

Báo cáo phân tích lần đầu

TCH · CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy

Sàn HOSE · Niêm yết 2016 · Bất động sản · Năm tài chính kết thúc 31/03

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

TCH là công ty mẹ Tập đoàn Hoàng Huy — phát triển bất động sản tại Hải Phòng (qua chuỗi HHS → CRV) và phân phối xe tải, xe đầu kéo. Năm tài chính 2025 (kết thúc 31/03/2026) là **vùng trung lợi nhuận** (doanh thu 1.912 tỷ, lợi nhuận cổ đông mẹ 318 tỷ) do dự án cũ đã ghi nhận hết còn dự án mới chưa bàn giao quy mô lớn. Điểm mấu chốt: **người mua trả tiền trước tăng vọt lên hơn 6.100 tỷ** (từ 203 tỷ), tạo nền cho lợi nhuận chuyển hóa từ FY2026. Bảng cân đối rất lành mạnh (gần như không vay nợ, tiền và tiền gửi ~6.900 tỷ, vốn chủ 14.271 tỷ); TCBS Research dự phóng lợi nhuận cổ đông mẹ phục hồi về **~897 tỷ (FY2026F)** và **~1.097 tỷ (FY2027F)**. Tại giá 12.100 đồng/CP (10/09/2026), cổ phiếu giao dịch ở **P/B ~1,06 lần** (nhỉnh hơn giá trị sổ sách công ty mẹ 11.394 đồng/CP) và P/E dự phóng FY2026 ~13,5 lần — định giá ở mức tương đối rẻ nhưng công ty còn đối mặt với nhiều thách thức trong bối cảnh khó khăn chung của ngành bất động sản; cổ phiếu đã phục hồi hơn 20% từ đáy.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

01 Backlog hơn 6.100 tỷ mở chu kỳ bàn giao mới

Người mua trả tiền trước tăng từ 203 tỷ (31/03/2025) lên **6.125 tỷ đồng (31/03/2026)**, tập trung ở New City II và Green River. Đây là doanh thu và lợi nhuận đã bán, chờ đủ điều kiện bàn giao để ghi nhận từ FY2026.

03 Bảng cân đối gần như không vay nợ

Cuối FY2025, TCH có **đòn bẩy tài chính rất thấp** (vay ~390 tỷ, ~2,7% vốn chủ), tiền và tiền gửi ~6.900 tỷ, vốn chủ 14.271 tỷ đồng. Rủi ro bảng cân đối thấp hơn hẳn phần lớn doanh nghiệp cùng ngành đang chịu áp lực đáo hạn trái phiếu.

02 Quỹ đất lõi tại cực tăng trưởng Hải Phòng

Danh mục bám sát hai cực nhu cầu thực: **Thủy Nguyên** (trung tâm hành chính mới) và lõi **Lê Chân**. New City II, Green River, HH1–HH4, 150 Tô Hiệu và 114 Bắc Sông Cấm tạo nhiều lớp tăng trưởng nối tiếp.

04 Định giá gần với giá trị tài sản

Giá 12.100 đồng tương đương **P/B ~1,06 lần** giá trị sổ sách công ty mẹ (11.394 đồng/CP). Phần lớn quỹ đất Hải Phòng hạch toán theo giá vốn tích lũy nhiều năm; nếu bàn giao đúng tiến độ, P/E dự phóng giảm từ ~13,5 lần (FY2026F) về ~9,6 lần (FY2028F).

RỦI RO CHÍNH

01 Chậm bàn giao và ghi nhận doanh thu

Lợi nhuận kế toán chỉ được ghi nhận khi bàn giao đủ điều kiện. Chậm nghiệm thu, phòng cháy chữa cháy, cấp sổ hoặc thủ tục mở bán có thể làm lợi nhuận dịch chuyển mạnh giữa các năm tài chính.

02 Hấp thụ và giá bán tập trung tại Hải Phòng

Danh mục tập trung địa lý cao tại Hải Phòng, nơi nguồn cung thấp tầng đang tăng nhanh và có sự hiện diện của Vinhomes. Nếu thanh khoản thị trường yếu đi, tốc độ bán và mặt bằng giá có thể thấp hơn giả định.

03 Lợi nhuận trung, nương nhiều vào thu nhập tài chính

Trong FY2025, thu nhập tài chính ròng (~191 tỷ) chiếm tỷ trọng lớn trong lợi nhuận trước thuế 535 tỷ. Trước khi chu kỳ bàn giao mới hiện thực hóa, lợi nhuận cốt lõi từ dự án còn mỏng.

04 Cấu trúc sở hữu nhiều tầng, lợi ích cổ đông thiếu số

Nhiều dự án triển khai qua công ty con (HHS, CRV, Đại Lộc...) với tỷ lệ lợi ích không phải 100%, nên lợi nhuận hợp nhất không chuyển hoàn toàn về cổ đông công ty mẹ (lợi ích thiếu số ~2.839 tỷ đồng).

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Giá (10/09/2026)	12.100 đ/CP
Vốn hóa	12.140 tỷ đồng
52T cao / thấp	22.380 / 10.000
P/E (sau) · P/B	38,2x / 1,06x

CƠ CẤU SỞ HỮU

Đồ Hữu Hạ (Chủ tịch)	30,2%
Cổ đông sáng lập & liên quan	16,1%
Cổ đông nước ngoài	10,2%
Cổ đông khác	43,5%

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Doanh thu FY2025A	1.912 tỷ
LNST cổ đông CTM	318 tỷ
ROE FY2025A	3,0%
EPS FY2026F (TCBS Research)	894 đồng

1. Hồ sơ doanh nghiệp

1.1. Tổng quan doanh nghiệp

Công ty mẹ Tập đoàn Hoàng Huy – phát triển bất động sản Hải Phòng kết hợp phân phối xe tải, xe đầu kéo

CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy (TCH) có tiền thân là Công ty TNHH Thương mại Hoàng Huy thành lập năm 1995, chuyển đổi thành công ty cổ phần năm 2007 và niêm yết trên HOSE từ năm 2016. Công ty hoạt động trên **hai mảng cốt lõi**: (1) đầu tư, phát triển bất động sản – chủ yếu tại Hải Phòng, triển khai qua các công ty con; và (2) lắp ráp, phân phối xe tải và xe đầu kéo – hiện là nhà phân phối chính hãng thương hiệu **International** (hãng Navistar, Hoa Kỳ) và các dòng **Dongfeng** (Trung Quốc), với hệ thống hơn 25 đại lý trên toàn quốc. Vốn điều lệ đạt **9.121 tỷ đồng** (tháng 12/2025) và tăng lên **~10.033 tỷ đồng** sau đợt phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 10% (chốt quyền 3/9/2026) – tương ứng **~1.003,3 triệu cổ phiếu** đang lưu hành.

Bất động sản là động lực giá trị chính. TCH đứng đầu chuỗi sở hữu của Tập đoàn Hoàng Huy: TCH là công ty mẹ của **CTCP Đầu tư Dịch vụ Hoàng Huy (HHS)**, và HHS là công ty mẹ của **CTCP Tập đoàn Bất động sản CRV** – đơn vị nắm phần lớn các dự án trọng điểm tại Hải Phòng (Hoàng Huy New City, Hoàng Huy Commerce, Hoàng Huy – Sở Dầu...). Cấu trúc nhiều tầng này giúp Tập đoàn huy động vốn linh hoạt qua từng pháp nhân niêm yết, song cũng khiến lợi ích cổ đông công ty mẹ TCH trong mỗi dự án nhỏ hơn 100% (ví dụ lợi ích kinh tế tại New City II khoảng 68%).

THÀNH LẬP / NIÊM YẾT

1995

niêm yết HOSE năm 2016

VỐN ĐIỀU LỆ

10.033

tỷ đồng · 1.003,3 triệu CP

ĐỊA BÀN TRỌNG ĐIỂM

Hải Phòng

Thủy Nguyên · Lê Chân · Bắc
Sông Cấm

VỐN CHỦ SỞ HỮU

14.271

tỷ đồng · gần như không vay
nợ

1.2. Mô hình hoạt động & hai dòng kinh doanh

Bất động sản Hải Phòng dẫn dắt giá trị; phân phối xe thương mại là mảng tạo dòng tiền ổn định

TCH vận hành theo mô hình một tập đoàn hai chân: bất động sản là trục tạo ra phần lớn giá trị và lợi nhuận, còn phân phối xe thương mại là mảng lâu đời tạo dòng tiền và lợi nhuận đều đặn qua các chu kỳ. Bốn khối cấu phần dưới đây mô tả cách công ty tổ chức hoạt động và huy động vốn cho từng dự án.

