

**Company Report: Công ty Cổ phần Chứng khoán Kỹ thương (TCBS)**

Research Department

15/07/2025

Keep the entrepreneurial spirit alive**NỘI DUNG CHÍNH**

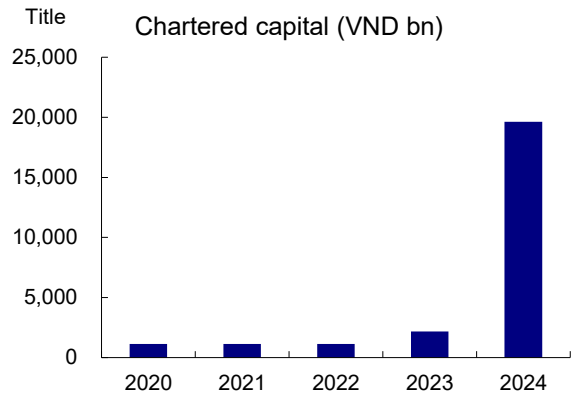
Thương vụ IPO của TCBS vào cuối năm 2025, đầu năm 2026- Công ty Chứng khoán trong hệ sinh thái Techcombank thu hút sự chú ý của giới đầu tư. Ngày 09/07, HĐQT CTCP Chứng khoán Kỹ thương (TCBS) đã ra Nghị quyết triển khai phương án tăng vốn điều lệ thông qua chào bán 231.15 triệu cp lần đầu ra công chúng (IPO), tương ứng tỷ lệ 11.1122%. Đợt chào bán dự kiến thực hiện từ quý 3/2025 đến quý 1/2026. TCBS cho biết, giá chào bán không thấp hơn giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu trên BCTC quý gần nhất ở thời điểm chào bán.

Leader trong ngành chứng khoán: TCBS hoạt động với mô hình kinh doanh chứng khoán truyền thống tương tự các CTCK tại Việt Nam. Công ty được đánh giá top đầu ngành về cung cấp trải nghiệm khách hàng vượt trội và hệ sinh thái sản phẩm tài chính toàn diện. Từ lần đầu tiên lọt top 10 thị phần môi giới vào năm 2022, TCBS không ngừng vươn lên chiếm lĩnh thị phần và hiện đứng thứ 3 thị trường về thị phần môi giới cổ phiếu trên HOSE và top 1 thị phần môi giới trái phiếu.

Chuyển hình với mô hình tài chính số: TCBS sở hữu đội ngũ IT hùng mạnh và cơ sở dữ liệu tài chính lớn nhất thị trường. Với sự chuẩn bị kỹ lưỡng trong nhiều năm, TCBS có lẽ là đơn vị tiên phong và có lợi thế nhất trong xu hướng chuyển dịch sang sản phẩm tài chính số mà Chính phủ Việt Nam đang thúc đẩy từ cuối năm 2024.

Khuyến nghị:**Giá mục tiêu**

Cổ đông lớn

QUAN SÁTTechcombank
(100%)

Giá trị của TCBS còn nằm ở tập khách hàng có mức độ trung thành cao và gắn bó với hệ sinh thái TCBS, Techcombank. Do vậy, dựa trên hiệu quả sinh lời vượt trội và premium cho mảng giao dịch tài sản số, mức định giá tích cực nhất cho TCBS tương ứng với mức P/B 3.0, tương đương mức giá 39,360 VND/cổ phiếu (28,400VND/cp trên kịch bản cơ sở, tương ứng P/B 2.17).

Mặt khác, cần lưu ý đến rủi ro liên quan đến mảng trái phiếu, chiếm phần lớn cơ cấu tài sản và đóng góp tỷ trọng cao trong cơ cấu lợi nhuận.

	2020	2021	2022	2023	2024
Tăng trưởng Cho vay ký quỹ (%YoY)	126.69%	264.54%	-43.03%	94.49%	57.45%
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	50.07%	59.37%	0.45%	0.75%	44.86%
Tăng trưởng lãi gộp	47.96%	48.02%	-7.78%	8.65%	50.66%
Tăng trưởng EBITDA YoY	48.68%	51.85%	-10.80%	9.18%	54.93%
Tăng trưởng LN trước thuế	47.95%	41.53%	-19.74%	-0.96%	58.57%



Mức định giá kỳ vọng cho TCBS là sự kết hợp giữa:

- ✓ Định giá cho mô hình kinh doanh truyền thống
- ✓ Premium cho kỳ vọng dịch chuyển sang mảng thị trường giao dịch tài sản số.

