

Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ78,200
Tiềm năng tăng/giảm: 59.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/10/2025)	48,950
Mã Bloomberg	TCX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	48,950-48,950
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	48,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	113,139
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,295
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,311
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,311
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2,128
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.91%
Tỷ lệ freefloat	10.5%
Cổ đông lớn	Techcombank (79.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,785	-	N/a
2026F	3,127	-	N/a
2027F	3,795	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TCX là một công ty chứng khoán vận hành với hiệu suất cao và định hướng công nghệ, theo mô hình kinh doanh WealthTech. Công ty nắm giữ thị phần dẫn đầu trong mảng tư vấn trái phiếu doanh nghiệp và top 3 trong mảng môi giới cổ phiếu.

Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ và bền vững;
khuyến nghị lần đầu Mua vào

- HSC khuyến nghị lần đầu cổ phiếu TCX với đánh giá Mua vào và giá mục tiêu dựa trên phương pháp so sánh P/E là 78.200đ, cao hơn 67% so với giá IPO, và tiềm năng tăng giá 60% so với mức hiện tại.
- TCX có mô hình kinh doanh cân bằng với vị thế dẫn đầu lĩnh vực TPDN, cổ phiếu và 'WealthTech' bán lẻ, giúp công ty đạt tỷ lệ chi phí/thu nhập thấp nhất và nằm trong nhóm sinh lời hàng đầu của ngành.
- Nhờ văn hóa doanh nghiệp sáng tạo, TCX được kỳ vọng sẽ duy trì tăng trưởng bền vững và hiệu quả. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng giai đoạn 2024A–27F tăng trưởng kép 31,6%/năm, ROE bình quân 16,1%, và còn nhiều dư địa tăng trưởng trong giai đoạn tiếp theo.
- Giá mục tiêu được thiết lập ở mức cao hơn khoảng 20% so với các công ty cùng ngành (dựa trên dự báo năm 2026), tương ứng với P/E 2025–26 lần lượt là 28,1 lần và 25,0 lần.

Khuyến nghị lần đầu sau khi TCX IPO thành công

TCX khác biệt nhờ mô hình kinh doanh hiệu quả cao và dựa trên công nghệ, tập trung vào hệ sinh thái sản phẩm đầu tư WealthTech toàn diện - đây là nền tảng giúp Công ty đạt được các vị thế dẫn đầu ở nhiều phân khúc tài sản - #1 tư vấn TPDN, #1 cho vay ký quỹ cổ phiếu và #3 môi giới cổ phiếu. TCX đã hoàn tất thương vụ IPO được mong đợi, đánh dấu một trong những đợt chào bán cổ phiếu lớn nhất trên thị trường vốn Việt Nam trong năm 2025. Thương vụ này đã thu hút mạnh mẽ NĐT với số lượng cổ phiếu đăng ký mua cao hơn 2,5 lần so với quy mô chào bán. Điều này khẳng định niềm tin mạnh mẽ vào vị thế dẫn đầu thị trường, khả năng sinh lời và triển vọng tăng trưởng dài hạn của TCX.

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng trung bình 31,6% trong 3 năm tới

HSC dự báo lợi nhuận thuần của TCX sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 31,6% trong giai đoạn 2024-2027 dựa trên mô hình kinh doanh hiện tại cùng vị thế vững chắc trên thị trường (dự báo của chúng tôi chưa bao gồm đóng góp tiềm năng từ các mảng kinh doanh trong tương lai như tài sản số). Lợi nhuận dự kiến tăng 46,1% trong năm 2025 và 28,5% trong năm 2026; ROE được dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm nay sau khi tăng vốn đáng kể nhưng sẽ phục hồi và duy trì ở mức khoảng 17% khi nguồn vốn mới được đưa vào sử dụng.

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị Mua vào đối với TCX với giá mục tiêu theo phương pháp định giá so sánh P/E là 78.200đ, cao hơn 67% so với giá IPO (46.800đ) và tương đương tiềm năng tăng giá 60% so với thị giá (sau khi giá cổ phiếu TCX tăng 4,6% trong ngày giao dịch đầu tiên). Giá mục tiêu này – được thiết lập ở mức cao hơn khoảng 20% so với nhóm cùng ngành (theo dự báo năm 2026) phản ánh triển vọng tăng trưởng, khả năng sinh lời và vị thế dẫn đầu của TCX – tương ứng với P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt ở mức 28,1 lần và 25 lần.

Nền tảng có thể mở rộng và hạ tầng số mạnh mẽ của TCX giúp công ty duy trì lợi thế chi phí và khả năng sinh lời ổn định. Ngoài ra, TCX ở vị thế chiến lược thuận lợi để hưởng lợi từ sự phát triển của thị trường vốn Việt Nam và các lĩnh vực tiềm năng mới như tài sản số và token hóa, theo định hướng chính sách của Chính phủ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	5,257	7,615	11,065	14,372	17,485
LN thuần (tỷ đồng)	2,403	3,850	5,626	7,227	8,771
EPS (đồng)	11,040	1,963	2,785	3,127	3,795
DPS (đồng)	0	5,494	500	625	759
BVPS (đồng)	108,542	13,408	18,587	21,089	24,125
P/E (lần)	4.43	24.9	17.6	15.7	12.9
Lợi suất cổ tức (%)	0	11.2	1.02	1.28	1.55
P/B (lần)	0.45	3.65	2.63	2.32	2.03
Thị phần môi giới CP (%)	6.15	7.15	8.12	9.09	10.1
Tăng trưởng EPS (%)	(48.8)	(82.2)	41.9	12.3	21.4
ROAE (%)	13.9	15.4	16.2	15.8	16.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Nội dung

Luận điểm đầu tư	3
IPO thành công, số lượng cổ phiếu đăng ký mua vào cao hơn 2,5 lần quy mô chào bán	3
Mở rộng mô hình WealthTech với tăng trưởng mạnh mẽ và định giá hấp dẫn	3
Quá trình phát triển của một nền tảng dịch vụ WealthTech toàn diện	6
Tổng quan doanh nghiệp	6
Vị thế thị trường	7
Đội ngũ lãnh đạo	7
Mô hình kinh doanh của TCX	9
Nền tảng WealthTech: Cung cấp dịch vụ và sản phẩm toàn diện	9
Mô hình tạo doanh thu: Dịch vụ miễn phí và dịch vụ sinh lợi	10
Mô hình vận hành: “Phygital” và Agile – hiệu quả và đổi mới	11
Cơ hội tới từ tăng trưởng mang tính cấu trúc của thị trường vốn	14
Thị trường cổ phiếu	14
Thị trường trái phiếu doanh nghiệp	16
Các mảng kinh doanh tiềm năng mới	17
So sánh với các đối thủ: Đặt TCX trong bối cảnh chung	21
TCX so với các đối thủ trong nước	21
TCX so với các đối thủ quốc tế	22
Tình hình tài chính	24
Thành tích tăng trưởng và sinh lời đã được chứng minh	24
KQKD 9 tháng đầu năm 2025 khởi sắc ở tất cả các mảng kinh doanh	27
Dự báo tài chính	29
Kịch bản cơ sở: Lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 31,6% trong 3 năm tới	29
Định giá và khuyến nghị	33
Phương pháp định giá	33
Khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu là 78.200đ, cao hơn 67% so với giá IPO và tương đương tiềm năng tăng giá 60%	33
Bối cảnh định giá	34

Luận điểm đầu tư

HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu Mua vào cho TCX với giá mục tiêu dựa trên so sánh P/E là 78.200đ, tương đương tiềm năng tăng giá 59,8%. TCX có mô hình kinh doanh hiệu quả cao, dẫn dắt bởi công nghệ, tập trung vào hệ sinh thái sản phẩm đầu tư WealthTech toàn diện với vị thế dẫn đầu ở nhiều loại hình tài sản đầu tư. Nền tảng mở rộng quy mô và hạ tầng kỹ thuật số mạnh mẽ giúp công ty duy trì lợi thế chi phí, đồng thời ở vị thế thuận lợi khi thị trường vốn Việt Nam ngày càng phát triển sâu rộng và mở ra các biên giới tăng trưởng mới trong tài sản số và token hóa, phù hợp và tuân thủ theo định hướng chính sách của Chính phủ. HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 31,6% trong 3 năm tới, trong đó tăng trưởng 46% trong năm 2025 (tăng 30,5% trong 9 tháng đầu năm và tăng 111% trong Q4/2025 từ mức nền thấp cùng kỳ) – nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ và đòn bẩy hoạt động - và còn dư địa tăng trưởng trong dự phóng dài hạn. Tại giá mục tiêu lần đầu của chúng tôi – được thiết lập ở mức 20% cao hơn so với bình quân nhóm so sánh (trong năm 2026) phản ánh hợp lý các đặc điểm cốt lõi và triển vọng tăng trưởng của TCX - P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt ở mức 28,1 lần và 25 lần.

IPO thành công, số lượng cổ phiếu đăng ký mua vào cao hơn 2,5 lần quy mô chào bán

Techcom Securities (TCX) đã hoàn tất thương vụ IPO rất được mong đợi, đánh dấu một trong những đợt chào bán cổ phiếu lớn nhất trên thị trường vốn Việt Nam trong năm 2025. Thương vụ này đã thu hút được nhu cầu đặc biệt từ nhà đầu tư với số lượng đăng ký vượt hơn 2,5 lần quy mô chào bán, khẳng định niềm tin mạnh mẽ vào vị thế dẫn đầu thị trường, khả năng sinh lời và triển vọng tăng trưởng dài hạn của TCX.

Số tiền thu được từ thương vụ này sẽ củng cố nền vốn của TCX, cho phép Công ty mở rộng quy mô các mảng kinh doanh môi giới cổ phiếu, tư vấn trái phiếu và các dịch vụ WealthTech, đồng thời duy trì sự linh hoạt của bảng cân đối kế toán (CĐKT) để đón đầu các cơ hội kinh doanh tiềm năng.

Những thông tin chính như sau:

- **Quy mô và giá chào bán:** 231,15 triệu cổ phiếu được chào bán với giá 46.800đ/cp, huy động khoảng 10,8 nghìn tỷ đồng cho TCX.
- **Cơ sở vốn:** Vốn điều lệ tăng từ 20,8 nghìn tỷ đồng lên 23,1 nghìn tỷ đồng, trong khi tổng vốn CSH tăng từ 31,8 nghìn tỷ đồng lên 42,5 nghìn tỷ đồng sau khi hoàn tất IPO, khẳng định vị thế CTCK có vốn lớn nhất Việt Nam của TCX.
- **Nhu cầu của NĐT:** Số lượng cổ phiếu đăng ký mua cao hơn 2,5 lần so với quy mô chào bán, tương đương 575 triệu cổ phiếu được đăng ký mua.
- **Phân bổ:** Cổ phiếu được phân bổ theo tỷ lệ (40,188%), tương đương NĐT nhận được khoảng 40% số lượng cổ phiếu đăng ký mua.
- **Số lượng NĐT tham gia:** Khoảng 26.900 nhà đầu tư, trong đó NĐT cá nhân chiếm 52% và NĐT tổ chức chiếm 48% (dựa trên giá trị).
- **Sở hữu nước ngoài:** Trần sở hữu nước ngoài ở mức 100%, trong đó NĐT nước ngoài nắm giữ 7,68% cổ phần TCX sau khi IPO. TCX vẫn là công ty con của TCB, nắm giữ 79,8% cổ phần sau khi niêm yết từ 88% trước đó.

Mở rộng mô hình WealthTech với tăng trưởng mạnh mẽ và định giá hấp dẫn

TCX 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. TCX 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 TCX - một công ty dịch vụ tài chính toàn diện với hệ sinh thái WealthTech khác biệt.

Những yếu tố nền tảng bao gồm:

- **Mô hình kinh doanh cân bằng, linh hoạt và đổi mới:** TCX 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, đặc biệt là trong lĩnh vực tư vấn TPDN, WealthTech và phân phối số.
- **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 TCX duy trì khả năng sinh lời vượt trội và mở rộng quy mô hiệu quả.
- **Vị thế vững chắc cho tăng trưởng:** TCX 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, TCX 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.

Dựa trên những đặc điểm trên và tốc độ tăng trưởng cao (theo dự phóng) cùng mức giá cổ phiếu hiện tại, HSC cho rằng định giá cổ phiếu TCX rất hấp dẫn so với các công ty cùng ngành. Tại giá chào bán IPO, P/E của TCX thấp hơn đáng kể so với bình quân ngành trong khi P/B chỉ cao hơn một chút so với bình quân ngành. Tại thị giá hiện tại (sau khi tăng 4,6% trong ngày giao dịch đầu tiên), TCX đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 17,6 lần, vẫn thấp hơn 16% so với bình quân ngành ở mức 21 lần. Với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và bền vững hơn cùng với hệ số ROE vượt trội, chúng tôi tin rằng TCX xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn so với các công ty cùng ngành trong nước; do đó, TCX hiện đang có định giá đặc biệt hấp dẫn.

HSC khuyến nghị Mua vào cho TCX với giá mục tiêu tại thời điểm cuối năm 2026 ở mức 78.200đ, cao hơn 67% so với giá IPO và tương đương tiềm năng tăng giá 59,8%. Tại giá mục tiêu, cao hơn khoảng 20% so với bình quân các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi nhờ hệ số ROE vượt trội và tăng trưởng tốt hơn, P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 28,1 lần và 25 lần.

Bảng 1: So sánh các công ty ngành chứng khoán, Việt Nam

TCX đang được định giá theo hệ số P/E năm 2025 là 16,8 lần tại giá IPO và 17,6 lần tại giá đóng cửa ngày giao dịch đầu tiên, so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 21 lần. Nhờ đó, TCX đang giao dịch với định giá rất hấp dẫn so với các công ty khác

Mã CK	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Giá cp (đồng) 21-10	P/E		P/B		ROE		Tăng trưởng lợi nhuận thuần	
			Trượt 12T	2025F	Trượt 12T	2025F	2024	2025F	2024	2025F
SSI*	80,130	38,600	22.6	26.2	2.64	2.51	11.4%	11.6%	23.6%	27.0%
VCI*	27,242	37,700	24.4	23.7	2.15	2.06	9.0%	8.8%	85.1%	25.7%
VND*	32,044	21,050	14.7	19.2	1.56	1.37	9.5%	8.0%	-15.0%	4.6%
HCM	26,189	24,250	24.1	N/a	2.47	N/a	11.1%	N/a	54.2%	N/a
MBS	19,431	29,500	19.7	N/a	2.78	N/a	12.5%	N/a	27.3%	N/a
VIX	53,140	34,700	12.6	N/a	2.63	N/a	5.3%	N/a	-31.4%	N/a
SHS	22,309	29,500	16.5	N/a	1.85	N/a	9.5%	N/a	81.6%	N/a
FTS	11,590	33,450	27.1	N/a	2.70	N/a	14.6%	N/a	27.5%	N/a
BSI	10,182	41,500	21.3	N/a	1.87	N/a	8.5%	N/a	1.2%	N/a
CTS	8,794	41,350	14.4	N/a	3.13	N/a	10.8%	N/a	23.3%	N/a
DSE	8,464	24,750	28.6	N/a	1.97	N/a	5.0%	N/a	-20.6%	N/a
VCK**	76,827	60,000	22.6	21.9	5.51	3.29	24.8%	26.7%	277.8%	38.8%
VPX**	50,850	33,900	17.4	17.9	2.51	1.89	5.8%	18.6%	-2.8%	265.0%
TCX*	108,000	46,800/48,950	20.2	16.8/17.6	2.55	2.52/2.63	15.4%	19.3%	60.2%	46.1%
Bình quân	40,097		20.4	21.0	2.59	2.27	9.7%	9.5%	42.3%	67.9%
Trung vị	29,466		20.7	20.6	2.53	2.29	9.5%	8.8%	25.5%	32.9%

Ghi chú: * các cổ phiếu trong phạm vi phân tích của HSC ** các công ty chứng khoán sắp IPO

(1) Giá cổ phiếu và giá trị vốn hóa thị trường được tính dựa trên giá chào bán cổ định tại IPO của TCX và VPBank Securities (VPX) (dự kiến niêm yết trước hoặc trong Q1/2026), và giá chào bán tối thiểu đối với VPS Securities (VCK) (cũng dự kiến niêm yết trước hoặc trong Q1/2026).

(2) Các chỉ số và hệ số dự phóng năm 2025 của các công ty do HSC phân tích - gồm SSI, VCI, VND, và TCX - phản ánh dự báo hiện tại của chúng tôi, trong khi các chỉ số của VCK và VPX được lấy theo hướng dẫn của doanh nghiệp.

(3) Đối với VCK và VPX, ROE và P/E dự phóng 2025 không bao gồm phần vốn huy động từ IPO, trong khi hệ số P/B có tính phần vốn đó. Hệ số ROE dự phóng 2025 của TCX cũng không bao gồm tác động của vốn IPO (để đảm bảo so sánh tương đồng với VCK và VPX); nếu bao gồm vốn IPO, ROE năm 2025 được ước tính đạt khoảng 16,5%.

(4) Trong bảng, chúng tôi trình bày giá IPO / giá đóng cửa ngày giao dịch đầu tiên của TCX và các hệ số định giá tương ứng cho năm 2025.
Nguồn: Fiinx, dữ liệu các công ty, HSC

Quá trình phát triển của một nền tảng dịch vụ WealthTech toàn diện

TCX 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, TCX 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 TCX 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.

