

CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy (HSX: TCH)

Nhà phát triển Bất động sản tiên phong tại Hải Phòng

Sử dụng phương pháp so sánh P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý 12 tháng tới của cổ phiếu TCH là **21.700** đồng, tương đương P/B dự phóng năm 2026 đạt 1,5 lần. Qua đó, tổng mức sinh lời kỳ vọng là **47%**.

Nhà phát triển BĐS tiên phong tại Hải Phòng, sở hữu quỹ đất tiềm năng

TP. Thủy Nguyên là nơi đặt trung tâm hành chính của Hải Phòng (sau sáp nhập với Hải Dương), cùng các khu công nghiệp lớn, định hướng phát triển các khu đô thị mới để thu hút người dân và đẩy mạnh hạ tầng kết nối. TCH là doanh nghiệp tiên phong trong việc đấu giá/đấu thầu quỹ đất (~90ha) và tham gia đầu tư xây dựng các khu đô thị mới tại đây, là tiền đề đưa doanh nghiệp trở thành nhà phát triển đô thị quy mô lớn tại miền Bắc. Trong NĐTĐ 2025, doanh nghiệp đã đồng thời mở bán 02 dự án lớn, doanh số bán hàng ước tính đạt ~9.000 tỷ đồng và dự kiến hoàn thành bàn giao trong NĐTĐ 2026-2027.

Doanh số bán hàng ở mức cao sẽ đảm bảo cho tăng trưởng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn này. Theo đó, chúng tôi dự phóng LNST-CĐM năm 2026-2027 lần lượt đạt 2.374 tỷ đồng (+1100% YoY) và 2.686 tỷ đồng (+13%YoY).

Bảng cân đối lành mạnh, tạo bộ đệm tài chính cho kế hoạch phát triển quỹ đất

Doanh nghiệp duy trì số dư tiền gửi lớn (trong đó số dư tiền gửi tại cuối NĐTĐ 2025 đã đạt 4.227 tỷ đồng) – với dòng tiền từ bàn giao dự án và phát hành tăng vốn, giúp bảng cân đối lành mạnh và giảm nhu cầu vay nợ để tài trợ dự án. Trong NĐTĐ 2026-27, với dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh ước đạt trên 3.000 tỷ đồng/năm (từ lợi nhuận bàn giao dự án đã đầu tư xây dựng), chúng tôi ước tính tài sản tương đương tiền sẽ tăng lên và chiếm ~50% tổng tài sản của doanh nghiệp, là bộ đệm tài chính cho kế hoạch phát triển quỹ đất trong dài hạn.

Rủi ro đầu tư

Xu hướng lãi suất tăng (từ đầu 2026) có thể làm trì hoãn đến quyết định của người mua BĐS khiến tốc độ hấp thụ chậm hơn dự kiến.

Nếu các đợt tăng vốn làm thay đổi cấu trúc sở hữu giữa TCH và CRV (công ty con chuyên về đầu tư BĐS), lợi ích cổ đông công ty mẹ có thể sẽ bị ảnh hưởng.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm (Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	2.093	3.803	4.667	1.447	8.607	9.216
Tăng trưởng (%)	-24%	82%	23%	-69%	495%	7%
EBIT	409	1.190	1.385	129	3.454	3.598
LNST-CTM	246	744	855	194	2.374	2.686
Tăng trưởng (%)	-39%	202%	15%	-77%	1122%	13%
Biên ròng (%)	12%	20%	18%	13%	28%	29%
ROA (%)	2%	5%	6%	1%	10%	10%
ROE (%)	3%	9%	9%	2%	18%	17%
EPS cơ bản (VND)	368	1.113	1.280	213	2.603	2.945
GTSS (VND)	12.678	12.938	14.234	12.343	14.456	16.911
Cổ tức tiền mặt (VND)	1500	500	0	0	500	500
P/E (x)	14,6	9,7	9,7	85,9	8,3	7,4
P/BV (x)	0,4	0,8	0,9	1,5	1,5	1,3

Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 08/06/2026.

MUA

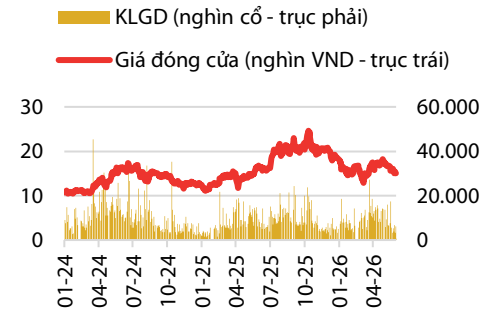
+47%

Giá thị trường (VND)	14.800
Giá mục tiêu (VND)	21.700
Cổ tức tiền mặt (VND)*	VND 500

* Cổ tức tiền kỳ vọng 12 tháng tới (VND)

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hoá (tỷ đồng)	13.682
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	912
Khối lượng BQ 3 Tháng (nghìn CP)	9.244
Giá trị GDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	149
Vốn sở hữu NĐTĐNN đang có (%)	11,91
Biến động giá 52 tuần (nghìn đồng)	12850 - 24619



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
TCH	9,1	-10,1	-7,8
VN30 Index	1,6	38,6	53,7
VN-Index	1,0	37,1	43,5

Cổ đông lớn (%)

Đỗ Hữu Hạ (và bên liên quan)	45
Dragon Capital	6
<i>Giới hạn sở hữu NĐTĐNN còn lại</i>	35

Phòng Phân tích Ngành Bất động sản

Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 -Ext: (1524)

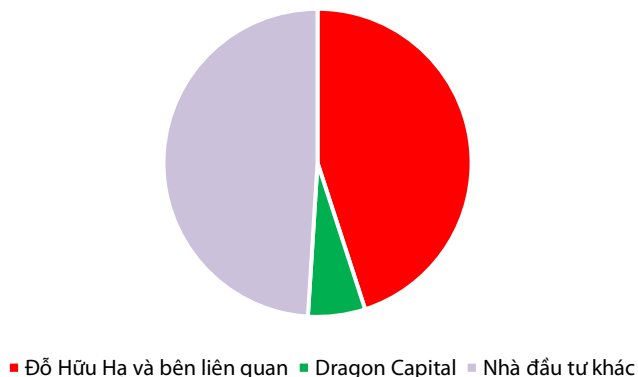
lam.dt@vdsc.com.vn

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy (TCH) được thành lập vào năm 1995 – tiền thân là TNHH Thương mại Hoàng Huy, với ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất, lắp ráp và kinh doanh xe máy, oto tải và kinh doanh BĐS. Năm 2007, doanh nghiệp chuyển đổi mô hình thành Công ty cổ phần; và chính thức niêm yết trên Hose trong năm 2016. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực sau:

- Phân phối xe tải và xe đầu kéo container: đây là hoạt động kinh doanh từ khi thành lập của doanh nghiệp, với việc là nhà phân phối chính thức và độc quyền tại Việt Nam cho dòng xe đầu kéo International của Tập đoàn Navistar (Hoa Kỳ). Dòng xe này nổi bật với thiết kế hiện đại, hiệu suất vận hành cao, khả năng tiết kiệm nhiên liệu tối ưu và đặc biệt phù hợp với điều kiện vận hành tại Việt Nam. Song song với đó, thông qua công ty thành viên là CTCP Đầu tư Dịch vụ Hoàng Huy (Hose: HHS), Công ty cũng là một trong những nhà phân phối lớn tại Việt Nam các dòng xe tải đến từ các thương hiệu Trung Quốc như DongFeng,... Với kinh nghiệm hoạt động tại Hải Phòng (trung tâm cảng và logistic của miền Bắc và nhu cầu xe đầu kéo container luôn ở mức cao), hoạt động kinh doanh này mang lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp và tạo tiền đề cho phát triển hoạt động đầu tư BĐS (hoạt động kinh doanh cốt lõi trong giai đoạn sau).
- Phát triển dự án BĐS dân dụng: Quá trình chuyển từ một doanh nghiệp phân phối xe sang nhà phát triển BĐS có thể chia làm 03 giai đoạn chính:
 - Giai đoạn tạo tiền đề (trước năm 2019): Doanh nghiệp bắt đầu với các dự án chung cư quy mô vừa tại Hà Nội, như chung cư Golden Land Building (2,3ha) và chung cư Gold Tower (0,7ha). Trong năm 2016, Doanh nghiệp liên doanh với Tập đoàn Prukka ThaiLand triển khai dự án Prukka Town - dự án nhà ở xã hội được triển khai thí điểm đầu tiên của Hải Phòng – và cũng là khu đô thị quy mô lớn đầu tiên mà doanh nghiệp tham gia.
 - Giai đoạn đưa BĐS trở thành lĩnh vực kinh doanh chính (2019-2023): Doanh nghiệp đồng thời triển các dự án BĐS dân dụng (phân khúc trung-cao cấp) và tập trung tại khu vực đô thị chính trang mới của thành phố Hải Phòng – trở thành nhà phát triển BĐS quy mô lớn tại thành phố. Các dự án đáng chú ý có thể kể đến gồm Hoàng Huy Riverside (5,9ha; biệt thự và nhà liên kế), Hoàng Huy Sở Dầu (1ha, chung cư), Hoàng Huy Commerce I (2,6ha, chung cư). TCH còn tham gia thực hiện dự án theo hình thức hợp đồng BT (Xây dựng – Chuyển giao) đối với Dự án cải tạo chung cư cũ, xuống cấp nguy hiểm trên địa bàn thành phố Hải Phòng; sau đó doanh nghiệp được giao quỹ đất đối ứng (thanh toán cho phần giá trị hợp đồng BT) tại khu vực Thủy Nguyên và được tạo điều kiện để phát triển khu đô thị mới tại đây.
 - Trở thành nhà phát triển đô thị (2024 tới nay): Sau khi được chuyển giao chuyển giao quỹ đất đối ứng (tại dự án HH Green River) và tham gia đấu giá quỹ đất mới (dự án HH new CityI&II), doanh nghiệp đã tích lũy quỹ đất ~90ha tại khu đô thị tại thành phố Thủy Nguyên, khu vực quy hoạch mới của thành phố Hải Phòng với Trung tâm hành chính chính trị mới của thành phố (sau sáp nhập) và hạ tầng kết nối được đẩy mạnh hoàn thiện.
- BĐS thương mại: Doanh nghiệp còn có nguồn thu ổn định từ các tài sản là BĐS thương mại, chủ yếu tại Văn phòng cho thuê và mặt bằng thương mại tại các dự án đã phát triển của doanh nghiệp (HH Commerce, HH Sở Dầu,...).

