

Vài nét về doanh nghiệp

TCH hoạt động trong hai lĩnh vực chính là kinh doanh bất động sản và phân phối xe tải, xe đầu kéo nhập khẩu từ Mỹ và Trung Quốc. Công ty là một trong những đơn vị sở hữu quỹ đất lớn hàng đầu tại TP. Hải Phòng.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (VND)

22.206 VND

Upside

33%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (27/03/2026)	16.700
Biến động 1 năm	11.797 – 24.645
KLGD bình quân 52T (cp)	8.541.910
Vốn hóa (Tỷ đồng)	14.639
P/E	34,68
P/B	0,77
%NN sở hữu	12,1

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Vân Trang

Trangpv.ftu@gmail.com

024 3936 6990 - ext 7183

DOANH SỐ TÍCH CỰC CẢI THIỆN DÒNG TIỀN

Dự phóng doanh thu năm 2025 của TCH đạt **3.374 tỷ đồng**, LNST đạt **1.015 tỷ đồng**. Doanh thu và LNST năm 2026 đạt lần lượt **5.865 tỷ đồng và 1.625 tỷ đồng**, tương ứng với EPS là 178 VND/ cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của TCH sẽ được nới rộng trong thời gian tới nhờ việc bàn giao các dự án phân khúc thấp tầng, vốn có biên lợi nhuận cao hơn.

Chúng tôi đánh giá dòng tiền doanh nghiệp đang ghi nhận sự cải thiện đáng kể nhờ doanh số bán hàng tích cực. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu TCH với mức định giá hợp lý là **22.206 đồng/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Doanh số bán hàng tích cực cải thiện dòng tiền

Dự án Green River đã được khởi công và chính thức mở bán từ T3/2025, ghi nhận tiến độ bán hàng tích. Dự án được kỳ vọng sẽ đóng góp doanh số hơn 8.000 tỷ đồng trong giai đoạn năm tài chính 2026–2028.

Ngoài ra, trong Q4/2025 và năm 2026 (năm tài chính) TCH cũng có khả năng ghi nhận doanh thu dần từ các phân khu Swan Lake và Prince Park khi các hạng mục này đã cơ bản hoàn thiện. Quỹ đất thuộc giai đoạn 2 có nguồn gốc từ đấu giá, do đó tiến độ cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất được kỳ vọng sẽ nhanh hơn đáng kể so với giai đoạn 1.

Dòng tiền từ mảng kinh doanh ô tô hỗ trợ nguồn vốn phát triển dự án

Dòng tiền của TCH được củng cố nhờ mảng kinh doanh ô tô. Đặc thù của mảng kinh doanh này là chu kỳ thu hồi vốn ngắn, vòng quay hàng tồn kho tương đối nhanh và khả năng tạo dòng tiền đều đặn, qua đó đóng vai trò như một nguồn lực tài chính bổ trợ quan trọng cho các dự án đầu tư bất động sản trung và dài hạn.

Cơ cấu vốn lành mạnh, lợi thế lớn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng

Mặt bằng lãi suất tiền gửi trong thời gian gần đây ghi nhận xu hướng gia tăng, thể hiện khả năng lãi suất cho vay mua nhà tiếp tục chịu áp lực tăng trong thời gian tới. Diễn biến này có thể tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu thị trường trong ngắn hạn, buộc các chủ đầu tư gia tăng chính sách ưu đãi nhằm kích cầu.

