

XU HƯỚNG ĐẦU TƯ CỦA TƯƠNG LAI

18/08/2025
KHUYẾN NGHỊ
Không đánh giá

Giá hợp lý	N/A
Giá IPO dự kiến	46,800
Tiềm năng tăng/giảm	N/A

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

SLCP lưu hành dự kiến (triệu)	2,311
Vốn hóa dự kiến (tỷ VND)	108,169

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Techcombank	80%
Nguyễn Xuân Minh	3%
Công ty TNHH Quản lý tài sản Việt Nam	1%
Khác	16%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

EPS (VND)	1,230
BVPS (VND)	14,452
Nợ/VCSH	1.17
ROA (%)	7.2%
ROE (%)	14.8%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH
Phạm Quang Chương

chuongpham@phs.vn

- TCBS là công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam thuộc hệ sinh thái Techcombank, nổi bật với chiến lược Wealthtech đột phá. Công ty thể hiện sự vượt trội với nhiều tiêu chí top đầu ngành.
- Chúng tôi đánh giá định giá IPO 46,800 đồng/cổ phiếu (P/B 2.65x) là khá hấp dẫn cho một công ty chất lượng hàng đầu, đặc biệt khi so sánh với các đối thủ cùng ngành và các công ty Wealthtech toàn cầu. Với vốn hóa dự kiến 4.1 tỷ USD sau niêm yết, TCBS có triển vọng tích cực được đưa vào các chỉ số quan trọng như VN30, VNFIND Lead từ năm 2026, tạo động lực hỗ trợ giá cổ phiếu trong dài hạn

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTCP Chứng khoán Kỹ thương (TCBS) là công ty chứng khoán thuộc hệ sinh thái của Ngân hàng Techcombank. Qua đó, TCBS đã nhanh chóng tăng vốn và trở thành CTCK có Vốn điều lệ top 1 của thị trường, đồng thời tận dụng một cách hiệu quả hệ sinh thái của TCB. Sự phát triển bền vững của TCBS được thể hiện rõ qua kết quả kinh doanh ấn tượng trong những năm gần đây. Thị phần môi giới đạt top 3, trong khi thị phần tư vấn phát hành trái phiếu vững vàng ở top 1. Mô hình “Không môi giới” và chính sách “Zero Fee” giúp TCBS đạt được thành công trong việc chiếm lĩnh thị phần.

TCBS tập trung phát triển các sản phẩm và dịch vụ chứng khoán theo hướng tích hợp các giải pháp công nghệ. Hệ sinh thái Wealth Tech giúp TCBS dễ dàng đi đầu trong cuộc đua ra mắt các sản phẩm mới để phục vụ nhu cầu đa dạng của khách hàng. Một số sản phẩm ứng dụng Wealth Tech nổi bật hiện nay của TCBS có thể kể đến như Fundmart – nền tảng giao dịch chứng chỉ quỹ, hay iConnect - nền tảng giao dịch trái phiếu.

Khác biệt với phần lớn các công ty chứng khoán tại Việt Nam, TCBS lựa chọn mô hình hoạt động “Không môi giới” – loại bỏ vai trò của đội ngũ tư vấn truyền thống và thay thế bằng nền tảng công nghệ nhằm nâng cao mức độ chủ động của nhà đầu tư cá nhân.

Trong tương lai, TCBS đang có kế hoạch ra mắt nhiều sản phẩm mới đến nhà đầu tư như Tài sản mã hóa, Chứng khoán hóa tài sản, Sản phẩm cấu trúc, hay Vàng kỹ thuật số. Công ty cũng sẽ dự kiến triển khai hoạt động cho vay ngang hàng P2P và gọi vốn cộng đồng Crowdfunding. Trong đó, hoạt động IPO TCBS được xem là bước khởi đầu cho việc triển khai mô hình gọi vốn cộng đồng Crowdfunding.