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của TCH



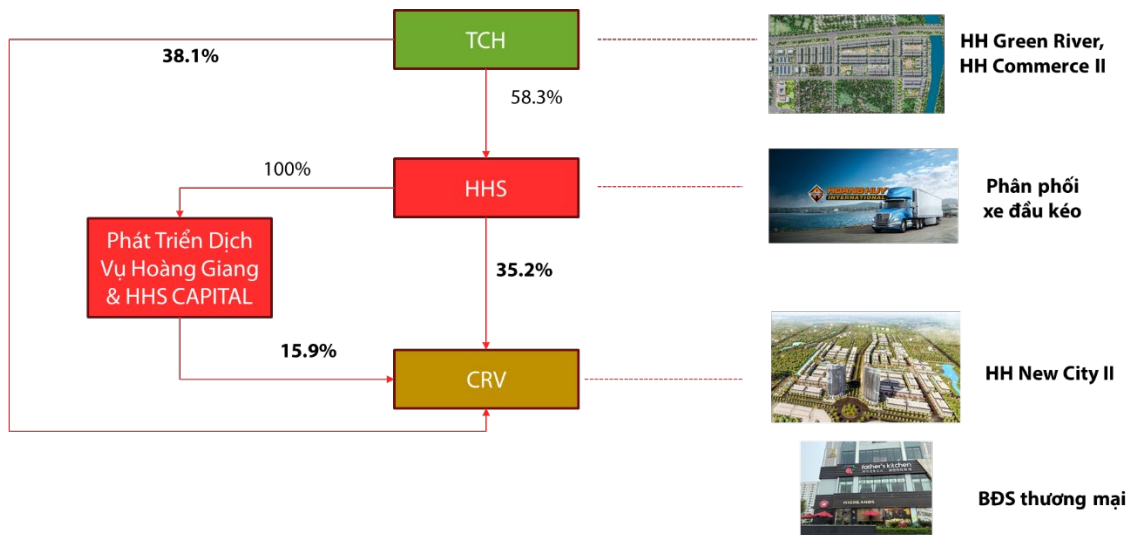
Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu cổ đông của TCH không quá cô đặc, và cổ phần chi phối thuộc về nhóm cổ đông lớn liên quan đến Chủ tịch HĐQT.

Cổ đông lớn nhất là Chủ tịch HĐQT – Đỗ Hữu Hạ – và các bên liên quan sở hữu 45% tổng số cổ phần. Nhà đầu tư nước ngoài (hầu hết là Các quỹ đầu tư) nắm giữ khoảng 14% cổ phần, trong đó Dragon Capital là cổ đông lớn (6% số cổ phần). Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do của doanh nghiệp hiện ở mức trung bình là 40%.

Xét về cơ cấu doanh nghiệp, TCH tổ chức theo mô hình Holdings và sở hữu 10 công ty con (trực tiếp và gián tiếp), hoạt động liên quan tới các lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính (BĐS và phân phối xe đầu kéo). Trong đó, Công ty định hướng phát triển thành 02 nhóm công ty con (đang niêm yết trên HOSE) gồm: 1/ CTCP Đầu tư Dịch vụ Hoàng Huy (HHS) với mảng phân phối xe tải, xe đầu kéo và phân bổ vốn đầu tư BĐS (gián tiếp, thông qua công ty con), 2/ CTCP Tập đoàn Bất động sản CRV (CRV) trực tiếp đầu tư các dự án BĐS của tập đoàn (qua các hình thức đấu thầu, đấu giá).

Hình 2: Thống kê về cấu trúc sở hữu & các công ty con nổi bật của TCH (cùng hoạt động kinh doanh chính/các dự án đang là chủ đầu tư)



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Theo các mảng hoạt động

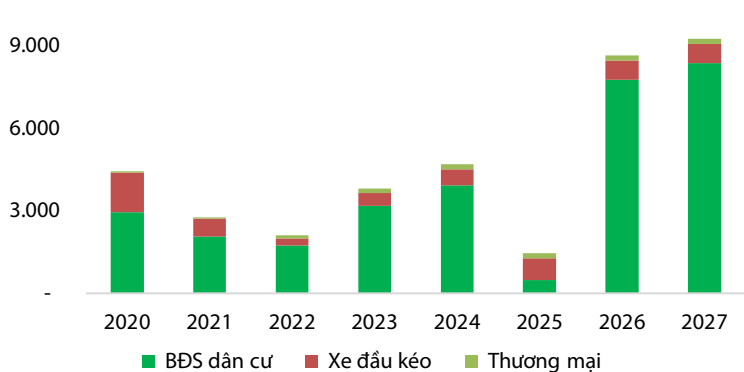
- **Kinh doanh BĐS dân dụng:** Như đã đề cập từ niên độ tài chính 2019 (NĐTC, từ 1/4/2019 đến 31/3/2020) đến nay, BĐS trở thành động lực chính về doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp (đồng thời triển khai đầu tư các dự án, đóng góp ~80% tổng doanh thu hợp nhất). Trong giai đoạn NĐTC 2020-2024, doanh thu trung bình từ các dự án BĐS đạt ~2.700 tỷ đồng, tập trung từ các dự án quy mô lớn tại Hải Phòng (HH Commerce I, HH New City I). Trong NĐTC 2025, doanh nghiệp ghi nhận doanh thu khiêm tốn từ hoạt động này (481 tỷ đồng, -88%YoY) do các dự án hầu hết đã hoàn thành bán hàng

và bàn giao. Trong khi cụm đô thị mới tại Thủy Nguyên (HH Green River, HH New City II) sẽ tập trung bàn giao trong NĐT 2026-2027 và là động lực tăng trưởng chính về kết quả kinh doanh cho doanh nghiệp trong giai đoạn này.

- **Phân phối xe tải, xe đầu kéo** (~15% doanh thu): Nhờ lợi thế về hệ thống phân phối tại Hải Phòng – với hệ thống cảng nước sâu và trung tâm công nghiệp lớn nhất tại miền Bắc – TCH đã duy trì vị thế là một trong những nhà phân phối xe tải, xe đầu kéo hàng đầu tại đây. Tuy nhiên, hoạt động này sẽ phụ thuộc nhiều vào chu kỳ kinh tế và hoạt động xuất nhập khẩu tại miền Bắc: Doanh thu từ hoạt động phân phối suy giảm trong NĐT 2022-2023 (đạt trung bình 365 tỷ đồng, giảm 50% so với các giai đoạn trước). Sang NĐT 2024-25, nhờ sự phục hồi của nền kinh tế và hoạt động xuất nhập khẩu, doanh thu từ mảng phân phối đã hồi phục về mức 700 tỷ đồng (tương đương với giai đoạn trước năm 2022).
- **BDS thương mại:** Tại các dự án BĐS dân dụng, ngoài đầu tư và bán hàng với các sản phẩm nhà ở (thấp tầng, cao tầng,...) thì doanh nghiệp còn khai thác phần đất thương mại dịch vụ tại các dự án, dưới hình thức cho thuê và thu tiền hàng tháng và CRV (công ty con) là đơn vị quản lý các tài sản này. Doanh thu từ hoạt động này tương đối ổn định ở ~400 tỷ đồng/năm, khi hầu hết các BĐS thương mại của doanh nghiệp đã đạt tỷ lệ lấp đầy trên 80%.

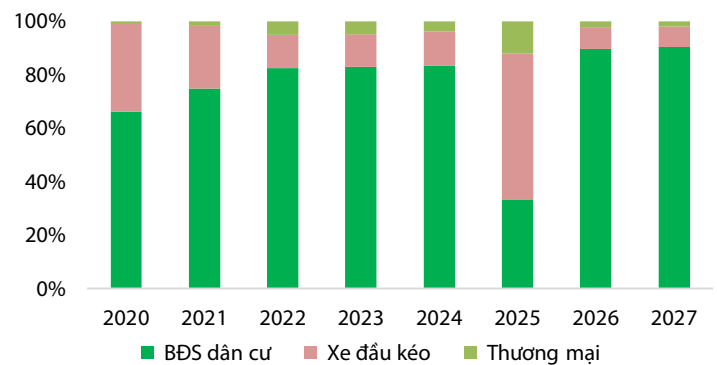
Trong giai đoạn NĐT 2026-2027, chúng tôi dự phóng doanh thu của TCH lần lượt đạt 8.600 tỷ đồng (+495% YoY) và 9.200 tỷ đồng (+7%YoY). Động lực tăng trưởng đến từ lĩnh vực BĐS, khi doanh nghiệp tập trung bàn giao các sản phẩm tại các dự án Khu đô thị tại Tp.Thủy Nguyên (đã tập trung bán hàng trong NĐT 2025).

Hình 3: Doanh thu thuần của TCH theo lĩnh vực hoạt động (Tỷ đồng)



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Đóng góp doanh thu của TCH theo lĩnh vực (%)



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

1. Bất động sản dân dụng

TP. Thủy Nguyên là nơi đặt trung tâm hành chính của Hải Phòng (sau sáp nhập với Hải Dương), cùng các khu công nghiệp lớn (VSIP, Thủy Nguyên, Tam Hưng – Ngũ Lão với tổng diện tích trên 1.000 ha) và định hướng phát triển các khu đô thị mới để thu hút người dân. Hạ tầng tại khu vực được đẩy mạnh đầu tư để kết nối thành phố mới Thủy Nguyên với trung tâm TP. Hải Phòng và KCN VSIP-Hải Phòng (cầu Nguyễn Trãi, đường Đỗ Mười kéo dài,...), đã cho thấy đây sẽ là nơi thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư BĐS tại miền Bắc.

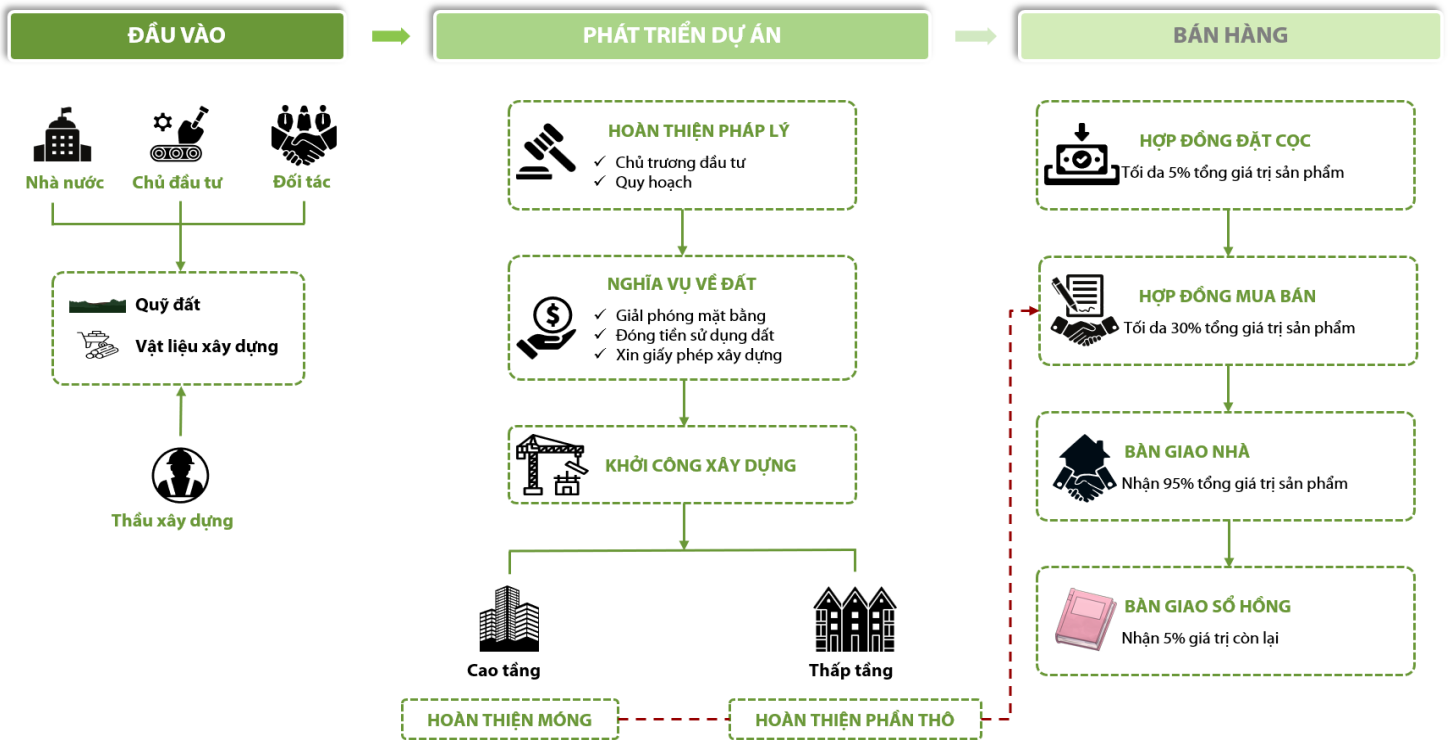
TCH hiện nay là doanh nghiệp tiên phong trong việc đấu giá/đấu thầu quỹ đất (~90ha) và tham gia đầu tư xây dựng các khu đô thị mới tại đây; là tiền đề đưa doanh nghiệp trở thành nhà phát triển đô thị quy mô lớn tại miền Bắc. Trong NĐT 2025, doanh nghiệp đã đồng thời mở bán 02 dự án lớn, doanh số bán hàng ước tính đạt ~9.000 tỷ đồng và dự kiến hoàn thành bàn giao trong NĐT 2026-2027. Chúng tôi cho rằng doanh số bán hàng ở mức cao là đảm bảo cho tăng trưởng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn này.

