

TCX — Coverage initiation GIỮ giá mục tiêu 42.000 đồng: kiện toàn bộ máy lãnh đạo tạo nền cho chu kỳ mở rộng, LNST CTM Q1/2026 +13,6% YoY xác nhận đà tăng nhưng QoQ -29,7% và mặt bằng định giá đã hấp thụ phần lớn premium hậu IPO

Mã: TCX · Phát hành 2026-06-08

KHUYẾN NGHỊ	GIỮ
GIÁ HIỆN TẠI	39,000 đ
GIÁ MỤC TIÊU 1 THÁNG	40,000 đ · 37,500 – 42,500 (+2.6%)
GIÁ MỤC TIÊU 3 THÁNG	41,000 đ · 37,000 – 44,000 (+5.1%)
GIÁ MỤC TIÊU 6 THÁNG	42,000 đ · 36,000 – 47,000 (+7.7%)
GIÁ MỤC TIÊU 1 NĂM	45,000 đ · 35,000 – 52,000 (+15.4%)

TCX — Coverage initiation GIỮ giá mục tiêu 42.000 đồng

I. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

- Khuyến nghị: GIỮ** — báo cáo này khởi tạo coverage TCX (Chứng khoán Kỹ Thương — TCBS) trong cụm Chứng khoán tier-2 niêm yết HOSE. Lập trường GIỮ phản ánh ba lực cân bằng: (i) catalyst sự kiện 06/06 — TCBS bổ nhiệm Phó Chủ tịch HĐQT (bà Nguyễn Thị Thu Hiền) và Quyền Tổng Giám đốc (bà Trần Thị Thu Trang) hiệu lực 01/07/2026, được thị trường đọc là động thái **kiện toàn bộ máy chuẩn bị giai đoạn mở rộng và niêm yết các sản phẩm mới**; (ii) nền tài chính rất mạnh — LNST cổ đông CTM Q1/2026 đạt **1.148 tỷ đồng (+13,6% YoY)** và LTM 5.821 tỷ đặt TCX là CTCK có LN tuyệt đối lớn nhất nhóm tier-2 và ngang ngửa SSI; (iii) chống chỉ định bởi **không có CTCK nào phát hành báo cáo phân tích TCX trong cửa sổ 60 ngày (10/04 → 08/06)** — coverage tier-1 chưa hình thành consensus, đồng thời **giá đã giảm 10% từ vùng 43.500 (26/05) về 39.000 (08/06)** sau pha mất xung lực cuối tháng 5.
- Giá mục tiêu 6 tháng: 42.000 đồng (+7,7%** so với giá tham chiếu phiên gần nhất) — tương đương khung tầm nhìn 36.000 – 47.000 đồng. Trung tâm dải target phản ánh **P/E forward 2026F ≈ 20,8x** đối với LNST CTM ước tính 5.600 tỷ đồng và EPS 2026F ≈ 2.020 đồng, áp một mức premium 12–15% so với mặt bằng P/E LTM trung bình nhóm CTCK ~16,4x — phản ánh quy mô vốn hoá lớn nhất ngành (~108.000 tỷ), độ phủ sản phẩm số (TCInvest, iWealth) và backing từ Techcombank.
- Tầm nhìn: 6 tháng (đến cuối 2026)**; xem xét lại khi (i) TCBS công bố KQKD Q2/2026 — xác nhận xu thế hồi phục QoQ sau pha trùng -29,7% Q1; (ii) công bố lộ trình các sản phẩm/dịch vụ mới gắn với đợt

kiện toàn lãnh đạo 01/07; (iii) xuất hiện báo cáo phân tích từ CTCK độc lập tier-1 (HSC, VCI, MBS, BSC) để hội tụ consensus.

- **Mức độ tin cậy: 50%** — thấp do **single-source coverage** (chưa có CTCK nào phát hành báo cáo TCX trong 60 ngày qua) và TCX vừa trải qua giai đoạn IPO/niêm yết HOSE nên historical price/volume chưa đủ dài để định cỡ rủi ro thanh khoản chuẩn xác. Conviction sẽ nâng lên ngay khi xuất hiện thêm 1–2 báo cáo broker để hội tụ dải target.
- **Lý do GIỮ thay vì MUA / TĂNG TỶ TRỌNG:** (a) QoQ Q1/2026 –29,7% là cảnh báo nền tảng KQKD đỉnh có thể đã lập tại Q4/2025 (1.633 tỷ); (b) giá hiện tại đã hấp thụ phần lớn premium hậu IPO — sau ba phiên giảm liên tiếp 02/06–05/06 từ 41.500 về 39.800 và phiên 08/06 tiếp tục về 39.000, biểu đồ cho thấy xung lực mua cạn dần; (c) catalyst kiện toàn lãnh đạo là tín hiệu định hướng dài hạn tốt nhưng **chưa kèm số tài chính cụ thể** — chưa đủ trọng số để nâng khuyến nghị lên MUA trong tầm nhìn 6 tháng.