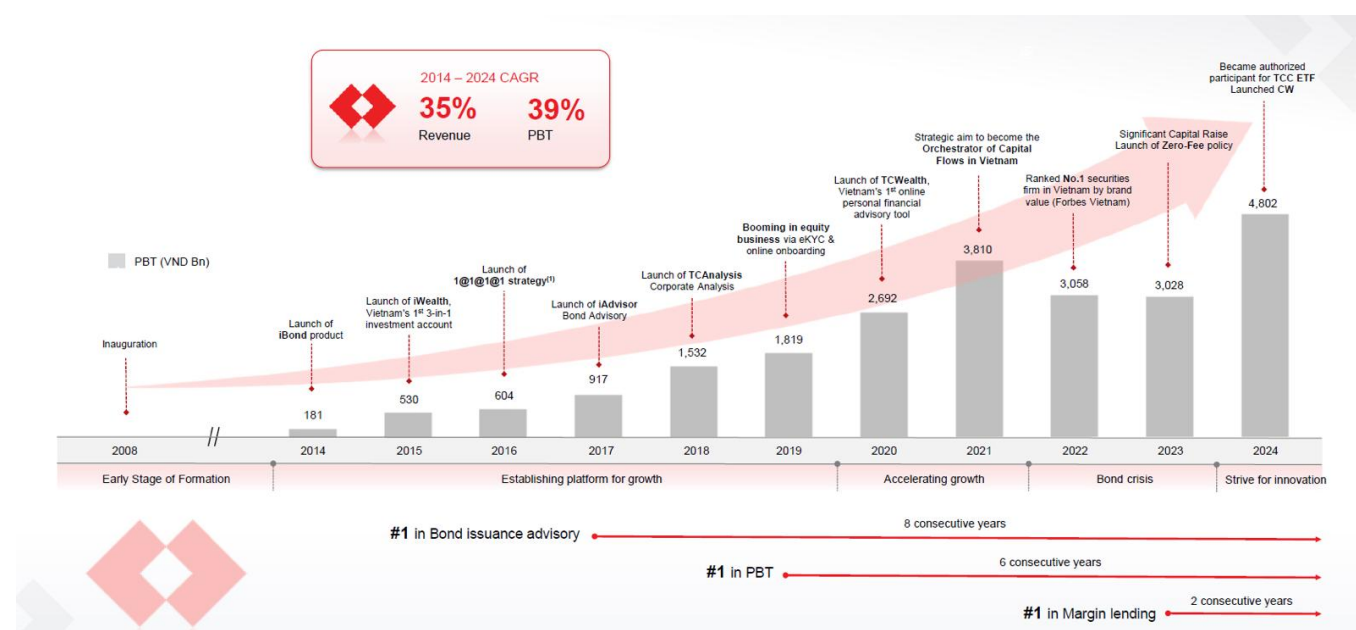
Tổng quan doanh nghiệp

Ngay từ khi thành lập vào tháng 8/2008, TCX đã theo đuổi chiến lược khác biệt, ban đầu 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 giai đoạn này. Chiến lược tập trung này cho phép công ty xây dựng chuyên môn sâu, phát triển tệp khách hàng doanh nghiệp vững chắc và tránh phải tham gia sớm vào thị trường môi giới cổ phiếu, cạnh tranh và phân mảnh cao.

Tận dụng hệ sinh thái doanh nghiệp vững chắc của Ngân hàng mẹ Techcombank, TCX đã nhanh chóng dẫn đầu lĩnh vực phát hành, bảo lãnh & phân phối trái phiếu doanh nghiệp, sau đó giữ vững vị thế dẫn đầu thị phần ở cả hoạt động tư vấn phát hành và môi giới TPDN thứ cấp.

Trong những năm gần đây, TCX đã mở rộng hoạt động sang mảng 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 phát triển của thị trường cổ phiếu, sự gia tăng của nhà đầu tư cá nhân, tốc độ thâm nhập nhanh chóng của các nền tảng đầu tư số. Nhờ lợi thế hạ tầng công nghệ và nguồn lực tài chính, TCX đã thành công đa dạng hóa nguồn doanh thu đồng thời giữ vững hiệu quả hoạt động. 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 lợi thế công nghệ, năng lực vận hành và sự cộng hưởng của hệ sinh thái để giữ vững vị thế dẫn đầu ở các loại hình tài sản.

Biểu đồ 2: Hành trình phát triển của TCBS



Nguồn: TCX

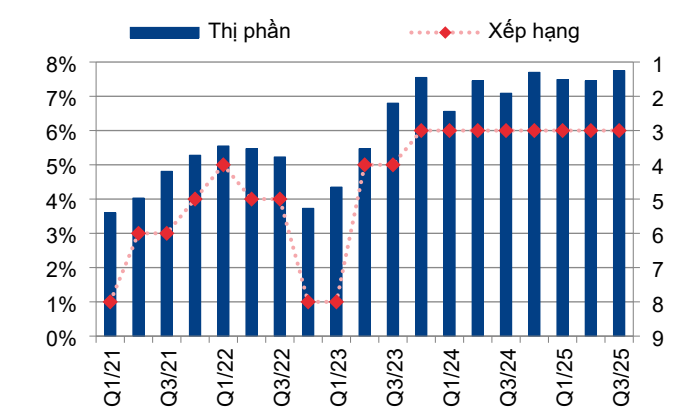
Vị thế thị trường

Trong lĩnh vực môi giới cổ phiếu, TCX đã nhanh chóng khẳng định vị thế là một trong những CTCK cung cấp dịch vụ trọn gói hàng đầu Việt Nam với thế mạnh được giữ vững ở tất cả các lĩnh vực kinh doanh chính kể từ Q4/2023. Cụ thể như sau:

- **Cho vay ký quỹ cổ phiếu:** Vị thế #1 với thị phần ước tính khoảng 11% nhờ nền vốn lớn, nền tảng cho vay số và hệ thống kiểm soát rủi ro hiệu quả.
- **Nghiệp vụ môi giới cổ phiếu:** Thị phần đứng thứ 3 sàn HSX (7,75%) trong Q3/2025, phản ánh sức hấp dẫn đối với khách hàng cá nhân và nền tảng giao dịch số WealthTech.
- **Phân phối và tư vấn TPDN:** TCX tiếp tục giữ vững vị trí thống lĩnh thị trường với thị phần #1 (đạt 46% trong 6 tháng đầu năm 2025).

Biểu đồ 3: Môi giới cổ phiếu, TCX

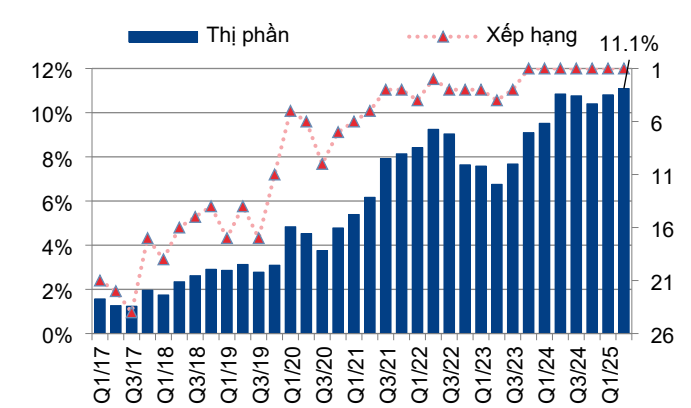
TCX duy trì vị trí top 3 trong mảng môi giới cổ phiếu kể từ Q4/2023



Nguồn: TCX, HSX

Biểu đồ 4: Cho vay ký quỹ, TCX

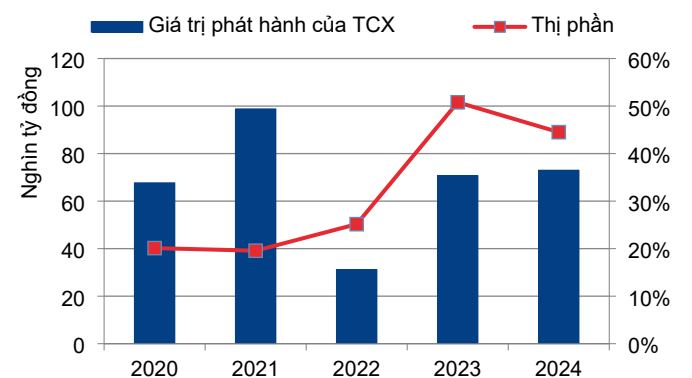
TCX đã duy trì vị trí số 1 trong mảng cho vay ký quỹ suốt tám quý liên tiếp



Nguồn: HSX

Biểu đồ 5: Thị phần phát hành TPDN của TCX

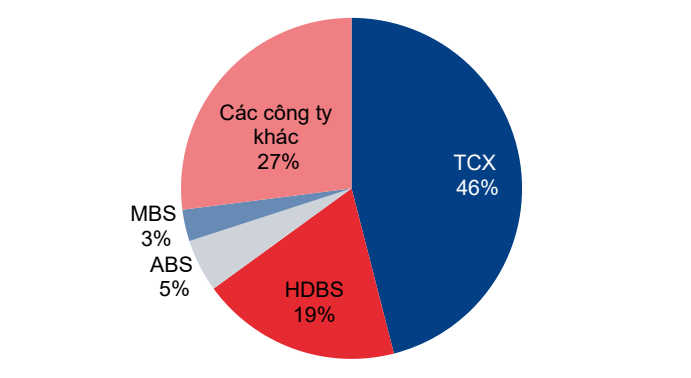
TCX đã giành thêm thị phần sau khủng hoảng thị trường TPDN năm 2022, khi các đối thủ yếu hơn rút lui khỏi thị trường



Ghi chú: Thị phần trong mảng phát hành TPDN phi ngân hàng
Nguồn: TCX

Biểu đồ 6: Thị phần phát hành TPDN trong năm 2024

Năm 2024, TCX duy trì vị trí số 1 trong mảng tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp phi ngân hàng với thị phần 46%



Nguồn: TCX

Đội ngũ lãnh đạo

TCX 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 TCX. 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 dặn 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 TCX phát triển thành một công ty đầu tư toàn diện dựa trên công nghệ.

Mô hình kinh doanh của TCX

TCX 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 TCX 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 TCX 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, TCX có nền tảng vững chắc để mở rộng quy mô. Những yếu tố này củng cố vị thế dẫn đầu của TCX trong bối cảnh thị trường WealthTech tại Việt Nam đang phát triển nhanh chóng.

Nền tảng WealthTech: Cung cấp dịch vụ và sản phẩm toàn diện

TCX 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 – TCX 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.

TCX 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, TCX 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.
- iStock: Nền tảng giao dịch cổ phiếu miễn phí giao dịch.
- iConnect: Sàn giao dịch trái phiếu thứ cấp.
- TCWealth Robo Advisor: Công cụ lên kế hoạch tài chính cá nhân & 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, tương tự mô hình của eToro – một trong những công ty WealthTech hàng đầu thế giới.
- Fundmart: Nền tảng phân phối quỹ mở, giúp nhà đầu tư tiếp cận các quỹ bên thứ ba.
- TCAalysis và Allocation: Thuật toán số liệu để phân bổ tài sản cá nhân.

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, TCX 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.

Mô hình tạo doanh thu: Dịch vụ miễn phí và dịch vụ sinh lợi

TCX vận hành mô hình doanh thu “hai động cơ”, kết hợp giữa các công cụ miễn phí để thu hút người dùng và các nền tảng có khả năng tạo lợi nhuận cao. Mô hình này giúp công ty vừa mở rộng quy mô khách hàng nhanh chóng, vừa đảm bảo hiệu quả sinh lời bền vững trong dài hạn. Cách tiếp cận này cho phép TCX thu hút khối lượng lớn nhà đầu tư cá nhân với chi phí thấp, biến tương tác của họ thành nguồn thu ổn định, đồng thời tái đầu tư lợi nhuận để củng cố và mở rộng hệ sinh thái.

Công cụ & dịch vụ miễn phí: Kênh thu hút và tương tác với khách hàng

Ở đầu chuỗi hệ sinh thái của TCX là một loạt các nền tảng kỹ thuật số miễn phí đóng vai trò như cổng vào cho người dùng mới và trung tâm tương tác khách hàng. Các dịch vụ này không nhằm mục tiêu tạo doanh thu trực tiếp mà giữ vai trò chiến lược trong việc thúc đẩy quy mô, xây dựng niềm tin và khai thác dữ liệu để hiểu rõ hành vi khách hàng.

Các dịch vụ chính bao gồm:

- Môi giới cổ phiếu miễn phí: Giao dịch miễn phí dành cho khách hàng cá nhân, nhằm thu hút tham gia thị trường và tăng cường gắn kết với nền tảng.
- Bộ công cụ Đầu tư Thông minh: Giải pháp tư vấn và lập kế hoạch số hỗ trợ theo dõi mục tiêu tài chính cá nhân và chiến lược phân bổ tài sản.
- TCWealth Robo Advisor: Lập kế hoạch tài chính cá nhân tự động

Các nền tảng này cùng nhau tăng cường tương tác với khách hàng và củng cố khả năng thu thập dữ liệu hành vi và giao dịch của TCX. Dữ liệu này sẽ dần nâng cao hiệu quả bán chéo, cho phép Công ty hướng người dùng một cách tự nhiên đến sử dụng các sản phẩm mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Chiến lược này phù hợp với mục tiêu dài hạn của TCX là chuyển đổi nhà đầu tư cá nhân thành khách hàng tài chính toàn diện - bao gồm giao dịch chứng khoán, đầu tư trái phiếu & quản lý tài sản.

Đáng chú ý, trong số 10 CTCK lớn nhất thị trường, TCX là CTCK duy nhất áp dụng mô hình Không môi giới và cũng là công ty duy nhất thực sự áp dụng mô hình Không thu phí giao dịch cổ phiếu.

Dịch vụ tạo lợi nhuận: Công cụ kiếm tiền

Khi khách hàng đã tích cực tham gia hệ sinh thái TCX, Công ty sẽ tận dụng sự gắn kết và niềm tin để tạo lợi nhuận thông qua các sản phẩm thu phí và thu lãi suất. Lợi nhuận của TCX được hỗ trợ bởi 3 trụ cột doanh thu chính:

- Hoạt động TPDN (đóng góp khoảng 60% tổng thu nhập hoạt động năm 2024): TCX là công ty dẫn đầu thị trường về phát hành, phân phối & dịch vụ đại lý, với mạng lưới nhà đầu tư cá nhân lớn. Trong đó, hoạt động “warehousing” trái phiếu (nắm giữ một phần trái phiếu phát hành sơ cấp) và phân phối đóng góp thu nhập ổn định & có tỷ suất lợi nhuận cao.
- Cho vay ký quỹ (đóng góp hơn 35% thu nhập hoạt động năm 2024): Động lực lợi nhuận lớn thứ hai với những sản phẩm như MarginSure, T+ Margin. Nền tảng cho vay dựa trên đánh giá rủi ro giúp TCX mở rộng việc sử dụng đòn bẩy hiệu quả, đồng thời kiểm soát rủi ro hợp lý.
- Phí phân phối chứng chỉ quỹ: TCX nhận nguồn thu phí từ các công ty quản lý quỹ để phân phối sản phẩm thông qua nền tảng Fundmart. Mặc dù đóng góp tài chính vẫn còn khiêm tốn nhưng đây sẽ là một nguồn thu nhập thường xuyên với tiềm năng tăng trưởng lớn khi thị trường phát triển.

Các mảng kinh doanh tạo lợi nhuận này tận dụng việc các nền tảng miễn phí thúc đẩy tương tác khách hàng. Thông qua việc ưu tiên tương tác của người dùng trước khi kiếm tiền, TCX đảm bảo chi phí thu hút khách hàng hiệu quả và tỷ lệ quay lại của khách hàng cao.

Từ đó, mô hình doanh thu của TCX phản ánh một vòng quay do WealthTech thúc đẩy, hội tụ các yếu tố quy mô, dữ liệu và niềm tin của khách hàng để đem lại lợi nhuận và hệ số ROE vượt trội.