Điểm rơi lợi nhuận mang tính chu kỳ theo tiến độ bàn giao. Đặc thù của nhà phát triển bất động sản là doanh thu và lợi nhuận được ghi nhận dồn vào các kỳ bàn giao dự án, tạo ra bức tranh lợi nhuận biến động không đều giữa các năm. Giai đoạn FY2020 và FY2024 là các đỉnh bàn giao (doanh thu 4.566 tỷ và 5.427 tỷ), xen kẽ là các năm trũng khi dự án cũ đã ghi nhận hết còn dự án mới chưa tới kỳ bàn giao – FY2025 chính là một năm trũng như vậy. Vì thế, chất lượng danh mục của TCH nên được đánh giá theo **backlog đã bán, pháp lý và vị trí dự án**, thay vì chỉ nhìn con số lợi nhuận của một năm riêng lẻ.

Bất động sản nhà ở – trực giá trị chính

Phát triển khu đô thị thấp tầng và chung cư cao tầng tại Hải Phòng qua chuỗi HHS → CRV và các công ty con. Danh mục gồm ba lớp tài sản: thấp tầng tại Thủy Nguyên (New City II, Green River), cao tầng tại Thủy Nguyên và lõi Lê Chân (HH1–HH4, H2 Commerce, 150 Tô Hiệu), quỹ đất hỗn hợp Bắc Sông Cấm (I14). Biên lợi nhuận gộp mảng nhà ở duy trì cao ~43%.

Phân phối xe tải & xe đầu kéo

Nhà phân phối chính hãng xe tải International (Navistar, Hoa Kỳ) và Dongfeng (Trung Quốc), hệ thống hơn 25 đại lý toàn quốc. Mảng này tạo dòng tiền và lợi nhuận đều đặn, tăng trưởng doanh thu tốt trong FY2025 nhờ thị trường xe thương mại phục hồi, song quy mô lợi nhuận tuyệt đối vẫn nhỏ so với bất động sản.

Bất động sản đầu tư & cho thuê

Một phần danh mục là bất động sản đầu tư (thương mại – dịch vụ, văn phòng) cho thuê, đóng góp doanh thu ổn định ~170–180 tỷ đồng/năm với biên cao. Đây là lớp tài sản nền, hỗ trợ cho dòng doanh thu bàn giao dự án vốn mang tính chu kỳ.

Cấu trúc tập đoàn nhiều pháp nhân niêm yết

TCH (mẹ) → HHS (xe tải + bất động sản) → CRV (chủ đầu tư dự án lõi). Ngoài ra còn các công ty con chuyên trách như CTCP Đầu tư Tô Hiệu (dự án 150 Tô Hiệu, 100%) và CTCP Phát triển Nhà Đại Lộc (trúng đấu giá lô I14 Bắc Sông Cấm). Mô hình cho phép huy động vốn linh hoạt theo từng dự án.

1.3. Lịch sử hình thành & phát triển

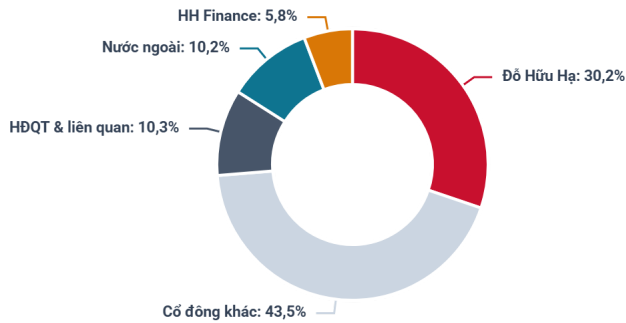
1995	Khởi đầu	Công ty TNHH Thương mại Hoàng Huy được thành lập tại Hải Phòng, khởi đầu từ hoạt động thương mại và xe tải.
2007	Chuyển đổi cổ phần	Ngày 25/12/2007: chuyển đổi thành CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy, vốn điều lệ ban đầu 1.200 tỷ đồng.
2008	Sản xuất, lắp ráp xe tải	Được cấp phép sản xuất, lắp ráp xe tải tại Hải Phòng; bắt đầu lắp ráp các dòng xe tải tự đổ và xe tải thùng.
2015	Phân phối International	Ký hợp đồng đại lý phân phối chính hãng xe tải thương hiệu International với hãng Navistar (Hoa Kỳ), mở rộng sang phân khúc xe đầu kéo hạng nặng.
2016	Niêm yết HOSE	Cổ phiếu TCH chính thức giao dịch trên HOSE; tăng vốn điều lệ lên 3.300 tỷ đồng, đẩy mạnh đầu tư bất động sản.
2021–2022	Mở rộng quỹ đất Hải Phòng	Tăng vốn lên ~6.682 tỷ đồng, triển khai loạt dự án Hoàng Huy Commerce, New City; củng cố vị thế nhà phát triển bất động sản hàng đầu Hải Phòng.
2025	Tái cấu trúc TCH → HHS → CRV	Từ 18/06/2025, HHS chính thức trở thành công ty mẹ Bất động sản CRV – hợp nhất các dự án trọng điểm về một đầu mối. TCH tăng vốn lên 9.121 tỷ đồng (12/2025).
2026	Bước qua vùng trứng, mở chu kỳ bàn giao	Kết thúc FY2025 (31/03/2026) với backlog người mua trả trước hơn 6.100 tỷ; New City II và Green River bước vào giai đoạn bàn giao, mở chu kỳ lợi nhuận mới từ FY2026.

1.4. Cơ cấu cổ đông & cấu trúc sở hữu

Cơ cấu sở hữu của TCH mang đặc trưng doanh nghiệp gia đình: Chủ tịch Đỗ Hữu Hạ cùng nhóm cổ đông sáng lập và người liên quan nắm tỷ lệ chi phối, gắn chặt lợi ích điều hành với cổ đông. Biểu đồ và bảng dưới đây trình bày chi tiết tỷ lệ nắm giữ của các nhóm cổ đông chính.

■ Cơ cấu cổ đông (2026)

% tỷ lệ sở hữu



Cổ đông	Tỷ lệ
Đỗ Hữu Hạ (Chủ tịch HĐQT)	30,2%
CTCP HH Finance	5,8%
HĐQT & người liên quan	10,3%
Cổ đông nước ngoài	10,2%
Cổ đông khác / trôi nổi	43,5%

Chủ tịch Đỗ Hữu Hạ cùng gia đình và nhóm liên quan nắm giữ tỷ lệ chi phối (~46%), tạo cơ cấu sở hữu cô đặc và định hướng chiến lược nhất quán. Nhà nước không sở hữu cổ phần. Sở hữu nước ngoài ở mức 10,2%, room ngoại còn rộng; tuy vậy dòng vốn ngoại gần đây có xu hướng thận trọng với nhóm bất động sản, nên room rộng chưa đảm bảo hút vốn ngoại trong ngắn hạn.

1.5. Hội đồng quản trị & ban điều hành

Hội đồng quản trị và ban điều hành của TCH mang đậm dấu ấn gia đình sáng lập họ Đỗ — mô hình đặc trưng của một tập đoàn tư nhân do người sáng lập trực tiếp dẫn dắt. Đây là điểm tạo nên sự nhất quán trong định hướng chiến lược và cam kết dài hạn, đồng thời cũng là yếu tố quản trị mà nhà đầu tư tổ chức thường theo dõi. Bảng dưới đây liệt kê thành phần lãnh đạo chủ chốt và tỷ lệ sở hữu.

Chủ tịch **Đỗ Hữu Hạ** nắm giữ 30,17% vốn — mức sở hữu lớn gắn chặt lợi ích của người điều hành với cổ đông. Sự hiện diện của **một thành viên HĐQT độc lập kiêm Trưởng Ban Kiểm toán nội bộ** là bước củng cố quản trị và tính minh bạch. Ban điều hành có kinh nghiệm dày trong cả hai mảng bất động sản và phân phối xe thương mại tại địa bàn Hải Phòng — nền tảng quan trọng để thực thi chu kỳ bàn giao dày đặc phía trước.

