

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

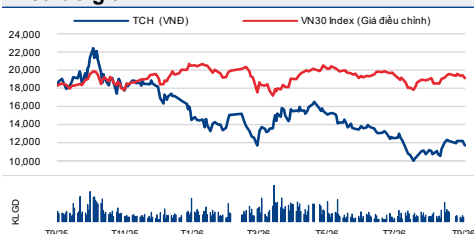
Giá mục tiêu: VNĐ15,700 (từ VNĐ18,182)

Tiềm năng tăng/giảm: 34.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/9/2026)	11,700
Mã Bloomberg	TCH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,000-22,382
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	12,060
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,739
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	453
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,003
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	492
Slg CP NN được mua (tr.đv)	89.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.94%
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	5.06	(14.2)	(36.1)
So với chỉ số	4.29	(13.7)	(38.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2027F	1,595	3,409	(53.2)
2028F	2,132	3,479	(38.7)
2029F	2,970	-	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

Lợi thế tiền mặt thuần giữa bão suy thoái; Nâng k/n lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với TCH lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) nhưng giảm 13,7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.700 đồng. Tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm mạnh dự báo lợi nhuận ngắn hạn gần như được bù đắp hoàn toàn từ việc chuyển cơ sở định giá đến giữa NĐTC 2027-2028 (năm tài chính kết thúc vào cuối tháng 3).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh lần lượt 50,3%, 42,6% và 26,2% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2026-2027 đến NĐTC 2028-2029 nhằm phản ánh tiến độ bán hàng và tỷ lệ hấp thụ chậm lại, cùng các giả định giá bán bình quân thận trọng hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất neo ở mức cao.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,1% trong 1 tháng qua nhưng giảm 14,2% trong 3 tháng qua, TCH đang giao dịch với P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 11,3 lần và 0,7 lần, thấp hơn so với bình quân của các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị ở mức 33,4 lần và 1,1 lần (không bao gồm TCH).

Sự kiện: Phân tích sau khi công bố KQKD Q1/NĐTC 2026-2027 & cập nhật tiến độ các dự án

HSC cập nhật các dự báo lợi nhuận và luận điểm đầu tư đối với TCH nhằm phản ánh: (1) việc điều chỉnh các giả định hoạt động sau khi công ty công bố KQKD Q1/NĐTC 2026-2027 trong bối cảnh tỷ lệ hấp thụ chậm lại và lãi suất neo ở mức cao, và (2) tiến triển pháp lý tại dự án Tô Hiệu (đã giải phóng mặt bằng 100%) và Lô 1.14 Bắc Sông Cấm (đã nộp tiền sử dụng đất).

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2026-2027 đến NĐTC 2028-2029

Nhằm phản ánh tỷ lệ hấp thụ chậm lại, HSC giảm lần lượt 48,9%, 34,7% và 24,5% dự báo doanh thu cho NĐTC 2026-2027, 2027-2028 và 2028-2029 xuống còn 5.482 tỷ đồng (tăng trưởng 278,7%), 7.469 tỷ đồng (tăng trưởng 36,2%) và 8.962 tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm lần lượt 50,3%, 42,6% và 26,2% xuống còn 1.601 tỷ đồng (tăng trưởng 658,4%), 2.139 tỷ đồng (tăng trưởng 33,6%) và 2.980 tỷ đồng (tăng trưởng 39,3%), chủ yếu đến từ hoạt động bán giao đồng loạt tại các dự án Green River, New City II, Commerce H2 và Lô 1.14. Trong giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2028-2029, các dự báo sau điều chỉnh của chúng tôi cho thấy doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 83,6%.

