Báo cáo cổ phiếu: TCH

New City II vào nhịp bàn giao: lợi nhuận NĐ26 trở lại vùng 1,5 nghìn tỷ, thị giá thấp hơn tổng các phần

CTCP Đầu tư Dịch vụ Tài chính Hoàng Huy (HOSE: TCH) · bất động sản Hải Phòng, xe tải, dịch vụ · BCTC hợp nhất đến Q2/NĐ26 (30/09/2026), dự báo Q3, Q4/NĐ26 và NĐ27 · giá tham chiếu 13,5 nghìn đ (06/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST MẸ 6T NĐ26	LNST MẸ NĐ26F	P/B	KHÁCH ĐÃ TRẢ TRƯỚC
13,5 nghìn đ · 06/11/2026	**17,0** nghìn đ · **+26%**	**663** tỷ đ · gấp 8,5 lần cùng kỳ	**1.528** tỷ đ · NĐ25: 211	**1,11x** trung vị từ 2017 1,29x	**5.600** tỷ đ · ~9,3 nghìn tỷ DT chờ ghi

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ (RNAV)	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG GIẢM TỶ TRỌNG	LNST MẸ NĐ26F
13,5 nghìn đ	**17,0** nghìn đ (+26%)	**12,8–15,7** nghìn đ	**≥ 18,0** nghìn đ	**1.528** tỷ đ

Hành động: tích lũy từng phần trong vùng 12,8–15,7 nghìn đ, tỷ trọng mục tiêu ở mức trung bình do lợi nhuận phụ thuộc tiến độ bàn giao. **Nâng lên MUA** nếu giá ≤ 12,8 hoặc BCTC Q3/NĐ26 xác nhận DT BĐS ≥ 1.400 tỷ mà tiền cọc không giảm tương ứng (bán mới tốt). **Hạ xuống THEO DÕI** nếu bàn giao chậm (DT BĐS quý < 900 tỷ) hoặc có đợt phát hành giá thấp hơn giá trị sổ sách.

KẾT LUẬN

Hoàng Huy New City II đã bắt đầu bàn giao từ 7/2026: một quý mang về 538 tỷ LNST mẹ, nhiều hơn cả NĐ25 cộng lại. Tiền khách đã trả 5.600 tỷ cho thấy còn ~9,3 nghìn tỷ doanh thu đã bán chờ ghi nhận, đủ để LNST mẹ NĐ26F đạt 1.528 tỷ (1.262–2.098) và NĐ27F 1.750 tỷ. TCH không vay nợ, còn 3.239 tỷ tiền và tiền gửi sau khi mua hai quỹ đất mới ~3.000 tỷ.

Định giá RNAV cơ sở 17,0 nghìn đ/cp (+26%); riêng phần lợi ích tại CRV theo giá sàn đã bằng 77% vốn hóa TCH. Rủi ro nằm ở tốc độ bàn giao và nhu cầu vốn cho 150 Tô Hiệu, lô I.14 từ 2027, nên AAS khuyến nghị tích lũy từng phần thay vì mua một lần.

NEW CITY II (CRV)

1.801 tỷ DT 6T NĐ26, biên 52%

- Đã nhận cọc 665/1.185 căn thấp tầng (04/2026)
- Khách đã trả 3.138 tỷ
- TCH hưởng ~70% lợi nhuận

GREEN RIVER, COMMERCE

2.457 tỷ khách đã trả (công ty mẹ)

- Hai phân khu Green River giao trong NĐ26
- Rose Residence 976 căn, đã bán ~65%
- Biên gộp công ty mẹ ~47%

TIỀN, QUỸ ĐẤT MỚI

3.239 tỷ tiền + tiền gửi, nợ vay 0

- 150 Tô Hiệu: ~998 căn hộ, vốn 3.179 tỷ
- Lô I.14: trúng đấu giá 1.300 tỷ
- Doanh thu từ 2028

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **Lợi nhuận quay lại:** 6T NĐ26 (4–9/2026) LNST mẹ 663 tỷ, riêng Q2/NĐ26 538 tỷ nhờ New City II bàn giao với biên gộp 52,5%.
2. **Doanh thu chờ ghi đủ cho 4–6 quý:** khách đã trả 5.600 tỷ; AAS ước ~9,3 nghìn tỷ DT đã bán chưa ghi nhận.
3. **Dự báo:** LNST mẹ Q3/NĐ26F 415 tỷ, NĐ26F 1.528 tỷ (1.262–2.098), NĐ27F 1.750 tỷ.
4. **Định giá:** RNAV cơ sở 17,0 nghìn đ/cp (+26%); P/B 1,11x dưới trung vị 1,29x; thị giá thấp hơn 24% so với tổng các phần tính theo giá CRV.
5. **Khuyến nghị TÍCH LŨY TỪNG PHẦN** trong vùng 12,8–15,7 nghìn đ; rủi ro chính là tốc độ bàn giao và nhu cầu vốn cho hai dự án mới.