Bảng 1: Thống kê các quỹ đất BĐS dân dụng nổi bật của TCH

Dự án	Chủ đầu tư	Tỉnh/Thành phố	Diện tích (ha)	Giai đoạn đầu tư	Sản phẩm	Hiện trạng
Đã triển khai						
HH Riverside	TCH	Tp.Hải Phòng	5,9	2019-2020	Biệt thự, nhà liên kế	Hoàn thành bàn giao
HH Sở Dầu	CRV	Tp.Hải Phòng	1	2020-2022	Chung cư, nhà liên kế	Hoàn thành bàn giao
Hoang Huy Mall	TCH	Tp.Hải Phòng	3	2020-2021	Nhà liên kế	Hoàn thành bàn giao
HH Commerce I	CRV	Tp.Hải Phòng	1,9	2021-2024	Chung cư	Hoàn thành bàn giao 95% tổng số căn hộ
HH New City I	TCH	Thủy Nguyên, Hải Phòng	8	2022-2024	Nhà liên kế, NOXH	Hoàn thành bàn giao
Đang triển khai						
HH New City II	CRV	Thủy Nguyên, Hải Phòng	49,6	2025 - 2028	Nhà liên kế, NOXH, Chung cư	Bán được 400 căn liên kế (~35% tổng số căn liên kế) Đang hoàn thành xây dựng ~60% diện tích toàn khu
HH Green River	TCH	Thủy Nguyên, Hải Phòng	32,5	2025 - 2028	Nhà liên kế, NOXH	Bán được 350 căn liên kế (~40% tổng số căn liên kế) Đang hoàn thành xây dựng ~60% diện tích toàn khu
HH Commerce II	TCH	Tp.Hải Phòng	0,7	2025 - 2027	Chung cư	Đang tiến hành xây dựng, với 360 căn đã hoàn thành bán hàng
Dự án Tô Hiệu	TCH	Tp.Hải Phòng	1,6	N/A	Chung cư	Hoàn thành GPMB
Dự án Lô I.14	CRV	Thủy Nguyên, Hải Phòng	3,25	N/A	Chung cư, nhà liên kế	Hoàn thành đấu giá quyền sử dụng đất trong quý 2/2026

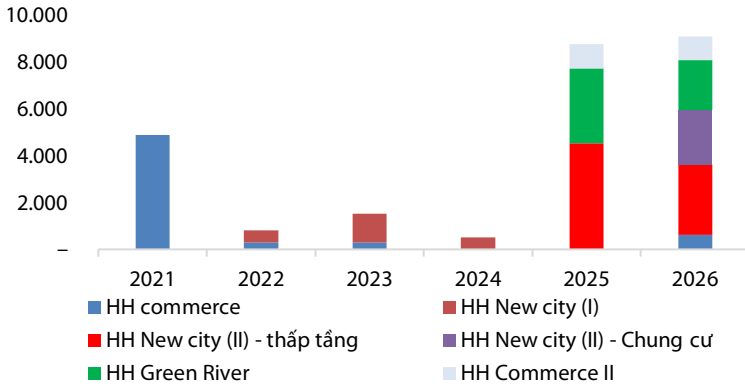
Nguồn: TCH, CTCK Rông Việt

Hình 5: Quy trình pháp lý, đầu tư và bán hàng của một dự án BĐS dân dụng



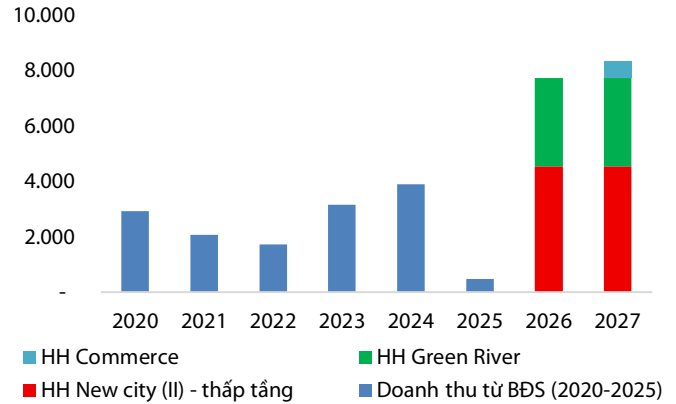
Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 6: Doanh số bán hàng của TCH giai đoạn 2021-2026 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 7: Doanh thu từ BĐS của TCH, giai đoạn 2020-2027 (tỷ đồng)



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

1.1. Dự án đang xây dựng và bàn giao

Doanh nghiệp hiện đang sở hữu 02 dự án đô thị quy mô lớn tại TP Thủy Nguyên, gồm dự án HH Green River (49,6ha, sản phẩm chính là nhà liên kế) và HH New City II (32,5 ha, sản phẩm chính là nhà liên kế và chung cư). Hiện nay các dự án đã hoàn thành hạ tầng cơ bản, và ~60% tổng số sản phẩm đang trong quá trình xây dựng hoàn thiện (điều kiện đủ cho việc bàn giao và ghi nhận doanh thu). Trong NĐT 2025, tận dụng sự hồi phục của thị trường BĐS (giá bán sơ cấp ghi nhận mức tăng trưởng 20-30%YoY) và sự chú ý của nhà đầu tư với khu vực tp.Thủy Nguyên (hưởng lợi từ sự sáp nhập Hải Phòng – Hải Dương và chuyển toàn bộ khu hành chính về khu vực này), doanh nghiệp đã triển khai đồng loạt hoạt động bán hàng với 02 dự án này và ghi nhận kết quả tích cực, với giá trị bán hàng đạt ~9.000 tỷ đồng (~35% tổng số sản phẩm thấp tầng được hấp thụ) với giá bán lần lượt đạt từ 80 triệu đồng/m² (dự án HH Green River) và 140 triệu đồng/m² (dự án HH New City II, nhờ lợi thế vị trí sát cạnh trung tâm hành chính).

Cho NĐT 2026, tuy một số khó khăn ngắn hạn liên quan tới mặt bằng lãi suất tăng cao, chúng tôi cho rằng các dự án của TCH vẫn sẽ được hấp thụ tích cực nhờ: 1/ Kỳ vọng mặt bằng lãi suất cao sẽ hạ nhiệt trong cuối năm 2026 (trùng với quý 3-4 NĐT 2026 của doanh nghiệp), 2/ Với lợi thế về tài chính (hầu như không có nợ vay) doanh nghiệp hỗ trợ người mua nhà với lãi suất 0% trong năm đầu, 3/ hạ tầng tại khu vực đang ngày càng mở rộng và hoàn thiện. Qua đó chúng tôi kỳ vọng giá trị bán của doanh nghiệp đạt 9.200 tỷ đồng (tương đương NĐT 2025). Dựa trên cơ sở giá trị bán hàng và tiến độ bàn giao tại 02 dự án này, chúng tôi ước tính doanh thu từ BĐS giai đoạn NĐT 2026-2027 lần lượt đạt 7.700 tỷ đồng (+1600%YoY) và 8.300 tỷ đồng (+8%YoY).

Đối với phần cao tầng của dự án HH New City II, do đang tiến hành làm móng và chưa chính thức mở bán (dự kiến mở bán trong NĐT 2026), chúng tôi cho rằng phần dự án này sẽ chưa đóng góp vào doanh thu của TCH trong giai đoạn NĐT 2026-2027.

kỳ vọng bàn giao trong giai đoạn NĐTTC 2027-28. Tiến độ bán hàng đang tương đối tích cực (~40% số sản phẩm được hấp thụ với giá bán trung bình ở ~45 triệu đồng/m²) cho thấy dự án vẫn nhận được sự quan tâm của nhà đầu tư, và sẽ đóng góp tích cực cho doanh thu của TCH cho NĐTTC 2028 trở về sau.

- **Dự án 150 Tô Hiệu:** Đây là dự án chung cư tiềm năng của TCH, tọa lạc tại vị trí trung tâm của thành phố Hải Phòng (nằm trong bán kính 1km so với quảng trường thành phố). Hiện nay dự án đã hoàn thành GPMB (trong quý 2/2026) và tạo tiền đề cho việc hoàn thành tiền sử dụng đất và tiến hành đầu tư xây dựng trong các quý tiếp theo. Dự án đang ở giai đoạn đầu triển khai và chưa có kế hoạch mở bán trong NĐTTC 2026 nên chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ chưa tiến hành ghi nhận doanh thu của dự án trong NĐTTC 2026-27.

Ngoài ra, CTCP Phát triển Nhà Đại Lộc (công ty con CRV nắm giữ 100% số cổ phần) đã đấu giá thành công 01 lô đất tại khu vực thành phố Thủy Nguyên (3,25 ha, quy hoạch phát triển chung cư và nhà liên kế), qua đó tăng thêm quy mô tài sản của doanh nghiệp tại khu vực Tp.Thủy Nguyên – nơi TCH vẫn đang là nhà đầu tư tiên phong trong việc phát triển dự án.