Định giá: Giảm 13,7% giá mục tiêu; nâng k/n lên Mua vào

TCH hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 48,1% so với ước tính RNAV/cp giữa NĐTC 2027-2028 ở mức 22.549 đồng, cũng như với P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm là 11,3 lần và 0,7 lần. Nhằm phản ánh rõ nét hơn bối cảnh trầm lắng của thị trường BĐS, HSC tăng mức chiết khấu giả định so với RNAV lên 30% (từ 20% trước đây), qua đó giảm giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.700 đồng. Mặc dù đã giảm giá mục tiêu, việc giá cổ phiếu điều chỉnh mạnh trong thời gian gần đây đã mang lại tiềm năng tăng giá tới 34,2%, củng cố vững chắc cho quyết định nâng khuyến nghị lên Mua vào. Trong khi mặt bằng lãi suất neo ở mức cao làm suy yếu tâm lý chung của toàn ngành, TCH trở nên nổi bật nhờ bằng ĐDKT không sử dụng đòn bẩy và quỹ đất sạch. Nhờ cơ cấu vốn không nợ vay và lượng tiền mặt dồi dào 5,9 nghìn tỷ đồng – mang lại 450-500 tỷ đồng doanh thu từ HĐ tài chính định kỳ mỗi năm – cùng quỹ đất sạch có vị trí đắc địa tại Hải Phòng, TCH hội tụ tám đệm lợi nhuận phòng thủ và tiến độ bàn giao dự án ổn định xuyên suốt đến hết NĐTC 2028-2029. Yếu tố trên định vị TCH là một cổ phiếu có tỷ lệ lợi nhuận/rủi ro hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/9.

Cuối năm: Tháng 3	03-25A	03-26A	03-27F	03-28F	03-29F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,415	178	1,844 ▼	2,373 ▼	3,498
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	855	211	1,601 ▼	2,139 ▼	2,980
EPS ĐC (đồng)	1,163	210	1,595 ▼	2,132 ▼	2,970
DPS (đồng)	124	48.4	44.0	48.4 ▲	48.4
BVPS (đồng)	20,126	15,750	16,099 ▼	18,479 ▼	22,030
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.84	50.4	4.93	3.22	1.49
P/E ĐC (lần)	10.1	55.6	7.33	5.49	3.94
Lợi suất cổ tức (%)	1.06	0.41	0.38	0.41	0.41
P/B (lần)	0.58	0.74	0.73	0.63	0.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	14.9	(81.9)	658	33.6	39.3
ROAE (%)	6.61	1.52	10.5	12.3	14.7

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

Doanh số bán nhà tăng chậm lại, lợi thế tiền mặt thuần làm bộ đỡ

Sau khi phân tích hiệu quả hoạt động dựa trên KQKD Q1/NĐTC 2026-2027 và các cập nhật pháp lý gần đây, HSC đã điều chỉnh dự báo lợi nhuận và định giá đối với TCH. Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 50,3%, 42,6% và 26,2% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2026-2027 đến NĐTC 2028-2029 nhằm phản ánh doanh số bán nhà tăng chậm lại và việc giảm giá định giá bán bình quân trong bối cảnh lãi suất cho vay neo ở mức cao. Áp lực lợi nhuận ngắn hạn này được kỳ vọng sẽ giảm bớt nhờ doanh thu HĐ tài chính định kỳ hàng năm từ lượng tiền mặt thuần dồi dào lên đến 5,9 nghìn tỷ đồng (tính đến tháng 6/2026), bên cạnh các đợt bàn giao sắp tới tại Green River và Commerce H2. Nhằm phản ánh rõ nét hơn bối cảnh trầm lắng của thị trường BĐS, chúng tôi tăng mức chiết khấu định giá so với RNAV lên 30% (từ 20% trước đây), qua đó giảm giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.700 đồng. Mặc dù đã giảm giá mục tiêu, việc giá cổ phiếu điều chỉnh mạnh trong thời gian gần đây đã mang lại tiềm năng tăng giá tới 34,2%, củng cố vững chắc cho quyết định nâng khuyến nghị lên Mua vào.

KQKD mới nhất và cập nhật tiến độ các dự án

Tỷ lệ hấp thụ thấp trong môi trường lãi suất cao

BLĐ cho biết doanh số bán BĐS nhà ở tại Hải Phòng đã suy yếu rõ rệt trong những quý gần đây, chủ yếu do áp lực từ mặt bằng lãi suất neo ở mức cao và chính sách thắt chặt tín dụng từ hệ thống ngân hàng thương mại. Chi phí vốn vay leo thang cùng tâm lý phòng thủ của người mua nhà đã kéo dài thời gian ra quyết định của khách hàng tiềm năng, gây áp lực trực tiếp lên tỷ lệ hấp thụ trên thị trường sơ cấp.

