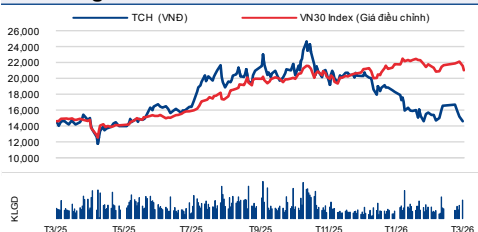


Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ18,000
Tiềm năng tăng/giảm: 25.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/3/2026)	14,400
Mã Bloomberg	TCH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,773-24,620
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,733
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,134
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	501
Slg CP lưu hành (tr.đv)	912
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	447
Slg CP NN được mua (tr.đv)	89.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.83%
Tỷ lệ freefloat	53.4%
Cổ đông lớn	Do Huu Ha (39.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(7.10)	(29.1)	(1.39)
So với chỉ số	(5.28)	(28.6)	(31.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,461	-	N/a
2027F	2,912	2,921	(0.3)
2028F	4,008	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TCH là nhà phát triển dự án BDS hàng đầu tại Hải Phòng.

Chuyên viên phân tích**Đoàn Bảo Anh Tuấn**

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Vị thế thuận lợi tại Hải Phòng năng động; khuyến nghị lần đầu Mua vào

- HSC khuyến nghị lần đầu mua vào đối với TCH với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 18.000đ (tiềm năng tăng giá 25%). Quỹ đất lớn với vị trí thuận lợi tại Hải Phòng tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng, trong khi định giá hiện ở mức hấp dẫn.
- Doanh thu và lợi nhuận HĐKD cốt lõi của TCH dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 31,3% và 57,6%, được hỗ trợ bởi các đợt bàn giao lớn tại các dự án Green River và New City I, trong khi dự án Rose Residence dự kiến bắt đầu đóng góp từ NĐTC 2027-2028.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 7,1% trong 1 tháng qua, TCH đang giao dịch với P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm là 10,0 lần và 0,7 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC (lần lượt ở mức 33,7 lần và 1,3 lần).

Sẵn sàng bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh với danh mục dự án có vị trí chiến lược

TCH là doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở chất lượng cao với HĐKD tập trung chủ yếu tại trung tâm kinh tế năng động phía Bắc là Hải Phòng. Sau khi chuyển hướng từ hoạt động thương mại sang BĐS vào năm 2016, Công ty hiện sẵn sàng bước vào chu kỳ tăng trưởng tiếp theo, được hỗ trợ bởi bốn dự án mới tại Hải Phòng gồm New City II, Green River, Rose Residence và Tô Hiệu. HSC lưu ý rằng các dự án này đều nằm tại các vị trí chiến lược, hoặc gần trung tâm hành chính mới của Hải Phòng hoặc trong khu vực trung tâm thành phố.

Lợi nhuận: Lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 57,6%

HSC dự báo lợi nhuận thuần của TCH sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn tài chính 2025-2028 (năm tài chính kết thúc vào tháng 3), bắt đầu với mức tăng trưởng 55,8% đạt 1.332 tỷ đồng trong năm nay nhờ các đợt bàn giao lớn tại các dự án Hoàng Huy Green River và New City II. Đà tăng trưởng dự kiến tiếp tục trong các NĐTC 2026-2027 và 2027-2028, với lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 99,3% và 37,7%. Theo đó, doanh thu dự báo tăng trưởng từ 4.714 tỷ đồng trong NĐTC 2025-2026 lên 10.559 tỷ đồng trong NĐTC 2027-2028. Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 31,3% và 57,6% trong trong giai đoạn tài chính 2025-2028. Chúng tôi lưu ý rằng hiện có rất ít đơn vị phân tích và khuyến nghị cổ phiếu TCH.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4,1% trong 1 tháng qua nhưng giảm hơn 25% trong 3 tháng qua, TCH đang giao dịch với P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 10,0 lần và 0,7 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân 5 năm của Công ty (lần lượt ở mức 17,3 lần và 1,2 lần), đồng thời cũng thấp hơn so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC (lần lượt ở mức 33,7 lần và 1,3 lần).

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với TCH với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 18.000đ (tiềm năng tăng giá 25%) sau khi áp dụng mức chiết khấu 30% đối với ước tính RNAV. Được hỗ trợ bởi danh mục dự án mạnh mẽ, dòng tiền ổn định từ các đợt bàn giao sắp tới và tỷ lệ vay nợ lành mạnh, TCH được kỳ vọng đang bước vào chu kỳ tăng trưởng tiếp theo. Với uy tín mạnh mẽ tại địa phương về năng lực triển khai và bàn giao dự án, Công ty có vị thế thuận lợi để tận dụng quá trình mở rộng liên tục của thành phố lớn thứ ba tại Việt Nam.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/3.

Cuối năm: Tháng 3	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,271	1,415	1,533	2,971	3,885
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	744	855	1,332	2,656	3,656
EPS ĐC (đồng)	1,113	1,280	1,461	2,912	4,008
DPS (đồng)	648	124	476	0	0
BVPS (đồng)	18,607	20,126	18,646	21,995	26,482
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.21	6.12	4.73	0.92	(0.45)
P/E ĐC (lần)	12.9	11.3	9.86	4.95	3.59
Lợi suất cổ tức (%)	4.50	0.86	3.31	0	0
P/B (lần)	0.77	0.72	0.77	0.65	0.54
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	202	14.9	14.2	99.3	37.7
ROAE (%)	6.18	6.61	8.75	14.3	16.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Quỹ đất lớn tại trung tâm kinh tế năng động; khuyến nghị lần đầu Mua vào	3
Doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở hàng đầu tại Hải Phòng	3
Tổng quan doanh nghiệp	5
Lịch sử hình thành và cơ cấu tổ chức	5
Vị thế thuận lợi tại thành phố lớn có mức tăng trưởng nhanh thứ ba tại Việt Nam	14
Thị trường BĐS Hải Phòng: các điểm nổi bật	14
Vị thế của TCH: Sẵn sàng bước vào chu kỳ tăng trưởng tiếp theo	23
Phân tích tài chính	25
Đánh giá KQKD 9 tháng đầu NĐTC 2025-2026	29
Dự báo lợi nhuận giai đoạn tài chính 2026-2028	31
Định giá và khuyến nghị	33
Rủi ro đầu tư	37
Phụ lục: Triển vọng thị trường BĐS Việt Nam năm 2026	38
Chuyển dịch chính sách: Từ siết chặt sang chủ động hỗ trợ	38
Nhu cầu thực dự kiến suy yếu	38
Chỉ đạo của NHNN về kiểm soát tín dụng đối với lĩnh vực BĐS trong năm 2026	39
Lãi suất cho vay mua nhà tăng	41
Sự nổi lên của mô hình TOD	42

Quỹ đất lớn tại trung tâm kinh tế năng động; khuyến nghị lần đầu Mua vào

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với TCH với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 18.000đ. Giá mục tiêu của chúng tôi (được xác định dựa trên mức chiết khấu 30% so với ước tính RNAV) cho thấy tiềm năng tăng giá 25% và tương ứng với P/E và P/B dự phóng cho NĐTC 2026-2027 lần lượt là 6,2 lần và 0,8 lần. Với nhiều năm kinh nghiệm tích lũy và quỹ đất có vị trí chiến lược, TCH có vị thế thuận lợi để trở thành một trong những doanh nghiệp lớn nhất và hưởng lợi từ triển vọng tích cực của thị trường BĐS Hải Phòng trong 3-5 năm tới. Theo đó, TCH dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận thuần rất mạnh với của lợi nhuận HĐKD cốt lõi có CAGR 3 năm đạt 57,6%.

Doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở hàng đầu tại Hải Phòng

TCH là doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở quy mô trung bình, chất lượng cao, tập trung tại Hải Phòng – một trụ cột trong tam giác kinh tế chiến lược phía Bắc Việt Nam và là trung tâm công nghiệp và logistics quan trọng – nơi tăng trưởng kinh tế nhanh, dòng vốn FDI mạnh mẽ và nhu cầu nhà ở từ lực lượng lao động có chuyên môn ngày càng tăng tiếp tục thúc đẩy thị trường nhà ở sôi động. TCH mang lại cơ hội tiếp cận hấp dẫn đối với thị trường BĐS giàu tiềm năng của Việt Nam – các điểm nổi bật bao gồm:

- **Quỹ đất có vị trí chiến lược tại Hải Phòng – một trong những trung tâm kinh tế năng động nhất phía Bắc Việt Nam:** TCH đang phát triển bốn dự án với tổng diện tích 84,7 ha, nằm gần trung tâm hành chính mới của thành phố Hải Phòng hoặc trong khu vực lõi đô thị. Một lợi thế cạnh tranh quan trọng của Công ty là phần lớn các dự án đã cơ bản hoàn thành nghĩa vụ tiền sử dụng đất, giúp giảm thiểu rủi ro chi phí đất tăng. Công ty cũng có khả năng mở rộng quỹ đất thêm khoảng 150 ha trong 3-5 năm tới, được hỗ trợ bởi năng lực chuyên môn mạnh tại địa phương, năng lực triển khai dự án đã được chứng minh và sự am hiểu sâu sắc về định hướng phát triển của địa phương.
- **Phân khúc sản phẩm và chiến lược phát triển phù hợp:** TCH đã tích lũy nhiều năm kinh nghiệm thông qua các liên doanh với Prukka (Thái Lan), một trong những doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở hàng đầu tại Thái Lan. Chiến lược tập trung vào phân khúc nhà ở xã hội chất lượng cao hướng tới nhu cầu thực của người mua để ở đã giúp củng cố uy tín thương hiệu của Công ty trong cộng đồng địa phương, qua đó tăng khả năng chống chịu trước các giai đoạn suy giảm của thị trường BĐS (vốn thường làm suy yếu nhu cầu đầu cơ). Theo đó, một số giai đoạn dự án hiện đang được TCH mở bán ghi nhận tỷ lệ hấp thụ khá tích cực ước tính khoảng 60-80%, dựa trên khảo sát kênh phân phối của chúng tôi, dữ liệu từ Hiệp hội BĐS Hải Phòng (HPREA) và trao đổi với BLĐ.
- **Tăng trưởng lợi nhuận nhanh trong 3 năm tới:** Công ty hiện sẵn sàng bước vào chu kỳ tăng trưởng tiếp theo, được hỗ trợ bởi giá trị bán hàng chưa ghi nhận doanh thu lớn đạt 5.341 tỷ đồng (tăng trưởng gấp 10 lần), chủ yếu đến từ các dự án Green River, New City, Rose Residence và dự kiến mở bán dự án Tô Hiệu trong NĐTC 2027-2028. HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 31,3% và 57,6% trong giai đoạn tài chính 2025-2028.
- **Tỷ lệ vay nợ lành mạnh:** Trong bối cảnh ngành BĐS thường có mức đòn bẩy tài chính cao, TCH duy trì cơ cấu vốn thận trọng. Công ty thường chỉ sử dụng nợ vay theo từng dự án (như giai đoạn 2019-2022). Các khoản nợ này thường chỉ duy trì trên bảng CĐKT trong thời gian ngắn và thường được thanh toán trong vòng một năm khi các đợt bàn giao dự án tạo ra dòng tiền ngay lập tức. Theo đó, TCH đã duy trì vị thế tiền mặt thuần trong 5 năm qua – với tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH bình quân đạt -0,38 lần (tiền mặt thuần) – khác biệt đáng kể so với xu hướng phụ thuộc nhiều vào nợ vay của phần lớn doanh nghiệp trong ngành.
- **Định giá hấp dẫn:** Sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án chính và áp dụng mức chiết khấu 30% đối với RNAV, HSC xác định giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 18.000đ. Công ty đang giao dịch với P/E và P/B trượt dự

phóng 1 năm lần lượt là 10,0 lần và 0,7 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân 5 năm của Công ty (lần lượt ở mức 19,8 lần và 1,2 lần) và cũng thấp hơn so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC (lần lượt ở mức 33,7 lần và 1,3 lần).

Tổng quan doanh nghiệp

TCH là doanh nghiệp phát triển BĐS chất lượng cao, quy mô vốn hóa trung bình, với hoạt động tập trung chủ yếu tại Hải Phòng – một trụ cột trong trung tâm công nghiệp và logistics của miền Bắc Việt Nam. Công ty đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới ở hai mảng kinh doanh cốt lõi gồm BĐS và phân phối xe tải. Chu kỳ tăng trưởng này được hỗ trợ bởi bốn dự án lớn với tổng diện tích 84,7 ha và tổng vốn đầu tư 24.417 tỷ đồng, tất cả đều nằm tại các vị trí đắc địa trong khu vực trung tâm thành phố và gần trung tâm hành chính mới.

Lịch sử hình thành và cơ cấu tổ chức

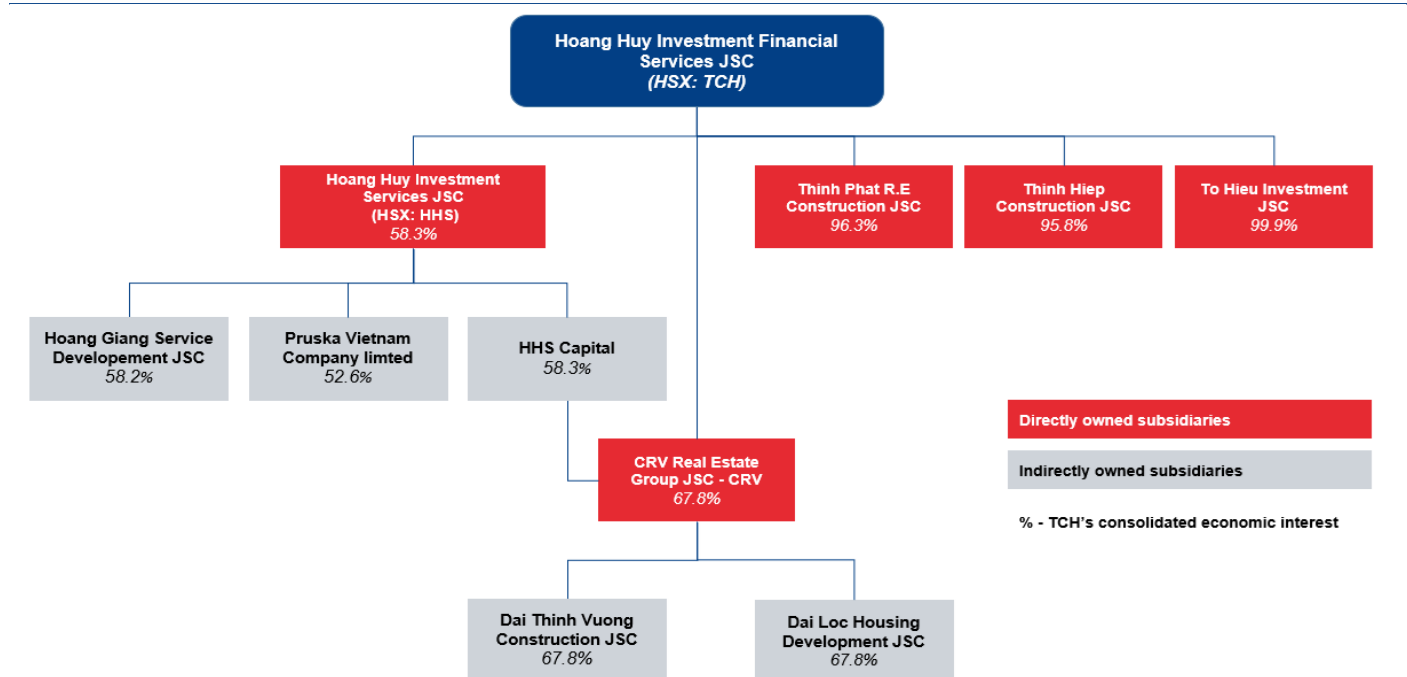
CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy (HOSE: TCH) – tiền thân là Công ty TNHH Thương mại Hoàng Huy – được thành lập vào tháng 10/1995 tại Hải Phòng. Ban đầu, Hoàng Huy tập trung vào hoạt động thương mại quốc tế, chủ yếu kinh doanh xe máy, hàng tiêu dùng và thiết bị điện tử. Bước ngoặt chiến lược đầu tiên của Công ty diễn ra trong giai đoạn 2011-2015; trong thời gian học tập tại Trung Quốc, con trai của nhà sáng lập đã thiết lập các mối quan hệ quan trọng, qua đó khởi đầu mảng kinh doanh xe tải hạng nặng của Tập đoàn. Sự mở rộng này diễn ra đồng thời với quá trình chuyển đổi kinh tế của Việt Nam và làn sóng FDI thứ ba. Dòng tiền tăng mạnh từ hoạt động này đã tạo nền tảng tài chính vững chắc cho bước chuyển hướng chiến lược thứ hai của TCH sang lĩnh vực BĐS vào năm 2016.

Công ty được tái cơ cấu thành công ty cổ phần vào năm 2007 trước khi chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) vào năm 2016 với vốn điều lệ và vốn hóa thị trường tại thời điểm niêm yết lần lượt là 3.300 tỷ đồng và 5.940 tỷ đồng.

HĐKD của TCH tập trung vào hai mảng chính gồm (1) BĐS và (2) phân phối xe tải và phụ tùng liên quan. Về cơ cấu tổ chức, TCH hiện hoạt động theo mô hình công ty mẹ với nhiều công ty con. Các công ty con này thường đóng vai trò là pháp nhân triển khai các mảng kinh doanh hoặc dự án khác nhau của Tập đoàn.

Sơ đồ 1: Cơ cấu tổ chức, TCH

Công ty có 10 công ty con, trong đó sở hữu trực tiếp 5 công ty con

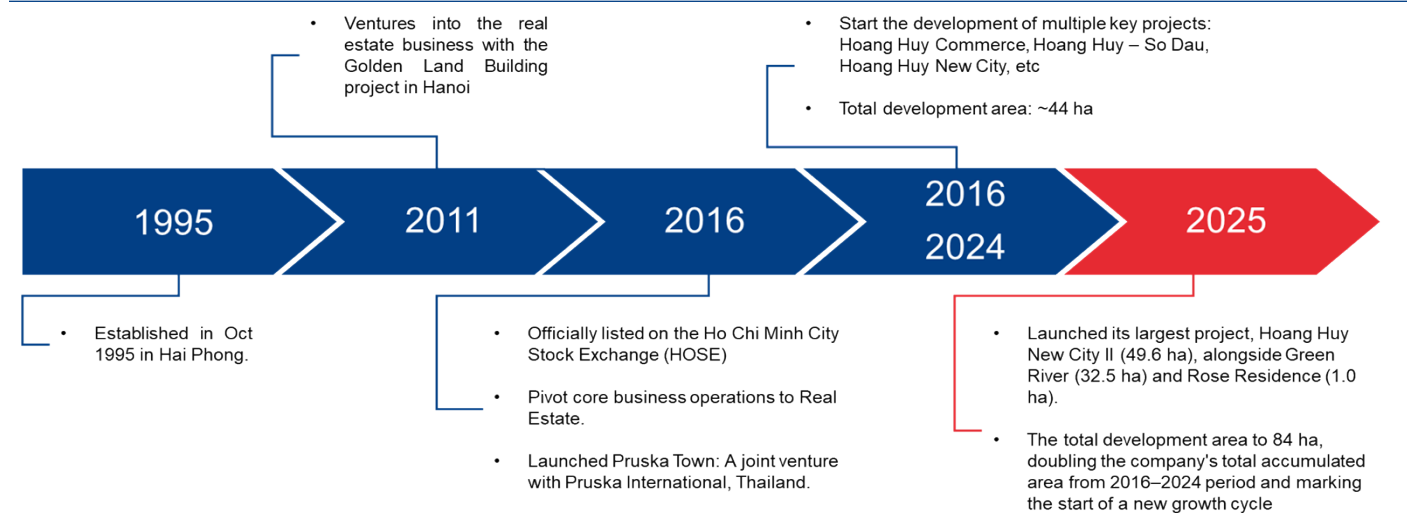


Nguồn: TCH, HSC

Trong 6 tháng đầu năm 2025, Công ty đã hoàn tất việc tái cơ cấu các công ty con, qua đó nâng tỷ lệ sở hữu thực tế tại CRV (chưa khuyến nghị) lên 67,8% từ mức 60,3%. CRV là pháp nhân triển khai dự án New City II với diện tích 49,6 ha, dự án

BDS lớn nhất hiện đang được phát triển trong danh mục dự án của TCH – chúng tôi cho rằng giao dịch này là bước đi chiến lược nhằm gia tăng lợi ích kinh tế của TCH tại dự án.

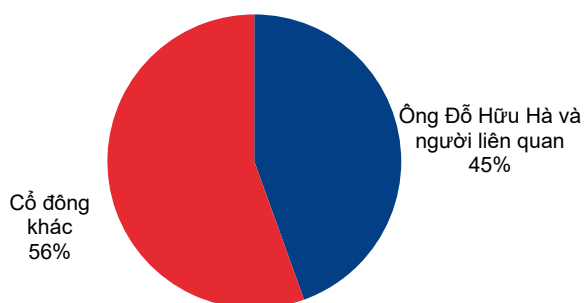
Sơ đồ 2: Các dấu mốc quan trọng, TCH



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 3: Cổ đông lớn, TCH

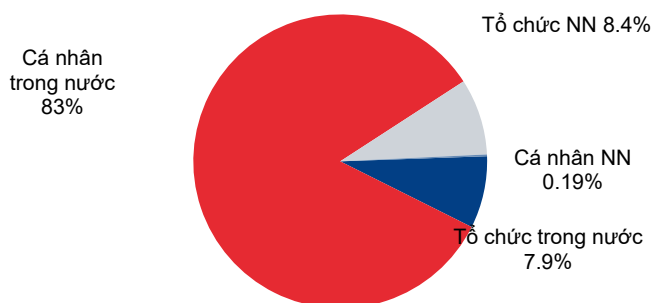
Chủ tịch nắm giữ 44,5% cổ phần của TCH



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 4: Cơ cấu cổ đông, TCH

Room sở hữu nước ngoài hiện là 49%



Nguồn: TCH, HSC

Cơ cấu cổ đông

Hiện tại, ông Đỗ Hữu Hà, nhà sáng lập kiêm Chủ tịch HĐQT, cùng các bên liên quan đang nắm giữ 44,5% cổ phần tại Công ty. 55,5% cổ phần còn lại của TCH do các nhà đầu tư khác nắm giữ, tương ứng với tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng hiện tại của Công ty. Các cổ đông nước ngoài hiện nắm giữ 8,6% cổ phần của Công ty, trong đó hai cổ đông lớn nhất là CIMB Group Holdings Bhd (1,65%) và Trustwell Securities Đầu tư Trust Co Ltd (1,37%).