II. NHẬN ĐỊNH (OPINION)

Quan điểm độc lập. Báo cáo này coi TCX là mã tier-1 nằm trong cụm Chứng khoán — vốn hoá ~108.000 tỷ đồng đứng số 22 toàn HOSE (chiếm ~1,29% chỉ số) lớn hơn cả SSI (~65.700 tỷ) và VND (~25.600 tỷ), nhưng **chưa được CTCK độc lập nào coverage** vì hai lý do cấu trúc: (a) TCBS là CTCK đối thủ trực tiếp của hầu hết các CTCK tier-1 còn lại (HSC, VCI, SSI, VND, MBS, BSC) — xung đột lợi ích khiến coverage chéo gần như không tồn tại trong ngành CTCK Việt Nam; (b) thời gian niêm yết HOSE của TCX mới rất ngắn (sau IPO gần đây — giá IPO tham chiếu 7.400 đồng/cp theo bản broker note tháng 12/2025 về TCB), bộ sample lịch sử OHLC chưa đủ để CTCK xây mô hình định giá hoàn chỉnh. Hệ quả: **AlgolabX là phía duy nhất đưa ra target số tuyệt đối cho TCX trong cửa sổ này**, và conviction được giữ ở mức 50% để phản ánh sự thiếu vắng "second opinion".

Catalyst trọng tâm tuần này — kiện toàn bộ máy lãnh đạo (06/06). Bốn bản tin trong cửa sổ 06/06–08/06 (3 Positive + 1 Neutral) tập trung vào một sự kiện duy nhất nhưng có ý nghĩa định hướng dài hạn: **bà Nguyễn Thị Thu Hiền (TGD cũ) được luân chuyển lên Phó Chủ tịch HĐQT** nhiệm kỳ 2023–2028, **bà Trần Thị Thu Trang (Phó TGD) lên Quyền Tổng Giám đốc** từ 01/07/2026. Cách thị trường đọc tín hiệu này: (i) bà Hiền sau giai đoạn xây dựng TCBS thành CTCK có thị phần môi giới + tự doanh top 5, được luân chuyển lên cấp HĐQT để chuẩn bị các quyết định chiến lược lớn hơn (mở rộng sản phẩm, M&A, niêm yết các công ty con); (ii) đề bạt nội bộ ở vị trí TGD là **đấu hiệu tích cực về tính liên tục văn hoá điều hành**, tránh các pha gián đoạn thường thấy khi CTCK thay TGD từ bên ngoài. Sự kiện không kèm số tài chính, nên tác động chính nằm ở kỳ vọng option-value của chu kỳ mở rộng sản phẩm sắp tới.

Điểm khác biệt so với "consensus" (hiện không tồn tại broker consensus chính thức). Vì không có CTCK nào phát hành báo cáo TCX trong 60 ngày, báo cáo này không thể so sánh trực tiếp với giá mục tiêu CTCK. Tham chiếu duy nhất khả dụng là một broker note tháng 12/2025 về TCB (công ty mẹ Techcombank) có nhắc giá tham chiếu IPO TCBS = 7.400 đồng/cp với khuyến nghị mang sắc thái HOLD ("Định giá cao sau IPO"). Báo cáo này định vị 42.000 đồng được hiệu chỉnh quanh ba neo: (i) **P/E forward 2026F 20,8x** — premium 27% so với P/E LTM nhóm CTCK trung bình ~16,4x, phản ánh quy mô vốn hoá + scale LN tuyệt đối lớn nhất ngành; (ii) **price action thận trọng** sau pha giảm 10% từ 43.500 (26/05) → 39.000 (08/06) — báo cáo không kỳ vọng giá phục hồi hết vùng 43.000+ trong 6 tháng; (iii) **option-value chu kỳ mở rộng sản phẩm post-01/07** — không tính premium trực tiếp vì chưa có lộ trình cụ thể.

Liên hệ vĩ mô (revision 08/06). Bản dự báo VN-Index 08/06 đặt TCX ở vị trí **#7 priority \$2.A** với trigger NWS · EVT (4 bản tin về kiện toàn lãnh đạo), khuyến nghị dự kiến **GIỮ — đề xuất coverage MỚI** vì TCX chưa nằm trong cụm theo dõi 50 mã trước đó. TCX được xếp là **catalyst quan trọng cho cụm Chứng khoán tier-2 mới niêm yết** trong khung dự phóng cuối tuần. Trong bối cảnh chung của bản 08/06: cam kết VN-

Index 31/12/2026 = 1.885 điểm (+5,6% YoY), kịch bản FTSE Confirmation 25/06 (xác suất 75%) và FTSE Effective 21/09 (xác suất 80%) — đây là hai catalyst lớn nhất cho thanh khoản thị trường nói chung và doanh thu môi giới của các CTCK tier-1 + tier-2 trong H2/2026. TCX, với 73% doanh thu phụ thuộc dịch vụ chứng khoán (môi giới + margin lending + tự doanh ước tính), là người hưởng lợi trực tiếp nếu FTSE đi đúng lộ trình.

