

MUA

Giá mục tiêu 2026: **32.000 VND**
% tăng giá: **39%**
Cập nhật: **11/18/2025**

TRIỂN VỌNG 2026

Tích cực: Thị phần môi giới liên tục cải thiện nhờ mở rộng tệp khách hàng cá nhân.

Tiêu cực: Tỷ lệ dư nợ/VCSH duy trì ở mức cao trong 1 năm qua ảnh hưởng đến sức cạnh tranh và tăng trưởng dư nợ cho vay.

Rủi ro: Một số khoản đầu tư chưa mang lại hiệu quả tốt, tiềm ẩn rủi ro lỗ đánh giá lại tài sản trong điều kiện thị trường bất lợi

Đơn vị : tỷ VND	Q3/24	Q3/25	2026F
LNG	376	1.665	2.230
% YoY	6%	84%	13%
LNTT	275	550	1.674
% YoY	3%	100%	13%

Tổng quan doanh nghiệp

HCM là một trong những CTCK đứng đầu trong việc tạo lập thị trường cho các quỹ ETF và Chứng quyền có đảm bảo. Đây cũng là một trong những CTCK top đầu, liên tục duy trì vị trí cao trong top thị phần môi giới trên HOSE.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Môi giới chứng khoán
Giá hiện tại:	22.950 VND
Vốn hóa:	24.785 tỷ VND
Số lượng CPLH:	1.080 triệu CP
EPS 4 quý gần nhất:	1.417 VND
P/B:	1,7 lần
Cổ tức tiền mặt 2025:	9,0%
Cổ tức cổ phiếu 2025:	0,0%



HCM

CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

DSC

TÓM TẮT CẬP NHẬT

Q3/2025, HCM ghi nhận doanh thu đạt 1.665 tỷ đồng (+46% YoY) và LNTT 550 tỷ đồng (+100% YoY). Lợi nhuận tăng trong Quý 3 chủ yếu nhờ thanh khoản toàn thị trường trong Quý tăng mạnh, là "cầu" chung nâng đỡ cho cả 3 mảng kinh doanh chính.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu của HCM đạt 3.738 tỷ đồng (+21% YoY) và LNTT 1.073 tỷ đồng (+6% YoY, tương đương hoàn thành 67% kế hoạch lợi nhuận năm.

DSC ước tính trong kịch bản thận trọng, Lợi nhuận trước thuế năm 2026 của HCM ước tính đạt 1.674 tỷ (+13% YoY). Mức định giá 12T DSC đưa ra cho cổ phiếu HCM là 32.000 VND. Sau tăng vốn cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/B 1,7 lần, thấp hơn mức P/B Trung bình 5 năm (1,85 lần).

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

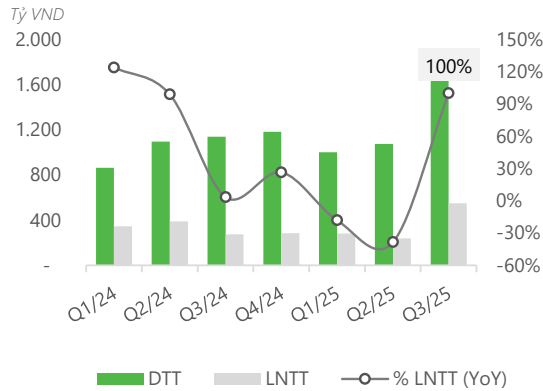
Hoàn tất kế hoạch tăng vốn

Trong quý III, HCM đã hoàn tất đợt chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, phân phối thành công gần 360 triệu cổ phiếu, qua đó thu về gần 3.600 tỷ đồng. Vốn điều lệ sau điều chỉnh được nâng từ 7.208 tỷ lên 10.808 tỷ.

Về phương án sử dụng vốn thu được, khoảng 70% số tiền từ đợt chào bán sẽ được bổ sung cho hoạt động cho vay ký quỹ vốn đang chứng lại do tiệm cận ngưỡng trần cho vay. 30% vốn còn lại sẽ được HCM sử dụng cho hoạt động tự doanh.