Tuy nhiên, trong bối cảnh đó, TCH vẫn ghi nhận kết quả bán hàng khả quan tại hai dự án trọng điểm đang triển khai. Thời gian tiêu thụ sản phẩm tương đối nhanh không chỉ phản ánh mức độ hấp thụ tích cực của thị trường mà còn góp phần giảm thiểu chi phí tài chính, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

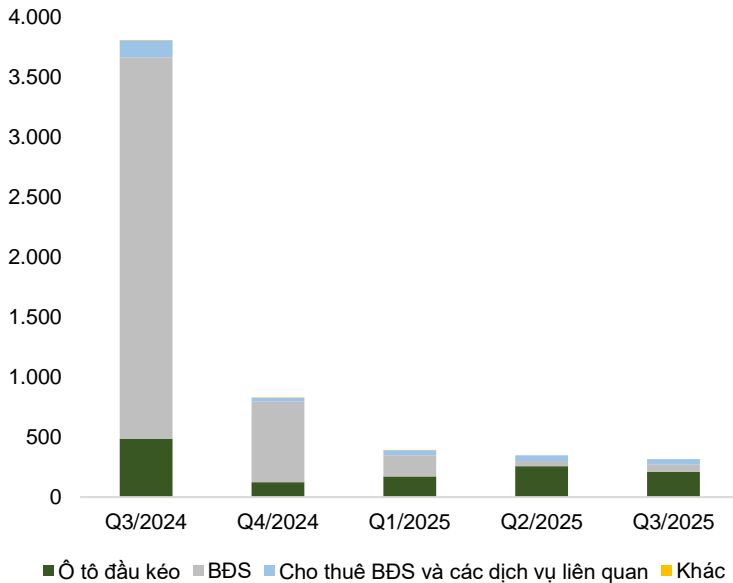
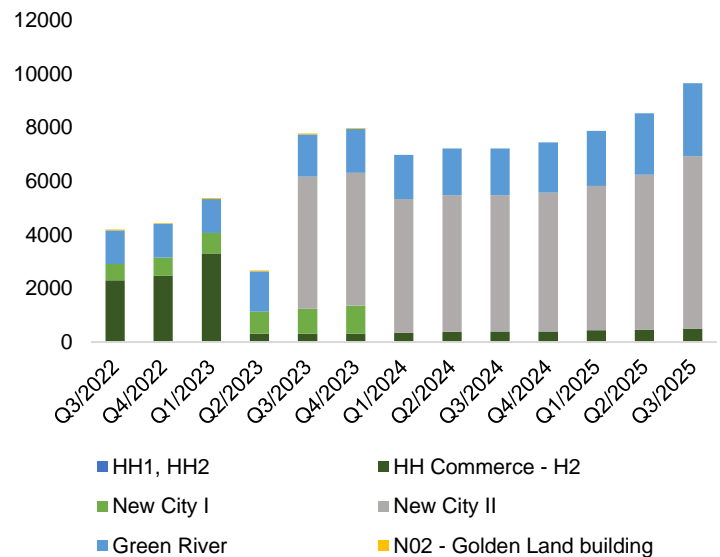
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	3.803	4.662	3.374	5.865
+/- yoy (%)	82%	23%	-28%	74%
LNST (tỷ đồng)	1.243	1.127	1.015	1.625
+/- yoy (%)	159%	-9%	-10%	60%
EPS - TTM (VND)	709	492	111	178

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2025
Tóm tắt biến động kinh doanh năm tài chính Q3/2025

Q3/2025, doanh thu thuần của doanh nghiệp đạt 317 tỷ đồng, giảm khoảng 80% so với mức hơn 1.560 tỷ đồng cùng kỳ năm trước do giai đoạn 9T đầu năm doanh nghiệp chỉ bàn giao số ít các sản phẩm còn lại tại HH Commerce I, HH Grand Tower, các sản phẩm mới chưa đủ điều kiện bàn giao và ghi nhận doanh thu. Biên lợi nhuận gộp đạt 21%, giảm so với mức 38% cùng kỳ. Doanh thu tài chính đạt 82,7 tỷ đồng, trong khi chi phí tài chính chỉ 1,8 tỷ đồng, cho thấy áp lực vay nợ thấp.

Lũy kế 3 quý, doanh thu thuần đạt 1.053 tỷ đồng (-72% svck), hoàn thành 21% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế gần 164 tỷ đồng (-81% svck), hoàn thành 10% kế hoạch năm.