Ba chất xúc tác chính (tổng hợp tin tức 06/06–08/06). 1. **Kiện toàn bộ máy điều hành 01/07/2026** — bà Nguyễn Thị Thu Hiền lên Phó Chủ tịch HĐQT, bà Trần Thị Thu Trang lên Quyền Tổng Giám đốc. Tín hiệu chuyển giao có kế hoạch nằm trong định hướng phát triển dài hạn của TCBS, bảo đảm tính liên tục trong quản trị và thực thi chiến lược. (Nguồn: Tin nhanh chứng khoán + Markettimes + Người Quan Sát + Vietstock, sentiment Positive/Neutral, score 5,75–9,25.) 2. **Dòng tiền FTSE 21/09 — hưởng lợi gián tiếp** — bản dự phóng VN-Index 08/06 đặt xác suất FTSE Effective ngày 21/09 = 80%, ba phiên gom passive ~2,5–3,5 tỷ USD vào khoảng 14 mã lớn (VIC, VCB, VHM, HPG, FPT, TCB, MBB...). TCX không nằm trong nhóm mục tiêu trực tiếp nhưng là **người hưởng lợi nguồn cấp 2** thông qua tăng thanh khoản chung của thị trường → doanh thu môi giới + margin lending bứt phá H2/2026. 3. **Backing tập đoàn Techcombank + scale tài chính lớn nhất ngành CTCK** — LN cổ đông CTM LTM 5.821 tỷ đồng (so SSI 4.540 tỷ, VND 2.185 tỷ, VCI 1.388 tỷ), biên LN gộp Q1/2026 = 84,5% (gross profit 2.351 / revenue 2.783), ROE LTM ước >25%. Quy mô tuyệt đối tạo lợi thế chi phí + bargaining power với khách hàng tổ chức.

Ba rủi ro chính (suy luận từ KQKD + thanh khoản + đặc thù hậu IPO). 1. **QoQ Q1/2026 giảm 29,7% — cảnh báo đỉnh chu kỳ KQKD có thể đã lập tại Q4/2025.** LN cổ đông CTM Q4/25 = 1.633 tỷ → Q1/26 = 1.148 tỷ (–29,7% QoQ). Mặc dù YoY vẫn dương +13,6%, biên độ co rút QoQ là lớn nhất trong 6 quý gần nhất. Nếu xu hướng này tiếp tục Q2/2026, 2026F có thể thấp hơn 2025 (5.684 tỷ). 2. **Giá đã giảm 10% từ 43.500 (26/05) về 39.000 (08/06) — xung lực mua đã suy yếu rõ.** Volume Q1/2026 đỉnh phiên 02/06 đạt 2,15 triệu cp nhưng giá vẫn giảm — pattern "bán mạnh tại đỉnh" cho thấy có hiện tượng chốt lời từ nhóm cổ đông sớm hậu IPO. Vùng hỗ trợ kỹ thuật then chốt **38.000–38.500** cần được giữ để bảo toàn cấu trúc tăng giá; nếu thủng, target ngắn hạn rơi về vùng 35.000–36.000 (đáy biên dưới target 6 tháng). 3. **Single-source coverage — chưa có CTCK theo dõi để hội tụ consensus.** TCX vốn hoá ~108.000 tỷ đồng đứng số 22 HOSE nhưng **không có broker tier-1 nào phát hành báo cáo phân tích** — đây là kết hợp đặc biệt giữa quy mô lớn và coverage gap kéo dài. Báo cáo này là tham chiếu duy nhất tồn tại, không có cơ chế "second opinion" để hiệu chỉnh. Nếu CTCK đầu tiên publishes target chỉ ở vùng 33.000–36.000 (do quan điểm thận trọng hơn về QoQ slowdown), thị trường có thể re-rate ngay xuống vùng thấp hơn.

III. SO SÁNH VỚI CÁC BÁO CÁO PHÂN TÍCH KHÁC

NGUỒN	NGÀY	KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG PHÁP / LUẬN ĐIỂM
Báo cáo này	08/06/2026	GIỮ	42.000 đ (6 tháng)	P/E forward 20,8x × EPS 2026F 2.020 đ (LNST CTM 5.600 tỷ / 2.773,9 triệu CP); premium 27% so P/E LTM peer ~16,4x phản ánh scale + backing TCB

Định vị: đây là **coverage initiation** — chưa có CTCK nào phát hành báo cáo phân tích TCX trong cửa sổ 60 ngày (10/04 → 08/06), do đó bảng so sánh chỉ có duy nhất báo cáo này. Conviction 50% phản ánh độ phân tán broker chưa đo được (zero-broker coverage). Khi báo cáo phân tích CTCK đầu tiên xuất hiện, conviction của báo cáo này sẽ được hiệu chỉnh nhanh dựa trên target broker (lên hoặc xuống tùy định hướng). Báo cáo này khởi tạo coverage TCX vì hai lý do: (i) sự kiện kiện toàn bộ máy lãnh đạo 06/06 là tín hiệu quản trị quan trọng nhất từ khi TCX niêm yết HOSE; (ii) TCX được xếp ở vị trí #7 priority

trong danh sách §2.A của bản dự phóng VN-Index 08/06 và là mã có vốn hoá lớn nhất trong nhóm coverage MỚI.

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ (SYNTHESIS TỪ BẢN TIN KIỆN TOÀN LÃNH ĐẠO 06/06 + DỮ LIỆU TÀI CHÍNH CƠ BẢN Q4/2023 – Q1/2026)

Luận điểm 1: Scale LN tuyệt đối lớn nhất nhóm Chứng khoán – TCX là "tier-1 ngầm"

LNST CTM LTM (Q2/25–Q1/26) = **5.821 tỷ đồng** đặt TCX dẫn đầu nhóm CTCK Việt Nam: so SSI 4.540 tỷ, VND 2.185 tỷ, VCI 1.388 tỷ, HCM 1.243 tỷ, SHS 1.313 tỷ, MBS 1.154 tỷ, BSI 502 tỷ. Tỷ lệ LN/doanh thu (post-tax margin) Q1/2026 = 41,2% – cao hơn rõ rệt bằng ngành 30–35%. Cấu trúc P&L Q1/2026: doanh thu 2.783 tỷ → gross profit 2.351 tỷ (biên gộp 84,5%) → operating profit 2.189 tỷ → LNTT 1.458 tỷ → LNST CTM 1.148 tỷ. Đây là cấu trúc LN cho thấy TCBS hoạt động ở scale lớn với chi phí cố định đã được hấp thụ – biên LN gộp 84,5% là gần đỉnh trong cấu trúc CTCK hiện đại (margin lending + môi giới điện tử + tự doanh).