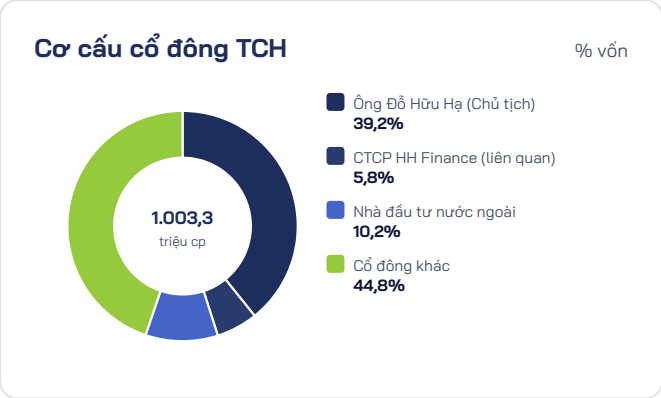
1 Mô hình kinh doanh: nhà phát triển đô thị Hải Phòng không vay nợ; lợi nhuận đi theo nhịp bàn giao, dự án lớn nhất nằm ở công ty cháu CRV

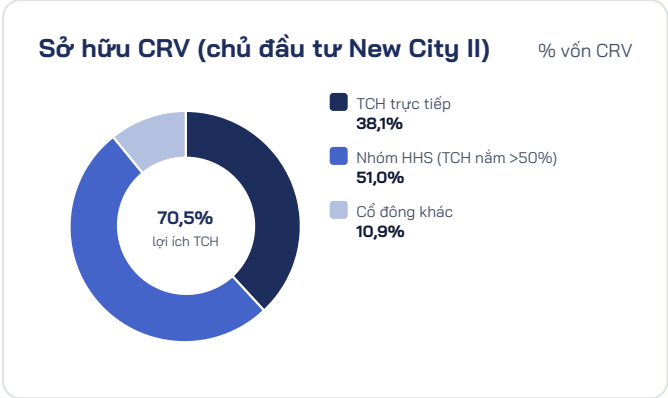
- **Một ngành, nhiều pháp nhân:** TCH là công ty mẹ; dự án lớn nhất (Hoàng Huy New City II, Thủy Nguyên) do CTCP Tập đoàn BĐS CRV (HOSE: CRV) làm chủ đầu tư. TCH nắm trực tiếp 38,09% CRV và kiểm soát nhóm HHS nắm 51,03%; lợi ích kinh tế của TCH ở CRV ~70% (suy từ tỷ lệ lợi nhuận CRV thuộc cổ đông thiểu số).
- **Công ty mẹ tự làm hai dự án:** Hoàng Huy Green River và tổ hợp Hoàng Huy Commerce (tòa H1 đã bàn giao, H2 Rose Residence 976 căn đã bán ~65% theo tài liệu ĐHĐCĐ 2026). Mảng xe tải, dịch vụ ~180 tỷ DT/quý, biên mỏng.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** số căn bàn giao × giá bán (ghi DT một lần khi bàn giao); biên gộp từng dự án (New City II 52,5%, dự án công ty mẹ ~47%); chi phí bán hàng ~4,2% DT; lãi tiền gửi ~5,2%/năm trên tiền nhàn rỗi; ~30% lợi nhuận CRV thuộc thiểu số.
- **Vốn chạy trong chuỗi:** tiền khách trả trước (5.600 tỷ) và vốn chủ tài trợ toàn bộ xây dựng, không vay ngân hàng. Mua đất mới 2026 (~3.007 tỷ) làm tiền và tiền gửi giảm từ 5.866 xuống 3.239 tỷ trong 6 tháng.



Nguồn: BCTC hợp nhất và BCTC riêng 6T NĐ26 (thuyết minh hàng tồn kho, người mua trả trước) của TCH, BCTC Q3/2026 của CRV, tài liệu ĐHĐCĐ 2026; kho AAS; AAS tính.

Cổ đông: nhóm Chủ tịch nắm ~45%; khối ngoại 10,2%, room còn trống lớn





Nguồn: công bố thông tin của TCH, CRV (tỷ lệ cổ đông lớn chưa đối chiếu BCTN mới nhất); kho AAS (room khối ngoại 511,69 triệu cp, còn trống 409,62 triệu cp ngày 06/11/2026); AAS tính.

- **Cổ phiếu:** 1.003,3 triệu cp sau ba đợt tăng vốn: chào bán 200 triệu cp giá 10.000 đ (08/2025, thu 2.005 tỷ), cổ tức cổ phiếu 5% (11/2025) và cổ phiếu thưởng 10% từ thặng dư (09/2026).
- **Ba mã cùng hệ sinh thái niêm yết:** TCH, HHS và CRV. Lợi nhuận New City II được hợp nhất vào cả ba, nên không cộng lợi nhuận của các mã này với nhau.

