TCBS: Tiên phong trong lĩnh vực WealthTech tại Việt Nam

Phạm Liên Hà, CFA
Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

- **Mô hình kinh doanh toàn diện trên nền tảng công nghệ**: Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ Thương (TCBS) sở hữu mô hình kinh doanh cân bằng, cung cấp đa dạng các sản phẩm đầu tư trên nền tảng công nghệ. TCBS dẫn đầu mảng dịch vụ trái phiếu doanh nghiệp và nằm trong top 3 môi giới cổ phiếu, đồng thời tiên phong trong lĩnh vực công nghệ quản lý gia sản (WealthTech).
- **Hiệu quả vận hành và khả năng mở rộng**: TCBS duy trì tỷ lệ chi phí/thu nhập thấp nhất ngành và giữ vững vị thế dẫn đầu trên các thị trường vốn. Đây là nền tảng giúp công ty sẵn sàng cho tăng trưởng dài hạn ổn định và khả năng sinh lời bền vững.
- **Định giá IPO hấp dẫn:** Giá chào bán 46.800đ/cp, tương đương P/E dự phóng 2025 là 19,7 lần (định giá trước phát hành – pre-money)/21,9 lần (định giá sau phát hành – post-money). Đây là mức định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành trong nước và quốc tế – mang lại dư địa tăng giá dựa trên nền tảng cơ bản vững chắc và cơ hội mở rộng sang các sản phẩm, dịch vụ tài chính mới.

Luận điểm đầu tư

TCBS là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong lĩnh vực dịch vụ tài chính. Công ty hội tụ nhiều yếu tố nổi bật: mô hình kinh doanh cân bằng, khả năng thích ứng và chống chịu tốt, liên tục đổi mới. TCBS có triển vọng tăng trưởng bền vững, không chỉ trong các dịch vụ tài chính truyền thống mà còn ở những lĩnh vực mới nổi. Đợt IPO lần này được định giá ở mức khá cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và quốc tế, đặc biệt là đối với TCBS - một công ty dịch vụ tài chính toàn diện với hệ sinh thái WealthTech khác biệt.

- **Mô hình kinh doanh cân bằng, linh hoạt và đổi mới**: TCBS duy trì cơ cấu thu nhập đa dạng, với tỷ trọng thu từ phí cao hơn hẳn so với các đối thủ, cho thấy chất lượng lợi nhuận và khả năng thích ứng cao. Đồng thời, công ty luôn tiên phong trong đổi mới sản phẩm và nền tảng, hướng tới hệ sinh thái sản phẩm đầu tư WealthTech toàn diện.
- **Ưu thế chi phí mang tính bền vững:** Công ty duy trì vận hành với tỷ lệ chi phí/thu nhập thấp nhất ngành, nhờ mô hình phygital – chiến lược đa kênh tiếp cận khách hàng – cùng cơ cấu tổ chức linh hoạt. Hiệu quả vận hành này giúp TCBS duy trì khả năng sinh lời vượt trội và mở rộng quy mô hiệu quả.
- **Vị thế vững chắc cho tăng trưởng:** TCBS nắm giữ vị thế áp đảo ở cả thị trường cổ phiếu và trái phiếu, đồng thời dẫn đầu về ứng dụng công nghệ trong hoạt động kinh doanh. Các lợi thế cạnh tranh này giúp công ty sẵn sàng mở rộng thị phần trên nhiều loại tài sản khi sự am hiểu và mức độ sử dụng sản phẩm tài chính của nhà đầu tư ngày càng tăng.
- **Cơ hội tăng trưởng ở các mảng mới:** Ngoài thị trường vốn truyền thống, TCBS được định vị để tận dụng các xu hướng mới như tài sản số, sản phẩm chứng khoán hóa, cho vay ngang hàng (P2P) và sản phẩm tài chính cấu trúc. Đây là những lĩnh vực hứa hẹn mở rộng quy mô thị trường và tạo thêm nguồn doanh thu mới.
- **Định giá hấp dẫn**: Đợt chào bán cổ phiếu của TCBS có giá 46.800đ/cp, tương ứng P/E dự phóng 2025 là 19,7 lần (định giá trước phát hành – pre-money)/21,9 lần (định giá sau phát hành – post-money). Đây là mức định giá được xem là hấp dẫn so với các công ty trong nước và quốc tế, đặc biệt khi xét tới triển vọng tăng trưởng và khả năng sinh lợi nổi trội của TCBS.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/8.

	P/E		P/B		ROA		ROE		Tỷ suất LN thuần	
Mã CK / tên DN	TTM	2025	TTM	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Đối thủ trong nước	29,1	24,6	2,7	2,3	4,8%	4,0%	10,9%	9,7%	32,3%	31,0%
Đối thủ quốc tế	29,4	27,3	5,0	4,9	4,8%	2,6%	22,1%	17,5%	21,2%	30,8%
TCBS*	24,0	19,7/21,9*	3,2	2,7	7,9%	7,2%	15,4%	14,2%	50,4%	50,3%

Dữ liệu giá của các công ty cùng ngành được lấy theo giá đóng cửa ngày 15/8/2025, trong khi của TCBS là giá chào bán
** trước phát hành/sau phát hành*
Nguồn: Bloomberg, HSC tổng hợp
Link tới bảng đầy đủ

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mục lục

Tóm tắt báo cáo 3
Giới thiệu ngắn về TCBS 3
TCBS IPO – Những điểm nổi bật 3
Luận điểm đầu tư 3
Các điểm nhấn đầu tư 5
Từ bộ phận ngân hàng đầu tư đến nền tảng WealthTech toàn diện 5
Phát triển WealthTech và hệ sinh thái số 5
Liên kết chiến lược với Techcombank 6
Mô hình vận hành "phygital" và Agile khác biệt 6
Đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm và gắn bó 7
Hiểu rõ mô hình kinh doanh của TCBS 8
Môi giới cổ phiếu và cho vay ký quỹ – cách tiếp cận dựa trên công nghệ 8
Trái phiếu doanh nghiệp: Chiến lược toàn diện và khép kín 10
Sản phẩm quản lý gia sản: Nắm bắt nhu cầu gia tăng 12
"Phygital": tích hợp công nghệ và mạng lưới - cách TCBS tiếp cận và phục vụ khách hàng 12
Agile – Mô hình vận hành linh hoạt thúc đẩy đổi mới tại TCBS 13
TCBS tạo ra lợi nhuận như thế nào? 14
Động lực tăng trưởng: Mở rộng các lĩnh vực trọng yếu 16
Tiềm năng tăng trưởng theo từng loại tài sản 16
Tiềm năng từ các lĩnh vực kinh doanh mới 18
So sánh với các công ty trong ngành 21
Cạnh tranh trong nước 21
TCBS so với các công ty quốc tế 22
Hiệu quả tài chính 25
Nguyên nhân giúp TCBS duy trì hiệu quả vượt trội và tăng trưởng 25
Dự báo tài chính 28
Kịch bản cơ sở: CAGR lợi nhuận thuần 5 năm đạt 22,8% 28
Định giá: Giá chào bán là điểm vào hấp dẫn 32
Phương pháp định giá 32
Bối cảnh định giá 32

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tóm tắt báo cáo

Được thành lập năm 2008 với vai trò là ban đầu là bộ phận ngân hàng đầu tư của Techcombank, TCBS đã phát triển thành công ty dẫn đầu trong mảng tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp và là một trong những công ty môi giới cổ phiếu hàng đầu. Công ty giữ vị thế đầu ngành trong lĩnh vực phát hành trái phiếu và cho vay ký quỹ, đồng thời thuộc top 3 thị phần môi giới cổ phiếu. Gần đây, TCBS đã thông qua kế hoạch phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) 231,15 triệu cổ phiếu với giá 46.800đ/cp, nhằm huy động khoảng 10.800 tỷ đồng (~410 triệu USD). Công ty nổi bật với mô hình kinh doanh linh hoạt, ứng dụng công nghệ mạnh mẽ với trọng tâm hệ sinh thái sản phẩm đầu tư WealthTech toàn diện, hiệu quả chi phí hàng đầu và hiện diện mạnh ở nhiều phân khúc tài sản. Mức định giá trong đợt chào bán được đánh giá là hấp dẫn so với các công ty cùng ngành, nhờ khả năng sinh lời vượt trội và triển vọng tăng trưởng bền vững.

Giới thiệu ngắn về TCBS

Được thành lập vào tháng 8/2008 với vai trò ban đầu là bộ phận ngân hàng đầu tư của Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank – Mã CK: TCB; Khuyến nghị Mua vào, giá mục tiêu: 36.400đ), TCBS ban đầu tập trung chiến lược vào hoạt động tư vấn và phân phối trái phiếu doanh nghiệp, chủ động tránh cạnh tranh gay gắt trong mảng môi giới cổ phiếu. Theo thời gian, TCBS tận dụng vốn mạnh và công nghệ tiên tiến để mở rộng sang môi giới cổ phiếu, nhất là khi thị trường trái phiếu gặp khó khăn. Techcombank hiện nắm giữ 88,7% cổ phần tại TCBS.

Hiện nay, TCBS vẫn giữ vững vị thế hàng đầu trong mảng tư vấn phát hành và phân phối trái phiếu doanh nghiệp, đồng thời tăng nhanh thị phần trong lĩnh vực cổ phiếu. Từ Q4/2023, công ty đã lọt vào top 3 thị phần môi giới cổ phiếu và số 1 về dư nợ cho vay ký quỹ.

TCBS IPO – Những điểm nổi bật

Sau nhiều năm chuẩn bị và liên tục truyền thông kế hoạch niêm yết, TCBS chính thức xúc tiến IPO. Ngày 10/7, Hội đồng Quản trị đã thông qua kế hoạch phát hành cổ phần ra công chúng để tăng vốn điều lệ. Ngày 5/8, TCBS công bố mức giá chào bán. Cụ thể:

- Đợt IPO bao gồm 231,15 triệu cổ phiếu với mức giá 46.800đ/cp.
- Định giá tương ứng P/E dự phóng 2025 là 19,7 lần (định giá trước phát hành – pre-money)/21,9 lần (định giá sau phát hành – post-money).
- Tổng giá trị huy động dự kiến khoảng 10.800 tỷ đồng (khoảng 410 triệu USD).

Đây là cột mốc quan trọng trong chiến lược dài hạn của TCBS nhằm củng cố năng lực vốn và mở rộng cơ cấu cổ đông, chuẩn bị cho các kế hoạch tăng trưởng tiếp theo. Nếu IPO và niêm yết diễn ra đúng kế hoạch, TCBS sẽ trở thành công ty chứng khoán có vốn hóa lớn nhất tại Việt Nam, vào khoảng 108.000 tỷ đồng (tương đương 4,1 tỷ USD).

Luận điểm đầu tư

TCBS là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong lĩnh vực dịch vụ tài chính. Công ty hội tụ nhiều yếu tố nổi bật: mô hình kinh doanh cân bằng, khả năng thích ứng và chống chịu tốt, liên tục đổi mới. TCBS có triển vọng tăng trưởng bền vững, không chỉ trong các dịch vụ tài chính truyền thống mà còn ở những lĩnh vực mới nổi. Đợt IPO lần này được định giá ở mức khá cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và quốc tế, đặc biệt là đối với TCBS – một công ty dịch vụ tài chính toàn diện với hệ sinh thái WealthTech khác biệt:

- **Mô hình kinh doanh cân bằng, linh hoạt và đổi mới**: TCBS duy trì cơ cấu thu nhập đa dạng, với tỷ trọng thu từ phí cao hơn hẳn so với các đối thủ, cho thấy chất lượng lợi nhuận và khả năng thích ứng cao. Đồng thời, công ty luôn tiên phong trong đổi mới sản phẩm và nền tảng, hướng tới hệ sinh thái sản phẩm đầu tư WealthTech toàn diện.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- **Ưu thế chi phí mang tính bền vững**: Công ty duy trì vận hành với tỷ lệ chi phí/thu nhập thấp nhất ngành, nhờ mô hình phygital – chiến lược đa kênh tiếp cận khách hàng – cùng cơ cấu tổ chức linh hoạt. Hiệu quả vận hành này giúp TCBS duy trì khả năng sinh lời vượt trội và mở rộng quy mô hiệu quả.
- **Vị thế vững chắc cho tăng trưởng**: TCBS nắm giữ vị thế áp đảo ở cả thị trường cổ phiếu và trái phiếu, đồng thời dẫn đầu về ứng dụng công nghệ trong hoạt động kinh doanh. Các lợi thế cạnh tranh này giúp công ty sẵn sàng mở rộng thị phần trên nhiều loại tài sản khi sự am hiểu và mức độ sử dụng sản phẩm tài chính của nhà đầu tư ngày càng tăng.
- **Cơ hội tăng trưởng ở các mảng mới**: Ngoài thị trường vốn truyền thống, TCBS được định vị để tận dụng các xu hướng mới như tài sản số, sản phẩm chứng khoán hóa, cho vay ngang hàng (P2P) và sản phẩm tài chính cấu trúc. Đây là những lĩnh vực hứa hẹn mở rộng quy mô thị trường và tạo thêm nguồn doanh thu mới.
- **Định giá hấp dẫn**: Đợt chào bán cổ phiếu của TCBS có giá 46.800đ/cp, tương ứng P/E dự phóng 2025 là 19,7 lần (định giá trước phát hành – pre-money)/21,9 lần (định giá sau phát hành – post-money). Đây là mức định giá được xem là hấp dẫn so với các công ty trong nước và quốc tế, đặc biệt khi xét tới triển vọng tăng trưởng và khả năng sinh lợi nổi trội của TCBS.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Các điểm nhấn đầu tư

TCBS được thành lập vào năm 2008 với chiến lược tập trung vào tư vấn trái phiếu doanh nghiệp, sau đó mở rộng sang môi giới cổ phiếu và dịch vụ đầu tư cá nhân. Tận dụng hệ sinh thái của Techcombank và nền tảng công nghệ riêng, TCBS đã trở thành công ty dẫn đầu thị trường về tư vấn phát hành trái phiếu và cho vay ký quỹ. Công ty tiên phong trong lĩnh vực WealthTech tại Việt Nam thông qua việc tích hợp AI, blockchain và nền tảng số để cung cấp các giải pháp đầu tư quy mô lớn và dựa trên dữ liệu. Mô hình "phygital" độc đáo – kết hợp nền tảng số với mạng lưới của ngân hàng mẹ để mở rộng tệp khách hàng – giúp TCBS duy trì mức chi phí thấp trong khi vẫn giữ được mức độ tương tác cao với khách hàng. Đồng thời, việc triển khai mô hình Agile giúp nâng cao năng lực đổi mới và mở rộng hiệu quả.

Từ bộ phận ngân hàng đầu tư đến nền tảng WealthTech toàn diện

Ngay từ khi thành lập vào tháng 8/2008, TCBS đã theo đuổi chiến lược khác biệt bằng cách tập trung vào tư vấn và phân phối trái phiếu doanh nghiệp – một phân khúc có tiềm năng tăng trưởng dài hạn và ít cạnh tranh trong ngắn hạn. Sự tập trung này cho phép công ty xây dựng chuyên môn sâu, phát triển tập khách hàng doanh nghiệp và tránh việc phải tham gia sớm vào thị trường môi giới cổ phiếu, cạnh tranh và phân mảnh cao.

Qua thời gian, TCBS thiết lập được vị thế vững chắc trong lĩnh vực trái phiếu doanh nghiệp, tận dụng hệ sinh thái Techcombank để thực hiện khâu phát hành, bảo lãnh và phân phối. Công ty duy trì vị thế dẫn đầu trong cả tư vấn phát hành và môi giới trái phiếu doanh nghiệp, với thị phần ổn định ở mức cao.

Trong những năm gần đây, TCBS đã mở rộng hoạt động sang môi giới cổ phiếu và dịch vụ quản lý tài sản cho khách hàng cá nhân. Sự dịch chuyển này được thúc đẩy bởi nhiều yếu tố thị trường, bao gồm sự trưởng thành của thị trường cổ phiếu, sự gia tăng của nhà đầu tư cá nhân, nhu cầu lớn hơn đối với các nền tảng đầu tư số và sự biến động tạm thời của thị trường trái phiếu trong giai đoạn 2022-2023. Công ty đã tận dụng hạ tầng công nghệ và nguồn lực tài chính để mở rộng sang các mảng này.

Kể từ Q4/2023, TCBS liên tục nằm trong top 3 công ty chứng khoán có thị phần môi giới cổ phiếu lớn nhất và giữ vị trí dẫn đầu về cho vay ký quỹ. Sự phát triển từ một tổ chức chuyên về trái phiếu sang một nền tảng WealthTech toàn diện và cân bằng phản ánh chiến lược chủ động, thích ứng, được hỗ trợ bởi năng lực vận hành và sức mạnh hệ sinh thái.

Phát triển WealthTech và hệ sinh thái số

TCBS là một trong những đơn vị tiên phong áp dụng WealthTech tại Việt Nam, ứng dụng công nghệ số để nâng cao khả năng tiếp cận đầu tư, mở rộng quy mô và tối ưu hiệu quả. Công ty đã phát triển mô hình quản lý tài sản và tư vấn đầu tư dựa trên dữ liệu, cá nhân hóa và vận hành bằng công nghệ.

Việc ứng dụng trí tuệ nhân tạo (AI), học máy (ML) và gần đây là AI tạo sinh (generative AI) đã hỗ trợ nhiều mảng như phân khúc khách hàng, phân tích hành vi và xây dựng danh mục đầu tư. Các công cụ này được tích hợp trực tiếp vào quy trình thiết kế sản phẩm và tư vấn đầu tư, nhằm nâng cao mức độ tương tác với khách hàng và hiệu suất vận hành.

Song song đó, TCBS cũng nghiên cứu ứng dụng blockchain – đặc biệt trong giao dịch và thanh toán trái phiếu – nơi công nghệ sổ cái phân tán có thể nâng cao tính minh bạch, tốc độ xử lý và độ chính xác trong ghi nhận dữ liệu. Dù còn ở giai đoạn đầu, những sáng kiến này cho thấy định hướng của công ty trong việc tích hợp công nghệ mới nổi khi điều kiện thực tiễn và pháp lý cho phép.