Luận điểm 2: YoY duy trì dương 4 quý liên tiếp – top-line tăng trưởng vững dù QoQ Q1/26 trùng

Bốn quý gần nhất (Q2/25 → Q1/26) tăng trưởng doanh thu YoY lần lượt **+19,1% · +71,5% · +82,6% · +37,2%** – không có quý nào dưới hai chữ số. Doanh thu tuyệt đối: Q2/25 2.660 → Q3/25 3.164 → Q4/25 3.365 → Q1/26 2.783 tỷ (LTM 11.972 tỷ). LNST CTM YoY cùng giai đoạn: **+9,5% · +84,5% · +118,8% · +13,6%** – cho thấy 2025 là năm bùng nổ với base 2024 thấp (thị trường giai đoạn đầu phục hồi sau giai đoạn lãi suất cao 2022–2023), Q1/2026 tăng trưởng YoY chậm lại còn 13,6% là tín hiệu **base effect đã được normalize**. Cấu trúc top-line vẫn cho thấy đà tăng trưởng vững vàng.

Luận điểm 3: QoQ Q1/2026 –29,7% là tín hiệu quan trọng cần theo dõi sát ở Q2/2026

LN cổ đông CTM Q4/25 = 1.633 tỷ → Q1/26 = 1.148 tỷ, giảm 485 tỷ tương đương **–29,7% QoQ**. Tham chiếu lịch sử: Q4/24 → Q1/25 cũng có pha giảm QoQ (746 → 1.011, nhưng đó là QoQ tăng nên không cùng pattern). Pha giảm QoQ Q1/26 đến từ ba nguồn có thể: (a) doanh thu giảm **–17,3% QoQ** phản ánh thị trường chứng khoán chậm lại tháng 1–3/2026 (VN-Index giảm 6,2% trong Q1/2026 từ 1.784,49 → 1.674); (b) chi phí lãi vay tăng nhẹ Q1/26 **–689 tỷ vs Q4/25 –619 tỷ (+11,3% QoQ)**; (c) một số khoản thu nhập đầu tư bất thường Q4/25 không tái diễn Q1/26. **Q2/2026 KQKD sẽ là phép kiểm tra then chốt**: nếu LN cổ đông CTM Q2/26 phục hồi về vùng 1.200–1.400 tỷ → xác nhận pha trùng Q1 là theo mùa vụ và thị trường; nếu tiếp tục giảm về dưới 1.000 tỷ → cần re-rate giá mục tiêu xuống vùng 36.000–38.000.

Luận điểm 4: Kiện toàn bộ máy lãnh đạo 01/07 là tín hiệu quản trị tích cực, có ý nghĩa option-value dài hạn

Cách TCBS công bố kiện toàn – luân chuyển TGD cũ lên Phó Chủ tịch HĐQT, để bệ Phó TGD nội bộ lên Quyền TGD – là pattern điều hành chuẩn mực trong các ngân hàng + CTCK tier-1 quốc tế. Tham chiếu các sự kiện tương tự trong ngành tài chính Việt Nam gần đây (TCB, VPB, MBB), việc chuyển TGD lên cấp HĐQT trong cùng tổ chức thường gắn với (i) chuẩn bị triển khai mảng kinh doanh mới hoặc M&A đòi hỏi quyết định cấp Chủ tịch/Phó Chủ tịch, (ii) chuẩn bị thay đổi cấu trúc cổ đông (phát hành mới, niêm yết bộ phận con). Đối với TCBS, các option có thể trong 6–12 tháng tới: (a) mở rộng sản phẩm crypto/tokenized assets nếu khung pháp lý mở; (b) M&A một CTCK tier-3 hoặc fintech để mở rộng tệp khách hàng; (c) phát hành cổ phiếu mới để tăng vốn margin lending khi thanh khoản thị trường tăng hậu FTSE. **Báo cáo này không tính option-value vào target 6 tháng (vì chưa có lộ trình cụ thể) nhưng coi đây là chất xúc tác chính cho re-rating tiềm năng vào 12 tháng.**

Luận điểm 5: FTSE 21/09/2026 là chất xúc tác lớn nhất cho doanh thu môi giới H2/2026

Bản dự phóng VN-Index 08/06 đặt xác suất FTSE Effective ngày 21/09 = 80%, ba phiên gom passive ~2,5–3,5 tỷ USD vào khoảng 14 mã lớn. Hiệu ứng lan toả cho CTCK Việt Nam: (i) thanh khoản trung bình HOSE có thể tăng từ ~600 triệu cp/phiên hiện tại lên 750–900 triệu cp/phiên trong cửa sổ T7–T10/2026 — tương đương +25–50% doanh thu môi giới; (ii) nhà đầu tư ngoại quay lại thị trường VN tăng tệp khách hàng dịch vụ ngoại của các CTCK; (iii) margin lending có cửa tăng trưởng vì đòn bẩy market tăng. TCX là một trong 5 CTCK lớn nhất có khả năng hấp thụ dòng thanh khoản mới — đặc biệt qua kênh điện tử TCInvest. **Báo cáo này xếp FTSE 21/09 là driver số 1 cho LNST CTM Q3/2026 phục hồi mạnh trên 1.500 tỷ.**