2 Kết quả kinh doanh: 6T NĐ26 lãi 663 tỷ (gấp 8,5 lần cùng kỳ) nhờ New City II bắt đầu bàn giao; NĐ25 là đáy chu kỳ

Tỷ đồng	NĐ19	NĐ20	NĐ21	NĐ22	NĐ23	NĐ24	NĐ25	6T NĐ25	6T NĐ26
Doanh thu thuần	2.237	4.419	2.756	2.093	3.803	4.667	1.447	736	2.409
LN gộp trước khấu hao	764	1.196	699	615	1.595	1.918	410	232	1.125
Biên trước khấu hao	34,1%	27,1%	25,4%	29,4%	41,9%	41,1%	28,3%	31,5%	46,7%
Chi phí bán hàng	−56	−91	−52	−76	−267	−251	−132	−68	−107
Chi phí QLDN	−39	−55	−79	−76	−72	−160	−91	−50	−40
EBITDA	**668**	**1.050**	**568**	**462**	**1.256**	**1.506**	**188**	**114**	**977**
Khấu hao	−23	−35	−52	−54	−65	−121	−62	−30	−28
EBIT	646	1.015	516	409	1.190	1.385	126	85	949
DT tài chính (lãi tiền gửi)	98	282	327	442	366	139	252	76	175
LNTT	771	1.278	816	751	1.534	1.422	353	150	1.129
LNST	632	1.035	609	480	1.243	1.121	259	113	914
LNST cổ đông mẹ	**631**	**906**	**401**	**246**	**744**	**855**	**211**	**78**	**663**
Biên LNST mẹ	28,2%	20,5%	14,5%	11,8%	19,6%	18,3%	14,6%	10,6%	27,5%

Nguồn: BCTC hợp nhất TCH (kho AAS, cộng 4 quý theo năm tài chính); AAS tính. NĐ = năm tài chính của TCH, từ 1/4 đến 31/3 năm sau (NĐ26: 4/2026–3/2027). Khấu hao lấy từ LCTT, xem như nằm trong giá vốn (thuyết minh không tách khấu hao trong CPBH, QLDN).



Nguồn: BCTC hợp nhất TCH; AAS tính. Nhãn Qn/yy là quý n của NĐ yy.

- **Lợi nhuận đi theo dự án:** NĐ23–NĐ24 lãi mẹ 744–855 tỷ khi bàn giao Hoàng Huy Commerce và Green River (River Park); NĐ25 chỉ còn 211 tỷ vì New City II chưa đủ điều kiện bàn giao. Đây là nhịp chờ, không phải suy giảm cấu trúc.
- **Q2/NĐ26 (7–9/2026):** DT 1.958 tỷ, trong đó BĐS 1.752 tỷ với biên gộp 52,5%; LNST 751 tỷ, LNST mẹ 538 tỷ. Không có khoản một lần: thu nhập khác 3 tỷ, DT tài chính 75 tỷ là lãi tiền gửi.
- **6T NĐ26 đạt 48% kế hoạch DT và 46% kế hoạch LNST** (kế hoạch NĐ26: DT 5.000 tỷ, LNST 2.000 tỷ, cổ tức 10%).

3 Theo mảng: New City II tạo 85% lợi nhuận gộp 6T NĐ26; dự án công ty mẹ giữ biên ~47%, xe tải và dịch vụ chỉ là nền nhỏ

6T NĐ26 (4–9/2026)	DT thuần	LN gộp	Biên gộp	Ghi chú
CRV – Hoàng Huy New City II	1.801	936	52,0%	bắt đầu bàn giao 7–9/2026
Công ty mẹ – Green River, Commerce	248	116	46,6%	DT BĐS 235 tỷ
Còn lại – xe tải, dịch vụ, HHS, loại trừ nội bộ	360	45	12,5%	phần dư
Hợp nhất TCH	**2.409**	**1.097**	**45,5%**	

Nguồn: BCTC Q2, Q3/2026 của CRV (kho AAS); BCTC riêng 6T NĐ26 của TCH; BCTC hợp nhất TCH; AAS tính. Tổng các mảng bằng số hợp nhất; phần còn lại là số dư, gồm loại trừ giao dịch nội bộ.

- **Phân bổ:** lấy số của CRV và công ty mẹ theo BCTC riêng của từng đơn vị; phần còn lại (DT 360 tỷ, biên 12%) là xe tải, dịch vụ, HHS và loại trừ nội bộ. CPBH, QLDN, lãi tiền gửi, thuế để ở dòng chung, không phân bổ.
- **Ai hưởng lợi nhuận New City II:** LNST CRV Q3/2026 686 tỷ, lợi ích cổ đông thiểu số của TCH cùng quý 213 tỷ (31%). Mỗi 100 tỷ LNST New City II mang về ~70 tỷ cho cổ đông TCH; dự án công ty mẹ mang về đủ 100%.