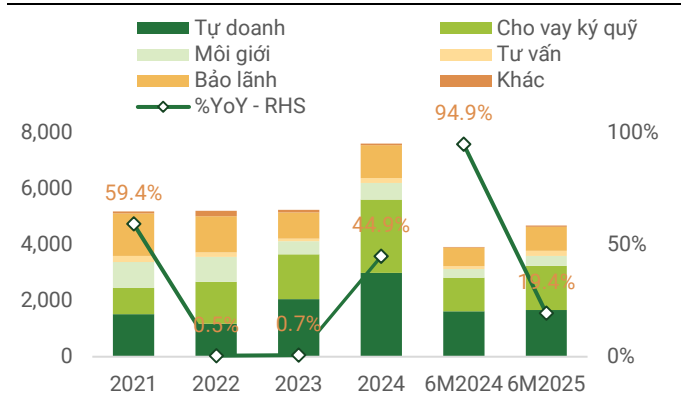
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Trong giai đoạn 2020-2024, TCBS ghi nhận kết quả tăng trưởng lợi nhuận khả quan với CAGR 15%/năm. Trong 6 tháng đầu năm 2025, TCBS đạt lợi nhuận trước thuế 3,043 tỷ đồng, tăng 10%YoY và hoàn thành 53% kế hoạch cả năm.

Trong cơ cấu lợi nhuận, nguồn thu từ tự doanh và cho vay margin chiếm tỷ trọng lớn nhất với gần 90%. Tuy nhiên, không giống với các công ty chứng khoán khác, lãi tự doanh của TCBS phần lớn đến từ hoạt động kinh doanh mua bán trái phiếu. Thị phần mảng tư vấn phát hành trái phiếu doanh nghiệp của TCBS đạt top 1 trong số các công ty chứng khoán với 44% (không tính đến các tổ chức tín dụng ngân hàng). Ban lãnh đạo công ty cho biết TCBS định hướng không phát triển mảng giao dịch tự doanh mua bán cổ phiếu.

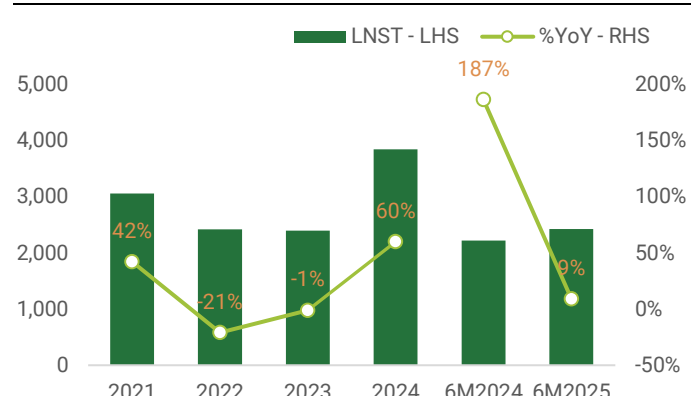
Chiến lược này giúp TCBS đảm bảo được nguồn thu nhập không bị biến động mạnh bởi diễn biến của thị trường chứng khoán. Với hoạt động cho vay margin, TCBS cũng có định hướng tương tự khi tập trung đẩy mạnh cho vay đối tượng là chủ doanh nghiệp, khách hàng tổ chức. Nhóm khách hàng này thường có nhu cầu vay lớn và ổn định trong thời gian dài hơn là nhóm khách hàng cá nhân. Theo chia sẻ từ đại diện phía công ty, tỷ trọng của nhóm khách hàng tổ chức chiếm đến 60% dư nợ cho vay margin của TCBS.