Luận điểm 6: Coverage gap — TCX là "vùng trắng" trong báo cáo phân tích ngành CTCK

Đây là rủi ro/cơ hội kỳ lạ giống case VNZ: TCX vốn hoá ~108.000 tỷ đồng đứng số 22 toàn HOSE, **đủ lớn để là mục tiêu coverage tier-1 mọi CTCK**, nhưng hiện **không có broker nào theo dõi** vì các CTCK tier-1 khác đều là đối thủ trực tiếp. Sau sự kiện kiện toàn lãnh đạo 01/07 + KQKD Q2/26 sẽ công bố cuối tháng 7, xác suất có CTCK đầu tiên (HSC, VCSC, BSC) khởi động coverage TCX trong Q3/2026 tăng đáng kể. Khi broker đầu tiên phát hành báo cáo, conviction của báo cáo này sẽ được hiệu chỉnh nhanh dựa trên target broker (lên hoặc xuống tùy định hướng).

V. DỮ LIỆU NỀN

V.1 Kết quả kinh doanh quý gần nhất (single-quarter values từ Dữ liệu tài chính cơ bản)

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26
Doanh thu thuần	2.234	1.845	1.843	2.028	2.660	3.164	3.365	2.783
Tăng trưởng DT YoY	+106,1%	+8,4%	+19,8%	+19,8%	+19,1%	+71,5%	+82,6%	+37,2%
Tăng trưởng DT QoQ	+31,9%	(17,4%)	(0,1%)	+10,0%	+31,2%	+19,0%	+6,3%	(17,3%)
Lợi nhuận gộp	2.081	1.705	1.592	1.901	2.441	2.761	2.901	2.351
Biên LN gộp	93,1%	92,4%	86,4%	93,7%	91,8%	87,3%	86,2%	84,5%
LN HĐKD	1.958	1.568	1.401	1.763	2.293	2.590	2.698	2.189
Chi phí lãi vay	(338)	(455)	(416)	(402)	(497)	(536)	(619)	(689)
LNTT	1.612	1.097	933	1.310	1.733	2.024	2.041	1.458
LNST	1.297	878	746	1.011	1.420	1.620	1.633	1.148
LNST CTM	1.297	878	746	1.011	1.420	1.620	1.633	1.148
Tăng trưởng LNST CTM YoY	+193,4%	(4,1%)	+5,9%	+8,9%	+9,5%	+84,5%	+118,8%	+13,6%
EBITDA	1.963	1.574	1.407	1.769	2.299	2.597	2.706	2.197

Nguồn: Dữ liệu tài chính cơ bản — single-quarter values, cập nhật 14/05/2026.

Đọc nhanh. Năm điểm quan trọng: (i) **Doanh thu YoY hai chữ số 8 quý liên tiếp**, đỉnh đột phá Q3/25 +71,5% và Q4/25 +82,6% do base 2024 thấp; (ii) **Biên LN gộp duy trì 84–94%** — cấu trúc CTCK hiện đại với chi phí biến đổi rất thấp (chủ yếu là phí giao dịch HOSE/HNX/UPCoM thu lại từ khách hàng); (iii) **Chi phí lãi vay tăng đều theo quý** từ 338 (Q2/24) lên 689 (Q1/26) — phản ánh tăng tỷ trọng margin lending trong tổng tài sản; (iv) **Q4/25 lập đỉnh LNST CTM 1.633 tỷ**, Q1/26 trùng còn 1.148 tỷ (–29,7%

QoQ) — pha trùng theo mùa vụ + thị trường chậm lại Q1/2026; (v) **LTM (Q2/25–Q1/26) đạt 5.821 tỷ** — lớn nhất ngành CTCK Việt Nam.

V.2 Phân bổ quý cho năm 2026F (bản phân bổ của báo cáo này)

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	Q1/26A	Q2F/26	Q3F/26	Q4F/26	2026F (BÁO CÁO NÀY)	2025A
Doanh thu thuần	2.783	2.950	3.350	3.450	12.533	11.217
Lợi nhuận gộp	2.351	2.500	2.860	2.910	10.621	10.004
LNTT	1.458	1.500	1.750	1.700	6.408	7.108
LNST CTM	1.148	1.180	1.400	1.350	5.078	5.684

Luận giải phân bổ. Q1/2026A là quý trùng do (a) VN-Index Q1 giảm 6,2% từ mốc 1.784,49 về vùng 1.674 làm doanh thu môi giới + tự doanh giảm; (b) chi phí lãi vay tăng do tăng dư nợ margin lending. Q2F nhẹ phục hồi cùng thanh khoản thị trường cải thiện sau khi NHNN duy trì rates ổn định và VN-Index về vùng 1.840 cuối tháng 5. **Q3F bứt phá mạnh** do (i) FTSE Effective 21/09 (xác suất 80%) tăng thanh khoản ~25–50%; (ii) mùa KQKD Q2 + dự báo Q3 hấp dẫn nhà đầu tư mới; (iii) margin lending mở rộng cùng đà chứng khoán. Q4F nhẹ giảm vì profit-taking cuối năm. **Tổng LNST CTM 2026F = 5.078 tỷ — thấp hơn 2025A 5.684 tỷ ~11%**, phản ánh QoQ Q1/26 yếu khó bù đắp hoàn toàn trong 3 quý còn lại. Nếu Q2/26 thực tế cao hơn dự báo (>1.300 tỷ) hoặc Q3/26 hưởng lợi FTSE mạnh hơn dự kiến, LN cả năm có thể vượt 5.500 tỷ.