4 Dự án: ~9,3 nghìn tỷ doanh thu đã bán chưa ghi nhận, đủ cho 4–6 quý; hai quỹ đất mới 3.000 tỷ là nguồn cho sau 2028

Dự án	Pháp nhân	Khoản mục BCĐKT	Số dư 30/09/2026	Khách đã trả	Ghi nhận
Hoàng Huy New City II (Thủy Nguyên)	CRV	Chi phí SXKD dở dang	7.390	3.138	đang bàn giao từ 7/2026
Hoàng Huy Green River	Công ty mẹ	Dở dang + thành phẩm	2.558 + 760	1.838	River Park đã giao; 2 phân khu còn lại NĐ26
Commerce – tòa H2 (Rose Residence)	Công ty mẹ	Chi phí SXKD dở dang	556	618	chưa có mốc bàn giao công bố

Dự án	Pháp nhân	Khoản mục BCĐKT	Số dư 30/09/2026	Khách đã trả	Ghi nhận
Commerce – tòa H1	Công ty mẹ	Thành phẩm BĐS	299	–	bán hàng tồn
150 Tô Hiệu (~998 căn hộ)	Công ty mẹ	Chi phí SXKD dở dang	1.678	–	giao đất 12/08/2026; chuẩn bị thi công
Lô I.14/CTHH-01 (Bắc sông Cấm)	CTCP Nhà Đại Lộc (gián tiếp)	Chi phí SXKD dở dang	1.329	–	trúng đấu giá 05/2026 (1.300 tỷ); dự kiến 2028+
Tồn kho BĐS			**14.631**	**5.600**	

Nguồn: thuyết minh hàng tồn kho và người mua trả trước, BCTC hợp nhất và BCTC riêng 6T NĐ26 của TCH; BCTC Q3/2026 của CRV; công bố của TCH; AAS tổng hợp.

Ước tính doanh thu đã bán, chưa ghi nhận	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Căn cứ
Tỷ lệ tiền đã thu / DT khi bàn giao	70%	60%	50%	New City II Q3/2026: tiền cọc giảm 1.042 tỷ cho 1.744 tỷ DT (60%)
New City II (CRV)	4.483	5.230	6.276	3.138 tỷ khách đã trả ÷ tỷ lệ
Green River + Commerce H2 (công ty mẹ)	3.510	4.095	4.914	2.457 tỷ khách đã trả ÷ tỷ lệ
Tổng	**7.993**	**9.325**	**11.190**	

Nguồn: AAS tính. Doanh thu chưa ghi nhận không được công bố; AAS ước từ tiền khách đã trả.

- **Tiền cọc là chỉ báo dẫn tốt nhất:** số dư người mua trả trước giải thích được doanh thu 4 quý tới tốt hơn hẳn doanh thu 4 quý qua. Số dư 30/09/2026 5.600 tỷ hàm ý DT 4 quý tới ~7.293–8.879 tỷ.
- **New City II mới đi được phần đầu:** dự án ~49 ha, 1.185 căn thấp tầng (cùng chung cư, nhà ở xã hội); đến 04/2026 đã nhận cọc 665 căn, ký hợp đồng 595 căn (tài liệu ĐHĐCĐ của HHS). Phần chưa bán là nguồn lợi nhuận NĐ27–NĐ28.
- **Đất mới làm giảm tiền nhưng không cần vay:** 150 Tô Hiệu và lô I.14 đã ghi 3.007 tỷ vào dở dang; tổng vốn đầu tư dự kiến 3.179 tỷ (150 Tô Hiệu) và ~6.220 tỷ (lô I.14). Hai dự án chưa đóng góp doanh thu trước 2028.

5 Sức khỏe tài chính: không vay nợ, còn 3.239 tỷ tiền và tiền gửi; dòng tiền kinh doanh 6T âm 3.079 tỷ vì mua đất và xây New City II

Tỷ đồng	Q1/NĐ25	Q2/NĐ25	Q3/NĐ25	Q4/NĐ25	Q1/NĐ26	Q2/NĐ26
LCTT kinh doanh	−489	2.048	959	−488	−1.596	−1.483
trong đó: tăng tồn kho	−380	−491	−924	−1.210	−2.077	−1.577
trong đó: tăng phải trả (gồm tiền cọc)	93	2.750	2.114	990	286	−979
Tiền + tiền gửi cuối kỳ	**2.287**	**6.084**	**6.872**	**5.866**	**4.582**	**3.239**
Người mua trả trước	444	3.086	5.350	6.125	6.492	5.600
Hàng tồn kho	8.891	9.372	10.409	11.608	13.684	15.261
Vay nợ	591	591	390	0	0	0
Vốn chủ thuộc mẹ	9.241	11.380	11.432	11.496	11.621	12.159

Nguồn: BCTC hợp nhất TCH (kho AAS); AAS tính.

- **Tiền đi đâu:** 6T NĐ26 tồn kho tăng 3.653 tỷ (đất 150 Tô Hiệu, lô I.14 ~3.000 tỷ, chi phí xây New City II, Green River); tiền + tiền gửi giảm từ 5.866 xuống 3.239 tỷ.