Tổng quan mô hình kinh doanh

HĐKD của TCH tập trung vào hai mảng chính gồm: (1) phát triển BĐS nhà ở và (2) phân phối xe tải và phụ tùng liên quan. Trong khi BĐS hiện là mảng đóng góp chính vào lợi nhuận HĐKD cốt lõi và giá trị của Tập đoàn, mảng phân phối xe tải đã đóng vai trò quan trọng trong việc xây dựng nền tảng tài chính cho TCH và tiếp tục đóng góp dòng tiền ổn định.

Chúng tôi lưu ý rằng trong 6 năm qua, mảng BĐS đã đóng vai trò trụ cột trong HĐKD của TCH, đóng góp bình quân 62,8% doanh thu và 83,3% lợi nhuận gộp. Vai trò chủ đạo này được thúc đẩy bởi tỷ suất lợi nhuận bình quân 40%, nhờ quỹ đất được tích lũy với chi phí rất cạnh tranh. Trong khi đó, mảng phân phối xe tải và phụ tùng liên

quan có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn, bình quân khoảng 10% trong cùng giai đoạn. Để biết thêm chi tiết, vui lòng tham khảo phần Phân tích tài chính.

BDS nhà ở

Bối cảnh

TCH bắt đầu tham gia vào lĩnh vực BDS vào năm 2011 với dự án Golden Land Building tại Hà Nội, sau đó là dự án nhà ở xã hội An Đồng (Prukso Town) tại Hải Phòng thông qua liên doanh với Prukso International (Thái Lan). Sự hợp tác này giúp TCH tích lũy kinh nghiệm thực tiễn trong việc phát triển các dự án nhà ở theo tiêu chuẩn quốc tế, đặc biệt là các dự án nhà ở quy mô lớn.

Năm 2016, Hải Phòng ban hành các chính sách khuyến khích cải tạo các khu chung cư cũ thông qua hình thức hợp đồng xây dựng – chuyển giao (BT), theo đó các nhà phát triển được giao quỹ đất để đổi lấy việc thực hiện các dự án cải tạo. Tận dụng nguồn tiền mặt mạnh từ hoạt động kinh doanh xe tải cùng kinh nghiệm tích lũy từ dự án Prukso Town, TCH đã trở thành một trong những đối tác khu vực tư nhân quan trọng trong các chương trình cải tạo đô thị của Hải Phòng trong giai đoạn 2015-2020. Thông qua việc tham gia các dự án BT này, TCH đã tích lũy được quỹ đất đáng kể với chi phí thuận lợi, tạo nền tảng cho các dự án BDS nhà ở có tỷ suất lợi nhuận cao trong tương lai.

Trong giai đoạn 2016-2022, TCH đã phát triển và bàn giao một số dự án thành công (Biểu đồ 5-6):

- Prukso Town (1.998 căn nhà ở xã hội, 242 nhà phố).
- Hoàng Huy Riverside (260 nhà phố, 34 căn biệt thự, 31 căn shophouse).
- Hoàng Huy Grand Tower (821 căn hộ cao tầng, 16 căn shophouse, 9 căn thương mại).
- Hoàng Huy Commerce H1 (2.496 căn hộ cao tầng).
- Hoàng Huy New City Giai đoạn 1 (216 nhà phố, 149 căn nhà ở xã hội).

Các dự án này có vị trí đắc địa, mức giá cạnh tranh và tiến độ triển khai đúng kế hoạch – qua đó đạt tỷ lệ hấp thụ cao và duy trì dòng tiền dồi dào.

Chúng tôi lưu ý rằng trong chu kỳ bàn giao gần đây của TCH, nổi bật là các dự án Hoàng Huy Commerce H1 (cao tầng) và Hoàng Huy New City Giai đoạn 1 (thấp tầng), Công ty đã ghi nhận 7 nghìn tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn tài chính 2022-2025 (so với tổng vốn đầu tư 4,9 nghìn tỷ đồng, với lượng hàng tồn kho còn lại không đáng kể). Các dự án này giúp TCH đạt tỷ suất lợi nhuận gộp ấn tượng lần lượt ở mức 46,2% và 42,7%.

Thông tin chi tiết về từng dự án được trình bày tại Bảng 7.

Hình 5: Hoàng Huy New City giai đoạn 1



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 6: Hoàng Huy Commerce H1



Nguồn: TCH, HSC

Bảng 7: Danh mục dự án, tiến độ và loại hình dự án, TCH

Tích cực, với 4 dự án lớn đang trong giai đoạn phát triển (dự án số 13–16); tổng diện tích đang phát triển gấp đôi tổng diện tích lũy kể trong giai đoạn 2017 - 2024

STT	Dự án	Nguồn đất	Tổng diện tích (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Sản phẩm	Giai đoạn phát triển	Tiến độ hiện tại
1	Cải tạo căn hộ HH3-HH4 Đông Quốc Bình		0.9	1,700	1,456 căn hộ chung cư	2017-21	Đã hoàn thành và bàn giao
2	Cải tạo căn hộ HH1-HH2 Đông Quốc Bình		0.6	1,300	1,030 căn hộ chung cư	2019-22	Đã hoàn thành và bàn giao
3	Cải tạo căn hộ U1-U2 Lê Lợi		0.39	112	163 căn hộ chung cư	2017-18	Đã hoàn thành và bàn giao
4	Hoàng Huy Riverside	Đấu giá	5.9	1,064	260 nhà phố, 34 biệt thự, 31 nhà phố thương mại	2019-20	Đã hoàn thiện, đã bàn giao
5	Hoàng Huy Mall	Hợp đồng BT	3	605	202 nhà phố và nhà phố thương mại	2020-21	Đã hoàn thiện, đã bàn giao
6	Prukisa Town	Đấu giá	20.6	1,398	1.998 căn nhà ở xã hội, 242 nhà phố	2016-20	Đã hoàn thiện, đã bàn giao
7	Nhà ở xã hội An Đông	Đấu giá	3	650	50 nhà phố, 900 căn nhà ở xã hội	2020-22	Đã hoàn thiện, đã bàn giao
8	Hoàng Huy Grand Tower (So Dau)	Đấu giá	1	1,486	821 căn hộ chung cư, 16 nhà phố thương mại, 9 căn thương mại	2020-22	Đã hoàn thiện, đã bàn giao
9	Golden Land Building		1.4	2,000	713 căn hộ	2012-15	Đã hoàn thiện, đã bàn giao
10	Gold Tower		0.7	1,000	210 căn hộ	2017-20	Đã hoàn thiện, đã bàn giao
11	Hoàng Huy New City (Phase I) - Queen Park	BT + tự mua lại	8	1,200	216 nhà phố, 149 căn nhà ở xã hội	2022-24	Đã hoàn thiện, đã bàn giao một phần
12	Hoàng Huy Commerce (H1)	Hợp đồng BT	1.7	3,700	2.496 căn hộ chung cư	2021-24	Đã hoàn thiện, đã bàn giao một phần
13	Hoàng Huy Green River	Hợp đồng BT	32.5	4,050	780 nhà phố, 30 biệt thự, 447 đơn vị nhà ở xã hội	2024-27	Đang xây dựng
14	Hoàng Huy New City II	Đấu thầu	49.6	15,067	1.146 nhà phố, 39 biệt thự, 510 căn nhà ở xã hội, 2.494 căn hộ chung cư	2024-31	Đang xây dựng
15	Hoàng Huy Commerce (H2) Rose Residence	BT	1.0	2,200	976 căn hộ chung cư	2024-27	Đang xây dựng
16	Tô Hiệu Complex	Đấu giá	1.6	3,100	1.100 căn hộ chung cư, 11 nhà phố	Dự kiến khởi công năm 2027	Đang giải phóng mặt bằng / bồi thường đất
Tổng			130	37,600			

Nguồn: TCH, HSC

Chiến lược và danh mục dự án hiện tại

Dựa trên trao đổi với BLĐ và khảo sát thực tế, chiến lược BDS của TCH được xác định rõ ràng với trọng tâm hướng đến nhóm khách hàng có nhu cầu ở thực thay vì các nhà đầu cơ dài hạn. Chiến lược này được triển khai thông qua hai trụ cột chính: (1) chuyển đổi thị trường dựa trên vị trí và (2) tốc độ triển khai dự án. Chi tiết như sau:

- Vị trí đắc địa và tập trung vào nhu cầu ở thực:** TCH tập trung phát triển các dự án tại những khu vực đã hình thành và có tiềm năng cao, cụ thể là khu vực trung tâm thành phố và trung tâm hành chính mới, nơi thời gian di chuyển đến các khu vực việc làm chính vẫn nằm trong ngưỡng chấp nhận được tại Việt Nam (thường dưới 45 phút). Ví dụ, các dự án Hoàng Huy New City và Green River (hiện đang được phát triển) nằm ngay phía sau Trung tâm Hành chính mới của Hải Phòng, chỉ cách KCN VSIP Hải Phòng khoảng 5-10 phút di chuyển và cách trung tâm thành phố hiện hữu một cây cầu.
- Nhờ đó, các sản phẩm của TCH nhanh chóng thu hút nhu cầu ở thực ngay sau khi mở bán, nhờ tính tiện ích trong sinh hoạt và khả năng kết nối thuận tiện.** Điều này trái ngược với nhiều dự án cạnh tranh nằm xa khu trung tâm, vốn chủ yếu được tiếp thị cho các nhà đầu tư sớm với kỳ vọng tăng giá trong chu kỳ đầu cơ dài 10-15 năm trong khi chờ đợi hạ tầng trong tương lai được hoàn thiện.
- Chuyển đổi thị trường:** Thị trường nhà ở tại Hải Phòng hiện vẫn chủ yếu là các khu nhà phố thấp tầng đã tồn tại hàng chục năm (thường dưới 5 tầng). TCH đang thu hút nhóm khách hàng này bằng cách cung cấp lựa chọn chuyển đổi sang các khu đô thị được quy hoạch bài bản, môi trường sống sạch sẽ và hạ tầng đồng bộ.

- **Tiên phong phát triển nhà ở cao tầng:** TCH là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong xu hướng phát triển nhà ở cao tầng tại Hải Phòng. Dự án Grand Tower (821 căn hộ) là một ví dụ tiêu biểu, khi đây là một trong những dự án nhà ở cao tầng quy mô lớn đầu tiên trong lịch sử phát triển của thành phố.
- **Tốc độ triển khai tối ưu:** TCH duy trì lợi thế cạnh tranh nhờ chu kỳ phát triển dự án ổn định trong khoảng 2-3 năm từ khi khởi công đến khi bàn giao. Tốc độ triển khai nhanh này được hỗ trợ bởi thành tích triển khai dự án đã được chứng minh trong quá khứ, giúp rút ngắn chu kỳ thu tiền của TCH và củng cố uy tín của Công ty trên thị trường địa phương.

Đối với dự án Hoàng Huy New City, Công ty được giao đất theo hai giai đoạn (2021-2022), bắt đầu khởi công xây dựng vào năm 2022 và hoàn tất bàn giao vào năm 2024. Trong khi đó, đối với dự án Hoàng Huy Commerce (H1), Công ty bắt đầu triển khai phát triển vào năm 2021 (sau khi nhận đất vào năm 2020) và hoàn thành dự án vào năm 2023. HSC đã khảo sát các dự án này vào tháng 12/2025; tất cả các dự án đều ghi nhận tỷ lệ lấp đầy cư dân ở mức cao.

Thời gian triển khai tối ưu giúp tạo ra dòng tiền mạnh, qua đó giảm sự phụ thuộc vào các khoản vay ngân hàng. Hoàng Huy Green River (32.5 ha).

Tính đến năm 2026, TCH đang triển khai bốn dự án BĐS nhà ở trọng điểm:

- Hoàng Huy Green River (32,5 ha).
- Hoàng Huy New City II (49,6 ha).
- Hoàng Huy Commerce H2 - Rose Residence (1,0 ha).
- Tô Hiệu (1,6 ha).

Bảng 8: Tiến độ các dự án hiện tại của TCH

Các dự án có vị trí chiến lược tại Hải Phòng, nằm gần trung tâm hành chính mới hoặc ngay trong khu vực trung tâm thành phố

Dự án	Tổng diện tích (ha)	Vị trí	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Sản phẩm	Giai đoạn phát triển	Tiến độ
Hoàng Huy Green River	32.5	Thủy Nguyên, Hải Phòng	4,050	780 nhà phố, 30 biệt thự, 447 nhà ở xã hội	2024-27	Đang xây dựng
Hoàng Huy New City II (Phase 2)	49.6	Thủy Nguyên, Hải Phòng	15,067	1.146 nhà phố, 39 biệt thự, 510 nhà ở xã hội, 2.494 căn hộ chung cư	2024-31	Đang xây dựng
Hoàng Huy Commerce (H2) - Rose Residence	1	Lê Chân, Hải Phòng	2,200	976 căn hộ chung cư	2024-27	Đang xây dựng
Tô Hiệu Complex	1.6	Lê Chân, Hải Phòng	3,100	1.100 căn hộ chung cư, 11 nhà phố	Dự kiến khởi công năm 2027	Giải phóng mặt bằng / bồi thường đất
Tổng	84.7		24,417			

Nguồn: TCH, HSC

Tại thời điểm cuối tháng 11/2025, các dự án Hoàng Huy Green River, Hoàng Huy New City II và Hoàng Huy Commerce HH2 - Rose Residence đã được cấp giấy phép bán hàng, chính thức mở bán và hiện đang trong quá trình xây dựng.

HSC kỳ vọng các dự án Green River và New City II sẽ bắt đầu bàn giao từ Q1/2026, trong khi dự án Rose Residence được giả định bắt đầu đóng góp vào hoạt động bàn giao từ năm 2027 trở đi. Song song đó, TCH đang triển khai công tác đền bù giải phóng mặt bằng cho dự án Tô Hiệu, hiện đã hoàn thành khoảng 90%, qua đó tạo tiền đề cho việc phát triển dự án từ năm 2027 trở đi.

Biểu đồ 9: Hình ảnh đồ họa, Hoàng Huy Green River

780 nhà phố, 30 biệt thự, 447 căn hộ nhà ở xã hội



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 10: Tiến độ Q4/2025, Hoàng Huy Green River

Chuyển sang giai đoạn thi công kết cấu chính, sắp hoàn thành phần cốt nóc



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 11: Hình ảnh đồ họa, Hoàng Huy New City II

1.146 nhà phố, 39 biệt thự, 510 căn hộ xã hội, 2.494 căn chung cư



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 12: Tiến độ Q4/2025, Hoàng Huy New City II

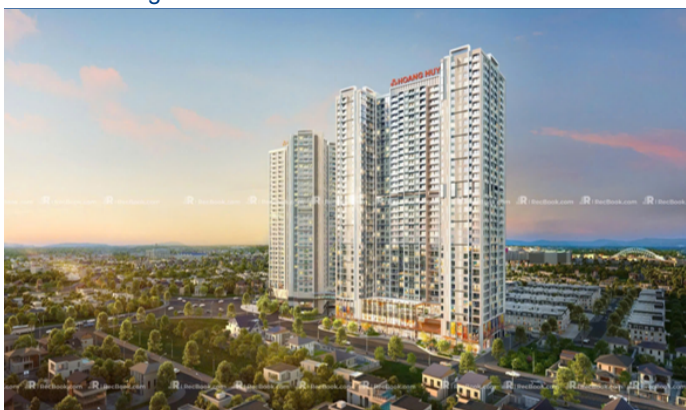
Phần khu thấp tầng đã chuyển sang gđ thi công kết cấu chính; các tòa cao tầng hiện đang ở giai đoạn thi công phần móng



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 13: Hình ảnh đồ họa, Hoàng Huy Commerce H2

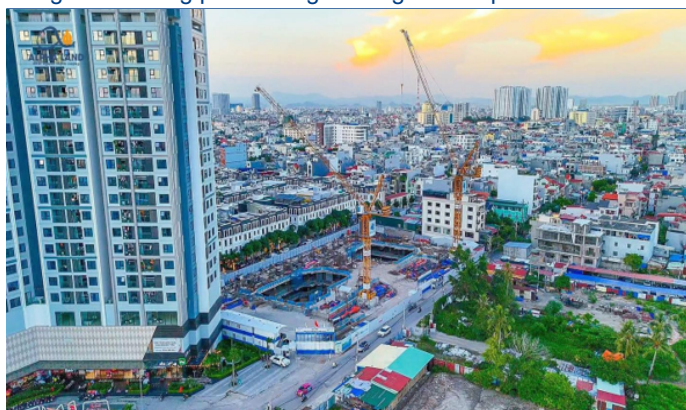
976 căn chung cư



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 14: Tiến độ đến 4Q25, Hoàng Huy Commerce H2

Công tác thi công phần móng và tầng hầm sắp hoàn tất



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 15: Hình ảnh đồ họa, Tô Hiệu
1,100 căn chung cư, 11 nhà phố



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 16: Tiến độ đến 4Q25, Tô Hiệu
Đang quá trình bồi thường đất (80-90%).



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 17: Thời gian phát triển các dự án lớn của TCH dự án

Dự án	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Hoàng Huy Commerce H2	✓	✓	✓	✓			
Hoàng Huy Green River	✓	✓	✓	✓			
Hoàng Huy New City II - Đỗ Mười		✓	✓	✓	✓	✓	✓
Tô Hiệu				✓	✓	✓	✓

Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 18: Dự án tính đến 31/1, TCH

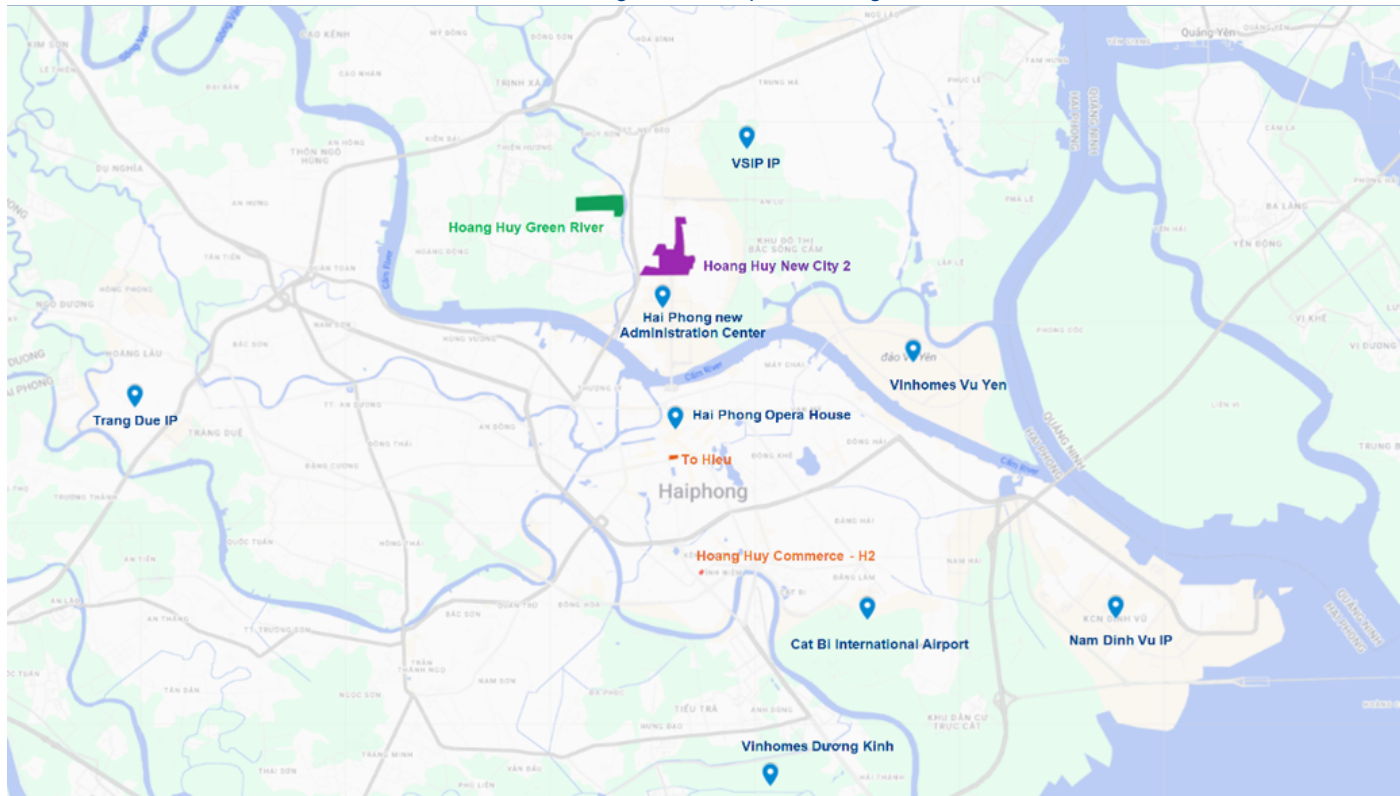
Nhiều hợp đồng mua bán đã được ký kết trên các dự án, với nguồn dự án dồi dào hỗ trợ tăng trưởng trong tương lai

Dự án	Tiến độ	Tổng sp	Bàn giao (tính đến T1/26)	SPA* đã ký	Số lượng còn lại để bán
Hoàng Huy Commerce (H1)	Đã hoàn thiện, đã bàn giao một phần	2.496 nhà cao tầng	2,278	84	134
Hoàng Huy Commerce (H2) - Rose Residence	Đang xây dựng, đã mở bán	976 nhà cao tầng	-	601	375
Hoàng Huy Green River	Đang xây dựng, đã mở bán	780 nhà thấp tầng, 30 biệt thự, 447 nhà ở xã hội	-	334 nhà thấp tầng, 6 biệt thự	446 nhà thấp tầng, 24 biệt thự, 447 nhà ở xã hội
Hoàng Huy New City II - Đỗ Mười	Đang xây dựng, đã mở bán	1.146 nhà thấp tầng, 39 biệt thự, 510 nhà ở xã hội, 2.494 nhà cao tầng	-	567 nhà thấp tầng	579 nhà thấp tầng, 39 biệt thự, 510 nhà ở xã hội, 2.494 nhà cao tầng
Tô Hiệu	Đang giải phóng mặt bằng / bồi thường đất	1.100 nhà cao tầng, 11 nhà thấp tầng	-	-	-

Ghi chú: *Hợp đồng mua bán.
Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 19: Các dự án đang phát triển của TCH

TCH ưu tiên các dự án tại các vị trí đắc địa, cụ thể là trung tâm thành phố và trung tâm hành chính mới.



