

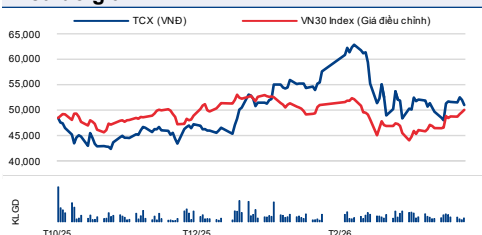
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ63,200
Tiềm năng tăng/giảm: 23.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (16/4/2026)	51,000
Mã Bloomberg	TCX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,363-62,852
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,750
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	117,877
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,477
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)	2,083
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.86%
Tỷ lệ freefloat	10.5%
Cổ đông lớn	Techcombank (79.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-25A	12-26F	12-27F
Tổng tài sản (tỷ đồng)	80,632	96,065	115,524
Cho vay ký quỹ (tỷ đồng)	43,860	50,493	65,372
Doanh thu HĐ (tỷ đồng)	11,217	13,262	16,697
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,683	6,439	8,261
BVPS (đồng)	19,080	21,366	24,225
EPS (đồng)	2,713	2,786	3,574
DPS (đồng)	500	500	750
T.trưởng tổng tài sản (%)	51.4	19.1	20.3
T.trưởng c.vay KQ (%)	69.3	15.1	29.5
T.trưởng DT HĐ (%)	47.3	18.2	25.9
Tăng trưởng EPS (%)	38.2	2.67	28.3
Tăng trưởng DPS (%)	(18.0)	(0.03)	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.4	17.9	21.0
ROAE (%)	16.1	13.8	15.7
ROAA (%)	8.49	7.29	7.81
Tỷ lệ CIR (%)	16.7	14.0	14.1
Lãi suất cho vay BQ (%)	0.11	0.12	0.11
Vòng quay tổng TS (%)	16.8	15.0	15.8
Đòn bẩy vốn (%)	183	195	206
Thị phần môi giới CP (%)	8.00	9.09	10.1
P/E (lần)	18.8	18.3	14.3
P/B (lần)	2.67	2.39	2.11
Lợi suất cổ tức (%)	0.98	0.98	1.47

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TCX là một công ty chứng khoán vận hành hiệu quả cao, định hướng công nghệ và theo mô hình WealthTech. Công ty nắm giữ thị phần vượt trội trong mảng tư vấn trái phiếu doanh nghiệp và nằm trong top 3 về môi giới cổ phiếu.

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

Q1/2026 tích cực tương đối trong bối cảnh thị trường khó khăn hơn

- TCX ghi nhận LNTT Q1/2026 đạt 1.458 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ (giảm 29% so với quý trước, nhưng tăng 11% so với quý trước nếu loại trừ khoản lãi bất thường trong Q4/2025), tương đương 18,1% dự phóng 2026 của chúng tôi (19,3% kế hoạch của công ty). Nhìn chung, kết quả này tương đối tích cực nhưng thấp hơn một chút so với kỳ vọng.
- Mảng nghiệp vụ môi giới và cho vay ký quỹ ổn định với thị phần được giữ vững và dư nợ cho vay ký quỹ tăng nhẹ. Mảng tư vấn phát hành TPDN diễn biến tích cực với thị phần áp đảo 86% của TCX. Tuy nhiên, lãi suất tăng đã gây áp lực lên thu nhập từ đầu tư và phân phối trái phiếu, trong khi chi phí vốn tiếp tục tăng.
- Tăng 2% trong 1 tháng qua, TCX hiện giao dịch ở mức P/E 2026 là 18,3 lần (so với trung bình các doanh nghiệp cùng ngành là 15,4 lần). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 63.200 đồng/cổ phiếu, dựa trên phương pháp định giá P/E tương đối.