Hệ sinh thái số của công ty được xây dựng trên nền tảng độc quyền TCInvest, tích hợp một bộ công cụ quản lý tài sản và giao dịch, bao gồm:

- iBond: Kênh tiếp cận trực tuyến các sản phẩm trái phiếu doanh nghiệp.
- iConnect: Sàn giao dịch trái phiếu thứ cấp.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- TCWealth Robo Advisor: Công cụ tư vấn danh mục tự động dựa trên quy tắc.
- iCopy và iTracker: Các sản phẩm theo dõi danh mục và đầu tư xã hội.
- Fundmart: Nền tảng phân phối quỹ mở, giúp nhà đầu tư tiếp cận các quỹ bên thứ ba.

Các sản phẩm này được hỗ trợ bởi dữ liệu nội bộ, thuật toán độc quyền và đội ngũ chuyên gia kết hợp giữa tài chính và công nghệ. Hạ tầng này được thiết kế để cung cấp dịch vụ ở quy mô lớn, đáp ứng nhu cầu ngày càng đa dạng của nhà đầu tư.

Trong tương lai, TCBS được kỳ vọng sẽ tham gia vào thị trường tài sản số có quản lý, bao gồm chứng khoán hóa tài sản, tiền mã hóa, vàng số… Năng lực hạ tầng và nguồn nhân lực hiện tại là nền tảng để công ty có thể tham gia khi khung pháp lý và nhu cầu thị trường cho phép.

Liên kết chiến lược với Techcombank

TCBS hưởng lợi đáng kể từ mối liên kết với Techcombank (TCB), thông qua việc tiếp cận nguồn lực tài chính, quy mô vận hành và tệp khách hàng giàu có đã được thiết lập. Mạng lưới chi nhánh toàn quốc và quan hệ khách hàng của TCB trở thành kênh giới thiệu hiệu quả cho sản phẩm đầu tư và hoạt động phát triển khách hàng của TCBS.

Quan hệ hợp tác này cũng giúp tích hợp liền mạch giữa các hệ thống công nghệ, nền tảng dữ liệu và quy trình mở tài khoản, từ đó nâng cao trải nghiệm khách hàng đồng thời tối ưu chi phí. Những năng lực chung này hỗ trợ hoạt động bán chéo sản phẩm và giúp TCBS điều chỉnh danh mục dịch vụ phù hợp với các phân khúc khách hàng cá nhân và khách hàng giàu có của TCB.

Sự phối hợp chiến lược giữa hai bên còn mở rộng sang lập kế hoạch kinh doanh và chăm sóc khách hàng, bao gồm triển khai các giải pháp tài chính tích hợp và ra mắt sản phẩm đồng bộ. Mức độ hợp tác này được tổ chức chặt chẽ hơn so với nhiều mô hình công ty chứng khoán thuộc ngân hàng khác tại Việt Nam, nơi sự liên kết chiến lược thường còn hạn chế.

Nhờ sự tích hợp này, TCBS nâng cao vị thế cạnh tranh thông qua việc cải thiện khả năng giữ chân khách hàng, giảm chi phí thu hút khách hàng mới và nâng cao khả năng mở rộng dịch vụ. Tác động đặc biệt rõ nét trong các mảng như phân phối trái phiếu, cho vay ký quỹ và quản lý tài sản, nơi sự gắn kết giữa ngân hàng và công ty chứng khoán giúp mở rộng phạm vi tiếp cận và tối ưu hiệu quả.

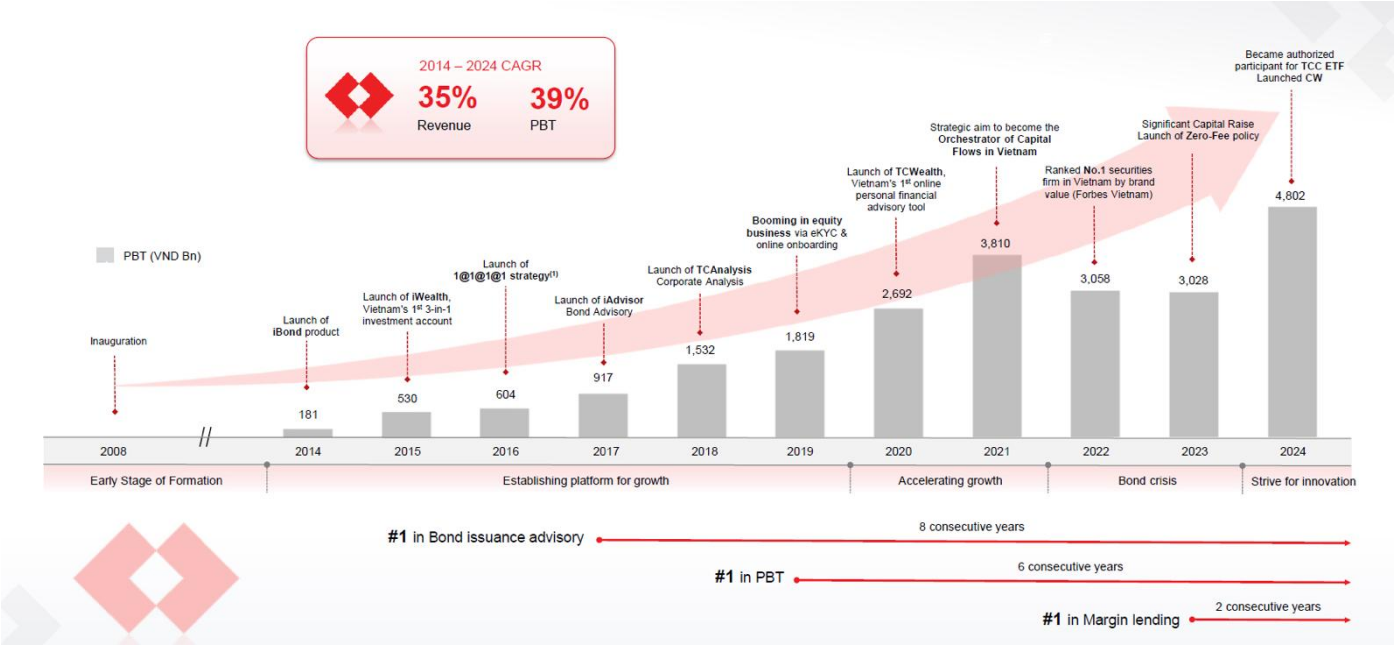
Mô hình vận hành “phygital” và Agile khác biệt

TCBS áp dụng mô hình “phygital” độc đáo, kết hợp nền tảng đầu tư số với các kênh tiếp cận và phục vụ khách hàng trực tiếp, được triển khai hoàn toàn thông qua hệ sinh thái Techcombank. Mô hình này giúp TCBS không cần hệ thống môi giới hay đội ngũ bán hàng trực tiếp truyền thống, từ đó vận hành tinh gọn hơn nhưng vẫn duy trì được mức độ tương tác và bao phủ khách hàng cao.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 1: Hành trình phát triển của TCBS



Nguồn: TCBS

Cấu trúc này không chỉ giúp giảm chi phí vận hành cố định mà còn tăng khả năng mở rộng quy mô nhờ tận dụng hạ tầng sẵn có ở cả các điểm chạm số và vật lý.

Song song với đó, từ năm 2016 TCBS đã áp dụng phương pháp Agile trong vận hành – bao gồm các mô hình như Scrum và Squad – cho toàn bộ đội ngũ sản phẩm, công nghệ và vận hành. Các mô hình này giúp rút ngắn chu kỳ phát triển, sáng tạo, tăng cường phối hợp liên phòng ban và triển khai sản phẩm – đặc biệt hữu ích trong việc phát triển các công cụ quản lý tài sản số và cải thiện trải nghiệm khách hàng.

Sự kết hợp giữa mô hình phân phối "phygital" và phương thức vận hành Agile đã góp phần mang lại hiệu quả vượt trội cho TCBS so với các công ty chứng khoán truyền thống. Đây cũng là nền tảng giúp công ty mở rộng đổi mới sáng tạo, đồng thời duy trì sự gắn kết chặt chẽ với nhu cầu khách hàng và xu hướng thị trường.

Đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm và gắn bó

TCBS được dẫn dắt bởi đội ngũ sáng lập gắn bó từ những ngày đầu, đóng vai trò quan trọng trong việc định hình chiến lược và định hướng tăng trưởng của công ty. Sự gắn bó lâu dài này đảm bảo tính nhất quán trong tầm nhìn, triển khai và phát triển tổ chức.

Ông Nguyễn Xuân Minh – Chủ tịch HĐQT – có hơn 25 năm kinh nghiệm tại các tổ chức quốc tế như Franklin Templeton và Vietnam Asset Management. Ông giữ vai trò trung tâm trong việc xây dựng chiến lược WealthTech và thúc đẩy quá trình chuyển đổi số của TCBS. Ông Minh cũng khởi xướng việc áp dụng mô hình Agile/Squad để nâng cao khả năng thích ứng và hiệu quả thực thi, góp phần tạo nền tảng cho hiệu quả vận hành và năng lực cạnh tranh dài hạn.

Bà Nguyễn Thị Thu Hiền – Tổng Giám đốc – có kinh nghiệm điều hành dày dạn từ thời gian công tác tại Techcombank và Citibank. Bà sở hữu chuyên môn sâu về thị trường vốn và cấu trúc tài chính, với phương pháp quản trị chú trọng cân bằng giữa kiểm soát rủi ro và mục tiêu tăng trưởng. Sự lãnh đạo của bà Hiền thể hiện sự linh hoạt, phù hợp để điều hướng trong bối cảnh thị trường luôn biến động. Sự kết hợp kinh nghiệm của đội ngũ điều hành là nền tảng quan trọng giúp TCBS phát triển thành một công ty đầu tư toàn diện dựa trên công nghệ.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Hiểu rõ mô hình kinh doanh của TCBS

TCBS đã xây dựng mô hình kinh doanh khác biệt, tập trung vào hệ sinh thái sản phẩm đầu tư WealthTech toàn diện, với ưu thế hiện tại ở ba mảng chính: trái phiếu doanh nghiệp, môi giới cổ phiếu và cho vay ký quỹ. Thay vì phụ thuộc vào mức độ giao dịch thị trường, công ty tập trung vào duy trì quan hệ khách hàng dài hạn thông qua các nền tảng như iTracker, Fundmart và TCInvest. Chiến lược "không phí môi giới" giúp TCBS thu hút và giữ chân người dùng, trong khi hoạt động cho vay ký quỹ và kinh doanh trái phiếu vẫn tạo dòng thu nhập ổn định. Mô hình "phygital" tận dụng cả mạng lưới vật lý của Techcombank và hạ tầng số riêng của TCBS để tối ưu hóa khả năng tiếp cận khách hàng. Nhờ cơ cấu tổ chức linh hoạt và đội ngũ nhân sự định hướng công nghệ, TCBS có nền tảng vững chắc để mở rộng quy mô. Những yếu tố này củng cố vị thế dẫn đầu của TCBS trong bối cảnh thị trường WealthTech tại Việt Nam đang phát triển nhanh chóng.

TCBS đã tạo sự khác biệt so với các công ty chứng khoán truyền thống bằng việc theo đuổi mô hình kinh doanh đa dạng, lấy quản lý tài sản toàn diện trên nhiều loại tài sản làm trọng tâm thay vì chỉ tập trung vào môi giới cổ phiếu. Ban đầu, công ty xây dựng nền tảng ở thị trường trái phiếu doanh nghiệp, cung cấp dịch vụ phát hành và phân phối trên thị trường sơ cấp, đồng thời tham gia môi giới trên thị trường thứ cấp.

Từ năm 2020 – đặc biệt là giai đoạn 2022 trở đi – TCBS mở rộng sang mảng môi giới cổ phiếu và cho vay ký quỹ, nhanh chóng gia tăng thị phần và đa dạng hóa cơ cấu thu nhập.

Trong những năm gần đây, công ty tiếp tục củng cố hệ sinh thái quản lý tài sản bằng việc ra mắt các nền tảng và sản phẩm sáng tạo như iCopy, iTracker và Fundmart. Dù hiện tại các sản phẩm này chỉ đóng góp một phần nhỏ vào tổng doanh thu, nhưng chúng đóng vai trò chiến lược khi TCBS hướng tới mục tiêu cung cấp một bộ giải pháp quản lý tài sản toàn diện dựa trên công nghệ, khai thác thế mạnh về nền tảng số và hạ tầng công nghệ cốt lõi.

Môi giới cổ phiếu và cho vay ký quỹ – cách tiếp cận dựa trên công nghệ

Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng cạnh tranh, TCBS đã xây dựng vị thế vững chắc trong mảng giao dịch cổ phiếu bằng cách ưu tiên phát triển các nền tảng số thay vì kênh môi giới truyền thống. TCBS nắm giữ 7,5% thị phần trên HOSE, tiếp tục nằm trong nhóm ba công ty hàng đầu trong Q2/2025. Đây là kết quả từ chiến lược tập trung vào các công cụ giao dịch tự chủ, phân tích theo thời gian thực và mô hình vận hành tiết kiệm chi phí.

Tệp khách hàng cá nhân của công ty tăng trưởng ổn định nhờ quy trình mở tài khoản trực tuyến toàn diện, ứng dụng công nghệ định danh điện tử (eKYC). Đến Q1/2025, TCBS đã vượt mốc 1,1 triệu tài khoản cá nhân đăng ký, trong đó khoảng 30% hoạt động thường xuyên. Nền tảng TCInvest ghi nhận giá trị giao dịch trung bình hàng ngày đạt 1,7 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025, cho thấy mức độ tương tác cao và hoạt động sôi động mà không cần phụ thuộc vào mạng lưới chi nhánh vật lý.

Mô hình "Không môi giới" và "Không phí giao dịch"

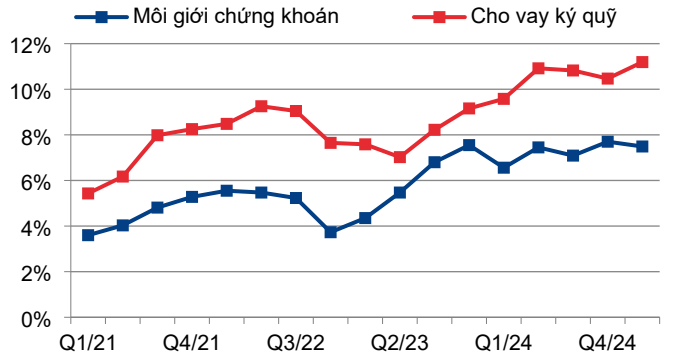
TCBS áp dụng mô hình "không môi giới", thay thế vai trò tư vấn truyền thống bằng hệ sinh thái số, cung cấp dữ liệu và công cụ phân tích để khách hàng chủ động đưa ra quyết định. Cách tiếp cận này khuyến khích nhà đầu tư cá nhân giao dịch độc lập và nâng cao kiến thức.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 2: Thị phần mảng môi giới chứng khoán và cho vay ký quỹ, TCBS

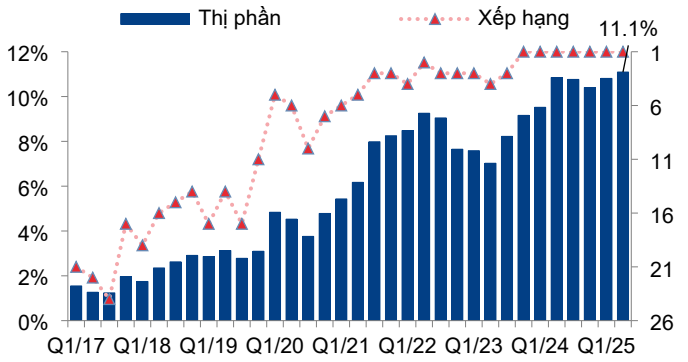
Thị phần môi giới chứng khoán và cho vay ký quỹ có xu hướng biến động tương đối đồng pha



Nguồn: HSX, HSC

Biểu đồ 3: Mảng cho vay ký quỹ, TCBS

TCBS đã giữ vững vị trí dẫn đầu trong mảng cho vay ký quỹ suốt 7 quý liên tiếp



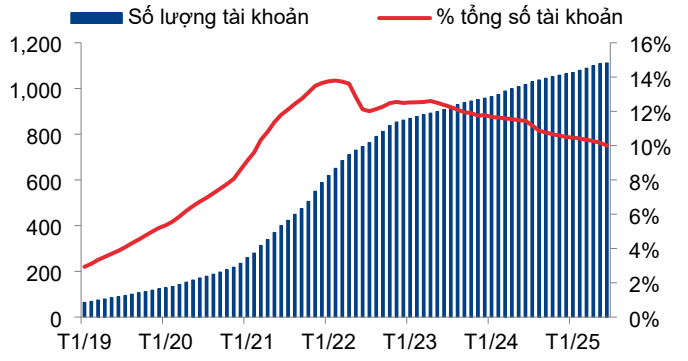
Nguồn: HSX, HSC

Song song với đó là chiến lược "không phí môi giới", loại bỏ rào cản gia nhập cho nhà đầu tư cá nhân và thúc đẩy tăng trưởng của toàn bộ hệ sinh thái. Dù có thể làm hạn chế nguồn thu ngắn hạn từ phí giao dịch, chiến lược này phù hợp với tầm nhìn dài hạn xây dựng hệ sinh thái đầu tư tích hợp, bao gồm cổ phiếu, trái phiếu, quỹ, bảo hiểm và lập kế hoạch tài chính.

Mô hình này tương đồng với các chiến lược WealthTech toàn cầu được áp dụng tại những công ty như Charles Schwab và Betterment, tập trung vào giá trị trọn đời của khách hàng thông qua cá nhân hóa và khai thác dữ liệu hành vi. Nếu được triển khai hiệu quả, chiến lược sẽ nâng cao mức độ gắn kết khách hàng và tạo lợi thế cạnh tranh bền vững.