Họ tên	Chức vụ	Sở hữu CP
HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ		
Đỗ Hữu Hạ	Chủ tịch Hội đồng Quản trị	30,17%
Nguyễn Thị Hà	Thành viên Hội đồng Quản trị	4,89%
Đỗ Hữu Hưng	Thành viên HĐQT, Phó Tổng Giám đốc	0,38%
Phạm Hồng Dung	Thành viên Hội đồng Quản trị	—
Phan Thị Phương Thủy	TV HĐQT độc lập, Trưởng Ban Kiểm toán nội bộ	—
BAN ĐIỀU HÀNH		
Hoàng Thị Huyền	Tổng Giám đốc	0,98%
Hồ Thị Xuân Hòa	Phó Tổng Giám đốc	—
Nguyễn Thế Hùng	Phó Tổng Giám đốc	—
Đỗ Hữu Hậu	Phó Tổng Giám đốc	—
Phùng Thị Thu Hương	Kế toán trưởng	—

2. Phân tích ngành

2.1. Bất động sản Hải Phòng – cực tăng trưởng mới phía Bắc

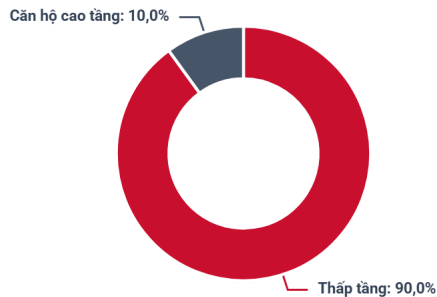
Sáp nhập hành chính và hạ tầng đưa Thủy Nguyên thành trung tâm mới; nguồn cung bùng nổ vừa là cơ hội vừa là áp lực cạnh tranh

Hải Phòng là một trong những địa phương tăng trưởng nhanh nhất phía Bắc, hưởng lợi từ dòng vốn công nghiệp – cảng biển – logistics và làn sóng đô thị hóa. Sau đợt sắp xếp đơn vị hành chính năm 2025, **Thủy Nguyên được chọn làm trung tâm hành chính – chính trị mới** của thành phố, kéo theo trục phát triển đô thị dịch chuyển mạnh về phía Bắc sông Cấm. Các trục hạ tầng như đường Đỗ Mười, cầu Hoàng Văn Thụ và khu đô thị mới Bắc Sông Cấm biến khu vực này thành tâm điểm của chu kỳ giá trị mới, nơi tập trung các dự án quy mô lớn của Vinhomes, Hoàng Huy và Văn Phú.

TRUNG TÂM HÀNH CHÍNH MỚI Thủy Nguyên trục phát triển Bắc sông Cấm	SỐ DỰ ÁN MỞ MỚI 2026 gấp 3 so với cùng kỳ · giao dịch +25%	TỶ TRỌNG NGUỒN CUNG THẤP TẦNG ~90% tập trung Thủy Nguyên, Dương Kinh	SUẤT SINH LỜI CHO THUÊ CĂN HỘ ~4,6% hấp dẫn so với mặt bằng chung
--	---	---	--

■ Cơ cấu nguồn cung nhà ở Hải Phòng 2026

% theo loại sản phẩm



Nguồn: Tổng hợp báo cáo thị trường Hải Phòng 2026

2.2. Động lực dài hạn của thị trường

Dịch chuyển trung tâm hành chính

Việc đưa trung tâm hành chính – chính trị về Thủy Nguyên tạo nhu cầu ở thực từ đội ngũ cán bộ, chuyên gia, và kéo theo hạ tầng xã hội, thương mại. Đây là động lực cầu mang tính cấu trúc, khác với sóng đầu cơ ngắn hạn.

Hạ tầng & kết nối vùng

Loạt cầu vượt sông Cấm, đường vành đai, cao tốc và mở rộng cảng Lạch Huyện rút ngắn thời gian kết nối, mở rộng không gian đô thị về phía Bắc và Đông. Giá trị quỹ đất dọc các trục hạ tầng mới được tái định giá.

Công nghiệp & FDI dẫn dắt dân số

Hải Phòng là thời nam châm FDI với các khu công nghiệp lớn (VSIP, DEEP C, Trảng Duệ), thu hút lượng lớn chuyên gia và lao động. Dòng người này tạo nhu cầu nhà ở thực bền vững cho cả phân khúc thấp tầng và căn hộ.

Khan hiếm quỹ đất nội đô Lê Chân

Song song với đô thị mới phía Bắc, quỹ đất sạch tại lõi đô thị hiện hữu (Lê Chân) ngày càng khan hiếm. Các dự án chỉnh trang đô thị như 150 Tô Hiệu có giá trị chiến lược nhờ vị trí trung tâm và nguồn cung căn hộ ở thực hạn chế.

2.3. Thị trường xe thương mại – mảng kinh doanh bổ trợ

Mảng thứ hai của TCH – phân phối xe tải, xe đầu kéo – hưởng lợi từ đà phục hồi của thị trường xe thương mại. Năm 2025, **doanh số xe tải toàn thị trường (VAMA) tăng ~24% lên 70.746 xe**, là điểm sáng của toàn ngành ô tô và đứng thứ hai về sản lượng. Nhu cầu vận tải hàng hóa, vật liệu xây dựng gia tăng cùng chu kỳ đầu tư hạ tầng là nền tảng hỗ trợ mảng xe tải. Doanh thu mảng ô tô và linh kiện của TCH tăng trưởng tốt trong FY2025 dù mảng bất động sản trũng, cho thấy vai trò ổn định dòng tiền của mảng này – dù quy mô lợi nhuận tuyệt đối vẫn nhỏ so với bất động sản và không làm thay đổi luận điểm đầu tư cốt lõi.

2.4. Cạnh tranh & vị thế của TCH

Chủ đầu tư tại Hải Phòng	Định vị & dự án tiêu biểu	Phân khúc
Vinhomes (VHM)	Vinhomes Royal Island (đảo Vũ Yên) — đại đô thị quy mô rất lớn, thương hiệu số 1	Cao cấp, đại đô thị
Hoàng Huy (TCH/CRV)	New City II, Green River, Commerce, 150 Tô Hiệu — bám trung tâm hành chính mới & lõi Lê Chân	Trung cấp, ở thực
Văn Phú (VPI)	Vlasta Thủy Nguyên và các khu đô thị thấp tầng	Trung – cao cấp
Nam Long & đối tác	Sol Garden / khu đô thị tích hợp khu công nghiệp VSIP	Trung cấp

TCH không cạnh tranh trực diện ở phân khúc siêu sang mà chọn **phân khúc nhà ở thực tầm trung** — nơi có sức cầu rộng và bền từ đội ngũ chuyên gia, cán bộ và lao động thu nhập khá. Lợi thế của TCH là **quỹ đất tích lũy sớm ở vị trí đặc địa** (tiếp giáp trung tâm hành chính mới, lõi Lê Chân) với giá vốn thấp, cùng năng lực triển khai đã được kiểm chứng qua các dự án Commerce, New City giai đoạn 1.

2.5. So sánh trực diện với Vinhomes Royal Island

Đối thủ mạnh nhất trên cùng địa bàn Thủy Nguyên là **Vinhomes Royal Island**. Cần nhìn nhận cân bằng: về **thương hiệu, quy mô, tiện ích và khả năng tạo mặt bằng giá**, Vinhomes vượt trội — một đại đô thị trên đảo Vũ Yên với hệ tiện ích đồng bộ và sức hút truyền thông lớn, có thể thu hút dòng tiền đầu tư và định hình mặt bằng giá toàn khu vực. Sự hiện diện của Vinhomes vừa **nâng mặt bằng giá trị và độ nhận diện** cho cả vùng Thủy Nguyên (có lợi gián tiếp cho TCH), vừa tạo **áp lực cạnh tranh trực tiếp** về nguồn cung và khách hàng.

Ở chiều ngược lại, TCH có những lợi thế riêng phù hợp phân khúc mục tiêu: **(1) mức giá vừa túi tiền hơn** hướng tới người mua ở thực thay vì nhà đầu tư; **(2) vị trí bám sát trung tâm hành chính mới và lõi đô thị hiện hữu**, thuận tiện cho nhu cầu ở và làm việc; và **(3) sản phẩm thấp tầng có pháp lý và tiến độ rõ ràng**, sẵn sàng bàn giao sớm. Nói cách khác, hai doanh nghiệp phục vụ hai tập khách hàng khác nhau: Vinhomes ở phân khúc cao cấp – đầu tư, TCH ở phân khúc ở thực – tầm trung.