Nhằm phản ánh bối cảnh trầm lắng này, HSC đã điều chỉnh mô hình dự báo theo hướng kéo dài chu kỳ hấp thụ và áp dụng giả định giá bán bình quân thận trọng hơn cho các đợt mở bán tiếp theo, đặc biệt tại các dự án Hoàng Huy Green River và New City II. Tiến độ mở bán thực tế, giá trị dự án chưa bàn giao và kế hoạch bàn giao dự án của TCH được tổng hợp chi tiết trong Bảng 1.

Bảng 1: Doanh số các dự án và tiến độ bàn giao

Bàn giao trong ngắn hạn tập trung tại Green River và Commerce H2, trong khi New City II đóng vai trò chủ lực trong quỹ dự án tương lai

Dự án	Quy mô tổng thể (căn)	Lũy kế đã bàn giao	Đã ký hợp đồng	Số sản phẩm còn lại	Tình trạng
Hoàng Huy New City II	4,189	0	610	3,579	Thi công cọc khu cao tầng; xây dựng TH
Hoàng Huy Green River	1,257	22	696	561	Bắt đầu bàn giao những căn đầu tiên
Hoàng Huy Commerce H2	976	0	626	350	Thi công kết cấu chính
Hoàng Huy Commerce H1	2,496	2,291	71	134	Hoàn tất bàn giao
150 Tô Hiệu	1,111	0	0	1,111	Hoàn tất 100% công tác giải phóng mặt bằng
Lô 1.14	N/A	N/A	N/A	Chưa mở bán	Đã hoàn tất thanh toán toàn bộ tiền sử dụng đất
Tổng	10,029	2,313	2,003	5,735	

Lưu ý: Số liệu phản ánh số lượng sản phẩm thương mại ký hợp đồng mới thuần trong 2H-FY3/26 và 1Q-FY3/27
Nguồn: TCH, HSC

Bảng 2: Doanh số ký hợp đồng tại các dự án trọng điểm (units)

Doanh số ký hợp đồng đạt đỉnh trong Q2-FY3/26 trước khi giảm tốc mạnh trong năm 2026 tại các dự án trọng điểm

Dự án	1Q-FY3/26 (T6/25)	2Q-FY3/26 (T9/25)	3Q-FY3/26 (T12/25)	4Q-FY3/26 (T2/26)	1Q-FY3/27 (T6/26)	Tình trạng
New City II	45	369	153	N/A	43*	Đạt đỉnh vào tháng 9/2025; chậm lại đáng kể trong năm 2026
Green River	111	196	33	N/A	39*	Tốc độ tiêu thụ các sản phẩm thấp tầng có tỷ suất lợi nhuận cao giảm dần
Commerce H2	N/A	369	232	N/A	25*	Tiêu thụ tăng mạnh trong giai đoạn đầu; chậm lại khi dự án gần hoàn thành phần kết cấu
Commerce H1	45	36	37	N/A	7	Lượng hàng tồn kho còn lại đang tiến gần đến thời điểm hoàn thiện để đưa vào vận hành
Tổng	201	970	455	N/A	114	

Lưu ý: *Phản ánh lượng bán ròng trong giai đoạn tháng 1-6/2026
Nguồn: TCH, HSC

Tiến độ pháp lý dự án: Bước ngoặt GPMB tại dự án Tô Hiệu và Lô 1.14

Mặc dù tỷ lệ hấp thụ trên thị trường sơ cấp vẫn còn yếu, TCH tiếp tục đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng và hoàn thiện các thủ tục pháp lý:

- **Dự án Tô Hiệu:** Công tác giải phóng mặt bằng và đền bù đất đã hoàn tất 100%, với 16.177 m² đất sạch được UBND TP Hải Phòng chính thức bàn giao vào tháng 8/2026, dọn đường cho việc khởi động dự án (Hình 3 và 4).
- **Dự án Lô 1.14:** TCH đã nộp đủ tiền sử dụng đất (hoàn tất vào tháng 6/2026).