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 20: Vị trí các dự án (dự án đã hoàn thiện màu đỏ), TCH



Nguồn: TCH, HSC

Phân phối xe tải và phụ tùng liên quan

TCH chính thức tham gia vào lĩnh vực phân phối xe tải từ năm 2015, ban đầu tập trung vào việc kinh doanh xe tải hạng nặng đã qua sử dụng mang thương hiệu International (Mỹ). Các dòng xe này được nhiều doanh nghiệp logistics trong nước ưa chuộng nhờ hiệu quả chi phí cao, độ bền tốt và khả năng vận hành ổn định. Tuy nhiên, sau khi các quy định nhập khẩu đối với xe đã qua sử dụng trở nên chặt chẽ hơn, TCH buộc phải điều chỉnh chiến lược kinh doanh và mở rộng danh mục sản phẩm.

Để thích ứng, Công ty đã mở rộng sang phân phối xe tải từ các nhà sản xuất lớn khác, đáng chú ý là Dongfeng và Sinotruk, qua đó duy trì hiện diện trên thị trường và thích ứng với những thay đổi trong môi trường pháp lý.

Để hỗ trợ hoạt động trên phạm vi toàn quốc, TCH đã thành lập CTCP Dịch vụ Hoàng Huy (HHS) cùng công ty con là CTCP Phát triển Dịch vụ Hoàng Giang làm các pháp nhân chủ chốt phụ trách phân phối xe đầu kéo của Tập đoàn.

Với mạng lưới hoạt động trên phạm vi toàn quốc, TCH đã thành lập HHS và công ty con là CTCP Phát triển Dịch vụ Hoàng Giang làm các pháp nhân chủ chốt đảm nhiệm hoạt động phân phối xe đầu kéo của Tập đoàn.

- HHS là đại lý độc quyền phân phối xe tải Dongfeng tại Việt Nam, cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng nhằm đáp ứng nhiều nhu cầu khác nhau. Các sản phẩm bao gồm xe đầu kéo, xe tải thùng, xe ben và các dòng xe chuyên dụng.
- CTCP Phát triển Dịch vụ Hoàng Giang phân phối các dòng xe tải hạng nặng của Sinotruk, bao gồm các thương hiệu Howo và Sinotruk. Đến năm 2025, khi trọng tâm hoạt động của Công ty đã chuyển sang lĩnh vực BĐS, mảng phân phối xe tải đã tái cơ cấu hoạt động để hoàn toàn tập trung vào thương hiệu Dongfeng.

Nhờ cung cấp đúng sản phẩm vào đúng thời điểm và đúng thị trường, mảng phân phối xe tải của TCH đã tăng trưởng đáng kể trong những năm đầu hoạt động. Quan trọng hơn, mảng kinh doanh này đã tạo ra lượng tiền mặt lớn, qua đó đặt nền tảng tài chính cho việc mở rộng sang lĩnh vực phát triển BĐS nhà ở của Tập đoàn.

Biểu đồ 21: Phân phối xe tải và các linh kiện liên quan, TCH



Nguồn: TCH

Vị thế thuận lợi tại thành phố lớn có mức tăng trưởng nhanh thứ ba tại Việt Nam

Sau quá trình sáp nhập địa giới hành chính mang tính chiến lược, Hải Phòng đã củng cố vị thế là trung tâm kinh tế lớn thứ ba của Việt Nam. Được hỗ trợ bởi các động lực tăng trưởng mạnh mẽ, bao gồm dòng vốn FDI lớn, sự mở rộng của các khu kinh tế đặc biệt và khu thương mại tự do, cùng với sự phát triển mạnh của hạ tầng, thành phố được kỳ vọng đang bước vào một chu kỳ phát triển BĐS mới. Trong bối cảnh này, TCH có vị thế thuận lợi để trở thành một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính, nhờ (1) danh mục dự án đa dạng phù hợp với nhu cầu thị trường; (2) quỹ đất chiến lược tại các vị trí đắc địa; và (3) năng lực triển khai dự án đã được chứng minh.

Thị trường BĐS Hải Phòng: các điểm nổi bật

Hải Phòng là thành phố cảng ven biển có vị trí chiến lược tại miền Bắc và là cửa ngõ hàng hải quan trọng của khu vực. Nằm cách Hà Nội khoảng hai giờ di chuyển, Hải Phòng cùng với Hà Nội và Quảng Ninh tạo thành tam giác kinh tế trọng điểm của miền Bắc. Sau đợt mở rộng địa giới hành chính gần đây, dân số của thành phố hiện đạt khoảng 4,1 triệu người. Với vai trò là một trung tâm kinh tế tăng trưởng nhanh, Hải Phòng được thúc đẩy bởi hệ sinh thái FDI mạnh mẽ, với các động lực chính bao gồm tổ hợp sản xuất quy mô lớn của LG, VinFast và các khu công nghiệp trọng điểm như DEEP C và Tràng Duệ.

Vị thế kinh tế - xã hội sau sáp nhập

Ngày 12/4/2025, theo Nghị quyết số 60-NQ/TW của Hội nghị lần thứ 11 Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XIII, Chính phủ đã chính thức phê duyệt kế hoạch sáp nhập một số đơn vị hành chính cấp tỉnh. Theo đó, việc sáp nhập Hải Phòng và Hải Dương được triển khai với trung tâm hành chính mới đặt tại Thủy Nguyên (Hải Phòng).

Việc hợp nhất này giúp nâng cao vị thế của Hải Phòng trên nhiều chỉ tiêu xã hội quan trọng:

- Dân số và mật độ dân số (lần lượt xếp thứ 4 và thứ 3 trên toàn quốc): Dân số đạt 4,1 triệu người sau sáp nhập, chỉ đứng sau TP.HCM, Hà Nội và An Giang (theo Nghị quyết số 202/2025/QH15). Mật độ dân số cao này phản ánh quá trình đô thị hóa nhanh và tạo động lực lớn cho nhu cầu trên thị trường BĐS.
- Lực lượng lao động (xếp thứ 5 toàn quốc): Đơn vị hành chính hợp nhất sở hữu lực lượng lao động (từ 15 tuổi trở lên) gần 2 triệu người, đóng vai trò là động lực sản xuất quan trọng cho các ngành công nghiệp, logistics và hàng hải.

Biểu đồ 22: Bức tranh kinh tế - xã hội và công nghiệp của Hải Phòng (sau sáp nhập)

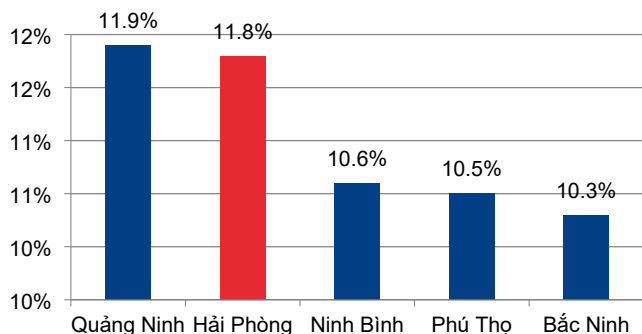
Chỉ tiêu	Đơn vị	Năm gần nhất	Giá trị	Xếp hạng quốc gia
Tổng sản phẩm quốc nội (GRDP)	Tỷ đồng	2025e	~734,420	3
Doanh thu ngân sách nhà nước	Tỷ đồng	2025	196.151	3
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đã đăng ký	Triệu USD	2025	2,880	3
FDI lũy kế	Triệu USD	End-2025	51,100	3
Tổng vốn đầu tư xã hội	Tỷ đồng	2025e	~321,000	5
Dân số	Nghìn người	2025e	4,149	4
Lực lượng lao động (từ 15 tuổi trở lên)	Nghìn người	2023	1,991	5
Diện tích đất	km ²	2023	3,111	33
Mật độ dân số	Người / km ²	2023	1,306	3
Số lượng cụm công nghiệp (CCN)	Cụm	2021-kế hoạch đến 2030	76	10
Tổng diện tích các cụm công nghiệp (CCN)	ha	2021-kế hoạch đến 2030	3,858	8
Số lượng khu công nghiệp (IP)	KCN	2021-kế hoạch đến 2030	46	4
Tổng diện tích các khu công nghiệp (IP)	ha	2021-kế hoạch đến 2030	11,763	5

Nguồn: HPREA, GSO, HSC

Nhờ các yếu tố trên, Hải Phòng (sau sáp nhập) tiếp tục củng cố vị thế là một trong những động lực tăng trưởng chính của Việt Nam. Năm 2025, thành phố ghi nhận tốc độ tăng trưởng GRDP nổi bật đạt 11,8%, đóng góp 8,6% vào nền kinh tế quốc gia – chỉ đứng sau hai trung tâm kinh tế lớn là TP.HCM và Hà Nội.

Biểu đồ 23: Top 5 tỉnh thành dẫn đầu về tăng trưởng GRDP của Việt Nam (2025)

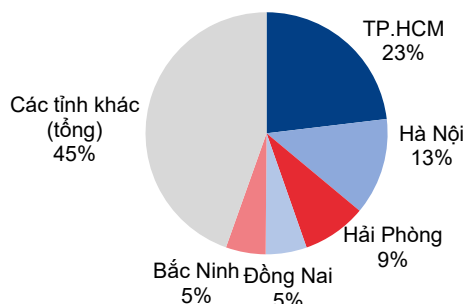
Hải Phòng xếp thứ 2 cả nước về tăng trưởng



Nguồn: GSO, HSC

Biểu đồ 24: Đóng góp vào GDP của Việt Nam 2025

Đóng góp 8,6% vào GDP trong năm 2025



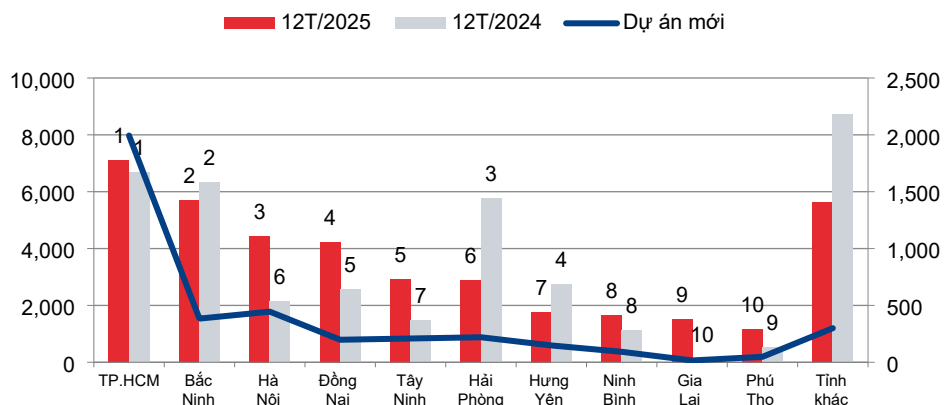
Nguồn: GSO, HSC

Sức hút bền vững đối với FDI: Hải Phòng tiếp tục củng cố vị thế là một trong những điểm đến hàng đầu của FDI và là trụ cột trong tăng trưởng công nghiệp của Việt Nam. Mặc dù thành phố ghi nhận 2,8 tỷ USD vốn đăng ký từ 220 dự án mới trong năm 2025 (xếp thứ 5 toàn quốc) nhưng kết quả này cần được xem xét trong bối cảnh mức nền rất cao 5,7 tỷ USD đạt được trong năm 2024 (Biểu đồ 25).

Chúng tôi cho rằng sự chững lại trong năm 2025 không phản ánh sự suy giảm động lực tăng trưởng, mà là sự điều chỉnh tự nhiên sau một năm ghi nhận kết quả kỷ lục. Triển vọng đầu tư dài hạn của thành phố vẫn vững chắc, thể hiện qua tổng vốn FDI lũy kế đạt 51,1 tỷ USD – đứng thứ 3 toàn quốc. Thành tích ổn định này khẳng định vai trò chiến lược của Hải Phòng như một điểm đến quan trọng của dòng vốn nước ngoài vào các lĩnh vực sản xuất và logistics của Việt Nam.

Bên cạnh đó, với **việc hình thành Khu Kinh tế Ven biển phía Nam (SCEZ)** và Khu Thương mại Tự do (FTZ) tích hợp đầu tiên của Việt Nam với quy mô khoảng 20.000 ha, thành phố được kỳ vọng sẽ bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới. Khu thương mại tự do này được kỳ vọng sẽ đóng vai trò như một “siêu trung tâm kết nối”, tận dụng hệ thống cảng nước sâu Lạch Huyện và sân bay quốc tế Tiên Lãng đang được phát triển để cung cấp các ưu đãi thuế vượt trội cùng quy trình hải quan được đơn giản hóa, qua đó tiếp tục củng cố vị thế của Hải Phòng như một mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu đến năm 2030.

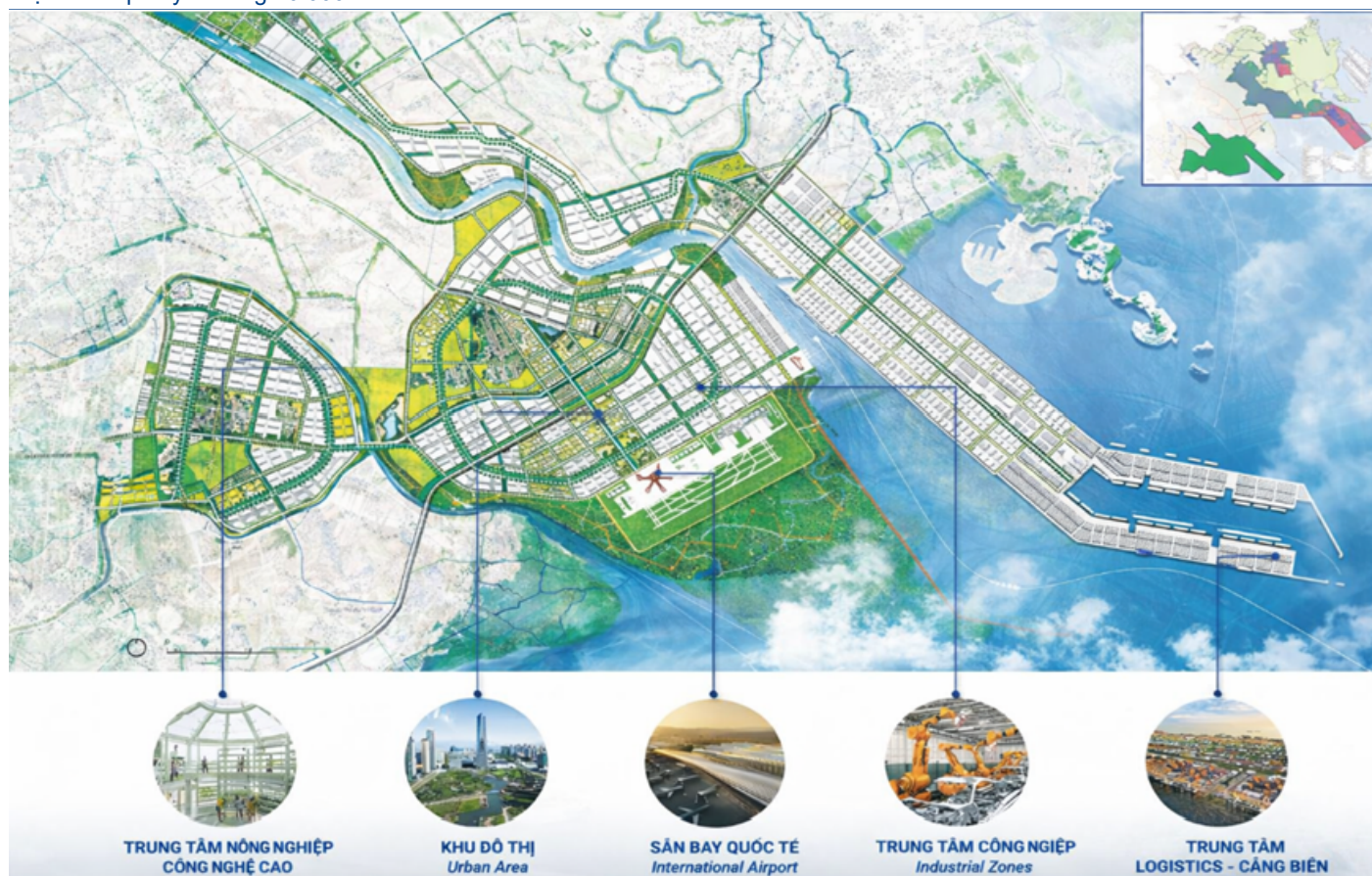
Biểu đồ 25: FDI đăng ký theo tỉnh/thành phố (giá trị và thứ hạng)
(Triệu USD)



Ghi chú dữ liệu thể hiện thứ hạng theo năm trên toàn quốc
Nguồn: Cục Đầu tư Nước ngoài (FIA), Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), HSC, HSC

Biểu đồ 26: Khu kinh tế ven biển phía Nam (SCEZ)

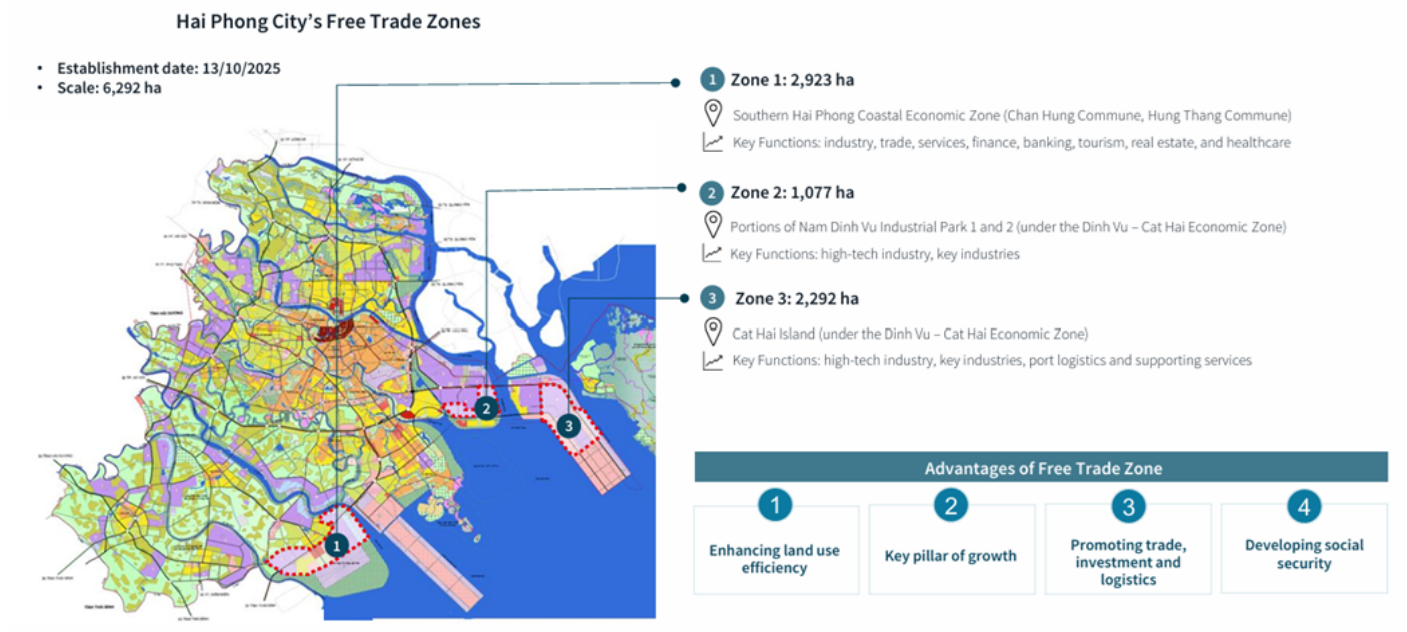
Diện tích lấp đầy khoảng 20.000 ha.



Nguồn: Party Committee of the People's Committee of Hải Phòng City, HSC

Biểu đồ 27: Hải Phòng FTZ, Tổng 6,292 ha

Khu thương mại tự do tích hợp đầu tiên đúng nghĩa của Việt Nam, nằm trong Khu kinh tế ven biển phía Nam



Nguồn: JLL, HSC

Biểu đồ 28: Nhà đầu tư FDI chính ở Hải Phòng

Electronics	Plastics and Rubber
LG Display USI PEGATRON hitron	LG Chem 동아회성(주) DONG-A HWA SUNG Co., Ltd. BRIDGESTONE
Metal Processing	Electrical Equipment
ShinEtsu Union materials SHINYANG METAL	VRB ENERGY Vanadium Redox Battery Solutions HW ENERGY

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), JLL, HSC

Hạ tầng giao thương kết nối tốt với định hướng mở rộng rõ ràng: Kể từ năm 2016, Hải Phòng đã đầu tư gần 50 nghìn tỷ đồng để phát triển hệ thống hạ tầng giao thông kết nối đồng bộ. Thông qua việc nâng cấp đồng bộ cả 5 phương thức vận tải – đường biển, hàng không, đường bộ, đường sắt và đường thủy nội địa – thành phố đã củng cố vị thế là trung tâm công nghiệp và logistics hàng đầu tại miền Bắc. Với lộ trình phát triển rõ ràng đến năm 2030, Hải Phòng mang lại tiềm năng mở rộng quy mô vượt trội cùng mức độ minh bạch cao cho các quyết định đầu tư dài hạn. Cụ thể:

Hàng hải – cửa ngõ cảng nước sâu quốc tế: Ngành hàng hải đóng vai trò là động lực kinh tế cốt lõi của thành phố, với hạt nhân là Cảng cửa ngõ quốc tế Lạch Huyện. Cảng nước sâu này, được hỗ trợ bởi hệ thống kho bãi hiện đại và tập trung dọc sông Cấm, đã đạt cột mốc quan trọng trong năm 2025 khi đưa vào vận hành các bến số 5 và 6 (Cảng Hateco). Các bến này hiện có khả năng tiếp nhận các tàu container lớn

nhất thế giới (lên đến 150.000 DWT), cho phép thiết lập các tuyến vận tải biển trực tiếp tới châu Âu và châu Mỹ. Động lực tăng trưởng tiếp tục được duy trì khi các bến từ số 7 đến số 12 dự kiến khởi công từ giữa năm 2026, trong khi siêu dự án Nam Đồ Sơn được kỳ vọng sẽ trở thành trung tâm trung chuyển quốc tế trong tương lai.