Biểu đồ 7: Một số công cụ, sản phẩm và dịch vụ của TCX

TCX hoạt động dựa trên cấu trúc kép gồm các công cụ miễn phí và nền tảng kiếm tiền có tỷ suất lợi nhuận cao

CÔNG CỤ & DỊCH VỤ MIỄN PHÍ

Cổng kết nối thúc đẩy việc sử dụng nền tảng lâu dài

Fundmart

sàn giao dịch quỹ mở

Smart Investment Toolkit

giải pháp công nghệ tài chính cho đầu tư (WealthTech solution)

Equity Brokerage

mô hình môi giới cổ phiếu miễn phí

Các dịch vụ không tạo doanh thu
Thu hút và duy trì người dùng, đồng thời thu thập dữ liệu

CÁC DỊCH VỤ TẠO RA LỢI NHUẬN

Tạo lợi nhuận từ người dùng thông qua các SP có tỷ suất lợi nhuận cao

Mảng TPDN

60% thu nhập

tư vấn phát hành, đại lý, phân phối và lưu ký trái phiếu

Mảng cho vay ký quỹ

35% thu nhập

MarginSure

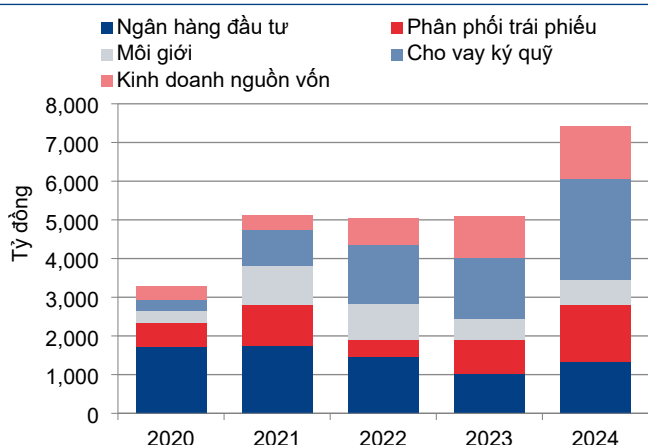
Phí hoa hồng định kỳ từ Fundmart (trailer fees)

hoa hồng nhận từ các công ty quản lý quỹ

Nguồn: TCX, HSC

Biểu đồ 8: Cơ cấu thu nhập hoạt động, TCX

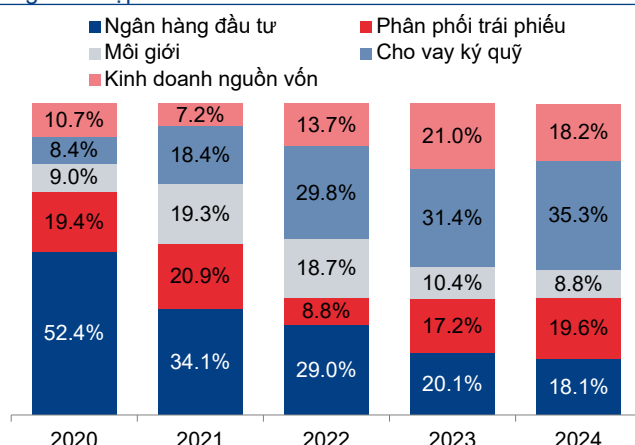
Thu nhập dựa trên bảng cân đối kế toán tăng trưởng mạnh trong năm 2024



Nguồn: TCX

Biểu đồ 9: Cơ cấu thu nhập hoạt động, TCX

Mảng cho vay ký quỹ ngày càng đóng góp tỷ trọng lớn hơn vào tổng thu nhập HĐ



Nguồn: TCX

Mô hình vận hành: “Phygital” và Agile – hiệu quả và đổi mới

TCX kết hợp hai trụ cột chiến lược – mô hình khách hàng “phygital” (kết hợp giữa kênh vật lý và kỹ thuật số) và cấu trúc tổ chức Agile – tạo nên nền tảng cho sự tăng trưởng và khả năng mở rộng quy mô dựa trên công nghệ. Cách tiếp cận kép này cho phép Công ty đồng thời mở rộng tệp khách hàng bán lẻ, tối ưu hóa trải nghiệm khách hàng và thúc đẩy đổi mới trên tất cả các lĩnh vực kinh doanh.

“Phygital”: Cách TCX thu hút và phục vụ khách hàng

TCX đã thiết kế toàn bộ hành trình khách hàng dựa trên mô hình “phygital” kết hợp nền tảng số và kênh vật lý để mang lại trải nghiệm liền mạch và toàn diện. Công ty thu hút khách hàng mới thông qua hệ sinh thái Techcombank, trong khi hệ sinh thái số giữ vai trò chủ đạo trong việc phục vụ, gắn kết và duy trì khách hàng.

Trong khâu thu hút khách hàng, các kênh vật lý vẫn đóng vai trò quan trọng. Khoảng một nửa khách hàng của TCX đến từ các kênh giới thiệu thông qua 300 chi nhánh và 1.200 chuyên viên quan hệ khách hàng của ngân hàng mẹ Techcombank, cùng mạng lưới mở rộng gồm khoảng 11.000 môi giới BDS và 7.000 đại lý bảo hiểm nhân thọ - tất cả cùng tạo nên một hệ thống giới thiệu ngoại tuyến rộng khắp. Khoảng 50% khách hàng còn lại được thu hút trực tiếp qua website và ứng dụng di động của TCX, phản ánh sức mạnh ngày càng tăng của năng lực tiếp thị và định danh số (digital onboarding).

Sau khi đăng ký, khách hàng chủ yếu sử dụng nền tảng số TCInvest, cốt lõi của mô hình phygital. TCInvest tích hợp các chức năng mở tài khoản, giao dịch cổ phiếu – trái phiếu và đầu tư quỹ trong cùng một giao diện. Hệ thống còn ứng dụng cá nhân hóa dựa trên AI, công cụ tư vấn tự động (robo-advisory), lệnh điều kiện và tính năng back-testing, cho phép xây dựng danh mục đầu tư tùy chỉnh và kiểm soát rủi ro chủ động. Với phần lớn tài khoản được mở trực tuyến, TCInvest thể hiện rõ định hướng chuyển đổi sang mô hình tự phục vụ số (digital self-service) của TCX, phù hợp với xu hướng WealthTech toàn cầu.

Mô hình tích hợp này mang lại lợi thế cấu trúc rõ rệt: mạng lưới vật lý thu hút khách hàng, trong khi nền tảng kỹ thuật số nâng cao mức độ tương tác và duy trì quan hệ. Điều này hình thành nên một vòng tăng trưởng hiệu quả với chi phí thấp, nơi các kênh giới thiệu ngoại tuyến đưa người dùng vào hệ sinh thái số, từ đó củng cố mối quan hệ và thúc đẩy hoạt động thường xuyên.

Mô hình Agile: Thúc đẩy đổi mới và hiệu quả vận hành

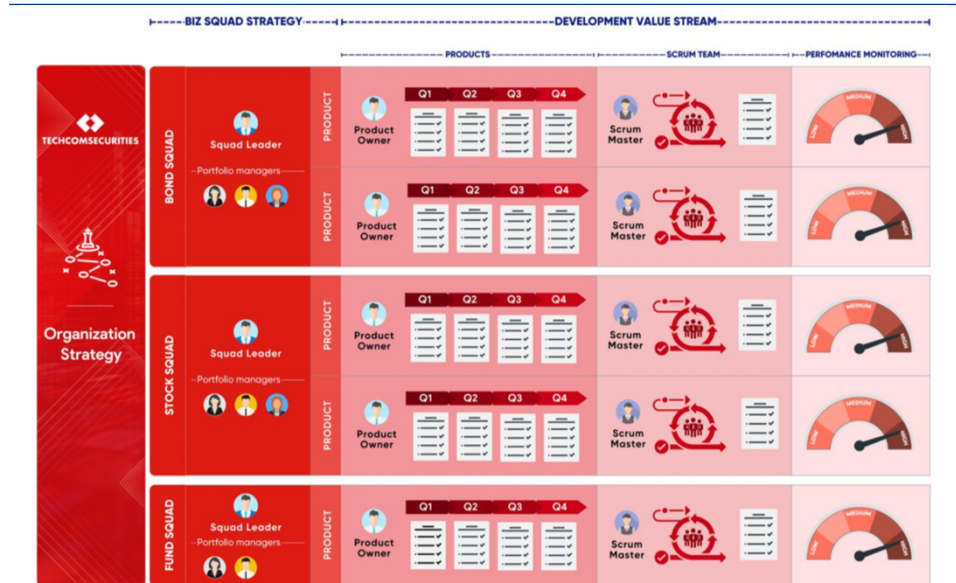
Nhằm hiện thực hóa tầm nhìn WealthTech, TCX đã áp dụng mô hình vận hành Agile/Scrum/Squad – cấu trúc phổ biến trong ngành công nghệ nhưng còn khá mới mẻ đối với các định chế tài chính truyền thống tại Việt Nam. Kể từ khi triển khai năm 2018, TCX đã chuyển đổi đáng kể từ quy trình phân cấp sang cấu trúc phi tập trung, đa chức năng, hướng đến tốc độ, tính linh hoạt và đổi mới sáng tạo.

Hiện nay, hơn 60% nhân sự của TCX làm việc trong các bộ phận liên quan đến công nghệ và sản phẩm. Các nhóm được tổ chức theo mô hình Squad, mỗi nhóm chịu trách nhiệm toàn bộ vòng đời của sản phẩm – từ khâu phát triển ý tưởng, thử nghiệm mẫu, đến triển khai và cải tiến liên tục. Cơ chế chịu trách nhiệm đầu-cuối này giúp đảm bảo sự phù hợp với nhu cầu khách hàng, rút ngắn chu kỳ phát triển và nâng cao khả năng phản hồi thị trường.

Ở cấp độ toàn công ty, TCX áp dụng cấu trúc quản trị Agile toàn diện, gắn liền với hệ thống mục tiêu và kết quả then chốt (OKR). Điều này đảm bảo sự thống nhất giữa BLĐ và đội ngũ vận hành, cho biết cụ thể về hiệu suất và kết quả công việc. Chu kỳ làm việc ngắn hai tuần giúp nhóm ra mắt sản phẩm theo từng giai đoạn, cho phép thử nghiệm nhanh, kiểm tra tính năng mới và liên tục cải thiện trải nghiệm người dùng.

Hình 10: Mô hình Agile của các sản phẩm chính, TCX

Cấu trúc đa chức năng của mô hình Agile hướng đến tốc độ, tính linh hoạt và đổi mới sáng tạo



Nguồn: TCX

Bằng việc áp dụng nguyên tắc Agile trên cả lĩnh vực kinh doanh và công nghệ, TCX đã hình thành văn hóa đổi mới và trách nhiệm cao. Sự kết hợp giữa chiến lược khách hàng “phygital” và mô hình vận hành Agile giúp công ty liên tục phát triển nền tảng WealthTech, rút ngắn thời gian ra mắt sản phẩm và duy trì lợi thế cạnh tranh trong ngành dịch vụ tài chính Việt Nam đang số hóa nhanh chóng.

Cơ hội tới từ tăng trưởng mang tính cấu trúc của thị trường vốn

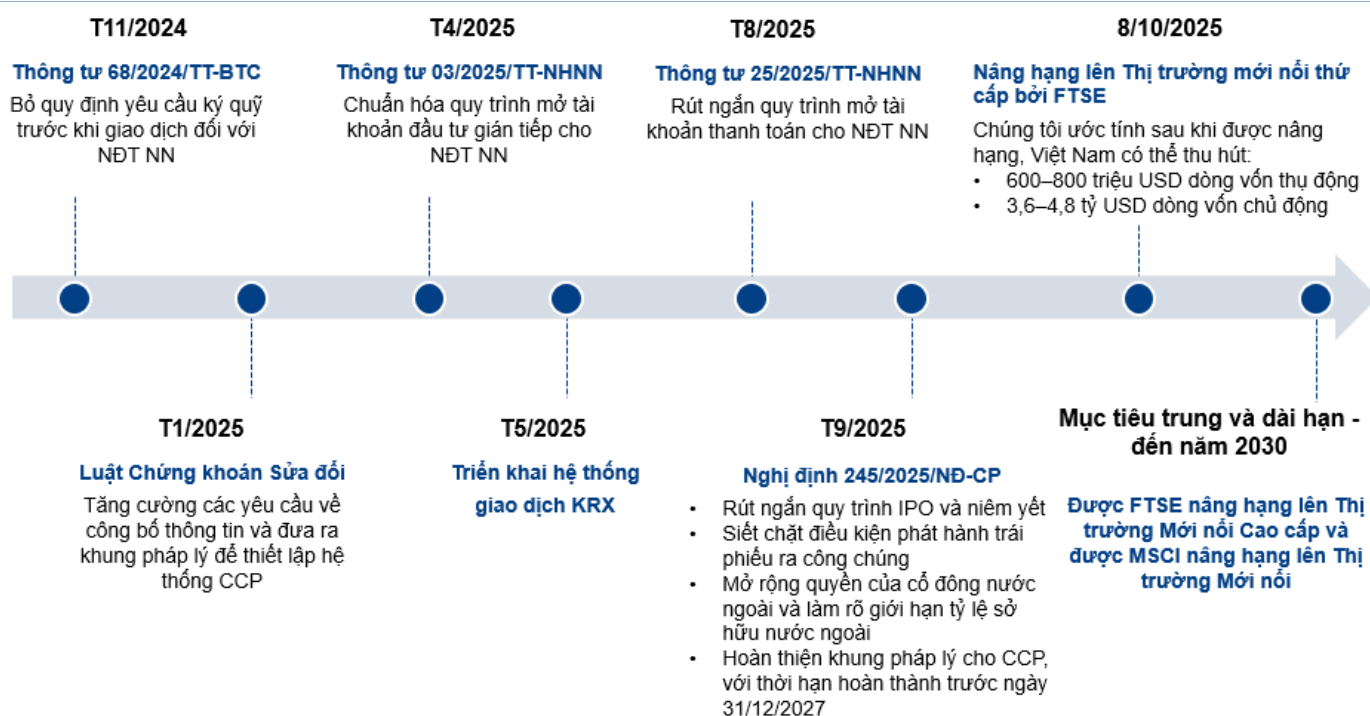
TCX đang ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ quá trình tăng trưởng mang tính cấu trúc của thị trường vốn Việt Nam. Trong mảng trái phiếu doanh nghiệp, các cải cách quy định và sự quan tâm từ các nhà đầu tư tổ chức đang giúp thị trường phục hồi sau giai đoạn suy giảm 2022–2023. Mảng cổ phiếu đang lấy lại đà tăng nhờ sự mở rộng của nhà đầu tư cá nhân, nâng cấp hạ tầng giao dịch và việc được FTSE nâng hạng. Ngành quản lý quỹ của Việt Nam tuy còn non trẻ nhưng đang tăng trưởng nhanh, được hỗ trợ bởi các kênh phân phối kỹ thuật số, mức độ hiểu biết tài chính ngày càng cao và các chính sách khuyến khích của Nhà nước. TCX cũng đang chuẩn bị nắm bắt cơ hội trong lĩnh vực tài sản số và token hóa, phù hợp với định hướng thúc đẩy môi trường tài chính có quản lý của Chính phủ. Tất cả những xu hướng này cùng hỗ trợ cho chiến lược của TCX trong việc mở rộng nền tảng WealthTech và đa dạng hóa các nguồn doanh thu.

Thị trường cổ phiếu

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang bước vào giai đoạn nâng cấp hạ tầng và hội nhập quốc tế, đánh dấu một trong những bước ngoặt quan trọng của thị trường vốn Việt Nam. Việc được FTSE nâng hạng lên Thị trường mới nổi vào tháng 9/2026 và kì vọng được MSCI phân loại lại vào năm 2030, sẽ định hình lại dòng vốn đầu tư và mặt bằng định giá.

Biểu đồ 11: Những cải cách trong thời gian gần đây, Việt Nam

Giải quyết các vấn đề trọng yếu, thể hiện nỗ lực của Chính phủ trong việc phát triển thị trường vốn Việt Nam



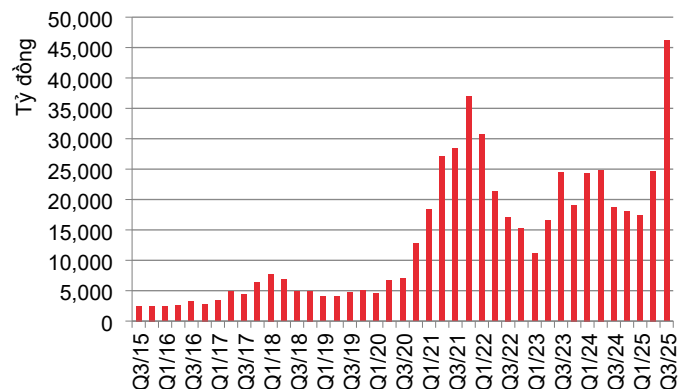
Nguồn: HSC

Sự phát triển của thị trường và quy mô nhà đầu tư

Số lượng NĐT trong nước đã tăng trưởng nhanh chóng với hơn 10 triệu tài khoản cá nhân tính đến giữa năm 2025. Điều này cho thấy quá trình tài chính hóa ngày càng ăn sâu vào tầng lớp trung lưu và đưa Việt Nam trở thành một trong những thị trường có tỷ trọng khách hàng cá nhân cao nhất châu Á. Trong khi đó, đóng góp của khối ngoại đang dần cải thiện nhờ các cải cách - như quy định giao dịch không yêu cầu ký quỹ, minh bạch về trần sở hữu nước ngoài và công bố thông tin bằng tiếng Anh - đã giải quyết được các rào cản tiếp cận còn tồn đọng.