- **Chất lượng lợi nhuận:** lãi Q2/NĐ26 đến từ bàn giao thật (tiền cọc giảm, giá vốn ghi tương ứng), không có lãi bán dự án, lãi mua rẻ hay hoàn nhập. Doanh thu tài chính 175 tỷ/6T là lãi tiền gửi và sẽ giảm khi tiền được dùng cho dự án.
- **Rủi ro thanh khoản thấp nhưng biên an toàn mỏng dần:** để xây 150 Tô Hiệu (3.179 tỷ) và lô I.14 (~6.220 tỷ) trong 2027–2029, TCH sẽ cần tiền bán hàng mới, vay dự án hoặc tăng vốn; AAS chưa đưa đợt tăng vốn nào vào định giá.
- **Cổ tức:** kế hoạch 10% cho NĐ26 (~1.003 tỷ nếu trả tiền mặt). Hai năm gần đây TCH trả bằng cổ phiếu (5%, thưởng 10%).

6 Dự báo: LNST mẹ NĐ26F 1.528 tỷ (1.262–2.098), nửa sau năm tài chính vẫn dựa vào New City II; NĐ27F 1.750 tỷ

Tóm tắt: LNST mẹ Q3/NĐ26F (10–12/2026) **415 tỷ** (thận trọng 273 – tích cực 671), so cùng kỳ 52 tỷ; Q4/NĐ26F (1–3/2027) **450 tỷ**. Cả NĐ26F **1.528 tỷ**, LNST hợp nhất cơ sở 2.117 tỷ so với kế hoạch 2.000 tỷ. EPS NĐ26F 1.522 đ, P/E dự phóng 8,9x.

Tỷ đồng	Q3/NĐ26F thận trọng	Q3/NĐ26F cơ sở	Q3/NĐ26F tích cực	Q4/NĐ26F thận trọng	Q4/NĐ26F cơ sở	Q4/NĐ26F tích cực
DT thuần	1.080	1.580	2.180	1.280	1.780	2.480
trong đó BĐS	900	1.400	2.000	1.100	1.600	2.300
LN gộp	446	746	1.106	536	848	1.267
Chi phí bán hàng	−45	−66	−91	−53	−74	−103
Chi phí QLDN	−22	−22	−22	−22	−22	−22
DT tài chính	41	48	54	41	48	54
LNTT	419	705	1.047	502	798	1.195
Thuế TNDN	−84	−141	−209	−100	−160	−239
LNST	335	564	837	401	639	956
Lợi ích thiểu số	−62	−110	−166	−76	−126	−191
LNST cổ đông mẹ	**273**	**454**	**671**	**325**	**513**	**764**
LNST mẹ dự báo AAS		**415**			**450**	

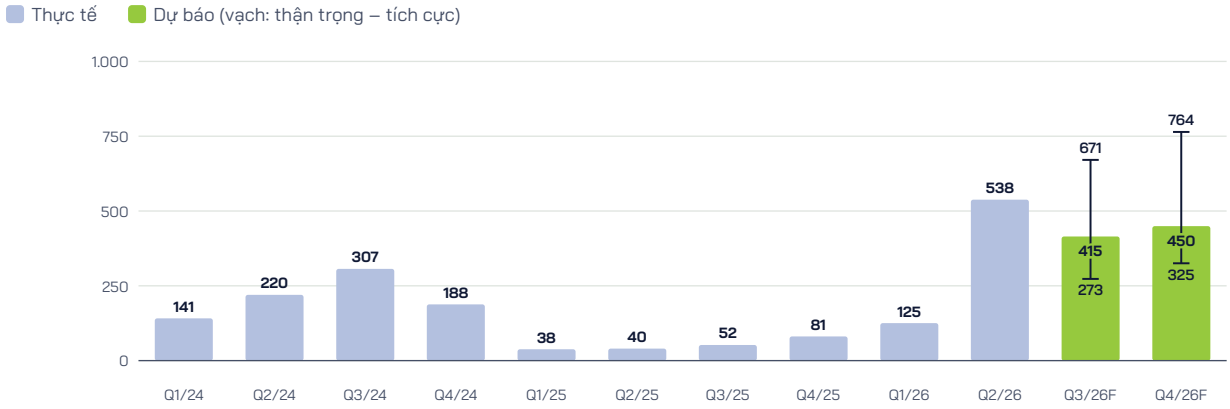
Nguồn: AAS dự báo. Q3/NĐ26F = 10–12/2026; Q4/NĐ26F = 1–3/2027. Dòng in đậm cuối là số dự báo chính của AAS.

Tỷ đồng	NĐ25	6T NĐ26	NĐ26F thận trọng	NĐ26F cơ sở	NĐ26F tích cực	NĐ27F thận trọng	NĐ27F cơ sở	NĐ27F tích cực
DT thuần	1.447	2.409	4.769	5.769	7.069	4.220	6.220	8.220
LN gộp	348	1.097	2.079	2.690	3.469	1.640	2.770	3.950
LNTT	353	1.129	2.050	2.633	3.371	1.519	2.588	3.706
LNST	259	914	1.651	2.117	2.707	1.215	2.070	2.965
LNST cổ đông mẹ	**211**	**663**	**1.262**	**1.630**	**2.098**	**1.037**	**1.750**	**2.497**
LNST mẹ dự báo AAS				**1.528**			**1.750**	
Kế hoạch LNST TCH (DT 5.000)				2.000				

Nguồn: BCTC hợp nhất TCH; kế hoạch ĐHĐCĐ 2026; AAS dự báo.