Biểu đồ 4: Số lượng tài khoản đăng ký, TCBS

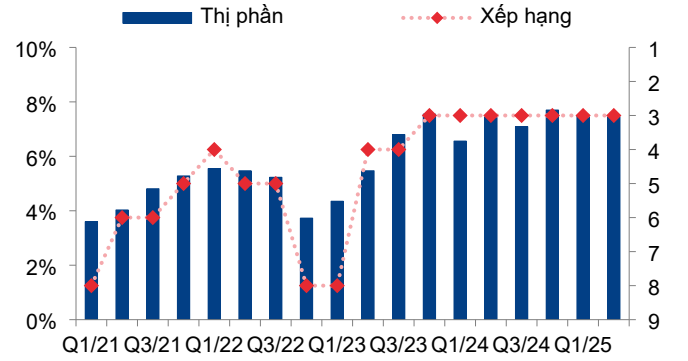
Số lượng tài khoản đăng ký tại TCBS đã vượt mốc 1,1 triệu (tương đương khoảng 10% tổng số tài khoản giao dịch tại Việt Nam) tính đến cuối Q1/2025



Nguồn: TCBS, HSX

Biểu đồ 5: Mảng môi giới chứng khoán, TCBS

TCBS duy trì vị trí top 3 trong mảng môi giới chứng khoán kể từ Q4/2023



Nguồn: HSX

Cho vay ký quỹ: Động lực lợi nhuận chính

TCBS hiện cũng là công ty dẫn đầu thị trường cho vay ký quỹ. Tính đến ngày 30/6, dư nợ cho vay ký quỹ đạt 33,8 nghìn tỷ đồng, tăng 30,5% so với đầu năm. Sự tăng trưởng này đóng góp đáng kể vào lợi nhuận chung, với thu nhập từ hoạt động cho vay ký quỹ (gộp) đạt 2,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 (tăng 64% so với cùng kỳ) và 1.576 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2025 (tăng 30% so với cùng kỳ).

Thành công của hoạt động này được xây dựng trên nền tảng công nghệ và định hướng dữ liệu, cụ thể:

- **Nền tảng MarginX**: TCBS đã nâng cấp hệ thống MarginX để cung cấp các điều khoản vay được cá nhân hóa theo hồ sơ rủi ro của từng khách hàng, với cơ chế quản lý tài sản thế chấp và hoàn trả tự động.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- **Thiết kế sản phẩm**: Các gói cho vay cạnh tranh với điều khoản giải ngân linh hoạt hỗ trợ nhà đầu tư sử dụng đòn bẩy thận trọng và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.
- **Quản trị rủi ro**: Tính đến Q2/2025, tỷ lệ dư nợ ký quỹ/vốn chủ sở hữu đạt 1,12 lần, cho thấy mức đòn bẩy được kiểm soát.

Với thị trường cổ phiếu Việt Nam ngày càng phát triển về quy mô và chiều sâu, cho vay ký quỹ được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực lợi nhuận quan trọng. Việc TCBS tập trung vào hạ tầng số, mô hình cho vay cá nhân hóa dựa trên rủi ro và kỷ luật trong kiểm soát rủi ro giúp công ty duy trì vị thế tăng trưởng bền vững trong mảng này.

Trái phiếu doanh nghiệp: Chiến lược toàn diện và khép kín

Trái phiếu doanh nghiệp là một trong những trụ cột trong mô hình kinh doanh của TCBS và đóng góp quan trọng vào thu nhập hoạt động. Công ty luôn duy trì vị thế dẫn đầu thị trường trong cả tư vấn phát hành, phân phối sơ cấp và môi giới thứ cấp, phản ánh vị thế vững chắc của TCBS trong phân khúc này.

Vì sao TCBS chiếm ưu thế trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp?

Ngoài lợi thế tiên phong gia nhập sớm, sự thống trị bền vững của TCBS bắt nguồn từ những chiến lược và lợi thế lâu dài:

- Chiến lược toàn diện bao phủ toàn bộ vòng đời giao dịch trái phiếu – từ tư vấn phát hành, phân phối sơ cấp đến giao dịch thứ cấp – được hỗ trợ bởi chức năng "warehousing" trái phiếu (nắm giữ một phần trái phiếu phát hành sơ cấp), cho phép TCBS quản lý vòng đời sản phẩm, linh hoạt trong định giá và cung cấp thanh khoản.
- Sự tích hợp vận hành liền mạch ở tất cả các khâu, được củng cố bởi hạ tầng công nghệ tự động hóa, giúp nâng cao khả năng mở rộng, hiệu quả và kiểm soát rủi ro.

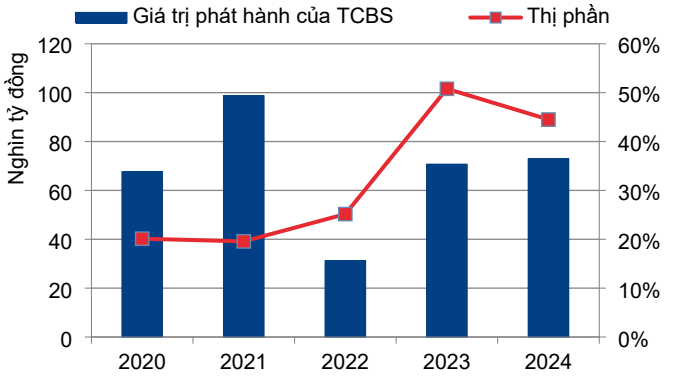
Tư vấn phát hành: Nắm bắt nguồn cung ngay từ gốc

Vị thế dẫn đầu của TCBS trong hoạt động phát hành trái phiếu đến từ năng lực tư vấn vượt trội. Công ty hỗ trợ doanh nghiệp cấu trúc trái phiếu phù hợp với nhu cầu vốn, đồng thời đáp ứng kỳ vọng của nhà đầu tư về kỳ hạn, lãi suất, tài sản bảo đảm và mức độ rủi ro.

Bằng cách tận dụng hiểu biết từ nhà đầu tư và phản hồi từ thị trường thứ cấp, TCBS khép kín vòng tròn giữa phát hành và phân phối một cách hiệu quả hơn so với các đối thủ.

Biểu đồ 6: Thị phần phát hành TPDN của TCBS

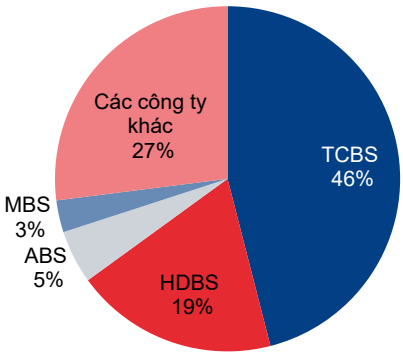
Sau cuộc khủng hoảng thị trường TPDN năm 2022, TCBS đã mở rộng thị phần khi nhiều đối thủ rời khỏi thị trường



Ghi chú: Thị phần phát hành TPDN (không bao gồm TP các ngân hàng)
Nguồn: TCBS

Biểu đồ 7: Thị phần phát hành TPDN năm 2024

Trong năm 2024, TCBS giữ vững vị trí dẫn đầu thị trường tư vấn phát hành TPDN ngoài khối ngân hàng, chiếm 46% thị phần



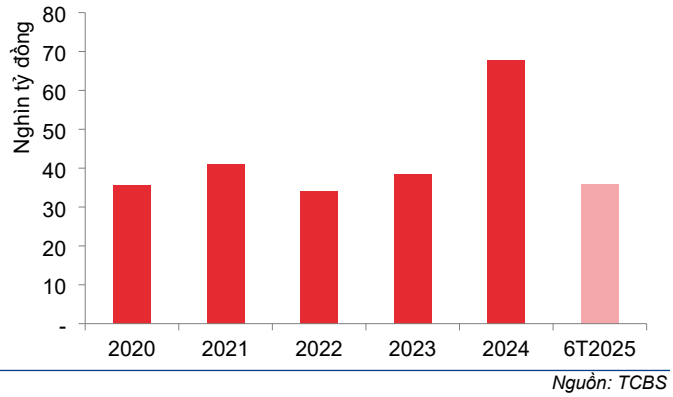
Nguồn: TCBS

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 8: Giá trị trái phiếu phân phối qua kênh iBond

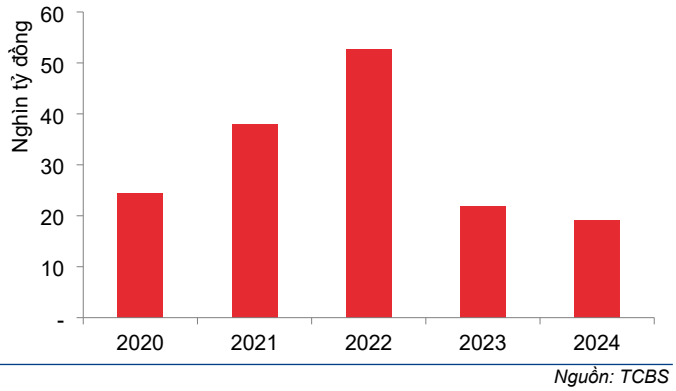
Hoạt động phân phối trái phiếu được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2025



Nguồn: TCBS

Biểu đồ 9: Giá trị trái phiếu giao dịch qua kênh iConnect

Khối lượng giao dịch thứ cấp sụt giảm trong năm 2023-2024 do lượng phát hành năm 2022 giảm



Nguồn: TCBS

Phân phối và giao dịch trái phiếu bán lẻ: iBond và iConnect

TCBS đã xây dựng một hệ sinh thái số vững mạnh cho hoạt động đầu tư trái phiếu bán lẻ thông qua sản phẩm iBond và nền tảng iConnect. Các sản phẩm và nền tảng này được thiết kế nhằm nâng cao khả năng tiếp cận, minh bạch và linh hoạt cho nhà đầu tư cá nhân.

iBond cung cấp các sản phẩm trái phiếu với tính thanh khoản linh hoạt và lợi suất cạnh tranh, giúp nhà đầu tư cá nhân dễ dàng tham gia thị trường trái phiếu sơ cấp. Tính đến Q1/2025, tổng giá trị giao dịch lũy kế qua iBond đạt 316 nghìn tỷ đồng, cho thấy quy mô và mức độ thâm nhập cao.

iConnect, nền tảng giao dịch trái phiếu trực tuyến 24/7, cho phép thực hiện các giao dịch trên thị trường thứ cấp với mức độ minh bạch cao và quyền kiểm soát linh hoạt cho người dùng. Đến cuối năm 2024, iConnect đã ghi nhận khối lượng giao dịch hơn 181 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ nhà đầu tư cá nhân.

Sản phẩm iBond và nền tảng iConnect kết hợp tạo nên một kênh giao dịch số tích hợp, cho phép nhà đầu tư dễ dàng chuyển đổi giữa các sản phẩm trái phiếu có lợi suất và tính thanh khoản khác nhau.

Lưu giữ trái phiếu: Tăng tính linh hoạt phân phối và hỗ trợ thanh khoản

TCBS áp dụng chiến lược lưu giữ trái phiếu (bond warehousing) như một công cụ quản trị nhằm cân đối nguồn cung theo nhiều kỳ hạn, tối ưu hóa định giá và phân phối qua nhiều kênh, bao gồm TCInvest và iConnect. Trong bối cảnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp tại Việt Nam còn kém thanh khoản, phương thức này giúp nhà đầu tư có thêm sự linh hoạt và ổn định trong giao dịch.

Tính đến Q1/2025, TCBS nắm giữ 14,8 nghìn tỷ đồng trái phiếu trên bảng cân đối kế toán, tương đương 54% vốn chủ sở hữu và 26% tổng tài sản; qua đó thể hiện cam kết mạnh mẽ và vai trò tích cực của công ty trên thị trường.

Ngoài việc hỗ trợ phân phối, chiến lược lưu giữ còn giúp TCBS lập kế hoạch phát hành, giám sát rủi ro tín dụng và theo dõi việc tuân thủ các điều khoản trái phiếu. Các chức năng này góp phần điều tiết nguồn cung hiệu quả và hỗ trợ thanh khoản cho toàn thị trường.

Tự động hóa và hạ tầng: Mở rộng quy mô và kiểm soát rủi ro

Để mở rộng quy mô và quản lý độ phức tạp, TCBS đã tự động hóa 80-90% hoạt động liên quan đến trái phiếu, bao gồm tài liệu, báo cáo, e-KYC, chữ ký điện tử và e-Voting. Các chức năng này được xây dựng trên một nền tảng công nghệ hợp nhất, tích hợp hệ thống CRM, BPM và ALM.

Cấu trúc này cho phép theo dõi thời gian thực hành vi khách hàng, dòng giao dịch và tín hiệu rủi ro qua một bảng điều khiển tập trung. Hệ thống cảnh báo sớm (Early Warning) được tích hợp giúp tăng cường khả năng phòng ngừa rủi ro và phản ứng nhanh hơn trước biến động thị trường.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tổng thể, mảng kinh doanh trái phiếu của TCBS là sự kết hợp đồng bộ giữa thiết kế sản phẩm, tư vấn, lưu giữ, phân phối số và kiểm soát rủi ro – tất cả đều dựa trên nền tảng công nghệ. Mô hình tích hợp này mang lại lợi thế cạnh tranh bền vững cho TCBS trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và định vị công ty trở thành nhân tố dẫn dắt giai đoạn phát triển tiếp theo của thị trường.

Sản phẩm quản lý gia sản: Nắm bắt nhu cầu gia tăng

iTracker: Chiến lược đầu tư định sẵn

iTracker là sản phẩm đầu tư định lượng do TCBS phát triển nhằm khuyến khích nhà đầu tư cá nhân áp dụng phương pháp đầu tư theo nguyên tắc. Trong bối cảnh hiểu biết tài chính của công chúng còn hạn chế (Việt Nam xếp hạng 134/147 toàn cầu theo S&P năm 2022), nhiều nhà đầu tư vẫn dựa vào quyết định cảm tính hoặc theo phong trào. iTracker được thiết kế để lấp khoảng trống này, cung cấp các danh mục mô phỏng được xây dựng dựa trên chiến lược định sẵn, vận hành bằng thuật toán.

Sản phẩm sử dụng phương pháp sàng lọc định lượng trên hơn 1.600 cổ phiếu và 250 chỉ báo để tạo ra danh mục đầu tư phản ánh các phong cách khác nhau (tăng trưởng, giá trị, động lượng). Các danh mục được tái cân bằng định kỳ và cung cấp cho người dùng với một khoản phí nhỏ. Cách tiếp cận này giúp nâng cao tính kỷ luật, chuẩn hóa quyết định đầu tư và giảm phụ thuộc vào phán đoán chủ quan. Tuy nhiên, các chiến lược vẫn chủ yếu giới hạn trong điều kiện thị trường nội địa và các yếu tố đơn giản.

Fundmart: Nền tảng giao dịch sản phẩm quỹ

Fundmart thể hiện sự chuyển hướng của TCBS từ mô hình bán chứng chỉ quỹ quỹ truyền thống (dựa vào tư vấn của RM) sang nền tảng số hóa toàn diện. Đây là nền tảng phân phối quỹ, cung cấp danh mục quỹ chọn lọc từ các công ty quản lý quỹ như Techcom Capital, VinaCapital, Dragon Capital và VCBF.

Nền tảng tích hợp các công cụ so sánh quỹ, đánh giá rủi ro và theo dõi hiệu quả – những tính năng vốn phổ biến ở các thị trường phát triển nhưng còn khá mới tại Việt Nam. Giao diện thân thiện của Fundmart mang lại tính minh bạch hơn trong việc lựa chọn sản phẩm và hỗ trợ nhà đầu tư mong muốn kiểm soát tốt hơn các quyết định danh mục. Tuy vậy, tỷ lệ thâm nhập quỹ ở Việt Nam vẫn thấp và mức độ mà các nền tảng số có thể thay đổi hành vi trong ngắn hạn mới chỉ đang trong quá trình hình thành.

Bộ công cụ đầu tư thông minh

Hệ thống WealthTech của TCBS tích hợp nhiều công cụ – kiểm định hiệu quả (back testing), phân bổ rủi ro và theo dõi chỉ số tham chiếu – trong một nền tảng hợp nhất dành cho nhà đầu tư cá nhân. Hệ thống này cho phép lập kế hoạch đầu tư dựa trên mục tiêu thông qua quy trình ba bước đơn giản, giúp nhà đầu tư liên kết việc lập kế hoạch dòng tiền với triển khai danh mục.

Các tính năng như đối chiếu sản phẩm với chỉ số tham chiếu và tái cân bằng dựa trên mô hình nhằm mục tiêu tái hiện các thông lệ đầu tư ở cấp tổ chức cho nhóm nhà đầu tư cá nhân phổ thông. Tuy nhiên, mức độ gắn kết của người dùng và kết quả thực tế của danh mục sẽ phụ thuộc nhiều vào kiến thức tài chính của nhà đầu tư, mức độ sử dụng thường xuyên và sự chấp nhận của thị trường. Trong bối cảnh đó, chiến lược quản lý tài sản số của TCBS được đánh giá là tham vọng nhưng vẫn đang trong giai đoạn khởi đầu và mới chỉ bước đầu tạo ra những thay đổi hành vi có thể đo lường được.

“Phygital”: tích hợp công nghệ và mạng lưới - cách TCBS tiếp cận và phục vụ khách hàng

TCBS đã thiết kế toàn bộ hành trình khách hàng dựa trên mô hình “phygital” – tích hợp chiến lược giữa nền tảng số và kênh vật lý để mang lại trải nghiệm liền mạch và toàn diện. Các điểm chạm vật lý chủ yếu được sử dụng để thu hút khách hàng mới thông qua hệ sinh thái Techcombank, đóng góp khoảng 50% tổng số khách hàng của TCBS. Ngược lại, hệ sinh thái số giữ vai trò chủ đạo trong việc phục vụ, gắn kết và duy trì khách hàng.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Nền tảng TCInvest – Trái tim của mô hình "phygital"

TCInvest là thành phần trung tâm trong chiến lược "phygital" của TCBS, cung cấp một nền tảng số tích hợp nhiều dịch vụ đầu tư. Người dùng có thể thực hiện nhiều giao dịch khác nhau, bao gồm mở tài khoản, giao dịch cổ phiếu và trái phiếu, đầu tư vào quỹ mở và ETF, cũng như sử dụng các công cụ như robo-advisor và đặt lệnh trái phiếu có điều kiện.

TCInvest tích hợp nhiều loại tài sản và cung cấp các tính năng cá nhân hóa, quản lý rủi ro như phân bổ theo khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư, cảnh báo biến động tài sản, kiểm thử chiến lược đầu tư và theo dõi danh mục theo thời gian thực. Với tỷ lệ lớn tài khoản được mở trực tuyến và ứng dụng giao diện AI, TCInvest phản ánh xu hướng tự phục vụ kỹ thuật số trong đầu tư cá nhân.

Hệ sinh thái Techcombank: Tận dụng kênh truyền thống

Trong mô hình "phygital", TCBS khai thác mạng lưới giới thiệu khách hàng từ ngân hàng mẹ Techcombank, bao gồm hơn 300 chi nhánh và 1.200 chuyên viên quan hệ khách hàng.