Cơ cấu hàng tồn kho phân bổ chủ yếu vào chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang các dự án trọng điểm HH New City II và HH Green River. Quy mô nợ vay của doanh nghiệp duy trì tại mức thấp, với khoảng 20,5 tỷ đồng vay ngắn hạn và 390 tỷ đồng vay dài hạn, phần lớn khoản vay đến từ Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam - Chi nhánh Ngô Quyền, phục vụ đầu tư dự án Hoàng Huy New City - II.

Cơ cấu doanh thu

Chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang các dự án


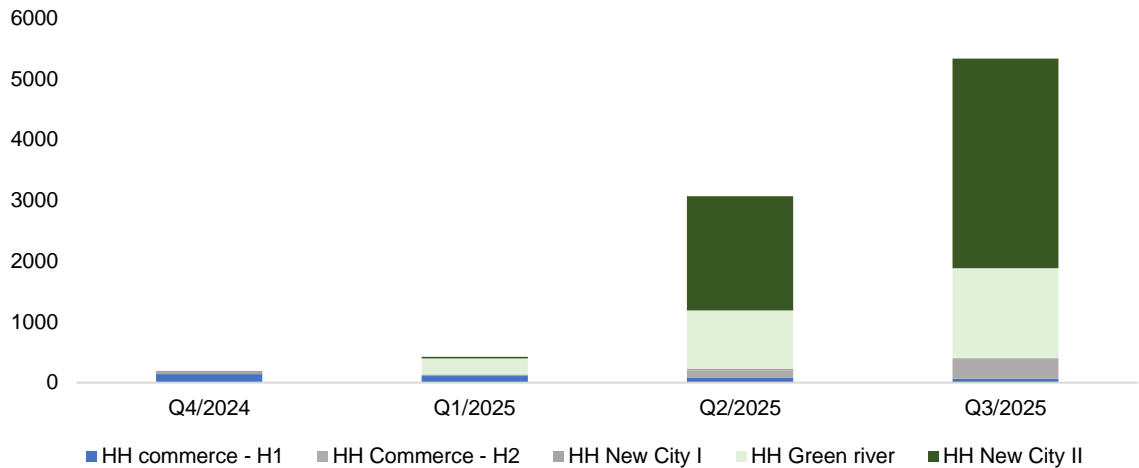
Nguồn: TCH, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Doanh số bán hàng tích cực cải thiện dòng tiền

Doanh số bán hàng tại hai dự án trọng điểm là Green River và New City II (phần khu thấp tầng) ghi nhận kết quả khả quan, được hỗ trợ bởi lợi thế vị trí và mặt bằng giá tương đối cạnh tranh so với khu vực.