Sự kiện: Công bố KQKD Q1/2026

TCX ghi nhận LNTT Q1/2026 đạt 1.458 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ nhưng giảm 29% so với quý trước. Đáng chú ý, nếu loại trừ khoản lãi đầu tư bất thường 726 tỷ đồng ghi nhận trong Q4/2025, LNTT thực tế tăng 11% so với quý trước. Nhìn chung, LNTT Q1/2026 hoàn thành 18,1% dự phóng 2026 của chúng tôi và 19,3% kế hoạch 2026 của TCX. Chúng tôi đánh giá kết quả này tương đối tích cực, đặc biệt trong bối cảnh môi trường hoạt động khó khăn hơn, chi phí vốn tăng và điều kiện thị trường vốn kém thuận lợi hơn.

Môi giới: Duy trì vị thế

Lợi nhuận nghiệp vụ môi giới đạt 85 tỷ đồng trong Q1/2026, tăng 17% so với cùng kỳ (giảm 4% so với quý trước) nhờ môi giới giao dịch TPDN thứ cấp và phân phối quỹ (TCX tiếp tục miễn phí giao dịch cổ phiếu). Khối lượng giao dịch TPDN thứ cấp đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ), trong khi giá trị phân phối quỹ tăng 33% so với cùng kỳ đạt 3,3 nghìn tỷ đồng. TCX tiếp tục duy trì vị thế vững chắc trên thị trường môi giới cổ phiếu với thị phần 8,8% trên sàn HSX (đứng thứ 3 thị trường) và thị phần 9,5% trên sàn HNX (đứng thứ 2).

Cho vay ký quỹ: Tăng trưởng nhờ mở rộng dư nợ và tăng lãi suất

Thu nhập lãi từ cho vay ký quỹ đạt 1.211 tỷ đồng, tăng 69% so với cùng kỳ và 8% so với quý trước. Tăng trưởng được thúc đẩy bởi dư nợ cho vay ký quỹ

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/4.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q1/2026, TCX

LNTT Q1/2026 đạt 1.458 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ nhưng giảm 29% so với quý trước

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	So với cùng kỳ	So với quý trước
Lợi nhuận hoạt động gộp	1,902	2,901	2,351	24%	-19%
Môi giới	73	89	85	16%	-4%
Cho vay ký quỹ	718	1,119	1,211	69%	8%
Ngân hàng đầu tư	414	468	526	27%	12%
Đầu tư & phân phối trái phiếu	697	1,225	527	-24%	-57%
Lỗ HĐ tài chính	(453)	(657)	(731)	61%	11%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,449	2,244	1,618	12%	-28%
Chi phí BH&QL	(138)	(203)	(161)	17%	-21%
LNTT	1,311	2,041	1,458	11%	-29%

Nguồn: TCX

đạt 44.754 tỷ đồng, tăng 44% so với cùng kỳ và 2% so với quý trước, cùng với lợi suất margin tăng lên 11,1% (+46 điểm cơ bản so với quý trước, +71 điểm cơ bản so với cùng kỳ). So với ước tính của chúng tôi rằng tổng dư nợ margin toàn thị trường giảm khoảng 10% trong quý, mức tăng nhẹ theo quý của TCX cho thấy khả năng chống chịu tương đối tốt, nhiều khả năng nhờ chính sách giá cạnh tranh hơn so với các đối thủ. Tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu giảm nhẹ xuống 98%, từ mức 99% vào cuối năm 2025.

Ngân hàng đầu tư: Tư vấn trái phiếu diễn biến tích cực với thị phần áp đảo

Thu nhập phí từ mảng ngân hàng đầu tư đạt 526 tỷ đồng, tăng 27% so với cùng kỳ và 12% so với quý trước. TCX đã thu xếp khoảng 28 nghìn tỷ đồng giá trị phát hành TPDN trong Q1/2026, tương đương 86% tổng giá trị phát hành TPDN ngoài khối ngân hàng trong một quý vốn mang tính mùa vụ thấp và tương đối trầm lắng. Để so sánh, thị phần tư vấn TPDN của TCX đạt 46% trong 2024 và 38% trong 2025.