Biểu đồ 12: GTGD bình quân ngày, Việt Nam

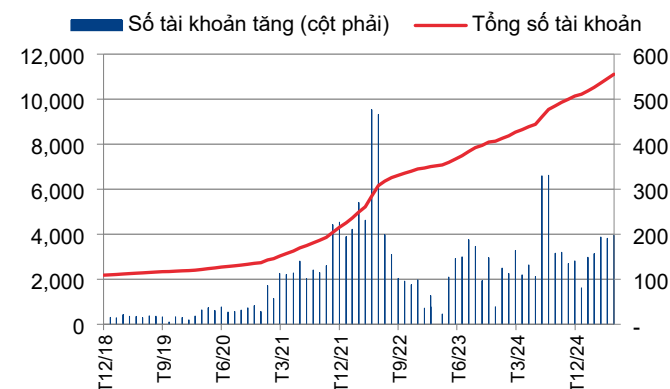
GTGD trên thị trường chứng khoán Việt Nam đạt mức cao kỷ lục trong Q3/2025



Nguồn: SSC, HSC

Biểu đồ 13: Số lượng tài khoản giao dịch đăng ký (nghìn), VN

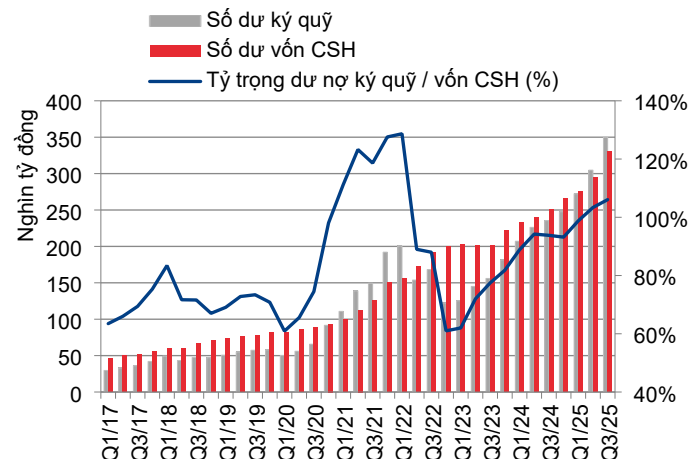
Tổng số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán đạt khoảng 11 triệu



Nguồn: SSC, HSC

Biểu đồ 14: Tỷ lệ dư nợ ký quỹ trên vốn CSH, Việt Nam

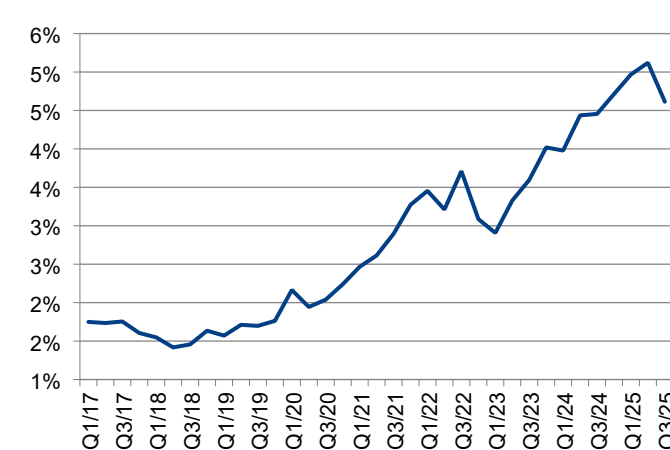
Dư nợ cho vay ký quỹ tiếp tục tăng từ Q1/2023, tuy nhiên khả năng cho vay vẫn dồi dào nhờ các công ty chứng khoán tăng vốn



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 15: Tỷ lệ dư nợ ký quỹ trên vốn hóa thị trường, VN

Diễn biến tích cực của thị trường trong Q3/2025 đã khiến tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ trên vốn hóa thị trường giảm



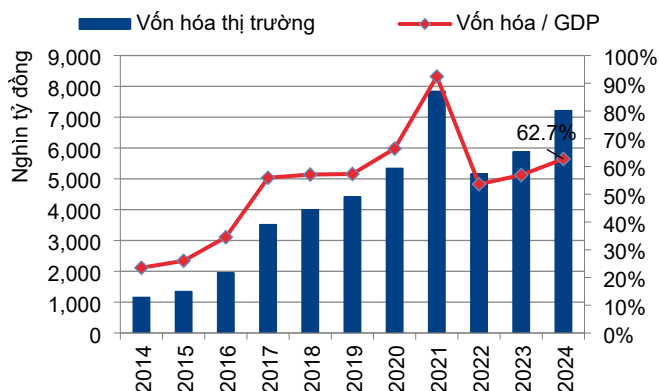
Nguồn: SSC, dữ liệu các công ty, HSC

FTSE nâng hạng thị trường

Sau một thời gian dài chờ đợi, Việt Nam cuối cùng đã được FTSE nâng hạng lên Thị trường mới nổi. Thời điểm có hiệu lực chính thức theo kế hoạch là tháng 9/2026, tùy thuộc vào đợt xem xét vào tháng 3/2026. Tiến triển này đang là tâm điểm được thị trường quan tâm và phần lớn cho rằng thị trường sẽ được nâng hạng. Sự kiện nâng hạng của FTSE sẽ đưa Việt Nam vào bản đồ đầu tư toàn cầu. Hiện tại, HSC ước tính tổng dòng vốn thu hút được sẽ đạt 4-5 tỷ USD (bao gồm quỹ bị động & chủ động) xung quanh thời điểm chính thức được nâng hạng trong năm 2026. Dòng vốn bị động tính riêng có thể đạt 600-800 triệu USD, trong khi các quỹ chủ động có thể đóng góp chủ yếu cho động lực định giá lại của thị trường. Đối với tác động dài hạn, tỷ trọng giao dịch của khách hàng tổ chức sẽ tăng lên và độ sâu thanh khoản được cải thiện, điều này sẽ mang lại lợi ích cho các CTCK nói chung.

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

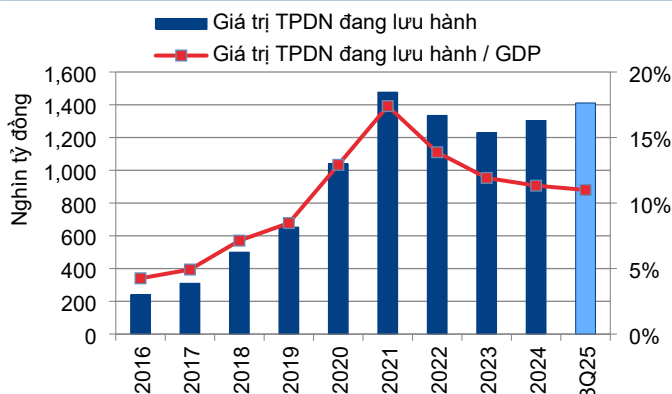
Tính đến cuối năm 2024, vốn hóa thị trường bằng 62,7% GDP, thấp hơn so với mức 70-100% của các nước trong khu vực và cách xa mục tiêu của Chính phủ là 120% vào năm 2030



Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 17: TPDN / GDP (%), Việt Nam

Thị trường TPDN Việt Nam hiện tương đương khoảng 11% GDP



Nguồn: VBMA, HSC

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam đang trong quá trình chuyển đổi mang tính cấu trúc sau biến động năm 2022-2023. Mặc dù hoạt động phát hành vẫn thấp hơn trước giai đoạn khủng hoảng nhưng các cải cách pháp lý, tâm lý nhà đầu tư được cải thiện và nhu cầu vốn từ khu vực tư nhân gia tăng đang dần 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 nói 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.

Trong 9 tháng đầu năm 2025, phát hành đã phục hồi 34% so với cùng kỳ, dẫn đầu là các ngân hàng và các doanh nghiệp phát triển BĐS lớn. Tuy nhiên, phát hành riêng lẻ vẫn chiếm hơn 90% tổng giá trị phát hành, cho thấy sự phát triển chậm chạp của phát hành đại chúng và việc áp dụng xếp hạng tín nhiệm còn hạn chế.

Cấu trúc nhà đầu tư: Sự dịch chuyển về khách hàng tổ chức đang diễn ra

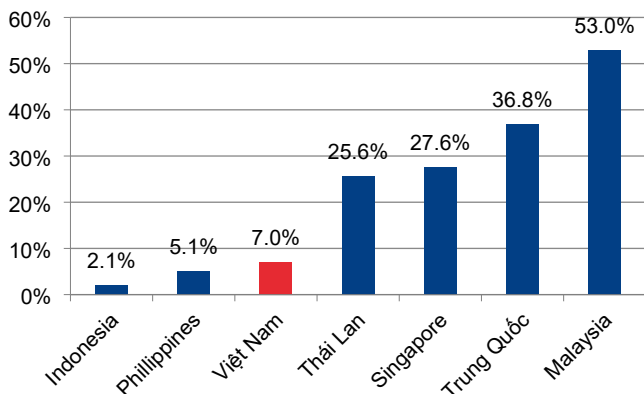
Trước đây, thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu do ngân hàng và nhà đầu tư cá nhân nắm giữ. Khủng hoảng 2022–2023 đã bộc lộ rủi ro từ sự tham gia quá mức của nhà đầu tư cá nhân thiếu năng lực thẩm định tín dụng. Cơ quan quản lý hiện siết điều kiện nhà đầu tư chuyên nghiệp, khuyến khích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

Triển vọng: Thị trường chuyển dịch theo hướng bền vững

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 giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư. Việc đưa vào vận hành hệ thống giao dịch và thanh toán tập trung cho trái phiếu riêng lẻ, cùng yêu cầu bắt buộc xếp hạng tín nhiệm từ 2024 sẽ cải thiện tính minh bạch và thanh khoản thị trường thứ cấp, hỗ trợ mục tiêu giảm phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng.

Biểu đồ 18: Trái phiếu doanh nghiệp / GDP (%) (2024)

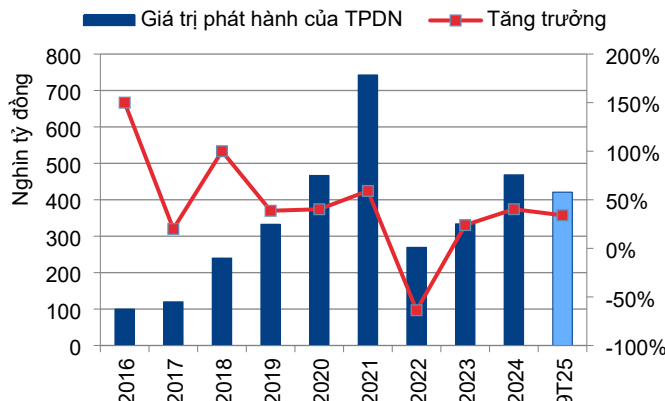
Thị trường TPDN của Việt Nam nhỏ hơn đáng kể so với các nước trong khu vực



Ghi chú: Số liệu không bao gồm trái phiếu ngân hàng; nếu tính cả phần này, tổng giá trị TPDN đang lưu hành sẽ tương đương 11,3% GDP (năm 2024), theo Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA).
Nguồn: Asia Bond Monitor

Biểu đồ 19: Giá trị phát hành TPDN, Việt Nam

Hoạt động phát hành phục hồi sau thời gian sụt giảm mạnh năm 2022; lũy kế 9 tháng năm 2025 tăng 34% so với cùng kỳ



Nguồn: VBMA, HSC

Thị trường trái phiếu Việt Nam đang chuyển mình từ giai đoạn điều chỉnh sang giai đoạn tái thiết, phát triển thành một kênh huy động vốn minh bạch và ổn định hơn. Bất chấp những rào cản ngắn hạn, động lực cải cách vẫn rất vững chắc. Các tổ chức như TCX, với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực phát hành và phân phối, đang ở vị thế thuận lợi để thúc đẩy quá trình chuyển đổi này và hiện đại hóa thị trường trái phiếu của Việt Nam.

Các mảng kinh doanh tiềm năng mới

Tài sản số: Một sân chơi tiềm năng cho TCX khi Việt Nam hoàn thiện khung pháp lý

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. Chúng tôi nhận thấy một con đường đáng tin cậy để TCX mở rộng sang mảng môi giới tài sản số và dịch vụ tư vấn token hóa vào nguồn cung doanh thu – tùy thuộc vào giấy phép và quy định.

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: Khoảng 21% dân số (hơn 20 triệu người) được báo cáo là sở hữu tiền mã hóa tính đến năm 2023 (theo Triple-A).
- 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 (báo cáo Chainalysis công bố tháng 11/2024)
- Tập nhà đầu tư có độ tuổi trẻ (18–36), tạo ra lực cầu tự nhiên cho các giải pháp tài chính số.

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. Cụ thể như sau:

- 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 có hiệu lực từ ngày 1/9/2025, cho phép thành lập các Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC) tại TP. Hồ Chí Minh và Đà Nẵng. Trên cơ sở này, các IFC sẽ cung cấp một gói hỗ trợ doanh nghiệp: ưu đãi thuế TNDN dài hạn và miễn thuế TNCN cho nhân tài đủ điều kiện đến năm 2030; cơ chế ngoại hối tự do hơn; đơn giản hóa thủ tục gia nhập thị trường

và sở hữu; tạo điều kiện cấp thị thực & giấy phép lao động; thời hạn thuê đất tối đa 70 năm và được phép vận hành các nền tảng giao dịch mới bao gồm hàng hóa, tín dụng carbon, kim loại quý, tài chính xanh & tài sản số. Các công ty dịch vụ tài chính – bao gồm các công ty công nghệ tài chính và tài sản số – được khuyến khích thành lập hoạt động tại IFC và có thể tiếp cận toàn bộ ưu đãi.

- **Nghị quyết 05/2025/NQ-CP:** Ngày 9/9/2025, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết này, thành lập khuôn khổ pháp lý toàn diện đầu tiên của Việt Nam cho hoạt động giao dịch và phát hành hợp pháp tài sản số. Nghị quyết nêu rõ các cột cốt lõi của cơ chế thị trường tài sản số trong nước, bao gồm: (1) Điều kiện thành lập sản giao dịch tài sản số trong nước được cấp phép; (2) Quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư tài sản số Việt Nam; và (3) Điều kiện phát hành, chào bán tài sản số.

Định hướng của TCX

TCX 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 sản 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.

Các ý tưởng tiềm năng này được xây dựng trên thế mạnh của TCX 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 TCX 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, các biện pháp 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 rãi, TCX có thể nắm bắt cơ hội khi khung pháp lý ngày càng hoàn thiện. HSC dự báo TCX sẽ trở thành một trong những đơn vị đầu tiên nhận được giấy phép thành lập sản giao dịch tiền điện tử tại Việt Nam.

HSC tóm tắt các kịch bản minh họa về nguồn doanh thu tiềm năng từ các sản giao dịch/môi giới tiền điện tử được quản lý tại Việt Nam. Đây chỉ là những kịch bản sơ bộ và không bao gồm trong kịch bản cơ sở cho định giá của TCX; chúng tôi xác định đây là những tiềm năng tăng đối với dự báo, phụ thuộc vào việc được cấp phép trong tương lai và chứng minh được khả năng sinh lời bền vững.

Trong trường hợp 5 CTCK (bao gồm TCX) được cấp phép và mỗi công ty chiếm khoảng 20% thị phần, doanh thu tăng thêm của TCX có thể đạt khoảng 1,3 nghìn tỷ đồng trong vài năm tới, tương đương khoảng 12% thu nhập hoạt động năm 2025.