Tóm tắt Phần 2: Hải Phòng đang bước vào chu kỳ giá trị mới với Thủy Nguyên làm tâm điểm, được hỗ trợ bởi dịch chuyển hành chính, hạ tầng và dòng vốn công nghiệp. TCH sở hữu vị thế tốt nhờ quỹ đất lõi giá vốn thấp và định vị nhà ở thực. Rủi ro chính của ngành là **nguồn cung tăng nhanh và sự hiện diện của Vinhomes** — buộc TCH phải cạnh tranh bằng vị trí, tiến độ bàn giao và chính sách giá hợp lý, thay vì chạy đua quy mô hay thương hiệu.

3. Phân tích kinh doanh & tài chính

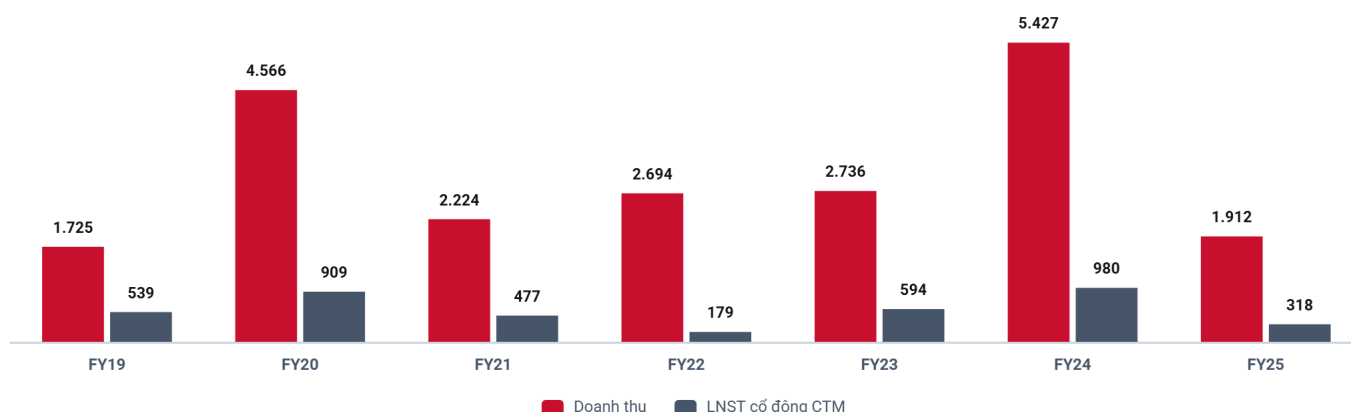
3.1. Kết quả kinh doanh — vùng trũng của chu kỳ

FY2025 là năm trũng theo đúng đặc thù chu kỳ bàn giao; doanh thu và lợi nhuận giảm mạnh do độ trễ ghi nhận, không phải do suy giảm nền tảng

DOANH THU FY2025A	LỢI NHUẬN GỘP	LNST HỢP NHẤT	LNST CỔ ĐỒNG CTM
1.912	581	419	318
tỷ đồng · -64,8% YoY	tỷ · biên gộp 30,4%	tỷ đồng · -70% YoY	tỷ · EPS 317 đồng

■ Doanh thu & lợi nhuận cổ đông công ty mẹ theo năm tài chính

Tỷ đồng · FY2019–FY2025 (năm tài chính kết thúc 31/03)



Nguồn: TCBS TCA (số liệu hợp nhất)

Kết quả FY2025 phản ánh rõ đặc thù chu kỳ: doanh thu 1.912 tỷ (-64,8%) và lợi nhuận cổ đông công ty mẹ 318 tỷ giảm sâu so với đỉnh bàn giao FY2024 (doanh thu 5.427 tỷ, lợi nhuận mẹ 980 tỷ). Nguyên nhân là các dự án cũ như Hoàng Huy Commerce giai đoạn 1 và New City giai đoạn 1 đã ghi nhận phần lớn ở kỳ trước, trong khi New City II, Green River và H2 Commerce **chưa bước vào giai đoạn bàn giao quy mô lớn**. Điểm cần nhấn mạnh: **biên lợi nhuận gộp mảng nhà ở vẫn duy trì cao ~43%** — cho thấy sụt giảm lợi nhuận đến từ độ trễ ghi nhận doanh thu, không phải suy giảm chất lượng dự án.

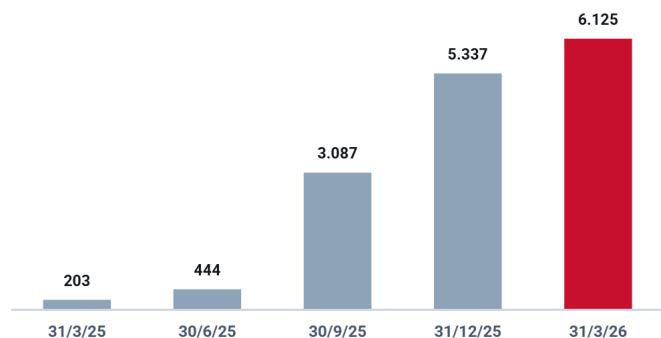
Biểu đồ cho thấy bức tranh lợi nhuận biến động không đều đặc trưng: các đỉnh FY2020 và FY2024 ứng với những năm bàn giao lớn, xen kẽ là các năm trũng. Với backlog người mua trả trước đã tăng vọt lên hơn 6.100 tỷ, FY2025 nhiều khả năng là **đáy của chu kỳ hiện tại**, trước khi lợi nhuận phục hồi mạnh từ FY2026 khi các dự án mới lần lượt bàn giao. Mảng xe tải và linh kiện tăng trưởng doanh thu tốt (theo phân loại của công ty đạt ~791 tỷ, +34%) đóng vai trò ổn định dòng tiền trong năm trũng của bất động sản.

3.2. Backlog & tình hình bán hàng — tín hiệu quan trọng nhất

Chỉ báo quan trọng nhất trên bảng cân đối của TCH lúc này là khoản người mua trả tiền trước. Tại 31/03/2026, số dư này đạt **6.125 tỷ đồng**, tăng vọt từ mức 203 tỷ một năm trước — phản ánh bán hàng đã diễn ra thực chất tại New City II và Green River. Đây là dòng tiền khách hàng đã nộp, tương ứng với doanh thu và lợi nhuận đã "khóa", chỉ chờ đủ điều kiện bàn giao để ghi nhận. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo tại đại hội cổ đông, dự án trọng điểm New City II đã bán khoảng **56% sản phẩm thấp tầng**.

■ Người mua trả tiền trước (backlog)