- Hàng không – phát triển vận tải hàng hóa hàng không công nghệ cao và khả năng mở rộng quy mô:** Sau khi được nâng cấp lên tiêu chuẩn ICAO 4E, Sân bay Quốc tế Cát Bi hiện có nhà ga vận tải hàng hóa hàng không chuyên dụng với công suất 100.000 tấn/năm (dự kiến vận hành năm 2026), phục vụ xuất khẩu các sản phẩm công nghệ cao. Triển vọng tăng trưởng tiếp tục tích cực với công suất hành khách dự kiến đạt 13 triệu lượt vào năm 2030, đồng thời kế hoạch phát triển sân bay quốc tế thứ hai tại Tiên Lãng đang được nghiên cứu triển khai.
- Đường bộ và đường sắt – hành lang kết nối Trung Quốc với cảng biển:** Hiện nay, hệ thống giao thông của thành phố được định hình bởi các tuyến cao tốc Hà Nội – Hải Phòng và Hải Phòng – Quảng Ninh, đóng vai trò là trục kết nối đất liền – cảng biển chủ chốt cho các khu công nghiệp tại miền Bắc. Mạng lưới này đang tiếp tục được nâng cấp thành hành lang logistics công suất cao thông qua tuyến đường sắt cao tốc Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng trị giá 7,7 tỷ USD và tuyến cao tốc CT.08, qua đó hình thành cầu nối logistics thông suốt và hiệu quả cao từ biên giới Trung Quốc đến hệ thống cảng nước sâu.

Biểu đồ 29: Hải Phòng: Mở rộng cổng logistics toàn cầu



Ghi chú: *Ảnh được tạo bởi AI.
Nguồn: HSC

Thị trường BĐS nhà ở Hải Phòng: Phân tích chi tiết

Thị trường BĐS nhà ở tại Hải Phòng đang chuyển sang giai đoạn tăng trưởng bền vững, được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI mạnh, sự mở rộng của hạ tầng và nhu cầu nhà ở thực. Mặc dù việc siết chặt tín dụng trong ngắn hạn có thể gây áp lực lên tỷ lệ hấp thụ, triển vọng dài hạn vẫn tích cực đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS sở hữu quỹ đất “sạch” và năng lực triển khai dự án đã được chứng minh. TCH có vị thế thuận lợi để hưởng lợi, nhờ danh mục dự án đa dạng với hơn 6.500 căn, tập trung tại các khu vực trung tâm hành chính mới và các hành lang công nghiệp của thành phố.

Tổng quan thị trường: Phục hồi về mức đỉnh, giá bán vẫn cạnh tranh

Trong các năm 2024-2025, thị trường BĐS nhà ở tại Hải Phòng đã củng cố vị thế là một trong những thị trường có khả năng phục hồi tốt nhất tại Việt Nam, vượt xu hướng phục hồi chung của cả nước cả về tốc độ và độ sâu giao dịch. Dữ liệu từ HPREA và JLL cho thấy năm 2024 là bước ngoặt khi giá BĐS tại các khu vực trung tâm đã quay trở lại hoặc vượt mức đỉnh năm 2022, nhờ tỷ lệ hấp thụ cao và nguồn cung mạnh từ các chủ đầu tư lớn (chúng tôi sẽ trình bày chi tiết hơn dưới đây).

Sức hấp dẫn của thị trường đến từ tỷ lệ giá bán/giá trị vượt trội; giá bán bình quân căn hộ cao tầng tại Hải Phòng ở mức 45-60 triệu đồng/m², vẫn dễ tiếp cận hơn đáng kể so với mức 78 triệu đồng/m² tại Hà Nội và 92 triệu đồng/m² tại TP.HCM (theo dữ liệu mới nhất từ HPREA và CBRE).

Các yếu tố nền tảng chính

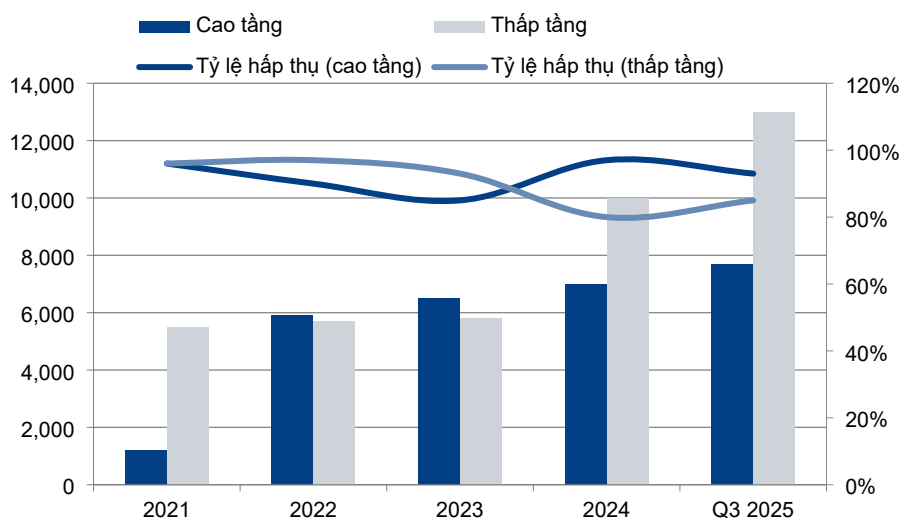
Động lực nguồn cung: Mở rộng chiến lược và tái định hướng sản phẩm

Nguồn cung trên thị trường bắt đầu mở rộng mạnh từ năm 2024. Theo HPREA, nguồn cung trên thị trường sơ cấp trong năm 2024 cao gấp khoảng 10 lần so với năm 2023. Đáng chú ý, thị trường vẫn duy trì tỷ lệ hấp thụ bình quân khoảng 70%, cho thấy nhu cầu thực đủ mạnh để hấp thụ lượng nguồn cung tăng nhanh.

Một đặc điểm nổi bật của chu kỳ hiện tại là sự chuyển dịch chiến lược sang phân khúc thấp tầng. Dữ liệu từ JLL cho thấy mặc dù tỷ lệ hấp thụ của phân khúc cao tầng vẫn cao hơn so với thấp tầng tại thời điểm cuối Q3/2025 (khoảng 93% so với khoảng 85%), tỷ lệ hấp thụ của phân khúc thấp tầng đã tăng lên trong quý. Điều này càng đáng chú ý khi nguồn cung thấp tầng tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2025, đạt khoảng 14.000 căn so với khoảng 10.000 căn vào cuối năm 2024, được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất thấp.

Biểu đồ 30: Nguồn cung nhà ở tại Hải Phòng (sản phẩm)

Các DN BĐS lớn đã đẩy mạnh nguồn cung nhà ở, tập trung mạnh vào các dự án nhà thấp tầng, dẫn đến tỷ lệ hấp thụ giảm trong giai đoạn 2024-2025.

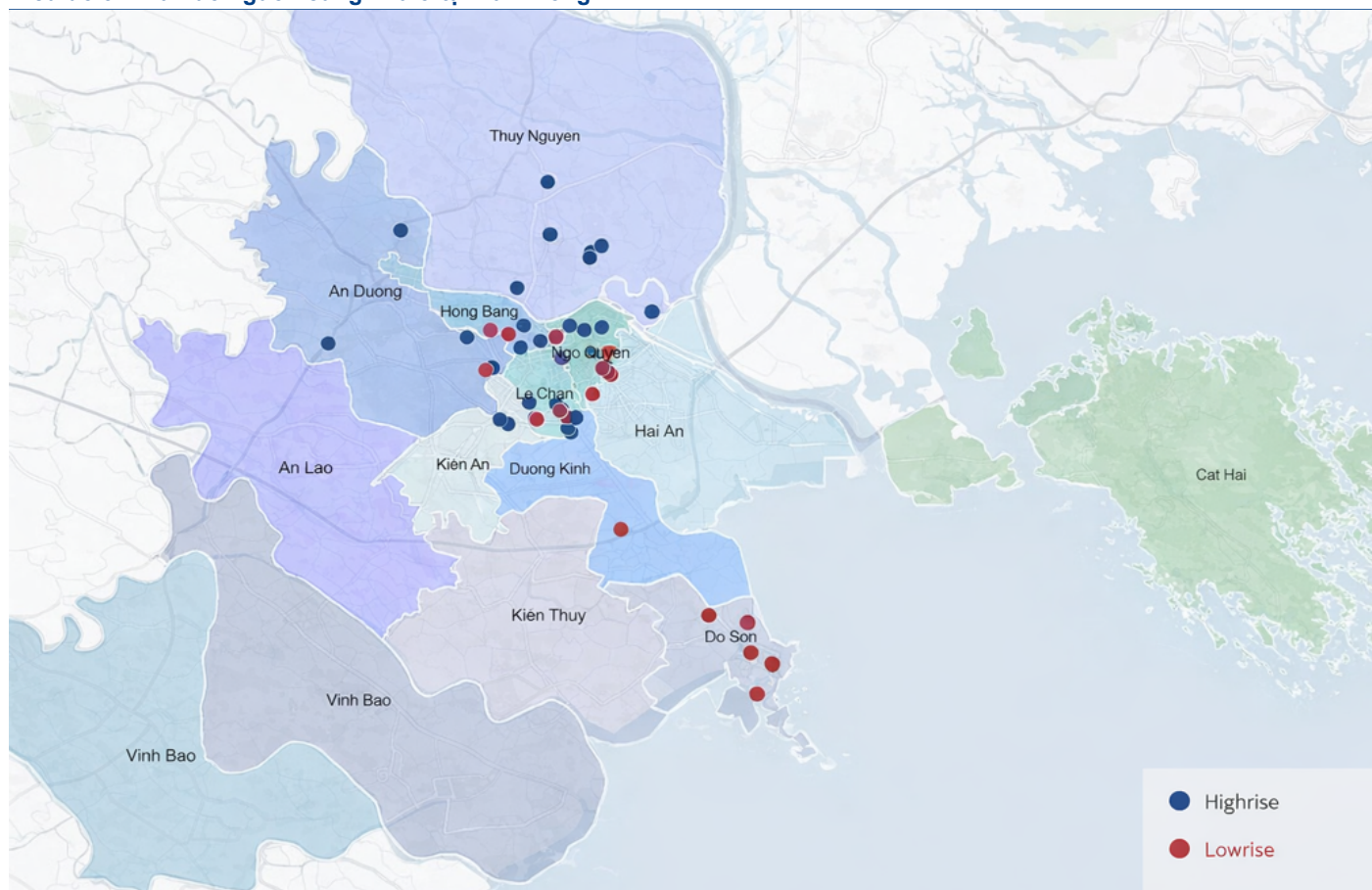


Nguồn: JLL, HSC

Động lực tăng trưởng thể hiện rõ nhất tại các khu đô thị tích hợp quy mô lớn tại:

- Thủy Nguyên (trung tâm hành chính mới).
- An Dương và Dương Kinh (các trung tâm công nghiệp).

Biểu đồ 31: Bản đồ nguồn cung nhà ở tại Hải Phòng



Nguồn: JLL, HSC

Đáng chú ý, các dự án mới mở bán của TCH tại Green River và New City II, cùng với các dự án của VHM (Năm giữ, giá mục tiêu 123.300đ) tại Royal Island và Dương Kinh, lần lượt chiếm 19,6% và 70% tổng nguồn cung thấp tầng gần đây.

Sự tập trung nhu cầu theo khu vực địa lý

Theo HPREA và JLL, nhu cầu nhà ở tại Hải Phòng tập trung rõ rệt tại hai khu vực đô thị chính trong giai đoạn từ đầu năm 2024 đến năm 2025. Cụ thể:

- **Các quận trung tâm:** Hải An, Lê Chân, Hồng Bàng và Ngô Quyền.
- **Các khu vực tăng trưởng mới:** Thủy Nguyên, An Dương và Dương Kinh – những khu vực được hưởng lợi từ quy hoạch đô thị mới và các hành lang hạ tầng trọng điểm.

Trong thời gian tới, các khu vực này dự kiến sẽ tiếp tục giữ vai trò là động lực chính của thị trường BĐS sơ cấp tại Hải Phòng. Xu hướng này phù hợp với định hướng phát triển chiến lược và kế hoạch mở rộng hạ tầng của thành phố, qua đó giúp các khu vực này tiếp tục là tâm điểm cho cả hoạt động đầu tư và phát triển nhà ở.

Tỷ lệ hấp thụ: Diễn biến theo phân khúc

Thanh khoản thị trường chủ yếu tập trung ở phân khúc nhà ở thấp tầng và các khu đô thị tích hợp. Tuy nhiên, cơ cấu nhà đầu tư có sự khác biệt đáng kể theo khu vực: các nhà đầu cơ thường hướng tới các dự án ở khu vực xa trung tâm với tầm nhìn đầu tư 5-10 năm (nơi nguồn cung dư thừa), trong khi người mua để ở ưu tiên các dự án gần khu vực trung tâm hiện hữu.

Trong khi đó, phân khúc căn hộ cao tầng vẫn duy trì khối lượng giao dịch ổn định, dù mức tăng giá còn ở mức vừa phải khi người dân Hải Phòng vẫn đang dần thích nghi với mô hình nhà ở cao tầng. Chúng tôi lưu ý rằng TCH, với vai trò là doanh nghiệp

tiên phong trong phân khúc này, đã ghi nhận kết quả vượt trội so với thị trường nhờ năng lực triển khai dự án tốt và vị trí dự án đắc địa.

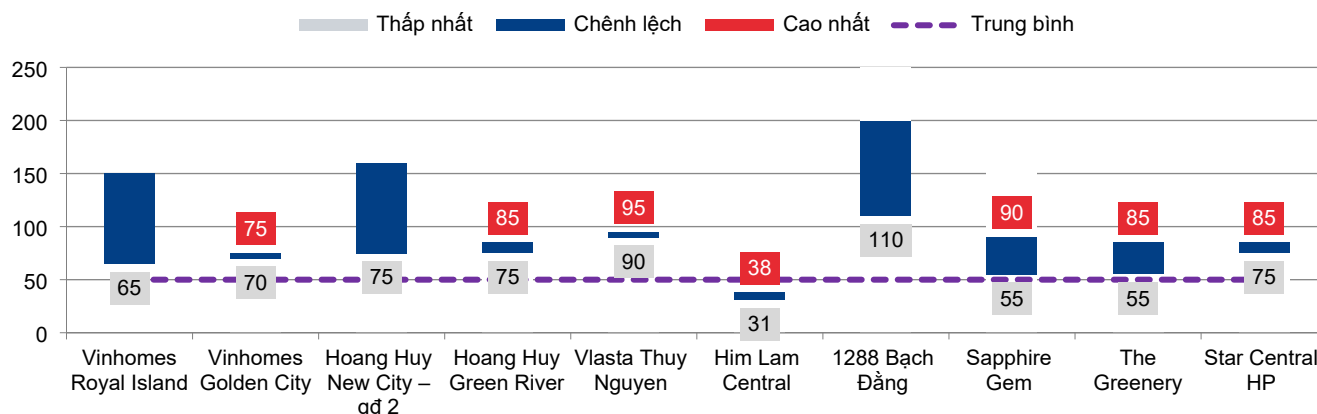
Giá bán: Thiết lập mặt bằng giá mới trên thị trường

Theo HPREA, việc ra mắt các dự án khu đô thị tích hợp mới đã góp phần tái định hình mặt bằng giá trong khu vực và thiết lập mức giá tham chiếu mới, duy trì đà tăng từ đầu năm 2024. Cụ thể:

- **Thấp tầng:** Các dự án trọng điểm như Vinhomes Golden City, Hoàng Huy Green River và Emerald Symphony đã thiết lập một mặt bằng giá mới khi các sản phẩm có giá trên 50 triệu đồng/m² hiện chiếm khoảng 80% nguồn cung thấp tầng, cao hơn đáng kể so với các năm trước. Mặc dù giá đã điều chỉnh nhẹ khoảng 5%-8% trong Q4/2025 (so với Q1/2025), tỷ lệ hấp thụ của phân khúc nhà ở thấp tầng vẫn duy trì ở mức tích cực (Biểu đồ 32).
- **Cao tầng:** Giá bán các sản phẩm căn hộ thương mại cao tầng nhìn chung khá đồng đều trên thị trường, với sự khác biệt không đáng kể giữa các dự án. Khoảng 80% nguồn cung căn hộ cao tầng có mức giá trong khoảng 40-50 triệu đồng/m². HPREA cũng cho biết tỷ lệ hấp thụ của phân khúc cao tầng hiện vẫn chưa đạt mức tiềm năng của thị trường; khoảng cách giá tương đối hẹp giữa sản phẩm cao tầng và thấp tầng cho thấy cấu trúc thị trường đang dần thay đổi (Biểu đồ 33).

Biểu đồ 32: Giá bán bình quân nhà ở thấp tầng tại Hải Phòng 6 tháng cuối năm 2025 (triệu đồng/m²)

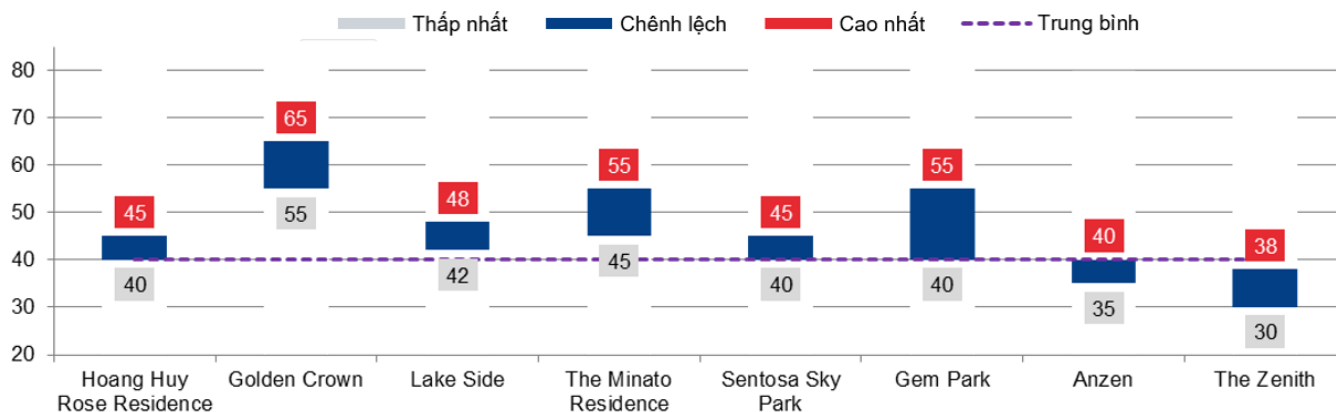
Giá trên 50 triệu đồng/m² chiếm 80% nguồn cung sản phẩm thấp tầng



Nguồn: HPREA, HSC

Biểu đồ 33: Giá bán bình quân nhà ở cao tầng tại Hải Phòng 6 tháng cuối năm 2025 (triệu đồng/m²)

Giá trên 40 triệu đồng/m² chiếm 80% nguồn cung sản phẩm cao tầng



Nguồn: HPREA, HSC

Triển vọng trung và dài hạn

Mặc dù còn một số lo ngại về tỷ lệ hấp thụ và giá bán trong năm 2026 trong bối cảnh tín dụng bị siết chặt và lãi suất tăng, HSC cho rằng triển vọng trung và dài hạn của thị trường BĐS nhà ở Hải Phòng sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định và bền vững, được hỗ trợ bởi các động lực chính sau:

1. **Nhu cầu được thúc đẩy bởi các yếu tố nền tảng:** Nhu cầu nhà ở sẽ được hỗ trợ bởi tăng trưởng GRDP nhờ dòng vốn FDI tiếp tục duy trì và thu nhập khả dụng của người dân gia tăng. Đồng thời, nhu cầu dự kiến vẫn tập trung tại các quận trung tâm và các khu vực kinh tế-công nghiệp mới nổi, nhờ các dự án nâng cấp hạ tầng từ nguồn đầu tư công của chính quyền địa phương và đầu tư tư nhân từ các doanh nghiệp lớn như Vingroup, Kinh Bắc City, VSIP, v.v.
2. **Nguồn cung được sàng lọc:** Nguồn cung mới dự kiến sẽ ngày càng tập trung vào các doanh nghiệp phát triển BĐS sở hữu quỹ đất “sạch”, pháp lý minh bạch, năng lực triển khai dự án đã được chứng minh và am hiểu sâu về thị trường địa phương. Các chủ đầu tư lớn được kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt thị trường.
3. **Phân khúc dẫn dắt:** Nhà ở thấp tầng và các khu đô thị tích hợp sẽ tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt thị trường, trong khi phân khúc cao tầng dự kiến tăng trưởng có chọn lọc tùy thuộc vào vị trí và chất lượng dự án.
4. **Giá bán và tỷ lệ hấp thụ:** Như đã đề cập trong báo cáo ngành gần đây của HSC với tiêu đề “Vượt qua giông bão: Chỉ đạo tín dụng của NHNN tạo ra nhiều thách thức”, tỷ lệ hấp thụ trong ngắn hạn dự kiến giảm và giá bán có thể chịu áp lực do điều kiện tín dụng bị siết chặt và lãi suất vay mua nhà tăng, qua đó làm giảm hoạt động đầu cơ trên thị trường. Tuy nhiên, giai đoạn điều chỉnh này sẽ đóng vai trò như một phép thử của thị trường; về dài hạn, các doanh nghiệp phát triển BĐS tập trung chiến lược vào nhóm khách hàng mua để ở sẽ có lợi thế để trở thành những doanh nghiệp dẫn đầu.