Khoản mục khách hàng mua BĐS trả trước theo tiến độ



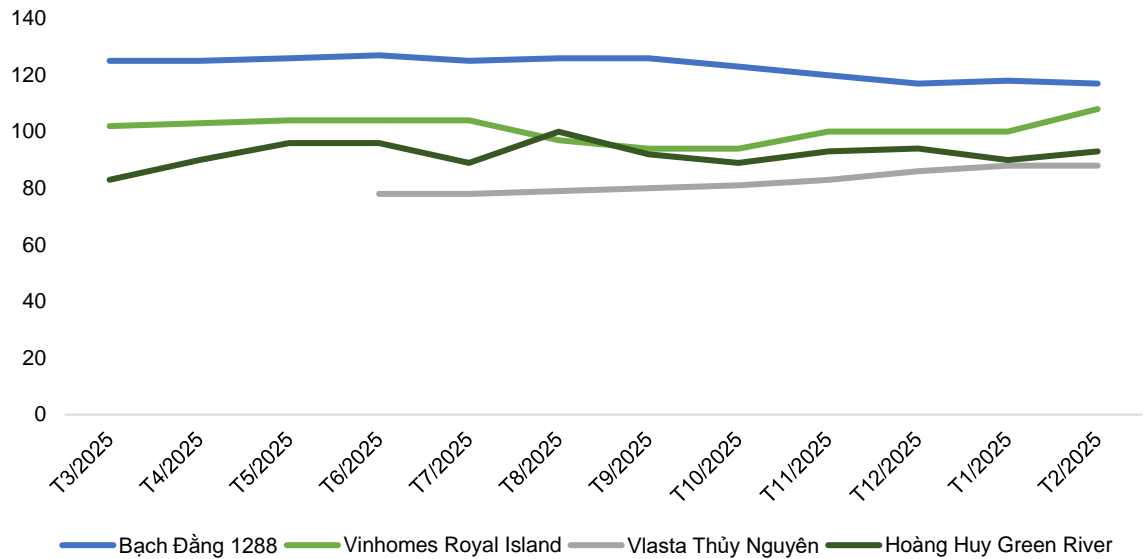
Nguồn: TCH

Cả hai dự án trọng điểm New City II và Green River đều nằm tại Thủy Nguyên, khu vực được xác định là tâm điểm phát triển mới của thị trường bất động sản Hải Phòng. Giá bán sơ cấp ước tính của New City II dao động trong khoảng 85–100 triệu đồng/m², trong khi Green River ghi nhận mức giá cao hơn, khoảng 85–120 triệu đồng/m².

Mặt bằng giá của New City II và Green River được kỳ vọng sẽ được hỗ trợ tích cực nhờ:

- Nền tảng kinh tế vững chắc và vai trò chiến lược ngày càng gia tăng của Hải Phòng trong khu vực phía Bắc là động lực quan trọng thúc đẩy nhu cầu nhà ở. Việc mở rộng không gian phát triển thông qua liên kết vùng với Hải Dương – một trong các địa phương có quy mô GRDP lớn – góp phần hình thành cực tăng trưởng mới theo mô hình đô thị – công nghiệp – cảng biển, qua đó gia tăng lực cầu bất động sản.
- Sự hình thành và triển khai đồng bộ của nhiều dự án quy mô lớn trong khu vực, tạo nên một quần thể đô thị hoàn chỉnh, qua đó nâng cao sức hấp thụ và giá trị bất động sản.
- Vị trí liền kề Khu đô thị Bắc Sông Cấm giúp New City II đón đầu làn sóng đầu tư dịch chuyển về khu vực xung quanh Trung tâm Hành chính – Chính trị mới của thành phố, từ đó củng cố thêm triển vọng tăng giá và tính bền vững của dự án trong dài hạn.

Giá bán phân khúc thấp tầng các dự án tại Thủy Nguyên, Hải Phòng (triệu đồng/m²)



Nguồn: TCH, Batdongsan.com

Dự án Green River có chủ đầu tư là Tập đoàn CRV, công ty con do TCH nắm giữ gián tiếp hơn 56% vốn cổ phần. Dự án đã được khởi công và chính thức mở bán từ tháng 3/2025, hiện ghi nhận tiến độ xây dựng tích cực và đang bước vào giai đoạn bàn giao. Với quy mô khoản hơn 1.250 sản phẩm dự án được kỳ vọng sẽ đóng góp doanh số hơn 8.000 tỷ đồng trong giai đoạn năm tài chính 2026–2028.

Song song với việc ghi nhận doanh thu từ Green River, trong Q4/2025 và năm 2026 (năm tài chính) TCH cũng có khả năng ghi nhận doanh thu từng phần từ các phân khu Swan Lake và Prince Park khi các hạng mục này đã cơ bản hoàn thiện mặt ngoài. Đáng chú ý, quỹ đất thuộc giai đoạn 2 có nguồn gốc từ đấu giá, do đó tiến độ cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất được kỳ vọng sẽ nhanh hơn đáng kể so với giai đoạn 1, hỗ trợ quá trình ghi nhận doanh thu.