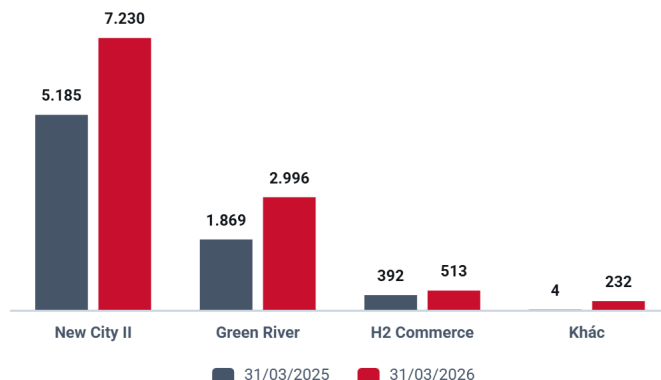
Tỷ đồng · theo quý



Nguồn: BCTC TCH, tổng hợp

■ Chi phí đầu tư lũy kế theo dự án

Tỷ đồng · 31/03/2025 vs 31/03/2026



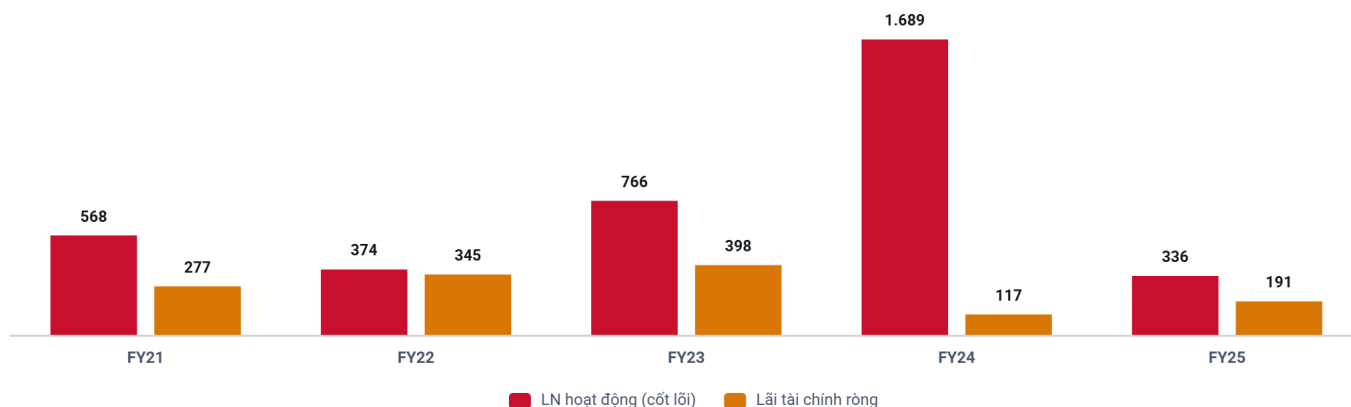
Nguồn: BCTC TCH

Song song với backlog, **chi phí đầu tư lũy kế tại các dự án trọng điểm tăng mạnh** — từ ~7.449 tỷ lên ~10.971 tỷ đồng chỉ trong một năm, tập trung tại New City II (+2.046 tỷ) và Green River (+1.127 tỷ). Đây là chi phí đầu tư dồn cho từng dự án; khoản mục hàng tồn kho hợp nhất trên bảng cân đối ở mức 10.403 tỷ (chênh lệch do khác biệt phân loại kế toán). Diễn biến này cho thấy TCH đã **chuyển từ giai đoạn tích lũy quỹ đất sang giai đoạn phát triển sản phẩm thực tế**: dòng vốn đang được rót vào xây dựng để chuẩn bị cho các đợt bàn giao. Với mức bán hàng hiện tại, rủi ro lớn nhất trong FY2026 không phải là thiếu cầu, mà là **tốc độ hoàn thiện thủ tục nghiệm thu và bàn giao** để ghi nhận doanh thu đúng kỳ.

3.3. Chất lượng lợi nhuận — bóc tách năm trứng

■ Lợi nhuận hoạt động cốt lõi so với lãi tài chính ròng

Tỷ đồng · FY2021–FY2025



Nguồn: TCBS TCA (số liệu hợp nhất)

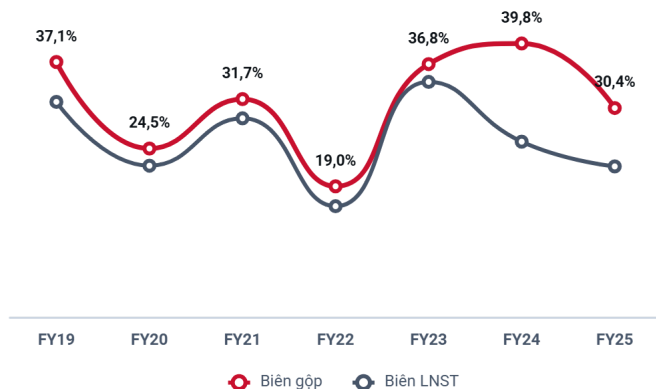
Bóc tách lợi nhuận FY2025 cho thấy đặc điểm của một năm trứng: lợi nhuận trước thuế 535 tỷ đến từ **lợi nhuận hoạt động 336 tỷ cộng lãi tài chính ròng ~191 tỷ** (chủ yếu là lãi tiền gửi trên số dư tiền lớn) và một phần thu nhập khác. Nói cách khác, khi doanh thu bàn giao dự án xuống thấp, **thu nhập tài chính từ khối tiền mặt lớn trở thành trụ đỡ đáng kể cho lợi nhuận**. Đây không phải điểm tiêu cực về bản chất — nó cho thấy sức khỏe tài chính và khả năng "gối đầu" qua vùng trứng — nhưng nhà đầu tư cần hiểu rằng lợi nhuận cốt lõi từ dự án của năm FY2025 còn mỏng, và động lực lợi nhuận thực sự nằm ở chu kỳ bàn giao sắp tới.

So sánh qua các năm cho thấy lãi tài chính ròng là **nguồn thu đều đặn và chiếm tỷ trọng đáng kể qua nhiều năm** của TCH – khoảng 30–50% lợi nhuận trước thuế ở các năm trũng bàn giao (FY2021–FY2023 và FY2025) – nhờ số dư tiền lớn và gần như không có chi phí lãi vay. Chỉ trong năm bàn giao đỉnh FY2024, tỷ trọng này mới giảm mạnh (~7%) khi lợi nhuận hoạt động vượt trội (1.689 tỷ). Đây là đặc điểm cấu trúc – không riêng năm trũng – và là chỉ báo hữu ích để theo dõi "nhiệt độ" chu kỳ bàn giao qua từng năm.

3.4. Biên lợi nhuận & hiệu quả hoạt động

■ Biên lợi nhuận gộp & ròng

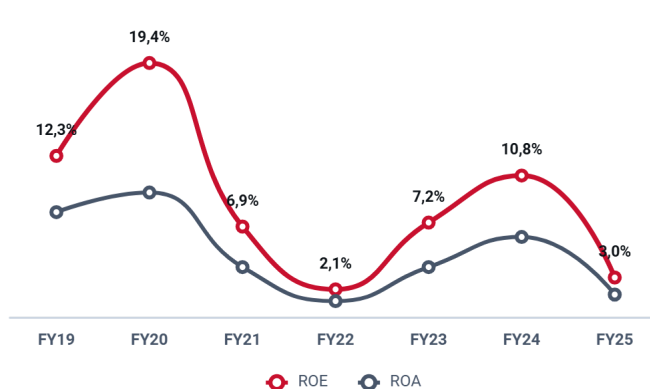
% doanh thu · FY2019–FY2025



Nguồn: TCBS TCA

■ ROE & ROA theo năm

% · FY2019–FY2025



Nguồn: TCBS TCA

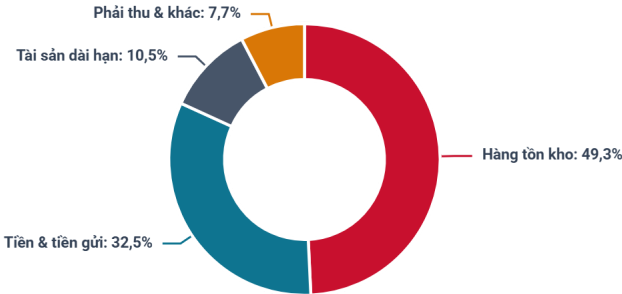
Biên lợi nhuận gộp của TCH dao động theo cơ cấu doanh thu từng năm: cao trong các năm bàn giao nhà ở (FY2024 đạt 39,8%) và thấp hơn khi tỷ trọng xe tải – vốn có biên mỏng – tăng lên. Biên gộp FY2025 ở mức 30,4% vẫn lành mạnh, đặc biệt biên mảng nhà ở duy trì ~43%. **ROE FY2025 giảm về 3,0%** – tính bằng lợi nhuận cổ đông mẹ chia vốn chủ cổ đông mẹ bình quân kỳ (~10.497 tỷ) – phản ánh đúng năm trũng lợi nhuận; vốn chủ hợp nhất 14.271 tỷ, phần cổ đông mẹ 11.432 tỷ cuối kỳ (cơ sở tính BVPS 11.394đ); đây là mức đáy tạm thời, dự kiến phục hồi về ~7,6% khi lợi nhuận bàn giao quay lại từ FY2026 (theo dự phóng TCBS Research).