Giá đóng cửa **39,000 đồng** ngày 2026-06-08; biên độ 52 tuần 34,724 – 53,447 đồng (cao hơn đáy +12.3%, thấp hơn đỉnh -27.0%); khối lượng bình quân 30 phiên ~1 triệu cổ phiếu.



VI. ĐỊNH GIÁ

Phương pháp: P/E forward 2026F (sector-relative cho CTCK tier-1) + cross-check P/B forward.

VI.1 Cấu phần định giá

HẠNG MỤC	GIÁ TRỊ	DIỄN GIẢI
LNST CTM 2026F (mid base-case)	5.600 tỷ	Mid-point dải 5.078–6.000 tỷ; cao hơn dự báo phân bổ §V.2 (5.078) để phản ánh option upside FTSE
Số lượng CP lưu hành	2.773,9 triệu	Cuối Q1/2026 (theo cơ sở dữ liệu doanh nghiệp)
EPS 2026F (mid)	2.020 đồng	LN CTM 5.600 tỷ / 2.773,9 triệu CP
P/E target	20,8x	Premium 27% so P/E LTM nhóm CTCK ~16,4x — phản ánh scale + backing TCB + margin biên 84%
Giá theo P/E thuần	42.000 đồng	EPS × P/E target
Giá mục tiêu (6 tháng)	~42.000 đồng	

VI.2 Phân tích độ nhạy (P/E forward × LNST CTM 2026F)

	LN CTM 2026F = 5.000 TỶ	LN CTM 2026F = 5.600 TỶ	LN CTM 2026F = 6.200 TỶ
P/E target 17x	30.600 đ	34.300 đ	38.000 đ
P/E target 20,8x	37.500 đ	42.000 đ	46.500 đ
P/E target 24x	43.300 đ	48.500 đ	53.700 đ

Kịch bản chính ô đậm: P/E 20,8x × LN CTM 5.600 tỷ → 42.000 đồng/cp. Báo cáo coi đây là kịch bản trung tâm có xác suất cao nhất nhưng độ nhạy theo LN CTM rất cao — chính là lý do conviction được giữ ở 50%.

VI.3 So sánh ngang nhóm Chứng khoán Việt Nam (LTM Q2/25–Q1/26)

MÃ	SÀN	VỐN HOÁ (TỶ)	LTM LN CTM (TỶ)	EPS LTM (Đ)	P/E LTM	P/E FORWARD 2026F	KHUYẾN NGHỊ
TCX	HOSE	108.182	5.821	2.099	18,6x	~20,8x	GIỮ (báo cáo này)
SSI	HOSE	65.640	4.540	1.823	14,5x	~14x	—
VCI	HOSE	26.854	1.388	1.210	19,3x	~17x	—
HCM	HOSE	29.538	1.243	1.151	23,8x	~20x	—
VND	HOSE	25.650	2.185	1.435	11,7x	~11x	—
SHS	HNX	16.191	1.313	1.460	12,3x	~12x	—
MBS	HNX	19.217	1.154	1.153	16,7x	~16x	—
BSI	HOSE	8.172	502	2.045	16,3x	~16x	—
TB nhóm (ex-TCX)	—	—	—	—	16,4x	~15,1x	—

P/E LTM của TCX (18,6x) đang cao hơn mặt bằng nhóm CTCK trung bình ~13% — phản ánh kỳ vọng growth + premium scale. P/E forward 2026F của báo cáo này (20,8x) là target conservative-aggressive: tin tưởng vào re-rating premium chu kỳ FTSE H2/2026 và backing Techcombank, nhưng không bullish quá mức ngay từ đầu vì QoQ Q1/26 yếu. **Khi TCX được CTCK độc lập đầu tiên coverage, kỳ vọng target đầu tiên có thể nằm trong vùng 38.000–45.000.**

VI.4 Kịch bản giá mục tiêu 6 tháng

KỊCH BẢN	XÁC SUẤT	GIÁ MỤC TIÊU	CƠ SỞ CHÍNH
Cơ sở	50%	42.000 đ	Q2/26 LN CTM 1.150–1.300 tỷ xác nhận pha phục hồi; FTSE Effective 21/09 đi đúng lộ trình; chưa có CTCK độc lập khởi động coverage
Tích cực	30%	47.000 đ	Q2/26 LN CTM > 1.400 tỷ; FTSE 21/09 đẩy thanh khoản HOSE lên 900M+ cp/phiên; CTCK tier-1 đầu tiên publishes coverage target ≥ 44.000; công bố lộ trình sản phẩm mới hậu kiện toàn 01/07
Tiêu cực	20%	36.000 đ	Q2/26 LN CTM < 1.000 tỷ — confirm QoQ Q1 yếu kéo dài; FTSE chậm về Q1/2027; CTCK đầu tiên publishes target chỉ 33.000–36.000 với quan điểm thận trọng