Ngoài ra, TCBS còn dự kiến hợp tác với khoảng 11.000 môi giới bất động sản – thuộc các công ty như OneHousing (tư nhân), Vingroup (VIC) và Vinhomes (VHM) – cùng 7.000 đại lý bảo hiểm nhân thọ (TC Advisor) để tạo kênh giới thiệu, kết nối sản phẩm đầu tư với khách hàng trong lĩnh vực bất động sản và bảo hiểm.

Sự kết hợp giữa kênh vật lý và kênh số giúp TCBS mở rộng tệp khách hàng trong khi vẫn kiểm soát được chi phí thu hút. Khác với các công ty đối thủ thường tập trung vào một kênh, TCBS hướng tới sự cân bằng thông qua triển khai tích hợp.

Agile – Mô hình vận hành linh hoạt thúc đẩy đổi mới tại TCBS

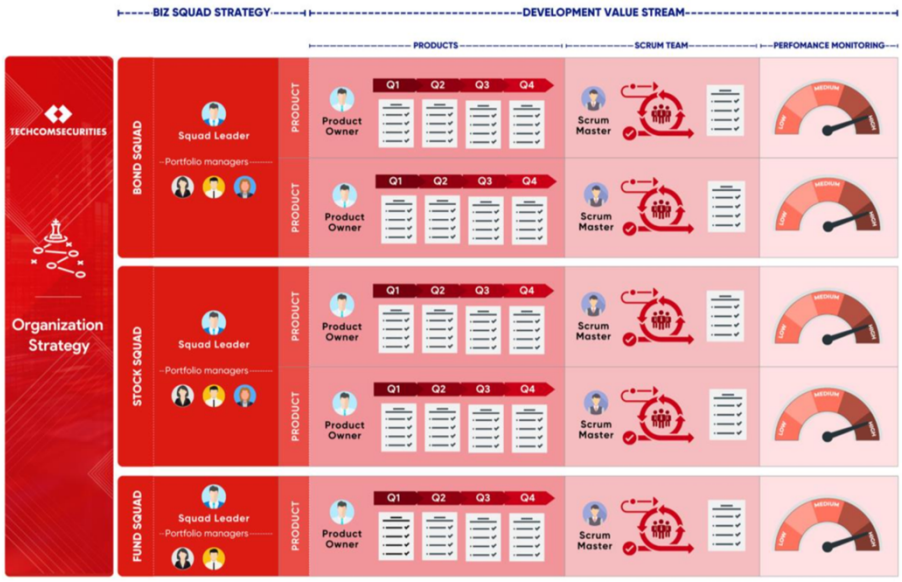
Nhằm hiện thực hóa tham vọng trở thành công ty dẫn đầu trong lĩnh vực công nghệ quản lý tài sản (WealthTech), TCBS đã áp dụng mô hình vận hành Agile/Scrum/Squad – cấu trúc vốn phổ biến trong ngành công nghệ nhưng còn khá mới mẻ đối với các định chế tài chính truyền thống tại Việt Nam. Mô hình này đặc biệt phù hợp với WealthTech, nơi yêu cầu tốc độ thử nghiệm nhanh, phối hợp đa chức năng và thiết kế lấy khách hàng làm trung tâm là yếu tố then chốt để cung cấp các giải pháp đầu tư số quy mô lớn. Kể từ khi triển khai năm 2018, TCBS đã trải qua một cuộc chuyển đổi tổ chức đáng kể, giúp nâng cao hiệu quả vận hành và rút ngắn chu kỳ phát triển sản phẩm. Hiện nay, hơn 60% nhân sự của công ty tham gia vào các mảng công nghệ và sản phẩm, cho thấy chiến lược ưu tiên rõ rệt vào năng lực số.

Mỗi Squad đa chức năng chịu trách nhiệm trọn vẹn với một dòng sản phẩm – từ ý tưởng, phát triển, triển khai cho đến cải tiến liên tục – cho phép TCBS phản ứng linh hoạt trước nhu cầu thị trường thay đổi. Ở cấp độ toàn công ty, TCBS áp dụng khung Agile toàn diện (Hình 10), liên kết lãnh đạo cấp cao với các nhóm chức năng thông qua hệ thống mục tiêu và kết quả then chốt (OKR). Chu kỳ sprint hai tuần hỗ trợ thử nghiệm sản phẩm nhanh hơn, khuyến khích cải tiến liên tục và nâng cao khả năng phản ứng trong một thị trường cạnh tranh cao.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

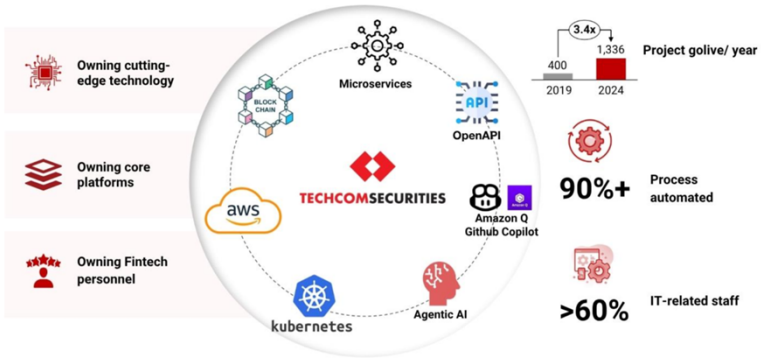
Hình 10: Mô hình Agile của các sản phẩm chính



Nguồn: TCBS

Hình 11: Công nghệ thúc đẩy đổi mới và hiệu quả

Công nghệ là nền tảng cốt lõi tạo nên sự khác biệt chiến lược, giúp TCBS triển khai sản phẩm nhanh chóng, kiểm soát chất lượng và nâng cao trải nghiệm khách hàng



Nguồn: TCBS

Một điểm mạnh nổi bật của TCBS nằm ở nguồn nhân lực đa ngành – các chuyên gia có chuyên môn cả về tài chính và công nghệ, thường được gọi là Wealth Technologists, Financial Technologists hoặc Marketing Technologists. Dù lực lượng này còn khan hiếm trên thị trường lao động, họ lại chiếm hơn 60% nhân sự TCBS. Nguồn nhân lực kết hợp này đóng góp lớn cho năng lực đổi mới và củng cố khả năng xây dựng, duy trì hệ sinh thái sản phẩm và dịch vụ đầu tư tích hợp.

Mỗi năm TCBS triển khai khoảng 1.400 dự án, thể hiện quy mô vận hành và năng suất cao của các nhóm Fintech và WealthTech chuyên trách.

TCBS tạo ra lợi nhuận như thế nào?

Mô hình doanh thu của TCBS được xây dựng trên cấu trúc kép gồm các công cụ miễn phí và dịch vụ tạo lợi nhuận, bổ trợ lẫn nhau xuyên suốt vòng đời khách hàng. Các nền tảng WealthTech như Fundmart và bộ công cụ Đầu tư Thông minh được cung cấp miễn phí cho người dùng, đóng vai trò điểm tiếp cận ban đầu nhằm thúc đẩy sự tương tác, lập kế hoạch tài chính và duy trì sử dụng nền tảng dài hạn. Hoạt động môi giới cổ phiếu của TCBS cũng thuộc nhóm này. Với chính sách miễn phí cho nhà đầu tư cá nhân, mảng này không tạo ra doanh thu trực tiếp nhưng là kênh chiến lược để thu hút và giữ chân nhà đầu tư, gia tăng mức độ gắn kết nền tảng và kích thích nhu cầu với các dịch vụ biên lợi nhuận cao hơn như cho vay ký quỹ và đầu tư trái phiếu.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

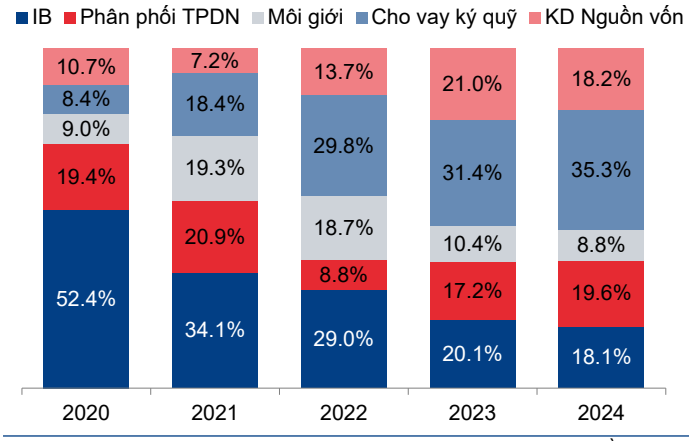
Các công cụ và dịch vụ miễn phí này giúp TCBS mở rộng quy mô, thu thập dữ liệu hành vi và xây dựng quan hệ khách hàng, tạo nền tảng để thương mại hóa các dịch vụ có biên lợi nhuận cao.

Ở nhóm dịch vụ tạo lợi nhuận, TCBS ghi nhận thu nhập chủ lực từ ba trụ cột:

- **Mảng trái phiếu doanh nghiệp**, bao gồm tư vấn phát hành, đại lý phát hành, phân phối và lưu giữ trái phiếu, đóng góp **hơn 60%** thu nhập hoạt động năm 2024.
- **Cho vay ký quỹ**, động lực lợi nhuận chính, đóng góp hơn **35%** thu nhập hoạt động năm 2024. Các sản phẩm như MarginSure, T+ Margin và nền tảng cho vay dựa trên rủi ro giúp TCBS mở rộng dịch vụ này hiệu quả, đồng thời duy trì mức đòn bẩy hợp lý.
- **Fundmart** tạo nguồn thu định kỳ từ phí chia sẻ với các công ty quản lý quỹ để đổi lấy việc phân phối sản phẩm, dù đóng góp tài chính vẫn còn khiêm tốn so với mảng lõi như cho vay ký quỹ và trái phiếu.

Biểu đồ 12: Cơ cấu thu nhập HĐ, TCBS

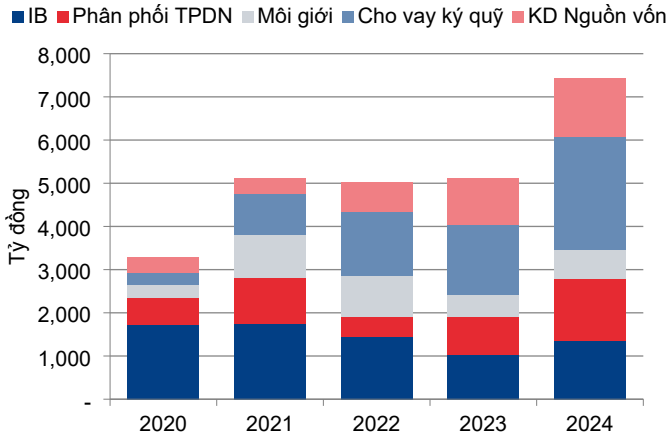
Mảng cho vay ký quỹ ngày càng trở thành động lực quan trọng đóng góp vào thu nhập HĐ



Nguồn: TCBS

Biểu đồ 13: Cơ cấu thu nhập HĐ trong năm 2024

Thu nhập dựa trên bảng cân đối kế toán tăng mạnh trong năm 2024



Nguồn: TCBS

Về quản lý chi phí, TCBS duy trì tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) thấp nhất ngành (xem chi tiết trong phần Hiệu quả tài chính). Thành công này phản ánh khả năng vận hành kỷ luật và chiến lược tập trung vào hiệu quả. Các yếu tố đóng góp gồm mô hình "phygital" – tích hợp kênh số với điểm chạm vật lý chọn lọc – và cấu trúc tổ chức Agile, cho phép ra quyết định nhanh, phân bổ nguồn lực tinh gọn và nâng cao khả năng mở rộng quy mô. Những lợi thế cấu trúc này giúp TCBS kiểm soát chi phí vận hành hiệu quả trong khi vẫn đầu tư vào công nghệ và mở rộng cơ sở khách hàng.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Động lực tăng trưởng: Mở rộng các lĩnh vực trọng yếu

TCBS đang ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng dài hạn của thị trường vốn Việt Nam. Ở mảng trái phiếu doanh nghiệp, các cải cách pháp lý và sự quan tâm trở lại của nhà đầu tư tổ chức đang thúc đẩy thị trường phục hồi sau giai đoạn suy giảm 2022-2023. Thị trường cổ phiếu đang lấy lại đà nhờ sự gia tăng của nhà đầu tư cá nhân, cải thiện hạ tầng giao dịch và triển vọng nâng hạng FTSE. Ngành quản lý quỹ vẫn ở giai đoạn sơ khai nhưng đang tăng tốc nhờ kênh phân phối số, nâng cao kiến thức tài chính và chính sách hỗ trợ. TCBS cũng đang chuẩn bị cho các cơ hội trong lĩnh vực tài sản số và token hóa, phù hợp với định hướng xây dựng thị trường tài chính có giám sát của Chính phủ. Những xu hướng này cộng hưởng để hỗ trợ chiến lược mở rộng nền tảng WealthTech và đa dạng hóa nguồn thu của TCBS.

Với danh mục sản phẩm và dịch vụ đầu tư toàn diện, TCBS sẵn sàng tận dụng nhu cầu ngày càng tăng đối với quản lý tài sản và đầu tư của nhà đầu tư cá nhân. Động lực tăng trưởng trong tương lai sẽ phụ thuộc vào:

- Tiềm năng tăng trưởng của từng loại tài sản;
- Nhu cầu gia tăng tích lũy tài sản;
- Vị thế cạnh tranh của TCBS trong việc mở rộng quy mô và nắm bắt cơ hội.

Các phần tiếp theo sẽ phân tích từng phân khúc thị trường, đánh giá triển vọng tăng trưởng.

Tiềm năng tăng trưởng theo từng loại tài sản

Trái phiếu doanh nghiệp: Tái cấu trúc hướng đến khả năng phục hồi và tăng trưởng bền vững

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam đang trải qua quá trình chuyển đổi sâu rộng sau giai đoạn biến động 2022–2023. Dù hoạt động phát hành vẫn thấp hơn nhiều so với thời kỳ bùng nổ, các cải cách pháp lý gần đây, tâm lý nhà đầu tư được cải thiện và nhu cầu vốn từ khu vực tư nhân gia tăng đang báo hiệu sự bình thường hóa dần và xây dựng lại niềm tin.

Suy giảm và lộ trình phục hồi: Thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã thu hẹp mạnh sau khi Nghị định 65/2022 được ban hành cùng với một số vụ vỡ nợ nổi bật, khiến khối lượng phát hành năm 2023 giảm hơn 60% so với cùng kỳ. Niềm tin nhà đầu tư suy giảm trong bối cảnh yêu cầu công bố thông tin và xếp hạng tín nhiệm khắt khe hơn. Để ổn định thị trường, Nghị định 08/2023 đã đưa ra các điều khoản chuyển tiếp – bao gồm nới quy định mua lại trước hạn và gia hạn nghĩa vụ công bố thông tin – giúp giảm áp lực đáo hạn và tạo thời gian cho doanh nghiệp thích ứng.

6 tháng đầu năm 2025 ghi nhận tín hiệu hồi phục, với tổng giá trị phát hành tăng 35% so với cùng kỳ, dẫn đầu bởi nhóm ngân hàng và các doanh nghiệp bất động sản vốn hóa lớn. Tuy nhiên, thị trường vẫn thiên về phát hành riêng lẻ (chiếm trên 90% tổng khối lượng), phản ánh chiều sâu hạn chế của phát hành ra công chúng do cấu trúc nhà đầu tư, tiêu chuẩn công bố thông tin và mức độ phổ biến của xếp hạng tín nhiệm còn thấp.

Cấu trúc nhà đầu tư: Dịch chuyển từ cá nhân sang tổ chức: Trước đây, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu do ngân hàng và nhà đầu tư cá nhân nắm giữ. Khủng hoảng 2022–2023 đã bộc lộ rủi ro từ sự tham gia quá mức của nhà đầu tư cá nhân thiếu năng lực thẩm định tín dụng. Cơ quan quản lý hiện siết điều kiện nhà đầu tư chuyên nghiệp, khuyến khích sự tham gia của tổ chức.

Các công ty bảo hiểm, quỹ mở và quỹ hưu trí được kỳ vọng sẽ đóng vai trò lớn hơn khi khẩu vị rủi ro cải thiện và môi trường pháp lý rõ ràng hơn. Việc áp dụng xếp hạng tín nhiệm và chuẩn hóa công bố thông tin là bước cần thiết để xây dựng cơ sở nhà đầu tư bền vững. Sự trở lại của nhà đầu tư cá nhân sẽ phụ thuộc vào sự xuất hiện của các sản phẩm minh bạch, rủi ro thấp hơn – như trái phiếu được xếp hạng, niêm yết công khai và có điều khoản bảo vệ nhà đầu tư.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

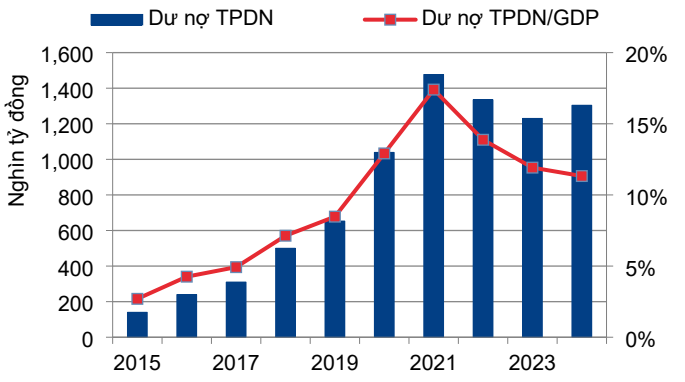
Triển vọng: Thị trường trái phiếu doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ từng bước lấy lại vai trò kênh huy động vốn dài hạn, đặc biệt cho các ngành bất động sản, hạ tầng và năng lượng. Các cải cách pháp lý đang triển khai – bao gồm khả năng sửa đổi Luật Chứng khoán và Nghị định 153 – hướng tới một thị trường cân bằng và minh bạch hơn.

Việc đưa vào vận hành hệ thống giao dịch và thanh toán tập trung cho trái phiếu riêng lẻ dưới sự giám sát của HNX, cùng yêu cầu bắt buộc xếp hạng tín nhiệm từ 2024, sẽ cải thiện tính minh bạch và thanh khoản thứ cấp. Những cải cách này phù hợp với mục tiêu dài hạn là đa dạng hóa nguồn vốn và giảm phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng.