Tiến độ dự án HH Green River tháng 3/2026



Tiến độ dự án HH New City II tháng 3/2026



Nguồn: TCH

Ngoài hai dự án đang triển khai bán hàng, TCH còn sở hữu lợi thế đáng kể về quỹ đất tại Hải Phòng. Bên cạnh khoảng 90 ha quỹ đất tại các dự án hiện hữu, doanh nghiệp đang nghiên cứu phát triển thêm 7 dự án mới với tổng diện tích khoảng 330 ha. Mặc dù các dự án này vẫn trong giai đoạn chuẩn bị và chưa công bố chi tiết, đây được xem là nguồn lực tiềm năng, đóng vai trò hỗ trợ tăng trưởng trung và dài hạn khi được đưa vào triển khai.

Dòng tiền từ mảng kinh doanh ô tô hỗ trợ nguồn vốn phát triển dự án

Dòng tiền của TCH được củng cố nhờ mảng kinh doanh ô tô, vốn là lĩnh vực hoạt động cốt lõi và đã được doanh nghiệp tích lũy kinh nghiệm vận hành trong nhiều năm. Đặc thù của mảng kinh doanh này là chu kỳ thu hồi vốn ngắn, vòng quay hàng tồn kho tương đối nhanh và khả năng tạo dòng tiền đều đặn, qua đó đóng vai trò như một nguồn lực tài chính bổ trợ quan trọng cho các dự án đầu tư bất động sản trung và dài hạn.

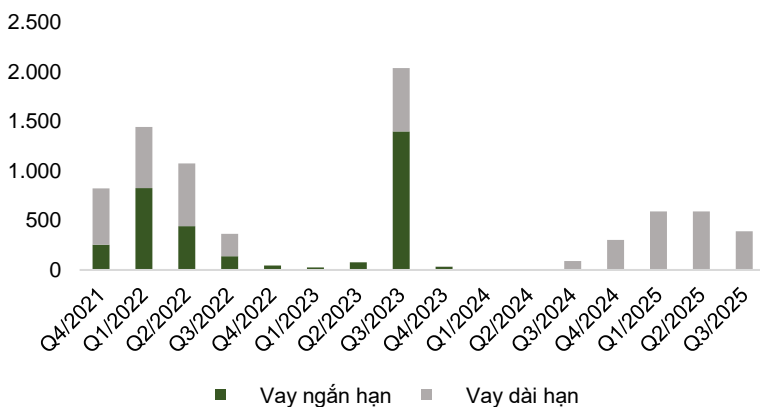
Mặc dù khả năng tăng trưởng của mảng này trong thời gian tới tương đối hạn chế do nhu cầu chỉ duy trì ổn định, đặc biệt ở phân khúc xe thương mại và xe phục vụ sản xuất – kinh doanh, dòng tiền tạo ra từ hoạt động này giúp TCH giảm áp lực phụ thuộc vào vốn vay, đồng thời nâng cao tính chủ động trong bố trí nguồn vốn phát triển các dự án bất động sản. Sự kết hợp giữa dòng tiền ngắn hạn từ kinh doanh ô tô và chiến lược đầu tư dài hạn vào bất động sản vì vậy được kỳ vọng sẽ góp phần cải thiện năng lực tài chính và triển vọng tăng trưởng bền vững của TCH trong giai đoạn tới.