Hình 1: Doanh thu của TCBS qua các năm



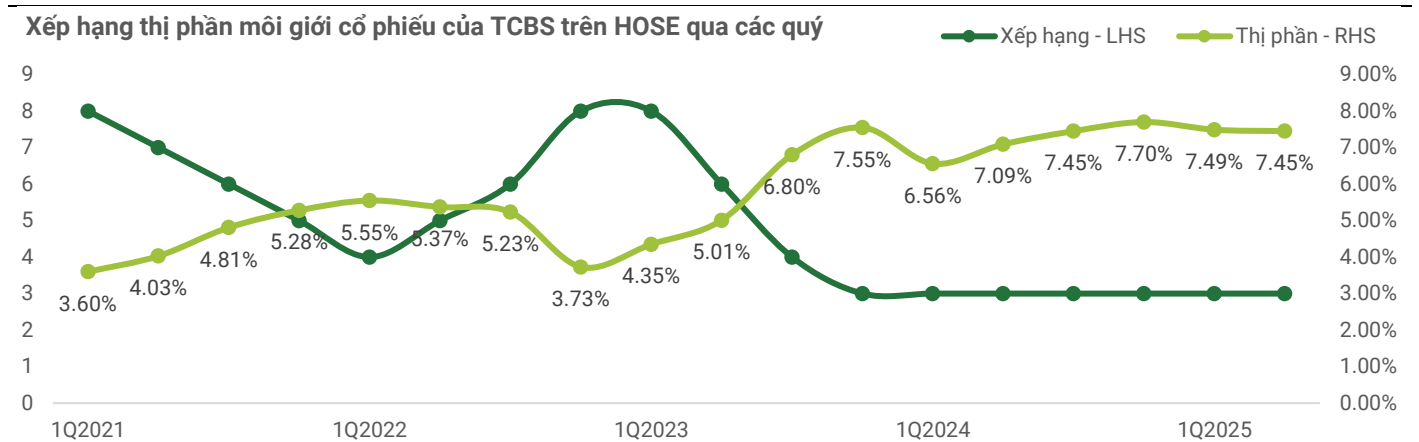
Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 2: Lợi nhuận của TCBS qua các năm



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 3: TCBS ghi nhận kết quả tăng trưởng thị phần hết sức ấn tượng



Nguồn: HOSE, PHS tổng hợp

Bảng 1: So sánh các chỉ số tài chính của TCBS với các công ty trong ngành

MCK	Cho vay margin/VCSH	Nợ/VCSH Q2/2025	Vốn chủ sở hữu Q2/2025 - Tỷ VND	ROE TTM Q2/2025	ROA TTM Q2/2205	Tăng trưởng LNST YoY 6M2025
TCBS	1.10	1.17	30,063	15%	7%	9%
SSI	1.15	2.22	28,606	11%	4%	12%
VIX	0.52	0.38	17,719	12%	10%	486%
VND	0.53	1.44	19,632	8%	3%	-22%
VCI	0.89	0.76	12,439	8%	4%	0%

HCM	1.95	2.43	10,184	8%	3%	-29%
MBS	1.72	2.47	7,354	12%	4%	23%
SHS	0.54	0.55	11,185	8%	6%	2%
FTS	1.54	1.66	4,237	11%	4%	-35%
BSI	1.21	1.85	5,216	7%	3%	-27%
CTS	1.64	3.20	2,510	17%	4%	134%

Nguồn: PHS tổng hợp

IPO VÀ ĐỊNH GIÁ CỦA TCBS

Theo kế hoạch, TCBS sẽ chào bán lần đầu ra công chúng hơn 231 triệu cổ phiếu. Thời gian để nhà đầu tư đăng ký mua là từ 19/08 – 08/09/2025. Lượng cổ phiếu này tương ứng với tỷ lệ 10% tổng lượng cổ phiếu sau phát hành. Với giá IPO 46,800 đồng, vốn hóa dự kiến khi chào sàn HOSE của TCBS đạt hơn 108 nghìn tỷ đồng (khoảng 4.1 tỷ USD), trở thành công ty chứng khoán vốn hóa lớn nhất, đồng thời lọt top 20 công ty vốn hóa lớn nhất sàn HOSE. Định giá P/E và P/B trượt tương ứng của TCBS tại thời điểm lên sàn lần lượt là 26.7x và 2.65x. Với dự phóng lợi nhuận sau thuế cả năm 2025 là 4,940 tỷ đồng, P/E và P/B mục tiêu của TCBS là 21.9x và 2.49x.