TCBS, với vị thế và kinh nghiệm hiện tại, có thể đóng vai trò quan trọng trong việc tái định hình và hiện đại hóa thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam.

Biểu đồ 14: Giá trị TPDN đang lưu hành

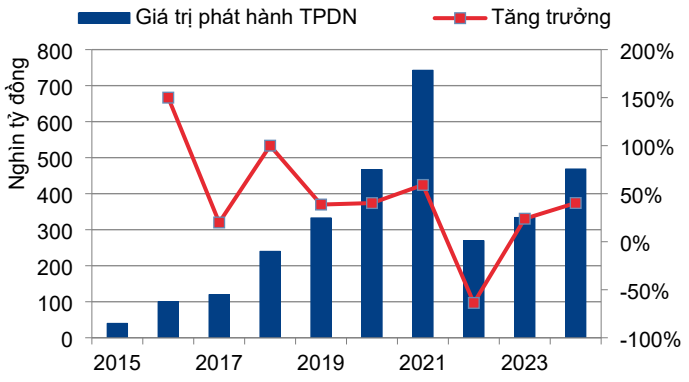
Dư nợ TPDN bằng 11,3% GDP trong năm 2024



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 15: Giá trị phát hành TPDN

Giá trị phát hành tăng nhẹ sau khi giảm đáng kể trong năm 2022



Nguồn: VBMA, HSC

Thị trường cổ phiếu Việt Nam: Tổng quan và triển vọng

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang bước vào giai đoạn nâng cấp hạ tầng và hội nhập quốc tế. Nếu tiến trình cải cách duy trì và các dự án hạ tầng được triển khai đúng tiến độ, thị trường có khả năng thu hút dòng vốn dài hạn và tăng trưởng bền vững.

Mở rộng cơ sở nhà đầu tư: Số lượng nhà đầu tư cá nhân trong nước đã vượt 10,2 triệu tài khoản giữa năm 2025 – sớm đạt mục tiêu của Chính phủ. Điều này phản ánh xu hướng tài chính hóa trong tầng lớp trung lưu và vai trò ngày càng lớn của nhóm này đối với thanh khoản thị trường. Tuy nhiên, sự áp đảo của nhà đầu tư cá nhân cũng khiến biến động ngắn hạn có thể gia tăng.

Nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu quay lại, nhờ các cải cách như đơn giản hóa thủ tục mở tài khoản, áp dụng mô hình không yêu cầu ký quỹ trước (non-pre-funding) và tăng cường công bố thông tin bằng tiếng Anh. Triển vọng nâng hạng FTSE và các cải cách cấu trúc sẽ là động lực thu hút dòng vốn tổ chức ngoại.

Quy mô và tiềm năng tăng trưởng: Vốn hóa thị trường hiện đạt 65-70% GDP, tăng mạnh so với hơn 30% một thập kỷ trước. Mục tiêu đạt 120% GDP vào năm 2030 đòi hỏi tăng gần gấp đôi quy mô hiện tại, thông qua:

- Đẩy mạnh IPO của các doanh nghiệp nhà nước và tư nhân đầu ngành.
- Nâng cao chuẩn mực công bố thông tin và quản trị.
- Đa dạng hóa sản phẩm (ETF, phái sinh) để đáp ứng nhu cầu nhà đầu tư.

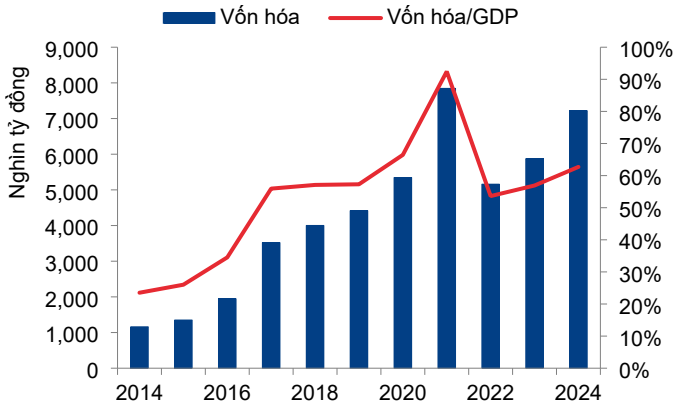
Hạ tầng giao dịch: Việc đưa vào vận hành hệ thống KRX tháng 5/2025 giúp nâng cao năng lực giao dịch, quản trị rủi ro và đa dạng hóa sản phẩm. Cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) dự kiến triển khai năm 2027 sẽ tiếp tục nâng cấp hạ tầng sau giao dịch.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 16: Vốn hóa thị trường/GDP (%), Việt Nam

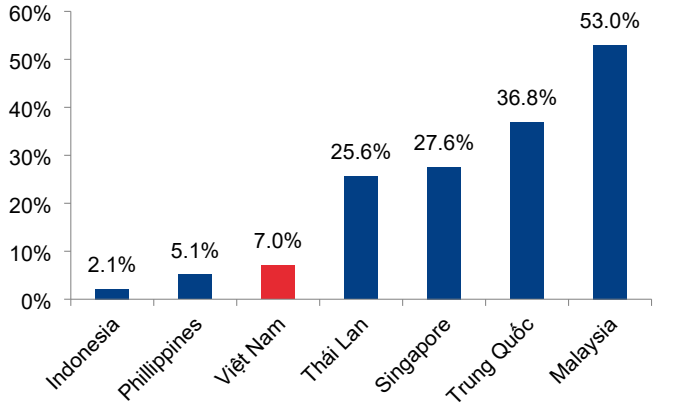
Vốn hóa thị trường cuối năm 2024 đạt 62,7% GDP, thấp hơn so với các nước trong khu vực (70-100%) và còn cách xa mục tiêu 120% GDP vào năm 2030 do Chính phủ đề ra



Nguồn: HSX, HNX, HSC tổng hợp

Biểu đồ 17: TPDN/GDP (%), năm 2024

Quy mô thị trường TPDN Việt Nam vẫn nhỏ hơn đáng kể so với các nước trong khu vực



Ghi chú: Số liệu từ Asia Bond Monitor đã loại trừ trái phiếu ngân hàng. Nếu tính cả trái phiếu ngân hàng, dư nợ TPDN năm 2024 sẽ tương đương 11,3% GDP, theo VBMA

Nguồn: Asia Bond Monitor

Ngành quản lý quỹ: Cơ hội và dư địa tăng trưởng

Ngành quản lý quỹ Việt Nam đang tăng trưởng nhờ nhu cầu quản lý tài sản chuyên nghiệp và các giải pháp đầu tư đa dạng. Theo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và FiinGroup, cuối năm 2024 Việt Nam có 43 công ty quản lý quỹ với tổng tài sản quản lý (AUM) đạt khoảng 25,6 tỷ USD, tương đương 5,9% GDP – thấp hơn nhiều so với Trung Quốc (19,1%), Thái Lan (20,4%), Malaysia (51,5%) và Hàn Quốc (33,2%).

Số lượng nhà đầu tư cá nhân nắm giữ chứng chỉ quỹ mở chỉ hơn 423.000, thấp hơn nhiều so với hơn 9 triệu tài khoản chứng khoán đang hoạt động. Điều này cho thấy dư địa tăng trưởng dài hạn còn lớn, đặc biệt khi kiến thức tài chính và khung pháp lý được cải thiện.

Tiềm năng từ các lĩnh vực kinh doanh mới

Tài sản số: Cơ hội mới cho TCBS khi được hợp pháp hóa

Hệ sinh thái tài sản số tại Việt Nam đang phát triển nhanh, với mức độ chấp nhận cao, khối lượng giao dịch lớn và khung pháp lý ngày càng được định hình rõ hơn. Đây là nền tảng tiềm năng để TCBS mở rộng sang môi giới tài sản số và dịch vụ tư vấn token hóa.

Xu hướng thị trường và mức độ chấp nhận: Việt Nam nằm trong nhóm các quốc gia dẫn đầu toàn cầu về mức độ chấp nhận tài sản số, với khoảng 21% dân số – tương đương hơn 20 triệu người – được báo cáo là sở hữu tiền mã hóa tính đến năm 2023 (theo Triple-A). Tệp nhà đầu tư có độ tuổi trẻ (18–36), tạo ra lực cầu tự nhiên cho các giải pháp tài chính số. Về hoạt động, theo báo cáo Chainalysis công bố tháng 11/2024, tổng giá trị giao dịch tài sản mã hóa tại Việt Nam trong giai đoạn từ tháng 7/2023 đến tháng 6/2024 đạt hơn 100 tỷ USD.

Khung pháp lý và chính sách: Việt Nam đang từng bước chuyển từ môi trường tài sản số ít được quản lý sang thị trường có cấu trúc rõ ràng, minh bạch và thân thiện hơn với nhà đầu tư.

- **Luật Công nghiệp Công nghệ số**, Luật Công nghiệp Công nghệ số, được Quốc hội thông qua ngày 14/6/2025 và có hiệu lực từ 1/1/2026, lần đầu tiên định nghĩa rõ ràng về tài sản số, đưa ra các quy định liên quan đến trí tuệ nhân tạo (AI), đồng thời thiết lập khung pháp lý nhằm khuyến khích đổi mới sáng tạo.
- **Nghị quyết 222/2025/QH15**, ban hành ngày 27/6/2025, cho phép thành lập các Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC) tại TP. Hồ Chí Minh và Đà Nẵng, nơi sẽ thí điểm các mô hình tài chính – bao gồm công nghệ tài chính và tài sản số – dưới sự quản lý đặc thù.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- **Thí điểm sàn giao dịch tài sản số**: Bộ Tài chính đã trình Chính phủ đề án thí điểm thành lập sàn giao dịch tài sản số tại các IFC, dự kiến được xem xét vào tháng 8/2025. Mô hình này sẽ đưa ra các quy định về phát hành, giao dịch và quản lý tài sản số, nhấn mạnh các yếu tố như tính thanh khoản, an ninh mạng và quyền lựa chọn tài sản niêm yết của đơn vị vận hành. Đề án cũng bao gồm việc nghiên cứu triển khai tiền số của ngân hàng trung ương (CBDC).

Việc triển khai được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2025, với các văn bản pháp lý thứ cấp và chương trình thí điểm dự kiến ra mắt vào Q3/2025, trước khi chính thức đi vào hoạt động vào năm 2026. Dù tài sản số chưa được công nhận là tiền pháp định, khung pháp lý mới sẽ hỗ trợ sự phát triển của các sàn giao dịch, dịch vụ lưu ký và nền tảng token hóa. Thành công sẽ phụ thuộc vào chi tiết của các văn bản hướng dẫn và các biện pháp củng cố niềm tin cho nhà đầu tư.

Token hóa: Mở khóa tiềm năng tài sản thực: Token hóa – số hóa quyền sở hữu tài sản thực hoặc tài sản số lên blockchain – đang trở thành công cụ hữu hiệu để nâng cao khả năng tiếp cận, tăng tính thanh khoản và hiện đại hóa thị trường vốn. Tại Việt Nam, việc công nhận tài sản mã hóa trong khuôn khổ pháp lý mới là yếu tố then chốt, cho phép cả các định chế tài chính truyền thống lẫn số hóa tham gia phát hành và đầu tư dựa trên blockchain. Một số điểm nổi bật:

- **Thí điểm ban đầu**: Một số dự án thí điểm mới được đề xuất, như quỹ ETF token hóa do Dragon Capital đưa ra ý tưởng và đề án thanh toán bằng stablecoin phục vụ du lịch tại Đà Nẵng theo Nghị quyết 136/2024/QH15. Đây được xem là những bước đi đầu tiên hướng tới các sản phẩm token hóa đạt chuẩn tổ chức.
- **Trường hợp ứng dụng**: Token hóa (tokenization) tạo điều kiện huy động vốn mới cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa (SME) bằng cách chia nhỏ các tài sản kém thanh khoản như bất động sản, cổ phần tư nhân và trái phiếu thành các phần token - tức là fractional ownership - và phân phối qua nền tảng số (blockchain). Điều này giúp mở rộng khả năng tiếp cận đầu tư, tăng thanh khoản cho nhà đầu tư nhỏ lẻ trong một thị trường vốn có kiểm soát và phù hợp với xu hướng phát triển.

Định hướng của TCBS: TCBS hướng đến mục tiêu tham gia thị trường tài sản số có quản lý tại Việt Nam theo một chuỗi giá trị khép kín, bao gồm phát hành/token hóa, lưu ký, giao dịch và cho vay. Tuy nhiên, do hiện nay chưa có giấy phép chính thức cho sàn giao dịch tiền mã hóa và các quy định về token hóa vẫn chưa hoàn thiện, nên các kế hoạch này vẫn cần được cân nhắc và sẽ phụ thuộc vào tiến trình hoàn thiện khung pháp lý trong thời gian tới.

- **Sàn giao dịch tiền mã hóa**: TCBS bày tỏ mong muốn xây dựng sàn giao dịch tài sản số tuân thủ pháp luật, phục vụ cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức. Nền tảng này dự kiến hoạt động theo các quy định chính thức sắp tới, có thể bao gồm vốn điều lệ tối thiểu 10.000 tỷ đồng, và là lựa chọn thay thế trong nước cho các sàn quốc tế.
- **Dịch vụ token hóa và phát hành**: TCBS dự kiến tham gia vào hệ sinh thái token hóa bằng việc cung cấp dịch vụ tư vấn theo mô hình ngân hàng đầu tư, bao gồm thiết kế, phát hành và phân phối các công cụ tài chính được số hóa – như token bất động sản, trái phiếu số hoặc chứng chỉ quỹ – nhằm hỗ trợ SME và chủ sở hữu tài sản tiếp cận thị trường vốn hiệu quả hơn.
- **Lưu ký và cho vay**: Ngoài phát hành và giao dịch, TCBS dự kiến cung cấp giải pháp lưu ký an toàn cho tài sản số, vận hành sàn giao dịch cho các sản phẩm token hóa và phát triển dịch vụ cho vay trong hệ sinh thái tài sản số, tùy thuộc phê duyệt của cơ quan quản lý.

Các ý tưởng tiềm năng này được xây dựng trên thế mạnh của TCBS trong mảng tư vấn trái phiếu doanh nghiệp cùng với nền tảng công nghệ hiện đại, hạ tầng linh hoạt và cơ sở khách hàng rộng lớn. Kinh nghiệm trong thiết kế, phát hành và phân phối sản phẩm tài chính là yếu tố quan trọng, tạo lợi thế nếu khung pháp lý cho phép TCBS triển khai các hoạt động liên quan đến tài sản số.

Mặc dù còn nhiều thách thức – như cạnh tranh từ các sàn quốc tế, kiểm soát dòng vốn và tâm lý thận trọng của nhà đầu tư – nhưng với quy mô, sự chuẩn bị từ sớm, khả năng tuân thủ và mạng lưới bán lẻ rộng, TCBS có thể nắm bắt cơ hội khi khung pháp lý ngày càng hoàn thiện.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Các tham vọng fintech khác

Ngoài chiến lược về tài sản số, TCBS còn định hướng mở rộng sang nhiều lĩnh vực dịch vụ tài chính ứng dụng công nghệ khác, phụ thuộc vào quá trình hợp pháp hóa và hoàn thiện khung pháp lý. Các mảng tiềm năng bao gồm:

- Trái phiếu liên kết vốn chủ (Equity linked structure notes).
- Cho vay ngang hàng (P2P lending).
- Nền tảng đầu tư vàng số.
- Các sản phẩm chứng khoán hóa (như MBS, ABS).
- Nền tảng huy động vốn cộng đồng (crowdfunding).

Trong số này, chỉ có cho vay ngang hàng (P2P) hiện hoạt động trong khuôn khổ sandbox pháp lý tại Việt Nam. Dù các sản phẩm này mang lại tiềm năng dài hạn, hiện vẫn khó định lượng do thiếu quy định pháp lý và mức độ sẵn sàng khác nhau của thị trường. Tuy vậy, mô hình dựa trên công nghệ và kinh nghiệm trong thị trường vốn của TCBS có thể giúp công ty nhanh chóng gia nhập và dẫn dắt các lĩnh vực này khi khung pháp lý phát triển đầy đủ hơn.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

So sánh với các công ty trong ngành

TCBS hoạt động trong một thị trường môi giới chứng khoán có mức độ tập trung cao và đã khẳng định vị thế dẫn đầu trong mảng trái phiếu doanh nghiệp, đồng thời ngày càng mở rộng thị phần trong môi giới cổ phiếu. Công ty tạo sự khác biệt so với các đối thủ trong nước nhờ nền tảng quản lý tài sản toàn diện và hiệu quả vận hành vượt trội. So với các công ty trong khu vực và toàn cầu, TCBS có nhiều điểm tương đồng với các công ty công nghệ tài chính, nhưng nổi trội hơn ở mô hình kinh doanh tích hợp dọc và hoạt động cho vay ký quỹ. Sự kết hợp giữa sáng tạo, quy mô và chiều sâu sản phẩm giúp TCBS trở thành công ty chứng khoán toàn diện và có định hướng tương lai nhất tại Việt Nam.