Hình 11: Vị trí dự án BĐS dự kiến triển khai của TCH, nằm tại vùng đô thị của thành phố Hải Phòng



Nguồn: GMap, CTCK Rồng Việt

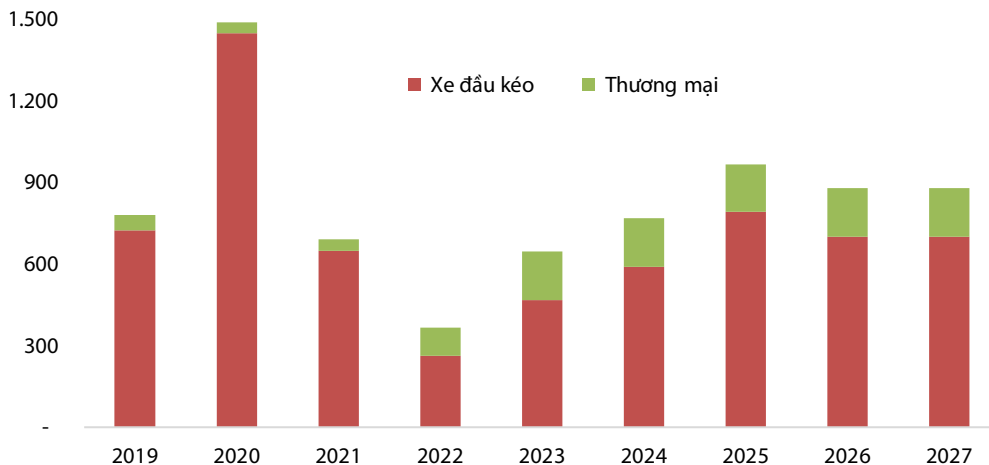
2. Phân phối xe và BĐS thương mại

Phân phối xe đầu kéo, xe tải: Phân khúc khách hàng trọng tâm mà hệ thống TCH hướng tới là các doanh nghiệp, cá nhân mua xe để phục vụ kinh doanh vận tải hoặc các đại lý mua xe để tiếp tục phân phối lại. Doanh nghiệp cũng chia sẻ kế hoạch tăng thị phần mảng phân phối xe hạng trung và hạng nặng (nhờ việc mở rộng mạng lưới phân phối). Tuy nhiên chúng tôi chưa thấy kế hoạch rõ ràng về việc mở rộng của doanh nghiệp, trong khi nguồn vốn đang tập trung vào đầu tư các dự án BĐS. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh thu mảng phân phối xe sẽ duy trì ở 700 tỷ đồng (tương đương các giai đoạn trước) với việc duy trì thị phần vốn có của doanh nghiệp.

BĐS thương mại: Chúng tôi cho rằng doanh thu từ BĐS thương mại của doanh nghiệp trong giai đoạn 2026-2027 sẽ ổn định và đạt 179 tỷ đồng (+2%YoY) khi các sản phẩm thương mại của doanh nghiệp đã có tỷ lệ lấp đầy đạt trên 80% - không còn nhiều dư địa để tăng trưởng diện tích thuê mới. Phần diện tích thương

mại tiềm năng (từ khối để của các dự án cao tầng) chưa thể triển khai xây dựng và bàn giao cho khách hàng, vì vậy chúng tôi chưa nhận thấy động lực để tăng trưởng doanh thu từ BĐS thương mại của TCH trong thời gian tới.

Hình 12: Doanh thu từ BĐS thương mại và phân phối xe đầu kéo của TCH giai đoạn 2019-2027 (tỷ đồng)

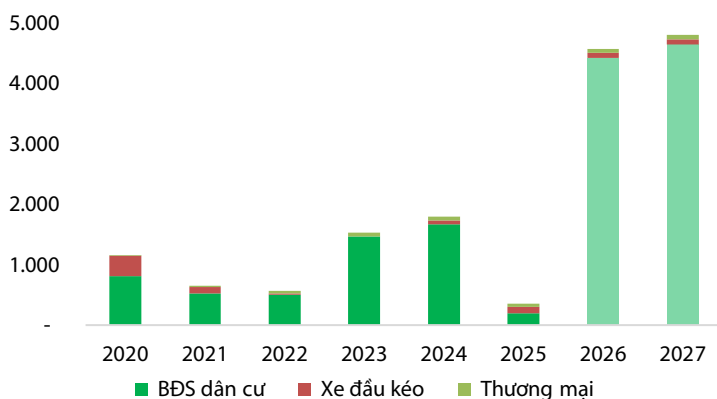


Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp (GPM): Trong giai đoạn NĐTTC 2020-2025, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp duy trì quanh mức 30 đến 40% - mức tương đối cao nhờ đóng góp phần lớn từ các dự án BĐS (về mặt doanh thu và lợi nhuận), ngoại trừ NĐTTC 2025 có biên GPM giảm về mức 24% do thiếu hụt doanh thu từ BĐS. Cho giai đoạn NĐTTC 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ cải thiện lên mức trên 30%, nhờ đóng góp của hoạt động kinh doanh BĐS – doanh nghiệp mở bán dự án với mức giá cao (tăng 20-25%YoY), trong khi đã hoàn thành tiến sử dụng đất trong các năm trước.

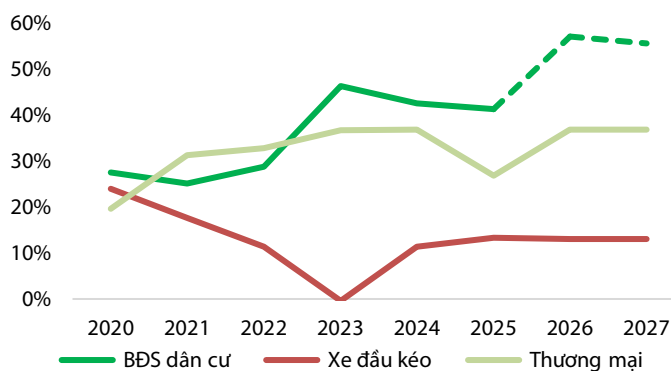
Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp của doanh nghiệp 2026-2027 lần lượt đạt 4.573 tỷ đồng (+1.200%YoY) và 4.797 tỷ đồng (+5%YoY).

Hình 13: Lợi nhuận gộp của TCH (Tỷ đồng)



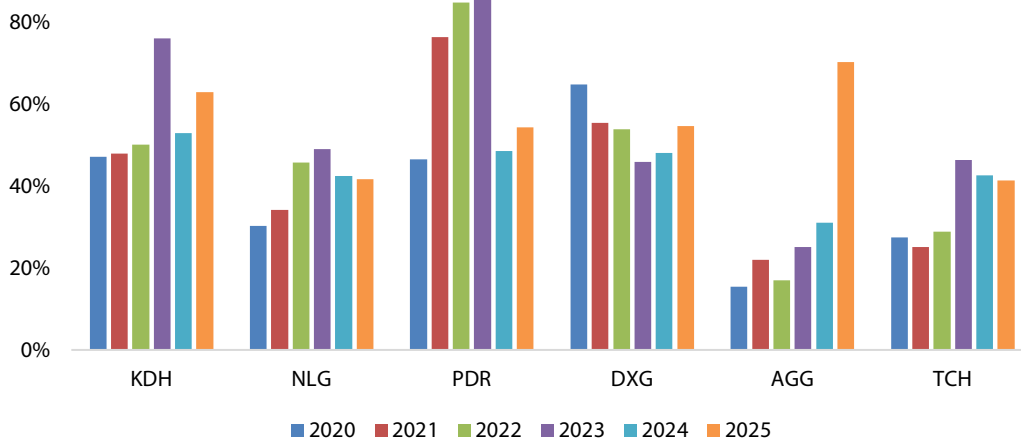
Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp của TCH theo mảng kinh doanh chính



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Biên lợi nhuận gộp mảng bất động sản của TCH so với các doanh nghiệp trong ngành



Nguồn: Finnpro, CTCK Rông Việt

Bất động sản dân dụng: Với một dự án BĐS, giá vốn hàng bán sẽ bao gồm lũy kế chi phí đầu tư cho diện tích thương phẩm đã bàn giao và ghi nhận doanh thu tương ứng, bao gồm: 1/ Chi phí giải phóng mặt bằng và tiền sử dụng đất (chiếm ~50% tổng mức đầu tư của dự án), 2/ Chi phí xây dựng hạ tầng (san lấp mặt bằng, đường giao thông, ~40% tổng mức đầu tư dự án), và 3/ Chi phí khác (pháp lý, bán hàng,... ~10% tổng mức đầu tư của dự án).

02 dự án tại Tp.Thủy Nguyên (HH New City II và HH Green River) đã hoàn thành tiền sử dụng đất trong giai đoạn 2023-2024, trong khi ~60% diện tích phần thô của toàn bộ dự án gần như đã hoàn thiện. Giá bán của các sản phẩm ở mức cao (cao hơn ~20-30% so với giá thị trường trong giai đoạn tính tiền sử dụng đất). Do vậy, chúng tôi kỳ vọng GPM của hoạt động kinh doanh BĐS dân dụng có thể cải thiện lên mức 57% trong giai đoạn 2026-2027 (các dự án thấp tầng thường có biên lợi nhuận cao).

Các mảng kinh doanh khác (xe đầu kéo, BĐS thương mại): Mảng phân phối thường có biên lợi nhuận tương đối ổn định (đạt ~11-13% trong giai đoạn NĐTTC 2020-25), do đó chúng tôi cho rằng TCH sẽ tiếp tục duy trì GPM của hoạt động này ở 13% trong giai đoạn NĐTTC 2026-27. Với BĐS thương mại, chi phí cố định chiếm phần lớn (khấu hao, vận hành,...); và với việc doanh thu ổn định trong kỳ và doanh nghiệp chưa đưa diện tích sàn thương mại mới vào khai thác, chúng tôi cho rằng biên GPM của mảng này sẽ duy trì ở 37% (tương đương các giai đoạn trước).

Các chi phí khác và lợi nhuận ròng

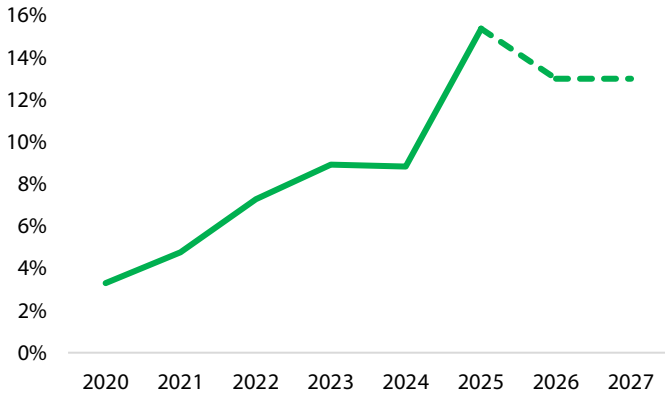
Chi phí bán hàng & QLDN: Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu ở mức 9% trong giai đoạn NĐTTC 2026-2027, cao hơn các giai đoạn trước, khi doanh nghiệp sử dụng các phương pháp khuyến mãi (chiết khấu, hỗ trợ lãi suất vay năm đầu tiên) nhằm hỗ trợ người mua nhà – trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao (lãi suất cho vay trên 9% với gói vay mua nhà mới) trong 2026. Đối với chi phí quản lý doanh nghiệp, chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí QLDN/doanh thu ở mức 4% (tương đương trung bình giai đoạn 2022-2025).

Doanh thu tài chính: Với việc duy trì số dư tiền gửi lớn (lần lượt đạt 4.000 tỷ đồng và 9.000 tỷ đồng trong giai đoạn NĐTTC 2026-27) nhờ dòng tiền từ việc bán hàng và bàn giao các dự án, chúng tôi ước tính TCH sẽ ghi nhận doanh thu tài chính tích cực từ lãi tiền gửi, và lần lượt đạt 274 tỷ đồng (+9%YoY) và 583 tỷ đồng (+113%YoY).