Đầu tư & phân phối trái phiếu: Lãi suất tăng gây áp lực lên thu nhập từ phân phối và kinh doanh trái phiếu

Thu nhập đầu tư và phân phối trái phiếu đạt 527 tỷ đồng (giảm 24% so với cùng kỳ và giảm 57% so với quý trước), chủ yếu do mức nền cao và khoản thu nhập bất thường ghi nhận trong Q4/2025. Giá trị phân phối trái phiếu đạt 18,6 nghìn tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ nhưng giảm 5% so với quý trước). Môi trường lãi suất cao tiếp là lực cản đối với cả hoạt động phân phối trái phiếu và đầu tư/giao dịch trái phiếu. BLE kỳ vọng sẽ thu nhập sẽ phục hồi trong những quý tới khi các trái phiếu phát hành trong Q1/2026 với lãi suất cạnh tranh hơn bắt đầu được phân phối.

Áp lực chi phí gia tăng do chi phí vốn cao hơn

Về phía chi phí, chi phí tài chính tăng lên 731 tỷ đồng (tăng 61% so với cùng kỳ và tăng 11% so với quý trước), phản ánh tỷ lệ đòn bẩy và chi phí huy động gia tăng. Tổng nợ vay, bao gồm nợ ngân hàng và TPDN, tăng lên 41,5 nghìn tỷ đồng (tăng 49,4% so với cùng kỳ và tăng 21,6% so với quý trước), trong khi chi phí huy động tăng lên 7,9% từ 7% trong Q1/2025 và 7,7% trong Q4/2025. Chi phí quản lý là 161 tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ nhưng giảm 20% so với quý trước), tỷ lệ CIR ở mức 14,8%, nhìn chung tương đương bình quân năm 2025.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua, TCX đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 18,3 lần, so với bình quân ngành ở mức 15,4 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 63.200đ - dựa trên P/E mục tiêu năm 2026 là 22,7 lần, cao hơn 20% so với bình quân ngành, hàm ý mức tăng giá tiềm năng 24% từ thị giá hiện tại.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu HĐ môi giới CK	652	1,068	1,224	1,578	2,005
Lãi cho vay ký quỹ	2,622	3,728	5,472	6,604	8,349
Doanh thu HĐ tự doanh	1,655	1,769	1,251	1,737	2,352
Phí bảo lãnh phát hành	1,338	2,629	3,001	3,842	4,209
Thu nhập dịch vụ tư vấn	1,344	2,018	2,280	2,883	3,612
Thu nhập HĐ khác	4.19	6.60	34.5	51.8	77.6
Doanh thu HĐ	7,615	11,217	13,262	16,697	20,604
Chi phí HĐ	(1,262)	(1,873)	(1,862)	(2,361)	(2,971)
Lợi nhuận HĐ	6,353	9,345	11,401	14,336	17,632
Lợi nhuận tài chính	(1,551)	(2,236)	(3,352)	(4,010)	(4,829)
Lợi nhuận khác	(0.25)	(0.42)	0	0	0
LNTT	4,802	7,109	8,049	10,326	12,803
Chi phí thuế TNDN	(952)	(1,425)	(1,610)	(2,065)	(2,561)
LNST	3,850	5,683	6,439	8,261	10,242
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	3,850	5,683	6,439	8,261	10,242