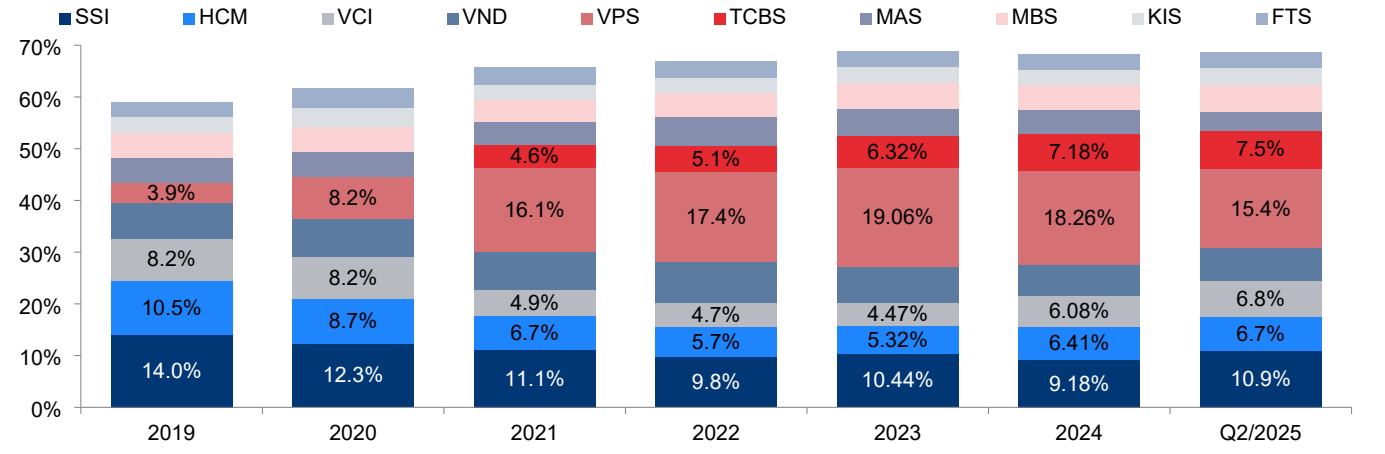
Cạnh tranh trong nước

Mặc dù có gần 90 công ty chứng khoán đang hoạt động tại Việt Nam, thị trường vẫn mang tính tập trung hóa cao. Trong mảng môi giới cổ phiếu, 10 công ty hàng đầu chiếm khoảng 70% tổng giá trị giao dịch. Tính đến Q2/2025, VPS, SSI và TCBS là ba công ty đứng đầu về thị phần, lần lượt đạt 15,4%, 10,9% và 7,5%.

Các công ty chứng khoán thường được phân chia theo ba tiêu chí: (1) nhóm khách hàng trọng tâm – cá nhân hay tổ chức; (2) loại tài sản trọng tâm – cổ phiếu hay trái phiếu; và (3) liên kết với ngân hàng hoặc tập đoàn tài chính hay độc lập. Theo các tiêu chí trên, TCBS dẫn đầu ở mảng trái phiếu doanh nghiệp với 47% thị phần tư vấn phát hành sơ cấp (6T2025) và xếp thứ ba trong môi giới cổ phiếu với 7,5% thị phần trên HSX, 7,9% trên HNX (hạng 2) và 5,9% trên UPCoM (hạng 3). Công ty tập trung hóa chủ yếu vào khách hàng cá nhân và được hậu thuẫn bởi một ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân hàng đầu.

Biểu đồ 18: Thị phần môi giới cổ phiếu trên sàn HSX

TCBS nằm trong nhóm 10 công ty có thị phần lớn nhất từ năm 2021 và duy trì vị trí top 3 kể từ Q4/2023



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Cụ thể hơn:

- Chỉ một số ít công ty chứng khoán tập trung mạnh vào khách hàng tổ chức, bao gồm Chứng khoán Vietcap (VCI), Chứng khoán TP.HCM (HSC), Chứng khoán SSI (SSI) và Maybank Investment Bank Vietnam. Một số công ty khác có mức độ tiếp cận nhất định với khách hàng tổ chức như VNDirect và VPS. Phần còn lại của thị trường, chủ yếu là các công ty nhỏ hơn, tập trung phục vụ khách hàng cá nhân – phân khúc đã thúc đẩy tăng trưởng ngành trong 5 năm qua.
- Hiện nay, có 27 công ty chứng khoán là công ty con hoặc công ty liên kết của các ngân hàng hoặc tập đoàn tài chính. Nhóm này thường được hưởng lợi từ khả năng tiếp cận khách hàng rộng hơn và tiềm lực tài chính mạnh hơn. Trong nhóm này, TCBS nổi bật nhờ mức độ tích hợp sâu với Techcombank, mang lại sự gắn kết chặt chẽ về vận hành và chiến lược.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Với vị thế vững chắc trong cả mảng cổ phiếu và trái phiếu, danh mục dịch vụ quản lý tài sản toàn diện và sự cộng hưởng từ hệ sinh thái Techcombank, TCBS được xem là nền tảng môi giới tích hợp và đầy đủ dịch vụ nhất tại thị trường Việt Nam. Cơ cấu doanh thu đa dạng và hiệu quả vận hành ổn định ở mức cao tiếp tục củng cố lợi thế cạnh tranh của công ty (xem chi tiết trong phần Hiệu quả tài chính).

TCBS so với các công ty quốc tế

TCBS được đánh giá là đi trước trong mảng công nghệ quản lý tài sản (WealthTech) và đầu tư cá nhân tại thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, việc so sánh TCBS với một số đối thủ quốc tế và khu vực cũng giúp làm rõ vị thế của công ty. Nhóm so sánh bao gồm các nền tảng toàn cầu như Charles Schwab, Robinhood, eToro, Futu/Moomoo và Interactive Brokers, cũng như các công ty trong khu vực như iFAST Corporation, Mirae Asset và Yuanta Securities.

Phân tích đối chiếu này giúp đặt TCBS trong bối cảnh rộng hơn ngoài thị trường nội địa, đặc biệt ở các khía cạnh như nền tảng đầu tư số, cho vay ký quỹ, cơ cấu phí, độ rộng sản phẩm và khả năng tích hợp dịch vụ tư vấn cho cả khách hàng bán lẻ lẫn khách hàng giàu có.

Theo từng đối thủ:

- **Robinhood**: Mô hình môi giới cổ phiếu miễn phí và trải nghiệm người dùng số của TCBS tương đồng với chiến lược tăng trưởng của Robinhood. Tuy nhiên, Robinhood chủ yếu kiếm lợi nhuận từ cơ chế trả phí cho dòng lệnh giao dịch (payment for order flow - PFOF), trong khi TCBS lại tạo thu nhập từ các dịch vụ biên lợi nhuận cao như cho vay ký quỹ và dịch vụ trái phiếu khép kín – thể hiện mô hình tích hợp dọc.
- **eToro**: TCBS ứng dụng các tính năng sao chép giao dịch tương tự eToro, tận dụng chia sẻ ý kiến cộng đồng nhà đầu tư để tăng cường gắn kết người dùng.
- **Futu Holdings (Moomoo)**: Cả TCBS và Futu đều chú trọng chiến lược số hóa, ưu tiên ứng dụng di động và ghi nhận tỷ trọng doanh thu lớn từ mảng cho vay ký quỹ. Chẳng hạn, trong Q1/2025, thu nhập liên quan đến ký quỹ chiếm hơn 55% doanh thu của Futu – tương đồng với định hướng tận dụng bảng cân đối của TCBS.
- **Charles Schwab**: TCBS tích hợp dịch vụ tư vấn, cho vay và phân phối sản phẩm đầu tư, mang dáng dấp mô hình quản lý tài sản toàn diện của Schwab, nhưng được điều chỉnh phù hợp với thị trường mới nổi, nơi khách hàng bán lẻ chiếm ưu thế.
- **iFAST Corporation**: Có nét tương đồng với TCBS ở mô hình nền tảng và trọng tâm vào quản lý tài sản. Tuy nhiên, iFAST lại thiếu chiều sâu trong dịch vụ thị trường vốn và cho vay ký quỹ, do đó phù hợp hơn để so sánh về công nghệ hơn là về mô hình doanh thu.
- **Mirae Asset và Yuanta Securities**: Đây là hai công ty chứng khoán khu vực quy mô lớn, cung cấp đầy đủ dịch vụ môi giới cổ phiếu và trái phiếu, cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư. Cấu trúc kinh doanh của họ có nhiều điểm tương đồng với TCBS khi cùng tập trung vào thị trường vốn và khai thác bảng cân đối. Về mức độ phát triển WealthTech:
    - Yuanta đã triển khai dịch vụ robo-advisory, bao gồm xây dựng danh mục ETF dựa trên AI và trợ lý tư vấn trong ứng dụng, đồng thời được ghi nhận về đổi mới trong tài chính số. Tuy nhiên, các tính năng số này chỉ mang tính bổ trợ trong mô hình dịch vụ truyền thống, chứ chưa trở thành yếu tố khác biệt cốt lõi.
    - Mirae Asset mới ở giai đoạn đầu của quá trình chuyển hướng sang WealthTech, với việc ra mắt đơn vị AI toàn cầu (“WealthSpot”) nhằm phát triển robo-advisory và các giải pháp danh mục đầu tư số. Các khả năng này vẫn đang trong giai đoạn phát triển và chưa được tích hợp đầy đủ vào các nền tảng người dùng.

Như vậy, cả hai công ty đều có những bước đi trong lĩnh vực WealthTech, nhưng chưa vận hành một nền tảng quản lý tài sản số thuần túy, lấy đổi mới làm trung tâm. Họ vẫn là các đối thủ toàn diện để so sánh với TCBS về chiều sâu sản phẩm và mô hình dựa trên bảng cân đối, nhưng chậm hơn trong đổi mới dựa trên nền tảng số.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 19: Các CTCK quốc tế và khu vực

Mô hình kinh doanh của TCBS có những yếu tố rất tương đồng với các đối thủ quốc tế và khu vực

Công ty	Tổng hợp mô hình kinh doanh	Số lượng tài khoản/ người dùng	Doanh thu (2024)	Lợi nhuận thuần (2024)	Sàn niêm yết
Charles Schwab	Công ty quản lý tài sản tích hợp theo chiều dọc, cung cấp dịch vụ môi giới, hưu trí, tư vấn và ngân hàng. Doanh thu đến từ thu nhập lãi, phí tư vấn & hoạt động giao dịch quy mô lớn.	Khoảng 34 triệu tài khoản	19,61 tỷ USD	5,48 tỷ USD	NYSE
Futu/Moomoo	Nghiệp vụ môi giới số tập trung vào công nghệ với giao dịch miễn phí, đầu tư xã hội và truy cập xuyên biên giới. Doanh thu đến từ dịch vụ cho vay ký quỹ, cho vay chứng khoán và đăng ký.	Khoảng 25,1 triệu người dùng/2,4 triệu tài khoản được cấp vốn	1,75 tỷ USD	742,6 triệu USD	NASDAQ
Robinhood	Nền tảng số, miễn phí giao dịch, hướng đến phân khúc NĐT cá nhân trẻ tuổi. Doanh thu đến từ PFOF, đăng ký ký quỹ, cho vay chứng khoán và quản lý tiền mặt.	Khoảng 26 triệu người dùng	2,95 tỷ USD	1,41 tỷ USD	NASDAQ
eToro	Nền tảng đầu tư xã hội cung cấp dịch vụ sao chép giao dịch, khả năng tiếp cận và giao dịch nhiều loại hình tài sản và giao dịch tiền điện tử. Doanh thu đến từ chênh lệch giá, phí tiền điện tử cùng các dịch vụ cao cấp.	Khoảng 3,5 triệu tài khoản được cấp vốn (khoảng 38 triệu đăng ký)	931 triệu USD	192 triệu USD	NASDAQ
Interactive Brokers	Công ty chứng khoán toàn cầu cấp độ tổ chức cung cấp khả năng tiếp cận và giao dịch nhiều loại hình tài sản, thực hiện lệnh với độ trễ thấp, cho vay ký quỹ và tích hợp API. Doanh thu đến từ phí hoa hồng và thu nhập lãi.	Khoảng 3,3 triệu tài khoản	5,2 tỷ USD	755 triệu USD	NASDAQ
iFAST Corporation	Nền tảng quản lý tài sản số B2B/B2C cung cấp dịch vụ siêu thị quỹ, giao dịch trái phiếu và các công cụ quản lý quỹ hưu trí. Doanh thu đến từ phí nền tảng, phí giao dịch và các giải pháp công nghệ.	Chưa công bố	282 triệu USD	49 triệu USD	SGX
Mirae Asset Securities	Công ty đầu tư dịch vụ trọn gói lớn nhất Hàn Quốc; kết hợp nghiệp vụ môi giới số và hướng tới khách hàng tổ chức, dẫn đầu thị trường vốn chủ (EDM) và thị trường vốn nợ (DCM). Doanh thu đến từ hoạt động giao dịch, cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư.	Chưa công bố	2 tỷ USD	550 triệu USD	KRX
Yuanta Securities	Công ty chứng khoán tích hợp lớn nhất Đài Loan; cung cấp dịch vụ tư vấn tự động, giao dịch trên nền tảng di động, cho vay ký quỹ và thị trường nợ. Lợi thế trong lĩnh vực môi giới bán lẻ và bảo lãnh.	Chưa công bố	16 tỷ USD	1 tỷ USD	TWSE
TCBS	Nền tảng đầu tư số hàng đầu Việt Nam tích hợp các sản phẩm trái phiếu, cổ phiếu, quỹ trên nền tảng WealthTech cho khách hàng cá nhân. Vận hành chuỗi giá trị trái phiếu trọn gói – tư vấn, phát hành, đại lý, lưu trữ và phân phối số – cùng các dịch vụ cho vay ký quỹ và môi giới trực tuyến miễn phí. Doanh thu chủ yếu đến từ thu nhập lãi, phí tư vấn, bảo lãnh, phân phối trái phiếu.	Khoảng 1,1 triệu tài khoản	288 triệu USD	146 triệu USD	

Nguồn: HSC tổng hợp

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 20: Các đối thủ tương đồng với TCBS

Futu và Robinhood là những tham chiếu có sự tương đồng lớn ở lĩnh vực môi giới số và WealthTech, trong khi Mirae Asset và Yuanta Securities là những đối thủ cạnh tranh lớn trong lĩnh vực dịch vụ môi giới trọn gói

Công ty	Môi giới số & UX	Mô hình cho vay ký quỹ	Ngân hàng đầu tư/ Thị trường nợ (DCM)	Năng lực WealthTech	Mức độ tương đồng với TCBS
Charles Schwab	✓ Ứng dụng và nền tảng website mạnh	✓ Khả dụng đối với khách hàng bán lẻ và tổ chức	✗ Không hoạt động trên thị trường ECM/DCM; tập trung tư vấn bán lẻ	✓✓ Dịch vụ trọn gói, kế hoạch hưu trí	✓ Trung bình
Futu/Moomoo	✓✓ Dành cho thiết bị di động với trải nghiệm được trò chơi hóa	✓✓ Doanh thu cốt lõi từ cho vay ký quỹ bán lẻ	✗ Không tích cực hoạt động trên thị trường ECM/DCM	✓✓ Phân tích danh mục và công cụ xã hội	✓ Cao
Robinhood	✓✓ Ứng dụng tập trung vào bán lẻ	✓ Khả dụng	✗ Không tích cực hoạt động trên thị trường ECM/DCM	✓ Công cụ tài chính cơ bản	✓ Cao
eToro	✓ Thiết kế ưu tiên mạng xã hội	✓ Hợp đồng chênh lệch có sử dụng đòn bẩy (bên ngoài Mỹ)	✗ Không tích cực hoạt động trên thị trường ECM/DCM	✓ Mô phỏng giao dịch và gắn kết với mạng xã hội	✓ Trung bình
Interactive Brokers	✓ Đa nền tảng chuyên nghiệp	✓ Sử dụng rộng rãi ở các tổ chức	✗ Chỉ môi giới chính; Không hoạt động trên thị trường ECM/DCM	✓ Giao diện tập trung vào tổ chức	✓ Trung bình
iFAST Corporation	✓ Phân phối tài sản tập trung vào nền tảng	✓ Khả dụng	✗ Không tích cực hoạt động trên thị trường ECM/DCM	✓✓ Siêu thị quỹ và công cụ hưu trí	✓ Trung bình
Mirae Asset Securities	✓ Kênh kỹ thuật số hiện đại	✓ Đầy đủ tính năng	✓✓ Dẫn đầu thị trường ECM/DCM nhượng quyền tại Hàn Quốc	✓ Chủ yếu là khách hàng tổ chức	✓ Cao
Yuanta Securities	✓ Kết hợp web/di động với phạm vi tiếp cận rộng	✓ Sử dụng rộng rãi	✓ ECM, DCM và các dịch vụ thu nhập cố định	✓ Tư vấn bằng robot và tài sản số	✓ Cao
TCBS	✓✓ Nền tảng số toàn diện	✓✓ Nguồn doanh thu cốt lõi	✓ Dẫn đầu thị trường DCM Việt Nam	✓✓ Nền tảng tài sản số toàn diện bao gồm trái phiếu, cho vay ký quỹ và các công cụ tư vấn	

Nguồn: HSC tổng hợp

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Hiệu quả tài chính

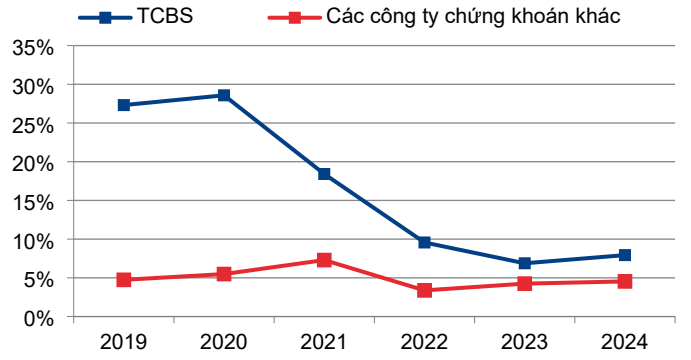
TCBS duy trì khả năng sinh lời vượt trội, nhờ cơ cấu thu nhập cân bằng, hiệu quả chi phí và sự hỗ trợ chiến lược từ ngân hàng mẹ. Khác với các công ty cùng ngành phụ thuộc nhiều vào thu nhập từ mở rộng bảng cân đối kế toán, TCBS có tỷ trọng lợi nhuận lớn hơn từ mảng tư vấn trái phiếu doanh nghiệp dựa trên phí. Mô hình này mang lại lợi nhuận ổn định, biên cao với nhu cầu sử dụng vốn thấp hơn. Cùng với chi phí vận hành tinh gọn và khả năng tiếp cận hệ sinh thái khách hàng của Techcombank, TCBS nổi bật là một trong những công ty hoạt động hiệu quả và ổn định nhất trên thị trường.

Nguyên nhân giúp TCBS duy trì hiệu quả vượt trội và tăng trưởng

Trong suốt thập kỷ qua, TCBS liên tục vượt trội so với các đối thủ về ROA, ROE và tăng trưởng tổng thể (tài sản, thu nhập hoạt động, lợi nhuận). Các công ty cùng ngành trong so sánh của chúng tôi bao gồm: SSI, HCM, VCI, VND, MBS, SHS, BSI, CTS, VCBS, VIX, VPS, MAS, KBS, KIS.