Chi phí tài chính và chi phí khác: Dư nợ dài hạn của doanh nghiệp không còn trong cuối NĐTTC 2025, cũng như dòng tiền từ bàn giao dự án và số dư tiền gửi lớn giúp doanh nghiệp không có nhu cầu vay nợ để tài trợ dự án, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ không ghi nhận chi phí lãi vay trong NĐTTC 2026-27.

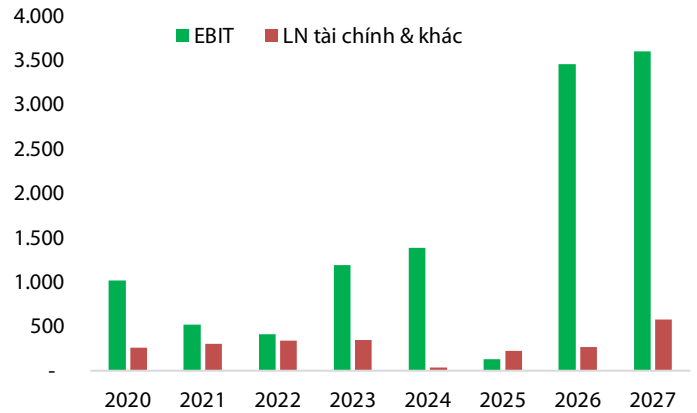
Dự phóng LNST-CĐM năm 2026-2027 lần lượt đạt 2.374 tỷ đồng (+1100% YoY) và 2.686 tỷ đồng (+13%YoY), nhờ (1) Bán và bàn giao bất động sản, (2) biên lợi nhuận ròng duy trì ở mức cao, lần lượt 28% (2026) và 29% (2027) nhờ giá bán tích cực trong giai đoạn 2025-26.

Hình 16: Chi phí bán hàng và quản lý/Doanh thu thuần (%)



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Lợi nhuận trước thuế của TCH (tỷ đồng)



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

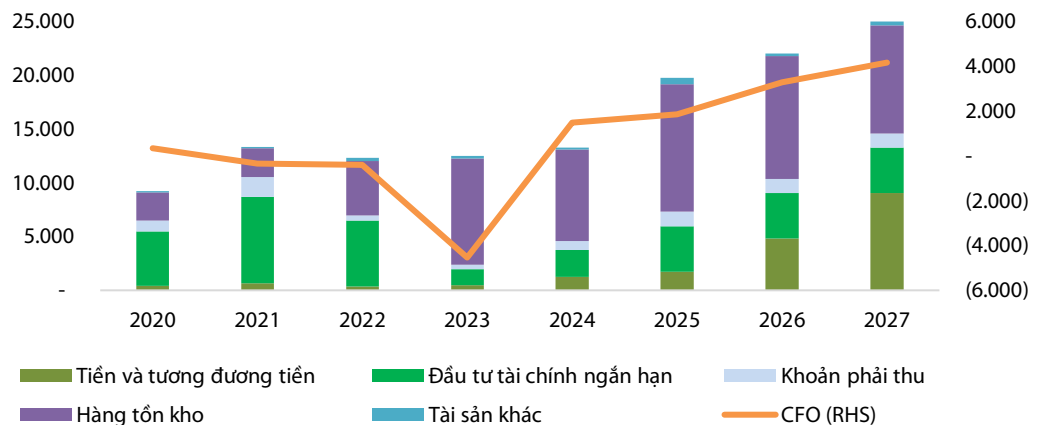
Điểm nổi bật về tài sản

Tài sản ngắn hạn

Đối với các doanh nghiệp BĐS dân dụng, hạng mục hàng tồn kho sẽ chiếm phần lớn tài sản ngắn hạn. Trong giai đoạn NĐTĐC 2022-2025, hàng tồn kho của doanh nghiệp liên tục tăng trưởng, tương ứng với giai đoạn hoàn thành việc đấu giá/đấu thầu các dự án tại Tp.Thủy Nguyên và hoàn thành GPMB (giai đoạn 2023-24), sau đó tiến hành xây dựng hạ tầng để đủ điều kiện mở bán cho khách hàng. Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi ước tính giá trị hàng tồn kho vẫn sẽ chiếm trọng số lớn trong tài sản doanh nghiệp, khi các dự án tại Thủy Nguyên tiếp tục quá trình hoàn thiện xây dựng dự án (còn ~40% tổng số sản phẩm đang trong quá trình xây dựng).

Ngoài ra doanh nghiệp có xu hướng duy trì số dư tiền gửi lớn (trên 2.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2025, trong đó số dư tiền gửi tại cuối NĐTĐC 2025 đã đạt 4.227 tỷ đồng) – với dòng tiền từ bàn giao dự án và phát hành tăng vốn, giúp bẻ cân đối tương đối lành mạnh và giảm nhu cầu vay nợ để tài trợ dự án. Trong NĐTĐC 2026-27, với dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đạt trên 3.000 tỷ đồng/năm (từ lợi nhuận bàn giao dự án đã đầu tư xây dựng), chúng tôi ước tính tài sản tương đương tiền (tiền mặt, tiền gửi) sẽ tăng lên và chiếm ~50% tổng tài sản của doanh nghiệp, từ đó là bộ đệm tài chính cho kế hoạch phát triển quỹ đất trong dài hạn.

Hình 18: Cơ cấu tài sản ngắn hạn và dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (CFO, cột phải) của TCH giai đoạn 2020-2027 (tỷ đồng)

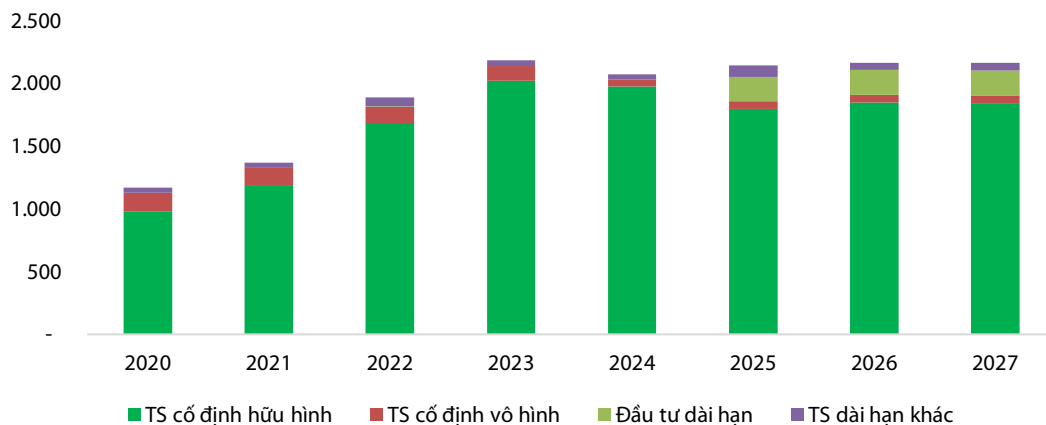


Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Tài sản dài hạn

Tài sản dài hạn của doanh nghiệp phần nhiều là tài sản cố định (nhà cửa, vật kiến trúc,...), tập trung tại các BĐS thương mại mà doanh nghiệp đang khai thác và cho thuê. Chúng tôi giả định nguyên giá tài sản sẽ ít biến động trong giai đoạn NĐTTC 2026-2027, khi doanh nghiệp chưa triển khai xây dựng phần diện tích thương mại tiềm năng (khối đế của các dự án cao tầng).

Hình 19: Cơ cấu tài sản dài hạn của TCH giai đoạn 2020-2027 (tỷ đồng)



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

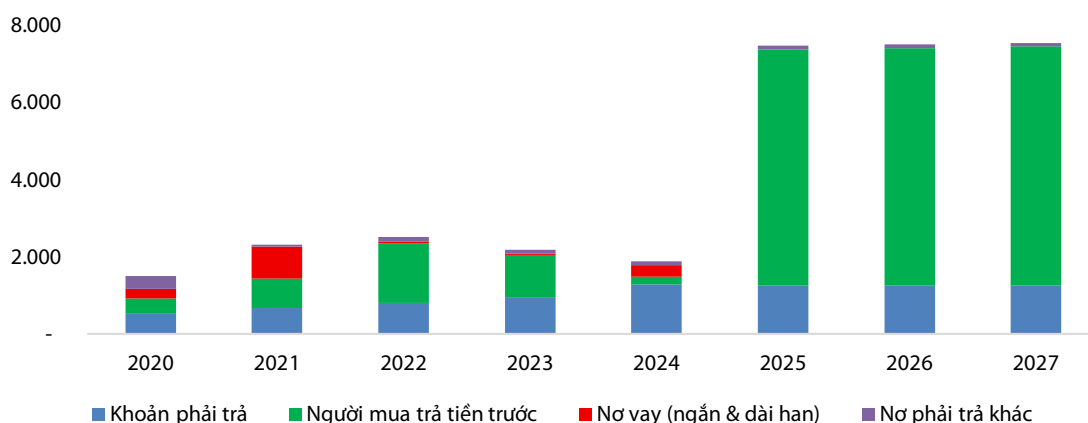
Điểm nổi bật về nguồn vốn

Nợ phải trả

Đặc thù ngành BĐS có vốn đầu tư lớn và nhu cầu vay nợ cao, đặc biệt ở giai đoạn đầu của dự án, khi doanh nghiệp cần dòng tiền để thực hiện nghĩa vụ tài chính về đất (GPMB, đóng tiền sử dụng đất). Tuy nhiên khác với doanh nghiệp cùng ngành, TCH sử dụng vốn từ các đợt phát hành cổ phần (trong các năm 2020-2021 và 2025) để tài trợ phát triển dự án, giúp doanh nghiệp: 1/ Chủ động trong việc tham gia đấu giá quỹ đất tại Thủy Nguyên, 2/ Giảm rủi ro từ đòn bẩy cao, đặc biệt khi lãi suất có xu hướng tăng trong cuối NĐTTC 2025 (tức quý 1/2026). Với dòng tiền thuần từ các dự án (đã đề cập) trong giai đoạn NĐTTC 2026-27, chúng tôi giả định doanh nghiệp sẽ tiếp tục không vay dài hạn mới trong kỳ.

Chủ yếu nợ phải trả của doanh nghiệp nằm ở người mua trả tiền trước - nhà đầu tư các dự án BĐS của TCH và thanh toán tiền theo tiến độ (trước khi chính thức nhận bàn giao sản phẩm). Trong cuối NĐTTC 2025, số dư người mua trả tiền trước tăng mạnh và đạt 6.125 tỷ đồng (tích lũy từ các dự án tại Thủy Nguyên) - cho thấy khả năng ghi nhận lợi nhuận tích cực của doanh nghiệp trong NĐTTC 2026-27.