Hình 3: Khu đất 150 Tô Hiệu trên ảnh vệ tinh (1,6 ha)

Hoàn tất 100% công tác giải phóng mặt bằng



Nguồn: TCH, HSC

Bảng 4: Khu đất dự án 150 Tô Hiệu

Hoàn tất 100% công tác giải phóng mặt bằng



Nguồn: TCH, HSC

Chúng tôi đánh giá đây là diễn biến tích cực. Việc TCH hoàn tất giải phóng mặt bằng và chính thức nhận bàn giao khu đất 150 Tô Hiệu (1,6 ha) vào tháng 8/2026 tiếp tục khẳng định năng lực thực thi pháp lý vượt trội của công ty. Chúng tôi lưu ý rằng dự án 150 Tô Hiệu đại diện cho một quỹ đất "vàng" hiếm hoi tại khu vực trung tâm thành phố Hải Phòng. Trong khi nguồn cung mới toàn thị trường tập trung chủ yếu tại vùng ven Thủy Nguyên, quận nội đô Lê Chân lại đối mặt với tình trạng cạn kiệt quỹ đất nghiêm trọng, tạo lợi thế độc quyền giúp dự án gần như không có đối thủ cạnh tranh sơ cấp trực tiếp.

Bất chấp giá trị khan hiếm của dự án Tô Hiệu, chúng tôi cho rằng BLĐ sẽ ưu tiên đẩy mạnh triển khai dự án Lô 1.14 Bắc Sông Cấm (3,25 ha) trước dự án Tô Hiệu. Việc hoàn tất 100% nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất vào tháng 6/2026 giúp Lô 1.14 lập tức sẵn sàng đón đầu làn sóng nhu cầu từ tiến trình lên thành phố của Thủy Nguyên và việc di dời trung tâm hành chính mới của Hải Phòng. Chiến lược này cho phép TCH đón đầu làn sóng phát triển hạ tầng mạnh mẽ tại trung tâm hành chính mới, đồng thời tích lũy quỹ đất 150 Tô Hiệu làm "cửa để dành" chiến lược cho chu kỳ thị trường tiếp theo.

Giữ vững vị thế tiền mặt thuần – vùng đệm lợi nhuận phòng thủ và dự địa tăng trưởng từ chiến lược M&A

Trong bối cảnh chi phí vốn leo thang tạo áp lực lớn lên các công ty cùng ngành có tỷ lệ đòn bẩy cao, TCH nổi trội nhờ có bảng CĐKT thuộc nhóm an toàn và lành mạnh nhất trong nhóm các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, với cơ cấu hoàn toàn không nợ vay và lượng tiền mặt tích lũy đạt 5,9 nghìn tỷ đồng tính đến tháng 6/2026. Trong môi trường lãi suất cao, vị thế tiền mặt thuần dồi dào này đóng vai trò như một cơ chế phòng vệ kép đặc biệt hiệu quả:

- **Vùng đệm lợi nhuận:** Tạo ra khoản lợi nhuận HĐ tài chính định kỳ 450-500 tỷ đồng mỗi năm, giúp bảo vệ lợi nhuận thuần và dòng tiền bất chấp tình trạng trì hoãn bàn giao tạm thời.
- **Mở rộng quỹ đất nghịch chu kỳ:** Với nguồn thanh khoản vượt trội, TCH có thể chủ động mở rộng quỹ đất (thông qua các thương vụ M&A hoặc tham gia đấu giá công khai) mà không tạo ra áp lực tài chính.

Dự báo: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn từ NĐTC 2026-2027 đến NĐTC 2028-2029 do giảm dự báo doanh thu

HSC giảm lần lượt 50,3%, 42,6% và 26,2% dự báo lợi nhuận thuần cho các NĐTC 2026-2027, 2027-2028 và 2028-2029, chủ yếu do: (1) mặt bằng lãi suất cao tiếp tục làm suy yếu tâm lý thị trường, (2) chu kỳ hấp thụ sản phẩm tại các dự án kéo dài hơn dự kiến, và (3) áp dụng giả định giá bán bình quân thận trọng hơn cho các giai đoạn mở bán tiếp theo tại các dự án trọng điểm của TCH (Green River, New City II và Commerce H2). Chi tiết như sau:

- Điều chỉnh dự báo doanh thu:** Chúng tôi giảm 48,9% dự báo doanh thu cho NĐTC 2026-2027 xuống 5.482 tỷ đồng (tăng trưởng 278,7% từ mức nền thấp của NĐTC 2025-2026), đồng thời giảm lần lượt 34,7% và 24,5% dự báo doanh thu NĐTC 2027-2028 và 2028-2029 lên 7.469 tỷ đồng (tăng trưởng 36,2%) và 8.962 tỷ đồng (tăng trưởng 20%).
- Lợi nhuận và bàn giao:** Lợi nhuận thuần NĐTC 2026-2027 dự kiến đạt 1.601 tỷ đồng (tăng trưởng 658,4%), chủ yếu nhờ bàn giao tại các dự án Hoàng Huy Green River và Commerce H2. Lợi nhuận thuần của NĐTC 2027-2028 và 2028-2029 dự kiến đạt lần lượt 2.139 tỷ đồng (tăng trưởng 33,6%) và 2.980 tỷ đồng (tăng trưởng 39,3%) khi các đợt bàn giao bổ sung thêm các sản phẩm thấp tầng tại dự án New City II và Lô 1.14.