Biểu đồ 21: So sánh hệ số ROA

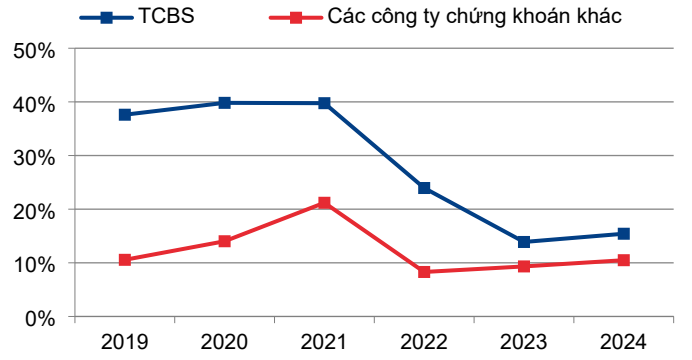
Hệ số ROA của TCBS duy trì ở mức cao hơn so với các công ty cùng ngành. Sự sụt giảm từ năm 2020 chủ yếu liên quan đến việc TCBS tăng quy mô tài sản tập trung vào mảng cho vay ký quỹ



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 22: So sánh hệ số ROE

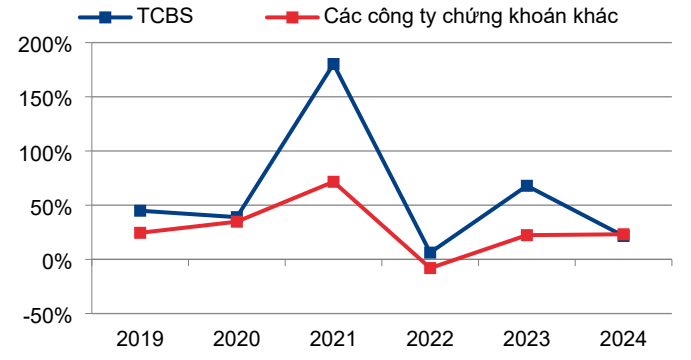
Việc tăng vốn đáng kể trong năm 2022-2023 khiến hệ số ROE giảm, nhưng ROE của TCBS vẫn cao hơn đáng kể so với các công ty chứng khoán khác



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 23: Tăng trưởng tài sản

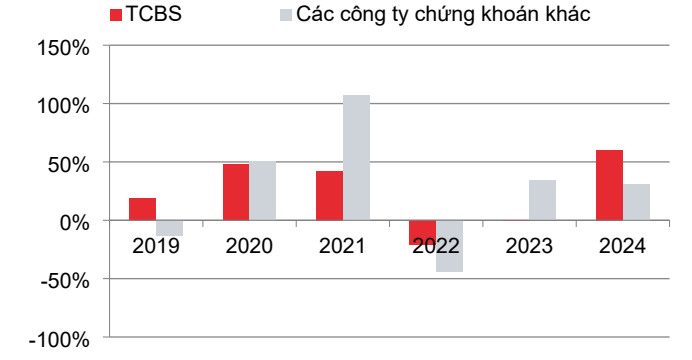
Tốc độ tăng trưởng kép 5 năm của TCBS đạt 53%, gấp đôi so với các công ty chứng khoán khác (26%)



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 24: Tăng trưởng lợi nhuận thuần

Tăng trưởng lợi nhuận thuần của TCBS ít biến động hơn so với các công ty cùng ngành nhờ cơ cấu thu nhập đa dạng hơn



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Kết quả vượt trội này được củng cố bởi nhiều lợi thế mang tính cấu trúc:

- **Tỷ trọng thu nhập từ phí cao**: TCBS tạo ra tỷ trọng doanh thu từ dịch vụ thu phí cao hơn hẳn so với các đối thủ, qua đó giảm sự phụ thuộc vào các hoạt động đòi hỏi vốn lớn và giúp duy trì lợi nhuận ổn định với biên cao.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- **Hiệu quả vận hành vượt trội**: Tận dụng nền tảng công nghệ mạnh mẽ, TCBS duy trì cơ cấu chi phí tinh gọn. Quy mô hoạt động còn được gia tăng nhờ sự cộng hưởng từ ngân hàng mẹ, bao gồm tiếp cận tệp khách hàng doanh nghiệp và bán lẻ lớn, lực lượng bán hàng dày dạn kinh nghiệm và năng lực quản trị rủi ro tín dụng sâu – đặc biệt quan trọng đối với mảng trái phiếu.
- **Hỗ trợ vốn mạnh từ ngân hàng mẹ**: Các đợt bổ sung vốn định kỳ giúp TCBS có khả năng mở rộng nhanh chóng khi thị trường thuận lợi, đặc biệt trong hoạt động cho vay ký quỹ và lưu giữ trái phiếu, mà không bị hạn chế về vốn.

Phân tích sâu hơn các yếu tố nền tảng

Thu nhập của công ty chứng khoán thường gồm 2 nhóm:

- Thu nhập từ phí: Bao gồm phí môi giới, tư vấn tài chính doanh nghiệp, phân phối quỹ và trái phiếu sơ cấp (như TCBS).
- Thu nhập dựa trên bảng cân đối: Bao gồm cho vay ký quỹ, tự doanh (đặc biệt là lưu trữ trái phiếu doanh nghiệp đối với TCBS) và hoạt động ngân quỹ sử dụng vốn tự có và đòn bẩy tài chính.

Trong thập kỷ qua, ngành chứng khoán đã chứng kiến sự dịch chuyển cơ cấu: thu nhập từ phí giảm dần, trong khi thu nhập dựa trên bảng cân đối ngày càng chiếm ưu thế. Xu hướng này tăng tốc từ năm 2019, sau khi mức phí môi giới tối thiểu (0,15% giá trị giao dịch) bị bãi bỏ, làm gia tăng áp lực cạnh tranh về giá giữa các công ty chứng khoán.

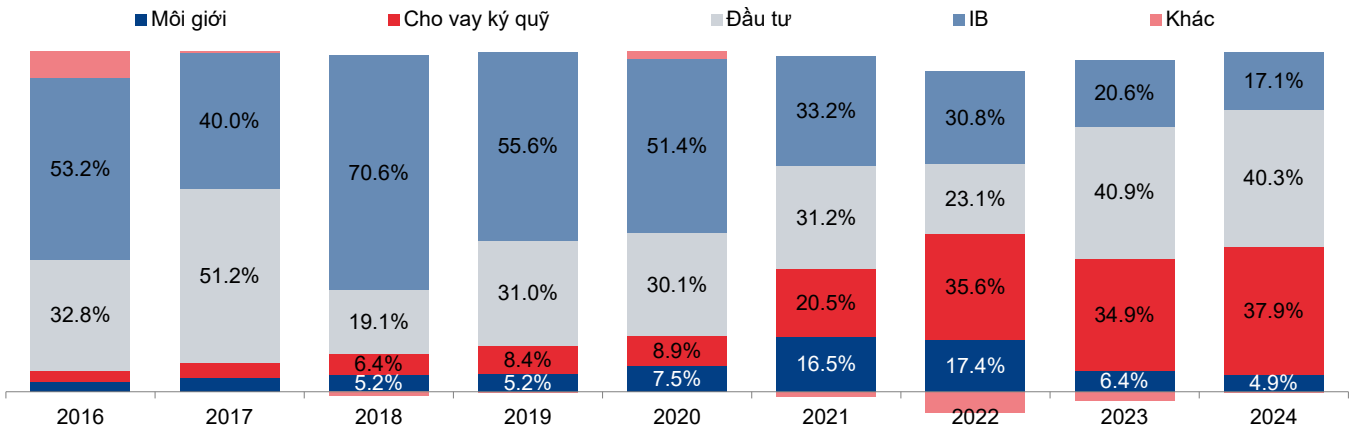
Ngược lại xu hướng ngành, TCBS duy trì cơ cấu thu nhập cân bằng và đa dạng hơn, với tỷ trọng từ phí cao vượt trội so với các đối thủ.

Theo báo cáo tài chính chuẩn hóa trong ngành, thu nhập từ phí của TCBS chiếm khoảng 22% tổng thu nhập hoạt động. Tuy nhiên, nếu tính thêm phí phân phối trái phiếu và theo cách phân loại nội bộ của TCBS, tỷ trọng này đạt tới 46,5% – cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành (~8,2%). Trong đó:

- Tư vấn trái phiếu đóng góp 18,1%, trong khi ở các đối thủ chỉ đạt 0,4% (phí tư vấn nói chung).
- Phí môi giới đóng góp 8,8% tại TCBS so với 7,8% ở đối thủ. Cần lưu ý rằng phí môi giới của TCBS chủ yếu đến từ giao dịch trái phiếu, do công ty áp dụng chính sách miễn phí giao dịch cổ phiếu từ năm 2023. Trong khi đó, nguồn thu môi giới của các công ty khác chủ yếu đến từ giao dịch cổ phiếu và phái sinh.

Biểu đồ 25: Cơ cấu thu nhập hoạt động thuần, TCBS

Cơ cấu thu nhập hoạt động đa dạng, trong đó mảng cho vay ký quỹ giữ vai trò ngày càng quan trọng



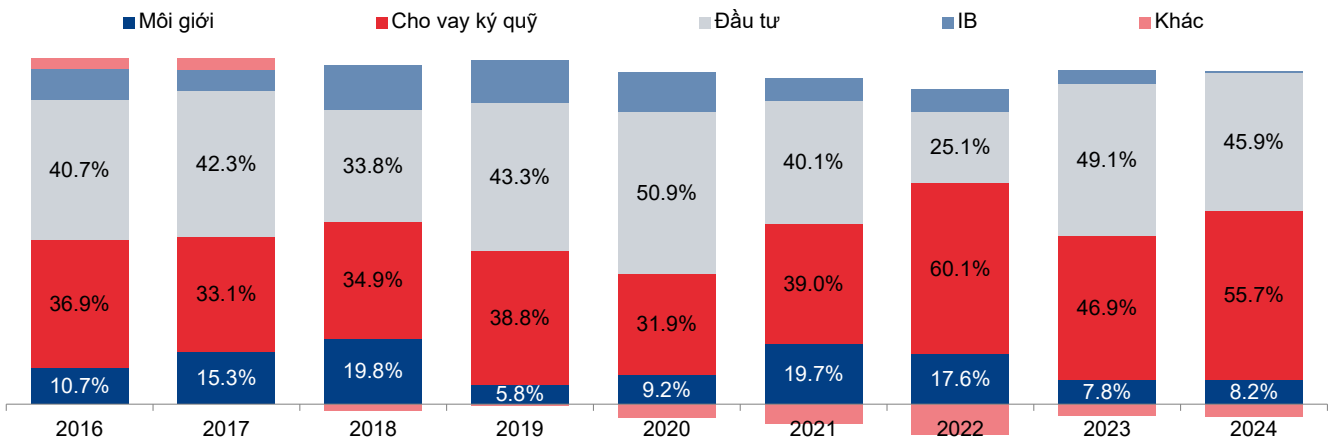
Thu nhập HĐ thuần = Thu nhập HĐ – Chi phí HĐ, không bao gồm doanh thu và chi phí tài chính
Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 26: Cơ cấu thu nhập hoạt động thuần, các công ty chứng khoán khác

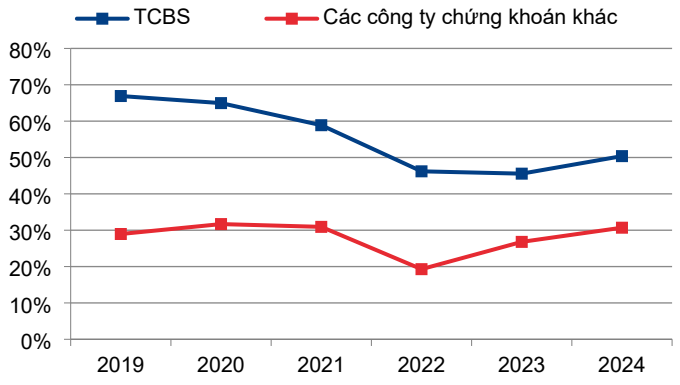
Không cân đối và đa dạng như TCBS



Thu nhập HĐ thuần = Thu nhập HĐ – Chi phí HĐ, không bao gồm doanh thu và chi phí tài chính
Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty, HSC

Biểu đồ 27: Tỷ suất lợi nhuận thuần

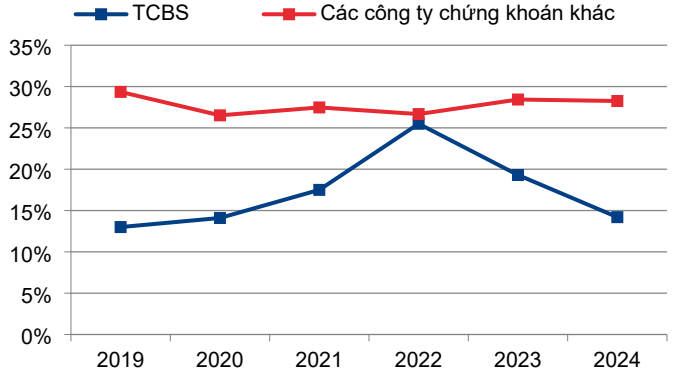
So với các công ty chứng khoán khác, TCBS duy trì tỷ suất lợi nhuận vượt trội hơn...



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 28: Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR)

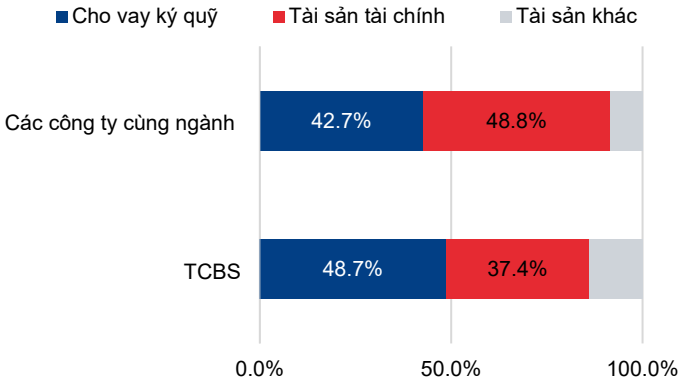
…và khi tỷ lệ CIR thấp hơn đáng kể



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 29: Cơ cấu tài sản, 2024

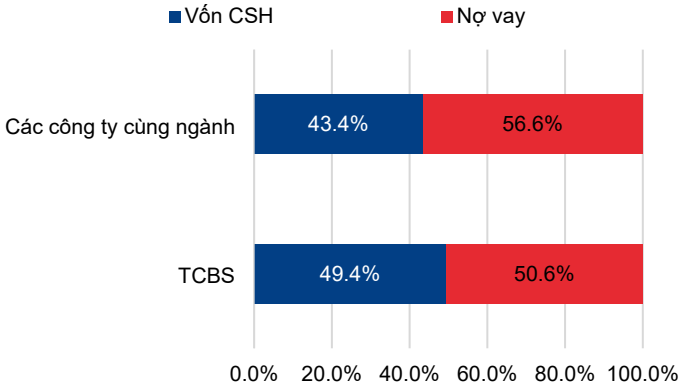
TCB chủ yếu sử dụng bảng cân đối kế toán vào hoạt động cho vay ký quỹ và lưu kho trái phiếu doanh nghiệp, trong khi một số công ty cùng ngành tập trung nhiều hơn vào mảng tự doanh



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 30: Cơ cấu nguồn vốn, 2024

Mức đòn bẩy tài chính của TCBS thấp hơn một chút so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Dự báo tài chính

Lợi nhuận thuần của TCBS được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 22,8% trong giai đoạn 2024-2029, nhờ mô hình kinh doanh hiện tại và vị thế thị trường mạnh. Kịch bản cơ sở chưa tính đến đóng góp tiềm năng từ các mảng kinh doanh mới như tài sản số. Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng 28,4% trong 2025 và 27,8% trong năm 2026 với hệ số ROE tạm thời giảm xuống do các đợt tăng vốn gần đây và IPO sắp tới. Hệ số ROE được kỳ vọng sẽ phục hồi về mức 15-16% trong giai đoạn 2027-2029 khi nguồn vốn mới được đưa vào sử dụng hiệu quả.

Kịch bản cơ sở: CAGR lợi nhuận thuần 5 năm đạt 22,8%

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của TCBS sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 22,8% trong 5 năm tới (2024-2029), dựa trên danh mục sản phẩm, dịch vụ và mô hình kinh doanh hiện tại. Dự báo này chưa bao gồm đóng góp tiềm năng từ các mảng kinh doanh mới, như tài sản số hoặc sản phẩm token hóa, vốn có thể mang lại động lực tăng trưởng bổ sung cho triển vọng trung và dài hạn.

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng 28,4% trong năm 2025 và 27,8% trong 2026. Do tác động của các đợt tăng vốn gần đây và IPO sắp tới, hệ số ROE được dự báo giảm xuống lần lượt 14,2% và 13,7% trong 2025 và 2026, thấp hơn mức 15,4% trong năm 2024. Tuy nhiên, hệ số ROE dự kiến sẽ dần cải thiện về mức 15-16% trong giai đoạn 2027-2029 khi lợi nhuận tăng trưởng và vốn được sử dụng hiệu quả hơn.

Các giả định chính

Kịch bản cơ sở được xây dựng theo phương pháp dự báo từ trên xuống (top-down):

- Bắt đầu từ các giả định vĩ mô như tăng trưởng GDP của Việt Nam.
- Ước tính quy mô và tốc độ tăng trưởng của các loại tài sản liên quan theo % GDP.
- Dự báo thị phần hoặc quỹ đạo tăng trưởng kỳ vọng của TCBS trong từng mảng kinh doanh (ví dụ: trái phiếu doanh nghiệp, môi giới cổ phiếu, cho vay ký quỹ, phân phối quỹ).

