

Năm giữ (từ Mua vào)

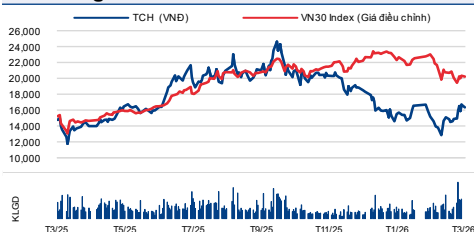
Giá mục tiêu: VNĐ17,000 (từ VNĐ18,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/3/2026)	16,350
Mã Bloomberg	TCH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,773-24,620
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,317
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,913
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	566
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	7.57	(10.7)	6.57
So với chỉ số	22.4	(0.90)	(19.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	240	-	N/a
2027F	3,409	2,921	16.7
2028F	3,479	-	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

Hò Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản

trang.htk@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 129

Hạ k/n xuống Năm giữ, chủ yếu do giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây

- HSC giảm 6% giá mục tiêu đối với TCH xuống còn 17.000đ, nhằm phản ánh việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận. Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 14% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào ngày 4/3/2026, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ, với tiềm năng tăng giá là 4%.
- Chúng tôi giảm 15% dự báo tổng lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028 (năm tài chính kết thúc vào tháng 3), do tình trạng thiếu hụt lao động trong thời gian dài, dẫn đến việc lùi thời điểm ghi nhận doanh thu thêm một quý. Đồng thời chúng tôi cũng giữ quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng giá bán bình quân của công ty.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua và tăng 14% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào ngày 4/3/2026, TCH đang giao dịch với mức chiết khấu 33,8% so với ước tính RNAV (sau khi điều chỉnh giảm 4%) và cổ phiếu cũng có P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 15,6 lần và 0,8 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 17,3 lần và 1,2 lần.

Sự kiện: Triển vọng thách thức hơn giữa những khó khăn trong ngắn hạn

HSC cập nhật dự báo lợi nhuận đối với TCH sau khi phân tích toàn diện KHKD của công ty và bối cảnh ngành. Chúng tôi dự báo thời điểm ghi nhận doanh thu tại hai dự án New City II và Green River sẽ chậm hơn một quý so với kế hoạch ban đầu. Sự điều chỉnh này phản ánh tác động kép từ việc tiến độ thi công bị kéo dài do thiếu hụt lao động, cùng với kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ suy yếu khi thị trường đang chịu áp lực từ chính sách thắt chặt tín dụng và mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà tăng cao.

Tác động: Giảm 15% dự báo tổng lợi nhuận thuần giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028

HSC giảm 15% dự báo tổng lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028, bao gồm việc cắt giảm 83% dự báo cho NĐTC 2025-2026, 13% cho NĐTC 2026-2027, và tăng 17% cho NĐTC 2027-2028. Tình trạng thiếu hụt lao động kéo dài dự kiến sẽ đẩy lùi tiến độ ghi nhận doanh thu của TCH thêm một quý, có khả năng sẽ lùi các đợt bàn giao nhà sang NĐTC 2026-2027 và NĐTC 2027-2028. Đồng thời, dựa trên những thay đổi của động lực thị trường, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm các giả định về cả giá bán bình quân và tỷ lệ hấp thụ. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2027-2028 rất vững chắc ở mức 55% (trước đây là 62%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua và tăng 14% kể từ khi HSC đưa ra khuyến nghị lần đầu vào ngày 4/3/2026, TCH đang giao dịch với mức chiết khấu 33,8% so với ước tính RNAV/cp (sau khi điều chỉnh giảm 4%) và cổ phiếu cũng có P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 15,6 lần và 0,8 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 17,3 lần và 1,2 lần. Chúng tôi giảm 6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP nhằm phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận và tiếp tục áp dụng mức chiết khấu giả định 30%. Với tiềm năng tăng giá chỉ còn 4%, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với TCH xuống Năm giữ.