Nhìn chung, trong giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2028-2029, dự báo sau điều chỉnh của chúng tôi cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 83,6% và 141,7%.

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận, TCH

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
FY3/27F				
Doanh thu thuần	10,731	5,482	-48.9%	278.7%
Lợi nhuận gộp	4,924	2,163	-56.1%	520.6%
Lợi nhuận tài chính	607	507	-16.5%	114.4%
Chi phí bán hàng	(698)	(381)	-45.5%	71.0%
Lợi nhuận hoạt động	4,834	2,289	-52.6%	531.6%
Lợi nhuận thuần khác	-	-	N/m	-100.0%
LNTT	4,834	2,289	-52.6%	548.5%
Lợi nhuận thuần	3,220	1,601	-50.3%	658.4%
Lợi nhuận ròng ktx	-	-	N/m	-100.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	3,220	1,601	-50.3%	596.9%
FY3/28F				
Doanh thu thuần	11,431	7,469	-34.7%	36.2%
Lợi nhuận gộp	5,063	2,801	-44.7%	29.5%
Lợi nhuận tài chính	1,050	734	-30.0%	44.9%
Chi phí bán hàng	(741)	(490)	-33.9%	28.7%
Lợi nhuận hoạt động	5,372	3,046	-43.3%	33.1%
Lợi nhuận thuần khác	-	-	N/m	N/m
LNTT	5,372	3,046	-43.3%	33.1%
Lợi nhuận thuần	3,728	2,139	-42.6%	33.6%
Lợi nhuận ròng ktx	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận 'cốt lõi'	3,728	2,139	-42.6%	33.6%
FY3/29F				
Doanh thu thuần	11,864	8,962	-24.5%	20.0%
Lợi nhuận gộp	5,390	4,014	-25.5%	43.3%
Lợi nhuận tài chính	1,383	1,079	-22.0%	46.8%
Chi phí bán hàng	(776)	(578)	-25.5%	18.0%
Lợi nhuận hoạt động	5,997	4,514	-24.7%	48.2%
Lợi nhuận thuần khác	-	-	N/m	N/m
LNTT	5,997	4,514	-24.7%	48.2%
Lợi nhuận thuần	4,035	2,980	-26.2%	39.3%
Lợi nhuận ròng ktx	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận 'cốt lõi'	4,035	2,980	-26.2%	39.3%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 13,7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 15.700 đồng (so với giá mục tiêu sau điều chỉnh phát hành cổ phiếu thưởng là 18.182 đồng/cổ phiếu). Sau nhịp điều chỉnh chung của toàn thị trường, thị giá TCH đã giảm đáng kể, ghi nhận mức giảm lần lượt 14,2% trong 3 tháng qua và 36,1% trong 12 tháng qua. Tại mức thị giá hiện tại là 11.700 đồng, cổ phiếu mang lại tiềm năng tăng giá 34,2% so với giá mục tiêu mới. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Các yếu tố tác động đến đợt điều chỉnh định giá lần này bao gồm:

- **Điều chỉnh dòng tiền:** Chúng tôi phản ánh việc giảm giả định tỷ lệ hấp thụ trong các đợt mở bán và giá bán bình quân đối với danh mục dự án nhà ở chính vào mô hình định giá.
- **Lùi cơ sở định giá:** Chúng tôi lùi cơ sở định giá từ giữa NĐTC 2026-2027 sang giữa NĐTC 2027-2028 (tháng 9/2027). Tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá giúp bù đắp một phần cho các đợt giảm dự báo dòng tiền từ các dự án.
- **Nới rộng mức chiết khấu RNAV:** Nhằm phản ánh những khó khăn kéo dài của thị trường bất động sản, chúng tôi nới rộng mức chiết khấu so với ước tính RNAV lên 30% (từ mức 20%).
- **Điều chỉnh kỹ thuật do chia cổ phiếu thưởng:** Vào ngày 4/9/2026, TCH đã thực hiện đợt phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 10:1 (phát hành 91 triệu cổ phiếu mới từ thặng dư vốn cổ phần và lợi nhuận chưa phân phối). Đợt phát hành này nâng tổng số cổ phiếu đang lưu hành lên 1.003 triệu cổ phiếu (từ 912 triệu cổ phiếu). Do đó, giá mục tiêu ban đầu 20.000 đồng/cổ phiếu đã được điều chỉnh kỹ thuật xuống 18.182 đồng/cổ phiếu sau đợt chia cổ phiếu thưởng, và tiếp tục được chiết khấu về mức giá mục tiêu mới là 15.700 đồng/cổ phiếu dựa trên các giả định cập nhật.

Nhìn chung, mặc dù tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá đóng vai trò nâng đỡ một phần, nhưng áp lực suy giảm dòng tiền tại các dự án thành phần kết hợp với mức chiết khấu so với RNAV được nới rộng hơn đã kéo giá mục tiêu của chúng tôi xuống 15.700 đồng.

Về phương pháp định giá, chúng tôi lưu ý như sau:

- Chúng tôi định giá các dự án phát triển nhà ở và mảng phân phối xe tải bằng phương pháp DCF, trong khi các bất động sản đầu tư và các khoản nắm giữ khác được định giá theo giá trị sổ sách. Đối với dự án Tô Hiệu, dù đã hoàn tất công tác bồi thường giải phóng mặt bằng, chúng tôi vẫn chưa phản ánh vào mô hình định giá do kỳ vọng tiến độ triển khai sẽ diễn ra sau năm 2030 (tác động không đáng kể đến định giá ở thời điểm hiện tại), đồng thời dự án cũng chưa được ghi nhận vào hàng tồn kho của TCH.
- Mô hình định giá của chúng tôi áp dụng giả định WACC ở mức 18,3% (lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh là 10,25% (đã bao gồm 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội), hệ số beta 1,4 lần và tỷ trọng nợ vay 0%). Chúng tôi lưu ý rằng việc duy trì WACC ở mức cao hoàn toàn là hệ quả mang tính kỹ thuật xuất phát từ cơ cấu vốn không sử dụng nợ vay (khiến công ty không tận dụng được lá chắn thuế), chứ không phải là dấu hiệu leo thang của rủi ro vận hành hay rủi ro phát triển dự án.
- Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% so với RNAV (nới rộng từ mức 20%).
- Chúng tôi lưu ý rằng khoảng 46,4% RNAV ước tính của TCH được bảo chứng vững chắc bởi vị thế tiền mặt thuần.

Bảng 6: Định giá SOTP, TCH

Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu của TCH	Định giá (tính đến-T9/27)	Phương pháp
BDS		10,156	
Block H1 - Hoàng Huy Commerce	68%	43	DCF
Block H2 - Rose Residence	100%	665	DCF
Hoàng Huy Green River	100%	2,024	DCF
Hoàng Huy New City II - Đỗ Mười	68%	5,278	DCF
Tô Hiệu	68%	-	-
Lô I.14 Bắc Sông Cấm	68%	2,078	DCF
Dự án khác		67	BV
Kinh doanh xe tải		518	DCF
Đầu tư BDS		1,453	BV
Tổng giá trị tài sản		12,127	
Cộng: tiền thuần		10,497	
RNAV		22,624	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		1,003.3	
RNAV/cp		22,549	
Chiết khấu		30.0%	
Giá mục tiêu (đồng)		15,700	

Nguồn: TCH, HSC

Bảng 7: 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)	20,200	18,000	15,700	13,500	11,200
Tiềm năng tăng giá	72.6%	53.8%	34.2%	15.4%	-4.3%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Đánh giá cổ phiếu & định giá các DN BDS trong danh mục khuyến nghị của HSC

TCH đang giao dịch ở mức giá chiết khấu 48,1% so với ước tính RNAV và đang có P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 11,3 lần, và 0,7 lần – thấp hơn so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 33,4 lần và 1,1 lần