Bảng 20: Vốn điều lệ và các sáng kiến ban đầu trong lĩnh vực tài sản số - một số công ty chứng khoán Việt Nam

Hiện tại, 5 trong số 10 công ty chứng khoán hàng đầu tại Việt Nam đã đầu tư vào nguồn lực chuyên môn và/hoặc hạ tầng để thành lập sàn giao dịch tài sản số

Công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng) (cuối Q2/2025)	Những động thái trong phát triển sàn giao dịch tài sản số
TCX	23,113 (cuối Q3/25)	- Phát triển những phiên bản đầu tiên của màn hình giao dịch tiền điện tử trên ứng dụng chứng khoán. - Thành lập TCEX, một đơn vị chuyên biệt về phát triển sàn giao dịch tiền điện tử (Vốn điều lệ: 101 tỷ đồng)
SSI	20,813	- Thông qua SSIAM, đầu tư 200 triệu USD vào SSI Digital Ventures (SSID), tập trung hỗ trợ các công ty khởi nghiệp và các dự án blockchain - Thành lập công ty con trị giá 200 tỷ đồng để phát triển công nghệ số - Ký kết biên bản ghi nhớ với FTSE & Vaneck về phát triển tiền điện tử
VIX	15,436	Góp 15% vốn thành lập VIXEX, một công ty tập trung vào lĩnh vực tiền mã hóa với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng
VND	15,223	
VPBankS (VPB)	15,001 (79,339)	- Ngân hàng mẹ VPBank công bố kế hoạch tham gia thị trường tài sản số thông qua VPBankS - VPBankS góp vốn thành lập CAEX, đơn vị chuyên phát triển sàn giao dịch tiền mã hóa (vốn điều lệ 25 tỷ đồng)
VCI	9,775	
SHS	9,337	
HCM	8,163	
MAS	6,590	
MBS (MBB)	5,728 (80,549)	Ngân hàng mẹ MBB ký biên bản ghi nhớ với Dunamu (chủ sở hữu sàn giao dịch tiền mã hóa lớn nhất Hàn Quốc Upbit) nhằm phát triển một sàn giao dịch tiền mã hóa trong nước

Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Bảng 21: Ước tính trong kịch bản cơ sở về tiềm năng tiền mã hóa, doanh thu môi giới gộp tại Việt Nam

Chúng tôi ước tính rằng 20% giá trị giao dịch tiền mã hóa của Việt Nam có thể tạo ra 680 triệu USD GTGD bình quân ngày và mang lại khoảng 6,5 nghìn tỷ đồng doanh thu môi giới gộp mỗi năm cho các sàn giao dịch trong nước

	Đơn vị	Nguồn/giả định
Số lượng tài khoản tiền mã hóa tại Việt Nam (triệu)	17	Chainanalysis
Tỷ lệ nhà đầu tư giao dịch hàng ngày (%)	20%	Dưới 30% - dựa trên tính toán số lượng tài khoản hoạt động trên Binance
Số lượng tài khoản giao dịch hoạt động (triệu)	3.4	
Tỷ lệ người dùng chuyển về sàn giao dịch trong nước	20%	Tương đương tỷ lệ Hàn Quốc đạt được năm 2024
Số lượng tài khoản giao dịch hoạt động quay về sàn trong nước (nghìn)	680	
Giá trị giao dịch trung bình mỗi nhà đầu tư mỗi ngày (USD)	1,000	Giả định chung của HSC
Giá trị giao dịch bình quân ngày ước tính tại sàn trong nước (triệu USD)	680	
Phí giao dịch môi giới (trên mỗi giao dịch)	0.10%	Tương đương mức phí giao dịch giao ngay trên Binance đối với người dùng tiêu chuẩn
Doanh thu môi giới gộp ước tính (tỷ đồng)	6,577	

Nguồn: Chainanalysis, Despread, Binance, HSC

Bảng 22: Phân tích độ nhạy của GTGD bình quân ngày đối với các giả định chính về tiền mã hóa, thị trường Việt Nam
Kịch bản cơ sở của HSC giả định tỷ trọng tài khoản hoạt động là 20% và giá trị giao dịch trung bình mỗi nhà đầu tư mỗi ngày là 1.000 USD

Triệu USD	% các tài khoản đang hoạt động				
	10%	15%	20%	25%	30%
GTGD / NĐT mỗi ngày					
300	102	153	204	255	306
500	170	255	340	425	510
1,000	340	510	680	850	1,020
1,500	510	765	1,020	1,275	1,530
2,000	680	1,020	1,360	1,700	2,040

Nguồn: HSC

Bảng 23: Phân tích độ nhạy của doanh thu môi giới gộp đối với các giả định chính về tiền mã hóa, thị trường Việt Nam
Kịch bản cơ sở của HSC giả định tỷ trọng tài khoản hoạt động là 20% và giá trị giao dịch trung bình mỗi nhà đầu tư mỗi ngày là 1.000 USD

Tỷ đồng	% các tài khoản đang hoạt động				
	10%	15%	20%	25%	30%
GTGD / NĐT mỗi ngày					
300	987	1,480	1,973	2,466	2,960
500	1,644	2,466	3,289	4,111	4,933
1,000	3,289	4,933	6,577	8,222	9,866
1,500	4,933	7,399	9,866	12,332	14,799
2,000	6,577	9,866	13,155	16,443	19,732

Nguồn: HSC

Các tham vọng fintech khác

Ngoài chiến lược về tài sản số, TCX 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 TCX 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.

So sánh với các đối thủ: Đặt TCX trong bối cảnh chung

TCX 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 TPDN, đồng thời ngày càng mở rộng thị phần trong mảng 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, TCX 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 TCX trở thành công ty chứng khoán toàn diện và có định hướng tương lai nhất tại Việt Nam.

TCX so với các đối thủ trong nước

Bức tranh ngành chứng khoán

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.

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. Ngoài ra, năng lực vận hành - công nghệ, sản phẩm và chi phí dịch vụ - ngày càng đóng vai trò quan trọng tạo nên những doanh nghiệp dẫn đầu trong 5 năm qua.

- Chỉ một số ít công ty chứng khoán tập trung mạnh vào khách hàng tổ chức, bao gồm VCI, HCM, SSI và Maybank Investment Bank Vietnam. Phần còn lại của thị trường, bao gồm một số công ty lớn như VPS, SSI, VND, MBS và hầu hết công ty nhỏ hơn, tập trung phục vụ khách hàng cá nhân – phân khúc đã thúc đẩy tăng trưởng ngành trong 5 năm qua.
- Trong giai đoạn thị trường TPDN bùng nổ năm 2019-2021, số lượng CTCK mới gia nhập thị trường đã tăng lên. Tuy nhiên, sau cuộc khủng hoảng năm 2022, nhiều công ty đã rút lui giúp TCX giành lại và củng cố thị phần đáng kể. Ở mảng TPDN, đối thủ gần nhất của TCX là những CTCK có ngân hàng hậu thuẫn như HDSecurities và VPBank Securities, dựa trên khả năng thu hút khách hàng, mối quan hệ với tổ chức phát hành và hỗ trợ bảng ĐCKT.
- 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 hậu thuẫn tài chính mạnh hơn. Trong nhóm này, TCX nổi bật nhờ mức độ tích hợp sâu với Techcombank, mang lại sự gắn kết chặt chẽ về vận hành và chiến lược.

So sánh TCX với các đối thủ chính

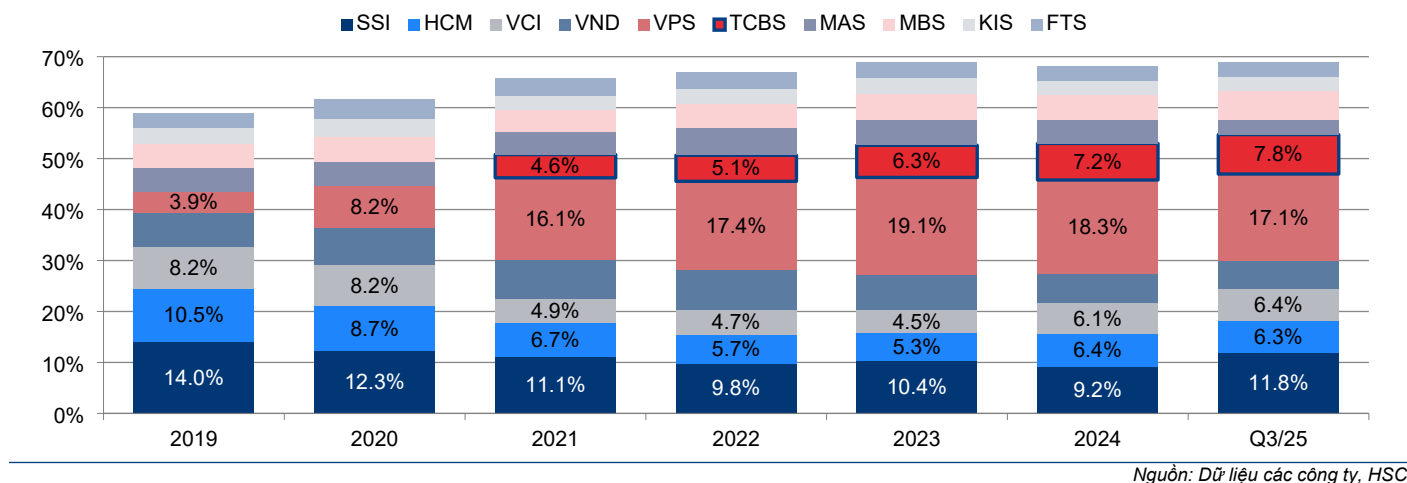
TCX kết hợp ba thế mạnh cốt lõi vào một nền tảng: (1) quy mô bán lẻ; (2) năng lực ngân hàng đầu tư (phát hành trái phiếu doanh nghiệp và các sản phẩm cấu trúc); và (3) nền tảng số nhanh chóng, linh hoạt. Sự kết hợp này giúp đa dạng hóa doanh thu (phí bán lẻ + phí IB), giảm chi phí trên một đơn vị và nâng cao sự ổn định của lợi nhuận qua các chu kỳ. Một số chi tiết bổ sung như sau:

- TPDN: TCX đứng đầu với khoảng 42% thị phần tư vấn phát hành sơ cấp (9 tháng đầu năm 2025). Độ sâu trong khâu phát hành, cấu trúc và phân phối củng cố sự ổn định của phí dịch vụ qua các chu kỳ.
- Môi giới cổ phiếu: #3 trên sàn HOSE (kể từ Q4/2023) với 7,75% thị phần tính đến Q3/2025; #2 trên sàn HNX với thị phần 8,76%; #3 trên sàn UPCoM với thị phần 7,4%.
- Cho vay ký quỹ: Đứng #1 liên tiếp kể từ Q4/2023, phản ánh số lượng lớn khách hàng active và nguồn vốn cạnh tranh.

- Quy mô: #1 về quy mô vốn CSH (kể từ năm 2023), #2 về quy mô tổng tài sản và #1 về lợi nhuận thuần (tất cả các năm kể từ năm 2019), cho thấy khả năng xây dựng nền vốn và đòn bẩy hoạt động mạnh mẽ.

Biểu đồ 24: Thị phần mảng môi giới cổ phiếu trên sàn HSX, các công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam

TCX gia nhập top 10 từ năm 2021 và đã duy trì vị trí top 3 kể từ Q4/2023



TCX so với các đối thủ quốc tế

TCX 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 TCX 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 TCX 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.

Thông tin chi tiết về từng đối thủ như sau:

- Robinhood:** Mô hình môi giới cổ phiếu miễn phí và trải nghiệm người dùng số của TCX 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 TCX 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:** TCX 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 TCX 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 bằng cân đối của TCX.
- Charles Schwab:** TCX 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 TCX 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 TCX khi cùng tập trung vào thị trường vốn và khai thác bảng cân đối. Về mức độ phát triển WealthTech, chúng tôi lưu ý như sau:

- 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 hỗ 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 TCX về chiều sâu sản phẩm và mô hình dựa trên bảng cân đối, nhưng chậm hơn trong đổi mới dựa trên nền tảng số.

Bảng 25: So sánh mô hình kinh doanh, các công ty chứng khoán trong khu vực và trên quốc tế

Mô hình kinh doanh của TCX có nhiều điểm tương đồng đáng kể với các công ty cùng ngành ở khu vực và trên thế giới

Công ty	Tóm tắt 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, dịch vụ hưu trí, tư vấn và ngân hàng. Tạo doanh thu từ thu nhập lãi thuần, phí tư vấn và lợi thế quy mô trong hoạt động giao dịch.	~34 triệu tài khoản	19,61 tỷ USD	5,48 tỷ USD	NYSE
Futu/Moomoo	Công ty môi giới kỹ thuật số trọng tâm về công nghệ, cung cấp giao dịch miễn phí hoa hồng, đầu tư xã hội và truy cập xuyên biên giới. Doanh thu đến từ cho vay ký quỹ, cho vay chứng khoán và phí đăng ký.	~25,1 triệu người dùng / 2,4 triệu tài khoản có tiền	1,75 tỷ USD	742,6 triệu USD	NASDAQ
Robinhood	Nền tảng ưu tiên di động, miễn phí giao dịch, nhắm tới NĐT cá nhân trẻ tuổi. Tạo doanh thu qua PFOF, phí dịch vụ ký quỹ, cho vay chứng khoán và quản lý tiền mặt.	~26 triệu người dùng	2,95 tỷ USD	1,41 tỷ USD	NASDAQ
eToro	Nền tảng đầu tư xã hội cho phép copy-trading, truy cập đa tài sản và giao dịch crypto. Doanh thu từ chênh lệch giá, phí giao dịch crypto và dịch vụ cao cấp.	~3.5 triệu tài khoản có tiền (~38 triệu tài khoản đăng ký)	931 triệu USD	192 triệu USD	NASDAQ
Interactive Brokers	Công ty môi giới toàn cầu ở cấp độ tổ chức, cung cấp khả năng giao dịch đa tài sản, thực hiện lệnh với độ trễ thấp, cho vay ký quỹ và tích hợp API. Tạo doanh thu từ phí hoa hồng và thu nhập lãi.	~3.3 triệu tài khoản	5,2 tỷ USD	755 triệu USD	NASDAQ
iFAST Corporation	Nền tảng WealthTech dạng B2B/B2C kỹ thuật số, cung cấp sản phẩm (fund supermarket), giao dịch trái phiếu và công cụ hưu trí. Tạo doanh thu qua phí nền tảng, phí trailer (trailer fees) và các giải pháp công nghệ.	Không công bố	282 triệu USD	49 triệu USD	SGX
Mirae Asset Securities	Công ty đầu tư cung cấp toàn diện các dịch vụ lớn nhất tại Hàn Quốc, kết hợp dịch vụ môi giới số và môi giới tổ chức với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực ECM/DCM. Doanh thu đến từ hoạt động giao dịch, cho vay ký quỹ và ngân hàng đầu tư.	Không công bố	2 tỷ USD	550 triệu USD	KRX
Yuanta Securities	Công ty môi giới tích hợp lớn nhất Đài Loan; cung cấp dịch vụ tư vấn robo-advisory, giao dịch trên di động, cho vay ký quỹ và dịch vụ DCM. Doanh nghiệp có thể mạnh trong mảng môi giới bán lẻ và bảo lãnh phát hành.	Không công bố	1,6 tỷ USD	1 tỷ USD	TWSE
TCX	Nền tảng đầu tư số hàng đầu Việt Nam, tích hợp hoạt động ngân hàng trái phiếu và công nghệ quản lý tài sản (WealthTech) dành cho khách hàng cá nhân. TCX vận hành chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong lĩnh vực trái phiếu – bao gồm tư vấn, phát hành, đại lý, lưu trữ và phân phối số – đồng thời triển khai cho vay ký quỹ và dịch vụ môi giới trực tuyến miễn phí. Doanh thu chủ yếu đến từ thu nhập lãi, phí bảo lãnh phát hành trái phiếu và chênh lệch lợi suất danh mục trái phiếu.	~1.1 triệu tài khoản	288 triệu USD	146 triệu USD	HSX

Nguồn: HSC

Tình hình tài chính

TCX duy trì khả năng sinh lời vượt trội, nhờ cơ cấu nguồn thu nhập đa dạng, 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 bằng cân đối kế toán, TCX có tỷ trọng lợi nhuận lớn hơn từ thu nhập phí mảng tư vấn trái phiếu doanh nghiệp. 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, TCX nổi lên là một trong những công ty hoạt động hiệu quả và ổn định nhất trên thị trường.

Thành tích tăng trưởng và sinh lời đã được chứng minh

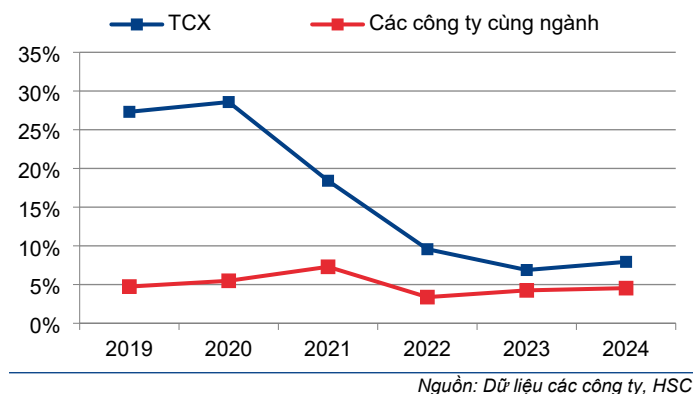
Tỷ suất lợi nhuận: Giảm từ đỉnh nhưng vẫn vượt trội so với ngành

Hệ số ROA/ROE đã giảm từ mức nền cao trước năm 2020 sau khi TCX đẩy nhanh mở rộng nghiệp vụ môi giới cổ phiếu và đặc biệt là mảng cho vay ký quỹ - một chiến lược đòi hỏi phải mở rộng nguồn vốn và bảng CĐKT. Tuy nhiên, tỷ suất sinh lời vẫn cao hơn đáng kể so với bình quân ngành. Chúng tôi đánh giá chiến lược chuyển đổi sang mô hình đa dạng hóa là phù hợp: Chiến lược này đã mở rộng cơ sở khách hàng và nguồn thu nhập, đồng thời giảm thiểu rủi ro tập trung so với mô hình một sản phẩm duy nhất - một yếu tố quan trọng trong bối cảnh thị trường vốn đang phát triển nhanh chóng như tại Việt Nam.

Chúng tôi xác định nhóm cổ phiếu cùng ngành để tham chiếu trong phần này bao gồm những cổ phiếu trong phạm vi phân tích của chúng tôi như SSI (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 39.700đ), VCI (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 49.300đ) và VND (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 22.400đ), cũng như các cổ phiếu không nằm trong danh sách khuyến nghị như HCM, MBS, SHS, BSI, CTS, VCBS, VIX, VPS, MAS, KBS và KIS.