3.5. Bảng cân đối & cấu trúc vốn – điểm mạnh nổi bật

Đây là điểm mạnh nổi bật nhất của TCH. Tại 31/03/2026, tổng tài sản đạt 21.121 tỷ đồng, trong đó **tài sản ngắn hạn chiếm phần lớn** (tồn kho bất động sản, tiền và tiền gửi). Công ty có **vay tài chính rất thấp** (~390 tỷ, chỉ ~2,7% vốn chủ), trong khi tiền và tiền gửi ngắn hạn lên tới ~6.900 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu 14.271 tỷ. Phần lớn nợ phải trả (6.850 tỷ) thực chất là **người mua trả tiền trước** – một khoản "nợ tốt" vì tương ứng với sản phẩm đã bán. Cấu trúc này giúp rủi ro bảng cân đối của TCH thấp hơn hẳn nhiều doanh nghiệp cùng ngành đang gánh áp lực đáo hạn trái phiếu.

Cơ cấu tài sản 31/03/2026

Tỷ đồng · tổng tài sản 21.121 tỷ



Nguồn: TCBS TCA

VAY TÀI CHÍNH

390

tỷ · chỉ ~2,7% vốn chủ

TIỀN & TIỀN GỬI

6.872

tỷ · +84% YoY

NGƯỜI MUA TRẢ TRƯỚC

6.125

tỷ · backlog đã bán

VỐN CHỦ SỞ HỮU

14.271

tỷ · 68% tổng tài sản

Khoản mục (tỷ đồng)	31/03/2025	31/03/2026	Nhận xét
Tổng tài sản	15.349	21.121	Tăng do tồn kho & tiền khách trả trước
Hàng tồn kho	8.676	10.403	Triển khai New City II / Green River
Tiền & tiền gửi ngắn hạn	3.737	6.872	Nền tảng tài chính lành mạnh
Người mua trả tiền trước	203	6.125	Backlog thu tiền tăng rất mạnh
Vay & nợ thuê tài chính	90	390	Đòn bẩy tài chính rất thấp (~2,7% VCSH)
Phải trả khác	1.779	335	Phải trả người bán, thuế, trích trước; giảm mạnh
Vốn chủ sở hữu	13.277	14.271	Nền vốn lớn, đòn bẩy thấp

Cần lưu ý vốn chủ sở hữu hợp nhất 14.271 tỷ bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số ~2.839 tỷ (giảm từ ~3.715 tỷ sau khi hợp nhất CRV qua HHS từ 18/06/2025). Phần thuộc cổ đông công ty mẹ ~11.432 tỷ, tương ứng giá trị sổ sách 11.394 đồng/CP – cơ sở phù hợp khi tính các chỉ số trên mỗi cổ phiếu và định giá theo P/B.

3.6. Dòng tiền & hiệu quả sử dụng vốn

Dòng tiền của một nhà phát triển bất động sản mang tính chu kỳ theo tiến độ bán hàng và đầu tư. Trong FY2025, TCH thu về dòng tiền lớn từ khách hàng trả trước (backlog tăng ~5.900 tỷ) đồng thời đẩy mạnh giải ngân xây dựng (chi phí đầu tư vào các dự án tăng ~3.500 tỷ) — kết quả là vị thế tiền mặt vẫn tăng mạnh lên ~6.900 tỷ đồng. Tuy nhiên, **dòng tiền tự do (FCF) FY2025 ở mức âm ~1.851 tỷ đồng** — dòng tiền kinh doanh dương ~2.342 tỷ không đủ bù cho giải ngân đầu tư, phần thiếu hụt được tài trợ bằng dòng tiền tài chính ~2.178 tỷ (chủ yếu từ phát hành thêm cổ phần); nhu cầu vốn xây dựng còn lại tại New City II, Green River và H2 Commerce sẽ tiếp tục hấp thụ dòng tiền trong FY2026–FY2027. Điểm tích cực là chu kỳ đầu tư này được tài trợ bằng **vốn chủ (gồm các đợt tăng vốn) và tiền khách trả trước, gần như không dùng vay nợ**, giúp TCH ít chịu rủi ro với biến động lãi suất và rủi ro tái cấp vốn. Về cổ tức, TCH không chi trả cổ tức tiền mặt trong các năm gần đây (từ 2023); thay vào đó phát hành cổ phiếu thưởng (tỷ lệ 5% tháng 11/2025 và 10% tháng 9/2026) — làm tăng số lượng cổ phiếu lưu hành và pha loãng các chỉ số trên mỗi cổ phiếu, đồng thời giữ lại nguồn lực tiền mặt cho chu kỳ phát triển dự án.

Hiệu quả sử dụng vốn sẽ cải thiện khi bàn giao quay lại. ROE FY2025 chỉ 3,0% là hệ quả của năm trũng trên nền vốn chủ lớn. Khi backlog hơn 6.100 tỷ chuyển hóa thành doanh thu ghi nhận từ FY2026, TCBS Research dự phóng ROE phục hồi về vùng ~7,6%. Với vốn chủ công ty mệ ~11.432 tỷ (giá trị sổ sách 11.394 đồng/CP), mỗi điểm phần trăm cải thiện ROE tạo ra mức tăng lợi nhuận tuyệt đối đáng kể — đây là đòn bẩy lợi nhuận của giai đoạn phục hồi. Tuy vậy, mức ROE dự phóng ~7,6% vẫn thấp hơn chi phí vốn cổ phần thông thường, nên định giá quanh 1,0–1,1 lần giá trị sổ sách là hợp lý xét trên sức sinh lời hiện tại; định giá trở nên hấp dẫn hơn khi lợi nhuận phục hồi theo chu kỳ bàn giao.

4. Triển vọng, rủi ro & dự phóng

Danh mục dự án nhiều lớp tại Hải Phòng mở ra chu kỳ bàn giao mới — TCH đang ở điểm khởi đầu phục hồi lợi nhuận

Triển vọng của TCH được xây trên một **danh mục dự án có trọng tâm và nhiều lớp tăng trưởng nổi tiếp** tại Hải Phòng. Ngắn hạn là thấp tầng Thủy Nguyên (New City II, Green River) — điểm rơi bàn giao gần nhất; trung hạn là cao tầng và quỹ đất lõi (H2 Commerce, HH1–HH4, 150 Tô Hiệu); dài hạn là quỹ đất mới trúng đấu giá (I14 Bắc Sông Cấm). Cấu trúc này giúp lợi nhuận có điểm rơi gần đồng thời duy trì dư địa tăng trưởng trung – dài hạn.

New City II & Green River — điểm rơi gần

Thấp tầng đã xây thô hầu hết phân khu, một số block cất nóc; Green River đang bàn giao, New City II thấp tầng dự kiến bàn giao từ Q3/2026. Đây là hai động lực lợi nhuận gần nhất, đã có backlog lớn và pháp lý đi qua phần lớn mốc rủi ro trọng yếu.

Cao tầng bổ sung lớp tăng trưởng

H2 Commerce đã đủ điều kiện mở bán, đang xây khối đế. Cụm HH1–HH4 New City II (4 tòa 33 tầng, 2.494 căn hộ, phân khu Sky Light) dự kiến mở bán từ Q3/2026 — bổ sung lớp doanh thu cao tầng từ FY2027 trở đi.

150 Tô Hiệu — quỹ đất lõi Lê Chân

Dự án chỉnh trang đô thị tại lõi Lê Chân: 1 tòa tối đa 40 tầng + 3 hầm, ~998 căn hộ và 11 căn liền kề. Đã hoàn tất giải phóng mặt bằng 100% đất sạch (tháng 4/2026) — giảm rủi ro lớn nhất; còn phụ thuộc giao đất, tiền sử dụng đất và giấy phép xây dựng.

I14 Bắc Sông Cấm — upside quỹ đất mới

Lô I.14/CTHH-01 (3,25 ha, hỗn hợp cao tầng + thấp tầng thương mại) trên trục Đỗ Mười, do CTCP Phát triển Nhà Đại Lộc (công ty con của TCH) trúng đấu giá **1.322 tỷ đồng** (Q2/2026). Là dư địa tăng trưởng dài hạn, hiện chưa đưa vào dự phóng cơ sở.

4.2. Chi tiết danh mục dự án

Năm dự án trọng điểm tại Hải Phòng — quy mô, vốn đầu tư lũy kế, sản phẩm và mặt bằng giá bán

Danh mục của TCH gồm năm dự án trọng điểm, trải từ thấp tầng đang bàn giao đến quỹ đất cao tầng mới trúng đấu giá. Các chỉ tiêu quy mô, sản phẩm, vốn đầu tư lũy kế (chi phí đầu tư dồn cho dự án tại 31/03/2026), tiến độ và tỷ lệ lợi ích TCH dưới đây theo công bố công ty; riêng giá bán là mức tham khảo thu thập trên thị trường thứ cấp (T9/2026), không phải bảng giá chính thức của chủ đầu tư.