Mã CK	Khuyến nghị	Giá đóng cửa 15/5	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	RNAVPS	Chiết khấu so với RNAV	P/E trượt dự phóng 1 năm	PB trượt dự phóng 1 năm
VHM	Tăng tỷ trọng	72,000	78,500	9.0%	78,461	8.2%	10.9	2.3
KDH	Mua vào	16,300	32,300	98.2%	46,175	64.7%	16.5	0.9
NLG	Mua vào	24,700	39,700	60.7%	56,640	56.4%	17.4	0.9
DXG	Mua vào	10,750	16,667	55.0%	31,700	66.1%	60.1	0.9
NVL	Mua vào	12,200	16,744	37.2%	30,688	60.2%	14.5	0.6
PDR	Mua vào	11,750	19,200	63.4%	27,452	57.2%	81.5	0.9
Bình quân trừ TCH				53.9%		52.1%	33.4	1.1
TCH	Mua vào	11,700	15,700	34.2%	22,549	48.1%	11.3	0.7

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Mặc dù mặt bằng lãi suất hiện tại và tâm lý thị trường bán lẻ chưa hỗ trợ cho sự phục hồi trên diện rộng của ngành bất động sản, TCH vẫn mang lại cơ hội đầu tư dài hạn đặc biệt hấp dẫn.

Tại mức thị giá 11.700 đồng, TCH đang giao dịch ở mức chiết khấu hấp dẫn 48,1% so với RNAV, cũng như với P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm là 11,3 lần và 0,7 lần, thấp hơn so với bình quân của các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị ở mức 33,4 lần và 1,1 lần. Do lượng tiền mặt thuần đóng góp 46,4% giá trị RNAV, định giá thị trường hiện tại gần như đang bỏ quên hoặc gán giá trị bằng không cho toàn bộ danh mục dự án tiềm năng quy mô lớn của TCH tại phường Thủy Nguyên và khu vực trung tâm thành phố Hải Phòng. Với tiềm năng tăng giá 34,2%, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	03-25A	03-26A	03-27F	03-28F	03-29F
Doanh thu	4,667	1,447	5,482	7,469	8,962
Lợi nhuận gộp	1,797	348	2,163	2,801	4,014
Chi phí BH&QL	(412)	(223)	(381)	(490)	(578)
Thu nhập khác	14.9	14.5	0	0	0
Chi phí khác	(107)	(23.9)	0	0	0
EBIT	1,293	116	1,782	2,311	3,436
Lãi vay thuần	0	(0.11)	0	0	0
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	129	237	507	734	1,079
LNTT	1,422	353	2,289	3,046	4,514
Chi phí thuế TNDN	(301)	(93.8)	(458)	(609)	(903)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(267)	(48.1)	(230)	(298)	(632)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	855	211	1,601	2,139	2,980
Lợi nhuận thuần ĐC	855	211	1,601	2,139	2,980
EBITDA ĐC	1,415	178	1,844	2,373	3,498
EPS (đồng)	1,280	231	1,595	2,132	2,970
EPS ĐC (đồng)	1,163	210	1,595	2,132	2,970
DPS (đồng)	124	48.4	44.0	48.4	48.4
Sig CP bình quân (triệu đv)	668	912	1,003	1,003	1,003
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	668	912	1,003	1,003	1,003
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	735	1,003	1,003	1,003	1,003