Với mảng kinh doanh truyền thống, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho TCBS dựa trên tỷ lệ P/B trung bình các doanh nghiệp đầu ngành, phản ánh mức premium cho kỳ vọng vào hệ sinh thái và tăng trưởng của TCBS.

Kịch bản định giá cho TCBS

VCSH Q1.2025 (bnVND)	27,295							
Tổng SL cổ phiếu	2.08							
BVPS (VND)	13,121							
	Avg PB Nhóm ngành CK	Avg PB top 5 market share	HCM	SSI	VCI	MBS	DSE	Highest (FTS)
P/B	1.48	2.17	2.62	2.13	2.39	2.35	2.05	3.39
TCBS target price (VND)	19,416	28,447	34,378	27,949	31,360	30,835	26,899	44,482

Data 14/7/2025, Top 5 thị phần là top 5 CTCK niêm yết có thị phần lớn nhất từ trên xuống

Nguồn: FiinproX, GTJASVN RS

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

Mã	Biên LN Gộp	Biên LN EBITDA	Biên LN trước thuế	Biên LN ròng	ROA	ROE	ROIC
SSI	61.94%	60.01%	41.85%	33.56%	3.95%	11.33%	5.76%
VCI	55.58%	52.23%	32.54%	26.95%	4.30%	9.37%	8.49%
VND	56.45%	49.86%	34.62%	28.55%	3.25%	7.75%	5.02%
HCM	37.58%	28.52%	27.94%	22.42%	3.24%	9.54%	3.54%
VIX	49.84%	48.20%	43.90%	35.56%	5.06%	6.08%	6.18%
MBS	59.73%	53.03%	33.38%	26.64%	4.06%	12.93%	7.04%
FTS	62.39%	56.28%	55.57%	47.70%	5.79%	13.65%	6.48%
SHS	67.90%	62.00%	57.81%	47.55%	6.77%	8.22%	8.08%
BSI	57.61%	45.64%	31.77%	25.52%	3.27%	7.11%	5.35%
DSE	41.82%	27.92%	23.72%	18.95%	1.60%	4.02%	1.80%
Trung bình	55.08%	48.37%	38.31%	31.34%	4.13%	9.00%	5.77%
TCBS	90.87%	83.73%	63.06%	50.55%	7.93%	15.42%	11.76%

Mã	Vốn hoá(Tỷ VND)	EV (Tỷ VND)	EV/EBITDA (TTM)	EPS (TTM)	P/E	BVPS	P/B
SSI	58,663.21	113,944	21.78	1,544.74	19.26	13,972.88	2.13
VCI	30,096.29	38,105	19.51	1,601.82	26.00	17,409.52	2.39
VND	27,173.05	54,334	20.96	1,020.39	17.49	13,202.13	1.35
HCM	26,998.92	44,943	35.71	1,354.02	18.46	9,547.31	2.62
VIX	24,196.59	27,680	23.38	666.07	23.72	10,720.06	1.47
MBS	16,897.10	28,411	17.20	1,649.76	17.88	12,533.82	2.35
FTS	14,483.62	19,761	30.26	1,647.59	25.37	12,326.00	3.39
SHS	13,148.59	15,523	12.91	1,030.86	14.26	13,010.26	1.13
BSI	11,335.91	17,285	27.07	1,455.20	31.75	20,936.96	2.21
DSE	8,361.54	14,510	59.77	497.80	49.42	12,012.05	2.05
Trung bình	23,135.48	37,450	26.86	1,246.82	24.36	13,567.10	2.11



(*) Lưu ý mức định giá P/B hiện tại cũng là mức cao so với mức trung bình 5 năm của nhóm ngành chứng khoán.