Cơ cấu vốn lành mạnh, lợi thế lớn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng

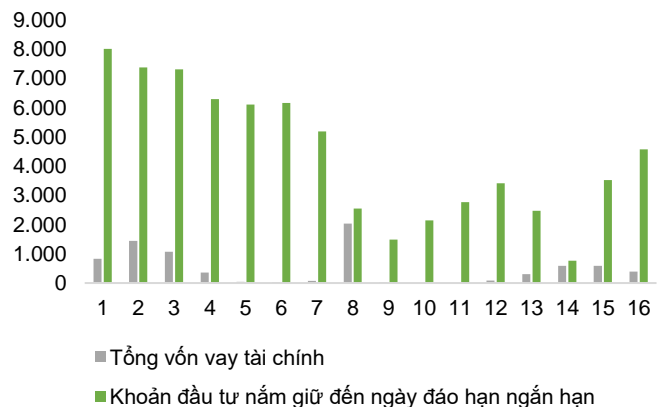
Mặt bằng lãi suất tiền gửi trong thời gian gần đây ghi nhận xu hướng gia tăng, với mức cao nhất tiệm cận 9%/năm, thể hiện khả năng lãi suất cho vay mua nhà tiếp tục chịu áp lực tăng trong thời gian tới. Diễn biến này có thể tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu thị trường trong ngắn hạn, buộc các chủ đầu tư gia tăng chính sách ưu đãi nhằm kích cầu.

Tuy nhiên, trong bối cảnh đó, TCH vẫn ghi nhận kết quả bán hàng khả quan tại hai dự án trọng điểm đang triển khai. Thời gian tiêu thụ sản phẩm tương đối nhanh không chỉ phản ánh mức độ hấp thụ tích cực của thị trường mà còn góp phần giảm thiểu chi phí tài chính, đồng thời nâng cao hiệu quả sử dụng vốn.

Cơ cấu nguồn vốn TCH trong giai đoạn Q4/2021 - Q3/2025



Tổng vốn vay và khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn



Nguồn: TCH

Nhìn chung, TCH đang ở vị thế thuận lợi để tối ưu hóa dòng tiền và gia tăng năng lực cạnh tranh trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng có xu hướng làm thu hẹp biên lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp trong ngành.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng doanh thu năm 2025 của TCH đạt **3.374 tỷ đồng**, LNST đạt **1.015 tỷ đồng**. Doanh thu và LNST năm 2026 đạt lần lượt **5.865 tỷ đồng và 1.625 tỷ đồng**, tương ứng với EPS là 178 VND/ cổ phiếu.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu TCH dựa trên một số phương pháp:

Định giá RNAV

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của TCH và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **20.018 VND/ cổ phiếu**.

	Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)
Dự án BĐS	7.951
Mảng phân phối xe ô tô	3.060
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	7.559
Nợ vay	312
Giá trị VCSH ròng hợp lý	18.285
Số cổ phiếu (triệu)	912
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	20.018

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung bình được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **24.395 VND/ cổ phiếu**.

	P/B
KDH	1,54
NLG	1,09
TAL	2,80
CEO	1,48
VPI	3,47
Trung bình	1,54
BVPS 2025 (VND)	15.841
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	24.395

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu TCH là **22.206 VND/ cổ phiếu**.

Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)

Phương pháp định giá RNAV	20.018
Phương pháp định giá tương đối	24.395
Kết hợp 2 phương pháp	22.206

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Dự phóng doanh thu năm 2025 của TCH đạt **3.374 tỷ đồng**, LNST đạt **1.015 tỷ đồng**. Doanh thu và LNST năm 2026 đạt lần lượt **5.865 tỷ đồng và 1.625 tỷ đồng**, tương ứng với EPS là 178 VNĐ/ cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của TCH sẽ được nới rộng trong thời gian tới nhờ việc bàn giao các dự án phân khúc thấp tầng, vốn có biên lợi nhuận cao hơn.

Chúng tôi đánh giá dòng tiền doanh nghiệp đang ghi nhận sự cải thiện đáng kể nhờ doanh số bán hàng tích cực. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu TCH với mức định giá hợp lý là **22.206 đồng/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích

phquan@vcbs.com.vn

Phạm Vân Trang

Chuyên viên Phân tích

pvtrang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>