Mặc dù lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026 của TCH có khả năng sẽ thấp hơn nhiều so với mục tiêu công ty đã đề ra là 1,7 nghìn tỷ đồng và dự báo trước đây là 1,3 nghìn tỷ đồng, chúng tôi cho rằng đây chỉ là sự lệch pha về thời điểm ghi nhận hơn là sự suy giảm mang tính cấu trúc. Tuy nhiên, trong dài hạn, mặc dù đã cập nhật các giả định theo hướng thận trọng hơn, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về chu kỳ tăng trưởng mới của TCH. Niềm tin này được củng cố bởi danh mục dự án gối đầu dồi dào, dòng tiền ổn định từ lộ trình bàn giao nhà, cùng cơ cấu đòn bẩy tài chính lành mạnh và năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng. Do đó, chúng tôi cho rằng bất kỳ đợt biến động giá nào trong ngắn hạn cũng mang lại cơ hội tích lũy hấp dẫn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/3.

Cuối năm: Tháng 3	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,271	1,415	128 ▼	4,275 ▲	3,829
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	744	855	219 ▼	3,110 ▼	3,173
EPS ĐC (đồng)	1,113	1,280	240 ▼	3,409 ▼	3,479
DPS (đồng)	648	124	476	0	0
BVPS (đồng)	18,607	20,126	17,207 ▼	21,374 ▼	25,396
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.24	7.04	68.3	1.41	0.24
P/E ĐC (lần)	14.7	12.8	68.1	4.80	4.70
Lợi suất cổ tức (%)	3.96	0.76	2.91	0	0
P/B (lần)	0.88	0.81	0.95	0.76	0.64
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	202	14.9	(81.2)	1,319	2.05
ROAE (%)	6.18	6.61	1.50	17.7	14.9

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

Giảm 15% dự báo tổng lợi nhuận trong 3 năm; cổ phiếu đang sát với giá trị hợp lý

HSC hạ khuyến nghị đối với TCH xuống Nắm giữ (từ Mua vào) với tiềm năng tăng giá chỉ còn 4% tại giá mục tiêu mới. Giá mục tiêu này đã được điều chỉnh giảm 6% xuống còn 17.000đ, nhằm phản ánh các giả định thận trọng hơn – tình trạng thiếu hụt lao động dẫn đến việc chậm mở bán dự án, giá bán bình quân thấp hơn và thời gian tiêu thụ kéo dài khi thị trường bước vào giai đoạn hạ nhiệt. Chúng tôi giảm 15% dự báo tổng lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028 (riêng NĐTC 2025-2026, chúng tôi giảm 83%). Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào ngày 4/3/2026, TCH đang giao dịch với mức chiết khấu 33,8% so với ước tính RNAV (sau khi điều chỉnh giảm 4%) và cổ phiếu cũng có P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt ở mức 15,6 lần và 0,8 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 17,3 lần và 1,2 lần.

Điều chỉnh triển vọng trước những khó khăn

Tình trạng thiếu hụt lao động ảnh hưởng đến KQKD trong ngắn hạn

Như đã nhấn mạnh trong [báo cáo khuyến nghị được đưa ra lần đầu](#), có hai yếu tố mang tính cấu trúc đang diễn ra: (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 nhiều 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 không nằm ngoài xu hướng này, vì các dự án của công ty chủ yếu nằm tại thành phố Hải Phòng, nơi Vinhomes đang triển khai các đại dự án bao gồm Vinhomes Royal Island, Vinhomes Happy Home Trảng Cát, Vinhomes Golden City, tất cả đều thu hút cùng một nguồn cung lao động tại địa phương.

Kết quả khảo sát của chúng tôi cho thấy tình trạng thiếu hụt lao động đang tác động đến TCH mạnh hơn so với dự kiến ban đầu. Hiện tại, HSC dự báo giai đoạn ghi nhận doanh thu cho các dự án trọng điểm của công ty sẽ bị lùi lại một quý, chuyển từ Q1/2026 sang Q2/2026 hoặc từ Q4/NĐTC 2025-2026 sang Q1/NĐTC 2026-2027. Sự thay đổi này đồng nghĩa với việc công ty sẽ không hoàn thành mục tiêu doanh thu và lợi nhuận thuần đã đề ra cho năm tài chính kết thúc vào tháng 3/2026 lần lượt ở mức 5 nghìn tỷ đồng và 1,7 nghìn tỷ đồng, và cũng không hoàn thành dự báo doanh thu và lợi nhuận trước đây của chúng tôi lần lượt ở mức 4,7 nghìn tỷ đồng và 1,3 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, chúng tôi xem đây là độ trễ về thời điểm ghi nhận lợi nhuận trong ngắn hạn, chứ không phải sự suy giảm mang tính cấu trúc đến từ các yếu tố cơ bản và triển vọng của công ty.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng tính đến ngày 31/12/2025, phần thô của các dự án New City II và Green River đã hoàn thành – chỉ còn lại giai đoạn hoàn thiện. Hơn nữa, theo các báo cáo mới nhất của công ty, tiền đặt cọc của khách hàng đạt 5.341 tỷ đồng, chủ yếu đến từ các dự án:

Chúng tôi cũng lưu ý rằng, theo bảng CĐKT tính đến ngày 31/12/2025, TCH ghi nhận 5.341 tỷ đồng tiền đặt cọc của khách hàng, chủ yếu từ các dự án:

- Hoàng Huy New City II: 3.453 tỷ đồng.
- Hoàng Huy Green River: 1.483 tỷ đồng
- Hoàng Huy Commerce - Tòa H2 (Rose Residence): 326 tỷ đồng.

Giữ quan điểm thận trọng trước những biến động của thị trường

Như đã thảo luận chi tiết trước đó trong Báo cáo nhanh về ngành: '[Cập nhật những thay đổi đang diễn ra trong ngành BĐS](#)', chúng tôi đánh giá giai đoạn sắp tới có sự chuyển dịch hướng tới việc tăng nguồn cung (nhờ sự cộng hưởng từ các khung pháp lý mới) nhưng nhu cầu suy yếu khi lãi suất cho vay mua nhà neo ở mức cao. Do đó, chúng tôi dự báo sẽ xuất hiện giai đoạn điều chỉnh giá trên cả thị trường sơ cấp và

thứ cấp. Áp lực cạnh tranh giữa các nhà phát triển BĐS dự kiến sẽ tăng đáng kể khi nguồn cung dần được khơi thông.

Hơn nữa, trong ngắn hạn, do cuộc khủng hoảng năng lượng toàn cầu đang gây áp lực lên tâm lý nhà đầu tư, chúng tôi áp dụng quan điểm triển vọng thận trọng hơn đối với TCH. Cụ thể, chúng tôi đã giảm nhẹ 5% giá định về giá bán bình quân và giảm 7% giá định tỷ lệ hấp thụ tại các đợt mở bán tất cả các dự án của TCH trong năm 2026 nhằm phản ánh rõ hơn những diễn biến đang thay đổi của thị trường.

Dự báo lợi nhuận: Giảm 15% dự báo tổng lợi nhuận thuần giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028

HSC lưu ý rằng khác với các nhà phát triển BĐS khác trong danh sách khuyến nghị, niên độ tài chính của TCH bắt đầu từ tháng 3 hằng năm. Ví dụ, niên độ tài chính kết thúc vào tháng 3/2025 của TCH bắt đầu từ ngày 1/4/2024.

Nhìn chung, chúng tôi giảm 15% dự báo tổng lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028, bao gồm việc giảm 83% dự báo cho NĐTC 2025-2026, 13% cho NĐTC 2026-2027, và tăng 17% cho NĐTC 2027-2028. Để làm rõ hơn, chúng tôi chuyển toàn bộ các đợt bàn giao dự kiến của dự án New City II và Green River từ NĐTC 2025-2026 sang giai đoạn từ NĐTC 2026-2027 đến NĐTC 2027-2028.

Các chi tiết bổ sung:

- Đối với NĐTC 2025-2026, chúng tôi dự báo TCH sẽ không đạt KHKD đã đề ra do tình trạng thiếu hụt lao động làm chậm tiến độ hoàn thành dự án và hệ quả là chậm ghi nhận doanh thu. KQKD sự kiện sẽ thấp hơn nhiều so với cùng kỳ, với lợi nhuận thuần đạt 230 tỷ đồng (giảm 75,3% so với cùng kỳ), trên doanh thu 1.179 tỷ đồng (giảm 74,7% so với cùng kỳ).
- Đáng chú ý, KQKD dự kiến rất yếu của NĐTC 2025-2026 sẽ tạo ra mức nền thấp thuận lợi cho NĐTC 2026-2027. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh, với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 3.110 tỷ đồng (tăng trưởng 12,5 lần, điều chỉnh tăng 17% so với dự báo trước đó) và 3.389 tỷ đồng (tăng trưởng 9%, điều chỉnh giảm 13% so với dự báo trước đó) lần lượt trong hai năm. Doanh thu được kỳ vọng sẽ tăng vọt lên 11.909 tỷ đồng (tăng trưởng 910%) trong NĐTC 2026-2027 trước khi bình ổn trở lại mức 11.273 tỷ đồng (giảm 5,3% so với cùng kỳ) trong NĐTC 2027-2028.