Với mảng giao dịch tài sản số, Việt Nam với quy mô giao dịch hơn 120 tỷ đô hàng năm, 22 triệu tài khoản tài sản số, upside cho thị trường này thật sự rộng mở với TCBS.

Tuy nhiên cũng cần nhìn nhận hợp lý về kỳ vọng khi các cơ chế chính sách đang trong giai đoạn hoàn thiện nhưng cần thời gian để kiểm thử và thị trường chính thức đi vào vận hành.

Với mảng thị trường này, hiện tại mới chỉ có 2 doanh nghiệp hàng đầu trong ngành chứng khoán lẫn sâu, trong đó có TCBS. **Hiện tại TCBS sở hữu 491 nhân sự, trong đó khoảng 60% thuộc lĩnh vực IT. TCBS cũng là CTCK có nhiều cải tiến nhất trong giao diện app và tích hợp xử lý dữ liệu so với các công ty khác trong ngành.**

Giá trị của TCBS còn nằm ở tập khách hàng có mức độ trung thành cao và gắn bó với hệ sinh thái TCBS, Techcombank. Do vậy, dựa trên hiệu quả sinh lời vượt trội và premium cho mảng giao dịch tài sản số, mức định giá tích cực nhất cho TCBS tương ứng với mức P/B 3.0, tương đương mức giá 39,360 VND/cổ phiếu. Trong kịch bản cơ sở, định giá hợp lý cho TCBS đi cùng giả định P/B 2.17 (trung bình 5 CTCK top đầu), tương đương mức giá 28,400 VNĐ/cp.

Mặt khác, cần lưu ý đến rủi ro liên quan đến mảng trái phiếu, chiếm phần lớn cơ cấu tài sản và đóng góp tỷ trọng cao trong lợi nhuận.



MÔ HÌNH KINH DOANH CHỨNG KHOÁN TRUYỀN THỐNG- TOP 1 MÔI GIỚI TRÁI PHIẾU VÀ VƯƠN LÊN TOP ĐẦU TRONG MẢNG MÔI GIỚI CỔ PHIẾU

- ✓ Hệ sinh thái của TCBS mang xu hướng bổ sung cho nhau, trong đó các sản phẩm giao dịch cổ phiếu hấp dẫn, ứng dụng giao dịch thu hút và chính sách miễn phí giao dịch giúp TCBS thu hút nguồn khách hàng mới (Bên cạnh một phần lớn từ hệ sinh thái ngân hàng mẹ), bổ sung cho các mảng kinh doanh khác bao gồm trái phiếu và margin.
- ✓ Danh mục tài sản liên quan đến trái phiếu (đặc biệt AFS) và doanh thu hoạt động bảo lãnh cho thấy một tương quan mật thiết với mảng kinh doanh này của TCBS.
- ✓ Sự thành công của TCBS không thể không kể đến thế mạnh về công nghệ với những tính năng vượt trội so với các nền tảng giao dịch khác.

Vị thế của TCBS trong từng mảng

	Xếp hạng, vị thế	Hệ sinh thái sản phẩm	Cập nhật tăng trưởng quý 2/2025
Cổ phiếu	7.45%, top 3 trên HOSE; 8.8% thị phần, top 2 HNX	Zero-fee- miễn phí giao dịch iCopy	Thu nhập môi giới và lưu ký đạt 88 tỷ đồng trong quý 2, tăng 21%qoq và 90%yoy.
Trái phiếu	Top 1 thị trường về phân phối trái phiếu	Nền tảng iConnect- nền tảng giao dịch trái phiếu thứ cấp.	Thu nhập đạt 897 tỷ đồng trong quý 2, tăng 29%yoy và tăng 47% so với quý 4/2024. Phân phối 36 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong 1H. Giá trị giao dịch trên iConnect đạt 6,000 tỷ đồng trong quý 2, tăng 114%qoq.
Phân phối CCQ		Fundmart- nền tảng giao dịch ccq ra mắt Q1/2025 (ccq của 22 quỹ đầu tư, chiếm 50% tổng NAV của quỹ nội tại VN). Quy mô giao dịch mua bán 1,020 tỷ/tuần.	Doanh số 6,500 tỷ đồng, tăng 10%qoq và 55%yoy.
IB-ngân hàng đầu tư			Thu nhập thuần 627 tỷ đồng, tăng 52%qoq và 16%yoy. Tổng giá trị phát hành 6 tháng đạt 25.5 nghìn tỷ.
Cho vay ký quỹ	Top 2 dư nợ		Dư nợ 33,806 tỷ đồng, tăng 11%qoq và 30%ytd.