Bảng 31: Các giả định chính, TCBS

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tăng trưởng GDP thực	7.1%	7.3%	7.1%	8.0%	7.0%	7.0%
Dư nợ TPDN của Việt Nam - % GDP	11.0%	11.0%	12.5%	14.0%	15.5%	17.0%
% khối lượng trái phiếu phát hành của TCBS trên tổng khối lượng TPDN phát hành tại Việt Nam (không bao gồm trái phiếu ngân hàng)	45.9%	47.0%	45.8%	44.5%	43.3%	42.0%
Tăng trưởng khối lượng giao dịch trên hệ thống iConnect	-12.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam - % of GDP	59.2%	67.3%	75.5%	83.7%	91.8%	100.0%
Thị phần môi giới chứng khoán của TCBS	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%	11.0%	12.0%
Dư nợ cho vay ký quỹ của Việt Nam - % vốn hóa thị trường	3.7%	3.8%	4.0%	4.2%	4.3%	4.5%
Thị phần cho vay ký quỹ của TCBS	10.2%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	14.0%
NAV của các quỹ tại Việt Nam - % GDP	2.1%	2.5%	2.9%	3.2%	3.6%	4.0%
% giá trị TCB phân phối trên tổng tài sản quỹ của Việt nam	6.9%	7.9%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
Tỷ lệ đầu tư vào trái phiếu	6.6%	7.4%	7.8%	8.0%	7.8%	7.6%
Chênh lệch lãi suất đối với phân phối bán lẻ	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
Lãi từ cho vay ký quỹ	12.3%	11.0%	10.9%	10.8%	10.8%	10.7%
% chi phí quản lý trên thu nhập hoạt động thuần	10.6%	11.7%	11.6%	11.5%	11.4%	11.3%

Nguồn: TCBS, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 32: Đóng góp của các mảng kinh doanh vào tổng thu nhập hoạt động

Cho vay ký quỹ được dự báo là động lực tăng trưởng chính

Báo cáo KQKD	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Ngân hàng đầu tư (IB)	20.1%	18.1%	18.9%	17.8%	17.6%	17.2%	16.6%
Nghiệp vụ môi giới	10.4%	8.8%	8.8%	9.0%	9.7%	10.3%	10.6%
Cho vay ký quỹ	31.4%	35.3%	37.0%	38.0%	39.1%	41.4%	43.9%
Phân phối trái phiếu	17.2%	19.6%	15.8%	14.3%	13.6%	12.7%	11.6%
Kinh doanh nguồn vốn	21.0%	18.2%	19.3%	20.7%	19.6%	17.8%	16.2%
Khác	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%

Nguồn: TCBS, HSC

Bảng 33: Lợi nhuận thực tế và dự báo, TCBS

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thu nhập hoạt động (bao gồm thu nhập tài chính)	**5,101**	**7,432**	**9,825**	**12,633**	**15,201**	**18,334**	**22,184**
Ngân hàng đầu tư	1,026	1,344	1,857	2,250	2,672	3,160	3,687
Nghiệp vụ môi giới	528	656	862	1,136	1,480	1,883	2,362
Cho vay ký quỹ	1,602	2,622	3,639	4,803	5,944	7,592	9,743
Phân phối trái phiếu	876	1,454	1,552	1,802	2,070	2,321	2,567
Kinh doanh nguồn vốn	1,069	1,355	1,901	2,614	2,977	3,262	3,593
Khác	-	-	15	29	58	116	232
Chi phí hoạt động (bao gồm chi phí tài chính)	**(1,571)**	**(2,062)**	**(2,831)**	**(3,703)**	**(4,493)**	**(5,587)**	**(7,061)**
Ngân hàng đầu tư	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
Nghiệp vụ môi giới	(348)	(436)	(554)	(737)	(969)	(1,241)	(1,565)
Cho vay ký quỹ	(615)	(895)	(1,292)	(1,733)	(2,190)	(2,824)	(3,746)
Phân phối trái phiếu	-	-	-	-	-	-	-
Kinh doanh nguồn vốn	(608)	(730)	(984)	(1,231)	(1,333)	(1,521)	(1,749)
Khác	-	-	-	-	-	-	-
Thu nhập HĐKD thuần	**3,530**	**5,369**	**6,995**	**8,930**	**10,708**	**12,747**	**15,123**
Ngân hàng đầu tư	1,025	1,343	1,856	2,249	2,670	3,158	3,686
Nghiệp vụ môi giới	181	220	308	398	511	642	797
Cho vay ký quỹ	987	1,727	2,347	3,069	3,754	4,768	5,997
Phân phối trái phiếu	876	1,454	1,552	1,802	2,070	2,321	2,567
Kinh doanh nguồn vốn	461	625	917	1,383	1,644	1,741	1,844
Khác	-	-	15	29	58	116	232
Chi phí quản lý và thu nhập/chi phí khác	**(502)**	**(567)**	**(817)**	**(1,035)**	**(1,230)**	**(1,451)**	**(1,707)**
LNTT	**3,028**	**4,802**	**6,177**	**7,896**	**9,478**	**11,296**	**13,416**
Thuế TNDN	(625)	(952)	(1,235)	(1,579)	(1,896)	(2,259)	(2,683)
Lợi nhuận thuần	**2,403**	**3,850**	**4,942**	**6,317**	**7,582**	**9,037**	**10,733**

Nguồn: TCBS, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 34: Bảng cân đối kế toán thực tế và dự báo, TCBS

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN							
Tiền	4,582	2,865	7,748	8,718	7,722	8,012	7,437
Danh mục tài sản FVTPL	-	17	17	17	17	17	17
Danh mục HTM	1,292	2,232	2,344	2,461	2,584	2,713	2,849
Cho vay ký quỹ	16,619	25,911	40,249	47,872	62,201	79,052	103,054
Danh mục AFS	15,041	17,671	30,148	33,529	37,572	42,377	48,069
Chứng chỉ tiền gửi + trái phiếu Chính phủ	*350*	*705*	*740*	*777*	*816*	*856*	*899*
Trái phiếu	*13,530*	*15,845*	*28,231*	*31,515*	*35,458*	*40,157*	*45,739*
Đầu tư khác	*1,161*	*1,121*	*1,177*	*1,236*	*1,298*	*1,363*	*1,431*
Tài sản ngắn hạn khác	3,094	699	796	1,035	1,157	1,252	1,363
Tổng tài sản ngắn hạn	**40,628**	**49,395**	**81,302**	**93,632**	**111,253**	**133,423**	**162,789**
Tài sản dài hạn	**3,160**	**3,849**	**3,858**	**3,870**	**3,884**	**3,900**	**3,920**
Tổng tài sản	**43,789**	**53,244**	**85,161**	**97,502**	**115,137**	**137,323**	**166,708**
NỢ							
Nợ ngắn hạn	18,062	20,523	32,585	38,870	48,998	62,366	81,094
Trái phiếu ngắn hạn	-	3,575	1,006	-	-	5,809	1,367
Nợ ngắn hạn khác	1,135	1,836	2,321	2,964	3,540	4,222	5,037
Tổng nợ ngắn hạn	**19,197**	**25,934**	**35,913**	**41,834**	**52,538**	**72,397**	**87,498**
Nợ dài hạn	956	1,006	5,809	7,176	8,041	3,139	8,837
Nợ dài hạn khác	6	7	7	7	7	7	7
Tổng nợ dài hạn	**962**	**1,013**	**5,816**	**7,183**	**8,048**	**3,146**	**8,844**
Tổng nợ	**20,159**	**26,947**	**41,729**	**49,017**	**60,586**	**75,543**	**96,341**
NGUỒN VỐN							
Vốn điều lệ	2,177	19,613	23,113	23,113	23,113	23,113	23,113
Thặng dư vốn cổ phần	9,192	-	8,694	8,694	8,694	8,694	8,694
Lợi nhuận để lại	12,277	6,689	11,631	16,684	22,750	29,979	38,566
Vốn CSH khác	(17)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Tổng vốn chủ sở hữu	**23,630**	**26,297**	**43,432**	**48,485**	**54,551**	**61,781**	**70,367**

Nguồn: TCBS, HSC

Bảng 35: Các chỉ số chính

Số liệu chính	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
ROAE	13.9%	15.4%	14.2%	13.7%	14.7%	15.5%	16.2%
ROAA	6.9%	7.9%	7.1%	6.9%	7.1%	7.2%	7.1%
D/E	0.9 lần	1.0 lần	1.0 lần	1.0 lần	1.1 lần	1.2 lần	1.4 lần
% đầu tư trái phiếu/vốn CSH	57.3%	60.3%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
% dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH	70.3%	98.5%	92.7%	98.7%	114.0%	128.0%	146.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	45.7%	50.4%	50.3%	50.0%	49.9%	49.3%	48.4%

Nguồn: TCBS, HSC

Rủi ro tăng (upside) đối với dự báo

Có một số yếu tố tiềm năng có thể mang lại lợi nhuận cao hơn dự báo, dẫn đến tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng. Những cơ hội này chủ yếu liên quan đến mảng kinh doanh mới, sự thuận lợi từ chính sách, tốc độ mở rộng thị trường nhanh hơn và việc triển khai vốn hiệu quả hơn. Dù chưa được đưa vào kịch bản cơ sở, đây là những nguồn tăng trưởng đáng chú ý.

Các yếu tố chính bao gồm:

- **Khai thác mảng kinh doanh mới**: Thành công trong việc triển khai và mở rộng các mảng như tài sản số, chứng khoán token hóa, gọi vốn cộng đồng hoặc sản phẩm đầu tư cấu trúc có thể tạo thêm nguồn thu phí và mở rộng tệp khách hàng.
- **Pháp lý được đẩy nhanh**: Việc sớm có được khung pháp lý rõ ràng hoặc phê duyệt nhanh hơn dự kiến đối với các loại tài sản số và chứng khoán hóa có thể giúp TCBS tận dụng lợi thế người tiên phong.
- **Mở rộng thị trường**: Tốc độ tăng trưởng cao hơn kỳ vọng trong giao dịch cổ phiếu, tham gia quản lý tài sản hoặc phát hành trái phiếu doanh nghiệp – đặc biệt khi điều kiện vĩ mô thuận lợi – có thể đẩy khối lượng giao dịch và doanh thu lên cao hơn.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- **Triển khai vốn hiệu quả**: Việc sử dụng nhanh chóng và hiệu quả nguồn vốn mới huy động – đặc biệt ở mảng cho vay ký quỹ hoặc nắm giữ, đầu tư trái phiếu – có thể gia tăng lợi nhuận ngắn hạn và nâng cao đòn bẩy hoạt động.

Rủi ro giảm (downside) đối với dự báo

Dù kịch bản cơ sở phản ánh triển vọng tích cực, vẫn tồn tại một số rủi ro có thể ảnh hưởng đến quỹ đạo lợi nhuận của TCBS. Những rủi ro này chủ yếu liên quan đến biến động thị trường và chính sách pháp lý – hai yếu tố then chốt của môi trường kinh doanh.

Các rủi ro chính bao gồm:

- **Biến động từ nhà đầu tư cá nhân**: Sự chiếm ưu thế ngày càng tăng của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường vốn Việt Nam có thể làm gia tăng biến động giao dịch và dòng vốn khó đoán định, ảnh hưởng đến doanh thu môi giới và tâm lý thị trường.
- **Bất định pháp lý**: Dù hiện tại môi trường pháp lý nhìn chung thuận lợi, vẫn tồn tại rủi ro chính sách bị siết chặt. Điều này có thể bao gồm việc hạn chế cho vay ký quỹ hoặc quy định nghiêm ngặt hơn về phát hành và phân phối trái phiếu doanh nghiệp, như từng diễn ra trong giai đoạn điều chỉnh 2022–23.
- **Rủi ro tập trung kinh doanh**: Sự phụ thuộc đáng kể của TCBS vào mảng tư vấn và phân phối trái phiếu doanh nghiệp có thể khiến công ty đối mặt với rủi ro tập trung nếu như hoạt động này gắn với một nhóm nhỏ các doanh nghiệp phát hành khối lượng lớn trái phiếu. Bất kỳ sự sụt giảm phát hành hoặc thay đổi chiến lược huy động vốn từ nhóm khách hàng này đều có thể ảnh hưởng mạnh đến lợi nhuận.

Những yếu tố trên có thể tác động tới hoạt động cốt lõi và hạn chế tốc độ triển khai sản phẩm mới hoặc sử dụng vốn.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Định giá: Giá chào bán là điểm vào hấp dẫn

Giá chào bán 46.800đ/cp, tương ứng P/E dự phóng 2025 là 19,7 lần (định giá trước phát hành – pre-money)/21,9 lần (định giá sau phát hành – post-money). Đây là mức định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành trong nước và quốc tế. Các chỉ số lợi nhuận và hiệu quả hoạt động như ROA, ROE và tỷ suất lợi nhuận thuần cao củng cố cho quan điểm này.

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng hệ số **P/E (Price-to-Earnings)** làm phương pháp định giá chính cho TCBS. Phương pháp này phù hợp với đặc điểm kinh doanh của công ty:

- **Cơ cấu doanh thu đa dạng**: TCBS tạo phần thu nhập đáng kể từ nguồn phí như tư vấn trái phiếu, quản lý tài sản và sản phẩm cấu trúc – mang lại lợi nhuận ổn định và mang tính lặp lại cao.
- **Biên lợi nhuận ổn định:** Tỷ suất lợi nhuận thuần duy trì tương đối ổn định.
- **Khả năng mở rộng**: TCBS có khả năng mở rộng lợi nhuận nhờ tệp khách hàng ngày càng lớn, vị thế dẫn đầu trong mảng trái phiếu và hạ tầng công nghệ hiện đại – tất cả tạo ra đòn bẩy hoạt động khi quy mô giao dịch gia tăng.

Các chỉ số khác như P/B hoặc P/S có thể được sử dụng như công cụ tham chiếu. Tuy nhiên, P/E là chỉ số phản ánh rõ nét nhất khả năng sinh lời và động lực tăng trưởng của TCBS

Bối cảnh định giá

Đợt chào bán của TCBS được định giá ở mức 46.800đ/cp, tương đương với P/E dự phóng 2025 19,7 lần (định giá trước phát hành – pre-money) / 21,9 lần (định giá sau phát hành – post-money). Chúng tôi cho rằng mức định giá này hấp dẫn so với các đối thủ trong và ngoài nước, đặc biệt khi xét tới tốc độ tăng trưởng và hồ sơ lợi nhuận của TCBS.

Điểm khác biệt của TCBS nằm ở hiệu quả vượt trội trên các chỉ số như ROA, ROE và tỷ suất lợi nhuận thuần, phản ánh mô hình kinh doanh vừa có khả năng mở rộng vừa tinh gọn. Nguồn thu phí mạnh mẽ, vị thế dẫn đầu trong thị trường trái phiếu doanh nghiệp và hạ tầng số hiện đại củng cố khả năng sinh lời này. Các yếu tố nền tảng này cung cấp cơ sở vững chắc cho mức định giá hiện tại và cho thấy đợt chào bán là cơ hội hấp dẫn cho nhà đầu tư muốn tham gia vào câu chuyện tăng trưởng của công nghệ – tài chính tại Việt Nam.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 36: So sánh các CTCK

Cổ phiếu TCBS được chào bán với giá 46.800đ/cp, tương đương P/E dự phóng năm 2025 ở mức 19,7 lần (định giá trước phát hành)/21,9 lần (định giá sau phát hành), mức định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành trong nước và quốc tế

	P/E		P/B		ROA		ROE		Tỷ suất thuần	
Mã CP/Tên DN	**TTM**	**2025**	**TTM**	**2025**	**2024**	**2025**	**2024**	**2025**	**2024**	**2025**
SSI	23.4	21.5	2.5	2.5	4.0%	4.2%	11.4%	12.1%	33.4%	36.2%
VCI	32.9	29.5	2.6	2.4	4.2%	4.0%	9.0%	8.5%	24.6%	29.3%
VND	24.2	22.8	1.9	1.8	4.0%	3.7%	9.5%	8.4%	32.3%	27.6%
VPS					9.5%		24.8%		38.9%	
HCM	29.9		2.6		4.2%		11.1%		24.3%	
MBS	30.0		3.4		4.0%		11.7%		23.8%	
VIX	25.9		3.0		4.6%		5.3%		36.1%	
SHS	22.9		2.0		8.0%		9.5%		51.0%	
FTS	30.7		3.4		6.3%		14.6%		49.4%	
BSI	35.6		2.2		4.4%		8.5%		29.3%	
CTS	23.4		3.7		2.7%		10.8%		22.4%	
DSE	41.6		2.1		2.0%		5.0%		22.5%	
Trung bình	**29.1**	**24.6**	**2.7**	**2.3**	**4.8%**	**4.0%**	**10.9%**	**9.7%**	**32.3%**	**31.0%**
Trung bình không bao gồm DSE	**27.9**		**2.7**		**5.1%**		**11.5%**		**33.2%**	
Trung vị	**29.9**	**22.8**	**2.6**	**2.4**	**4.2%**	**4.0%**	**10.1%**	**8.5%**	**30.8%**	**29.3%**
Charles Schwab	26.1	21.1	4.2	3.8	1.2%	1.8%	15.5%	19.3%	22.9%	35.7%
Futu	29.2	23.4	4.2	6.0	4.3%	4.5%	20.7%	24.6%	40.1%	44.5%
Robinbood	57.2	66.3	12.2	11.6	6.4%	4.2%	19.2%	16.7%	47.8%	36.6%
eToro		21.5	3.0	2.7	19.3%		60.5%	21.9%	1.5%	27.2%
Interactive Brokers	33.9	31.6	5.8		0.5%	0.5%	19.2%	10.7%	8.1%	15.2%
iFAST Corporation	37.7	29.3	8.5	7.9	5.3%	5.4%	23.5%	29.5%	17.4%	20.4%
Mirae Asset Securities	9.1	10.9	0.7	0.8	0.7%	0.7%	6.4%	8.2%	10.7%	32.9%
Yuanta Securities	12.5	14.3	1.3	1.3	1.0%	0.9%	11.9%	9.0%	21.3%	33.8%
Trung bình	**29.4**	**27.3**	**5.0**	**4.9**	**4.8%**	**2.6%**	**22.1%**	**17.5%**	**21.2%**	**30.8%**
Trung bình không bao gồm HOOD	**24.8**	**21.7**	**4.0**	**3.8**	**4.6%**	**2.3%**	**22.5%**	**17.6%**	**17.4%**	**30.0%**
Trung vị	**29.2**	**22.5**	**4.2**	**3.8**	**2.7%**	**1.8%**	**19.2%**	**18.0%**	**19.4%**	**33.3%**
TCBS*	**24.0**	**19.7/21.9***	**3.2**	**2.7**	**7.9%**	**7.2%**	**15.4%**	**14.2%**	**50.4%**	**50.3%**

Nguồn: Định giá của các đối thủ dựa trên giá đóng cửa tại thời điểm ngày 15/8/2025, định giá của TCBS dựa trên giá chào bán.
** trước phát hành/sau phát hành*
Nguồn: Bloomberg, HSC tổng hợp

.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)