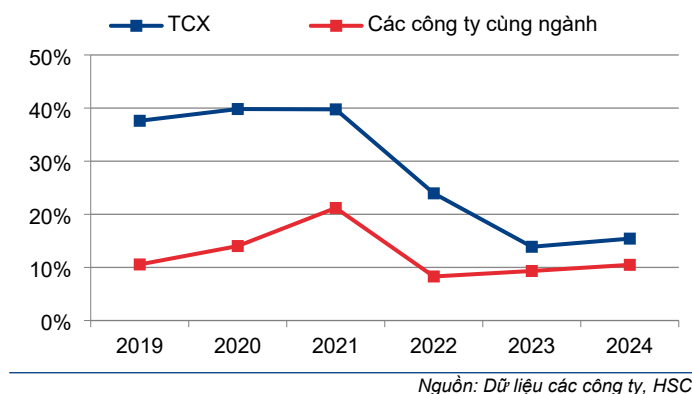
Biểu đồ 26: So sánh hệ số ROA, TCX so với các công ty cùng ngành

TCX duy trì mức ROA cao hơn so với các công ty cùng ngành. Xu hướng giảm kể từ năm 2020 chủ yếu xuất phát từ việc TCX gia tăng tập trung vào mảng cho vay ký quỹ



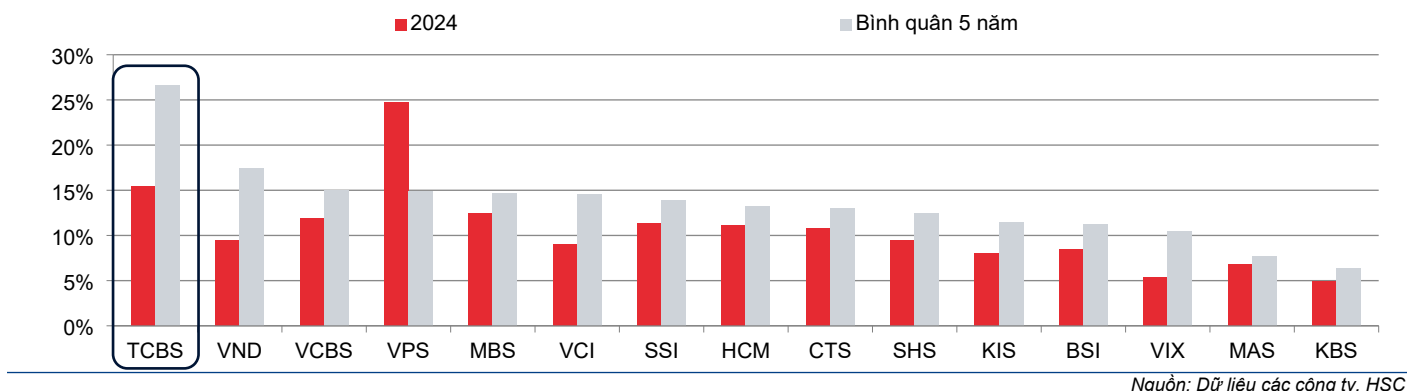
Biểu đồ 27: So sánh hệ số ROE, TCX so với các công ty cùng ngành

Các đợt tăng vốn quy mô lớn của TCX trong năm 2022 và 2023 đã khiến hệ số ROE giảm - nhưng vẫn duy trì cao hơn đáng kể so với các đối thủ cùng ngành



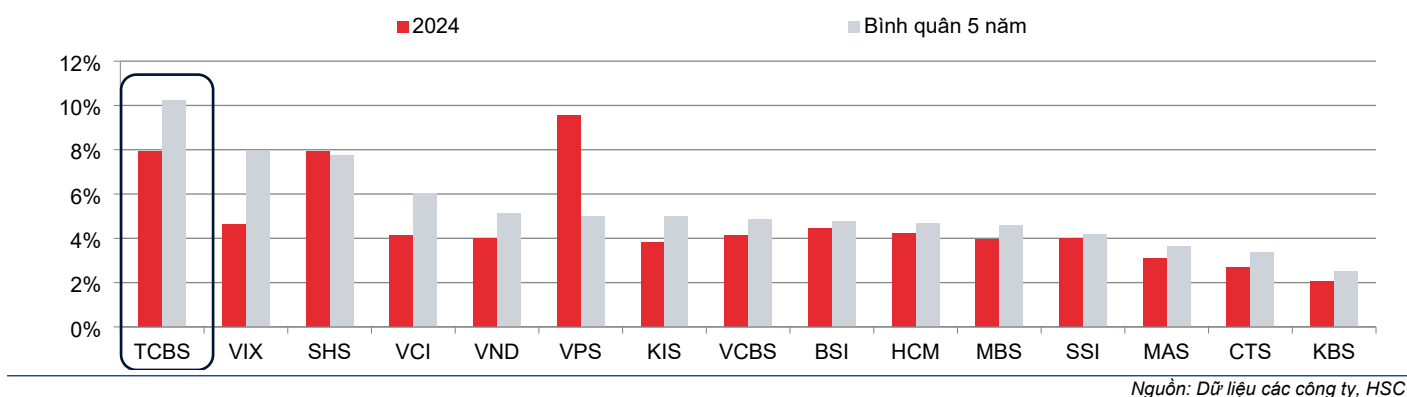
Biểu đồ 28: So sánh hệ số ROE, TCX so với các công ty cùng ngành

TCX đứng đầu về hệ số ROE bình quân 5 năm nhưng xếp thứ 2 trong năm 2024



Biểu đồ 29: So sánh hệ số ROA, TCX so với các công ty cùng ngành

TCX xếp số 1 về hệ số ROA bình quân 5 năm nhưng đứng thứ 2 trong năm 2024

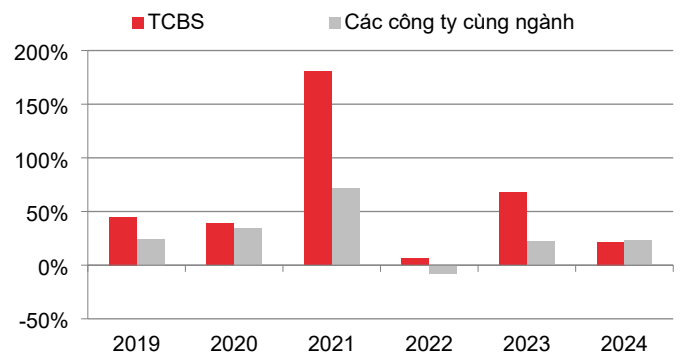


Dẫn đầu tăng trưởng tài sản và lợi nhuận

Nguồn vốn được bổ sung định kỳ cho phép TCX mở rộng quy mô nhanh chóng trong điều kiện thuận lợi, đặc biệt là thông qua đẩy mạnh hoạt động cho vay ký quỹ và 'lưu giữ' trái phiếu mà không gặp hạn chế về vốn. Từ đó, bảng CĐKT của Công ty đã tăng trưởng mạnh mẽ và hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ và bền vững.

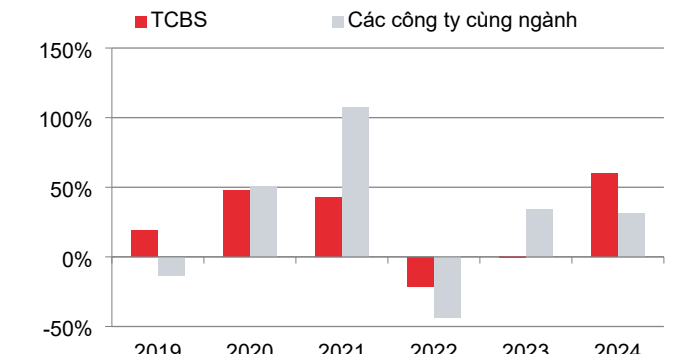
Biểu đồ 30: Tăng trưởng tài sản, TCX so với các công ty cùng ngành

Tốc độ tăng trưởng kép 5 năm của TCX là 53%, gấp đôi so với bình quân 26% các công ty cùng ngành



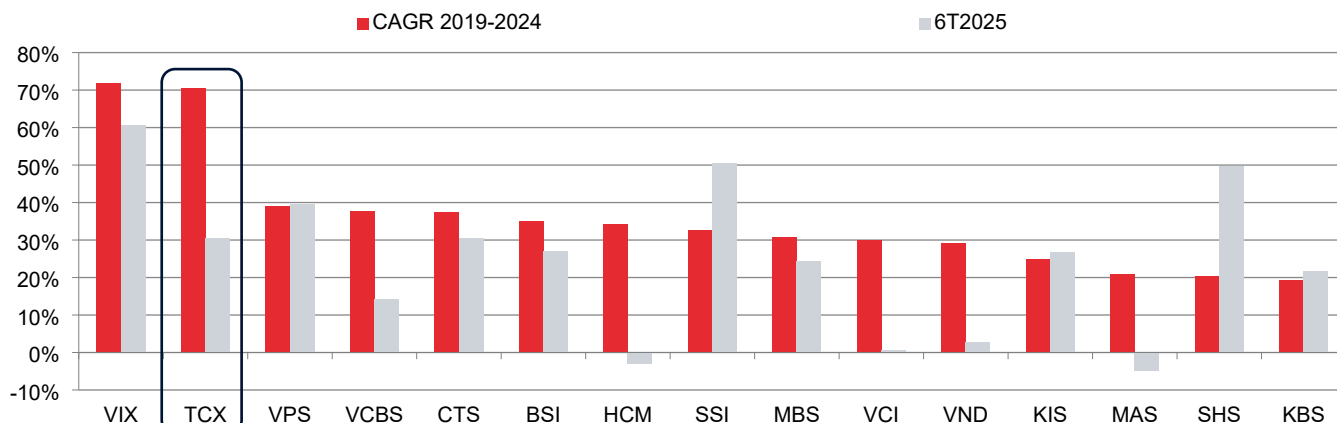
Biểu đồ 31: Tăng trưởng lợi nhuận thuần, TCX so với các công ty cùng ngành

Lợi nhuận thuần của TCX tăng trưởng ổn định và bền vững hơn so với các đối thủ khác nhờ cơ cấu thu nhập đa dạng hơn



Biểu đồ 32: Tăng trưởng cho vay ký quỹ, TCX so với các công ty cùng ngành

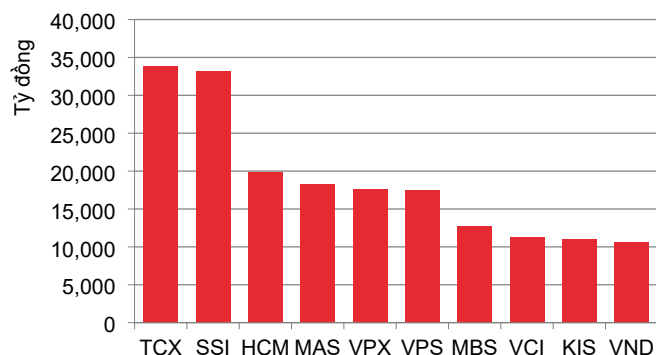
TCX dẫn đầu tăng trưởng trong giai đoạn 2019-2024; nửa đầu năm 2025 ghi nhận sự mở rộng mạnh mẽ hoạt động cho vay ký quỹ của một số công ty như VIX, SSI và SHS



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Biểu đồ 33: Mảng cho vay ký quỹ trong Q2/2025, top 10 công ty chứng khoán

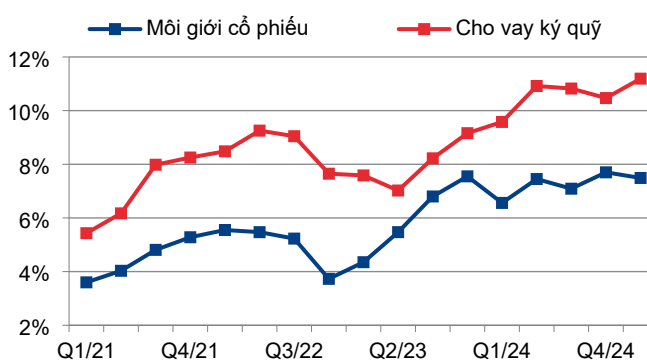
Dư nợ cho vay ký quỹ của TCX và SSI cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu các công ty

Biểu đồ 34: Thị phần mảng môi giới cổ phiếu, TCX

Thị phần mảng môi giới cổ phiếu và cho vay ký quỹ có xu hướng biến động tương đồng



Nguồn: TCX, HSC

Cơ cấu doanh thu: Đa dạng hơn so với các đối thủ

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

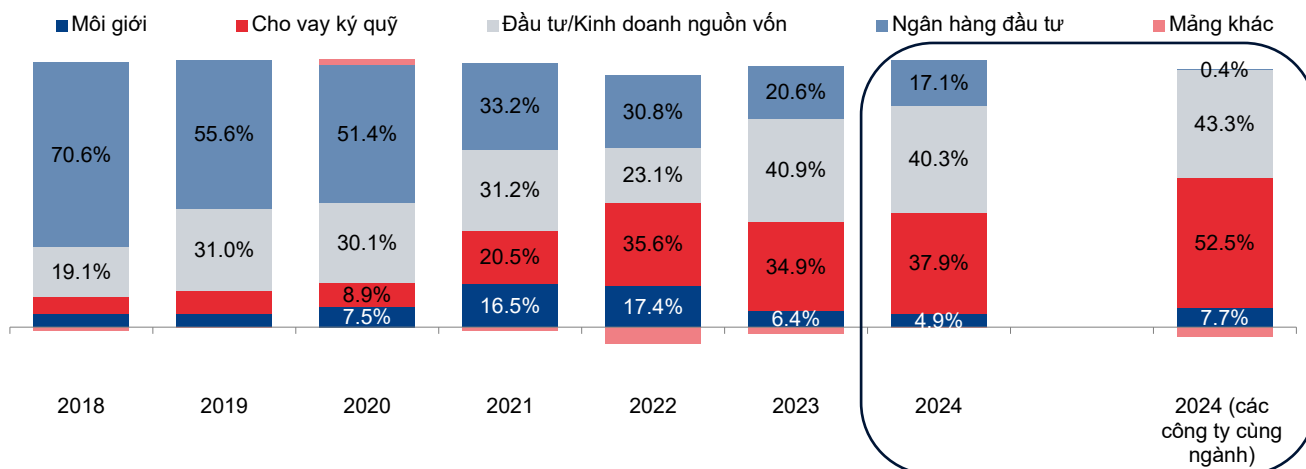
- Thu nhập từ phí: Bao gồm phí môi giới, tư vấn tài chính doanh nghiệp, phân phối quỹ và trái phiếu sơ cấp (mặc thù thường ghi nhận vào thu nhập đầu tư).
- Thu nhập dựa trên bảng cân đối: Bao gồm cho vay ký quỹ, tự doanh (đặc biệt là lưu trữ trái phiếu doanh nghiệp đối với TCX) và hoạt động ngân quỹ 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 với xu hướng chung của ngành, TCX đã đa dạng hóa cấu trúc thu nhập trong giai đoạn này. Đáng chú ý, tỷ trọng đóng góp doanh thu từ các dịch vụ thu phí của TCX cao hơn đáng kể so với bình quân ngành, từ đó giảm thiểu sự phụ thuộc vào các hoạt động thâm dụng vốn và giúp tỷ suất lợi nhuận cao hơn & ổn định hơn trong suốt chu kỳ.

Biểu đồ 35: Cơ cấu lợi nhuận thuần HĐKD, TCX so với các công ty cùng ngành

Cơ cấu thu nhập hoạt động của TCX đa dạng hơn so với các công ty cùng ngành, với tỷ trọng đóng góp từ hoạt động cho vay ký quỹ ngày càng tăng. So với các đối thủ, TCX thể hiện thế mạnh vượt trội trong mảng ngân hàng đầu tư (đặc biệt là tư vấn TPDN)



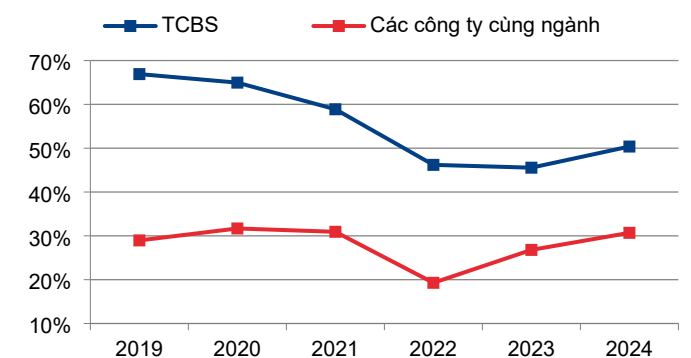
Ghi chú: Lãi thuần HĐKD = Thu nhập hoạt động - Chi phí hoạt động, không bao gồm doanh thu và lỗ tài chính
 Nguồn: Báo cáo tài chính của các công ty, HSC

Hiệu quả hoạt động: Dẫn đầu ngành

Tận dụng nền tảng công nghệ mạnh mẽ và mô hình vận hành Agile, TCX sở hữu một cấu trúc chi phí tinh gọn. Hiệu quả quy mô được củng cố nhờ sự hỗ trợ của Techcombank: Khả năng tiếp cận nguồn khách hàng doanh nghiệp và cá nhân, mạng lưới giới thiệu và chuyên môn sâu về rủi ro tín dụng - đặc biệt hữu ích cho những mảng kinh doanh liên quan đến trái phiếu.

Biểu đồ 36: Tỷ suất lợi nhuận thuần, TCX so với các công ty cùng ngành

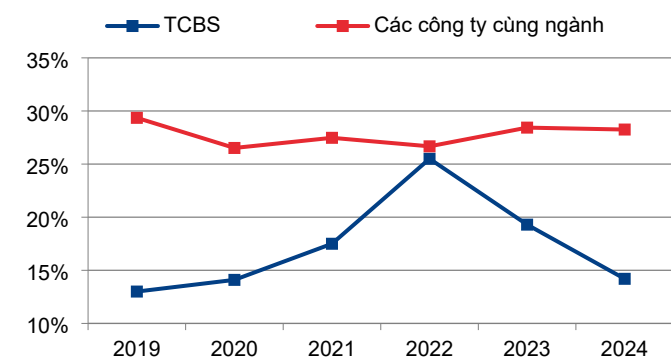
TCX duy trì tỷ suất lợi nhuận vượt trội ...