Bằng cách dành phần lớn vốn cho cho vay ký quỹ và tự doanh, HCM đang sử dụng "đòn bẩy vốn" để khai thác cơ hội thị trường — điều này nếu thành công sẽ giúp tăng thu nhập từ margin và danh mục tự doanh, hai mảng có khả năng sinh lời cao trong thời kỳ thanh khoản thị trường tốt.

KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: HCM, DSC tổng hợp

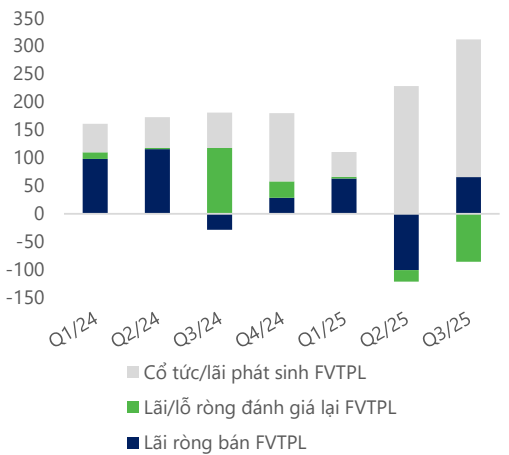
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Kết quả hồi phục mạnh cùng thị trường

Kết quả kinh doanh Quý 3 của HCM có bước nhảy vọt, tốt hơn cả giai đoạn uptrend 2021-2022. Cụ thể, doanh thu ghi nhận đạt 1.665 tỷ đồng (+46% YoY) và LNTT 550 tỷ đồng (+100% YoY). Sức tăng đến từ cả ba mảng kinh doanh chính, đặc biệt là mảng môi giới và cho vay đã tận dụng được diễn biến thuận lợi của thị trường.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu của HCM đạt 3.738 tỷ đồng (+21% YoY) và LNTT 1.073 tỷ đồng (+6% YoY, hoàn thành 67% kế hoạch lợi nhuận năm).

LỢI NHUẬN TỰ DOANH



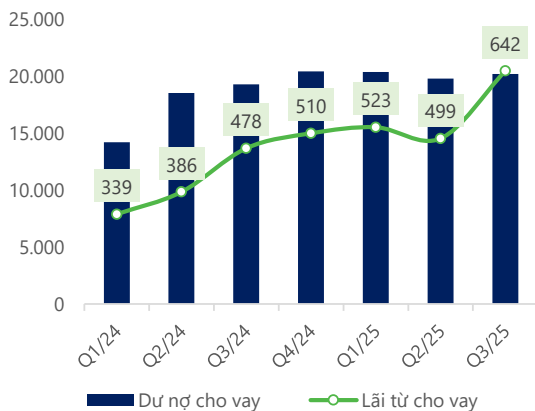
Nguồn: HCM, DSC tổng hợp

Tự doanh trở lại mức lãi tốt

Lợi nhuận tự doanh hồi phục đáng kể trong Quý 2, ghi nhận 206 tỷ (+132% QoQ, +58% YoY). Việc tăng mạnh đầu tư vào trái phiếu ngân hàng và chứng chỉ tiền gửi đã bắt đầu đem lại dòng tiền kể từ quý 2, trở thành nguồn lợi nhuận chính cho tự doanh.

Lợi nhuận từ trading (bán TSTC) hồi phục từ khoản lỗ quý trước. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng điều này cũng gắn liền với điều kiện thị trường thuận lợi. Phần lỗ đánh giá lại tài sản FVTPL đang cho thấy còn tồn tại những khoản đầu tư có khả năng gây biến động đến kết quả tự doanh những quý tiếp theo. Trong điều kiện thị trường bất lợi, HCM có khả năng sẽ phải phụ thuộc vào phần cổ tức/lãi từ tài sản tài chính để duy trì lợi nhuận tự doanh.

LÃI TỪ CHO VAY



Nguồn: HCM, DSC tổng hợp

Lãi từ cho vay tiếp tục là cấu phần quan trọng

Dư nợ cho vay không có nhiều biến động, duy trì quanh mốc 20.000 tỷ trong 4 quý gần đây. DSC nhận định, tăng trưởng hoạt động cho vay bị hạn chế do tỷ lệ dư nợ/VCSH vẫn đang ở mức cao 190%. Dự kiến trong Quý 4 sau khi kế hoạch tăng vốn được hoàn tất tỷ lệ này sẽ giảm mạnh xuống còn hơn 140%, giúp nới rộng dư địa cho vay.