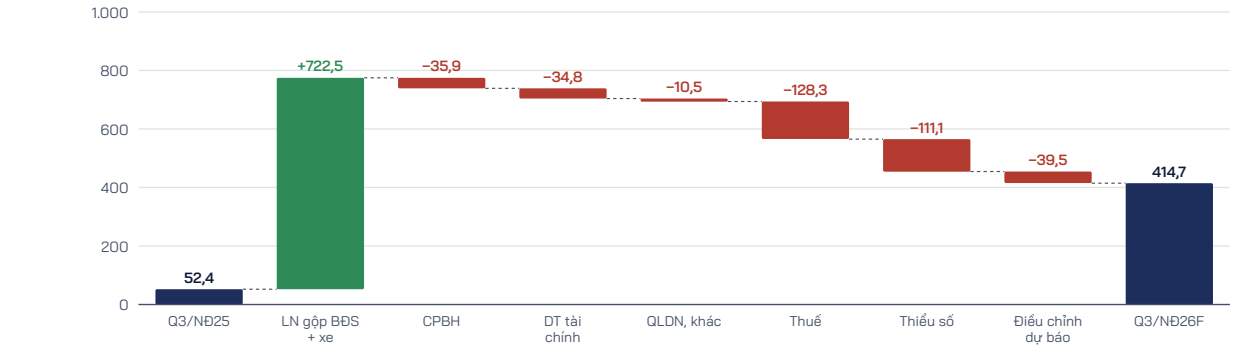
LNST mẹ theo quý: thực tế và dự báo

Tỷ đồng



Cầu nối LNST mẹ: Q3/NĐ25 (10–12/2025) → Q3/NĐ26F (10–12/2026)

Tỷ đồng



Nguồn: AAS tính.

- **Biến số quyết định là tốc độ bàn giao New City II**, không phải giá bán: mỗi 500 tỷ DT BĐS dịch chuyển giữa NĐ26 và NĐ27 làm LNST mẹ NĐ26 đổi ~146 tỷ nhưng gần như không đổi giá trị dự án.
- **Biên gộp:** mỗi 2,5 điểm % biên New City II ≈ 30 tỷ LNST mẹ NĐ26F.
- **NĐ27F 1.750 tỷ (1.037–2.497):** phần còn lại New City II, Green River và Commerce H2; chưa có 150 Tô Hiệu, lô I.14. Lãi tiền gửi giảm dần khi tiền dùng cho dự án mới.

7 Định giá: giá trị hợp lý 17,0 nghìn đ/cp (RNAV cơ sở, +26%); thị giá thấp hơn 24% so với tổng các phần tính theo giá CRV

Chỉ số (06/11/2026)	Hiện tại	Trung vị từ 2017	Trung vị 3 năm	Phân vị hiện tại	z (3 năm)
P/B (vốn chủ thuộc mẹ 30/09/2026)	1,11x	1,29x	1,23x	36%	−0,40
P/E 4 quý gần nhất	17,0x	17,8x	20,5x	96%	1,36
P/E NĐ26F	8,9x				
Vốn hóa (tỷ đ)	13.545				
Giá trị sổ sách/cp (đ)	12.119				

Nguồn: AAS tính; vốn hóa = giá × 1.003,3 triệu cp; P/B dùng vốn chủ thuộc cổ đông mẹ; chuỗi lịch sử lấy BCTC sau 45 ngày.

RNAV (tỷ đồng)	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
Vốn chủ thuộc mẹ 30/09/2026	12.159	12.159	12.159

RNAV (tỷ đồng)	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
+ Lãi chưa ghi nhận trên phần đã bán (sau thuế, phần TCH, chiết khấu 1 năm)	2.081	2.492	3.044
+ Lãi trên tồn kho chưa bán (sau thuế, ~80% phần TCH, chiết khấu)	1.044	2.639	4.080
– Chi phí quản lý 5 năm (hiện giá)	–236	–253	–266
= RNAV	**15.048**	**17.036**	**19.017**
RNAV/cp (nghìn đ)	**15,0**	**17,0**	**19,0**
Giả định: biên phần chưa bán; số năm; chiết khấu	25%; 4 năm; 16%	40%; 3 năm; 13%	50%; 2,5 năm; 11%

Nguồn: AAS tính từ thuyết minh hàng tồn kho, người mua trả trước 30/09/2026.