Nguồn: TCX, HSC

Biểu đồ 37: Tỷ lệ chi phí / thu nhập, TCX so với các công ty cùng ngành

...& hệ số CIR thấp hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành



Nguồn: TCX, HSC

KQKD 9 tháng đầu năm 2025 khởi sắc ở tất cả các mảng kinh doanh

TCX đã công bố KQKD Q3/2025 khả quan với lợi nhuận thuần đạt 1,62 nghìn tỷ đồng (tăng 84,5% so với cùng kỳ và tăng 14% so với quý trước). Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 4,05 nghìn tỷ đồng, tăng 30,5% so với cùng kỳ. Tăng trưởng diễn ra trên diện rộng ở tất cả các mảng kinh doanh cốt lõi. Cụ thể như sau:

Mảng nghiệp vụ môi giới: Thu nhập Q3/2025 đạt 106 tỷ đồng (tăng 153% so với cùng kỳ và tăng 21% so với quý trước) nhờ số lượng khách hàng mới tăng 85% so với quý trước. Thị phần giao dịch trên sàn HOSE đạt 7,75% (top 3) và HNX đạt 8,81% (top 2), xu hướng tăng trong 11 quý liên tiếp, cho thấy khả năng giành thị phần và đòn bẩy hoạt động được giữ vững.

Bảng 38: KQKD Q3/2025

Bảng cân đối kế toán vững chắc và tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trên tất cả các mảng hoạt động

Tỷ đồng	Q3/24	Q2/25	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước
Lợi nhuận hoạt động gộp	1,705	2,441	2,761	62%	13%
Môi giới	42	88	106	153%	21%
Cho vay ký quỹ	695	829	998	44%	20%
Ngân hàng đầu tư	351	627	509	45%	-19%
Phân phối TPDN & kinh doanh nguồn vốn	617	897	1148	86%	28%
Lỗ tài chính	(472)	(560)	(566)	20%	1%
Lợi nhuận thuần HĐKD	1,231	1,881	2,195	78%	17%
Chi phí BH&QL	(136)	(148)	(171)	25%	15%
LNTT	1,097	1,733	2,024	85%	17%
Dư nợ cho vay ký quỹ	25,483	33,806	41,713	64%	23%
Đầu tư (kinh doanh nguồn vốn & “lưu giữ” TPDN)	15,517	24,011	30,557	97%	27%
Tổng tài sản	49,869	65,152	81,755	64%	25%
Vốn CSH	25,589	30,063	42,478	66%	41%
Các chỉ số chính					
Thị phần môi giới cổ phiếu	7.1%	7.5%	7.8%		
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	14.0%	12.0%	14.0%		
ROE (trượt 12 tháng)	15.7%	15.1%	15.8%		
ROE (hàng quý)	14.0%	19.8%	17.9%		

Nguồn: TCX, HSC

Mảng phân phối quỹ tương hỗ: Doanh thu vượt 6 nghìn tỷ đồng trong Q3/2025 nhờ mở rộng Fundmart. Tính đến ngày 30/9/2025, nền tảng đã tiếp nhận 29 quỹ từ 11 công ty quản lý tài sản, khoảng 3.600 khách hàng active với doanh thu hàng tuần đạt 538 tỷ đồng (tăng 14% so với quý trước), cho thấy hiệu ứng nền tảng ngày càng sâu sắc và tần suất giao dịch trên mỗi khách hàng cao hơn.

Mảng cho vay ký quỹ: Thu nhập lãi đạt 998 tỷ đồng (tăng 44% so với cùng kỳ và tăng 20% so với quý trước). Dư nợ cho vay ký quỹ đạt 41,7 nghìn tỷ đồng (tăng 23% so với quý trước và tăng 64% so với cuối năm 2024), nhờ vào mức giá/phí cạnh tranh và các chương trình khuyến mãi sử dụng lần đầu (tăng khoảng 30% khách hàng mới so với quý trước). Sau khi hoàn tất IPO, tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn CSH là 98% so với mức trần 200%, dư địa vẫn dồi dào để tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng.

Mảng IB: Doanh thu thuần đạt 509 tỷ đồng (tăng 45% so với cùng kỳ), trong khi tổng giá trị phát hành TPDN 9 tháng đầu năm 2025 đạt khoảng 54 nghìn tỷ đồng, chiếm 42% thị phần, khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường.

Mảng nguồn vốn và phân phối trái phiếu: Lợi nhuận thuần đạt khoảng 1,15 nghìn tỷ đồng trong Q3/2025 (tăng 86% so với cùng kỳ và tăng 28% so với quý trước). Trong 9 tháng đầu năm 2025, Công ty đã phân phối hơn 51 nghìn tỷ đồng TPDN cho các NĐT cá nhân; iConnect đã xử lý hơn 15,5 nghìn tỷ đồng giao dịch (tăng 95% so với cùng kỳ), cho thấy dòng vốn thứ cấp mạnh mẽ và tốc độ thâm nhập nhanh chóng của NĐT cá nhân.

Chi phí bán hàng & quản lý tiếp tục được kiểm soát tốt với hệ số CIR duy trì ở mức khoảng 14%.

Dự báo tài chính

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 31,6% trong giai đoạn 2024-2027 dựa trên mô hình kinh doanh hiện tại cùng vị thế vững chắc trên thị trường, đồng thời dự báo lợi nhuận thuần sẽ tiếp tục tăng trưởng cho đến năm 2029 (kịch bản cơ sở của chúng tôi không bao gồm đóng góp từ các mảng kinh doanh tiềm năng như tài sản số). Theo đó, lợi nhuận sẽ tăng trưởng 46,1% trong năm 2025 (9 tháng đầu năm tăng 30,5%; Q4 tăng 111% so với mức nền thấp cùng kỳ) và 28,5% trong năm 2026 trong khi hệ số ROE điều chỉnh nhẹ sau khi tăng vốn đáng kể gần đây, nhưng sau đó sẽ phục hồi và duy trì ở mức khoảng 17% khi nguồn vốn dần được đưa vào sử dụng.

Kịch bản cơ sở: Lợi nhuận thuần tăng trưởng trung bình 31,6% trong 3 năm tới

HSC dự báo lợi nhuận thuần của TCX sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 31,6% trong giai đoạn 2024-2027 dựa trên danh mục sản phẩm, dịch vụ và mô hình kinh doanh hiện tại. Sau đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2029, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR lợi nhuận thuần 5 năm đạt 25,4%. Lưu ý rằng, dự báo của chúng tôi chưa bao gồm đóng góp tiềm năng từ các mảng kinh doanh trong tương lai, như tài sản số hoặc các sản phẩm token hóa, có thể đem lại tiềm năng tăng cho dự báo của chúng tôi trong trung và dài hạn.

Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng lần lượt 46,1% và 28,5% trong năm 2025 và 2026 đạt lần lượt 5,6 nghìn tỷ đồng và 7,2 nghìn tỷ đồng. Nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ, hệ số ROE dự phóng năm 2026 chỉ giảm nhẹ xuống 15,8% sau khi tăng vốn đáng kể sau đợt IPO, sau đó sẽ dần phục hồi và duy trì ở mức khoảng 17% kể từ năm 2027 sau khi quy mô lợi nhuận tăng lên và nguồn vốn được triển khai hiệu quả.

Các giả định chính

Kịch bản cơ sở của chúng tôi được xây dựng dựa trên 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.

Bảng 39: Các giả định chính làm cơ sở cho dự báo & ước tính, TCX

	2024A	2025F	2026F	2027F	2028P	2029P
Tăng trưởng GDP thực tế	7.1%	7.6%	7.1%	8.0%	7.0%	7.0%
Dư nợ TPDN Việt Nam - % GDP	11.0%	12.5%	14.4%	16.3%	18.1%	20.0%
Khối lượng phát hành TP của TCX - % tổng khối lượng phát hành TPDN của Việt Nam (không bao gồm trái phiếu ngành ngân hàng)	45.9%	45.0%	44.3%	43.5%	42.8%	42.0%
Tăng trưởng khối lượng giao dịch trên iConnect	-12.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam - % GDP	59.2%	72.0%	80.2%	88.3%	96.5%	100.0%
Thị phần môi giới cổ phiếu của TCX	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%	4.1%	4.3%	4.4%	4.6%	4.5%
Thị phần cho vay ký quỹ của TCX	10.2%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%
NAV của các quỹ tại Việt Nam - % GDP	2.1%	2.5%	2.9%	3.2%	3.6%	4.0%
AUM của các quỹ do TCX phân phối - % NAV của các quỹ tại Việt Nam	6.9%	7.9%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
Lãi suất đầu tư trái phiếu	6.6%	7.4%	7.8%	8.0%	7.8%	7.6%
Chênh lệch Is trong phân phối TPDB cho NĐT cá nhân	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%
Lãi suất cho vay ký quỹ	12.3%	10.5%	10.4%	10.3%	10.3%	10.2%
Chi phí BH&QL - % lợi nhuận thuần HĐKD	10.6%	10.3%	10.2%	10.1%	10.0%	9.9%

Nguồn: TCX, HSC

Bảng 40: Thực tế/dự báo/ước tính đóng góp vào thu nhập HĐ theo mảng kinh doanh, TCX

Mảng cho vay ký quỹ được dự báo sẽ đóng vai trò là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028P	2029P
Ngân hàng đầu tư	20.1%	18.1%	19.3%	18.2%	18.3%	17.9%	17.9%
Môi giới	10.4%	8.8%	8.8%	9.2%	10.2%	10.7%	11.2%
Cho vay ký quỹ	31.4%	35.3%	36.1%	38.8%	39.0%	40.9%	41.3%
Phân phối trái phiếu	17.2%	19.6%	18.2%	15.2%	14.6%	13.6%	12.9%
Kinh doanh nguồn vốn	21.0%	18.2%	17.5%	18.5%	17.6%	16.2%	15.5%
Khác	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.7%	1.2%

Nguồn: TCX, HSC

- Dự báo thị phần hoặc quỹ đạo tăng trưởng kỳ vọng của TCX trong từng mảng kinh doanh (ví dụ: trái phiếu doanh nghiệp, môi giới cổ phiếu, cho vay ký quỹ, phân phối quỹ).

Bảng 41: Tăng trưởng thu nhập HĐ thực tế/dự báo/ước tính theo mảng kinh doanh, TCX

Mảng cho vay ký quỹ được dự báo sẽ đóng vai trò là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028P	2029P
Ngân hàng đầu tư	-29.7%	31.1%	55.2%	22.7%	22.2%	18.2%	16.8%
Môi giới	-44.0%	24.2%	45.7%	35.2%	35.3%	26.9%	21.6%
Cho vay ký quỹ	6.6%	63.6%	48.5%	40.2%	22.4%	26.5%	17.8%
Phân phối trái phiếu	98.4%	66.0%	34.9%	8.9%	17.1%	12.1%	11.1%
Kinh doanh nguồn vốn	55.1%	26.8%	39.5%	38.0%	15.6%	11.1%	11.3%
Khác				100.0%	150.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: TCX, HSC

Bảng 42: Thực tế/dự báo/ước tính các chỉ số chính, TCX

Các chỉ số quan trọng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028P	2029P
ROAE	13.9%	15.4%	16.2%	15.8%	16.8%	17.3%	17.4%
ROAA	6.9%	7.9%	7.9%	7.5%	7.8%	7.6%	7.5%
D/E	0.9x	1.0x	1.1x	1.1x	1.2x	1.3x	1.3x
Đầu tư trái phiếu / vốn CSH (%)	57.3%	60.3%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
Cho vay ký quỹ / vốn CSH (%)	70.3%	98.5%	112.4%	116.4%	130.9%	143.6%	140.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	45.7%	50.4%	52.1%	51.3%	51.1%	50.1%	49.5%

Nguồn: TCX, HSC

Bảng 43: Lợi nhuận thực tế, dự báo (2025-2027), và ước tính (2028-2029), TCX

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028P	2029P
Thu nhập HĐ (bao gồm doanh thu tài chính)	5,101	7,432	10,803	14,088	17,151	20,675	24,116
Ngân hàng đầu tư	1,026	1,344	2,087	2,561	3,131	3,701	4,321
Môi giới	528	656	956	1,292	1,749	2,219	2,699
Cho vay ký quỹ	1,602	2,622	3,894	5,461	6,682	8,456	9,962
Phân phối trái phiếu	876	1,454	1,961	2,136	2,502	2,804	3,116
Kinh doanh nguồn vốn	1,069	1,355	1,890	2,609	3,015	3,350	3,729
Khác	-	-	15	29	73	145	290
Chi phí HĐ (bao gồm lỗ tài chính)	(1,571)	(2,062)	(2,966)	(4,031)	(4,960)	(6,285)	(7,549)
Ngân hàng đầu tư	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
Môi giới	(348)	(436)	(608)	(847)	(1,167)	(1,491)	(1,800)
Cho vay ký quỹ	(615)	(895)	(1,449)	(1,989)	(2,481)	(3,244)	(3,869)
Phân phối trái phiếu	-	-	-	-	-	-	-
Kinh doanh nguồn vốn	(608)	(730)	(908)	(1,195)	(1,310)	(1,549)	(1,879)
Khác	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần HĐKD	3,530	5,369	7,837	10,057	12,191	14,390	16,567
Ngân hàng đầu tư	1,025	1,343	2,086	2,560	3,130	3,699	4,319
Môi giới	181	220	348	446	581	729	899
Cho vay ký quỹ	987	1,727	2,445	3,472	4,201	5,212	6,093
Phân phối trái phiếu	876	1,454	1,961	2,136	2,502	2,804	3,116
Kinh doanh nguồn vốn	461	625	982	1,414	1,705	1,801	1,850
Khác	-	-	15	29	73	145	290
Chi phí BH&QL và thu nhập/chi phí khác	(502)	(567)	(805)	(1,023)	(1,228)	(1,435)	(1,635)
LNTT	3,028	4,802	7,032	9,034	10,964	12,955	14,932
Thuế	(625)	(952)	(1,406)	(1,807)	(2,193)	(2,591)	(2,986)
Lợi nhuận thuần	2,403	3,850	5,625	7,227	8,771	10,364	11,946

Nguồn: TCX, HSC

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi

Tiềm năng tăng từ mảng kinh doanh tiềm năng mới

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.

Những tiềm năng tăng 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 TCX 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.
- **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.

Bảng 44: Bảng cân đối kế toán thực tế, dự báo (2025-2027), và ước tính (2028-2029), TCX

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	2028P	2029P
TÀI SẢN							
Tiền mặt	4,582	2,865	3,946	5,157	4,107	4,454	10,140
FVTPL	-	17	17	17	17	17	17
HTM	1,292	2,232	2,344	2,461	2,584	2,713	2,849
Cho vay ký quỹ	16,619	25,911	48,267	56,747	73,005	91,988	103,343
AFS	15,041	17,671	29,842	33,696	38,357	43,852	50,175
Chứng chỉ tiền gửi + TPCP	350	705	740	777	816	856	899
TPDN	13,530	15,845	27,924	31,683	36,243	41,633	47,845
Các khoản 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	793	1,033	1,169	1,281	1,408
Tổng tài sản ngắn hạn	40,628	49,395	85,208	99,111	119,240	144,306	167,932
Tài sản dài hạn	3,160	3,849	3,873	3,903	3,940	3,983	4,033
Tổng tài sản	43,789	53,244	89,081	103,014	123,180	148,289	171,964
NỢ							
Vay ngắn hạn	18,062	20,523	36,040	43,059	54,535	69,583	82,704
Trái phiếu ngắn hạn	-	3,575	1,006	-	-	6,581	1,422
Các khoản nợ ngắn hạn khác	1,135	1,836	2,487	3,204	3,865	4,589	5,299
Tổng nợ ngắn hạn	19,197	25,934	39,534	46,263	58,399	80,752	89,425
Trái phiếu dài hạn	956	1,006	6,581	8,002	9,015	3,479	8,925
Các khoản nợ dài hạn khác	6	7	7	7	7	7	7
Tổng nợ dài hạn	962	1,013	6,587	8,009	9,021	3,486	8,932
Tổng nợ phải trả	20,159	26,947	46,121	54,272	67,420	84,238	98,357
VỐN CHỦ SỞ HỮU							
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 sau thuế chưa phân phối	12,277	6,689	11,158	16,940	23,957	32,248	41,805
Các khoản mục vốn CSH khác	(17)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Tổng vốn CSH	23,630	26,297	42,961	48,742	55,759	64,051	73,607

Nguồn: TCX, HSC

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi

Mặc dù kịch bản cơ sở của chúng tôi phản ánh triển vọng tăng trưởng tích cực, một số rủi ro giảm có thể ảnh hưởng đến xu hướng lợi nhuận của TCX. Những rủi ro này chủ yếu liên quan đến động lực thị trường và tình hình pháp lý, cả hai đều là những biến số quan trọng trong môi trường hoạt động của Công ty.