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	03-25A	03-26A	03-27F	03-28F	03-29F
Tiền & tương đương tiền	1,268	1,691	2,641	4,091	6,524
Đầu tư ngắn hạn	2,470	4,175	5,917	8,284	11,598
Phải thu khách hàng	832	1,343	1,353	1,603	1,724
Hàng tồn kho	8,472	11,604	16,509	17,983	17,334
Các tài sản ngắn hạn khác	193	592	579	566	555
Tổng tài sản ngắn hạn	13,235	19,406	26,998	32,528	37,735
TSCĐ hữu hình	298	305	292	280	267
TSCĐ vô hình	56.8	59.3	58.9	58.4	57.9
Bất động sản đầu tư	1,657	1,491	1,466	1,441	1,416
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	59.2	579	579	579	579
Tổng tài sản dài hạn	2,071	2,435	2,396	2,358	2,320
Tổng cộng tài sản	15,306	21,841	29,394	34,885	40,055
Nợ ngắn hạn	1.05	0	0	0	0
Phải trả người bán	663	817	1,229	2,091	2,575
Nợ ngắn hạn khác	496	399	319	261	219
Tổng nợ ngắn hạn	1,463	7,383	13,149	16,252	17,859
Nợ dài hạn	303	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	6.20	1.06	1.06	1.06	1.06
Nợ dài hạn khác	85.2	91.6	91.6	91.6	91.6
Tổng nợ dài hạn	395	92.7	92.7	92.7	92.7
Tổng nợ phải trả	1,857	7,476	13,242	16,345	17,952
Vốn chủ sở hữu	13,449	14,365	16,152	18,540	22,103
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	13,449	14,365	16,152	18,540	22,103
Tổng nợ phải trả và VCSH	15,306	21,841	29,394	34,885	40,055
BVPS (đ)	20,126	15,750	16,099	18,479	22,030
Nợ thuần/(tiền mặt)	(964)	(1,691)	(2,641)	(4,091)	(6,524)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	03-25A	03-26A	03-27F	03-28F	03-29F
EBIT	1,293	116	1,782	2,311	3,436
Khấu hao	(122)	(61.8)	(61.9)	(62.1)	(62.2)
Lãi vay thuần	0	(0.11)	0	0	0
Thuế TNDN đã nộp	(301)	(93.8)	(458)	(609)	(903)
Thay đổi vốn lưu động	11.1	2,047	850	1,375	2,131
Khác	342	(102)	524	750	1,094
LCT thuần từ HKKD	1,468	2,030	2,759	3,889	5,820
Đầu tư TS dài hạn	(26.6)	(211)	(23.0)	(23.5)	(24.0)
Góp vốn & đầu tư	(5,227)	(10,539)	(1,743)	(2,367)	(3,314)
Thanh lý	4,268	8,554	0	0	0
Khác	113	(1,067)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(873)	(3,263)	(1,766)	(2,390)	(3,338)
Cổ tức trả cho CSH	(82.7)	(44.1)	(44.1)	(48.5)	(48.5)
Thu từ phát hành CP	0	2,004	0	0	0
Tăng/giảm nợ	270	(304)	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	188	1,656	(44.1)	(48.5)	(48.5)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	486	1,268	1,691	2,641	4,091
LCT thuần trong kỳ	783	423	949	1,450	2,433
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.38)	0.02	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,268	1,691	2,641	4,091	6,524
Dòng tiền tự do	1,441	1,819	2,736	3,866	5,796

Các chỉ số tài chính	03-25A	03-26A	03-27F	03-28F	03-29F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	38.5	24.1	39.5	37.5	44.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	30.3	12.3	33.6	31.8	39.0
Tỷ suất LNT (%)	18.3	14.6	29.2	28.6	33.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	26.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.7	(69.0)	279	36.2	20.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	11.3	(87.4)	934	28.7	47.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	14.9	(75.3)	658	33.6	39.3
Tăng trưởng EPS (%)	14.9	(81.9)	589	33.6	39.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	14.9	(81.9)	658	33.6	39.3
Tăng trưởng DPS (%)	(80.9)	(60.9)	(9.09)	10.00	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	9.67	20.9	2.76	2.27	1.63
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.61	1.52	10.5	12.3	14.7
ROACE (%)	9.80	0.82	11.6	13.3	16.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.31	0.08	0.21	0.23	0.24
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.14	17.4	1.55	1.68	1.69
Số ngày tồn kho	1,077	3,854	1,815	1,406	1,279
Số ngày phải thu	106	446	149	125	127
Số ngày phải trả	84.3	271	135	164	190
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(5.65)	30.9	55.3	52.8	38.6
Nợ/tài sản (%)	3.32	28.0	39.4	39.8	37.6
EBIT/lãi vay (lần)	nm	1,022	nm	nm	nm
Nợ/EBITDA (lần)	0.36	34.4	6.28	5.85	4.31
Chỉ số TT hiện thời (lần)	9.05	2.63	2.05	2.00	2.11
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.47	6.20	1.66	1.02	0.58
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.84	50.4	4.93	3.22	1.49
P/E (lần)	9.14	50.6	7.33	5.49	3.94
P/E ĐC (lần)	10.1	55.6	7.33	5.49	3.94
P/B (lần)	0.58	0.74	0.73	0.63	0.53
Lợi suất cổ tức (%)	1.06	0.41	0.38	0.41	0.41

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) 2026.

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