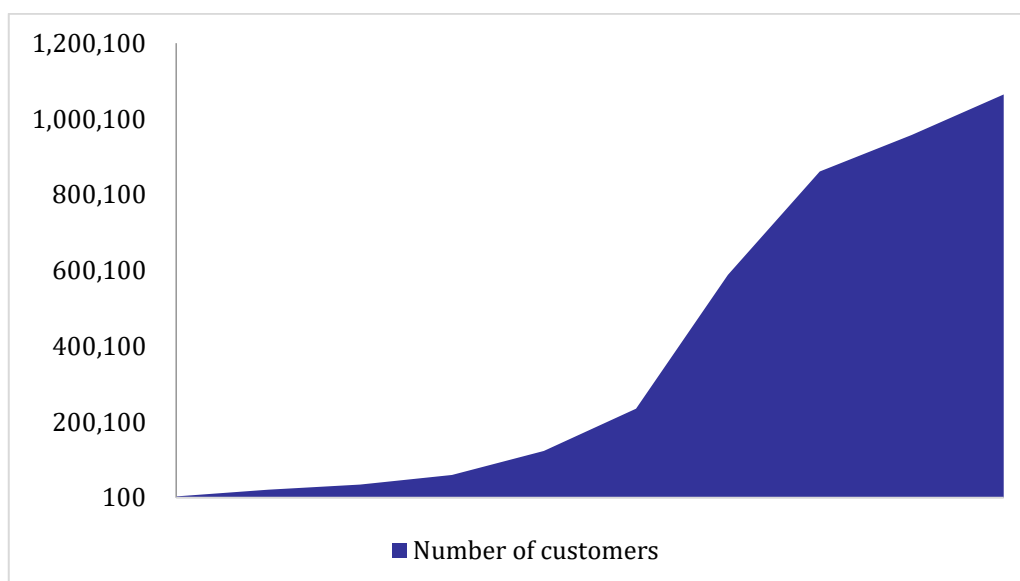


Hệ sinh thái sản phẩm bổ trợ nhau

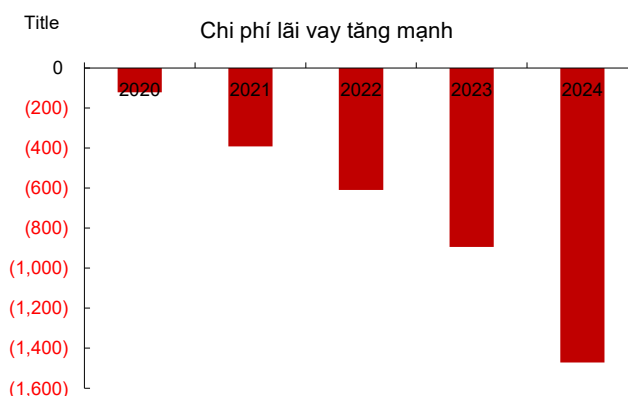
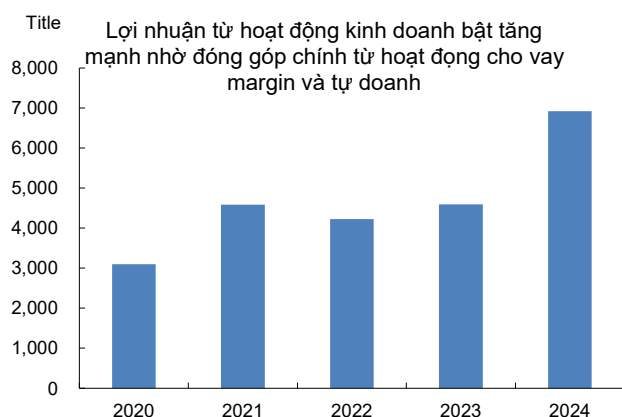
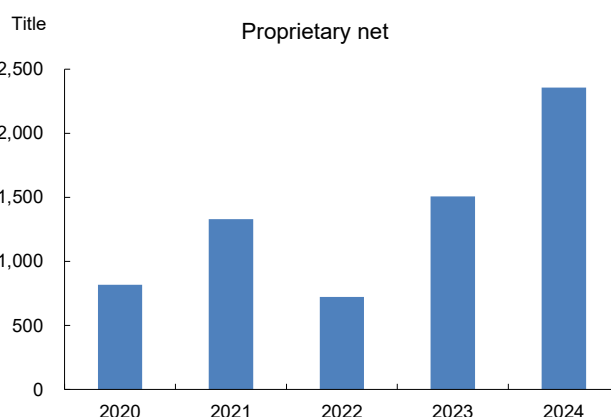
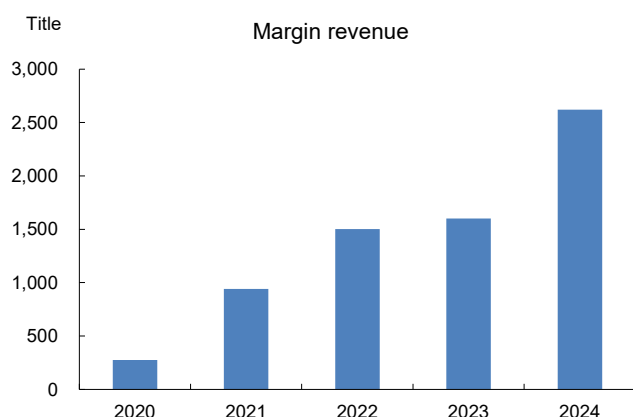
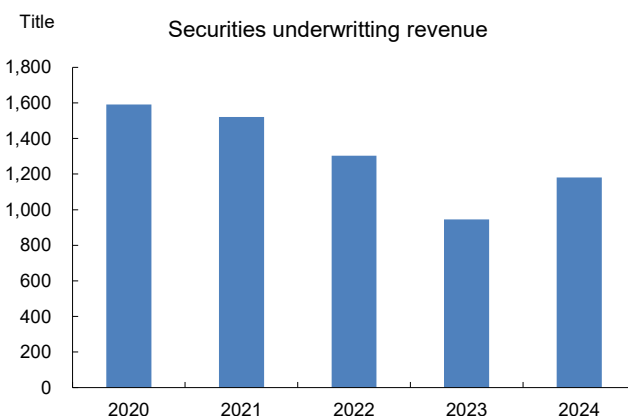
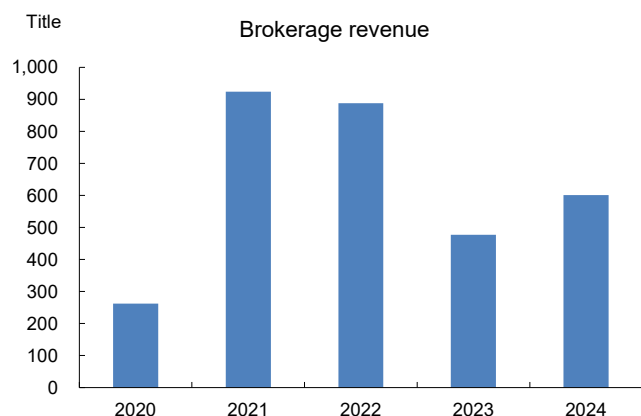
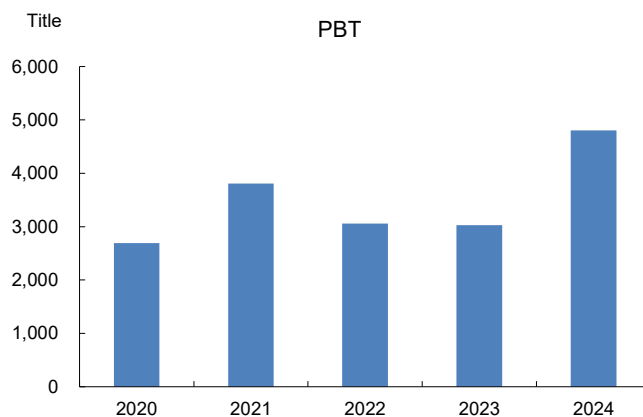
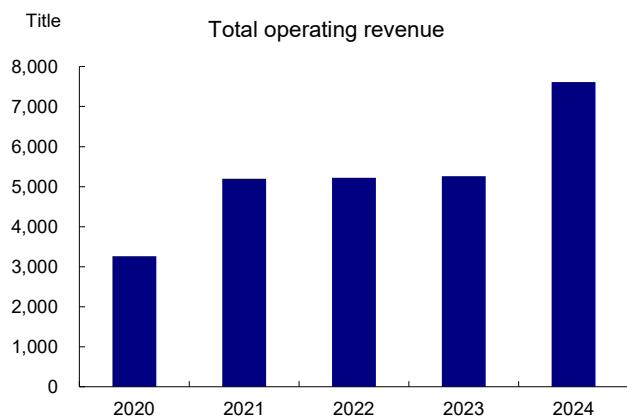
Cổ phiếu, CCQ	Margin	IB, giao dịch trái phiếu
Zero fee, app giao dịch tiên lợi, hấp dẫn Fundmart- giao dịch ccq	Lãi suất không quá thấp trên thị trường, xen kẽ một số chiến dịch giảm lãi suất	App IConnect -giao dịch trái phiếu
Thu hút và giữ chân tệp khách lớn	Dư nợ margin tăng mạnh	TCBS chiếm thị phần lớn nhất thị trường về giao dịch trái phiếu và bảo lãnh phát hành
KQKD lỗ	Đóng góp lợi nhuận lớn	Lợi nhuận ghi nhận từ AFS và tư vấn bảo lãnh phát hành

