

MUA

Giá mục tiêu 2026: **29.100 VND**
% tăng giá: **34%**
Cập nhật: **3/10/2026**

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: Áp lực chi phí vốn tăng

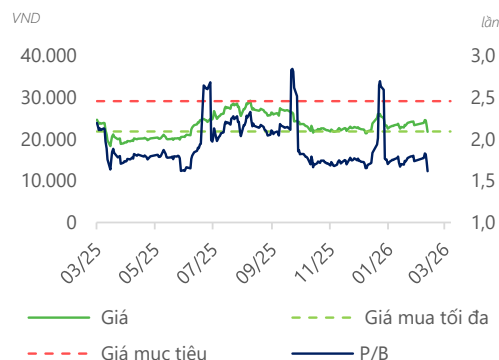
Đơn vị : tỷ VND	Q4/25	2025	2026F
LNG	548	5.136	2.262
% YoY	41%	15%	14%
LNTT	401	1.474	1.685
% YoY	41%	14%	14%

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:	21.750 VND
Vốn hóa:	23.489 tỷ VND
Số lượng CPLH:	1.080 triệu CP
EPS 4 quý gần nhất:	1.456 VND
P/B:	1,6 lần
Cổ tức tiền mặt 2026:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2026:	0,0%



HCM

CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

DSC

TÓM TẮT CẬP NHẬT

Lũy kế năm 2025, HCM ghi nhận doanh thu hoạt động đạt 5.136 tỷ (+20% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 1.474 tỷ (+14% YoY), trong đó động lực tăng trưởng chính đến từ mảng cho vay ký quỹ.

DSC ước tính trong kịch bản thận trọng, với giả định HCM chưa có kế hoạch tăng vốn mới, quy mô cho vay của HCM sẽ không có cơ sở để tăng trưởng nóng như Quý 4 vừa rồi. Kết quả kinh doanh năm 2026 vì vậy sẽ tiếp tục tăng trưởng nhưng với tốc độ vừa phải, LNTT của HCM ước tính đạt 1.685 tỷ (+14% YoY).

Mức định giá 12T DSC đưa ra cho cổ phiếu HCM là 29.100 VND, chúng tôi điều chỉnh xuống so mức giá khuyến nghị trong báo cáo trước do dư địa cho vay của HCM thấp hơn kỳ vọng.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

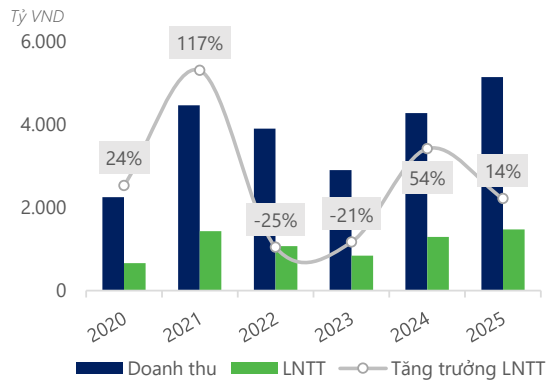
Sự cần thiết của kế hoạch tăng vốn mới

Năm 2025, HSC 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.

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, nếu thành công sẽ giúp tăng thu nhập từ margin - mảng có khả năng sinh lời cao trong thời kỳ thanh khoản thị trường tốt.

Dư nợ cho vay của HCM đã tăng trưởng mạnh tới 8.000 tỷ chỉ trong Quý 4 sau khi được gỡ nút thắt về vốn. Tuy nhiên, lượng vốn tăng thêm không tương xứng với nhu cầu vay margin khiến cho "cơ khát vốn" mới chỉ được giải quyết trong ngắn hạn. Tỷ lệ dư nợ/VCSH lại tiếp tục căng thẳng khi kết thúc năm 2025, tỷ lệ này ghi nhận mức 194%, không có cải thiện nhiều so với quý trước. Điều này đang đặt ra bài toán tăng vốn mới cho HCM trong giai đoạn tới.

KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: HCM, DSC tổng hợp

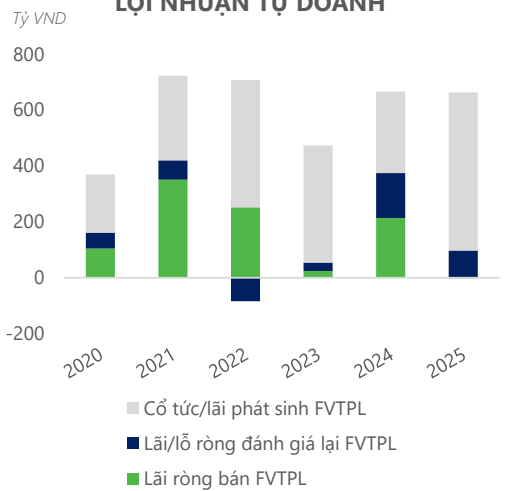
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Kết quả hồi phục mạnh cùng thị trường

Năm 2025, HCM ghi nhận doanh thu hoạt động đạt 5.136 tỷ (+20% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 1.474 tỷ (+14% YoY). Kết thúc năm, HCM hoàn thành 98% kế hoạch doanh thu và 92% kế hoạch lợi nhuận.

Mảng cho vay ký quỹ tiếp tục là cấu phần quan trọng, được thúc đẩy bởi hoạt động môi giới. Thị phần môi giới tăng 0,11 điểm phần trăm lên mức 6,52%, duy trì vị thế trong top thị phần. Tuy nhiên, tốc độ tăng lợi nhuận thấp hơn doanh thu cho thấy công ty vẫn chịu áp lực từ chi phí hoạt động và chi phí vốn.

LỢI NHUẬN TỰ DOANH



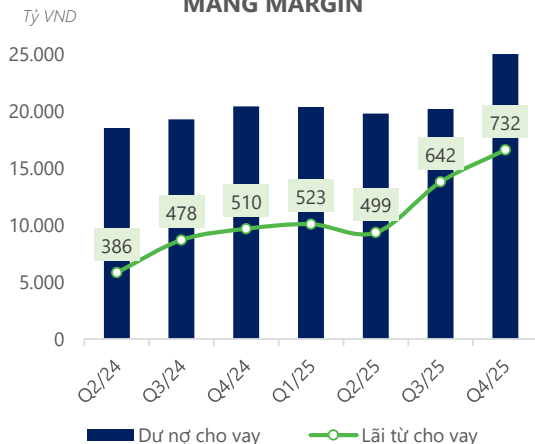
Nguồn: HCM, DSC tổng hợp

Tự doanh trở lại mức lãi tốt

Lợi nhuận tự doanh năm 2025 chỉ nhích nhẹ so với cùng kỳ, đạt 582 tỷ (+2% 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) và đánh giá lại tài sản FVTPL diễn biến không thuận lợi do biến động thị trường cũng như bản chất hoạt động của HCM. Mảng tự doanh của HCM nhìn chung gắn liền với hoạt động vận hành ETF và tạo lập thị trường, chủ yếu đóng vai trò "nhà kho và đại lý". Vì vậy việc kết quả trading không thuận lợi không hoàn toàn phản ánh chất lượng hoạt động tự doanh. HCM đã chủ động tăng đầu tư vào các tài sản fixed-income nhằm mở rộng thêm nguồn thu từ đầu tư.

MẢNG MARGIN



Nguồn: HCM, DSC tổng hợp

Lãi từ cho vay tiếp tục là cấu phần quan trọng

Sau nhiều quý dư nợ không có dư địa tăng trưởng, quy mô cho vay của HCM đã tăng lên trong quý 4. Dư nợ cho vay của HCM ghi nhận 28.150 tỷ, tương đương tăng 38% kể từ đầu năm. Tuy nhiên, dư nợ tăng nóng trong quý khiến cho tỷ lệ dư nợ/VCSH vẫn ở mức cao ~194%, khiến nguồn vốn tiếp tục chịu áp lực mặc dù HCM vừa hoàn thành kế hoạch tăng vốn.

Lãi từ các khoản cho vay đạt 732 tỷ (+14% YoY), tiếp tục đà tăng trưởng. Mặc dù vậy, cần lưu ý rằng ngành Chứng khoán đang phải chịu áp lực chi phí vốn tăng, ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất cho vay. Đây là một trong những nguyên nhân khiến tăng trưởng LNTT của HCM thấp hơn nhiều so với tăng trưởng doanh thu.