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,865	3,108	1,621	1,034	1,267
Phải thu	539	687	784	1,004	1,099
Phải thu dịch vụ & phải thu khác	171	56.1	43.3	43.3	43.3
Tài sản tài chính	45,820	72,762	89,564	109,348	133,348
FVTPL	17.3	38.9	38.9	38.9	38.9
HTM	2,232	3,657	4,023	4,425	4,868
Cho vay ký quỹ	25,911	43,860	50,493	65,372	83,718
AFS	17,660	25,206	35,008	39,511	44,723
Dự phòng	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	3,533	3,610	3,610	3,610	3,610
HTM	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD, LK	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	3,533	3,610	3,610	3,610	3,610
Tài sản cố định	50.7	107	141	183	237
Tài sản khác	265	302	302	302	302
Tổng tài sản	53,244	80,632	96,065	115,524	139,907
Nợ phải trả và vốn CSH					
Vay ngắn hạn	20,523	31,080	39,808	50,595	64,234
Trái phiếu ngắn hạn	3,575	1,504	0	0	2,008
Phải trả hoạt động	156	53.1	408	490	594
Vay dài hạn	1,006	1,510	4,011	5,299	4,985
Nợ phải trả khác	1,686	2,386	2,455	3,148	3,902
Nợ phải trả	26,947	36,533	46,682	59,533	75,722
Vốn chủ sở hữu	26,297	44,100	49,383	55,991	64,185
Vốn điều lệ	19,613	23,113	23,113	23,113	23,113
Thặng dư vốn cổ phần	0	8,607	8,607	8,607	8,607
Lợi nhuận giữ lại	6,689	12,372	17,655	24,264	32,458
Quỹ & vốn khác của CSH	(4.96)	7.48	7.48	7.48	7.48
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	53,244	80,632	96,065	115,524	139,907

Chỉ số chính: Tăng trưởng và định giá	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số tăng trưởng (so với cùng kỳ)					
Tăng trưởng tổng TS (%)	21.6	51.4	19.1	20.3	21.1
Tăng trưởng cho vay (%)	55.9	69.3	15.1	29.5	28.1
Tăng trưởng TS tài chính khác (%)	327	13.9	0	0	0
Tăng/giảm nợ ngắn hạn (%)	13.6	51.4	28.1	27.1	27.0
Tăng trưởng VCSH (%)	11.3	67.7	12.0	13.4	14.6
Tăng trưởng doanh thu HĐ (%)	44.9	47.3	18.2	25.9	23.4
Tăng/giảm chi phí HĐ (%)	8.42	48.3	0.58	26.8	25.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	55.2	47.1	22.0	25.7	23.0
Tăng trưởng LNTT (%)	58.6	48.0	13.2	28.3	24.0
Tăng trưởng LNST (%)	60.2	47.6	13.3	28.3	24.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	60.2	47.6	13.3	28.3	24.0

Định giá					
P/E (lần)	26.0	18.8	18.3	14.3	11.5
P/B (lần)	3.80	2.67	2.39	2.11	1.84
Lợi suất cổ tức (%)	1.20	0.98	0.98	1.47	1.76

Chỉ số chính: Chỉ số CP và Chỉ số khác	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số CP					
EPS (đồng)	1,964	2,713	2,786	3,574	4,431
DPS (đồng)	610	500	500	750	900
BVPS (đồng)	13,414	19,080	21,366	24,225	27,770
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,960	2,095	2,311	2,311	2,311
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,960	2,311	2,311	2,311	2,311
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,960	2,311	2,311	2,311	2,311

Chỉ số lợi nhuận					
ROAA (%)	7.93	8.49	7.29	7.81	8.02
ROAE (%)	15.4	16.1	13.8	15.7	17.0
Lãi suất cho vay ký quỹ BQ (%)	12.3	10.7	11.6	11.4	11.2
Chi phí vay nợ BQ (%)	7.03	7.55	8.61	8.04	7.60
Phí môi giới thuần (%)	0	0	0	0	0
Lợi suất TSTC HTM (%)	-	-	-	-	-
Lợi suất HĐ tự doanh (%)	16.5	15.0	12.5	13.4	14.0
Tỷ lệ CIR (%)	16.6	16.7	14.0	14.1	14.4
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	31.1	18.4	17.9	21.0	20.3

Thị phần					
Thị phần môi giới cổ phiếu (%)	7.15	8.00	9.09	10.1	11.0
Thị phần môi giới KH nước ngoài (%)	-	-	-	-	-
Thị phần môi giới KH cá nhân (%)	-	-	-	-	-

Tỷ lệ đòn bẩy					
Tổng nợ/vốn CSH (%)	95.5	77.3	88.7	99.8	111
Cho vay ký quỹ/vốn CSH (%)	98.5	99.5	102	117	130

Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	-	-	-	-	-
Số lượng nhân viên	491	588	617	648	681

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