Hình 20: Nợ phải trả của TCH giai đoạn 2020-2027 (Tỷ đồng)



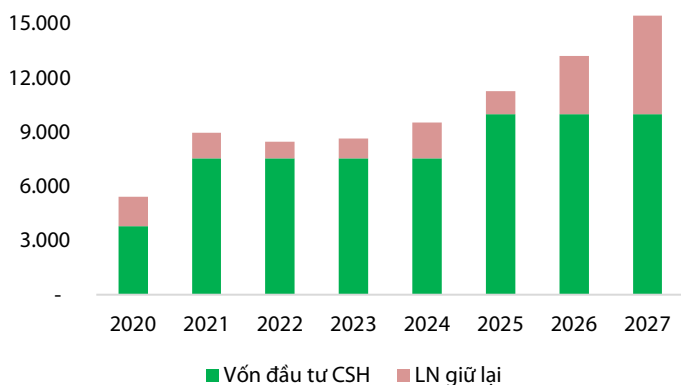
Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Vốn chủ sở hữu & chính sách cổ tức

Ngoài sử dụng nợ vay, TCH còn sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu (thông qua lợi nhuận giữ lại và phát hành thêm cổ phần) để tài trợ cho việc đầu tư dự án. Trong các năm tài chính 2020-2021 và 2025, khi thị trường chứng khoán tích cực, doanh nghiệp thực hiện phát hành cổ phiếu để tăng vốn, gồm: 1/ Phát hành cổ phiếu để chuyển đổi lô trái phiếu (cho nhóm nhà đầu tư Hàn Quốc) trong NĐTC 2020; 2/ Chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu trong các năm tài chính 2021 và 2025.

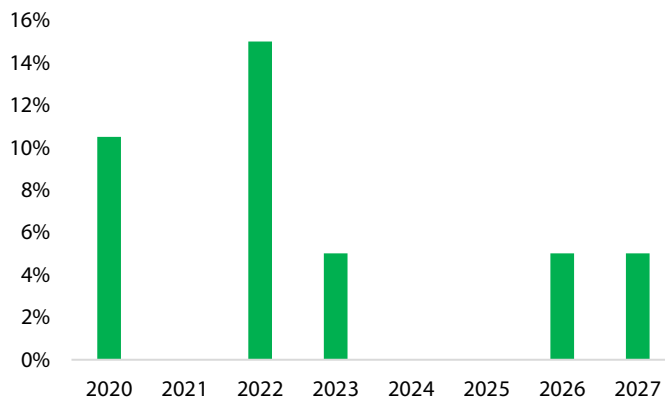
Về cổ tức bằng tiền, doanh nghiệp duy trì mức cổ tức trung bình ở 500 đồng/cổ phiếu trong NĐTC 2020-25 (tương ứng với tỷ suất cổ tức đạt 3%). Chúng tôi dự phóng doanh nghiệp sẽ duy trì mức cổ tức này trong giai đoạn tiếp theo, và TCH hiện chưa phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 21: Vốn chủ sở hữu của TCH giai đoạn 2020-2027 (Tỷ đồng)



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt của TCH, giai đoạn 2020-2027 (%/mệnh giá)

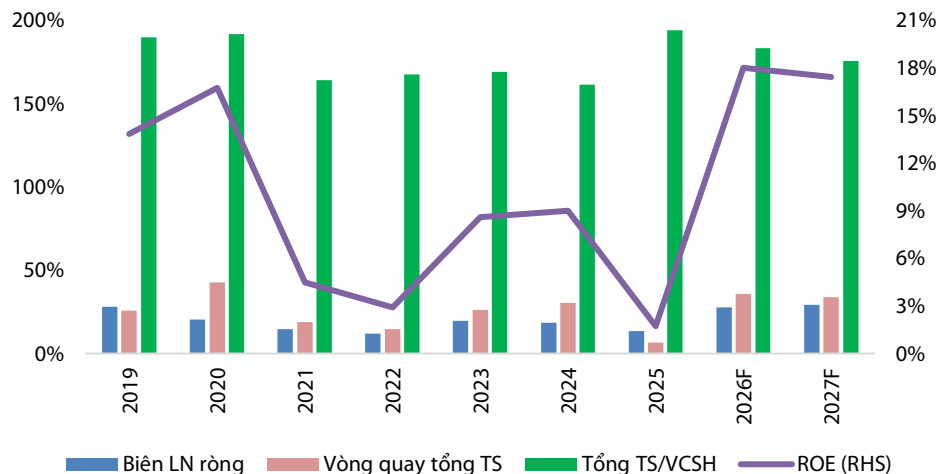


Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Hiệu quả sử dụng nguồn vốn của doanh nghiệp

Tỷ lệ lợi nhuận tỷ lệ lợi nhuận/vốn chủ sở hữu (ROE) của doanh nghiệp trong giai đoạn 2020-2025 ở mức thấp (dưới 10% trong NĐTC 2021-2025) do: 1/ Tỷ lệ đòn bẩy (Tổng TS/Vốn CSH) giảm do doanh nghiệp tăng vốn (trong các NĐTC 2021 và 2025) để đầu tư dự án, 2/ Vòng quay tổng TS chưa ghi nhận tăng trưởng (do dòng tiền tập trung đầu tư vào các dự án tại Tp.Thủy Nguyên và chưa ghi nhận doanh thu). Cho giai đoạn 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng ROE của doanh nghiệp có thể hồi phục về mức 18%, hỗ trợ bởi: 1/ Biên LN cải thiện (doanh nghiệp ghi nhận doanh thu từ BĐS thấp tăng với giá bán cao) và 2/ Vòng quay Tổng TS cải thiện (ghi nhận doanh thu từ các dự án đã đầu tư trong giai đoạn trước).

Hình 23: Phân tích ROE của doanh nghiệp theo mô hình Dupont, giai đoạn 2019-2027F



Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

Đơn vị: Tỷ đồng	2026F	+/-YoY	2027F	+/-YoY	Giải định
Doanh thu thuần	8.607	495%	9.216	7%	
<i>BDS</i>	7.728	1508%	8.337	8%	Tập trung bàn giao các sản phẩm tại 02 dự án tại TP.Thủ Đức (HH New City 2 và HH Green River)
<i>Xe tải</i>	700	-12%	700	0%	
<i>BDS thương mại</i>	179.4	3%	179.4	0%	
Giá vốn hàng bán	(4.034)	268%	(4.420)	10%	
Lợi nhuận gộp	4.573	1201%	4.797	5%	
<i>BDS</i>	4.416	2125%	4.639	5%	Biên LNG đạt ~57%, khi tập trung bàn giao sản phẩm thấp tầng và hưởng lợi từ xu hướng tăng giá tại khu vực
<i>Xe tải</i>	91	-14%	91	0%	
<i>BDS thương mại</i>	66	41%	66	0%	
Chi phí bán hàng và quản lý	(1.119)	403%	(1.198)	7%	Chi phí BH&QL/doanh thu mức 9%, cao hơn các giai đoạn trước, khi doanh nghiệp sử dụng các phương pháp khuyến mãi nhằm hỗ trợ người mua nhà
EBIT	3.454	2580%	3.598	4%	
Thu nhập tài chính	274	9%	583	112%	Doanh thu chủ yếu từ tiền gửi
Chi phí tài chính	-	-100%	-	N/A	
Thu nhập khác (ròng)	(9)	0%	(9)	0%	
LNTT	3.719	945%	4.172	12%	
LNST - CDM	2.374	1122%	2.686	13%	

Nguồn: TCH, CTCK Rồng Việt

Định giá ngắn hạn

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/B cho TCH, giá mục tiêu của TCH như bảng dưới.

Bảng 3: Giá mục tiêu ước tính của TCH qua giai đoạn 2025-2026

	2025	2026F
Phương pháp so sánh P/B		
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	12.343	14.456
P/B dự phóng (lần)	1,5	1,5
Giá mục tiêu TCH (nghìn đồng/cổ phiếu)		21.700
Tổng hợp định giá		21.700

Chúng tôi ước tính giá cổ phiếu TCH cho mục tiêu trong 1 năm tới là **21.700 đồng/cổ phiếu**, với P/B dự phóng năm 2026 đạt 1,5 lần (tương đương so với mức trung bình giai đoạn 2019-2025 của doanh nghiệp), phù hợp cho vị thế hiện tại của TCH, với: 1/ Quỹ đất tập trung tại Tp.Thủ Đức – khu vực đô thị mới nhiều tiềm năng tại Hải Phòng, 2/ Kỳ vọng mức sinh lời cao hơn trong giai đoạn 2026-2027 khi ghi nhận doanh thu từ các dự án đã mở bán, 3/ Bảng cân đối lành mạnh và không sử dụng nợ vay. Nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.

Bảng 4: Chỉ số P/E, P/B trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

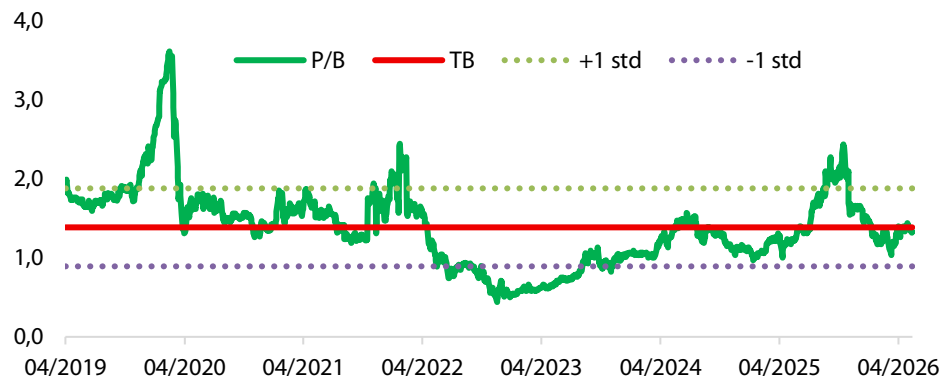
Mã cổ phiếu	Vốn hóa (Triệu USD)	Doanh thu thuần 2025 (Triệu USD)	LNST 2025 (Triệu USD)	Biên góp (%)	Biên ròng (%)	ROE (TTM, %)	P/E 2025 (lần)	P/B 2025 (lần)
KDH	1.000	179	40	59,2	35,0	5,8	26,4	1,4
NLG	488	217	27	41,8	16,8	6,3	19,4	1,0
DXG	654	161	9	54,6	14,2	1,9	79,0	1,3
PDR	630	51	20	54,4	38,9	4,4	32,7	1,3
AGG	75	32	15	70,4	45,7	11,5	5,2	0,6
Trung bình 5 năm ngành BĐS							35	1,9

Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Bảng độ nhạy cho giá trị TCH trên mỗi cổ phiếu và các mức P/E, P/B mục tiêu

		BVPS	P/B				
			1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
2025	12.343	16.045	17.280	18.514	19.748	20.982	
	14.456	18.792	20.238	21.683	23.129	24.574	

Hình 24: P/B 5 năm của TCH



Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Rủi ro trong định giá

Rủi ro lãi suất: Các dự án BĐS của TCH hầu hết nằm ở phân khúc trung-cao cấp, và khách hàng đầu tư phần nhiều sử dụng đòn bẩy tài chính (trực tiếp và gián tiếp). Xu hướng lãi suất gia tăng (từ đầu 2026) đã làm trì hoãn đến quyết định của người mua BĐS. Theo đó, để tăng tỷ lệ hấp thụ, doanh nghiệp đã thực hiện các chính sách hỗ trợ cho người mua (chiết khấu thương mại, hỗ trợ lãi vay trong năm đầu tiên,...). Xu hướng lãi suất vay cao nếu tiếp tục duy trì trong 1-2 năm tới sẽ ảnh hưởng chung đến thanh khoản của thị trường và tâm lý của người mua nhà, và khiến khả năng bán hàng (cho các giai đoạn tiếp theo) của doanh nghiệp chậm hơn kỳ vọng.

