:** Cập nhật theo cổ tức tiền mặt 5% (~761 tỷ chi trả) + dư nợ trái phiếu Trung Nam ~4.000 tỷ, P/B fw 1,2x — "thấp hơn trung bình dài hạn của cổ phiếu

là 1,5x và trung bình ngành 2,1x".

- **TCBS 19/05/2026 — Trung lập (theo dõi):** Cập nhật ĐHCĐ — kế hoạch DT 5.569 tỷ (+9% YoY), LNST 2.414 tỷ (+19% YoY); phương án phát hành 462 triệu cổ phiếu nâng vốn điều lệ lên ~20.000 tỷ.
- **TCBS 11/05/2026 — Trung lập (theo dõi):** Cập nhật Q1/2026 — DT +44% YoY, LNST +43% YoY; ~60% nguồn vốn mới ~4.900 tỷ dự kiến cho margin.

### Bản tin thị trường

- Bản tin phiên 03/06/2026 — VN-Index đóng cửa 1.819,01 điểm (-0,41%); cụm chứng khoán hồi phục đồng đều với VND dẫn đầu (+4,66% RV 1,37x).
- Phân tích kỹ thuật 02/06/2026 và 03/06/2026 — chỉ số tiếp tục điều chỉnh, dòng tiền chọn lọc vào các mã có chất xúc tác doanh nghiệp riêng.

### Tin tức (phiên 03/06/2026)

- 02:38 [Trung tính] VND: *Nhập siêu kỷ lục, vì sao VND vẫn "đứng im" giữa "bão" tài chính toàn cầu? — bản tin vĩ mô về tỷ giá USD/VND (không phải tin doanh nghiệp ticker-specific).*

### Tin tức (18/05 – 02/06/2026 — chuỗi sự kiện tiền đề)

- 02/06 [Tiêu cực] VND: *VNDIRECT strives to regain market share / Xoay xở giành lại thị phần.*
- 26/05 [Tích cực] VNDIRECT (VND) *chi hơn 760 tỷ đồng thực hiện chia cổ tức năm 2025.*
- 22/05 [Tích cực] *Chủ tịch tuyên bố trở lại 'đường đua', cổ phiếu VNDirect tăng trần.*
- 22/05 [Tích cực] *Cổ phiếu VND bật tăng kịch trần sau phát ngôn "VNDirect chuẩn bị comeback".*
- 22/05 [Tích cực] *Chỉ đạo mới tại dự án 10.000 tỷ của Trung Nam Group, cổ phiếu VNDirect lập tức bùng nổ.*
- 21/05 [Tích cực] *VNDirect sắp trả cổ tức tỷ lệ 5%, Tập đoàn IPA nhận gần 200 tỷ đồng.*
- 19/05 [Tiêu cực] *Phía sau làn sóng hơn 700 nhân sự rời VNDirect: Mức thu nhập 41 triệu đồng/tháng là chưa đủ?.*
- 19/05 [Tích cực] *VNDIRECT đặt mục tiêu lãi hơn 3.000 tỷ đồng năm 2026 — kế hoạch LN 2.414 tỷ (LNST) tương đương ~3.018 tỷ LNTT theo headline.*
- 18/05 [Tích cực] *Năm 2026, VnDirect xác định là giai đoạn bản lề để quay lại đường đua.*
- 18/05 [Trung tính] *"Nóng" câu chuyện trái phiếu Trung Nam tại ĐHCĐ VNDirect.*
- 18/05 [Trung tính] *Chủ tịch VNDirect: AI không phải thách thức, bài toán lớn nhất hiện nay là nguồn lực.*
- 18/05 [Tích cực] *VNDirect đặt mục tiêu lãi kỷ lục 2.414 tỷ đồng, dự kiến phát hành thêm 462 triệu cổ phiếu.*

### Dữ liệu tài chính cơ bản

- Kết quả kinh doanh VND từ Q2/2024 đến Q1/2026 (8 quý) — LNST cổ đông CTM Q1/2026 = 545 tỷ (+42,5% YoY); LNTT 681 tỷ (+42% YoY).
- Tổng tài sản 51,6 nghìn tỷ (cuối 2025); cho vay ký quỹ 14,3 nghìn tỷ (cuối 2025) → 12,7 nghìn tỷ (Q1/2026, -11% QoQ); vốn chủ sở hữu 20,9 nghìn tỷ.
- Vốn điều lệ 15.223 tỷ (sau tăng vốn 26/07/2024); kế hoạch ĐHCĐ 18/05/2026 nâng lên ~20.000 tỷ.
- Cổ đông lớn (theo HSC 23/04): I.P.A Invest Group 25,8%. Sở hữu nước ngoài Q1/26 12,0% (giới hạn 100%); free-float 70,0%.
- Tổng quan doanh nghiệp — CTCP Chứng khoán VNDIRECT, thành lập 16/11/2006, niêm yết HOSE từ 10/08/2017; SLCP lưu hành 1.522 triệu (đầu Q2/26), Q1/26 1.654 triệu; trụ sở Hà Nội. Thị phần 2025: HOSE 5,37% (#7), HNX 7,99% (#4), UPCOM 5,78% (#6), phái sinh 3,54% (#7).

### Bối cảnh vĩ mô

- Bản dự phóng VN-Index 03/06/2026 — chỉ số đóng cửa 1.819,01 điểm (-0,41%); cụm Chứng khoán là động lực dương trong phiên (VND +4,66% là mạnh nhất cụm).
- Mục tiêu năm-end 1.885 điểm; xác suất Fed FOMC 17/06 giữ rates 75%; xác suất FTSE Confirmation 25/06 = 75%; FTSE Effective 21/09 = 80%.
- Phán đoán cốt lõi liên quan: FTSE Effective 21/09 đi đúng kế hoạch với độ tin cậy 75% — nếu xác nhận, cụm chứng khoán beta cao (SSI, HCM, VCI, VND) nằm trong nhóm hưởng lợi đầy đủ với ADV thị trường +25-35% YoY.

**Quy tắc chống trùng lặp:** phiên bản kế tiếp sẽ chỉ tham khảo các báo cáo và tin tức phát hành sau ngày 03/06/2026.