VII. RỦI RO CHÍNH

Rủi ro 1: QoQ Q1/2026 –29,7% — Q2 là phép kiểm tra then chốt

Q1/26 LN CTM 1.148 tỷ giảm 485 tỷ so với đỉnh Q4/25 (1.633 tỷ). Đây là pha co rút QoQ lớn nhất trong 6 quý gần nhất. **Chưa có chu kỳ ≥ 2 quý liên tiếp xác nhận xem đây là one-off theo mùa vụ hay là tín hiệu đỉnh chu kỳ KQKD.** Q2/26 là phép kiểm tra then chốt: nếu phục hồi về vùng 1.200–1.400 tỷ, kịch bản cơ sở của báo cáo này được xác nhận; nếu tiếp tục giảm về dưới 1.000 tỷ, cần re-rate giá mục tiêu xuống vùng 36.000–38.000.

Rủi ro 2: Giá đã giảm 10% trong 2 tuần — xung lực mua suy yếu

Phiên 26/05 giá đóng cửa 43.350 → phiên 08/06 đóng cửa 39.000 = giảm 4.350 đồng ~10% trong 10 phiên. Volume Q1/2026 đỉnh phiên 02/06 đạt 2,15 triệu cp nhưng giá vẫn giảm — pattern "bán mạnh tại đỉnh" cho thấy chốt lời từ nhóm cổ đông sớm hậu IPO. Vùng hỗ trợ kỹ thuật then chốt **38.000–38.500** cần được giữ; nếu thủng, target ngắn hạn rơi về vùng 35.000–36.000 (đáy biên dưới target 6 tháng). Rủi ro slippage cao cho nhà đầu tư có quy mô > 50 tỷ vì thanh khoản trung bình ~1 triệu cp/phiên không đủ để xây/thoát vị thế trong < 1 tuần.

Rủi ro 3: Single-source coverage — chưa có CTCK theo dõi

Đây là rủi ro về tính nhất quán của định giá. Khi báo cáo này là **báo cáo phân tích cơ bản duy nhất tồn tại với TCX trong 60 ngày**, không có cơ chế "second opinion" để hiệu chỉnh sai sót về luận điểm hay định giá. Cụ thể, nếu CTCK đầu tiên publishes target chỉ ở mức 33.000–36.000 (do quan điểm thận trọng hơn về QoQ slowdown hoặc P/E premium), thị trường có thể re-rate ngay xuống vùng thấp hơn. Ngược lại, nếu broker đầu tiên target 48.000+ với premium FTSE mạnh, target báo cáo này sẽ bị nâng lên.

Rủi ro 4: Catalyst kiện toàn 01/07 chưa kèm số tài chính cụ thể

Sự kiện bà Nguyễn Thị Thu Hiền lên Phó Chủ tịch HĐQT + bà Trần Thị Thu Trang lên Quyền TGĐ là tín hiệu quản trị tích cực nhưng **chưa kèm bất kỳ công bố cụ thể nào về sản phẩm mới, kế hoạch M&A, hay lộ trình phát hành vốn.** Tham chiếu các sự kiện tương tự ngành tài chính Việt Nam, khoảng thời gian từ kiện

toàn bộ máy đến công bố chiến lược cụ thể thường kéo dài 3–9 tháng. Nếu hết Q3/2026 vẫn không có thông báo chiến lược cụ thể, kỳ vọng option-value đặt vào giá có thể bị xoá nhanh.

Rủi ro 5: Hậu IPO — cổ đông sớm chốt lời + lock-up có thể hết hạn

TCX vừa trải qua đợt IPO/niêm yết HOSE gần đây với giá IPO tham chiếu 7.400 đồng/cp (theo broker note tháng 12/2025 về TCB). Sau khi giá tăng mạnh lên đỉnh ~43.500 tháng 5/2026 (gấp ~5,9 lần giá IPO), **xác suất cổ đông sớm + insider lock-up bắt đầu thoát hàng từ tháng 6 trở đi là cao**. Pattern bán mạnh tại đỉnh phiên 02/06 (volume 2,15 triệu cp nhưng giá vẫn giảm) là dấu hiệu sớm của xu hướng này. Nếu nhịp phân phối hậu IPO kéo dài qua Q3/2026, áp lực giá có thể giữ TCX trong vùng 36.000–40.000 dù KQKD tốt.

Rủi ro 6: FTSE Effective 21/09 lùi lại — kịch bản re-rate cao bị trễ

Bản dự phóng VN-Index 08/06 đặt xác suất FTSE Effective 21/09 = 80%, vẫn để 20% xác suất sự kiện bị lùi sang Q4/2026 hoặc Q1/2027. Nếu FTSE bị lùi, kịch bản tăng trưởng thanh khoản HOSE H2/2026 (driver chính của Q3F LN CTM 1.400 tỷ trong báo cáo này) sẽ bị trễ — và TCX sẽ mất đi chất xúc tác doanh thu môi giới + margin lending lớn nhất nửa cuối năm. Trong kịch bản này, LN cổ đông CTM 2026F có thể chỉ đạt 4.500–4.800 tỷ và target hợp lý rơi về vùng 35.000–37.000.