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, TCH

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
FY3/26F				
Doanh thu thuần	4,714	1,179	-75.0%	-74.7%
Lợi nhuận gộp	1,839	290	-84.2%	-83.8%
Lợi nhuận tài chính	472	236	-49.9%	82.6%
Chi phí bán hàng	(370)	(227)	-38.8%	-45.0%
Lợi nhuận hoạt động	1,941	300	-84.5%	-80.2%
Lợi nhuận thuần khác	1	1	0.0%	N/m
LNTT	1,942	302	-84.5%	-78.8%
Lợi nhuận thuần	1,332	219	-83.6%	-74.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(11)	(11)	0.0%	-85.7%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	1,344	230	-82.9%	-75.3%
FY3/27F				
Doanh thu thuần	8,979	11,909	32.6%	910.5%
Lợi nhuận gộp	3,486	4,968	42.5%	1,610.0%
Lợi nhuận tài chính	910	537	-40.9%	127.4%
Chi phí bán hàng	(577)	(755)	30.8%	233.1%
Lợi nhuận hoạt động	3,818	4,750	24.4%	1,481.9%
Lợi nhuận thuần khác	-	-	N/m	-100.0%
LNTT	3,818	4,750	24.4%	1,475.0%
Lợi nhuận thuần	2,656	3,110	17.1%	1,319.1%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	-100.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	2,656	3,110	17.1%	1,250.3%
FY3/28F				
Doanh thu thuần	10,559	11,273	6.8%	-5.3%
Lợi nhuận gộp	4,479	4,892	9.2%	-1.5%
Lợi nhuận tài chính	1,293	811	-37.3%	50.9%
Chi phí bán hàng	(656)	(734)	12.0%	-2.7%
Lợi nhuận hoạt động	5,116	4,969	-2.9%	4.6%
Lợi nhuận thuần khác	-	-	N/m	N/m
LNTT	5,116	4,969	-2.9%	4.6%
Lợi nhuận thuần	3,656	3,389	-7.3%	9.0%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-	-	N/m	N/m
Lợi nhuận 'cốt lõi'	3,656	3,389	-7.3%	9.0%

Nguồn: HSC ước tính

Đà tăng trưởng trong NĐTC 2026-2027 được thúc đẩy chủ yếu bởi việc bắt đầu bàn giao nhà tại các dự án Hoàng Huy Green River và New City II, cùng với đóng góp ban đầu từ dự án HH2 – Rose Residence từ NĐTC 2027-2028.

Đáng chú ý, việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần cho NĐTC 2027-2028 chủ yếu dựa trên giả định về giá bán bình quân thận trọng hơn (như đã thảo luận ở phần trên) – phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về các động lực thị trường sắp tới.

Do chưa có thông tin về các kế hoạch thoái vốn tài sản, HSC không phản ánh bất kỳ khoản lợi nhuận HĐ tài chính hay lợi nhuận ngoài HĐKD cốt lõi nào vào mô hình dự báo lợi nhuận cho giai đoạn từ NĐTC 2026-2027 đến NĐTC 2027-2028 (so với con số khá khiêm tốn 11 tỷ đồng được ghi nhận trong 9 tháng đầu của NĐTC 2025-2026).

Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 54,8% trong giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2027-2028 (trước đó: 62%). Nếu không tính đến các khoản thu nhập bất thường hoặc không thường xuyên ghi nhận trong NĐTC 2024-2025 và 9 tháng đầu NĐTC 2025-2026, chúng tôi ước tính lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 50,4% trong giai đoạn tài chính 2025-2028.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 5,6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống còn 17.000đ, sau khi giảm 4% ước tính RNAV/cp xuống còn 24.684đ nhằm phản ánh việc thay đổi các giả định (giá bán bình quân thấp hơn một chút và thời gian ghi nhận doanh thu và thu tiền mặt được kéo dài thêm). Chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu giả định so với ước tính RNAV ở mức 30%. Do giá cổ phiếu TCH đã tăng 14% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào ngày 4/3/2026, tiềm năng tăng giá so với giá mục tiêu hiện tại chỉ còn 4%. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ.

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

- Chúng tôi áp 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 do các 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%, (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) hệ số beta 1,4 lần (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 phản ánh 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.

Chúng tôi lưu ý rằng cơ cấu RNAV của TCH khác biệt đáng kể so với các nhà phát triển BĐS khác trong danh sách khuyến nghị, khi khoảng 56% 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 báo cáo khuyến nghị được đưa ra lần đầu, 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 công ty cùng ngành.

Bảng 2: Định giá SOTP, TCH

Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu của TCH	Định giá (tính đến-FY03/27)	Phương pháp
BDS		7,696	
Block H1 - Hoàng Huy Commerce	67%	55	DCF
Block H2 - Rose Residence	100%	730	DCF
Hoàng Huy Green River	100%	3,150	DCF
Hoàng Huy New City II - Đỗ Mười	67%	3,686	DCF
Tô Hiệu	99%	-	DCF
Dự án khác		76	BV
Kinh doanh xe tải		397	DCF
Đầu tư BDS		1,631	BV
Tổng giá trị tài sản		9,724	
Cộng: tiền thuần		12,791	
RNAV		22,515	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		912.1	
RNAV/cp		24,684	
Chiết khấu		30.0%	
Giá mục tiêu		17,000	
<i>Tiềm năng tăng giá</i>		1.8%	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: 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%	18,000	18,000	17,000	17,000	17,000
	3.5%	18,000	18,000	17,000	17,000	17,000
	4.0%	18,000	18,000	17,000	17,000	17,000
	4.5%	18,000	17,000	17,000	17,000	17,000
	5.0%	18,000	17,000	17,000	17,000	17,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: 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)	22,000	20,000	17,000	15,000	12,000
Tiềm năng tăng giá	34.6%	16.2%	4.0%	-8.3%	-26.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% kể từ khi chúng tôi đưa ra [khuyến nghị lần đầu](#) vào ngày 4/3/2026 (hoặc tăng 8% trong 1 tháng qua), TCH đang giao dịch với mức chiết khấu 33,8% so với ước tính RNAV và đang có P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 15,6 lần và 0,8 lần – thấp hơn 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 các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị lần lượt ở mức 28,8 lần và 1,4 lần.

Bảng 5: Đánh giá cổ phiếu & định giá các DN BĐS trong danh mục khuyến nghị của HSC

TCH đang giao dịch ở mức giá chiết khấu 33,8% so với ước tính RNAV và đang có P/E và P/B trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 15,6 lần và 0,8 lần – thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 17,3 lần và 1,2 lần

Mã CK	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	RNAVPS	Chiết khấu so với RNAV	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/B trượt dự phóng 1 năm
VHM	Nắm giữ	103,000	123,300	19.7%	136,900	-24.8%	15.2	1.8
KDH	Mua vào	26,050	37,000	42.0%	46,233	-43.7%	31.9	1.6
NLG	Mua vào	28,750	39,700	38.1%	56,640	-49.2%	14.1	1.3
DXG	Tăng tỷ trọng	14,300	18,400	28.7%	30,700	-53.4%	39.1	1.2
NVL	Tăng tỷ trọng	13,850	14,000	1.1%	23,310	-40.6%	19.6	0.8
PDR	Nắm giữ	16,600	18,500	11.4%	26,500	-37.4%	53.1	1.3
Bình quân trừ TCH				23.5%		-41.5%	28.8	1.4
TCH	Mua vào	16,350	17,000	7.8%	23,310	-33.8%	15.6	0.9

Ghi chú: Giá đóng cửa ngày 27/3/2026.
Nguồn: HSC.