Rủi ro về cấu trúc sở hữu: Các dự án BĐS tiềm năng của doanh nghiệp dự kiến sẽ đưa về cho CRV (công ty con của TCH làm chủ đầu tư), trong khi TCH và HHS sẽ thực hiện tăng vốn cho CRV để thực hiện dự án. Nếu các đợt tăng vốn làm thay đổi sở hữu của TCH với CRV (trực tiếp và gián tiếp), lợi ích cổ đông công ty mẹ có thể sẽ bị ảnh hưởng.

PHỤ LỤC – TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN BĐS TẠI HẢI PHÒNG

TP. Hải Phòng là một trong hai đô thị loại đặc biệt trực thuộc Trung ương tại miền Bắc, đóng vai trò là trung tâm kinh tế, dịch vụ cảng biển trọng điểm và sở hữu vị thế địa chính trị đặc biệt. Thành phố tọa lạc tại tâm điểm của hệ thống cao tốc kết nối trục kinh tế - công nghiệp Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh, đồng thời là cửa ngõ kết nối hành lang kinh tế Côn Minh - Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh thông qua quy hoạch mạng lưới đường sắt tốc độ cao. Với lợi thế sở hữu hệ thống cảng nước sâu lớn nhất miền Bắc – cảng quốc tế Lạch Huyện – Hải Phòng hiện là đầu mối trung chuyển hàng hóa cốt lõi của khu vực.

Hệ sinh thái hạ tầng vượt trội là nền tảng vững chắc để thành phố phát triển thành trung tâm công nghiệp và logistics trọng điểm phía Bắc, với hơn 40 khu công nghiệp (KCN) đang được triển khai đầu tư (thuộc nhóm các địa phương có mật độ KCN cao nhất cả nước). Động lực này thúc đẩy nhu cầu an cư lớn từ lực lượng lao động và đội ngũ chuyên gia, trong bối cảnh tỷ lệ đô thị hóa của thành phố đạt mức cao (xấp xỉ 50% vào năm 2025).

Xu hướng dịch chuyển của thị trường bất động sản dân dụng sẽ đồng hành cùng tiến trình phát triển không gian đô thị và hạ tầng giao thông của TP. Hải Phòng. Dòng vốn đầu tư và nhu cầu thực tế có cấu trúc tập trung vào vùng lõi đô thị lịch sử hoặc các khu vực trực tiếp thụ hưởng lợi thế từ các dự án hạ tầng kết nối mới. Theo Quy hoạch chung thành phố Hải Phòng giai đoạn 2030 - 2040, trên cơ sở nền tảng lõi đô thị hiện hữu, không gian phát triển sẽ được mở rộng chiến lược về phía Đông và phía Bắc sông Cấm. Trong đó, Khu đô thị mới Bắc sông Cấm được xác định là tọa độ trung tâm với các định hướng trọng điểm:

- **Dịch chuyển trung tâm chính trị - hành chính:** Chuyển dịch toàn bộ trung tâm chính trị - hành chính của TP. Hải Phòng sang Khu đô thị mới Bắc sông Cấm sau tiến trình sáp nhập địa giới hành chính, tạo tiền đề vận hành mô hình "Thành phố trong thành phố" tại Thủy Nguyên.
- **Đẩy mạnh hạ tầng kết nối:** Đồng loạt triển khai các dự án hạ tầng giao thông kết nối trực tiếp khu vực này với trung tâm thành phố hiện hữu, tiêu biểu là dự án cầu Nguyễn Trãi và trục đường chính Đỗ Mười kéo dài.
- **Chuẩn hóa quy hoạch phân khu và khai thác quỹ đất:** Hoàn thiện quy hoạch chi tiết các phân khu chức năng (nhà ở, trung tâm thương mại, khu hành chính) và đẩy mạnh công tác đấu giá quyền sử dụng đất để hình thành các khu đô thị đồng bộ.

Trong xu hướng này, CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy (TCH) là doanh nghiệp tiên phong khai thác quỹ đất và phát triển đô thị tại khu vực Thủy Nguyên. Bên cạnh đó, sự gia nhập của các chủ đầu tư lớn khác (như Doji Land, Masterise Homes, Nam Long) kỳ vọng sẽ gia tăng tính cạnh tranh và thúc đẩy mặt bằng giá trị bất động sản toàn khu vực.

Thị trường BĐS tại đây sẽ phát triển dựa theo xu hướng phát triển không gian đô thị và hạ tầng tại khu vực, nơi người mua nhà sẽ ưu tiên các vùng đô thị lõi (khu đô thị lịch sử cũ) hoặc những nơi được ưu tiên phát triển hạ tầng kết nối. Theo Định hướng phát triển không gian đô thị của Hải Phòng giai đoạn 2030-2040, với nền tảng lõi đô thị cũ, Hải Phòng sẽ mở rộng không gian đô thị về phía Đông và phía Bắc sông Cấm.

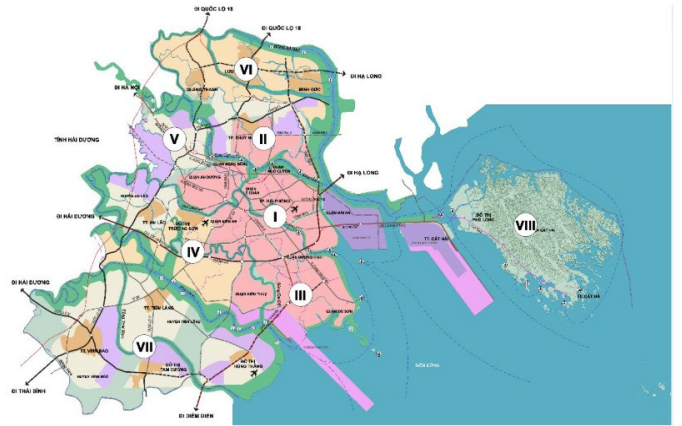
Hình 25: Vị trí chiến lược của thành phố Hải Phòng (màu xanh) tại miền Bắc – kết nối các vùng công nghiệp với hệ thống cảng nước sâu

- Cao tốc – đã hoàn thành
- Cao tốc – đang xây dựng
- Sân bay Quốc tế – hiện hữu
- Sân bay Quốc tế – đang xây dựng
- Cảng nước sâu – hiện hữu



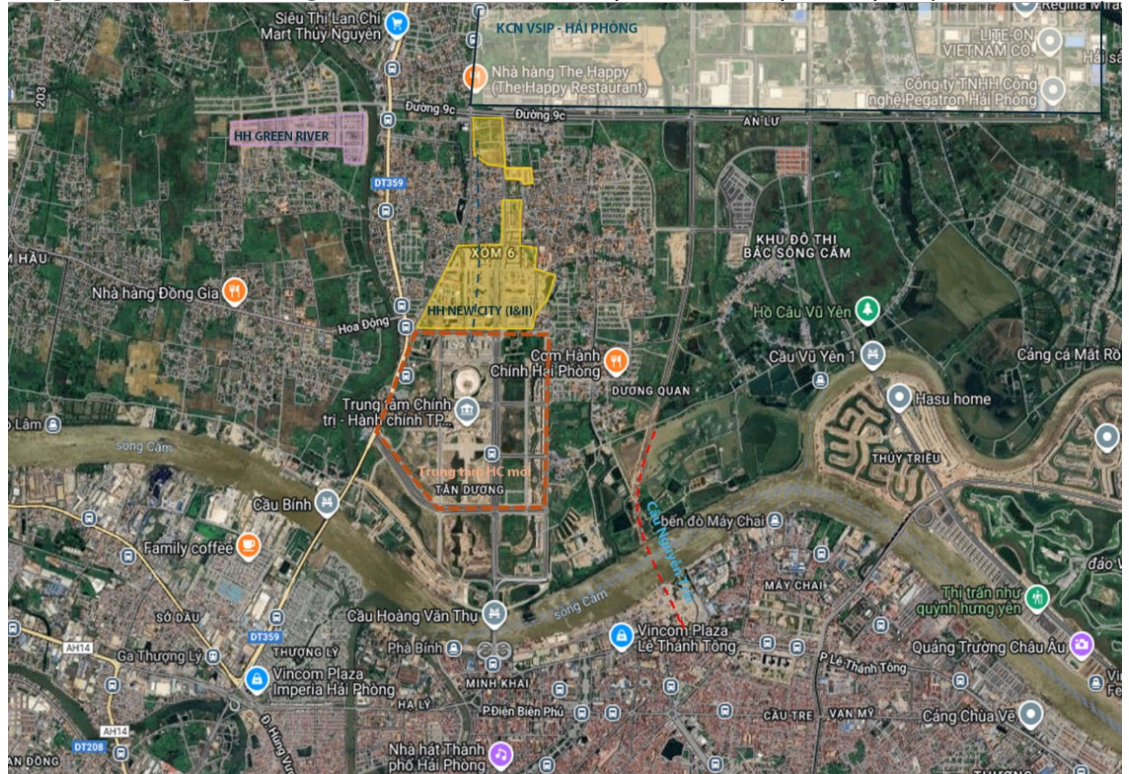
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 26: Định hướng phát triển không gian đô thị của Hải Phòng giai đoạn 2030-2040, với trung tâm đô thị nằm tại Đô thị lịch sử cũ (số I) kết hợp Khu đô thị hành chính mới Bắc sông Cấm (số II)



Nguồn: VIOIT, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Hiện trạng hạ tầng kết nối giữa Đô thị lịch sử cũ và Khu đô thị hành chính mới Bắc sông Cấm, cùng Khu trung tâm hành chính và các dự án của TCH tại khu vực này