Trong dài hạn, Hải Phòng được kỳ vọng sẽ phát triển thành một trung tâm nhà ở của khu vực, tương tự xu hướng phát triển của các thành phố cảng-công nghiệp lớn trên thế giới. Với nền tảng nhu cầu bền vững và khả năng chống chịu cao trước các biến động mang tính chu kỳ, thành phố có vị thế thuận lợi cho tăng trưởng dài hạn.

Vị thế của TCH: Sẵn sàng bước vào chu kỳ tăng trưởng tiếp theo

Với triển vọng tích cực của thị trường BĐS nhà ở Hải Phòng, HSC kỳ vọng TCH sẽ trở thành một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ chu kỳ tăng trưởng sắp tới. Vị thế này được hỗ trợ nhờ một số lợi thế mang tính cấu trúc.

Danh mục sản phẩm dồi dào, vững chắc và phù hợp với nhu cầu thực: TCH sở hữu danh mục BĐS nhà ở đa dạng bao gồm cả sản phẩm thấp tầng và cao tầng – với 2.006 căn thấp tầng và 4.570 căn cao tầng trong danh mục dự án hiện tại (không bao gồm nhà ở xã hội) – hướng tới các sản phẩm phục vụ nhu cầu mua để ở. Công ty đã xây dựng vị thế vững chắc trong phân khúc các khu đô thị tích hợp quy mô lớn với sản phẩm thấp tầng (như Prukisa Town, Hoàng Huy Riverside, v.v.), phân khúc ngày càng được ưa chuộng nhờ xu hướng giãn dân đô thị, sự mở rộng của lực lượng lao động công nghiệp và sự gia tăng của tầng lớp hộ gia đình thu nhập trung bình, đồng thời vẫn duy trì sự hiện diện trong các dự án cao tầng tại các khu vực trung tâm đô thị.

Quỹ đất có vị trí chiến lược với lợi thế chi phí: Quỹ đất của TCH, với **toàn bộ nghĩa vụ tiền sử dụng đất đã được hoàn tất**, tập trung tại các vị trí đắc địa nhất của Hải Phòng – bao gồm khu vực trung tâm thành phố và các hành lang tăng trưởng hành chính-công nghiệp mới như Thủy Nguyên, Lê Chân và Ngô Quyền. Một phần đáng kể quỹ đất này được tích lũy với chi phí thuận lợi thông qua các hợp đồng BT, đấu giá và đấu thầu cạnh tranh trong các giai đoạn phát triển trước đây. Điều này giúp TCH duy trì tỷ suất lợi nhuận cao, linh hoạt trong định giá và có tầm nhìn rõ ràng đối

với các kế hoạch triển khai dự án trong tương lai, giúp Công ty có thể chủ động đáp ứng nhu cầu thị trường mà không phụ thuộc vào hoạt động đầu cơ quỹ đất.

Tốc độ triển khai đã được chứng minh và dòng tiền được kiểm soát chặt chẽ:

TCH có thành tích nhất quán trong việc hoàn thành các dự án trong chu kỳ phát triển khoảng 2–3 năm. Thành tích bàn giao đúng tiến độ ở nhiều loại hình dự án giúp củng cố niềm tin của người mua, rút ngắn chu kỳ thu tiền và hỗ trợ việc tái đầu tư vốn hiệu quả. Trong bối cảnh thanh khoản thị trường ngày càng ưu tiên các doanh nghiệp có năng lực bàn giao đã được chứng minh và pháp lý minh bạch, tốc độ triển khai nhất quán này giúp giảm đáng kể rủi ro thực hiện và củng cố tính bền vững của lợi nhuận trong suốt chu kỳ kinh doanh.

Phân tích tài chính

Mảng BĐS tiếp tục là động lực chính của TCH, đóng góp hơn 83% lợi nhuận gộp với tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn khoảng 40% trong 6 năm qua. Công ty duy trì bảng CĐKT rất vững mạnh với lượng tiền mặt lớn 6,8 nghìn tỷ đồng (tại thời điểm cuối tháng 12/2025) và vị thế tiền mặt thuần ổn định, qua đó giúp giảm thiểu tác động từ biến động tín dụng. Thông qua các đợt phát hành quyền mua cổ phiếu mang tính chiến lược và việc tái đầu tư vốn, TCH có thể tự tài trợ cho các dự án quy mô lớn như Green River và New City II. Công ty thực hiện chiến lược quản lý vốn thận trọng đi cùng với chính sách cổ tức linh hoạt, luân phiên giữa cổ tức bằng cổ phiếu nhằm hỗ trợ tăng trưởng và cổ tức tiền mặt sau khi hoàn tất bàn giao các dự án.

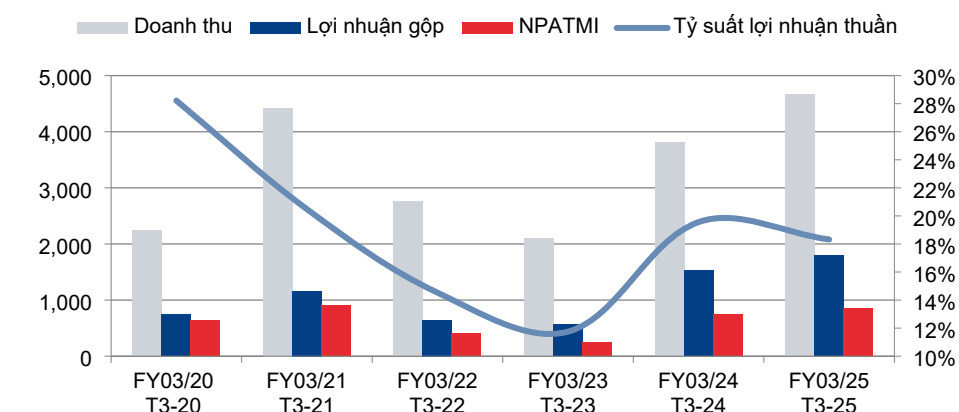
Chúng tôi lưu ý rằng khác với các doanh nghiệp phát triển BĐS khác trong danh sách khuyến nghị của HSC, TCH quy định niên độ tài chính bắt đầu từ tháng 3 hằng năm. Ví dụ, niên độ tài chính kết thúc vào tháng 3/2025 của TCH bắt đầu từ tháng 3/2024 và kết thúc vào tháng 3/2025. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh số liệu phân tích quá khứ và dự báo trong tương lai cho phù hợp.

KQKD trong quá khứ

Mảng BĐS chiếm tỷ trọng chủ đạo

Mảng BĐS tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của TCH; trong 6 năm qua, mảng này đóng góp bình quân 62,8% doanh thu và 83,3% lợi nhuận gộp. Do đó, KQKD hợp nhất của TCH có xu hướng biến động do phụ thuộc lớn vào thời điểm bàn giao các dự án BĐS. KQKD tích cực ghi nhận trong NĐTC 2023-2024 và NĐTC 2024-2025 chủ yếu được thúc đẩy bởi các dự án Hoàng Huy Grand Tower, Hoàng Huy Riverside và Hoàng Huy Commerce HH1.

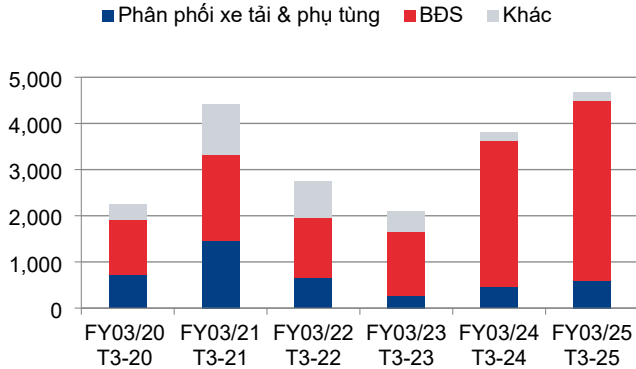
Biểu đồ 34: Các chỉ số tài chính chủ chốt (tỷ đồng), TCH



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 35: Doanh thu theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), TCH

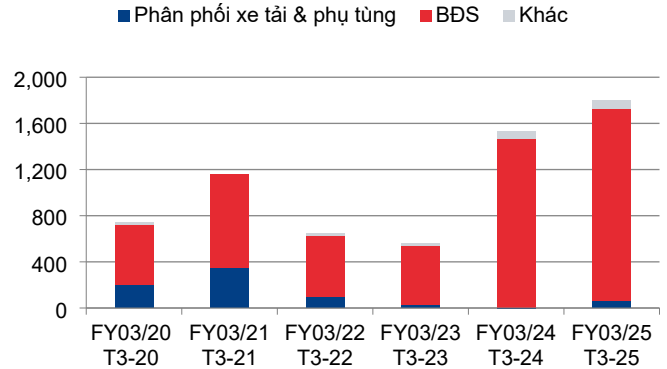
Mảng BĐS đóng góp trung bình 62,8% trong giai đoạn FY03/2020–2025, trong khi mảng phân phối xe tải và linh kiện đóng góp trung bình 21,0%



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 36: Lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), TCH

Mảng BĐS đóng góp trung bình 83,3% trong giai đoạn FY03/2020–2025, trong khi mảng phân phối xe tải và linh kiện đóng góp trung bình 13,7%



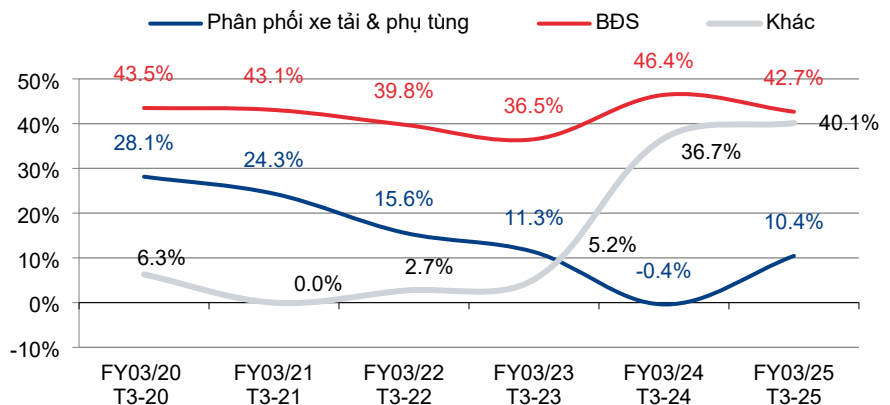
Nguồn: TCH, HSC

Ngược lại, mảng phân phối xe tải và phụ tùng liên quan ghi nhận sự suy giảm đáng kể do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 và gián đoạn chuỗi cung ứng trong các năm 2022-2023. Mặc dù mảng này đóng góp bình quân 21% doanh thu và 13,7% lợi nhuận gộp trong 6 năm qua, tỷ trọng đóng góp đã giảm mạnh trong năm vừa qua xuống còn lần lượt 12,3% và 0,1%. Mặc dù mảng này vẫn tạo ra dòng tiền tương đối ổn định nhưng căng thẳng thương mại gia tăng cùng tiềm năng tăng trưởng hạn chế càng củng cố cho quyết định chuyển hướng chiến lược của TCH sang lĩnh vực BĐS.

Các mảng khác – bao gồm xây dựng và dịch vụ cho thuê BĐS – vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ, đóng góp tổng cộng 16% doanh thu và 3,1% lợi nhuận gộp trong giai đoạn tài chính 2020-2025.

Về tỷ suất lợi nhuận, TCH ghi nhận mức sinh lời thuận lợi trong mảng BĐS – bình quân khoảng 40% – nhờ phần lớn quỹ đất được tích lũy với chi phí cạnh tranh. Trong khi đó, mảng phân phối xe tải và phụ tùng liên quan ghi nhận tỷ suất lợi nhuận bình quân khoảng 10% trong 6 năm qua. Tỷ suất lợi nhuận của các mảng khác biến động đáng kể tùy thuộc vào cơ cấu HKD; trong khi tỷ suất lợi nhuận gần như không đáng kể trong giai đoạn tài chính 2020-2023 do tỷ trọng đóng góp cao hơn từ mảng xây dựng, mức này đã cải thiện rõ rệt trong NĐTC 2023-2024 và NĐTC 2024-2025 khi mảng cho thuê BĐS ghi nhận đà tăng trưởng.

Biểu đồ 37: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, TCH



Nguồn: TCH, HSC

Bảng CĐKT: Lượng tiền mặt lớn, tỷ lệ vay nợ thấp

Tái đầu tư vốn và quản lý thanh khoản thận trọng: Trong 5 năm qua, TCH duy trì lượng tiền mặt dồi dào, vừa là nền tảng tài chính quan trọng vừa tạo lợi thế cạnh tranh

cho Công ty. Nguồn tiền này trước đây là yếu tố then chốt giúp Công ty chuyển dịch thành công từ mảng phân phối xe tải sang phát triển BĐS quy mô lớn, đồng thời tiếp tục là nền tảng hỗ trợ cho chiến lược tăng trưởng hiện tại.

Chiến lược của BLĐ trong việc duy trì thanh khoản thông qua các công cụ đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn mang lại hai lợi ích chính: (1) tối ưu hóa thu nhập lãi và (2) tạo nguồn vốn sẵn sàng cho các cơ hội mua lại dự án. Mô hình tái đầu tư vốn này đã được chứng minh hiệu quả trong các năm 2022-2023, khi nguồn vốn dự trữ được sử dụng mang tính chiến lược cho thương vụ mua lại dự án New City II. Sau giai đoạn đầu tư mạnh, thanh khoản hiện đang quay trở lại xu hướng tăng, được hỗ trợ bởi dòng tiền thu về ổn định và các đợt bàn giao tại các dự án Hoàng Huy Commerce HH1 và Hoàng Huy New City Giai đoạn 1.

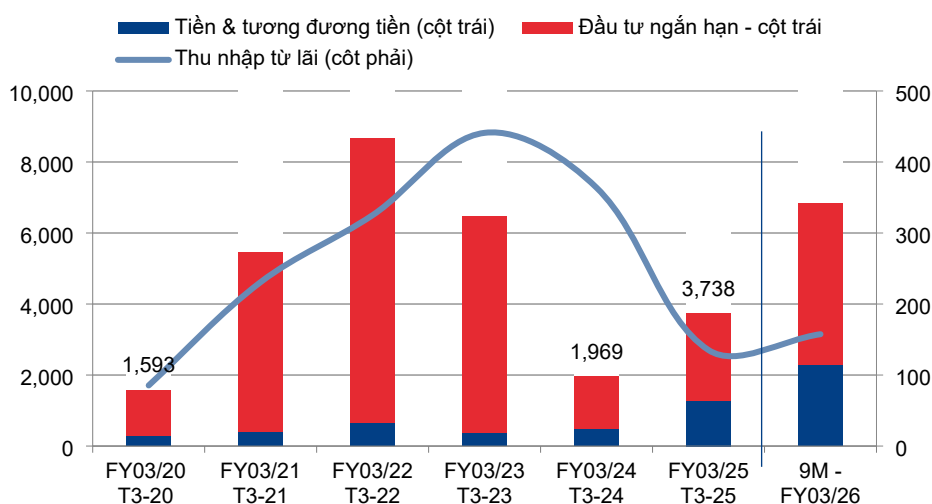
Thanh khoản của Công ty đạt bước ngoặt lịch sử trong Q2-NĐTC 2025-2026 sau khi phát hành thành công 200 triệu cổ phiếu, bổ sung thêm 2 nghìn tỷ đồng vào nguồn tiền dự trữ, nâng tổng lượng tiền mặt lên 6 nghìn tỷ đồng – mức cao nhất kể từ NĐTC 2023-2024, trước khi thực hiện thương vụ mua lại dự án New City II.

Nền tảng vốn lớn này mang lại cho TCH lợi thế cạnh tranh trong bối cảnh thị trường tín dụng biến động. Nhờ duy trì mức độ tự chủ tài chính cao, Công ty ít chịu tác động từ việc siết chặt tín dụng và biến động lãi suất, qua đó có thể tài trợ cho danh mục dự án phát triển kéo dài nhiều năm mà không phải đối mặt với rủi ro pha loãng hoặc chi phí vốn cao từ việc phụ thuộc vào nguồn tài trợ bên ngoài.

Cơ cấu vay nợ thận trọng: Trong bối cảnh ngành BĐS thường có mức đòn bẩy tài chính cao, TCH duy trì cơ cấu vốn rất thận trọng khi Công ty thường chỉ sử dụng nợ vay theo từng dự án, như trong giai đoạn 2019-2022 khi vay vốn để triển khai các dự án HH1-HH2 Đồng Quốc Bình, Hoàng Huy Riverside và Hoàng Huy Grand Tower; các khoản nợ này thường chỉ duy trì trên bảng CĐKT trong thời gian ngắn và thường được thanh toán trong vòng một năm khi các đợt bàn giao dự án tạo ra dòng tiền ngay lập tức, qua đó giúp TCH duy trì vị thế tiền mặt thuần trong 5 năm qua – khác biệt đáng kể so với xu hướng phụ thuộc nhiều vào nợ vay của phần lớn doanh nghiệp trong ngành.

Biểu đồ 38: Vị thế dòng tiền (tỷ đồng), TCH

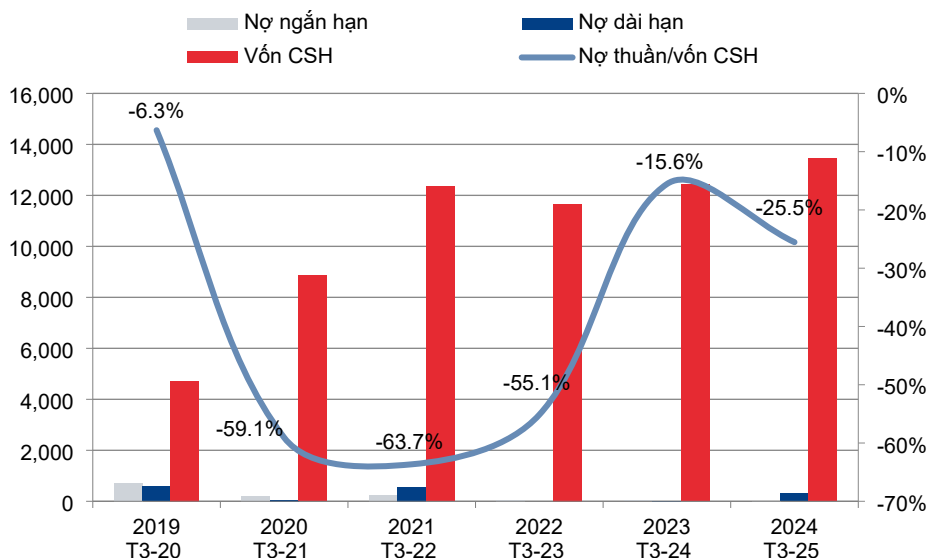
Vị thế tiền mặt vững mạnh, mang lại: (1) tối ưu hóa thu nhập từ lãi và (2) nguồn dự trữ sẵn sàng cho việc thu tóm các dự án mang tính cơ hội



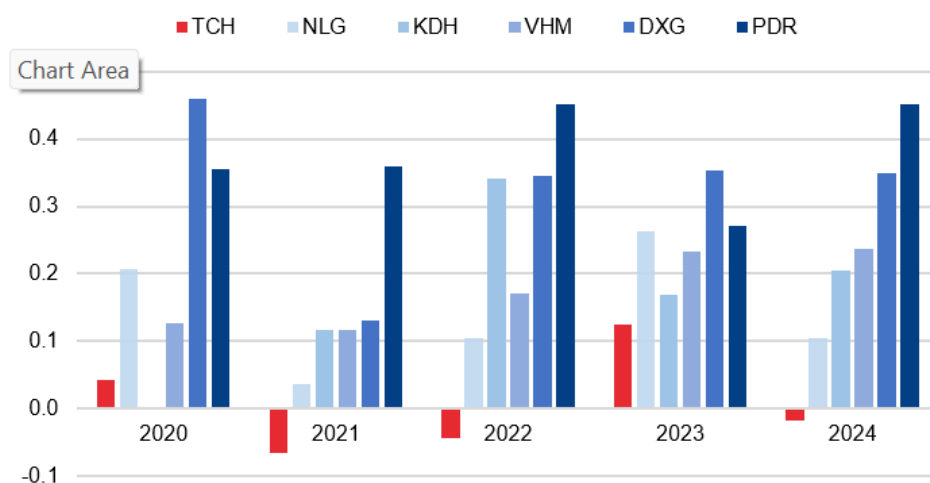
Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 39: Nợ & vốn CSH, Tỷ đồng, TCH

Tỷ lệ nợ/vốn CSH ở mức -0,38 lần trong 5 năm qua



Nguồn: TCH, HSC

Biểu đồ 40: Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH, một số DN BĐS

Ghi chú: * Các số liệu của TCH được điều chỉnh tính đến ngày 31/12 nhằm đảm bảo so sánh tương đồng hơn; chúng tôi lưu ý rằng tính theo năm tài chính, TCH đã duy trì trạng thái tiền mặt ròng trong suốt 5 năm qua.