Vốn đầu tư lũy kế đã rót vào ba dự án đang/sắp bàn giao (New City II, Green River, H2 Commerce) đạt ~10.700 tỷ đồng, đi cùng backlog đã bán hơn 6.100 tỷ — cho thấy lượng doanh thu lớn sắp chuyển hóa. 150 Tô Hiệu và I14 Bắc Sông Cấm là lớp tăng trưởng kế tiếp, hiện chưa mở bán. Trọng tâm ngắn hạn vẫn là chuyển hóa phần thấp tầng New City II và Green River — vốn đã bán tốt — thành doanh thu ghi nhận từ FY2026.

Tỷ lệ sở hữu nêu trên là lợi ích tại pháp nhân trực tiếp của từng dự án. Do TCH nắm ~58,3% HHS (công ty mẹ trực tiếp của CRV) và ~38,2% trực tiếp tại CRV, lợi ích kinh tế cuối cùng của cổ đông công ty mẹ TCH tại các dự án qua chuỗi HHS→CRV thấp hơn tỷ lệ danh nghĩa tại pháp nhân dự án — đây là lý do lợi ích cổ đông thiếu số trên báo cáo hợp nhất ở mức đáng kể (~2.839 tỷ).

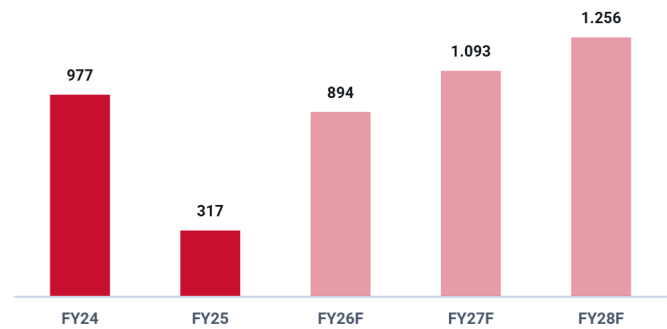
Dự án (vị trí)	Quy mô & sản phẩm chính	Vốn đầu tư lũy kế (31/03/26)	Giá bán tham khảo	Tiến độ · Sở hữu TCH
New City II Thủy Nguyên	Khu đô thị; thấp tầng (liền kề/shophouse) + cụm cao tầng HH1–HH4: 4 tòa 33 tầng, 2.494 căn hộ (diện tích đất ~18.494 m²)	7.230 tỷ	Liền kề/shophouse ~7,5–10 tỷ/căn	Bàn giao thấp tầng Q3/2026; đã bán ~56% thấp tầng · ~68%
Green River Thủy Nguyên	Khu đô thị thấp tầng (liền kề/shophouse, biệt thự ven sông)	2.996 tỷ	Liền kề từ ~6 tỷ/căn	Đang bàn giao · 100%
Hoàng Huy Commerce – H2 Lê Chân	Chung cư cao tầng – giai đoạn 2 tổ hợp Hoàng Huy Commerce	513 tỷ	Căn hộ ~36–40 triệu/m²	Đủ điều kiện mở bán, đang xây khối đế · 100%
150 Tô Hiệu Lê Chân	16.177 m²; 1 tòa 40 tầng + 3 hầm; ~998 căn hộ + 11 căn liền kề	— GPMB xong; chi phí chưa tách riêng	Chưa mở bán (dự kiến 2027)	Đất sạch 100% (4/2026); chờ giao đất, GPXD · 100%
I14 Bắc Sông Cấm Thủy Nguyên	3,25 ha; hỗn hợp cao tầng (12.261 m²) + thấp tầng TMDV (6.516 m²)	— sau 31/3/26	Chưa triển khai	Trúng đấu giá 1.322 tỷ qua Đại Lộc (Q2/2026) · ~60%

4.3. Dự phóng kết quả kinh doanh (TCBS Research)

Theo dự phóng của TCBS Research, lợi nhuận cổ đông công ty mẹ phục hồi từ đáy FY2025 (318 tỷ) lên ~897 tỷ (FY2026F) và tiếp tục tăng các năm sau khi các dự án lần lượt bàn giao. EPS bật từ 317 đồng lên 894 đồng (FY2026F) – mức tăng +182% phản ánh điểm rơi bàn giao thấp tầng New City II và Green River. Đây là dự phóng có tính biến động cao theo thực tế bàn giao: chậm 1–2 quý ở một dự án lớn có thể làm lợi nhuận dịch chuyển giữa các năm, nhưng không nhất thiết làm giảm giá trị nội tại nếu dòng tiền thu trước vẫn duy trì.

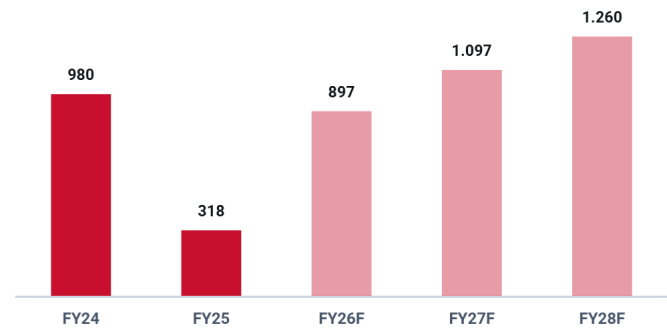
■ EPS lịch sử & dự phóng

Đồng / cổ phiếu · Nguồn: TCBS Research



■ LNST cổ đông công ty mẹ

Tỷ đồng · Nguồn: TCBS Research



Chỉ tiêu	FY2024A	FY2025A	FY2026F	FY2027F	FY2028F
LNST cổ đông CTM (tỷ)	980	318	897	1.097	1.260
EPS (đồng)	977	317	894	1.093	1.256
Tăng trưởng EPS	+64,8%	-67,5%	+182%	+22,4%	+14,8%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	9.530	11.394	12.289	13.382	14.639
ROE (%)	10,8	3,0	7,6	8,5	9,0
P/E (x) tại giá hiện tại	12,4	38,2	13,5	11,1	9,6
P/B (x)	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8

Năm tài chính kết thúc 31/03. FY2026F là kỳ kết thúc 31/03/2027. Nguồn dự phóng: TCBS Research; P/E, P/B tính tại giá 12.100 đồng (10/09/2026).

4.4. Rủi ro chính

Bên cạnh triển vọng phục hồi, nhà đầu tư cần cân nhắc bốn nhóm rủi ro chính dưới đây. Đặc điểm chung là phần lớn rủi ro của TCH thiên về **yếu tố tiến độ và thực thi** (bàn giao, pháp lý, hấp thụ) hơn là rủi ro tài chính – phù hợp với một doanh nghiệp có bảng cân đối gần như không vay nợ. Điều này có nghĩa các rủi ro chủ yếu tác động tới **thời điểm ghi nhận** lợi nhuận hơn là tới giá trị nội tại của danh mục.

Rủi ro 1 – Chậm bàn giao & ghi nhận doanh thu

Các dự án đã bán tốt nhưng lợi nhuận kế toán chỉ ghi nhận khi hoàn tất bàn giao đủ điều kiện. Chậm nghiệm thu, cấp sổ, phòng cháy chữa cháy hoặc thủ tục mở bán có thể khiến lợi nhuận dịch chuyển giữa các năm tài chính – làm dự phóng biến động mạnh dù giá trị nội tại không đổi.

Rủi ro 2 – Hấp thụ & giá bán tại Hải Phòng

Danh mục tập trung địa lý cao tại Hải Phòng/Thủy Nguyên, nơi nguồn cung thấp tăng nhanh và có sự hiện diện của Vinhomes. Nếu thanh khoản thị trường suy yếu hoặc cạnh tranh nguồn cung tăng mạnh, tốc độ bán hàng và mặt bằng giá có thể thấp hơn giả định.

Rủi ro 3 – Chi phí xây dựng & nghĩa vụ tài chính đất

150 Tô Hiệu và I14 Bắc Sông Cấm còn phụ thuộc các bước giao đất, xác định tiền sử dụng đất, giấy phép xây dựng và chi phí triển khai thực tế. Biến động chi phí xây dựng và nghĩa vụ tài chính đất có thể làm giảm biên lợi nhuận của các dự án này.