Đối chiếu theo giá thị trường CRV	Giá trị (tỷ đ)	Ghi chú
Phần lợi ích TCH tại CRV (70,5% × vốn hóa CRV)	10.391	CRV 21,45 nghìn đ; P/B CRV 1,78x
+ Tài sản thuần còn lại thuộc mẹ (sổ sách)	6.313	vốn chủ mẹ – phần TCH trong vốn chủ CRV
+ Lãi chưa ghi nhận dự án công ty mẹ (hiện giá)	1.230	Green River, Commerce H2
= Tổng các phần	**17.934**	**17,9 nghìn đ/cp**
Vốn hóa TCH	13.545	chiết khấu 24% so với tổng các phần

Nguồn: kho AAS (giá CRV 06/11/2026, BCTC Q3/2026 của CRV, TCH); AAS tính.

- **Vì sao dùng RNAV, không dùng P/E:** lợi nhuận TCH đi theo nhịp bàn giao (NĐ25 211 tỷ, NĐ26F 1.528 tỷ), nên P/E 4 quý 17x hay P/E dự phóng 8,9x không đo được giá trị. Giá trị nằm ở dự án: phần đã bán chưa ghi nhận và quỹ đất chưa bán.
- **Giá trị hợp lý 17,0 nghìn đ/cp** = RNAV cơ sở (dải 15,0–19,0). Đối chiếu bằng giá CRV ra 17,9 nghìn đ; P/B trung vị lịch sử × giá trị sổ sách ra 15,7 nghìn đ. Ba cách cách nhau không quá 15%.
- **Thị trường đang trả cho TCH ít hơn phần CRV:** phần lợi ích tại CRV theo giá sàn (10.391 tỷ) đã bằng 77% vốn hóa TCH; nhà đầu tư nhận gần như không mất tiền phần Green River, Commerce, 150 Tô Hiệu và tiền mặt. Mức chiết khấu holding 20–30% là phổ biến, nên đây là điểm cộng chứ không phải định giá sai rõ ràng.

Vùng giá → hành động

Giá (nghìn đ)	P/B tương ứng	Hành động
≤ 12,8	≤ 1,06x (phân vị 25%)	Mua mạnh hơn: dưới RNAV thận trọng, P/B thuộc 1/4 thấp nhất lịch sử
12,8 – 15,7	1,06–1,29x	Tích lũy từng phần theo mốc bàn giao (giá hiện tại nằm ở đây)
15,7 – 18,0	1,29–1,49x	Nắm giữ; giá trị hợp lý 17,0 nằm trong vùng
18,0 – 20,9	1,49–1,73x	Giảm tỷ trọng dần: vượt RNAV cơ sở
> 20,9	> 1,73x (phân vị 90%)	Chốt lời: P/B này lịch sử cho lợi suất 250 phiên âm

Nguồn: AAS tính trên giá trị sổ sách 12.119 đ/cp và phân vị P/B từ 2017.

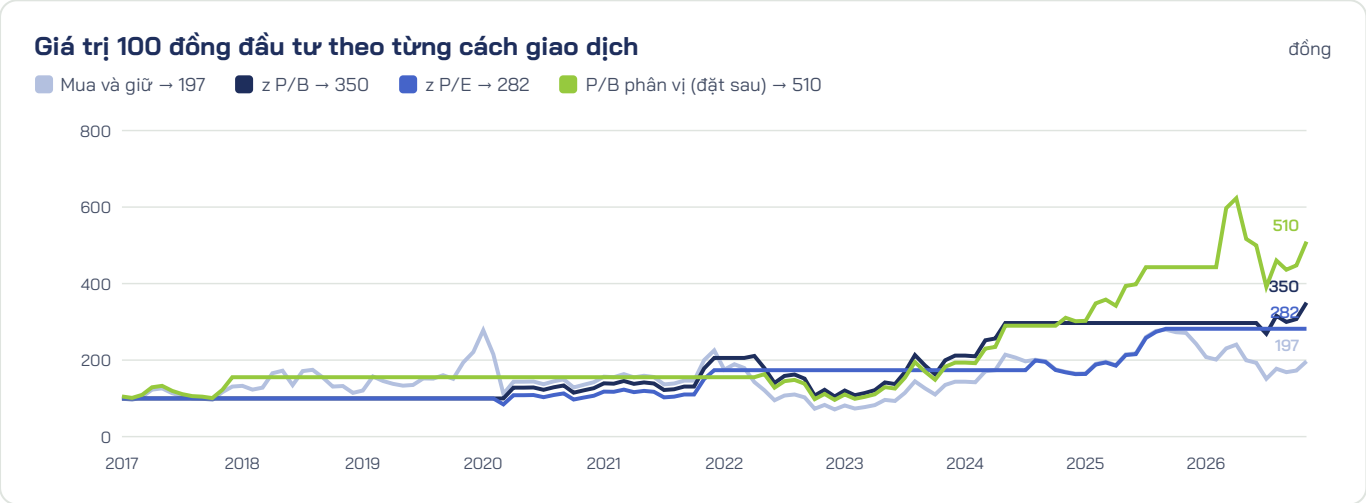
8 Giao dịch: P/B dưới trung vị cho phép tích lũy từng phần; quy tắc z P/B lịch sử thắng mua và giữ nhưng ít lệnh

- **z-score là gì:** z đo P/B hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn. z ≤ –1 là rẻ bất thường so với chính TCH. Hiện z P/B –0,40: rẻ hơn trung bình nhưng chưa tới vùng mua của quy tắc.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy lại từ 01/2017 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức; vốn chủ và lợi nhuận chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý); lệnh khớp ở phiên sau tín hiệu; mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.