VIII. NGUỒN THAM CHIẾU

Báo cáo phân tích đã đọc đầy đủ

- **Không có báo cáo phân tích nào của CTCK độc lập về TCX trong cửa sổ 60 ngày (10/04 → 08/06).** Đây là coverage initiation — kết luận và định giá của báo cáo này không dựa trên báo cáo CTCK tham chiếu nào. Đề nghị các CTCK tier-1 (HSC, VCSC, BSC) cập nhật TCX trong các phiên kế tiếp để báo cáo có thể hội tụ consensus.
- Tham chiếu gián tiếp duy nhất: một broker note tháng 12/2025 về TCB (ACBS 05/12/2025, target TCB 39.000 đồng KHẢ QUAN) có nhắc đến giá tham chiếu IPO TCBS 7.400 đồng/cp với sắc thái "Định giá cao sau IPO" — báo cáo này không trích dẫn trực tiếp vì là note chéo về công ty mẹ, không phải báo cáo phân tích chuyên đề TCX.

Tin tức cuối tuần 06/06–08/06/2026 (4 bản tin — 3 Positive + 1 Neutral)

- 08/06 [Neutral] TCX: TCBS đổi "ghế" CEO — Chứng khoán Kỹ Thương (TCBS, HOSE: TCX) miễn nhiệm vai trò TGD của bà Nguyễn Thị Thu Hiền để phân công nhiệm vụ mới là Phó Chủ tịch HĐQT nhiệm kỳ 2023–2028; bổ nhiệm Phó TGD Trần Thị Thu Trang làm Quyền TGD; các quyết định có hiệu lực từ ngày 01/07. (Nguồn: Vietstock, score 5,75.)
- 06/06 [Positive] TCX: TCBS (TCX) bổ nhiệm nhân sự cao cấp: Phó chủ tịch HĐQT và Quyền Tổng giám đốc — Hội đồng Quản trị TCBS thông báo bổ nhiệm bà Nguyễn Thị Thu Hiền đảm nhiệm chức vụ Phó chủ tịch HĐQT và bà Trần Thị Thu Trang giữ chức vụ Quyền TGD từ ngày 01/07/2026. (Nguồn: Tin nhanh chứng khoán, score 9,25.)
- 06/06 [Positive] TCX: TCBS bổ nhiệm nhân sự cao cấp: Phó Chủ tịch HĐQT và Quyền Tổng Giám đốc — Việc bổ nhiệm lãnh đạo cấp cao này là bước chuyển giao có kế hoạch, nằm trong định hướng phát triển dài hạn của TCBS nhằm bảo đảm tính liên tục trong quản trị, vận hành và thực thi chiến lược. (Nguồn: Markettimes, score 9,25.)
- 06/06 [Positive] TCX: TCBS (TCX) kiện toàn bộ máy lãnh đạo, chuẩn bị giai đoạn phát triển mới — TCBS vừa công bố việc chuyển giao nhân sự cấp cao khi bà Nguyễn Thị Thu Hiền được bổ nhiệm giữ chức Phó Chủ tịch HĐQT, trong khi bà Trần Thị Thu Trang đảm nhận vai trò Quyền TGD từ ngày 1/7/2026. (Nguồn: Người Quan Sát, score 8,75.)

Bối cảnh vĩ mô (revision 08/06)

- Bản dự báo VN-Index revision 08/06/2026 — §2.A đặt TCX ở vị trí #7 priority với trigger NWS · EVT; khuyến nghị dự kiến "GIỮ (đề xuất coverage MỚI — chưa có trong cụm theo dõi 50 mã)".
- §V.B cụm Chứng khoán tier-2 — TCX được định danh là catalyst quan trọng cho cụm Chứng khoán tier-2 niêm yết HOSE.
- Bản dự phóng đặt xác suất FTSE Effective 21/09 = 80% và cam kết VN-Index 31/12/2026 = 1.885 điểm — hai biến số quan trọng nhất cho doanh thu môi giới + margin lending của TCX H2/2026.

Dữ liệu tài chính cơ bản

- Kết quả kinh doanh TCX từ Q2/2024 đến Q1/2026 (8 quý) — single-quarter values: doanh thu Q1/2026 = 2.783 tỷ (+37,2% YoY); LNST cổ đông CTM Q1/2026 = 1.148 tỷ (+13,6% YoY, -29,7% QoQ); biên LN gộp 84,5%.
- LNST CTM cả năm 2025 (sum 4 quý) = 5.684 tỷ; cả năm 2024 = 3.849 tỷ — tăng trưởng YoY +47,7%, một trong những CTCK có tốc độ phục hồi nhanh nhất ngành.
- Tổng quan doanh nghiệp — CTCP Chứng khoán Kỹ Thương (mã TCX); sàn HOSE; ngành Dịch vụ tài chính (chứng khoán); thành lập 2018; số CP lưu hành 2.773,9 triệu; tỷ lệ sở hữu nước ngoài 9,5%; nhân sự 590; cổ đông lớn: Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank) là cổ đông kiểm soát.
- Peer benchmark CTCK Việt Nam LTM Q2/25–Q1/26: SSI 4.540, VCI 1.388, HCM 1.243, VND 2.185, SHS 1.313, MBS 1.154, BSI 502 — TCX dẫn đầu nhóm.

Quy tắc chống trùng lặp: phiên bản kế tiếp sẽ chỉ tham khảo các báo cáo và tin tức phát hành sau ngày 08/06/2026.