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	1,179	11,909	10,396
Lợi nhuận gộp	1,529	1,797	290	4,968	4,458
Chi phí BH&QL	(339)	(412)	(227)	(755)	(691)
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	65.3	4,213	3,766
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	247	557	835
LNTT	1,534	1,422	302	4,750	4,586
Chi phí thuế TNDN	(291)	(301)	(60.3)	(950)	(917)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(499)	(267)	(22.1)	(691)	(495)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	744	855	219	3,110	3,173
Lợi nhuận thuần ĐC	744	855	219	3,110	3,173
EBITDA ĐC	1,271	1,415	128	4,275	3,829
EPS (đồng)	1,113	1,280	240	3,409	3,479
EPS ĐC (đồng)	1,113	1,280	240	3,409	3,479
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	6,606	9,189	14,226
Đầu tư ngắn hạn	1,483	2,470	3,458	4,841	6,778
Phải thu khách hàng	424	832	334	2,672	2,310
Hàng tồn kho	9,837	8,472	13,331	12,402	11,106
Các tài sản ngắn hạn khác	213	193	199	205	212
Tổng tài sản ngắn hạn	12,442	13,235	23,928	29,310	34,633
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	26,180	31,503	36,767
Nợ ngắn hạn	33.2	1.05	79.7	79.7	79.7
Phải trả người bán	311	663	157	1,259	1,166
Nợ ngắn hạn khác	500	496	451	424	412
Tổng nợ ngắn hạn	2,085	1,463	9,910	11,512	13,187
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	10,486	12,008	13,603
Vốn chủ sở hữu	12,434	13,449	15,695	19,495	23,164
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	12,434	13,449	15,695	19,495	23,164
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,625	15,306	26,180	31,503	36,767
BVPS (đ)	18,607	20,126	17,207	21,374	25,396
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(452)	(964)	(6,207)	(8,870)	(13,987)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	03-24A	03-25A	03-26F	03-27F	03-28F
EBIT	1,206	1,293	65.3	4,213	3,766
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)	(60.3)	(950)	(917)
Thay đổi vốn lưu động	(5,826)	11.1	4,170	190	3,329
Khác	340	342	244	554	832
LCT thuần từ HKKD	(4,540)	1,468	4,471	4,049	7,057
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	6,606	9,189
LCT thuần trong kỳ	123	783	5,337	2,583	5,037
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.03)	(0.38)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	486	1,268	6,606	9,189	14,226
Dòng tiền tự do	(4,555)	1,441	4,471	4,046	7,054

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	24.6	41.7	42.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.4	30.3	10.8	35.9	36.8
Tỷ suất LNT (%)	19.6	18.3	18.6	26.1	30.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.0	21.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	81.7	22.7	(74.7)	910	(12.7)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	179	11.3	(91.0)	3,253	(10.4)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	202	14.9	(74.4)	1,319	2.05
Tăng trưởng EPS (%)	202	14.9	(81.2)	1,319	2.05
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	202	14.9	(81.2)	1,319	2.05
Tăng trưởng DPS (%)	(63.6)	(80.9)	285	(100)	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	58.2	9.67	198	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.18	6.61	1.50	17.7	14.9
ROACE (%)	9.92	9.80	0.43	23.2	17.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.26	0.31	0.06	0.41	0.30
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.76)	1.14	68.5	0.96	1.87
Số ngày tồn kho	1,579	1,077	5,479	652	683
Số ngày phải thu	68.0	106	137	141	142
Số ngày phải trả	49.9	84.3	64.5	66.2	71.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	5.12	(5.65)	18.9	4.38	(10.7)
Nợ/tài sản (%)	7.67	3.32	36.6	31.9	32.0
EBIT/lãi vay (lần)	35.3	nm	5.93	211	237
Nợ/EBITDA (lần)	0.88	0.36	75.1	2.35	3.07
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.97	9.05	2.41	2.55	2.63
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.75	2.13	7.39	0.51	0.09
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.24	7.04	68.3	1.41	0.24
P/E (lần)	14.7	12.8	68.1	4.80	4.70
P/E ĐC (lần)	14.7	12.8	68.1	4.80	4.70
P/B (lần)	0.88	0.81	0.95	0.76	0.64
Lợi suất cổ tức (%)	3.96	0.76	2.91	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