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng biện pháp định giá bội số P/B với mức P/B dự phóng là 1,3 lần dựa trên tham chiếu trung bình giai đoạn 2021-2026 cùng kỳ vọng HCM duy trì được quy mô cho vay lớn, tạo nền lợi nhuận mới cho hoạt động margin, tuy nhiên sẽ có đạt mức tăng trưởng cao nếu không có kế hoạch tăng vốn mới.

Tổng hợp định giá

P/B dự phóng	Giá dự phóng (VND)	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng (VND)
Giai đoạn 5 năm	29.100	100%	29.100
Giá mục tiêu			29.100
Giá hiện tại			21.750
Upside			33,8%

Nguồn: DSC tổng hợp

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu HCM đang giao dịch ở vùng P/B ~1,6 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

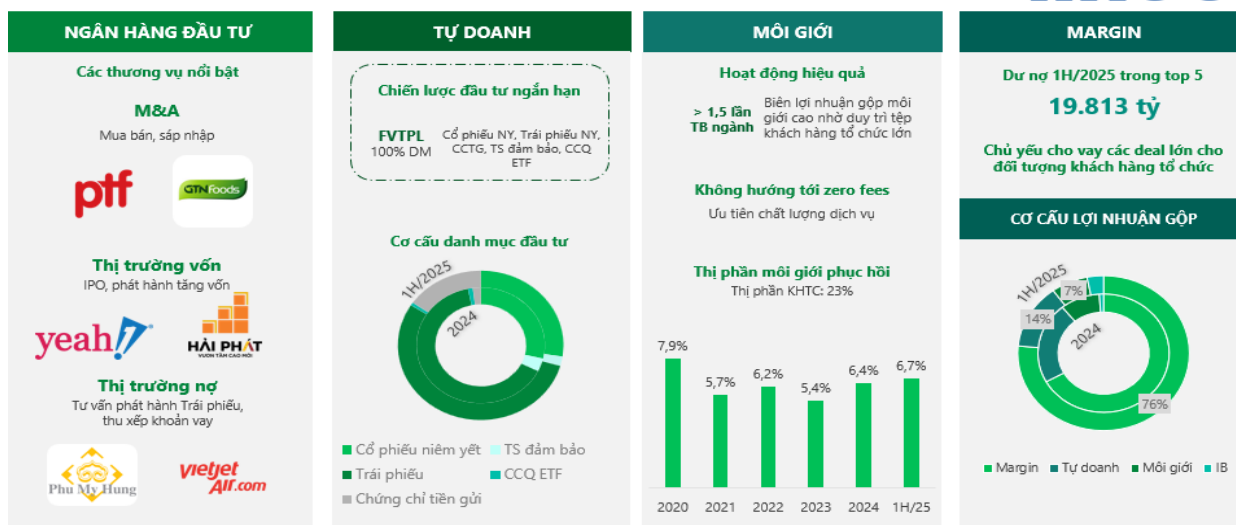
LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



MÔ HÌNH KINH DOANH

MÔ HÌNH KINH DOANH

CTCP CHỨNG KHOÁN HỒ CHÍ MINH (HCM)



Nguồn: HCM Q3/2025, DSC tổng hợp

Tài sản FVTPL

Cổ phiếu niêm yết & GD trên UPCoM	Giá mua/giá gốc	Giá trị thị trường	Chênh lệch
TCB	873	896	2,5%
VPB	583	573	-1,6%
HPG	573	567	-1,0%
MWG	497	540	8,6%
STB	458	441	-3,7%
ACB	449	450	0,1%
VTP	113	115	1,9%
FRT	95	103	8,3%
CTG	81	77	-4,7%
FPT	25	25	1,2%
Khác	153	156	2,1%
Tổng	3.899	3.942	1,1%

Tài sản phòng ngừa rủi ro chứng quyền	Giá mua/giá gốc	Giá trị thị trường	Chênh lệch
HPG	168	164	-2,7%
MWG	73	79	9,1%
FPT	72	71	-1,0%
MSN	51	50	-1,5%
Khác	186	189	1,6%
Tổng	550	554	0,67%

Tài sản khác	Giá mua/giá gốc	Giá trị thị trường	Chênh lệch
Trái phiếu niêm yết	7.000	7.169	2,4%
Chứng chỉ quỹ ETF	37	40	7,6%
Chứng chỉ tiền gửi	2.000	2.061	3,1%
Tổng	9.037	9.270	2,6%

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