- **Kết quả:** quy tắc z P/B cho +13,6%/năm so với mua và giữ +7,1%/năm, sụt giảm tối đa −64% so với −83%. Nhóm phiên z ≤ −1 có lợi suất 250 phiên tới bình quân +37% đến +52%; nhóm z > 1,5 bình quân −30%.
- **Hạn chế:** chỉ 3 lệnh trong gần 10 năm nên có thể do may rủi; quy tắc P/B phân vị cho kết quả tốt hơn nhưng ngưỡng đặt sau khi xem dữ liệu nên chỉ để tham khảo. Cổ phiếu từng giảm 83% từ đỉnh (2020–2022): biến động rất lớn.
- **Ý nghĩa hiện tại:** P/B ở phân vị 36% cho phép tích lũy dần; vùng mua mạnh theo lịch sử là dưới 12,8 nghìn đ.

Quy tắc (01/2017–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh
Mua và giữ	197	+7,1%	−83%	1
z P/B ≤ −1 mua, ≥ +1 bán (đặt trước)	**350**	**+13,6%**	**−64%**	**3**
z P/E ≤ −1 mua, ≥ +1 bán (đặt trước)	282	+11,1%	−32%	2
P/B ≤ phân vị 25% mua, ≥ 75% bán (đặt sau khi xem phân vị)	510	+18,0%	−58%	4

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 06/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh gồm cổ tức, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

z P/B (3 năm)	Số phiên	Lợi suất 60 phiên TB	120 phiên	250 phiên	Tỷ lệ phiên 250 dương
≤ −1,5	266	+1%	+13%	+52%	74%
−1,5 đến −1,0	202	+29%	+30%	+37%	43%
−1,0 đến −0,5	149	+11%	+21%	+28%	45%
−0,5 đến 0,0	299	+0%	+12%	+16%	58%
0,0 đến 0,5	450	+3%	+7%	+15%	68%
0,5 đến 1,0	361	+6%	+11%	+9%	58%
1,0 đến 1,5	179	+5%	−5%	−3%	33%
> 1,5	297	−11%	−22%	−30%	7%

Nguồn: AAS tính, 01/2017–11/2026; lợi suất kỳ hạn tới trên giá điều chỉnh.

Yếu tố hỗ trợ

- **Tiền cọc 5.600 tỷ** bảo chứng doanh thu 4–6 quý tới.
- **Không vay nợ**, chi phí vốn thấp, không áp lực đáo hạn.
- **Định giá:** P/B 1,11x, dưới trung vị lịch sử; phần CRV theo giá sàn ≈ 77% vốn hóa.
- **Quỹ đất mới** nội thành Hải Phòng (150 Tô Hiệu, lô I.14) nối dài chu kỳ sau 2028.

Rủi ro

- **Bàn giao chậm** (hạ tầng, sổ hồng) dời lợi nhuận sang NĐ27.
- **Thị trường BĐS Hải Phòng:** nguồn cung Thủy Nguyên lớn, giá bán thấp tầng có thể chững.
- **Nhu cầu vốn 2027–2029** cho hai dự án mới (~9.400 tỷ tổng đầu tư) có thể dẫn tới tăng vốn hoặc vay.
- **Cấu trúc sở hữu chéo** TCH–HHS–CRV: giao dịch nội bộ, chia lợi ích giữa ba mã niêm yết.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH TCH

- **Điểm vào:** tích lũy từng phần trong vùng 12,8–15,7 nghìn đ, chia 3 phần: phần 1 hiện tại, phần 2 khi BCTC Q3/NĐ26 (cuối 01/2027) xác nhận bàn giao New City II tiếp tục ≥ 1.000 tỷ DT BĐS/quý, phần 3 nếu giá về ≤ 12,8.
- **Mục tiêu:** 17,0 nghìn đ (RNAV cơ sở); giảm tỷ trọng trên 18,0, chốt lời trên 20,9.
- **Hạ khuyến nghị nếu:** tiền cọc giảm mà DT không tăng tương ứng (chậm bàn giao), tiền + tiền gửi xuống dưới ~1.500 tỷ mà chưa có nguồn vốn cho 150 Tô Hiệu/lô I.14, hoặc có đợt phát hành giá thấp hơn giá trị sổ sách.
- **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/NĐ26 (01/2027): DT BĐS, số dư người mua trả trước, tồn kho New City II; tiến độ hai phân khu Green River; kế hoạch vốn cho 150 Tô Hiệu, lô I.14 ở ĐHĐCĐ 2027.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 07/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.