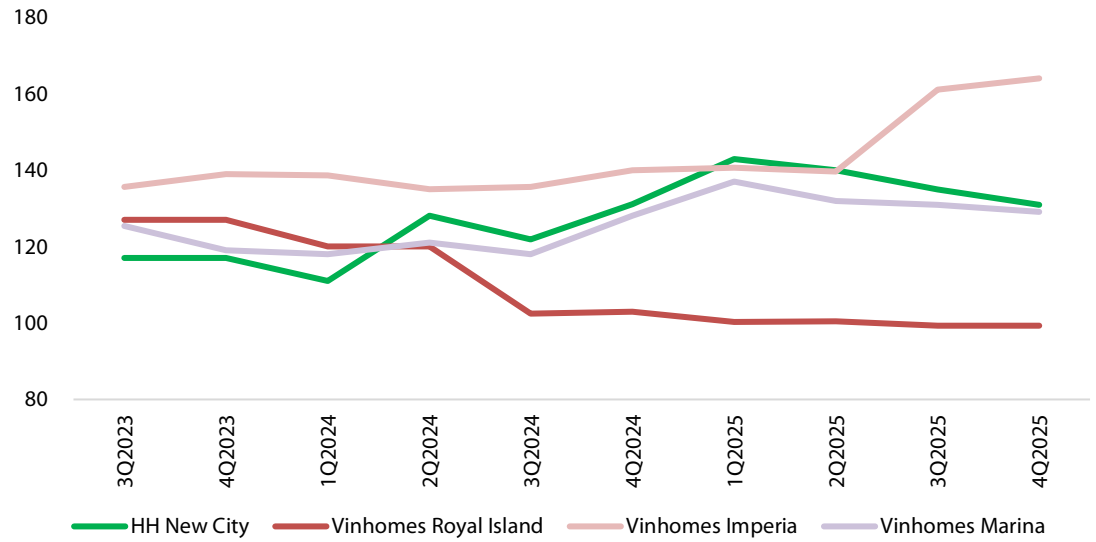


Nguồn: Ggmap, CTCK Rồng Việt

Trong giai đoạn 2024 – 2025, Khu đô thị mới Bắc sông Cấm cũng là tâm điểm thu hút dòng vốn đầu tư bất động sản tại thị trường miền Bắc. Động lực tăng trưởng này được thúc đẩy mạnh mẽ bởi hai yếu tố vĩ mô cốt lõi: (1) Mặt bằng lãi suất cho vay thấp (dao động từ 6% – 8%/năm), và (2) Tiến độ hoàn thiện đồng bộ hạ tầng giao thông khu vực, song song với cột mốc đưa trung tâm chính trị - hành chính mới vào vận hành chính thức. Mặt bằng giá bất động sản tại khu vực này ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng từ 20% – 30% YoY (một trong những khu vực có hiệu suất tăng giá cao nhất toàn thị trường trong cùng giai đoạn). Đáng chú ý, cấu trúc nhu cầu mang tính bền vững cao khi tỷ trọng khách mua là cư dân Hải Phòng chiếm đến 70% tổng lượng giao dịch (theo chia sẻ của TCH). Dựa trên nền tảng tiềm năng phát triển dài hạn của thành phố và xu hướng dịch chuyển dòng dân cư về Khu đô thị mới Bắc sông Cấm, chúng tôi kỳ

vọng thị trường này sẽ tiếp tục duy trì sức hút chiến lược và là điểm đến ưu tiên của các nhà đầu tư trong các giai đoạn tiếp theo.

Hình 28: Giá bán thứ cấp (trung bình) của các dự án BĐS quy mô lớn tại Hải Phòng, giai đoạn 2023-2025



Nguồn: batdongsan.com.vn, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC – CÁC DOANH NGHIỆP KINH DOANH TƯƠNG ĐỒNG VỚI TCH

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng các công ty trong lĩnh vực BĐS dân dụng (mô hình kinh doanh tương đồng với TCH) làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Công ty Cổ phần Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

NLG là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển nhà ở và khu đô thị tại Việt Nam, đặc biệt là tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. Thành lập từ năm 1992, Nam Long tập trung vào phân khúc nhà ở vừa túi tiền và trung cấp với các sản phẩm nổi bật như Flora, Valora và EHome. Tính đến hiện tại, Nam Long sở hữu quỹ đất khoảng 600 ha, tập trung chủ yếu tại TP.HCM, Long An, Đồng Nai và Cần Thơ. Các dự án nổi bật bao gồm: Nam Long Cần Thơ (43ha – Cần Thơ), Izumi (160ha – Đồng Nai), Mizuki Park (26 ha - TP.HCM), Akari City (8,5 ha - TP.HCM) và khu đô thị Waterpoint (355 ha - Long An).

Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt (HOSE: PDR)

PDR là doanh nghiệp phát triển bất động sản tập trung vào phân khúc nhà ở cao tầng và khu đô thị tại TP.HCM, Bình Định và các tỉnh miền Trung. Công ty sở hữu quỹ đất khoảng 80 ha, tập trung tại các tỉnh: Bình Định (Bắc Hà Thanh – 43,2ha, Cadia Quy Nhơn – 0.5ha), Bình Dương (Nguyễn Thị Minh Khai – 4,5ha), Vũng Tàu (Serenity Phước Hải – 7,3ha, Poulo Condor Côn Đảo – 12ha, Tropicana BRVT – 12,7ha).

Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HOSE:KDH)

KDH duy trì vị thế top đầu bất động sản TP.HCM, chuyên phát triển nhà ở trung-cao cấp và khu đô thị, với quỹ đất sạch lớn tại Tp.HCM (~478 ha), nổi bật với KDC Tân Tạo (320 ha - đại đô thị quy mô lớn đang triển khai). Dự án chính: The Privia (bàn giao Q4/2024), the Classia, The Venica, Safira; ngoài ra còn có các dự án tiềm năng như Gladia, Solina,...

Công ty Cổ phần BLUEMARQ GROUP (HOSE: DXG)

DXG là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu trong lĩnh vực phát triển và phân phối bất động sản tại Việt Nam. Công ty phát triển đa dạng các sản phẩm từ đất nền, căn hộ cho đến khu đô thị quy mô lớn. Tính đến nay, DXG sở hữu khoảng 116ha quỹ đất, nổi bật với các dự án Gem Sky World (Long Thành - 92 ha), DXH Riverside (Thủ Đức, TP.HCM) và các quỹ đất tại Bình Dương (DXH Parkview, Opal City View, Opal Luxury, DXH Park City). Ngoài ra, Công ty còn sở hữu hệ thống phân phối bất động sản lớn mạnh với mạng lưới trên toàn quốc.

Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia (HOSE: AGG)

AGG tập trung vào phân khúc nhà ở trung và cao cấp tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. AGG hiện sở hữu quỹ đất khoảng 37ha, tập trung chủ yếu tại khu Nam TP.HCM, Bình Dương và Long An. Các dự án tiêu biểu dự kiến triển khai trong giai đoạn 2025 – 2030 gồm: The Gió (Bình Dương, 3,1ha), The Signal (Quận 7 – 3,2ha), Westgate 2 (Bình Chánh, 3,2ha), The Lá (Bình Chánh, 27ha).

Bảng 6: So sánh các chỉ tiêu tài chính của TCH và các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	Trung bình ngành
Tỷ trọng	20%	20%	20%	20%	20%	
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP %						
TCH	32%	19%	37%	40%	30%	32%
Trung bình	45%	45%	53%	44%	52%	48%
Trung vị	41%	48%	48%	45%	54%	47%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG %						
TCH	29%	16%	34%	25%	22%	25%
Trung bình	30%	27%	37%	19%	29%	28%
Trung vị	29%	18%	30%	19%	28%	25%
NỢ VAY/VCSH						
TCH	4%	3%	17%	1%	3%	6%
Trung bình	37%	41%	37%	37%	31%	37%
Trung vị	30%	45%	39%	44%	33%	38%
ROE %						
TCH	7%	2%	11%	11%	3%	7%
Trung bình	17%	6%	6%	6%	5%	8%
Trung vị	15%	4%	6%	5%	5%	7%
ROA %						
TCH	4%	1%	4%	6%	2%	3%
Trung bình	6%	3%	2%	3%	3%	3%
Trung vị	5%	2%	2%	2%	2%	3%
P/E						
TCH	9,2	49,9	17,4	10,7	45,9	26,6
Trung bình	8,4	55,1	28,1	36,2	34,1	32,4
Trung vị	8,0	38,6	23,6	27,7	29,9	25,6
P/B						
TCH	0,5	1,1	1,2	1,1	1,3	1,0
Trung bình	1,1	1,6	1,3	1,2	1,1	1,3
Trung vị	1,1	1,5	1,3	1,1	1,2	1,2

Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

tỷ đồng

KQ HKKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	4.667	1.447	8.607	9.216
Giá vốn	-2.870	-1.096	-4.034	-4.420
Lãi gộp	1.797	352	4.573	4.797
Chi phí bán hàng	-251	-132	-775	-829
Chi phí quản lý	-160	-91	-344	-369
Thu nhập từ HĐTC	139	252	274	583
Chi phí tài chính	-9	-16	0	0
Lợi nhuận khác	-92	-9	-9	-9
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1.422	356	3.719	4.172
Thuế TNDN	-301	-100	-744	-834
Lợi ích cổ đông thiểu số	267	62	601	651
Lợi nhuận sau thuế	855	194	2.374	2.686
EBIT	1.385	129	3.454	3.598
EBITDA	1.506	190	3.475	3.619

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	22,7%	-69,0%	494,7%	7,1%
Lợi nhuận HKKD	20,0%	-87,4%	1733,1%	4,2%
EBIT	16,3%	-90,7%	2579,8%	4,2%
Lợi nhuận sau thuế	14,9%	-77,3%	1121,5%	13,1%
Tổng tài sản	4,8%	42,5%	10,6%	12,2%
Vốn chủ sở hữu	10,0%	18,4%	17,1%	17,0%

Khả năng sinh lợi	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
LN gộp / Doanh thu	38,5%	24,3%	53,1%	52,0%
EBITDA/ Doanh thu	32,3%	13,1%	40,4%	39,3%
EBIT/ Doanh thu	29,7%	8,9%	40,1%	39,0%
LNST/ Doanh thu	18,3%	13,4%	27,6%	29,1%
ROA	5,6%	0,9%	9,8%	9,9%
ROCE	10,0%	0,9%	20,6%	18,3%
ROE	9,0%	1,7%	18,0%	17,4%

Hiệu quả hoạt động	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Vòng quay kh. phải thu	5,6	1,1	6,5	7,0
Vòng quay HTK	0,3	0,1	0,4	0,4
Vòng quay kh. phải trả	2,2	0,9	3,2	3,5
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	9,0	2,7	3,0	3,3
Nhanh	3,2	1,1	1,4	2,0

Cấu trúc tài chính	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tổng nợ/ Vốn CSH	2,1%	54,4%	46,7%	40,2%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	2,1%	54,4%	46,7%	40,2%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tiền	1.268	1.729	4.791	9.010
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.470	4.227	4.227	4.227
Các khoản phải thu	832	1.321	1.321	1.321
Tồn kho	8.498	11.832	11.364	10.051
Tài sản ngắn hạn khác	193	590	289	318
Tài sản cố định hữu hình	1.978	1.798	1.851	1.844
Tài sản cố định vô hình	57	59	59	59
Đầu tư tài chính dài hạn	0	194	197	201
Tài sản dài hạn khác	37	91	58	61
TỔNG TÀI SẢN	15.332	21.841	24.157	27.093
Tiền hàng phải trả & ứng trước	1.278	1.249	1.249	1.249
Người mua trả tiền trước	203	6.125	6.156	6.202
Vay và nợ ngắn hạn	1	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	303	0	0	0
Vay và nợ khác	91	98	98	98
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	0	0	0	0
TỔNG NỢ	1.876	7.472	7.503	7.549
Vốn đầu tư của CSH	7.525	9.964	9.964	9.964
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	1.986	1.294	3.221	5.461
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
TỔNG VỐN	9.512	11.258	13.185	15.425
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.700	2.867	3.468	4.119

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
EPS (đồng/cp)	1.280	213	2.603	2.945
P/E (x)	9,7	85,9	8,3	7,4
BV (đồng/cp)	14.234	12.343	14.456	16.911
P/B (x)	0,9	1,5	1,5	1,3
DPS (đồng/cp)	-	-	500	500
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	2%	2%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/B (1,5x)	21.700	100%	21.700

Giá mục tiêu (đồng/cp) 21.700

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 5/2026	21.700	Mua	Trung hạn

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

THÔNG TIN LIÊN HỆ**Nguyễn Thị Phương Lam****Giám đốc Phân tích**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam**Trưởng phòng cao cấp**

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà**Trưởng phòng Vận hành**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vds.com.vn
 🌐 www.vds.com.vn 📄 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trăn Biên, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
 GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**