Theo đánh giá của chúng tôi, mức định giá P/E và P/B này là khá hấp dẫn khi so sánh với các đối thủ cùng ngành. Cụ thể, TCBS hiện là công ty chứng khoán thuộc top đầu ở nhiều chỉ tiêu, đặc biệt là dẫn đầu với tỷ suất sinh lời ROE gần 15%. Vị thế dẫn đầu của TCBS trong ngành chứng khoán Việt Nam cũng được củng cố bởi những nhìn nhận của các quỹ đầu tư lẫn các tổ chức đánh giá độc lập. TCBS được FiiRatings xếp hạng tín nhiệm ở mức AA- (Rất tốt), với triển vọng xếp hạng “Ổn định”. Đây là kết quả cao nhất trong các công ty chứng khoán đã được FiiRatings xếp hạng tín nhiệm. Mặt khác, quỹ VEIL của Dragon Capital mới đây cũng đã chính thức tham gia đầu tư và trở thành cổ đông nước ngoài đầu tiên của TCBS ngay trước thềm IPO.

Vì vậy, chúng tôi nghĩ rằng TCBS xứng đáng được định giá ở mức P/E và P/B hợp lý cao hơn so với trung vị ngành. Mặt khác, khi so sánh với các công ty Wealthtech trên thế giới như Interactive Brokers, iFast Corporation, mức định giá của TCBS cũng được xem là khá cạnh tranh.

Bảng 2: Tương quan định giá của TCBS và các công ty trong ngành

MCK	P/B TTM	P/E TTM	ROE %
TCBS	2.7	26.7	15%
Top 10 CTCK vốn hóa lớn trên sàn hiện nay			
SSI	2.5	23.2	11%
VIX	3.0	25.0	12%
VND	1.9	24.8	8%
VCI	2.6	33.1	8%
HCM	3.1	25.4	8%
MBS	3.4	28.4	12%
SHS	2.0	22.0	8%
FTS	3.4	30.6	11%
BSI	2.4	36.7	7%
CTS	3.7	23.4	17%
Trung vị	2.8	25.2	10%

Top công ty Wealth Tech trên thế giới			
Interactive Brokers	5.8	33.6	19%
iFast Corporation	8.5	37.8	25%
Charles Schwab	4.1	25.7	18%
Robinhood	12.6	59.0	24%
Trung vị	7.2	35.7	21%

Nguồn: PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG VÀO CÁC RỔ CHỈ SỐ THỊ TRƯỜNG

Sau khi hoàn thành IPO, TCBS dự kiến sẽ niêm yết trên sàn HOSE vào quý 4/2025. Nếu duy trì được mức vốn hóa cao như tại thời điểm niêm yết, chúng tôi dự đoán có khả năng TCBS sẽ đủ điều kiện để được thêm vào các bộ chỉ số thị trường bao gồm VN30, VNFIL Lead và VNFIL Select. Dự kiến việc thêm vào có thể diễn ra từ tháng 7/2026. Trong khi đó, với các bộ chỉ số như VN Diamond hay các bộ chỉ số thị trường như FTSE hay MVIS, sẽ cần thêm các điều kiện về việc room ngoại để đánh giá về khả năng được lựa chọn.

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Phạm Quang Chương, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Fax: (84-28) 5 413 5472

Customer Service: 1900 25 23 58

Call Center: (84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường
Bàn Cờ, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn
Hòa, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Thanh
Xuân, Hà Nội

Điện thoại: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng
Bàng, Hải Phòng

Điện thoại: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801