Nguồn: TCH, HSC

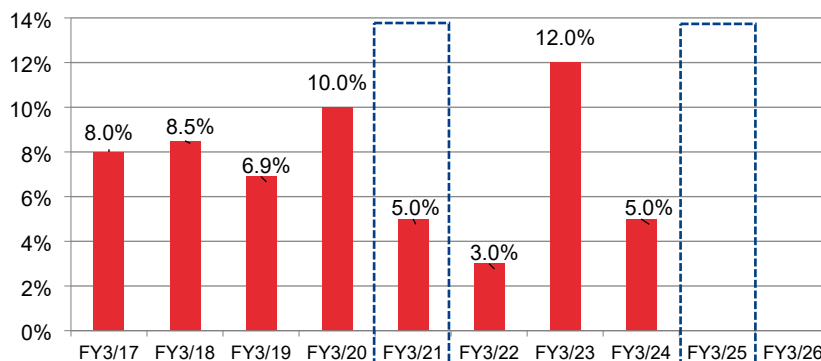
Chính sách chi trả cổ tức ổn định: TCH đã duy trì chính sách chi trả cổ tức hấp dẫn cho cổ đông thông qua mô hình cổ tức hai hình thức mang tính chiến lược. Chính sách này được điều chỉnh theo chu kỳ phát triển dự án của Công ty: sử dụng cổ tức bằng cổ phiếu trong giai đoạn đầu triển khai nhằm duy trì thanh khoản, sau đó chuyển sang cổ tức tiền mặt khi các dự án được bàn giao và tạo ra dòng tiền đủ lớn. Cụ thể:

- **Cổ tức bằng cổ phiếu – duy trì nguồn vốn cho tăng trưởng:** Trong các giai đoạn đẩy mạnh mua lại dự án hoặc triển khai xây dựng quy mô lớn, TCH thực hiện chi trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm giữ lại lợi nhuận và đảm bảo nguồn vốn cho danh mục dự án đang triển khai. Các đợt phát hành này thường theo tỷ lệ ổn định 20:1. Một số ví dụ tiêu biểu gồm: NĐTC 2020-2021 (Grand Tower, Riverside và Commerce HH1) và NĐTC 2024-2025 (New City và Green River).

- **Cổ tức tiền mặt – chi trả sau giai đoạn bàn giao:** Khi các dự án bước vào giai đoạn bàn giao, TCH ưu tiên chi trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông. Trong giai đoạn tài chính 2017-2024, Công ty duy trì chính sách cổ tức ở mức cao với mức chi trả hằng năm từ 300đ đến 1.200đ/cp.

Biểu đồ 41: Chính sách chi trả cổ tức của TCH

Tối ưu hóa thanh khoản bằng cách phát hành cổ tức bằng cổ phiếu trong giai đoạn phát triển, và chuyển sang chi trả bằng tiền mặt khi bàn giao dự án



Nguồn: TCH, HSC

Phát hành quyền mua cổ phiếu: TCH trong quá khứ đã sử dụng các đợt phát hành quyền mua cổ phiếu như động lực chính cho các giai đoạn tăng trưởng bứt phá, qua đó cho phép Công ty tài trợ cho các dự án BĐS quy mô lớn mà không phụ thuộc nhiều vào nợ vay ngân hàng. Kể từ khi niêm yết vào năm 2016, TCH đã thực hiện hai đợt phát hành quyền mua cổ phiếu lớn. Cụ thể:

- **Đợt phát hành quyền mua năm 2021:** Phát hành 199,5 triệu cổ phiếu, gần như tăng gấp đôi vốn điều lệ từ 3.300 tỷ đồng lên 6.680 tỷ đồng (tương ứng huy động 3.380 tỷ đồng). Nguồn vốn thu được được phân bổ cho các dự án Hoàng Huy Commerce và Hoàng Huy New City Giai đoạn 1.
- **Đợt phát hành quyền mua năm 2025:** Phát hành 200 triệu cổ phiếu, nâng vốn điều lệ lên 8.687 tỷ đồng (tương ứng huy động 2.000 tỷ đồng). Nguồn vốn thu được được phân bổ cho các dự án Hoàng Huy Green River và Hoàng Huy New City II.

Tóm lại, chiến lược quản lý vốn của TCH được xây dựng dựa trên ba trụ cột chính:

- **Tích lũy vốn:** Công ty xây dựng nguồn vốn dự trữ thông qua việc giữ lại lợi nhuận từ các dự án BĐS và thực hiện các đợt phát hành quyền mua cổ phiếu mang tính chiến lược, đặc biệt trước các thương vụ mua quỹ đất quy mô lớn.
- **Duy trì thanh khoản:** Để giữ mức tiền mặt cao, TCH thường ưu tiên chi trả cổ tức bằng cổ phiếu thay vì tiền mặt. Cách tiếp cận này giúp Công ty duy trì lượng tiền mặt lớn trên bảng CĐKT trong nhiều quý, tạo thu nhập lãi trong khi chờ đợi các cơ hội mua lại dự án phù hợp.
- **Tài trợ theo chu kỳ dự án:** Khi đã đảm bảo được dự án, TCH chuyển sang mô hình sử dụng nợ vay theo từng dự án, tận dụng các khoản vay ngân hàng để tài trợ cho quá trình phát triển và xây dựng. Sau khi các sản phẩm được bàn giao và dòng tiền tăng mạnh, Công ty sẽ ưu tiên chi trả cổ tức tiền mặt cho cổ đông.

Đánh giá KQKD 9 tháng đầu NĐTC 2025-2026

Doanh thu và lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng, chủ yếu do yếu tố thời điểm

TCH công bố KQKD Q3 NĐTC 2025-2026 với lợi nhuận thuần đạt 51,4 tỷ đồng (giảm 82,8% so với cùng kỳ) trên doanh thu 317 tỷ đồng (giảm 79,7% so với cùng kỳ). Tính

chung 9 tháng đầu NĐTC 2025-2026, Công ty ghi nhận lợi nhuận thuần đạt 163,9 tỷ đồng (giảm 80,4% so với cùng kỳ) trên doanh thu 1.053 tỷ đồng (giảm 72,3% so với cùng kỳ). Theo đó, KQKD 9 tháng đầu NĐTC 2025-2026 chủ yếu đến từ lượng hàng tồn kho hạn chế còn lại tại các dự án Hoàng Huy Commerce 1, Gold Tower và Hoàng Huy New City Giai đoạn 1, cùng một số dự án khác.

Tuy nhiên, khi xem xét kỹ hơn bằng CĐKT, HSC nhận thấy triển vọng lợi nhuận trong thời gian tới trở nên rõ ràng hơn.

- **Hoàng Huy New City II: 3.453 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức 1.879 tỷ đồng tại ngày 30/9/2025.**
- **Hoàng Huy Green River: 1.483 tỷ đồng, tăng so với mức 965 tỷ đồng tại ngày 30/9/2025.**

Dựa trên các cập nhật mới nhất về tiến độ dự án nêu trên và kế hoạch HĐKD của BLĐ, HSC kỳ vọng TCH sẽ đẩy nhanh tiến độ xây dựng và bắt đầu bàn giao một phần tại các dự án Hoàng Huy New City II và Hoàng Huy Green River, qua đó có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ngay trong năm. Tiến độ bàn giao dự kiến được đánh giá là hợp lý, khi người mua nhà dự kiến sẽ nhận bàn giao căn hộ trước kỳ nghỉ Tết.

Nhìn chung, KQKD 9 tháng đầu NĐTC 2025-2026 của TCH mới hoàn thành 21% kế hoạch doanh thu và 8,7% kế hoạch lợi nhuận thuần cho cả năm (tương đương 9,7% dự báo của chúng tôi).

Bảng CĐKT: Tiếp tục duy trì vị thế tiền mặt thuần

Tại thời điểm cuối năm 2025 (dương lịch), TCH ghi nhận khoảng 390 tỷ đồng nợ vay phục vụ phát triển các dự án Hoàng Huy Green River và New City II – giảm 34% so với mức 590 tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 6. Trong khi đó, tổng tiền mặt, tương đương tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của Công ty đạt khoảng 6.872 tỷ đồng. Theo đó, Công ty tiếp tục duy trì vị thế tiền mặt thuần.

Dự báo lợi nhuận giai đoạn tài chính 2026-2028

Cho năm nay (NĐTC 2025-2026), HSC dự báo lợi nhuận thuần của TCH sẽ tăng trưởng 55,8% đạt 1.332 tỷ đồng trên doanh thu 4.714 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi việc bắt đầu bàn giao tại các dự án Green River và New City I; điều này hàm ý Q4 NĐTC 2025-2026 có thể ghi nhận mức KQKD kỷ lục với lợi nhuận tăng gấp 9,2 lần so với cùng kỳ. Đà tăng trưởng dự kiến tiếp tục được duy trì trong NĐTC 2026-2027 và 2027-2028 khi các dự án New City II và Rose Residence bắt đầu đóng góp, qua đó giúp lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 57,6%; tỷ suất lợi nhuận margin nhà ở dự kiến duy trì ở mức cao khoảng 45-50%. Chúng tôi lưu ý một rủi ro chính: tình trạng thiếu hụt lao động xây dựng do làn sóng đầu tư hạ tầng trong khu vực có thể làm chậm tiến độ hoàn thiện dự án và ảnh hưởng đến thời điểm ghi nhận doanh thu.

Cho năm nay (NĐTC 2025-2026), chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của TCH sẽ phản ánh việc bắt đầu các đợt bàn giao lớn tại các dự án Hoàng Huy Green River và New City I (mức đóng góp còn hạn chế trong Q4 NĐTC 2025-2026 nhưng sẽ tăng mạnh trong NĐTC 2026-2027), từ mức nền thấp của NĐTC 2024-2025, đạt 1.332 tỷ đồng (tăng trưởng 55,8%) trên doanh thu 4.714 tỷ đồng (tăng trưởng 1,0%). Dự báo NĐTC 2025-2026 của chúng tôi cùng với KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm hàm ý doanh thu Q4 NĐTC 2025-2026 đạt 3.660 tỷ đồng (tăng gấp 4,3 lần so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 1.200 tỷ đồng (tăng gấp 9,2 lần so với cùng kỳ); nếu đạt được kết quả này, đây sẽ là KQKD theo quý cao nhất trong lịch sử của TCH.

Cho NĐTC 2026-2027 và 2027-2028, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ tiếp tục được củng cố, với lợi nhuận thuần tăng trưởng 99,3% đạt 2.656 tỷ đồng trong NĐTC 2026-2027 và tăng trưởng 37,7% đạt 3.653 tỷ đồng trong NĐTC 2027-2028. Doanh thu dự báo đạt 8.979 tỷ đồng trong NĐTC 2026-2027 (tăng trưởng 90,5%) và 10.559 tỷ đồng trong NĐTC 2027-2028 (tăng trưởng 17,6%), được hỗ trợ bởi đóng góp lớn hơn từ dự án Hoàng Huy New City II, các đợt bàn giao tiếp tục tại Hoàng Huy Green River và đóng góp ban đầu từ dự án HH2 – Rose Residence từ NĐTC 2027-2028.

HSC chưa đưa dự án Tô Hiệu vào dự báo lợi nhuận do (1) quá trình đền bù giải phóng mặt bằng vẫn đang diễn ra và (2) chi phí dự án hiện chưa được ghi nhận trên bảng CĐKT của Công ty. Theo quan điểm của chúng tôi, dự án Tô Hiệu nhiều khả năng sẽ trở thành động lực tăng trưởng của TCH sau năm 2030, khi Công ty hoàn tất việc bàn giao lượng sản phẩm tồn đọng lớn tại các dự án Green River và New City II.

Bảng 42: Dự báo lợi nhuận NĐTC 2025-2027 earnings forecasts, TCH

HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận 'cốt lõi' 3 năm tăng trưởng với CAGR lần lượt là 31,3% và 57,6%

Tỷ đồng	FY03/25A	FY03/26F	FY03/27F	FY03/28F
Doanh thu thuần	4,667	4,714	8,979	10,559
Lợi nhuận gộp	1,797	1,839	3,486	4,479
Lợi nhuận tài chính	129	472	910	1,293
Chi phí bán hàng	(412)	(370)	(577)	(656)
Lợi nhuận hoạt động	1,514	1,941	3,818	5,116
Lợi nhuận thuần khác	(92)	1	-	-
LNTT	1,422	1,942	3,818	5,116
Lợi nhuận thuần	855	1,332	2,656	3,656
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(78)	(11)	-	-
Lợi nhuận 'cốt lõi'	933	1,344	2,656	3,656
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	22.7%	1.0%	90.5%	17.6%
Lợi nhuận gộp	17.5%	2.4%	89.5%	28.5%
Lợi nhuận tài chính	-60.5%	264.4%	93.0%	42.1%
Chi phí bán hàng	21.5%	-10.2%	56.0%	13.6%
Lợi nhuận hoạt động	-0.2%	28.2%	96.7%	34.0%
Lợi nhuận thuần khác	-679.7%	N/m	-100.0%	N/m
LNTT	-7.3%	36.5%	96.6%	34.0%
Lợi nhuận thuần	14.9%	55.8%	99.3%	37.7%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	386.9%	-85.7%	-100.0%	N/m
Lợi nhuận 'cốt lõi'	22.8%	44.0%	97.7%	37.7%

Nguồn: HSC ước tính

Về tỷ suất lợi nhuận, các giả định dự báo của chúng tôi như sau:

- **Phát triển BDS nhà ở:** Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này sẽ duy trì ở mức cao khoảng 45-50% trong giai đoạn tài chính 2026-2028, nhờ chi phí tích lũy quỹ đất thấp và việc kiểm soát chi phí xây dựng chặt chẽ của TCH.
- **Các mảng khác (phân phối xe tải):** Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định khoảng 10% trong giai đoạn dự báo, nhìn chung sát với mức bình quân trong quá khứ. Do đây không phải là mảng HĐKD cốt lõi và đóng góp lợi nhuận tương đối nhỏ nên chúng tôi không kỳ vọng mảng phân phối xe tải sẽ ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất lợi nhuận hoặc mức độ biến động lợi nhuận của toàn Công ty.

Do thông tin công bố về các kế hoạch thoái vốn tài sản còn hạn chế, HSC không đưa bất kỳ khoản lợi nhuận tài chính đáng kể hay thu nhập ngoài HĐKD cốt lõi nào vào dự báo cho giai đoạn tài chính 2026-2028. Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 62,3% trong giai đoạn tài chính 2025-2028. Nếu không tính đến các khoản thu nhập bất thường hoặc không thường xuyên ghi nhận trong NDTC 2024-2025 và 9 tháng đầu NDTC 2025-2026, chúng tôi ước tính lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 57,6% trong giai đoạn tài chính 2025-2028.

Chúng tôi lưu ý một rủi ro quan trọng đối với dự báo – khả năng chậm bàn giao do tình trạng thiếu hụt lao động xây dựng. Theo trao đổi với BLĐ và kiểm chứng với một số chủ đầu tư và nhà thầu khác, tiến độ bàn giao dự án hiện đang đối mặt với nguy cơ chậm trễ, chủ yếu do tình trạng thiếu hụt lao động xây dựng nghiêm trọng. Hai yếu tố mang tính cấu trúc đang tác động đến tình trạng này: (1) việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý đã mở ra nguồn cung nhà ở lớn và (2) làn sóng đầu tư hạ tầng hiện nay khiến lao động xây dựng trở thành một trong những nguồn lực được săn tìm nhiều nhất trên thị trường.

Trong nhiều trường hợp, các tập đoàn lớn đang đưa ra mức lương cao hơn đáng kể so với mặt bằng thị trường để thu hút lao động cho các dự án ưu tiên. Diễn biến này càng làm nguồn cung lao động trở nên khan hiếm, dẫn đến tình trạng chậm bàn giao tại nhiều dự án và chủ đầu tư. TCH cũng không nằm ngoài xu hướng này khi các dự án của Công ty nằm gần nhiều dự án hạ tầng và BĐS quy mô lớn khác đang cạnh tranh cùng một nguồn lao động.

Mặc dù phần kết cấu chính của các dự án New City II và Green River đã hoàn thành, giai đoạn hoàn thiện có thể diễn ra chậm hơn so với kế hoạch ban đầu do hạn chế về nguồn lao động. Xét về mặt lợi nhuận, yếu tố này chủ yếu có thể ảnh hưởng đến thời điểm ghi nhận doanh thu và lợi nhuận, đồng thời có thể gây ra một số biến động nhỏ trong dự báo lợi nhuận ngắn hạn, thay vì phản ánh sự suy giảm về yếu tố cơ bản.

Bảng 43: Tiến độ ghi nhận doanh thu ước tính, TCH

Dự án	FY03/26	FY03/27	FY03/28	FY03/29	FY03/30	FY03/31
Hoàng Huy Commerce H2			✓	✓		
Hoàng Huy Green River	✓	✓	✓			
Hoàng Huy New City II – Đỗ Mười	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Nguồn: HSC ước tính

Bảng CĐKT và dòng tiền

Xét đến tiến độ xây dựng hiện tại và lộ trình bàn giao rõ ràng của các dự án của TCH, cùng với lượng tiền mặt lớn hiện có, HSC kỳ vọng toàn bộ nợ vay của Công ty sẽ được trả toán vào cuối niên độ tài chính tới. Nếu xu hướng trong quá khứ tiếp tục được duy trì, dòng tiền lớn dự kiến thu về từ các đợt bàn giao sắp tới tại Green River và New City II cho thấy TCH đang chuẩn bị cho việc công bố một loạt thương vụ mua lại dự án quy mô lớn trong thời gian tới. Thực tế, Công ty có khả năng mở rộng quỹ đất thêm khoảng 150 ha trong 3-5 năm tới.

Tuy nhiên, dự báo của chúng tôi được xây dựng trên giả định tiến độ mua lại dự án thận trọng hơn, theo đó chúng tôi dự kiến TCH sẽ tiếp tục duy trì vị thế tiền mặt thuần trong 3 năm tới. Trong kịch bản này, lượng tiền mặt dự kiến tăng lên lần lượt 6,2 nghìn tỷ đồng, 10,7 nghìn tỷ đồng và 15,1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn tài chính 2025-2028, trong khi Công ty vẫn không phát sinh nợ vay. Chúng tôi sẽ cập nhật khi có thêm thông tin mới.

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với TCH với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 18.000đ (tiềm năng tăng giá 25%). Với nhiều năm kinh nghiệm tích lũy và quỹ đất có vị trí chiến lược, TCH có vị thế thuận lợi để trở thành một trong những doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ triển vọng tích cực của thị trường BĐS Hải Phòng trong 3-5 năm tới. Tại thị giá hiện tại, TCH đang giao dịch với P/E và P/B trước dự phóng 1 năm lần lượt là 10,0 lần và 0,7 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân 5 năm của Công ty, đồng thời cũng thấp hơn so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC (lần lượt ở mức 33,7 lần và 1,3 lần).

Khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu 18.000đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp SoTP để định giá TCH, ước tính RNAV trên mỗi cổ phiếu đạt 25.710đ tại thời điểm cuối NĐTC 2026-2027. Sau đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% đối với ước tính RNAV này – phản ánh (1) rủi ro liên quan đến thời điểm ghi nhận doanh thu – để xác định giá mục tiêu 18.000đ. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá 25% và tương ứng với P/E và P/B dự phóng cho NĐTC 2026-2027 lần lượt là 6,2 lần và 0,8 lần.

Về phương pháp định giá, chúng tôi lưu ý thêm một số điểm như sau:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án BĐS nhà ở và mảng phân phối xe tải; cụ thể, chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) do các mảng HĐKD này tạo ra. Đối với các khoản đầu tư khác của TCH, chúng tôi định giá theo giá trị sổ sách tương ứng.
- Chúng tôi sử dụng giả định WACC ở mức 18,3%, dựa trên (1) lãi suất phi rủi ro 4,0%, (2) phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10,25% (bao gồm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trợ để phản ánh một số đặc thù về điều kiện huy động vốn tại Việt Nam đối với ngành BĐS và các lĩnh vực liên quan, cộng với phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ của HSC là 8,75%), và (3) beta 1,4 (bình quân trong 2 năm). Giả định WACC của TCH cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành, chủ yếu do Công ty gần như không sử dụng đòn bẩy tài chính (nợ vay 390 tỷ đồng so với vốn CSH 9,1 nghìn tỷ đồng tại thời điểm tháng 12/2025).
- Do quá trình đền bù giải phóng mặt bằng vẫn đang diễn ra và chi phí dự án chưa được ghi nhận trên bảng CĐKT, chúng tôi hiện chưa đưa dự án Tô Hiệu vào mô hình định giá và dự báo lợi nhuận. Chúng tôi xem đây là yếu tố có thể tạo ra tiềm năng tăng giá đáng kể và sẽ điều chỉnh dự báo khi chi phí dự án được ghi nhận đầy đủ trong BCTC của Công ty.

Bảng 44: Định giá SOTP, TCH

Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu của TCH	Định giá (tính đến-FY03/27)	Phương pháp
BDS		7,553	
Block H1 - Hoàng Huy Commerce	67%	61	DCF
Block H2 - Rose Residence	100%	712	DCF
Hoàng Huy Green River	100%	2,819	DCF
Hoàng Huy New City II - Đỗ Mười	67%	3,885	DCF
Tô Hiệu	99%	-	DCF
Dự án khác		76	BV
Kinh doanh xe tải		402	DCF
Đầu tư BDS		1,631	BV
Tổng giá trị tài sản		9,864	
Cộng: tiền thuần		13,864	
RNAV		23,452	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		912.1	
RNAV/cp		25,710	
Chiết khấu		30%	
Giá mục tiêu		18,000	
Tiềm năng tăng giá		25.0%	

Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi lưu ý rằng cơ cấu RNAV của TCH khác biệt đáng kể so với các doanh nghiệp phát triển BDS khác trong danh sách khuyến nghị của HSC, khi khoảng 59% ước tính RNAV của Công ty đến từ tiền mặt thuần. Mặc dù tỷ trọng này ở mức cao bất thường nhưng điều này phản ánh giai đoạn cuối của chu kỳ phát triển kéo dài tại hai dự án New City II và Green River – cả hai dự kiến bắt đầu bàn giao từ năm 2026.

Như đã đề cập trong phần phân tích lợi nhuận trước đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng tiền mặt này sẽ dần giảm khi TCH công bố các thương vụ mua lại dự án mới. Theo thời gian, điều này sẽ giúp cơ cấu RNAV của TCH trở lại mức tương đồng với các doanh nghiệp cùng ngành.