Rủi ro 4 – Cấu trúc sở hữu & lợi ích thiểu số

Một số dự án triển khai qua công ty con có tỷ lệ lợi ích không phải 100% (New City II ~68%), nên lợi nhuận hợp nhất không chuyển hoàn toàn thành lợi nhuận cổ đông công ty mẹ. Lợi ích cổ đông thiểu số ~2.839 tỷ đồng là khoản cần theo dõi khi định giá theo tài sản.

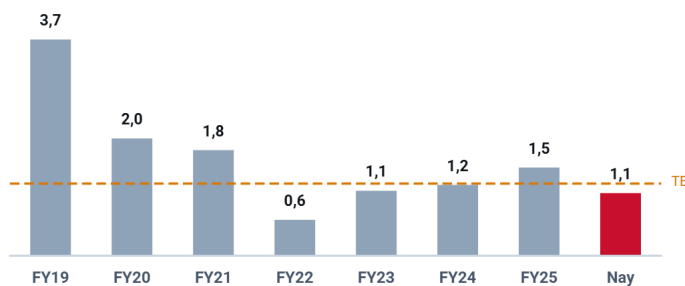
4.5. Định giá tham chiếu

Tại giá 12.100 đồng/CP (10/09/2026), TCH giao dịch ở **P/B ~1,06 lần** giá trị sổ sách công ty mẹ (11.394 đồng/CP) — tức **cao hơn ~6% so với giá trị sổ sách**, không phải "quanh" hay "dưới" sổ sách. P/E theo lợi nhuận bốn quý gần nhất ở mức cao (~41 lần theo TCA, hay ~38,2 lần trên EPS niên độ FY2025 là 317 đồng) và không phản ánh đúng sức sinh lời khi lợi nhuận đang ở đáy; P/E dự phóng FY2026 ~13,5 lần (giảm về ~9,6 lần FY2028 nếu bàn giao đúng kế hoạch). Do vậy **P/B và P/E dự phóng là thước đo phù hợp hơn** cho một doanh nghiệp đang ở đáy chu kỳ với bảng cân đối nặng tài sản.

So với chính TCH trong quá khứ — P/B bình quân 5 năm gần nhất của TCH vào khoảng **1,24 lần** (trung vị ~1,20 lần), với vùng đỉnh 1,8–2,0 lần giai đoạn 2020–2021 và đáy ~0,6 lần năm 2022. Mức P/B ~1,06 lần hiện tại **thấp hơn bình quân lịch sử nhưng chưa về vùng đáy**. Một điểm cần lưu ý mang tính hỗ trợ: phần lớn quỹ đất Hải Phòng được hạch toán theo giá vốn tích lũy từ nhiều năm trước, có thể thấp hơn giá thị trường hiện tại, nên giá trị sổ sách của công ty chưa phản ánh hết giá trị quỹ đất của TCH.

■ Định giá P/B của TCH qua các năm

lần · theo năm tài chính



Nguồn: TCBS TCA

Doanh nghiệp	P/B	ROE
Vinhomes (VHM)	2,3	33,5%
Văn Phú (VPI)	3,9	7,7%
Becamex (BCM)	2,0	9,1%
Kinh Bắc (KBC)	1,0	4,7%
Novaland (NVL)	0,6	9,6%
Hoàng Huy (TCH)	1,1	2,9%*
Trung vị nhóm (trừ TCH)	2,0	9,1%

(*) ROE trong bảng theo TCA (4 quý gần nhất, cùng cơ sở giữa các mã), TCH 2,9%; ROE niên độ FY2025 của TCH là 3,0%. Đây là mức trung, dự phóng phục hồi ~7,6% (FY2026F) — vẫn thấp hơn trung vị nhóm. P/B thấp hơn trung vị một phần do ROE hiện thấp hơn, sẽ hấp dẫn hơn khi lợi nhuận phục hồi. Nguồn: TCBS TCA (T9/2026).

Kết luận định giá. Tại 12.100 đồng, TCH giao dịch ở P/B ~1,06 lần (cao hơn ~6% giá trị sổ sách công ty mẹ) và P/E dự phóng ~13,5 lần (FY2026), giảm về ~9,6 lần (FY2028) nếu bàn giao tăng tốc. So với lịch sử của chính mình, định giá thấp hơn bình quân 5 năm (~1,24 lần); xét trên P/E dự phóng giảm về ~9,6 lần (FY2028), đây là mức tương đối rẻ so với tiềm năng phục hồi lợi nhuận nếu bàn giao đúng kế hoạch. Điểm tựa của luận điểm nằm ở chất lượng bảng cân đối (đòn bẩy thấp), quỹ đất lõi Hải Phòng và backlog hơn 6.100 tỷ đã "khóa" lợi nhuận tương lai; rủi ro là ROE dự phóng (~7,6%) vẫn thấp hơn chi phí vốn cổ phần, khiến dư địa tái định giá phụ thuộc chặt vào **tốc độ bàn giao chuyển backlog thành lợi nhuận ghi nhận từ FY2026**. **Đây là nhận định tham chiếu, không cấu thành khuyến nghị mua/bán.**

4.6. Phân tích kịch bản

Ba kịch bản dựa trên tốc độ bàn giao và hấp thụ sản phẩm tại Hải Phòng

Biến số quyết định lợi nhuận trung hạn của TCH là **tốc độ hoàn thiện, bàn giao và ghi nhận doanh thu** các dự án đã bán, bên cạnh sức hấp thụ sản phẩm cao tầng. Trên cơ sở dự phóng cơ sở của TCA, dưới đây là ba kịch bản tham chiếu cho lợi nhuận cổ đông công ty mẹ năm FY2027:

Kịch bản	Giả định chính	LNST mẹ FY2027	EPS
Tích cực	Bàn giao đúng/vượt tiến độ, cao tầng hấp thụ tốt, giá bán vững	~1.350	~1.346
Cơ sở (TCBS Research)	Pipeline bàn giao theo tiến độ, hấp thụ ổn định	1.097	1.093
Thận trọng	Chậm bàn giao 1–2 quý, hấp thụ cao tầng yếu, chi phí đất tăng	~780	~777

Đơn vị: tỷ đồng và đồng/CP. Kịch bản cơ sở theo dự phóng TCBS Research; kịch bản tích cực/thận trọng do TCBS Research ước tính cho mục đích tham khảo.

Khoảng cách giữa kịch bản tích cực và thận trọng cho thấy **đòn bẩy lớn của TCH vào yếu tố tiến độ bàn giao**. Với bảng cân đối đòn bẩy thấp và quỹ đất lõi giá vốn thấp, rủi ro suy giảm giá trị nội tại chủ yếu đến từ độ trễ ghi nhận hơn là từ nền tảng cầu — song điều này tác động tới **thời điểm** lợi nhuận hơn là triệt tiêu giá trị. Do phần lớn giá trị phụ thuộc vào tốc độ bàn giao, nhà đầu tư nên theo dõi sát tiến độ chuyển backlog thành lợi nhuận ghi nhận.

4.7. Các mốc cần theo dõi

Bốn tín hiệu giúp nhà đầu tư "đo nhiệt" tốc độ chuyển hóa backlog thành lợi nhuận

Tiến độ bàn giao New City II & Green River Dự kiến bàn giao thấp tầng từ Q3/2026. Đây là điểm rơi lợi nhuận gần nhất — số lượng căn bàn giao thực tế mỗi quý sẽ quyết định lợi nhuận FY2026 rơi vào đầu hay cuối năm.	Số dư người mua trả tiền trước hàng quý Chỉ báo sớm nhất về sức bán và độ dày backlog. Số dư tiếp tục tăng cho thấy bán hàng khỏe; số dư giảm nhanh phản ánh backlog đang được ghi nhận thành doanh thu.
Mở bán cụm cao tầng HH1–HH2 New City II Dự kiến mở bán từ Q3/2026. Tỷ lệ hấp thụ đợt mở bán cao tầng là phép thử cho sức cầu phân khúc chung cư — lớp tăng trưởng đóng góp từ FY2027 trở đi.	Pháp lý 150 Tô Hiệu & I14 Bắc Sông Cấm Các mốc giao đất, xác định tiền sử dụng đất và giấy phép xây dựng. Hoàn tất các bước này sẽ hiện thực hóa lớp giá trị quỹ đất lõi và mở dư địa tăng trưởng dài hạn.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.
Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.