Lãi suất cho vay trung bình ước tính đã tăng 1-2% trong Quý 3, vì vậy dù dư nợ cho vay không tăng mạnh, lãi thu được từ cho vay vẫn tăng tới 29% so với quý trước, đạt 642 tỷ, tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng của HCM.

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng biện pháp định giá bội số P/B với mức P/B mục tiêu là 2,25 lần dựa trên tham chiếu trung bình giai đoạn 2020-2025 và trung bình các CTCK cùng quy mô.

Tổng hợp định giá

P/B	Giá dự phóng (VND)	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng (VND)
Giai đoạn 5 năm	28.600	50%	14.300
CTCK cùng quy mô	35.400	50%	17.700
Giá mục tiêu			32.000
Giá hiện tại			22.950
Upside			39,4%

Nguồn: DSC tổng hợp

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu HCM đang giao dịch ở vùng P/B ~1,7 lần, thấp hơn mức P/B Trung bình 5 năm và thấp hơn hầu hết các Công ty chứng khoán top đầu.



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp

PHỤ LỤC:

Lịch sử khuyến nghị
Mô hình kinh doanh

HCM

CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

DSC

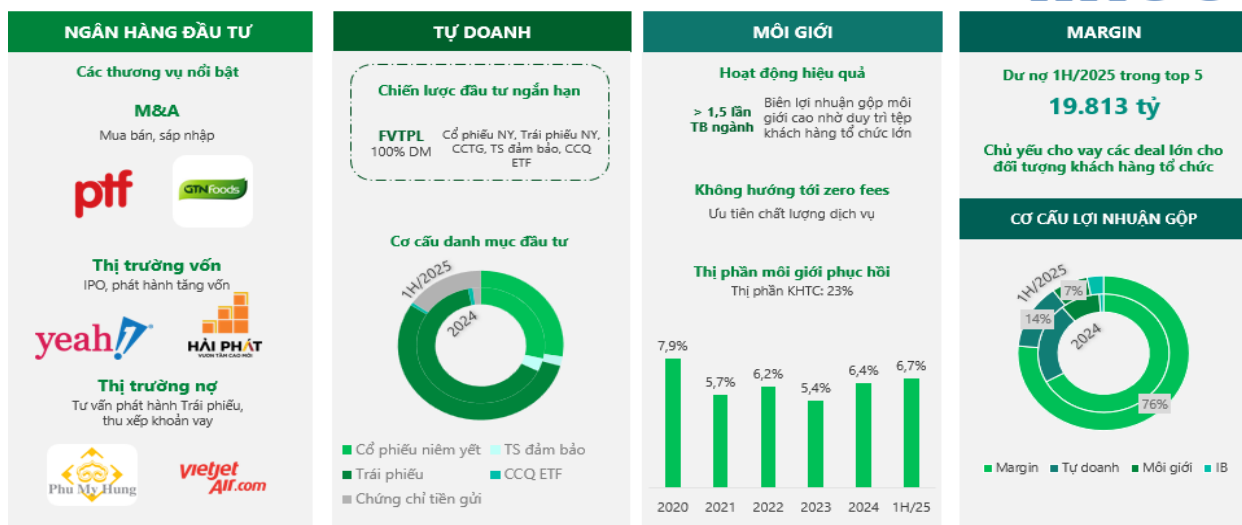
LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



MÔ HÌNH KINH DOANH

MÔ HÌNH KINH DOANH

CTCP CHỨNG KHOÁN HỒ CHÍ MINH (HCM)



Nguồn: HCM Q3/2025, DSC tổng hợp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15%
THEO DÕI	Giá mục tiêu CHẼNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15%
BÁN	Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15%
CHỐT LỜI	Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập.
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn

Lê Trần Khánh Linh

Chuyên viên Phân tích

linh.ltk@dsc.com.vn