Giao dịch của NĐT tại TCBS năm 2024

	Khối lượng (cp)	Giá trị (VND)
- Cổ phiếu	31,535,170,348	724,632,700,873,630
- Trái phiếu	1,535,802,398	540,027,995,525,136
- Chứng khoán khác	2,860,256,535	687,715,199,447,002
Tổng cộng	35,931,229,281	1,952,375,895,845,768

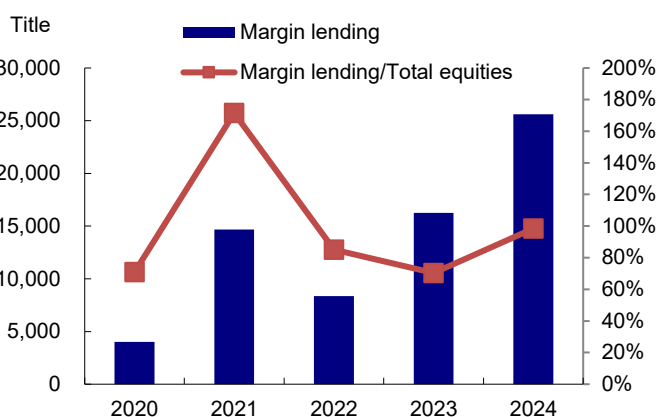
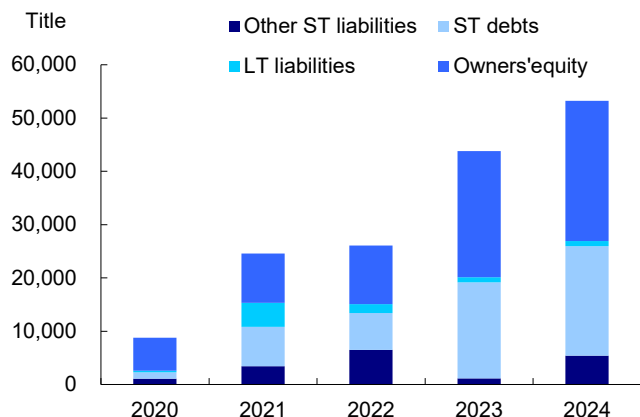