Bảng 45: Giả định định giá các DN BDS trong danh mục khuyến nghị của HSC

WACC của TCH cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành, chủ yếu do doanh nghiệp gần như không sử dụng đòn bẩy tài chính (390 tỷ đồng nợ vay so với 9,1 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu tính đến tháng 12/2025)

MÃ CK	Lãi suất phi rủi ro	Phân bổ rủi ro vốn CSH	WACC	Chiết khấu so với RNAV
VHM	4.0%	10.25%	12.8%	10.0%
KDH	4.0%	10.25%	13.9%	20.0%
NLG	4.0%	10.25%	13.2%	30.0%
DXG	4.0%	10.25%	15.3%	40.0%
NVL	4.0%	10.25%	12.5%	40.0%
PDR	4.0%	10.25%	13.2%	30.0%
TCH	4.0%	10.25%	18.3%	30.0%

Nguồn: HSC

Bảng 46: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với chiết khấu RNAV, TCH

Chiết khấu của thị giá so với RNAV	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	23,000	21,000	18,000	15,000	13,000
Tiềm năng tăng giá	59.7%	45.8%	25.0%	4.2%	-9.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 47: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, TCH

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10,25%

Đồng		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.25%	9.25%	10.25%	11.25%	12.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	18,800	18,500	18,200	17,900	17,700
	3.5%	18,700	18,400	18,100	17,900	17,600
	4.0%	18,500	18,300	18,000	17,800	17,500
	4.5%	18,400	18,200	17,900	17,700	17,500
	5.0%	18,300	18,100	17,800	17,600	17,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu TCH đã giảm 41,4% kể từ mức đỉnh đạt được vào tháng 10/2025 và giảm 20,2% từ đầu năm đến nay, diễn biến cùng chiều với mức giảm của toàn ngành sau thông tin NHNN siết chặt tín dụng đối với lĩnh vực BĐS. Tuy nhiên, theo quan điểm của HSC, đợt điều chỉnh này đã đưa định giá của TCH xuống mức hấp dẫn hơn đáng kể, khi tiềm năng tăng giá vượt trội so với các rủi ro hiện hữu.

Biểu đồ 48: Diễn biến giá cp, TCH so với VNI

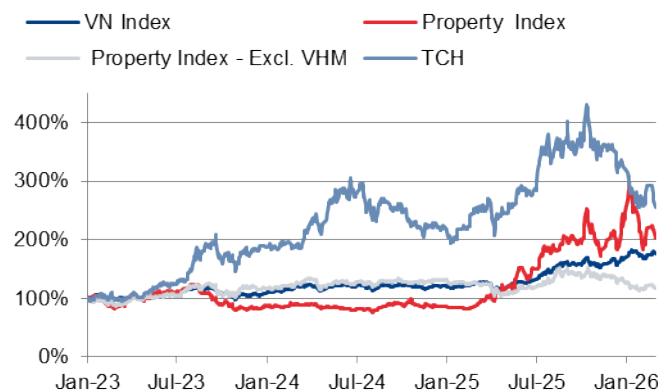
TCH đạt mức đỉnh lịch sử vào tháng 10/2025, trước khi thị trường bước vào giai đoạn điều chỉnh trên diện rộng; hiện đã giảm 20,2% từ đầu năm đến nay, so với mức tăng 3,5% của VN-Index



Ghi chú: theo giá đóng cửa 3/3.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 49: Diễn biến giá cp, TCH

TCH lần lượt tăng 101,6%, 14,8% và 47,2% trong giai đoạn 2023–2025; cổ phiếu này đã vượt trội so với HSC Property Index 53% kể từ đầu năm 2023



Ghi chú: (1) Chỉ số HSC Property Index được tính theo phương pháp tỷ trọng vốn hóa thị trường và bao gồm 10 doanh nghiệp phát triển bất động sản nhà ở tại Việt Nam, trong đó có 6 doanh nghiệp HSC khuyến nghị (VHM, NVL, KDH, NLG, PDR và DXG) và 5 doanh nghiệp ngoài khuyến nghị của HSC (VPI, DIG, CEO, HDC và HDG) (2) heo giá đóng cửa 3/3.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 50: Diễn biến giá cp, Các công ty BĐS HSC khuyến nghị

	1 tháng	3 tháng	Từ đầu năm
VHM	-3.9%	-12.5%	-19.0%
KDH	1.7%	-20.2%	-13.8%
NLG	-9.1%	-28.1%	-13.1%
DXG	-4.6%	-21.6%	-14.9%
NVL	-10.1%	-23.0%	-13.1%
PDR	-11.9%	-29.6%	-17.0%
Bình quân	-6.3%	-22.5%	-15.2%
Bình quân trừ VHM	-6.8%	-24.5%	-14.4%
VN Index	2.7%	9.0%	3.5%
TCH	-7.1%	-29.1%	-20.2%

Ghi chú: Giá đóng cửa ngày 3/3.
Nguồn: HSC

Bảng 51: Đánh giá cổ phiếu, Các công ty BĐS HSC khuyến nghị

TCH hiện giao dịch ở mức giá rẻ hơn 44% so với ước tính RNAV và giá trị trượt dự phóng 1 năm của P/E là 10 lần, và P/B là 0,7 lần - rẻ hơn nhiều so với bình quân ngành lần lượt là 33,7 lần và 1,3 lần

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	RNAVPS	Chiết khấu của thị giá với RNAV	Chiết khấu bình quân 3 năm	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/B trượt dự phóng 1 năm
VHM	Nắm giữ	123,300	31.9%	136,900	31.7%	48.0%	12.9	1.7
KDH	Mua vào	37,000	35.5%	46,233	41.0%	35.3%	32.8	1.7
NLG	Mua vào	38,700	49.1%	55,200	53.0%	35.0%	12.6	1.2
DXG	Tăng tỷ trọng	18,400	26.5%	30,700	52.6%	44.9%	38.6	1.3
NVL	Tăng tỷ trọng	14,000	21.2%	23,310	50.5%	32.2%	49.4	0.6
PDR	Nắm giữ	18,500	18.6%	26,500	41.1%	27.8%	56.1	1.3
Bình quân					45.0%	37.2%	33.7	1.3
TCH	Mua vào	18,000	25.0%	25,710	44.0%	N/a	10.0	0.7

Ghi chú: Giá đóng cửa ngày 3/3.
Nguồn: HSC

Sau diễn biến này, TCH đang giao dịch thấp hơn 44% so với RNAV trên mỗi cổ phiếu mà chúng tôi ước tính là 25.710đ và đang có P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 10,0 lần và 0,7 lần – thấp hơn đáng kể so với bình quân 5 năm ở mức 17,3 lần và 1,2 lần, đồng thời cũng thấp hơn nhiều so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC (lần lượt ở mức 33,7 lần và 1,3 lần).

Biểu đồ 52: P/E 5 năm, TCH

TCH đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 10 lần so với bình quân 5 năm ở mức 17,3 lần



Ghi chú: *P/E tăng mạnh sau khi công bố KQKD 3Q F03/26 thấp.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 53: P/B 5 năm, TCH

TCH đang giao dịch với P/B dự phóng 1 năm là 0,7 lần so với bình quân 5 năm ở mức 1,2 lần



Nguồn: HSC

Bảng 54: So sánh định giá các công ty cùng ngành, TCH

Mã CK	Vốn hóa (Triệu USD)	Doanh thu 2025 (tỷ đồng)	Lợi nhuận thuần 2025 (tỷ đồng)	2025 P/E (lần)	2025 P/B (lần)	Bình quân 3 năm ROE (%)	Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân 3 năm(%)	Tỷ suất LNT bình quân 3 năm (%)
VHM	15,779	154,102	42,111	12.4	2.2	88.3%	33.6%	38.3%
KDH	1,164	4,674	1,634	33.6	1.9	10.5%	63.0%	42.3%
NLG	490	5,645	946	21.1	1.2	25.5%	45.5%	25.6%
DXG	618	4,164	574	60.1	1.3	4.6%	52.3%	14.8%
PDR	595	1,325	515	36.4	1.5	5.4%	65.3%	75.0%
NVL	989	6,965	1,819	13.8	0.7	-4.0%	50.2%	18.9%
TB - các công ty BĐS nhà ở	3,272	29,479	7,933	29.6	1.5	21.7%	51.7%	35.8%
CEO	357	1,339	200	69.5	1.9	3.0%	37.8%	16.3%
VPI	701	2,004	395	47.2	3.5	13.5%	43.9%	25.7%
DIG	426	4,726	624	20.0	1.3	3.8%	27.8%	15.2%
HDG	396	2,786	944	14.3	1.5	22.4%	79.1%	30.4%
HDC	148	456	641	7.1	1.6	15.2%	38.4%	73.1%
TB - Ngoài các công ty BĐS nhà ở	405	2,262	561	31.6	2.0	11.6%	45.4%	32.1%
TB – tổng thể	1,969	18,139	4,861	30.4	1.7	17.5%	49.1%	34.3%
TCH*	509	1,912	419	9.9	0.7	13.1%	38.2%	34.3%

Ghi chú: (1) *Sử dụng số liệu 2003/26F cho TCH; (2) Giá đóng cửa ngày 3/3.
Nguồn: HSC

Được hỗ trợ bởi danh mục dự án vững chắc và dòng tiền mạnh từ các đợt bàn giao sắp tới, TCH đang bước vào chu kỳ tăng trưởng tiếp theo, với vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ quá trình phát triển của thành phố lớn thứ ba tại Việt Nam. Bên cạnh việc mang lại sự đa dạng cho nhóm doanh nghiệp phát triển BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC, TCH còn là lựa chọn phù hợp cho các nhà đầu tư muốn tiếp cận triển vọng kinh tế tích cực của Hải Phòng trong 5 năm tới.

Rủi ro đầu tư

Các rủi ro chính đối với khuyến nghị của HSC chủ yếu liên quan đến giả định trong dự báo lợi nhuận; cụ thể như sau:

- **Tỷ lệ hấp thụ các dự án mới thấp hơn kỳ vọng:** Như đã đề cập trong báo cáo ngành gần đây của chúng tôi, định hướng mới nhất của NHNN về hạn mức tín dụng cho thấy quan điểm thận trọng hơn đối với lĩnh vực BĐS; khi kết hợp với lãi suất gia tăng và nguồn cung tăng lên, các yếu tố này có thể làm suy yếu nhu cầu chung của thị trường.
- Mặc dù chúng tôi kỳ vọng các dự án của TCH sẽ có kết quả khả quan hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành – nhờ chiến lược tập trung vào nhu cầu thực với các dự án có vị trí đắc địa và mức giá cạnh tranh, cùng tỷ lệ người mua thanh toán bằng tiền mặt cao (hiện khoảng 80% đối với người mua tại New City II và Green River) – việc siết chặt tín dụng và lãi suất tăng vẫn có thể làm chậm khối lượng giao dịch, qua đó có thể ảnh hưởng đến định giá và dự báo KQKD trong giai đoạn tài chính 2026-2028 của chúng tôi.
- **Chậm bàn giao do thiếu hụt lao động xây dựng:** Như đã đề cập trong phần dự báo lợi nhuận, chúng tôi vẫn lo ngại rằng tình trạng thiếu hụt lao động xây dựng có thể tiếp diễn và làm chậm tiến độ bàn giao dự án. Tuy nhiên, tác động chủ yếu là đối với thời điểm ghi nhận doanh thu, có thể gây ra một số biến động nhỏ trong dự báo lợi nhuận ngắn hạn, thay vì phản ánh sự suy giảm về yếu tố cơ bản.

Phụ lục: Triển vọng thị trường BĐS Việt Nam năm 2026

Chuyển dịch chính sách: Từ siết chặt sang chủ động hỗ trợ

Kể từ khi Chính phủ nhiệm kỳ mới được kiện toàn, theo quan sát của HSC, Chính phủ đã có sự điều chỉnh rõ rệt trong quan điểm đối với lĩnh vực BĐS, chuyển từ giai đoạn siết chặt quản lý trước đây sang cách tiếp cận mang tính hỗ trợ và thúc đẩy tăng trưởng hơn.

Điều này thể hiện rõ khi từ cuối năm 2024 và trong suốt năm 2025, Chính phủ đã ban hành một loạt nghị quyết và nghị định quan trọng nhằm tháo gỡ các vướng mắc pháp lý kéo dài, đơn giản hóa thủ tục đầu tư, xử lý các tồn đọng liên quan đến thanh tra kiểm tra, đồng thời mở ra các cơ chế thí điểm mới đối với việc tiếp cận đất đai và phát triển nhà ở xã hội. Các chính sách này bao gồm khuôn khổ cho phép doanh nghiệp phát triển BĐS nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất thông qua thỏa thuận thay vì bắt buộc phải đấu giá, cơ chế xử lý các xung đột pháp lý giữa các luật có liên quan, cũng như các chỉ đạo yêu cầu địa phương đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án.

Sự thay đổi trong quan điểm của Chính phủ mở ra một giai đoạn phát triển mới cho thị trường BĐS. Nếu năm 2025 được xem là năm đặt nền tảng về khung pháp lý thì chúng tôi kỳ vọng các tác động rõ rệt hơn sẽ xuất hiện từ năm 2026, kéo theo số lượng dự án được phê duyệt gia tăng. Đồng thời, chúng tôi cũng kỳ vọng nguồn cung sản phẩm mới từ các chủ đầu tư sẽ tăng đáng kể khi tiến độ phê duyệt dự án được đẩy nhanh.

Điều này cũng nhất quán với phản hồi từ các doanh nghiệp phát triển BĐS. Trong các buổi trao đổi gần đây với lãnh đạo cấp cao của NLG và KDH, quan điểm chung cho rằng các cơ quan quản lý hiện không còn quá thận trọng trong việc phê duyệt dự án như trước. Những doanh nghiệp tuân thủ đầy đủ các thủ tục hiện đang ghi nhận quy trình phê duyệt thuận lợi hơn và các hồ sơ pháp lý quan trọng được cấp kịp thời. Chúng tôi cho rằng đây là sự thay đổi tích cực đối với toàn ngành và kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiến độ mở bán dự án nhanh hơn từ năm 2026. Các doanh nghiệp hiện cũng đang đẩy mạnh kế hoạch mở bán với nhiều dự án được triển khai đồng thời.

Bảng 55: Một số văn bản pháp lý đáng chú ý có hiệu lực trong năm 2025 ảnh hưởng đến ngành BĐS

Nhiều văn bản pháp lý đã được ban hành nhằm hỗ trợ sự phát triển của ngành BĐS

STT	Văn bản	Ngày ban hành	Ngày hiệu lực	Nội dung chính
1	Nghị quyết 171/2024/QH15; tiếp theo là Nghị định 75/2025/NĐ-CP	30/11/2024	1/4/2025	Cơ chế thí điểm cho phép doanh nghiệp BĐS nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất (bao gồm đất nông nghiệp và đất phi nông nghiệp không phải đất ở) thông qua thỏa thuận thay vì đấu giá/đấu thầu để triển khai các dự án nhà ở thương mại. Áp dụng trong 5 năm.
3	Nghị quyết 170/2024/QH15	29/11/2024	1/1/2025	Cơ chế, chính sách đặc thù để tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với các dự án, đất đai trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án tại Thành phố Hồ Chí Minh, thành phố Đà Nẵng và tỉnh Khánh Hòa
4	Nghị quyết 201/2025/QH15; tiếp theo là Nghị định 192/2025/NĐ-CP	29/5/2025	1/7/2025	Cơ chế thí điểm và chính sách đặc thù nhằm thúc đẩy phát triển nhà ở xã hội: bao gồm cơ chế giao đất, ưu đãi thuế, miễn tiền sử dụng đất, cơ chế lựa chọn chủ đầu tư và các chính sách tín dụng ưu đãi.
5	Nghị quyết 206/2025/QH15	24/6/2025	1/8/2025	Cơ chế đặc thù nhằm xử lý các vướng mắc pháp lý phát sinh do sự chồng chéo hoặc chưa rõ ràng giữa các luật, cho phép áp dụng linh hoạt một số quy định pháp luật trong các trường hợp cụ thể để đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án.
6	Nghị quyết đặc biệt nhằm tháo gỡ khó khăn và vướng mắc trong quá trình triển khai Luật Đất đai 2024	19/11/2025	Chưa có hiệu lực	Một số thay đổi nhằm hỗ trợ triển khai Luật Đất đai 2024, bao gồm: mở rộng các trường hợp giao/cho thuê đất không thông qua đấu giá; cho phép địa phương thu hồi đất khi đã hoàn tất 75% công tác bồi thường; điều chỉnh bảng giá đất theo chu kỳ 5 năm kèm hệ số điều chỉnh; đơn giản hóa quy hoạch sử dụng đất xuống còn 2 cấp hành chính; cho phép doanh nghiệp lựa chọn nộp tiền sử dụng đất hằng năm hoặc một lần.

Nguồn: HSC

Nhu cầu thực dự kiến suy yếu

Trong năm 2025, diễn biến nổi bật của thị trường BĐS Việt Nam là sự tăng mạnh của giá căn hộ tại TP.HCM và Hà Nội – phân khúc vốn được dẫn dắt chủ yếu bởi nhu cầu

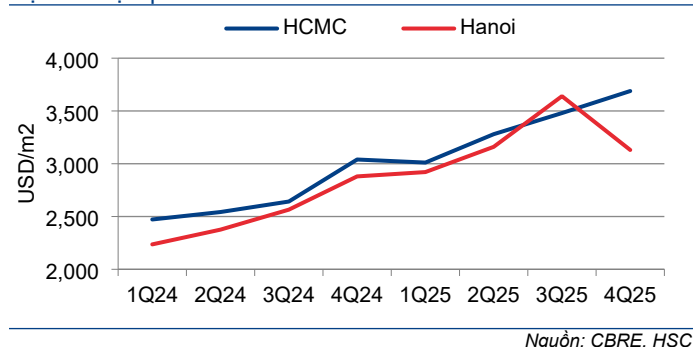
mua để ở và trước đây thường ghi nhận mức tăng giá ổn định khoảng 5-7% mỗi năm cùng lợi suất cho thuê khoảng 3-5% mỗi năm.

Theo CBRE, đến Q4/2025, giá bán bình quân thị trường sơ cấp tại Hà Nội vẫn duy trì tăng trưởng 10% so với cùng kỳ, đạt 3.130 USD/m², dù giảm 14% so với quý trước do nguồn cung mới tăng mạnh tại các khu vực ngoại thành. Trong khi đó, TP.HCM đã lấy lại vị thế là thị trường có mức giá cao hơn – sau khi tạm thời thấp hơn Hà Nội trong Q3/2025 – khi ghi nhận mức tăng 6% so với cùng kỳ (và 5% so với quý trước), đạt mức cao kỷ lục 3.688 USD/m².

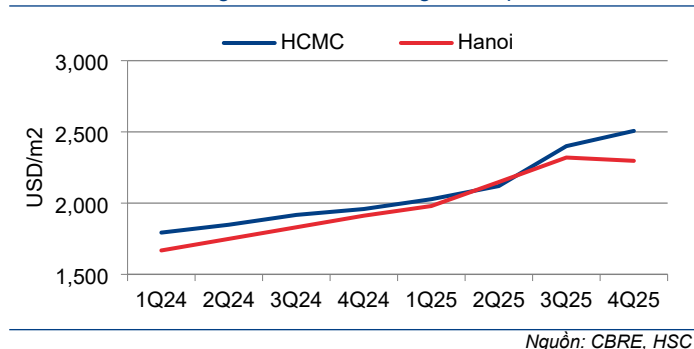
Xu hướng tương tự cũng xuất hiện trên thị trường thứ cấp, khi giá căn hộ tại Hà Nội tăng 20,1% so với cùng kỳ, dù gần như đi ngang so với quý trước với mức điều chỉnh nhẹ 1% xuống 2.297 USD/m². Ngược lại, TP.HCM tiếp tục duy trì đà tăng mạnh với mức tăng đáng kể 28% so với cùng kỳ (và 4,5% so với quý trước), đưa giá lên 2.507 USD/m².

Chúng tôi cho rằng sự tăng tốc này phản ánh sự thay đổi trong hành vi của người mua sau khủng hoảng trái phiếu, khi dòng tiền có xu hướng chuyển sang các tài sản nhà ở có nền tảng cơ bản tốt và khả năng tạo dòng tiền ổn định. Các căn hộ tại các đô thị loại I cho thấy khả năng chống chịu tốt hơn trong giai đoạn suy giảm nhờ nhu cầu mua để ở, trong khi thanh khoản của phân khúc nhà thấp tầng và đất nền tại các khu vực xa trung tâm gần như suy giảm đáng kể.

Biểu đồ 56: Giá trên thị trường sơ cấp, Hà Nội và TP.HCM
Trong Q3/2025, giá nhà chung cư trên thị trường sơ cấp tại Hà Nội đã vượt qua TP.HCM



Biểu đồ 57: Giá trên thị trường thứ cấp, Hà Nội và TP.HCM
Giá tại TP.HCM tăng mạnh ở thị trường thứ cấp



Sự thay đổi này, cùng với mặt bằng lãi suất thấp trong 9 tháng đầu năm 2025 – được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ nới lỏng và các chương trình hỗ trợ người mua nhà lần đầu – đã kích hoạt làn sóng nhu cầu đầu tư mạnh mẽ. Thanh khoản cải thiện trên thị trường thứ cấp sau đó tiếp tục củng cố niềm tin đối với các dự án mở bán mới, cho phép các chủ đầu tư tiên phong điều chỉnh tăng giá bán và góp phần đẩy mặt bằng giá chung của thị trường lên đáng kể. Phân tích của chúng tôi cho thấy làn sóng nhu cầu gần đây chủ yếu được thúc đẩy nhờ hoạt động đầu tư nhằm tìm kiếm lãi vốn hơn là nhu cầu mua để ở, đồng nghĩa với việc phân khúc này có thể trở nên nhạy cảm hơn với biến động lãi suất.