Những rủi ro giảm 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 2022-2023.
- **Rủi ro tập trung kinh doanh:** Sự phụ thuộc đáng kể của TCX 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.

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị Mua vào cho TCX với giá mục tiêu theo phương pháp định giá so sánh P/E tại thời điểm cuối năm 2026 ở mức 78.200đ, cao hơn 67% so với giá IPO và tương đương tiềm năng tăng giá 59,8%. Tại giá mục tiêu – với định giá lần đầu thiết lập ở mức khoảng 20% cao hơn bình quân các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi nhờ hệ số ROE vượt trội và tăng trưởng bền vững - P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 28,1 lần và 25 lần.

Phương pháp định giá

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

- Cơ cấu doanh thu đa dạng: TCX 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: TCX 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, chúng tôi cho rằng P/E là chỉ số phản ánh rõ nét nhất khả năng sinh lời và động lực tăng trưởng của TCX. Lưu ý rằng phương pháp này có sự khác biệt so với phương pháp định giá HSC áp dụng cho các cổ phiếu chứng khoán trong phạm vi phân tích như SSI, VCI và VND (mà chúng tôi xác định P/E và P/S mục tiêu dựa trên chỉ số bình quân và độ lệch chuẩn quá khứ, tùy theo chu kỳ thị trường). Đối với TCX, phương pháp định giá tập trung vào bội số P/E mục tiêu là phù hợp vì (1) không có dữ liệu giao dịch quá khứ để điều chỉnh bội số tương đối, và (2) tỷ suất lợi nhuận ổn định khiến bội số P/S không có thêm nhiều ý nghĩa so với bội số P/E.

Khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu là 78.200đ, cao hơn 67% so với giá IPO và tương đương tiềm năng tăng giá 60%

HSC khuyến nghị Mua vào cho TCX với giá mục tiêu theo phương pháp định giá so sánh P/E tại thời điểm cuối năm 2026 là 78.200đ (cao hơn 67% so với giá IPO, tương đương tiềm năng tăng giá 59,8% so với thị giá). Tại giá mục tiêu của chúng tôi - với định giá thẳng dư định giá lần đầu ở mức khoảng 20% bình quân các cổ phiếu chứng khoán trong danh sách khuyến nghị (trong năm 2026) dựa trên triển vọng tăng trưởng, tỷ suất sinh lời và vị thế dẫn đầu ngành của TCX - P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt ở mức 28,1 lần và 25 lần.

HSC tóm tắt định giá dựa trên giá thị trường của TCX so với các công ty cùng ngành niêm yết, bao gồm dự báo năm 2025 và 2026 trong Bảng 45. Ngoài ra, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy đối với các giả định chính về giá mục tiêu trong Bảng 46.

Bảng 45: So sánh các công ty chứng khoán Việt Nam trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của TCX cao hơn 20% so với các công ty cùng ngành dựa trên hệ số ROE và tốc độ tăng trưởng vượt trội – trình bày trong bảng dưới

Mã CK	Thị giá (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng/giảm	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E tại giá mục tiêu (lần)	
					2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
SSI	38,600	Tăng tỷ trọng	39,700	2.8%	2.51	2.43	26.2	21.3	10.0	11.6	-2.7	22.8	27.0	21.9
VCI	37,700	Tăng tỷ trọng	49,300	30.8%	2.06	2.00	23.7	17.6	8.8	11.5	7.5	34.9	31.0	23.0
VND	21,050	Giảm tỷ trọng	22,400	6.4%	1.37	1.45	19.2	17.0	7.7	8.3	-4.9	13.1	20.5	18.1
Bình quân, 3 công ty					1.98	1.96	23.1	18.6	8.8	10.5	0.0	23.6	26.2	21.0
TCX	48,950	Buy	78,200	59.8%	2.45	2.17	16.8	14.9	16.2	15.8	42.2	12.6	28.1	25.0
Bình quân, bao gồm TCX					2.16	2.14	25.2	20.4	8.8	10.5	10.5	20.9	26.7	22.0

Nguồn: HSC

Bảng 46: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định thặng dư P/E dự phóng năm 2026 so với các công ty cùng ngành trong phạm vi phân tích của HSC & giả định EPS, TCX

Với giả định P/E mục tiêu năm 2026 cao hơn khoảng 20% so với trung bình các công ty cùng ngành và dựa trên kịch bản cơ sở năm 2026, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 78.200đ/cổ phiếu

			P/E 2026F (lần)				
			0% thặng dư 21.0 lần	10% thặng dư 23.1 lần	20% thặng dư 25.0 lần	30% thặng dư 27.3 lần	40% thặng dư 29.4 lần
EPS 2026F (đồng)	Kịch bản cơ sở -20%	2,502	52,600	57,800	62,600	68,300	73,600
	Kịch bản cơ sở -10%	2,814	59,100	65,100	70,400	76,900	82,800
	Kịch bản cơ sở	3,127	65,700	72,300	78,200	85,400	92,000
	Kịch bản cơ sở +10%	3,440	72,300	79,500	86,000	94,000	101,200
	Kịch bản cơ sở +20%	3,752	78,800	86,700	93,900	102,500	110,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Kể từ đầu năm, diễn biến giá cổ phiếu của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi rất tích cực – SSI tăng 57%, VCI tăng 26,4% và VND tăng 87% – nhờ hưởng lợi từ việc thanh khoản thị trường tăng mạnh trong Q3/2025 và tâm lý nhà đầu tư cải thiện trước thềm nâng hạng thị trường của FTSE Russell. Cả hai yếu tố này đã giúp định giá của toàn ngành được nâng lên mặt bằng mới.

Nếu mở rộng phạm vi so sánh ra một nhóm nhiều doanh nghiệp cùng ngành hơn bao gồm hầu hết các CTCK niêm yết cũng như VPS Securities (mã chứng khoán: VCK) và VPBank Securities (mã chứng khoán: VPX), hiện đang thực hiện IPO, chúng tôi nhận thấy TCX, tại giá chào bán IPO, đang có bội số P/E thấp hơn đáng kể so với bình quân ngành, trong khi bội số P/B chỉ cao hơn một chút so với bình quân ngành. Dựa trên giá cổ phiếu hiện tại (sau khi tăng 4,6% trong ngày giao dịch đầu tiên), P/E dự phóng năm 2025 là 17,6 lần, thấp hơn 16% so với bình quân ngành.

Nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ và bền vững cùng hệ số ROE cao hơn, HSC tin rằng cổ phiếu TCX xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn so với bình quân ngành. Do đó, chúng tôi đánh giá định giá hiện tại của TCX là đặc biệt hấp dẫn.

Biểu đồ 47: P/E trượt dự phóng 1 năm, các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Các công ty hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 15,2 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 48: P/B trượt dự phóng 1 năm, các công ty chứng khoán trong phạm vi phân tích của HSC

Các công ty hiện đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 2 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,59 lần



Nguồn: HSC

Bảng 49: So sánh các công ty chứng khoán, Việt Nam

TCX đang được định giá theo hệ số P/E năm 2025 là 16,8 lần tại giá IPO và 17,6 lần tại giá đóng cửa ngày giao dịch đầu tiên, so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 21 lần. Nhờ đó, TCX đang giao dịch với định giá rất hấp dẫn so với các công ty khác

Mã CK	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Thị giá (đồng) 21-Oct	P/E		P/B		ROE		Tăng trưởng lợi nhuận thuần	
			Trượt 12T	2025F	Trượt 12T	2025F	2024	2025F	2024	2025F
SSI*	80,130	38,600	22.6	26.2	2.64	2.51	11.4%	11.6%	23.6%	27.0%
VCI*	27,242	37,700	24.4	23.7	2.15	2.06	9.0%	8.8%	85.1%	25.7%
VND*	32,044	21,050	14.7	19.2	1.56	1.37	9.5%	8.0%	-15.0%	4.6%
HCM	26,189	24,250	24.1	N/a	2.47	N/a	11.1%	N/a	54.2%	N/a
MBS	19,431	29,500	19.7	N/a	2.78	N/a	12.5%	N/a	27.3%	N/a
VIX	53,140	34,700	12.6	N/a	2.63	N/a	5.3%	N/a	-31.4%	N/a
SHS	22,309	29,500	16.5	N/a	1.85	N/a	9.5%	N/a	81.6%	N/a
FTS	11,590	33,450	27.1	N/a	2.70	N/a	14.6%	N/a	27.5%	N/a
BSI	10,182	41,500	21.3	N/a	1.87	N/a	8.5%	N/a	1.2%	N/a
CTS	8,794	41,350	14.4	N/a	3.13	N/a	10.8%	N/a	23.3%	N/a
DSE	8,464	24,750	28.6	N/a	1.97	N/a	5.0%	N/a	-20.6%	N/a
VCK**	76,827	60,000	22.6	21.9	5.51	3.29	24.8%	26.7%	277.8%	38.8%
VPX**	50,850	33,900	17.4	17.9	2.51	1.89	5.8%	18.6%	-2.8%	265.0%
TCX*	108,000	46,800/48,950	20.2	16.8/17.6	2.55	2.52/2.63	15.4%	19.3%	60.2%	46.1%
Bình quân	40,097		20.4	21.0	2.59	2.27	9.7%	9.5%	42.3%	67.9%
Trung vị	29,466		20.7	20.6	2.53	2.29	9.5%	8.8%	25.5%	32.9%

Ghi chú: * các cổ phiếu trong phạm vi phân tích của HSC ** các công ty chứng khoán sắp IPO

(1) Giá cổ phiếu và giá trị vốn hóa thị trường được tính dựa trên giá chào bán cổ định tại IPO của TCX và VPBank Securities (VPX) (dự kiến niêm yết trước hoặc trong Q1/2026), và giá chào bán tối thiểu đối với VPS Securities (VCK) (cũng dự kiến niêm yết trước hoặc trong Q1/2026).

(2) Các chỉ số và hệ số dự phóng năm 2025 của các công ty do HSC phân tích - gồm SSI, VCI, VND, và TCX - phản ánh dự báo hiện tại của chúng tôi, trong khi các chỉ số của VCK và VPX được lấy theo hướng dẫn của doanh nghiệp.

(3) Đối với VCK và VPX, ROE và P/E dự phóng 2025 không bao gồm phần vốn huy động từ IPO, trong khi hệ số P/B có tính phần vốn đó. Hệ số ROE dự phóng 2025 của TCX cũng không bao gồm tác động của vốn IPO (để đảm bảo so sánh tương đồng với VCK và VPX); nếu bao gồm vốn IPO, ROE năm 2025 được ước tính đạt khoảng 16,5%.

(4) Trong bảng, chúng tôi trình bày giá IPO / giá đóng cửa ngày giao dịch đầu tiên của TCX và các hệ số định giá tương ứng cho năm 2025.
Nguồn: Fiinx, dữ liệu các công ty, HSC.

Bảng 50: So sánh các công ty cùng ngành trên thế giới

Định giá của các doanh nghiệp quốc tế có sự phân hóa đáng kể; những công ty có hàm lượng công nghệ cao thường có định giá cao hơn

Công ty	P/E		P/B		ROE		Tăng trưởng lợi nhuận thuần	
	Trượt 12T	2025	Trượt 12T	2025	2024	2025	2024	2025
Charles Schwab Corp/The	22.2	19.9	3.6	3.7	15.5%	19.6%	17.0%	46.0%
Futu Holdings Ltd	32.4	19.6	3.7	5.0	20.7%	28.5%	27.0%	73.0%
Robinhood Markets Inc	70.2	74.5	14.9	14.0	19.2%	19.7%	-361.0%	19.0%
Etoro Group Ltd	N/a	17.9	2.5	2.2	60.5%	20.2%	1161.0%	8.0%
Interactive Brokers Group Inc	N/a	31.9	N/a	5.7	19.2%	17.3%	26.0%	24.0%
iFAST Corp Ltd	35.3	27.7	8.0	7.4	23.5%	26.7%	136.0%	44.0%
Mirae Asset Securities Co Ltd	11.7	13.1	0.9	1.1	6.4%	8.9%	186.0%	21.0%
Yuantan Financial	13.4	14.5	1.5	1.4	11.9%	9.8%	35.0%	-11.0%
Bình quân	30.8	27.4	5.0	5.0	22.1%	18.8%	153.4%	28.0%
Trung vị	27.3	19.8	3.6	4.4	19.2%	19.7%	31.0%	22.5%

Ghi chú: Dựa trên giá đóng cửa ngày 21/10.

Nguồn: Bloomberg, HSC tổng hợp

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu HĐ môi giới CK	528	656	956	1,292	1,749
Lãi cho vay ký quỹ	1,602	2,622	3,894	5,461	6,682
Doanh thu HĐ tự doanh	1,045	1,655	2,223	2,420	2,836
Phí bảo lãnh phát hành	1,056	1,338	1,890	2,609	3,015
Thu nhập dịch vụ tư vấn	1,026	1,344	2,087	2,561	3,131
Thu nhập HĐ khác	0	0	14.5	29.0	72.5
Doanh thu HĐ	5,257	7,615	11,065	14,372	17,485
Chi phí HĐ	(1,164)	(1,262)	(1,764)	(2,269)	(2,877)
Lợi nhuận HĐ	4,093	6,353	9,301	12,104	14,609
Lợi nhuận tài chính	(1,063)	(1,551)	(2,269)	(3,070)	(3,645)
Lợi nhuận khác	(1.63)	(0.25)	-	0	0
LNTT	3,028	4,802	7,032	9,034	10,964
Chi phí thuế TNDN	(625)	(952)	(1,406)	(1,807)	(2,193)
LNST	2,403	3,850	5,626	7,227	8,771
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,403	3,850	5,626	7,227	8,771

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	4,582	2,865	3,946	5,157	4,107
Phải thu	338	539	633	873	1,009
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	2,756	160	160	160	160
Tài sản tài chính	32,952	45,831	80,470	92,921	113,964
FVTPL	0	17.3	17.3	17.3	17.3
HTM	1,292	2,232	2,344	2,461	2,584
Cho vay ký quỹ	16,619	25,911	48,267	56,747	73,005
AFS	15,041	17,671	29,842	33,696	38,357
Dự phòng	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	3,033	3,533	3,533	3,533	3,533
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	3,033	3,533	3,533	3,533	3,533
Tài sản cố định	64.6	50.7	74.3	104	141
Tài sản khác	62.2	265	265	265	265
Tổng tài sản	43,788	53,244	89,081	103,014	123,180
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	18,062	20,523	36,040	43,059	54,535
Trái phiếu ngắn hạn	0	3,575	1,006	0	0
Phải trả hoạt động	124	172	284	385	457
Vay dài hạn	956	1,006	6,581	8,002	9,015
Nợ phải trả khác	1,017	1,671	2,210	2,826	3,415
Nợ phải trả	20,159	26,947	46,121	54,272	67,420
Vốn chủ sở hữu	23,630	26,297	42,961	48,742	55,759
Vốn điều lệ	2,177	19,613	23,113	23,113	23,113
Thặng dư vốn cổ phần	9,192	0	8,694	8,694	8,694
Lợi nhuận giữ lại	12,277	6,689	11,158	16,940	23,957
Quỹ & vốn khác của CSH	(16.5)	(4.96)	(4.96)	(4.96)	(4.96)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	43,788	53,244	89,081	103,014	123,180

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	67.8	21.6	67.3	15.6	19.6
Tăng trưởng cho vay (%)	77.7	55.9	86.3	17.6	28.7
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	6.53	327	0	0	0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	163	13.6	75.6	19.5	26.7
Tăng trưởng VCSH (%)	115	11.3	63.4	13.5	14.4
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	0.75	44.9	45.3	29.9	21.7
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	20.9	8.42	39.7	28.6	26.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	9.23	55.2	46.4	30.1	20.7
Tăng trưởng LNTT (%)	(0.96)	58.6	46.4	28.5	21.4
Tăng trưởng LNST (%)	(0.96)	60.2	46.1	28.5	21.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	(0.96)	60.2	46.1	28.5	21.4
Định giá					
P/E (lần)	4.43	24.9	17.6	15.7	12.9
P/B (lần)	0.45	3.65	2.63	2.32	2.03
Lợi suất cổ tức (%)	0	11.2	1.02	1.28	1.55

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	11,040	1,963	2,785	3,127	3,795
DPS (đồng)	0	5,494	500	625	759
BVPS (đồng)	108,542	13,408	18,587	21,089	24,125
Sig CP bình quân (triệu đv)	218	1,961	2,020	2,311	2,311
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	218	1,961	2,311	2,311	2,311
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	218	1,961	2,311	2,311	2,311
Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	6.88	7.93	7.91	7.52	7.76
ROAE (%)	13.9	15.4	16.2	15.8	16.8
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.3	12.3	10.5	10.4	10.3
Chi phí vay nợ BQ (%)	8.57	7.15	6.60	6.48	6.36
Phí môi giới thuần (%)	0	0	0	0	0
Lợi suất TSTC HTM (%)	7.34	11.1	6.50	6.50	6.50
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	8.15	6.65	7.40	7.80	8.00
Tỷ lệ CIR (%)	22.1	16.6	15.9	15.8	16.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	280	18.0	20.0	20.0
Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	6.15	7.15	8.12	9.09	10.1
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	80.5	95.5	102	105	114
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	70.3	98.5	112	116	131
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	483	491	590	620	650

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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