Nguồn: TCBS, GTJASVN RS



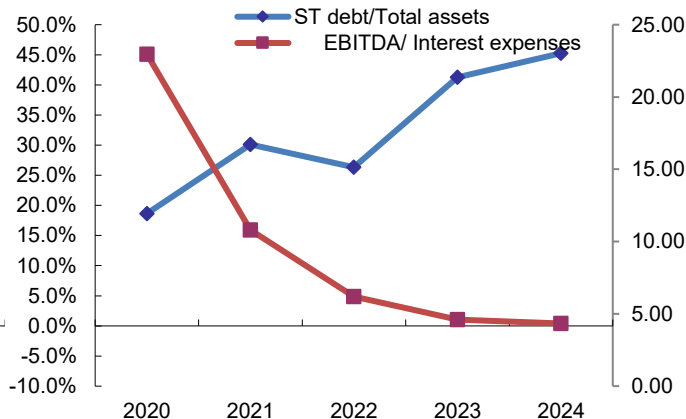
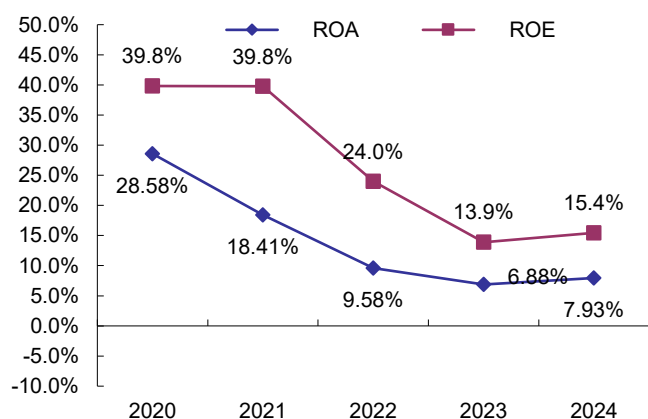
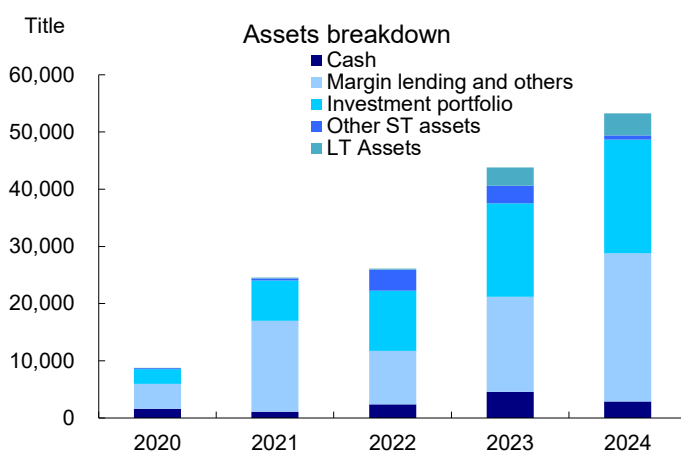
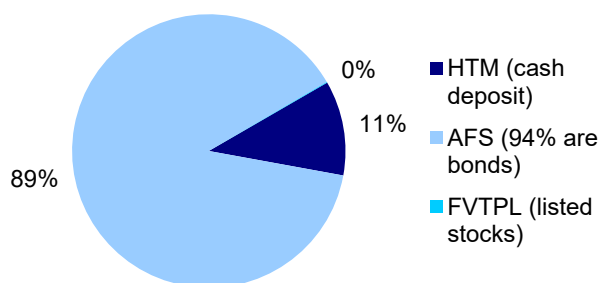


Các khoản vay ngắn hạn tăng mạnh, cùng xu hướng với diễn biến dư nợ margin



Cơ cấu tài sản phản ánh mô hình kinh doanh trái phiếu của TCBS với sự áp đảo của AFS là trái phiếu.

Investment portfolio 2024 (~20VND trn)



Nguồn: BCTC TCBS, FiiiproX, GTJASVN RS



XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: VN - Index.

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: VN - Index

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH DEPARTMENT

Trịnh Khánh Linh

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:706

Trần Thị Hồng Nhung

Deputy Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	3 rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696