Chỉ đạo của NHNN về kiểm soát tín dụng đối với lĩnh vực BĐS trong năm 2026

Các nội dung chính trong định hướng của NHNN bao gồm:

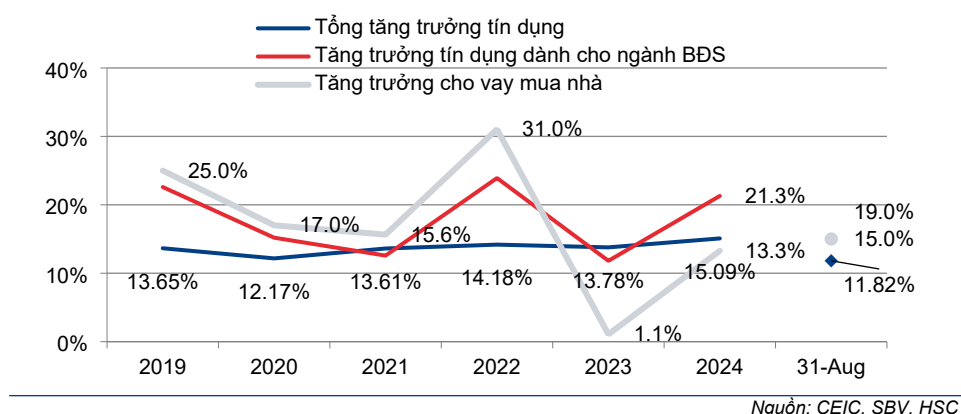
- Trần tăng trưởng tín dụng (công thức):** *Tăng trưởng tín dụng tối đa cho năm 2026 = điểm xếp hạng năm 2024 × 2,6%*. Theo nhóm phân tích ngân hàng của HSC, với thang điểm xếp hạng từ **1 (thấp nhất)** đến **5 (cao nhất)**, mức trần tăng trưởng tín dụng tối đa sẽ là 13%, trong khi phần lớn các ngân hàng có khả năng nằm trong khoảng 9-12%.
- Kiểm soát liên tục:** Dư nợ tín dụng (bao gồm tác động điều chỉnh tỷ giá) không được vượt quá hạn mức được giao tại bất kỳ thời điểm nào trong năm 2026.

- Giới hạn theo quý: Tăng trưởng tín dụng trong **Q1/2026 không được vượt quá 25%** mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm nhằm đảm bảo cân đối thanh khoản và nguồn vốn.
- **Tín dụng BĐS:** Tăng trưởng tín dụng đối với lĩnh vực BĐS trong năm 2026 không được vượt quá tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của từng tổ chức tín dụng so với cuối năm 2025.
- **Giám sát và chế tài:** NHNN sẽ theo dõi tăng trưởng tín dụng tổng thể và tăng trưởng tín dụng đối với BĐS, đồng thời có thể giảm hạn mức tín dụng được giao trong trường hợp các tổ chức tín dụng không tuân thủ quy định.

Trong giai đoạn 2018 đến tháng 8/2025, ngoại trừ các thời kỳ gián đoạn nghiêm trọng như đại dịch COVID-19 và khủng hoảng trái phiếu, tăng trưởng tín dụng đối với lĩnh vực BĐS – theo các báo cáo và biên bản họp của NHNN – luôn cao hơn so với tăng trưởng tín dụng chung của toàn nền kinh tế (Biểu đồ 56). Điều này cho thấy dòng tín dụng chảy vào lĩnh vực BĐS duy trì ở mức cao mang tính cấu trúc so với các ngành khác.

Biểu đồ 58: Tăng trưởng tín dụng, tổng dư nợ cho ngành BĐS

Tăng trưởng tín dụng dành cho ngành BĐS tăng nhanh hơn tổng tăng trưởng tín dụng cả nền kinh tế trong nhiều năm



Trong khi đó, mặc dù dư nợ cho vay mua nhà tăng chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng chung nhưng HSC cho rằng hoạt động cho vay thế chấp hiện tập trung khá lớn tại một số ngân hàng và trong một số phân khúc sản phẩm nhất định. Theo trao đổi của chúng tôi với các chủ đầu tư, tỷ lệ người mua sản phẩm thấp tầng sử dụng vay thế chấp đã tăng mạnh trong những năm gần đây, từ khoảng 40-50% tổng số người mua lên mức 80-90%. Đây là yếu tố đáng lưu ý khi phân khúc này tại Việt Nam thường thu hút nhiều nhà đầu tư và người mua mang tính đầu cơ. Chúng tôi cũng quan sát thấy xu hướng tương tự trong phân khúc căn hộ cao tầng cao cấp.

Sang năm 2026, mức trần tăng trưởng tín dụng 9-12% – như đã đề cập ở trên, không bao gồm bốn ngân hàng đang tiếp nhận các tổ chức tín dụng ‘0 đồng’ (gồm VCB (Mua vào, giá mục tiêu 72.900đ), MBB (Mua vào, giá mục tiêu 30.400đ), HDB (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 28.915đ) và VPB (Mua vào, giá mục tiêu 35.200đ)), vốn được cấp hạn mức cao hơn – cho thấy dư địa tăng trưởng tín dụng thấp hơn đáng kể so với năm 2025. Trong năm trước, Chính phủ ưu tiên mục tiêu tăng trưởng kinh tế và chỉ đạo NHNN hỗ trợ nền kinh tế thông qua việc mở rộng tín dụng ở mức cao, qua đó đưa tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống lên khoảng 19,1%.

Đáng chú ý, trong năm nay NHNN đã áp dụng mức trần riêng đối với tăng trưởng tín dụng dành cho lĩnh vực BĐS, theo đó mức tăng trưởng này không được vượt quá tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của từng tổ chức tín dụng. Điều này hàm ý tăng trưởng tín dụng đối với lĩnh vực BĐS tại phần lớn các ngân hàng sẽ chỉ ở mức tối đa khoảng 9-10%, thấp hơn đáng kể so với mức tăng 21,3% của tín dụng BĐS trong năm 2024 (cao hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng chung 15,1%) và 19% trong 8 tháng đầu năm 2025 (so với mức tăng tín dụng toàn hệ thống khoảng 15%). Mặc dù số liệu cả năm 2025 vẫn chưa được công bố đầy đủ nhưng chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín

dụng đối với lĩnh vực BĐS có thể đạt khoảng 20-30%, so với mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống khoảng 19%.

HSC xem đây là một động thái siết chặt đáng kể, đặc biệt trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp phát triển BĐS lớn trong ngành vẫn phụ thuộc đáng kể vào vốn vay, đồng thời mức độ sử dụng đòn bẩy vay mua nhà của nhà đầu tư và người mua mang tính đầu cơ trong phân khúc sản phẩm thấp tầng và căn hộ cao cấp ngày càng gia tăng, như đã đề cập ở trên. Do đó, việc siết chặt tín dụng nhiều khả năng sẽ gây áp lực đáng kể lên nhu cầu thị trường trong ngắn hạn.

Tuy nhiên, nếu không có các biện pháp kiểm soát từ cơ quan quản lý, các ngân hàng tại Việt Nam về mặt cấu trúc thường ưu tiên cho vay đối với lĩnh vực BĐS nhờ tốc độ tăng trưởng cao, tài sản bảo đảm rõ ràng và NIM hấp dẫn. Điều này đã góp phần thúc đẩy sự mở rộng nhanh của các sản phẩm mang tính đầu cơ và mức đòn bẩy tài chính cao, qua đó tiềm ẩn rủi ro đối với tính bền vững dài hạn của ngành. Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng động thái can thiệp của NHNN là kịp thời và cần thiết, góp phần thúc đẩy sự phát triển lành mạnh hơn của thị trường, hạn chế tình trạng tập trung nguồn lực quá mức vào một số doanh nghiệp phát triển lớn (thường tập trung vào các sản phẩm mang tính đầu cơ), đồng thời tái phân bổ dòng tín dụng sang các doanh nghiệp quy mô nhỏ hơn hiện đang tập trung nhiều hơn vào phân khúc nhà ở đáp ứng nhu cầu thực.

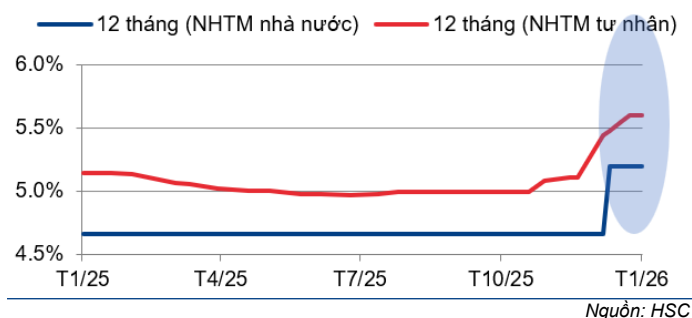
Nhìn chung, cho năm 2026, HSC dự kiến điều kiện tín dụng thắt chặt hơn cùng với mặt bằng lãi suất gia tăng sẽ làm nhu cầu BĐS suy yếu.

Lãi suất cho vay mua nhà tăng

Kể từ tháng 10/2025, lãi suất cho vay mua nhà đã tăng đáng kể, bình quân khoảng 100-300 điểm cơ bản. Các ngân hàng hiện không còn sẵn sàng áp dụng thời gian cố định lãi suất dài 2-3 năm; thay vào đó, kỳ hạn lãi suất cố định đã rút ngắn xuống còn 12-18 tháng, với mức lãi suất cố định tăng từ khoảng 5,5-7,0% trước đây lên khoảng 7-9%. Lãi suất thả nổi cũng tăng theo xu hướng tăng của lãi suất huy động, mà theo ước tính của nhóm phân tích ngân hàng của chúng tôi đã tăng khoảng 100-300 điểm cơ bản.

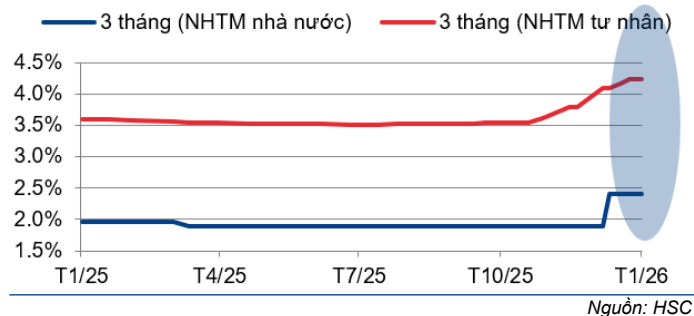
Biểu đồ 59: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng, covered banks

Lãi suất tiền gửi bình quân tăng đáng kể kể từ T10/2025



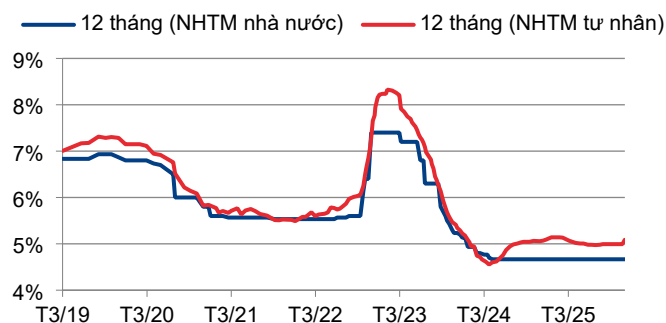
Biểu đồ 60: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng, các NHTM HSC khuyến nghị

Lãi suất tiền gửi bình quân tăng đáng kể kể từ T10/2025



Biểu đồ 61: Lãi suất tiền gửi 12 tháng, các NHTM HSC khuyến nghị

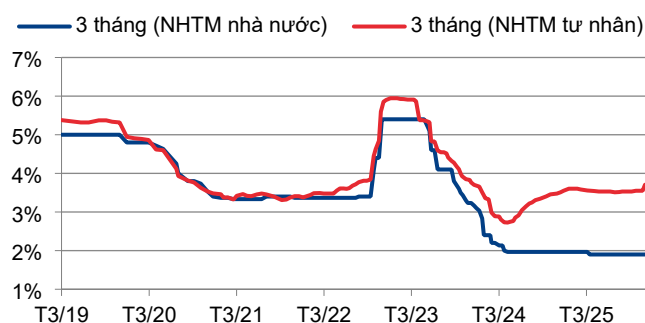
Lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng đã tăng nhẹ trong tháng 10 ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 62: Lãi suất tiền gửi 3 tháng, các NHTM HSC khuyến nghị

... tương tự đối với lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 3 tháng



Nguồn: HSC

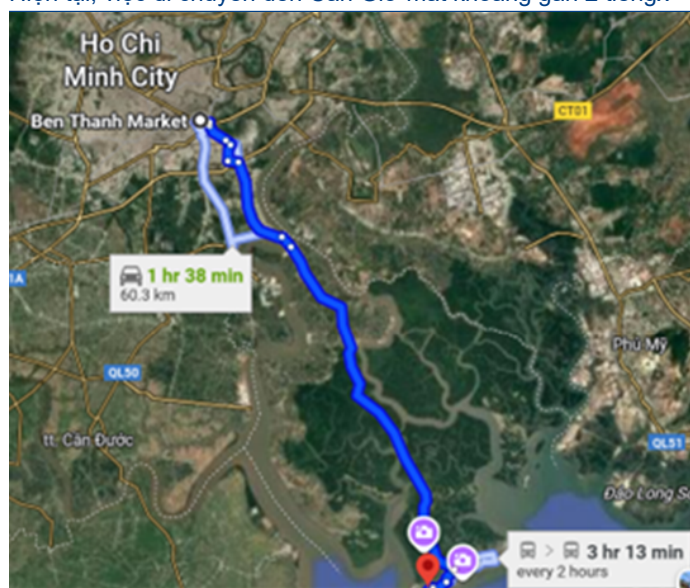
Trong bối cảnh dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ trong năm 2026 khá hạn chế, chúng tôi cho rằng lãi suất khó có khả năng giảm đáng kể. Chi phí vay vốn gia tăng, cùng với việc kiểm soát chặt chẽ hơn đối với tăng trưởng tín dụng, được kỳ vọng sẽ gây áp lực lên nhu cầu nhà ở trong năm 2026. Theo quan điểm của chúng tôi, nhu cầu mang tính đầu cơ – là nhu cầu nhạy cảm hơn với biến động lãi suất – sẽ chịu tác động mạnh hơn. Do đó, các doanh nghiệp tập trung vào phân khúc nhà thấp tầng và căn hộ cao cấp nhiều khả năng sẽ chịu áp lực lớn hơn so với các doanh nghiệp tập trung vào phân khúc nhà ở giá phải chăng đến trung cấp, vốn chủ yếu phục vụ nhu cầu ở thực.

Sự nổi lên của mô hình TOD

Khái niệm phát triển đô thị theo định hướng giao thông công cộng (TOD) gần đây đã bắt đầu xuất hiện tại Việt Nam sau khi một số dự án hạ tầng quy mô lớn được đưa vào vận hành hoặc phê duyệt, như tuyến Metro số 1 Bến Thành-Suối Tiên tại TP.HCM hay dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam.

Biểu đồ 63: Tuyến metro Bến Thành - Cần Giờ

Hiện tại, việc di chuyển đến Cần Giờ mất khoảng gần 2 tiếng



Nguồn: Google map

Biểu đồ 64: Đường sắt cao tốc Bến Thành-Cần Giờ

Dự kiến thời gian di chuyển sẽ được rút ngắn xuống dưới 15 phút nhờ hệ thống HPR.



Nguồn: Vinhomes

Gần đây, Vinhomes đã khởi động dự án lớn nhất từ trước đến nay của Công ty (2.870 ha) tại Cần Giờ, được phát triển theo mô hình TOD và dự kiến kết nối với khu trung tâm TP.HCM thông qua tuyến đường sắt cao tốc do Vin Speed – một công ty trong hệ sinh thái của Tập đoàn – đầu tư phát triển (đơn vị này cũng đang đề xuất đầu tư dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam). Theo doanh nghiệp, khi hoàn thành, tuyến đường sắt cao tốc Cần Giờ-Bến Thành sẽ rút ngắn thời gian di chuyển từ dự án đến khu trung tâm TP.HCM từ khoảng 1 giờ 45 phút hiện nay xuống còn khoảng 12 phút. Dự án cũng được quy hoạch kết nối với Vũng Tàu thông qua cầu vượt biển Cần Giờ-Vũng Tàu, dự kiến rút ngắn thời gian di chuyển giữa các khu vực ven biển xuống còn khoảng 10 phút.

Công ty đã hoàn tất một giao dịch bán buôn trị giá 67 nghìn tỷ đồng cho một đối tác trong nước trong Q3/2025 và mở đặt chỗ khoảng 2.000 căn thấp tầng trong Q4/2025. Với quy mô lớn của dự án, nếu được triển khai thành công, dự án này có thể làm gia tăng đáng kể mức độ cạnh tranh tại thị trường khu vực phía Nam trong các quý tới.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
Doanh thu	3,803	4,667	4,714	8,979	10,559
Lợi nhuận gộp	1,529	1,797	1,839	3,486	4,479
Chi phí BH&QL	(339)	(412)	(370)	(577)	(656)
Thu nhập khác	21.6	14.9	6.24	0	0
Chi phí khác	(5.74)	(107)	(4.92)	0	0
EBIT	1,206	1,293	1,471	2,908	3,823
Lãi vay thuần	(34.2)	0	(11.0)	(20.0)	(15.9)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	362	129	483	930	1,309
LNTT	1,534	1,422	1,942	3,818	5,116
Chi phí thuế TNDN	(291)	(301)	(388)	(764)	(1,023)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(499)	(267)	(221)	(399)	(437)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	744	855	1,332	2,656	3,656
Lợi nhuận thuần ĐC	744	855	1,332	2,656	3,656
EBITDA ĐC	1,271	1,415	1,533	2,971	3,885
EPS (đồng)	1,113	1,280	1,461	2,912	4,008
EPS ĐC (đồng)	1,113	1,280	1,461	2,912	4,008
DPS (đồng)	648	124	476	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	668	668	912	912	912
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	668	668	912	912	912
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	668	668	912	912	912

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
Tiền & tương đương tiền	486	1,268	6,278	10,722	15,115
Đầu tư ngắn hạn	1,483	2,470	3,458	4,841	6,778
Phải thu khách hàng	424	832	1,104	2,072	2,355
Hàng tồn kho	9,837	8,472	11,345	11,864	10,426
Các tài sản ngắn hạn khác	213	193	199	205	212
Tổng tài sản ngắn hạn	12,442	13,235	22,383	29,704	34,886
TSCĐ hữu hình	299	298	285	272	259
TSCĐ vô hình	56.9	56.8	56.6	56.4	56.3
Bất động sản đầu tư	1,715	1,666	1,620	1,574	1,528
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	112	50.0	291	291	291
Tổng tài sản dài hạn	2,183	2,071	2,252	2,193	2,134
Tổng cộng tài sản	14,625	15,306	24,636	31,897	37,020
Nợ ngắn hạn	33.2	1.05	79.7	79.7	79.7
Phải trả người bán	311	663	508	996	1,193
Nợ ngắn hạn khác	500	496	451	424	412
Tổng nợ ngắn hạn	2,085	1,463	7,053	11,339	12,449
Nợ dài hạn	1.00	303	319	239	159
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	6.45	6.20	171	171	171
Nợ dài hạn khác	98.3	85.2	85.2	85.2	85.2
Tổng nợ dài hạn	106	395	575	496	416
Tổng nợ phải trả	2,191	1,857	7,629	11,835	12,865
Vốn chủ sở hữu	12,434	13,449	17,007	20,062	24,155
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	12,434	13,449	17,007	20,062	24,155
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,625	15,306	24,636	31,897	37,020
BVPS (đ)	18,607	20,126	18,646	21,995	26,482
Nợ thuần/(tiền mặt)	(452)	(964)	(5,879)	(10,403)	(14,876)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
EBIT	1,206	1,293	1,471	2,908	3,823
Khấu hao	(65.1)	(122)	(62.2)	(62.3)	(62.3)
Lãi vay thuần	(34.2)	0	(11.0)	(20.0)	(15.9)
Thuế TNDN đã nộp	(291)	(301)	(388)	(764)	(1,023)
Thay đổi vốn lưu động	(5,826)	11.1	2,530	2,796	2,261
Khác	340	342	479	927	1,306
LCT thuần từ HKKD	(4,540)	1,468	4,143	5,910	6,413
Đầu tư TS dài hạn	(14.6)	(26.6)	0.79	(3.04)	(3.10)
Góp vốn & đầu tư	(11,900)	(5,227)	(988)	(1,383)	(1,937)
Thanh lý	16,537	4,268	0	0	0
Khác	499	113	(244)	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	5,122	(873)	(1,232)	(1,386)	(1,940)
Cổ tức trả cho CSH	(433)	(82.7)	(434)	0	0
Thu từ phát hành CP	(16.2)	0	2,439	0	0
Tăng/giảm nợ	(9.74)	270	93.8	(79.7)	(79.7)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(459)	188	2,098	(79.7)	(79.7)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	363	486	1,268	6,278	10,722
LCT thuần trong kỳ	123	783	5,010	4,444	4,393
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.03)	(0.38)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	486	1,268	6,278	10,722	15,115
Dòng tiền tự do	(4,555)	1,441	4,143	5,907	6,409

Các chỉ số tài chính	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	40.2	38.5	39.0	38.8	42.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.4	30.3	32.5	33.1	36.8
Tỷ suất LNT (%)	19.6	18.3	28.3	29.6	34.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.0	21.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	81.7	22.7	1.00	90.5	17.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	179	11.3	8.32	93.8	30.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	202	14.9	55.8	99.3	37.7
Tăng trưởng EPS (%)	202	14.9	14.2	99.3	37.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	202	14.9	14.2	99.3	37.7
Tăng trưởng DPS (%)	(63.6)	(80.9)	285	(100)	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	58.2	9.67	32.6	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.18	6.61	8.75	14.3	16.5
ROACE (%)	9.92	9.80	9.36	15.3	16.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.31	0.24	0.32	0.31
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.76)	1.14	2.82	2.03	1.68
Số ngày tồn kho	1,579	1,077	1,440	788	626
Số ngày phải thu	68.0	106	140	138	141
Số ngày phải trả	49.9	84.3	64.5	66.2	71.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	5.12	(5.65)	0.51	(2.93)	(17.1)
Nợ/tài sản (%)	7.67	3.32	25.8	31.8	29.7
EBIT/lãi vay (lần)	35.3	nm	134	146	241
Nợ/EBITDA (lần)	0.88	0.36	4.15	3.41	2.83
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.97	9.05	3.17	2.62	2.80
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.41	1.86	1.54	0.30	(0.16)
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.21	6.12	4.73	0.92	(0.45)
P/E (lần)	12.9	11.3	9.86	4.95	3.59
P/E ĐC (lần)	12.9	11.3	9.86	4.95	3.59
P/B (lần)	0.77	0.72	0.77	0.65	0.54
Lợi suất cổ tức (%)	4.50	0.86	3.31	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn