



BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG TỈNH THÀNH PHÍA NAM SÔNG HỒNG

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG PHÍA NAM SÔNG HỒNG

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

- Trong hơn 1 thập kỉ vừa qua, phần lớn làn sóng đầu tư FDI, phát triển các KCN & hạ tầng, tiện ích tại Miền Bắc tập trung tại: (1) Tam giác kinh tế (TGKT) Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh (bao gồm Hưng Yên & Hải Dương), (2) Các địa phương lân cận phía Bắc TGKT như Bắc Ninh, Bắc Giang, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên. **Các tỉnh thành trên hợp thành Vùng kinh tế trọng điểm Bắc Bộ.**



Vị trí gần Trung Quốc, kết nối tốt với các trung tâm sản xuất điện tử, công nghệ cao như Thâm Quyển, Quảng Châu. Do đó, các địa phương trên được các doanh nghiệp ưu tiên lựa chọn trong giai đoạn đầu của xu hướng dịch chuyển một phần dây chuyền sản xuất từ Trung Quốc, trong khi vẫn duy trì khả năng cung ứng tốt các linh kiện, thiết bị đầu vào chưa thể đáp ứng bởi các nhà cung ứng có cơ sở tại Việt Nam.



Sân bay Nội Bài tạo lợi thế lớn để thu hút đầu tư thuộc các nhóm ngành điện tử, công nghệ – có giá trị gia tăng cao và thúc đẩy mạnh hơn đến mặt bằng thu nhập người lao động.

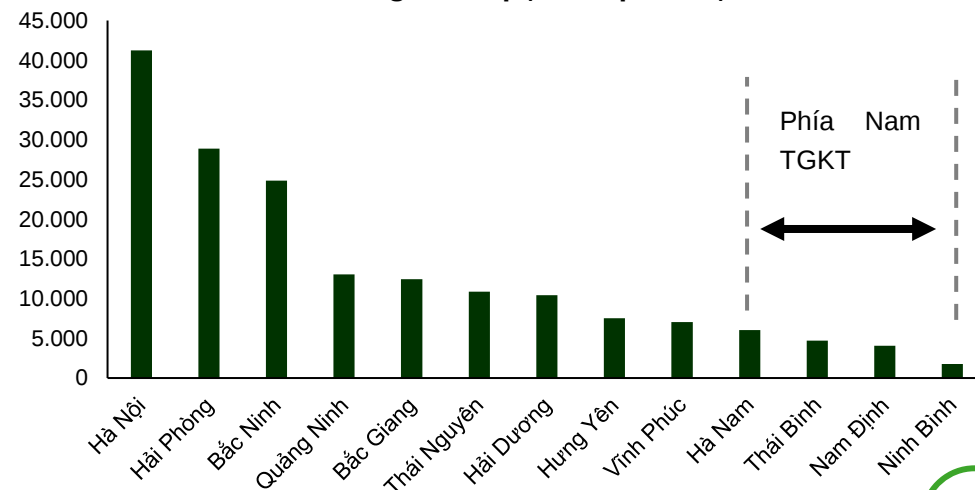


Hạ tầng giao thông (đặc biệt các tuyến cao tốc) kết nối liên tỉnh, đến các cửa khẩu/ hạ tầng logistics quan trọng (cụm cảng Hải Phòng, sân bay Nội Bài) được đầu tư bài bản, đầy đủ hơn.

Mang đến những động lực lớn cho thị trường BĐS và mặt bằng giá đất tại các địa phương trên:

- Sự cải thiện mạnh của **mặt bằng thu nhập & mức độ đô thị hóa**.
- Giảm bớt tiến trình di dân cơ học** đến các trung tâm kinh tế khi cơ hội việc làm và tiện ích sống tại địa phương được cải thiện, và thậm chí đón nhận thêm lượng lao động nhập cư từ các tỉnh thành khác.
- Thu hút nhiều chủ đầu tư BĐS lớn** đến tìm kiếm cơ hội và phát triển dự án.

Tổng vốn FDI lũy kế (còn hiệu lực) tại các địa phương đồng bằng Bắc Bộ (đv: triệu USD)



Trong khi đó, các tỉnh thành phía Nam châu thổ Sông Hồng (Hà Nam, Nam Định, Thái Bình, Ninh Bình) chậm chân hơn trong làn sóng thu hút đầu tư.

Hệ quả:

- Mật bằng thu nhập bình quân thấp. Nền kinh tế địa phương vẫn phụ thuộc nhiều vào nông nghiệp, các lĩnh vực có giá trị thấp.
- Nguồn lực ngân sách địa phương yếu, do đó hạn chế năng lực triển khai đầu tư các dự án hạ tầng đô thị, tiện ích trên địa bàn.
- Thiếu vắng sự tham gia của các doanh nghiệp phát triển BĐS tên tuổi. Thị trường BĐS phát triển theo hướng manh mún, nặng về hình thức phân lô bán nền.



Tuy vậy, xu hướng trên dần được cải thiện trong vài năm đây, và **ghi nhận điểm sáng nhất định tại 2 tỉnh thành**:



Hà Nam

Tỉnh công nghiệp mới nổi

Vị trí gần Hà Nội.

Kết nối tốt với khu vực công nghiệp phía Bắc thông qua tuyến cao tốc Pháp Vân – Cầu Giẽ.



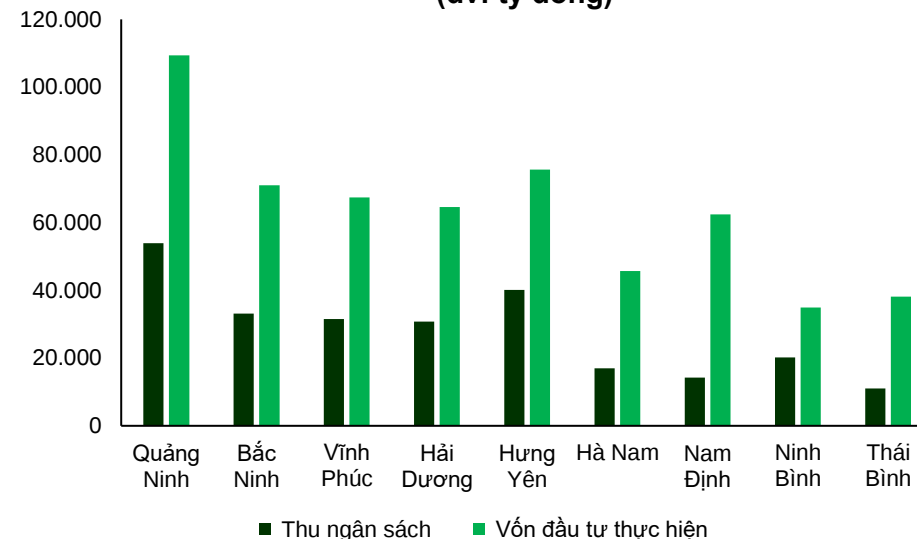
Ninh Bình

Phát triển du lịch, dịch vụ

Lợi thế về thắng cảnh thiên nhiên.

Chất lượng quy hoạch tốt.

Thu ngân sách & Vốn đầu tư xã hội thực hiện năm 2024 (đv: tỷ đồng)



- VCBS cho rằng khi các địa phương phía Bắc châu thổ Sông Hồng dần gặp những giới hạn nhất định về quỹ đất và mặt bằng chi phí, **các địa phương khu vực phía Nam có thể sẽ là điểm sáng thu hút đầu tư trong giai đoạn tới**, đặc biệt khi: (1) Những điểm yếu về quy hoạch và hạ tầng giao thông dần được cải thiện, (2) Các địa phương trên còn nhiều dư địa để phát triển các dự án KCN, KĐT mới:



Lao động

Mặt bằng lương lao động thấp hơn tương đối.

Dư địa dịch chuyển cơ cấu dân số từ nông nghiệp truyền thống sang các ngành công nghiệp – dịch vụ.



Quỹ đất

Quỹ đất cho phát triển các KCN, KĐT mới còn khá dồi dào, bao gồm cả quỹ đất dọc các tuyến cao tốc, quốc lộ hiện hữu (khác với các tỉnh thành khu vực phía Bắc).

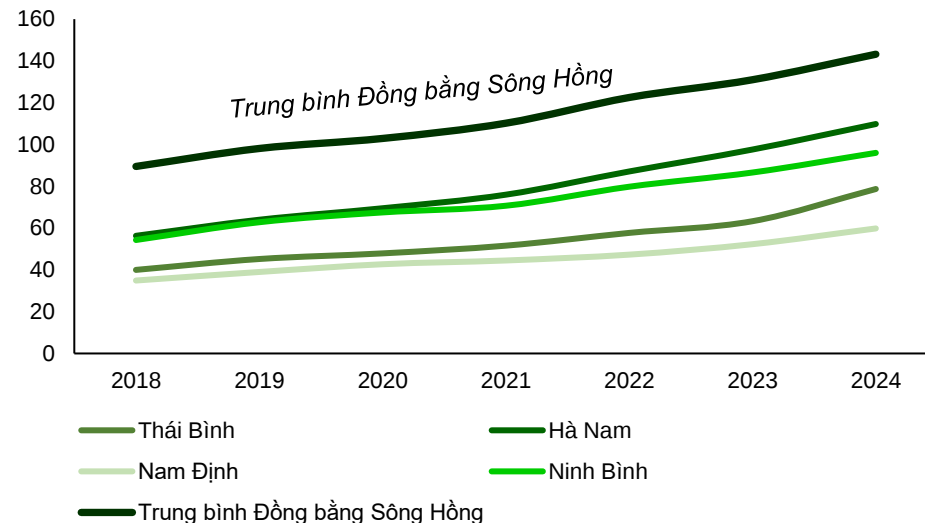
Giá thuê đất/ đơn giá tiền sử dụng đất còn thấp.



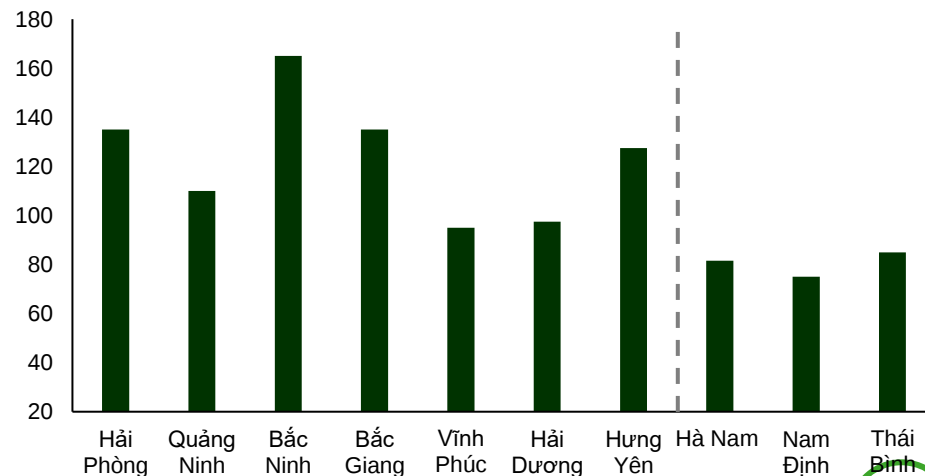
Chính sách

Tương đối dễ dàng hơn trong hoạt động cấp phép khi chính quyền địa phương có nhiều động lực thu hút dự án đầu tư để gia tăng nguồn lực ngân sách và cải thiện cơ hội việc làm & bộ mặt hạ tầng, đô thị trên tại địa bàn.

Thu nhập bình quân đầu người tại các địa phương (đv: triệu đồng/ năm)



Mặt bằng giá thuê đất KCN phổ biến (đv: USD/ m2)





Định hướng quy hoạch vùng

Quyết định 368/QĐ-TTg phê duyệt **quy hoạch vùng Đồng bằng sông Hồng** thời kì 2021 – 2030 (tầm nhìn đến 2050), theo đó chia thành 2 tiểu vùng với định hướng phát triển khác nhau:

- **Tiểu vùng phía Bắc Sông Hồng:** Tập trung thu hút đầu tư & phát triển: (1) Các ngành công nghệ cao, công nghiệp chế biến có giá trị gia tăng cao, (2) Lĩnh vực dịch vụ. Trong đó, Bắc Ninh định hướng lên thành phố trực thuộc Trung Ương và trở thành đô thị hạt nhân mới.
- Trong khi đó, sẽ **dồn sức phát triển công nghiệp quy mô lớn, phục vụ chuyển dịch cơ cấu kinh tế tại tiểu vùng phía Nam** (Hà Nam, Nam Định, Thái Bình, Ninh Bình).



Tiểu vùng Nam Sông Hồng



Chuyển biến về hạ tầng kết nối

Triển khai & quy hoạch phát triển mới một loạt dự án giao thông kết nối liên tỉnh và với các tỉnh thành công nghiệp phía Bắc sông Hồng: Cao tốc Hà Nam – Nam Định (CT.11), Tuyến đường bộ ven biển Quảng Ninh – Hải Phòng – Thái Bình – Nam Định – Ninh Bình,...

Hình thành **tuyến cao tốc theo trục Đông – Tây, kết nối chuỗi các tỉnh thành Nam Sông Hồng với cụm cảng Hải Phòng & cửa khẩu Móng Cái** (Cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng CT.08, kết hợp Cao tốc Hà Nam – Nam Định – Lạc Quần).

➔ **Kỳ vọng đem lại tác động tương tự như tuyến cao tốc Hà Nội – Hải Phòng – Móng Cái đối với các tỉnh thành phía Bắc châu thổ Sông Hồng.**

CT Bắc - Nam

CT Hà Nam – Nam Định – Lạc Quần



CT Hà Nội – Hải Phòng

CT Ninh Bình – Hải Phòng



Sân bay thứ 2 vùng Thủ đô

Quy hoạch chung Thủ đô Hà Nội (ban hành tháng 12.2024) chính thức lựa chọn xây dựng **sân bay thứ 2 vùng Thủ đô tại phía Nam - khu vực H. Ứng Hòa & Phú Xuyên:**

Trong quá khứ, sân bay Nội Bài cùng hạ tầng đường giao thông kết nối phát triển nổi sân bay là động lực quan trọng giúp các tỉnh thành lân cận (Bắc Ninh, Bắc Giang, Thái Nguyên, Vĩnh Phúc) **thu hút đầu tư các lĩnh vực điện tử, linh kiện có giá trị gia tăng cao.**

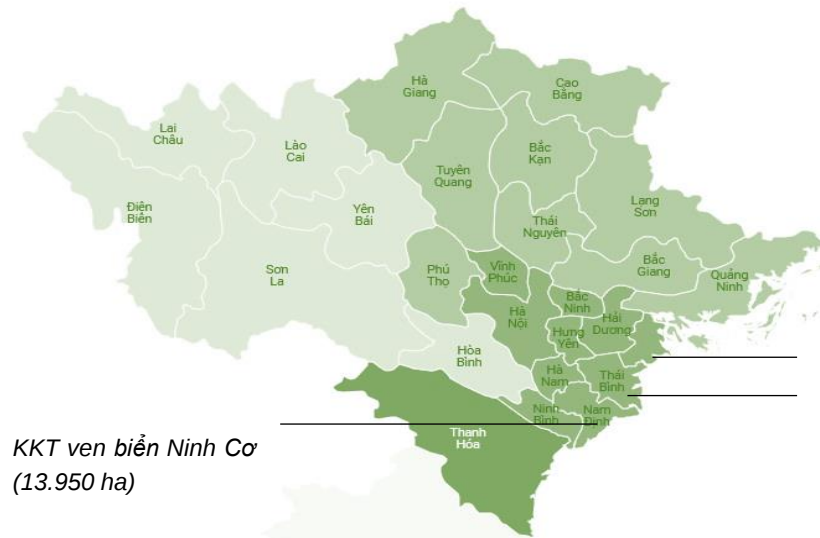
Mặc dù sân bay Ứng Hòa sẽ cần thêm nhiều năm để hoàn thiện và bắt đầu khai thác, **làn sóng quy hoạch các dự án và thu hút đầu tư để đón đầu** có thể bắt đầu được đẩy mạnh ngay trong vài năm tới.



Phát triển các KCN, KĐT quy mô lớn

Trong giai đoạn 5 năm tới, các địa phương phía Nam Sông Hồng đều có kế hoạch gia tăng mạnh quy mô công nghiệp với việc quy hoạch phát triển loạt dự án KCN mới. Trong đó, đặc biệt đẩy mạnh phát triển **các Khu kinh tế ven biển với cơ chế ưu đãi đặc thù và hệ thống chuỗi hạ tầng logistics thống nhất.**

Bắt đầu **tập trung phát triển các dự án KĐT bài bản, đầy đủ tiện ích** (thay vì hình thức manh mún, phân lô bán nền truyền thống) và đã thu hút được nhiều chủ đầu tư tên tuổi đến tìm kiếm cơ hội.



KKT ven biển Ninh Cơ
(13.950 ha)

KKT ven biển Nam Hải Phòng
(20.000 ha)

KKT ven biển Thái Bình
(30.600 ha)

VCBS kì vọng thị trường BĐS tại các tỉnh thành Nam Sông Hồng sẽ được **thúc đẩy đáng kể về lượng giao dịch và mặt bằng giá** trong các năm tới nhờ:

- Gia tăng mức độ đô thị hóa, mặt bằng thu nhập người dân và sự cải thiện về hạ tầng giao thông, tiện ích đô thị trên địa bàn.
- Thu hút dòng tiền đầu tư từ các địa bàn phía Bắc (đặc biệt Hà Nội), trong bối cảnh mặt bằng giá đất tại các địa phương trên đã ở mức cao và có thể không còn nhiều dư địa sinh lời.

Dự báo một số xu hướng nổi trội trong giai đoạn tới:



Gia tăng sự hiện diện của các chủ đầu tư lớn đến phát triển các dự án KĐT quy mô lớn, đầy đủ tiện ích & hạ tầng để tìm kiếm cơ hội và tận dụng lợi thế: (1) Quỹ đất còn nhiều với chi phí giá vốn chưa cao, (2) Quy trình pháp lý tương đối thuận lợi nhờ sự tạo điều kiện của chính quyền địa phương.

- Giúp chuyên nghiệp hóa hoạt động giao dịch, phát triển dự án BĐS trên địa bàn.
- Động lực lớn cho thị trường BĐS địa phương xét đến các chủ đầu tư/ đại lý tham gia dự án lớn thường tích cực trong hoạt động truyền thông, làm thị trường và thiết lập mặt bằng giá mới cho khu vực khi ra hàng.



Đối với các doanh nghiệp BĐS nhỏ tại địa phương

Trong ngắn hạn có thể được hưởng lợi đáng kể nhờ:

Sở hữu quỹ đất có sẵn với giá vốn thấp, qua đó có lợi thế lớn khi: (1) Thị trường khu vực thiết lập mặt bằng giá mới, (2) Ăn theo sự phát triển của hạ tầng và các dự án KĐT của chủ đầu tư lớn.

Trong giai đoạn chuyển tiếp, các doanh nghiệp có thể tận dụng lợi thế địa phương để xin, tích lũy dự án tại các vị trí đắc địa để đón đầu quy hoạch.

Về dài hạn, các doanh nghiệp **cần thay đổi để duy trì vị thế tại chính địa bàn truyền thống**

Chuyên nghiệp hóa hoạt động kinh doanh trong bối cảnh: (1) Hình thức dự án phân lô bán nền bị hạn chế mạnh trong môi trường pháp lý mới, và chịu sự cạnh tranh từ sản phẩm đất đấu giá nhà nước, (2) Việc phát triển dự án sẽ chủ yếu thông qua đấu giá, đấu thầu minh bạch.

Cải thiện năng lực tài chính, hoặc có phương án tài chính bền vững hơn khi đầu tư dự án xét đến việc chiếm dụng vốn từ khách hàng sẽ bị hạn chế bởi các Bộ Luật mới.

Trong vài năm tới, Hà Nam dự báo sẽ tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu khu vực Nam Sông Hồng trong thu hút đầu tư nhờ sở hữu các lợi thế vượt trội:



Đi trước về phát triển các KCN, thu hút đầu tư theo hướng hiện đại, do đó đã sở hữu sẵn hạ tầng logistics, chuỗi doanh nghiệp cung ứng tương đối bài bản và nguồn nhân lực chất lượng cao.



Hạ tầng giao thông phát triển, là điểm đầu mối trung chuyển giữa khu vực phía Nam với Hà Nội & các tỉnh lân cận. Ngoài ra, sau khi các dự án giao thông trong kế hoạch đầu tư trung hạn dần hoàn thiện, Hà Nam sẽ là một trong số ít địa phương là đầu mối kết nối theo cả chiều dọc (Cao tốc & đường sắt Bắc – Nam) và chiều ngang (chuỗi cao tốc kết nối liên tỉnh tới hệ thống cảng Hải Phòng và cửa khẩu Móng Cái).



Là địa phương có **vị thế hưởng lợi tốt nhất từ việc phát triển sân bay thứ 2 Hà Nội tại H. Ứng Hòa**.

Ngoài sự cải thiện của các hoạt động kinh tế & thu nhập của người dân trên địa bàn, thị trường BĐS Hà Nam được hỗ trợ nhờ **khả năng gia nhập vùng đô thị TP. Hà Nội**:



Vị trí gần Hà Nội, nằm trong phạm vi Vành đai 5 và có khả năng kết nối nhanh chóng với Thủ Đô thông qua cao tốc Pháp Vân – Cầu Giẽ - Ninh Bình, đường trục Bắc – Nam và đường sắt cao tốc Bắc Nam (tương lai).



Định hướng chuyển dịch một số cơ quan, hạ tầng từ TP. Hà Nội. Trong đó, bệnh viện Việt Đức & Bạch Mai cơ sở 2 đã thu được nhiều tín hiệu tích cực sau khi tái khởi động và dự kiến có thể bắt đầu đưa vào vận hành trong năm 2025.



Dễ dàng hơn trong việc thu hút: (1) Các chủ đầu tư BĐS lớn đến phát triển dự án (như Sun Group, Taseco Land,...), giúp thay đổi bộ mặt đô thị và thiết lập mặt bằng giá đất mới, (2) Dòng tiền đầu tư BĐS từ Hà Nội.

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG PHÍA NAM SÔNG HỒNG CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu **26.913**

Tiềm năng tăng giá +20,7%

DIỄN BIẾN GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (07/02/2025)	22.300
Biến động 1 năm	15.734 – 22.300
KLGD bình quân 52T	48.497
Vốn hóa (Tỷ đồng)	6.623
P/E	9,0x
P/B	1,62x

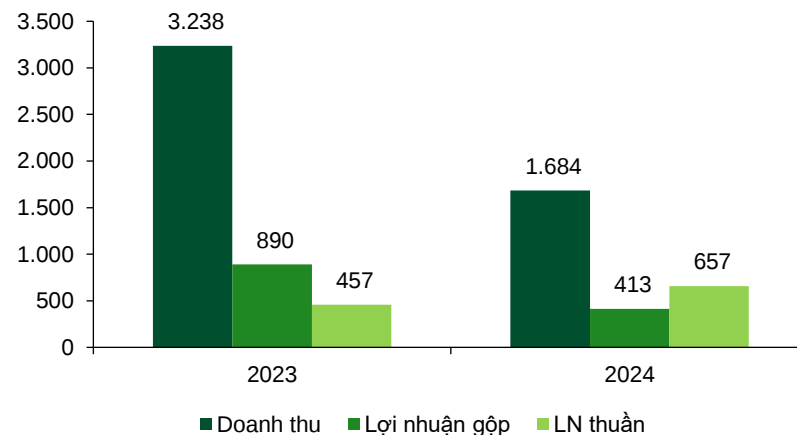
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Taseco Land (TAL) là một doanh nghiệp phát triển bất động sản uy tín, đã làm nên tên tuổi thông qua các dự án cao tầng tại khu Ngoại Giao Đoàn (Hà Nội) và chuỗi khách sạn Alarcate. Trong thời gian gần đây, TAL mở rộng mạnh địa bàn kinh doanh và quy mô dự án với việc tham gia đầu tư KĐT, KCN tại các tỉnh thành Phía Bắc như Thanh Hóa, Hà Nam, Thái Nguyên.

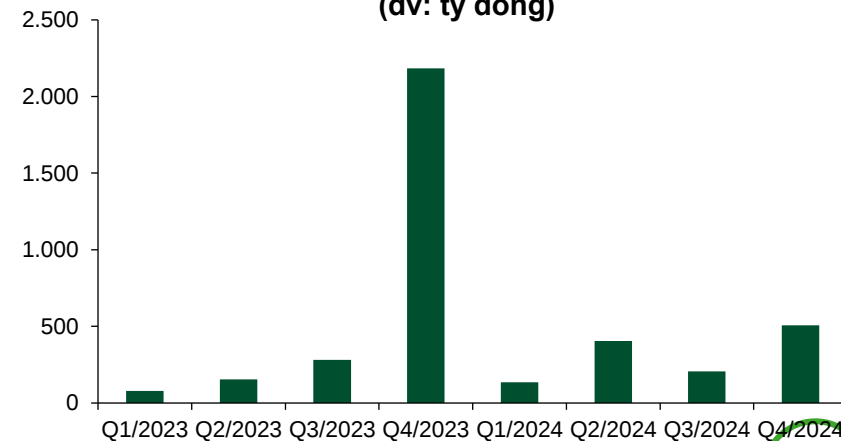
KQKD năm 2024:

- Doanh thu năm 2024 đạt 1.684 tỷ đồng, giảm 47,9% so với cùng kỳ** do năm 2023 là cao điểm ghi nhận doanh thu của TAL nhờ việc bàn giao dự án chung cư N01-T6 Ngoại Giao Đoàn. Trong khi đó, phần lớn doanh thu chuyển nhượng BĐS trong kỳ đến từ các dự án thấp tầng Central Riverside và Nghi Sơn Central Park (Thanh Hóa) – có quy mô doanh thu thấp hơn các dự án cao tầng.
- Lợi nhuận thuần đạt 657 tỷ đồng, tăng trưởng 43,9% yoy** nhờ: (1) Các dự án thấp tầng tại Thanh Hóa sở hữu biên lợi nhuận cao hơn so với dự án N01-T6 Ngoại Giao Đoàn, (2) Trong năm TAL đã hoàn tất chuyển nhượng dự án B2 CC4 và khối B3 CC2 – A (thuộc quần thể KĐT Starlake, Hà Nội), qua đó mang về 787 tỷ đồng doanh thu tài chính.

KQKD hợp nhất của TAL (đv: tỷ đồng)



Doanh thu chuyển nhượng BĐS của TAL (đv: tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

▼ Dự án KCN Taseco Đồng Văn (Hà Nam) bắt đầu đem về dòng tiền từ năm 2025:

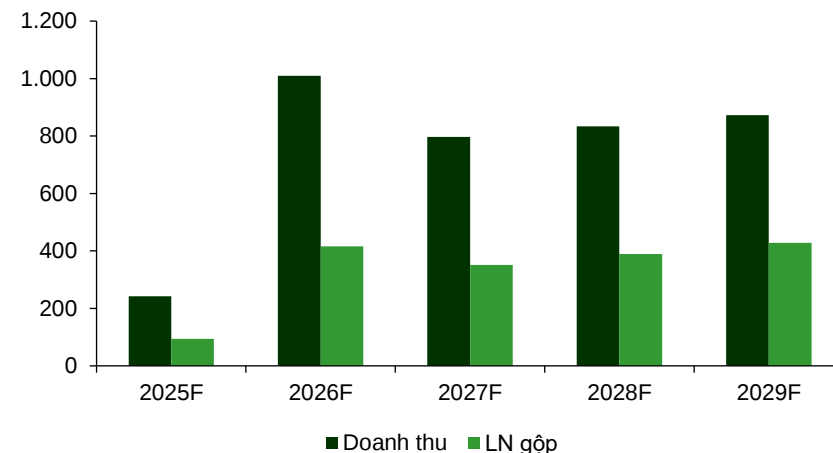
- Hiện đã hoàn thành GPMB cho phần lớn diện tích, cơ bản hoàn thành hồ sơ pháp lý và có tiến độ triển khai khá tích cực sau khi khởi công tại tháng 08.2024. Theo đó, dự án kì vọng có thể bắt đầu có mặt bằng sẵn sàng cho thuê ngay từ năm 2025.
- Mặc dù là dự án KCN đầu tay của TAL, KCN Taseco Đồng Văn thể hiện hiệu quả thu hút đầu tư khá tốt và đã có khách hàng đặt chỗ đối với khoảng hơn 30 ha. Với diện tích thương phẩm 170 ha và giá thuê kì vọng trên 100 USD/ m2, VCBS dự báo dự án sẽ đem về dòng tiền cho thuê khoảng 800 tỷ đồng/ năm sau khi đưa vào kinh doanh

Việc kinh doanh thành công KCN Taseco Đồng Văn sẽ là yếu tố quan trọng để TAL xây dựng thương hiệu và vị thế tại thị trường Hà Nam, **tạo hiệu ứng thuận lợi để bắt đầu triển khai dự án KĐT mới TX. Duy Tiên (nằm kế bên KCN Taseco) với quy mô 115 ha** – dự án KĐT tích hợp quy mô lớn đầu tiên của TAL và kì vọng sẽ nâng tầm mạnh mẽ doanh nghiệp nếu được triển khai thành công.

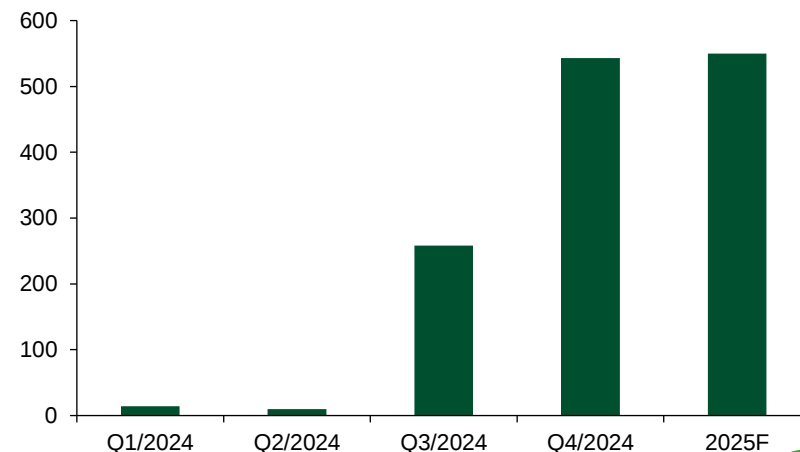
▼ Tiếp tục chuyển nhượng lô đất tại KĐT Starlake (Hà Nội):

- Sau khi hoàn thành chuyển nhượng lô đất B3 CC2 – A Starlake (khối văn phòng) cho Mapple Tree. TAL hiện đang tiếp tục tìm đối tác chuyển nhượng lô B3 CC2 – B (khối khách sạn) với lợi nhuận kì vọng trên 500 tỷ đồng.
- Xét đến thành công của các giao dịch trước đó và việc khu vực Tây Hồ Tây đang thu hút dòng tiền tốt nhờ các dự án điểm nhấn và hoạt động di dời trụ sở các bộ ngành Trung ương, chúng tôi đánh giá TAL sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc hoàn tất thỏa thuận chuyển nhượng lô B3 CC2 – B.

KQKD ghi nhận từ KCN Taseco Đồng Văn (đv: tỷ đồng)



Doanh thu tài chính của TAL (đv: tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

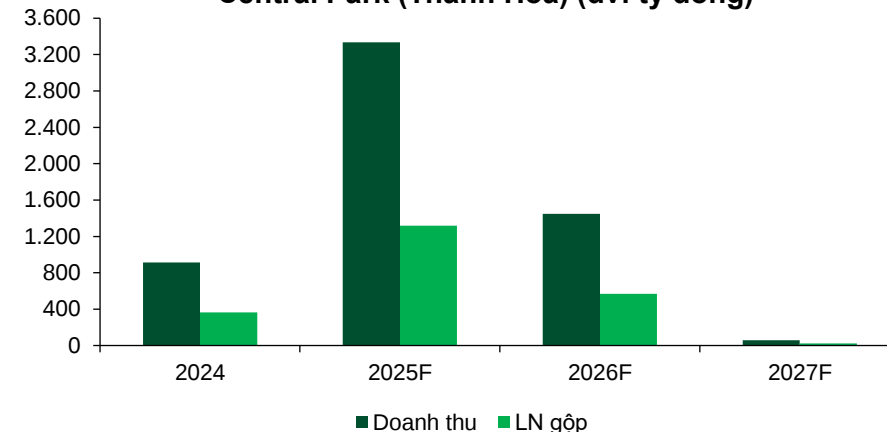
Ghi nhận KQKD tích cực từ các dự án tại Thanh Hóa:

- **KĐT Central Riverside (TP.Thanh Hóa):** dự án đã hoàn thành bán hàng đợt 1 với mức giá bán khá tốt (55 – 60 triệu đồng/ m2) và bắt đầu bàn giao từ nửa cuối năm 2024. Chúng tôi đánh giá mặt bằng giá sẽ tiếp tục tăng trong các đợt mở bán tiếp theo khi: (1) Tuyến đường đại lộ Nam Sông Mã gd2 thông xe từ 2025, (2) Tổ hợp chung cư Vinhomes Star City (đối diện dự án) dần hoàn thiện. Các sản phẩm còn lại tại Central Riverside dự kiến sẽ tiếp tục đóng góp khoảng hơn 3.000 tỷ đồng doanh thu cho TAL trong giai đoạn tới.
- **Nghi Sơn Central Park (Tĩnh Gia, Thanh Hóa):** TAL đã thực hiện mở bán dự án tại cuối năm 2024 và thu được thành công lớn khi phần lớn các sản phẩm đất nền đã được đặt chỗ. Dự án sẽ là nguồn đóng góp quan trọng đến KQKD của TAL trong năm 2025 khi doanh nghiệp tiến hành thu tiền theo tiến độ và bắt đầu bàn giao các sản phẩm.

Gia tăng mạnh danh mục dự án đầu tư:

- Bên cạnh các dự án tại Thanh Hóa và Hà Nam, TAL cũng thu được hiệu ứng tốt khi ra mắt dự án nhà phố Central Square Phố Yên (Thái Nguyên). Ngoài ra, trong năm 2025 TAL có kế hoạch bắt đầu khởi động các dự án cao tầng tại Hà Nội (thị trường truyền thống và là thế mạnh của TAL), bao gồm: Khu nhà ở Trung Văn (Q.Nam Từ Liêm) và dự án nhà ở cao tầng A3/CT2 Việt Hưng, Long Biên (được doanh nghiệp đấu giá khu đất thành công cuối năm 2024).
- Chúng tôi đánh giá chiến lược triển khai cuốn chiếu và hiệu quả dòng tiền tốt sẽ giúp TAL gia tăng mạnh quy mô đầu tư trong chu kỳ thị trường mới, trở thành một trong những chủ đầu tư BĐS tâm cỡ với danh mục dự án tập trung tại các tỉnh thành phát triển mới nổi tại Miền Bắc.

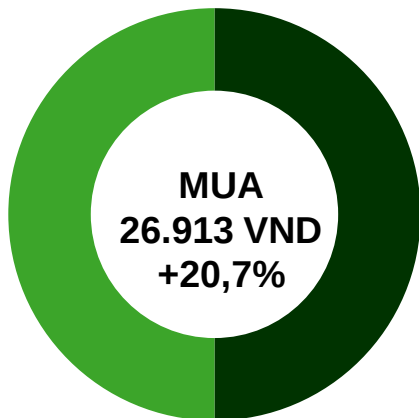
KQKD ghi nhận từ dự án Central Riverside & Nghi Sơn Central Park (Thanh Hóa) (đv: tỷ đồng)



Một số dự án trọng điểm của TAL trong chu kỳ đầu tư 2025 - 2028

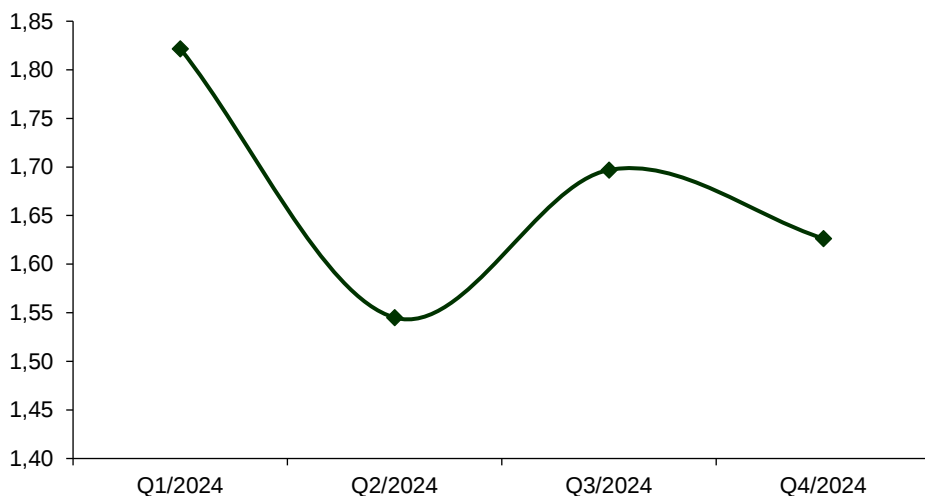
Dự án	Tổng diện tích (m2)	Tiến độ
KĐT Central Riverside	156.000	Đang bán hàng
Nghi Sơn Central Park	149.000	Đang bán hàng
Central Square Phố Yên	21.000	Đang bán hàng
KCN Taseco Đồng Văn	2.230.000	Triển khai hạ tầng
Khu nhà ở Trung Văn	38.500	Chấp thuận CTĐT
Chung cư Taseco Long Biên	15.000	Trúng đấu giá 2024
KĐT mới TX.Duy Tiên	1.151.000	Đang GPMB và thực hiện QH 1/500

ĐỊNH GIÁ



■ RNAV ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu	1.684	4.211	3.569
+/- yoy (%)	-47,97%	149,99%	-15,23%
Lợi nhuận thuần	657	1.097	637
+/- yoy (%)	43,88%	66,97%	-42,00%
EPS (VND/cổ phiếu)	2.213	3.695	2.143

Một số giả định trong dự báo

- Hoàn tất giao dịch chuyển nhượng lô đất B3 CC2 – B Starlake trong năm 2025.
- Bắt đầu cho thuê KCN Taseco Đồng Văn từ năm 2025.

Một số rủi ro

- Việc đầu tư một loạt dự án quy mô lớn có thể đặt áp lực nhất định đến tỷ lệ đòn bẩy nợ vay và chi phí tài chính của doanh nghiệp.
- Dự án KĐT mới TX. Duy Tiên (115 ha) có quy mô quá lớn so với khả năng hấp thụ của thị trường BĐS địa bàn Hà Nam.

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	29.244
Tiềm năng tăng giá	+28,8%

DIỄN BIẾN GIÁ



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (07/02/2025)	22.700
Biến động 1 năm	20.702 – 34.100
KLGD bình quân 52T	959.764
Vốn hóa (Tỷ đồng)	1.305
P/E	10,3x
P/B	1,03x

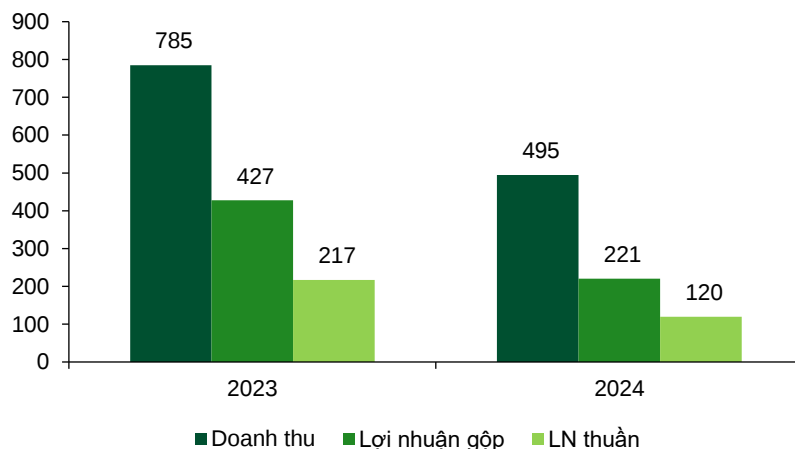
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Thành Đạt là một doanh nghiệp xây lắp có tên tuổi tại tỉnh Hà Nam và đã tham gia nhiều dự án hạ tầng quan trọng trên địa bàn. Từ năm 2019, DTD bắt đầu gia nhập lĩnh vực BĐS KCN với dự án KCN Đồng Văn III (Duy Tiên, Hà Nam) và tích cực tích lũy quỹ đất đô thị trên địa bàn. Ngoài ra, DTD sở hữu một số hạ tầng vận hành tạo dòng tiền như: khách sạn, cây xăng, cảng sông,...

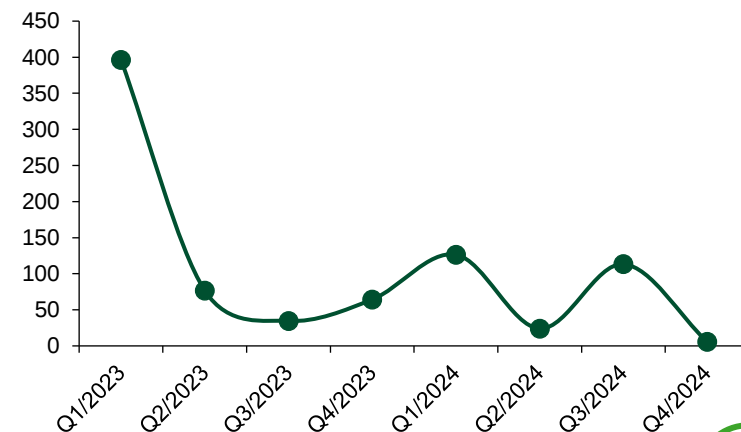
KQKD năm 2024:

- Doanh thu năm 2024 đạt 497 tỷ đồng (-37,0% yoy)**, chủ yếu đến từ sự suy giảm trong doanh thu cho thuê đất KCN do diện tích thương phẩm tại KCN Đồng Văn III không còn nhiều. Trong khi đó, các dự án BĐS dân cư (KDC Liêm Tuyền, KDC Văn Xá & Chợ Lương) vẫn chưa đưa vào kinh doanh và đóng góp doanh thu cho doanh nghiệp.
- Lợi nhuận thuần đạt 120 tỷ đồng, giảm 44,9% so với cùng kỳ** do (1) Thiếu hụt nguồn thu từ cho thuê đất KCN, (2) Chi phí tài chính gia tăng khi DTD đẩy mạnh huy động nợ vay tài chính để tài trợ các dự án KĐT và hạ tầng trên địa bàn. Tuy vậy, điểm tích cực là DTD không còn ghi nhận khoản lỗ phân bổ từ công ty liên kết (phần lớn đến từ CTCP Tân Cảng – Đồng Văn Hà Nam, vốn có hiệu quả hoạt động khá kém).

KQKD hợp nhất của DTD (đv: tỷ đồng)



Doanh thu cho thuê KCN của DTD (đv: tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

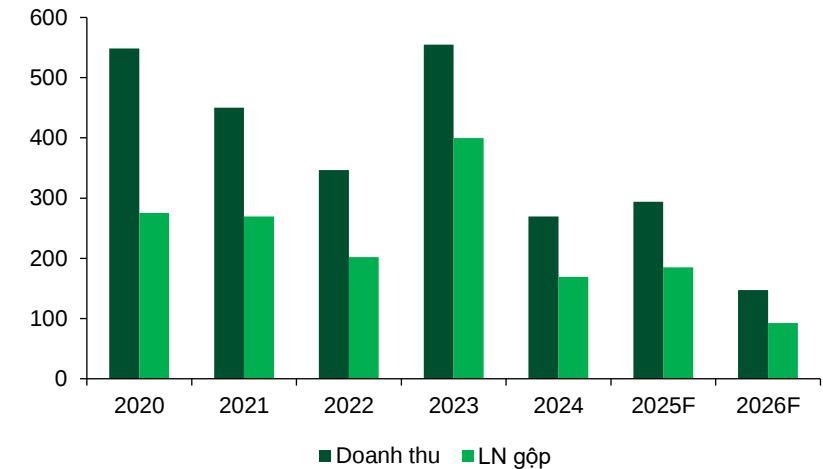
Kỳ vọng hoàn tất cho thuê KCN Đồng Văn III trong năm 2025 - 2026:

- Sau 5 năm kinh doanh, KCN Đồng Văn III (quy mô 300 ha tại Duy Tiên, Hà Nam) hiện đã hoàn thành cho thuê đối với phần lớn diện tích. Tính đến hiện tại, KCN ước tính còn khoảng 15 ha đất thương phẩm – dự kiến sẽ hoàn thành bàn giao cho khách hàng trong năm 2025 – 2026 và đóng góp khoảng 440 tỷ đồng dòng tiền cho thuê cho DTD.
- Ngoài ra, trong nửa cuối năm 2024 DTD đã bắt đầu khởi động dự án Khu TMDV – lưu trú KCN Đồng Văn III với quy mô đầu tư 800 tỷ đồng, hướng tới phục vụ các chuyên gia nước ngoài làm việc trong KCN. Sau khi đưa vào hoạt động (dự kiến 2026), tổ hợp kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 100 tỷ đồng doanh thu mỗi năm cho doanh nghiệp.

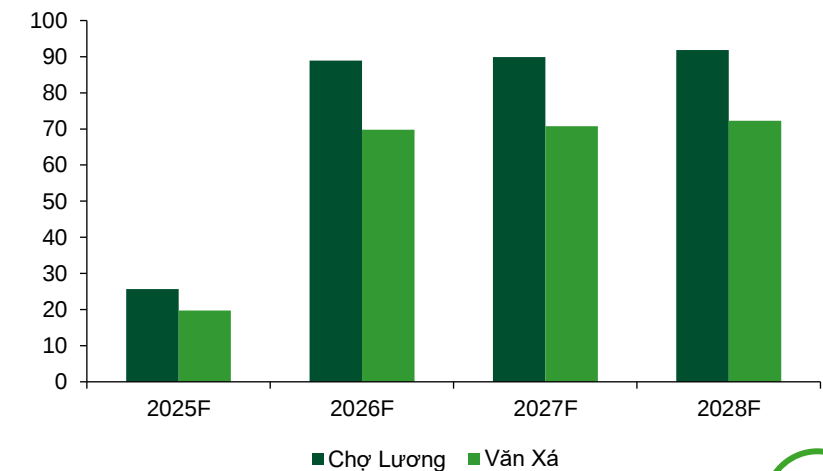
Khu nhà ở Văn Xá & Chợ Lương kỳ vọng bắt đầu kinh doanh trong năm 2025:

- Khu nhà ở Văn Xá & Chợ Lương (tổng diện tích 35 ha tại Duy Tiên, Hà Nam) được liên doanh thực hiện giữa DTD và NHA (trong đó DTD nắm giữ 40% lợi ích). Hiện tại, tổ hợp dự án đã cơ bản hoàn thành GPMB và công tác san lấp, triển khai hạ tầng ngầm cơ bản.
- Với lợi thế là quỹ đất thanh toán đối ứng công trình BT đường kết nối từ ngã ba Hòa Mạc đến đường DH05 (khởi công năm 2019), dự án kỳ vọng có hiệu quả lợi nhuận khá tốt nhờ lợi thế giá thành và mặt bằng giá đất kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn tới nhờ ăn theo tổ hợp dự án KCN & KĐT của Taseco Land (vị trí liền kề dự án Văn Xá & Chợ Lương).
- Với quy mô gần 10 ha thương phẩm với sản phẩm chủ đạo đất nền (thu hút dòng tiền đầu tư khá tốt), tổ hợp dự án dự kiến sẽ đóng góp khoảng 530 tỷ đồng lợi nhuận phân bổ cho DTD trong giai đoạn 2025 – 2028.

KQKD từ cho thuê KCN Đồng Văn III (đv: tỷ đồng)



Lợi nhuận phân bổ từ Khu nhà ở Văn Xá & Chợ Lương (đv: tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

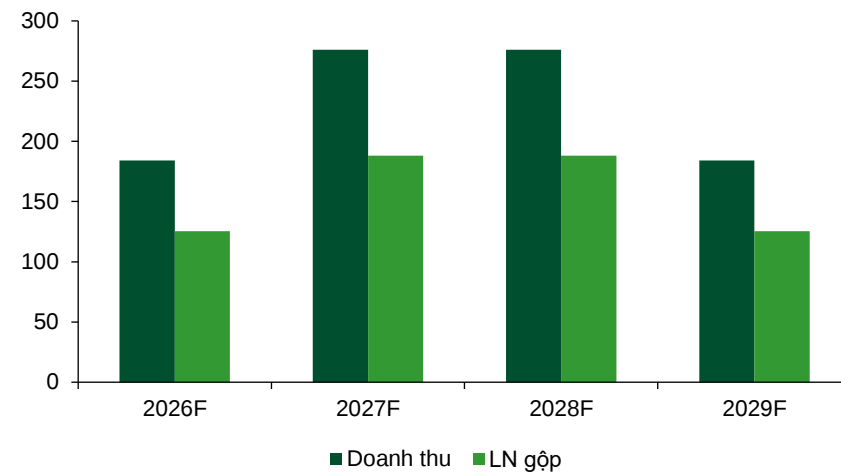
♦ Tiềm năng giá bán tốt tại Khu nhà ở Thành Đạt – 8,7 ha (TP. Phủ Lý, Hà Nam):

- Tiến độ pháp lý tại dự án dự kiến được đẩy nhanh trong giai đoạn tới khi quy hoạch đường trục chính dự án được điều chỉnh phù hợp với quy hoạch tổng thể mới của TP. Phủ Lý (đã chính thức được công bố vào tháng 05.2024).
- Sau khi đưa vào kinh doanh, tốc độ bán hàng tại dự án dự báo sẽ khá tốt nhờ vị trí tiếp giáp mặt đường lớn và ngay sát tổ hợp BV Việt Đức, Bạch Mai cơ sở 2. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá cao triển vọng giá bán của dự án xét đến: (1) Dự án Sun Urban City Hà Nam đã giúp thiết lập mặt bằng giá đất mới tại TP. Phủ Lý, (2) BV Việt Đức & Bạch Mai cs2 dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2025 và giúp thúc đẩy tích cực giá BĐS trong khu vực.

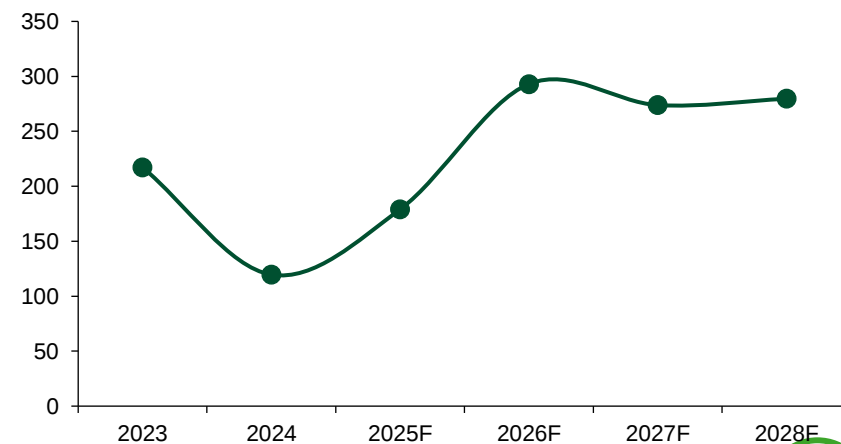
♦ Danh mục hạ tầng tạo dòng tiền khá giá trị trên địa bàn tỉnh:

- Trong năm 2024, DTD đã chính thức đưa vào vận hành cảng thủy nội địa Yên Lệnh Bắc (Duy Tiên, Hà Nam) với công suất 1,3 triệu tấn/ năm. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng lưu lượng hàng tại cảng trong các năm tới xét đến: (1) Tăng trưởng sản lượng sản xuất công nghiệp tại Hà Nam và khu vực phía Nam Sông Hồng, (2) Việc gia tăng mạnh mức kiểm soát, xử phạt đối với xe chở quá tải, vi phạm giao thông và tiêu chuẩn kĩ thuật (tình trạng khá phổ biến tại các tỉnh) kì vọng thúc đẩy xu hướng sử dụng đường thủy nội địa.
- VCBS đánh giá chuỗi hạ tầng khách sạn Thành Đạt (TP. Phủ Lý) tiềm ẩn khả năng gia tăng giá trị khá tốt khi TP. Phủ Lý dần nâng tầm vị thế đô thị tại khu vực phía Bắc.

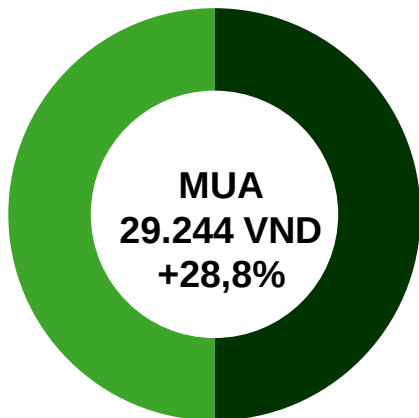
KQKD ghi nhận từ dự án Khu nhà ở Thành Đạt (đv: tỷ đồng)



Mặt bằng LN thuần của DTD (đv: tỷ đồng)

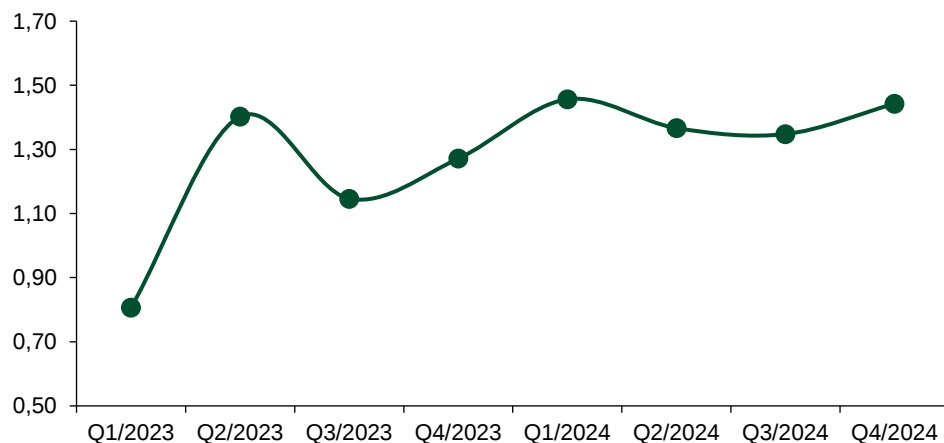


ĐỊNH GIÁ



■ RNAV ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu	495	529	566
+/- yoy (%)	-37,00%	6,96%	7,01%
Lợi nhuận thuần	120	179	293
+/- yoy (%)	-44,92%	49,72%	63,63%
EPS (VND/cổ phiếu)	2.081	3.115	5.097

Một số giả định trong dự báo

- Tổ hợp dự án Văn Xá & Chợ Lương hoàn thành quyết toán đối ứng quỹ đất BT và bắt đầu ra mắt trong nửa cuối năm 2025.
- Dự án Khu nhà ở Thành Đạt bắt đầu bán hàng từ cuối năm 2025.

Một số rủi ro

- Tiến độ pháp lý tại các dự án Văn Xá, Chợ Lương và Khu nhà ở Thành Đạt chậm hơn dự kiến.
- Không có khả năng phát triển quỹ đất mới trên địa bàn.
- Rủi ro pha loãng từ chính sách phát hành ESOP.

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	30.853
Tiềm năng tăng giá	+21,5%

DIỄN BIẾN GIÁ



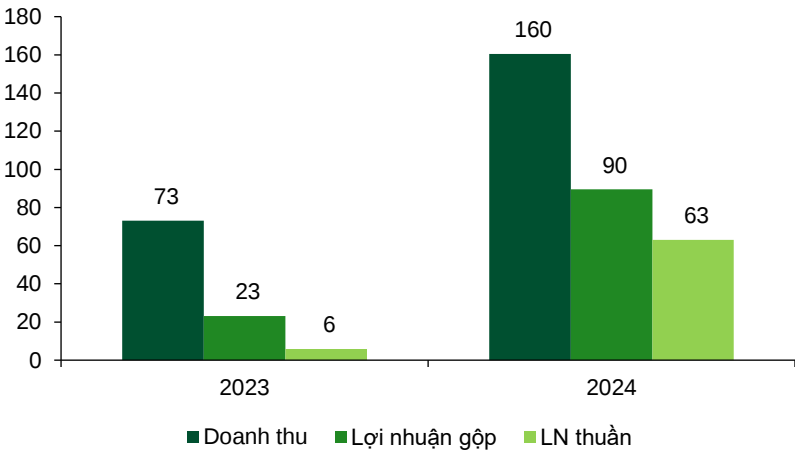
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Thị giá (07/02/2025)	25.400
Biến động 1 năm	17.000 – 32.600
KLGD bình quân 52T	852.676
Vốn hóa (Tỷ đồng)	1.122
P/E	17,4x
P/B	2,18x

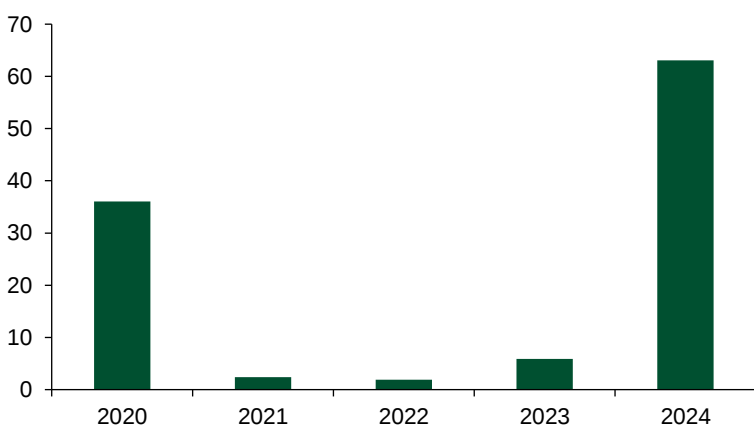
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- NHA là một doanh nghiệp xây lắp và phát triển BĐS tương đối có tên tuổi tại tỉnh Hà Nam. Trong vài năm gần đây, NHA liên tục gia tăng quỹ đất BĐS đô thị trên địa bàn H. Duy Tiên, chủ yếu thông qua các hợp đồng BT (xây dựng – chuyển giao) đối với các công trình giao thông đường bộ trên địa bàn.
- KQKD năm 2024:**
 - Doanh thu năm 2024 đạt 160 tỷ đồng, tăng 119% so với cùng kì** khi doanh nghiệp bắt đầu tích cực thực hiện bàn giao các lô đất nền tại KDC Mộc Bắc (Duy Tiên, Hà Nam) – đóng góp 120 tỷ đồng doanh thu chuyển nhượng BĐS (cùng kì là 23 tỷ đồng). Trong khi đó, doanh thu mảng xây lắp duy trì ổn định ở mức gần 40 tỷ đồng doanh thu.
 - Lợi nhuận thuần đạt 63 tỷ đồng, tăng mạnh so với năm 2023 (6 tỷ đồng)** nhờ sự bùng nổ của mảng chuyển nhượng BĐS. Trong khi đó, chi phí quản lý được tiết giảm đáng kể khi doanh nghiệp giảm thực hiện trích lập dự phòng nợ xấu đối với các gói thầu xây lắp.

KQKD hợp nhất của NHA (đv: tỷ đồng)



Mặt bằng LN thuần của NHA (đv: tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

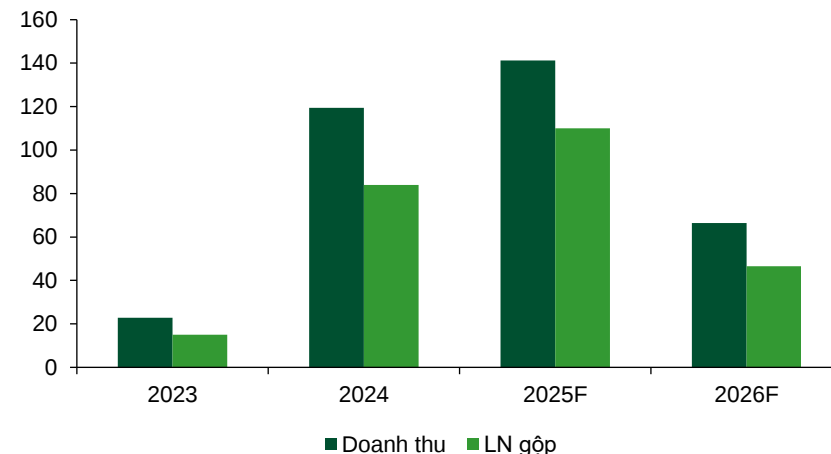
♥ Tiếp tục thu về dòng tiền từ KDC Mộc Bắc (Duy Tiên, Hà Nam):

- KDC Mộc Bắc (quy mô 8,1 ha, với 3,5 ha đất nền thương phẩm) đã được NHA kinh doanh từ năm 2023 và hiện đã hoàn thành bán hàng đối với khoảng 1,2 ha thương phẩm. Nhờ lợi thế quỹ đất được tích lũy từ lâu, dự án hiện đang sở hữu hiệu quả lợi nhuận rất tốt với mức biên LN gộp trên 70%.
- VCBS ước tính phần còn lại của dự án sẽ tiếp tục đóng góp khoảng 120 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho NHA trong giai đoạn 2025 – 2026. Ngoài ra, biên lợi nhuận tại dự án có thể tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới xét đến mặt bằng giá bán của KDC hiện vẫn ở mức khá thấp (hơn 12 triệu đồng/ m²) và còn nhiều dư địa tăng giá cùng với sự phát triển hạ tầng trong khu vực.

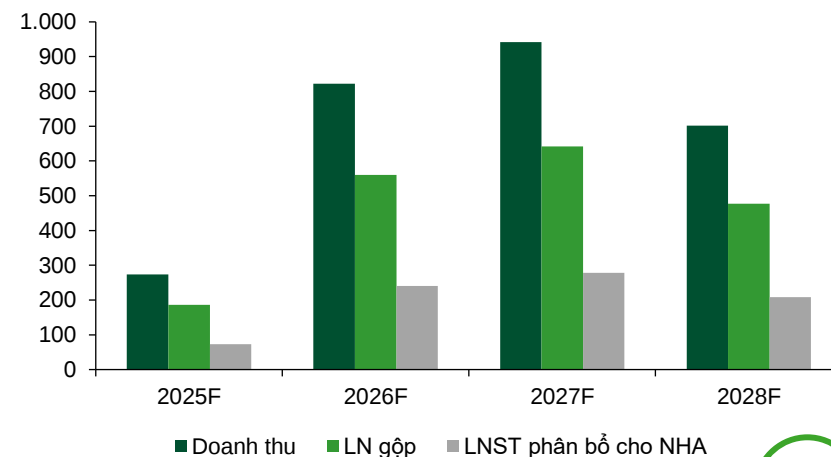
♥ Khu nhà ở Văn Xá & Chợ Lương kì vọng bắt đầu kinh doanh trong năm 2025:

- Khu nhà ở Văn Xá & Chợ Lương (tổng diện tích 35 ha tại Duy Tiên, Hà Nam) được liên doanh thực hiện giữa DTD và NHA (NHA giữ quyền kiểm soát với 60% lợi ích). Hiện tại, tổ hợp dự án đã cơ bản hoàn thành GPMB và công tác san lấp, triển khai hạ tầng ngầm cơ bản.
- Với lợi thế là quỹ đất thanh toán đối ứng công trình BT đường kết nối từ ngã ba Hòa Mạc đến đường DH05 (khởi công năm 2019), dự án kì vọng có hiệu quả lợi nhuận khá tốt nhờ lợi thế giá thành và mặt bằng giá đất kì vọng sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn tới nhờ ăn theo tổ hợp dự án KCN & KĐT của Taseco Land (vị trí liền kề dự án Văn Xá & Chợ Lương).
- Với quy mô gần 10 ha thương phẩm với sản phẩm chủ đạo đất nền (thu hút dòng tiền đầu tư khá tốt), tổ hợp dự án dự kiến sẽ đóng góp doanh số bán hàng trên 2.500 tỷ đồng cho liên doanh NHA – DTD trong giai đoạn 2025 – 2028.

KQKD ghi nhận từ KDC Mộc Bắc (đv: tỷ đồng)



KQKD từ Khu nhà ở Văn Xá & Chợ Lương (đv: tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

♥ Khu vực TX. Duy Tiên sở hữu tiềm năng phát triển tốt:

- Thị trường BĐS TX. Duy Tiên dự báo sẽ có sự cải thiện đáng kể về tính hấp dẫn và mặt bằng giá bán xét đến: (1) Vị thế là trung tâm công nghiệp của tỉnh Hà Nam và là trọng tâm phát triển hạ tầng giao thông của khu vực, (2) Thành công trong thu hút nhiều chủ đầu tư lớn như Taseco Land, Western Pacific phát triển dự án, (3) Xu hướng tăng giá tại TP. Phủ Lý dần lan đến các địa phương vùng ven.
- Với vị thế là chủ đầu tư BĐS lâu đời, sở hữu lợi thế quan hệ địa phương và đã tích lũy lượng quỹ đất đáng kể tại TX. Duy Tiên, NHA kì vọng sẽ hưởng lợi lớn từ xu hướng trên.

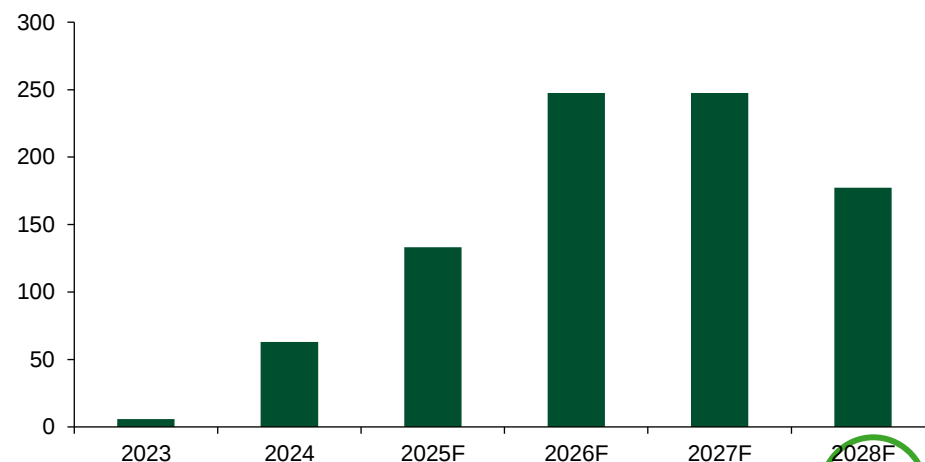
♥ Triển vọng dài hạn từ dự án KĐT Trung tâm TX. Duy Tiên:

- Dự án được đối ứng quỹ đất từ dự án BT 05 tuyến đường trục chính trung tâm đô thị Duy Tiên, và hiện đã hoàn thành GPMB cho phần lớn diện tích và quy hoạch 1/500. Do đó, chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận tại dự án sẽ tương đối tích cực, trong bối cảnh mặt bằng giá vốn quỹ đất thông qua hình thức đấu thầu, đấu giá thông thường bị đẩy lên rất cao gần đây.
- Với quy mô 49 ha, KĐT trung tâm TX. Duy Tiên sẽ là dự án KĐT lớn đầu tiên của NHA, kì vọng sẽ nâng tầm vị thế doanh nghiệp nếu được kinh doanh thành công.
- Mặt bằng giá bán của dự án kì vọng được hưởng lợi tích cực từ việc triển khai và ra mắt dự án KĐT của Taseco Land.

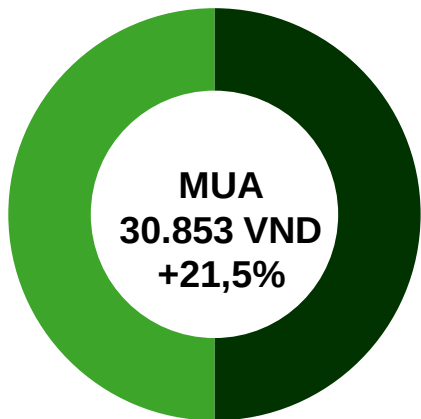
Một số dự án trọng điểm của NHA trong chu kì đầu tư 2025 - 2028

Dự án	Tổng diện tích (m2)	Tiến độ
KDC Mộc Bắc	81.000	Đang bán hàng
Khu nhà ở Văn Xá	151.388	Cơ bản hoàn thành GPMB và HTKT
Khu nhà ở Chợ Lương	197.750	Cơ bản hoàn thành GPMB và HTKT
KĐT Trung tâm TX. Duy Tiên	490.000	Hoàn thiện QH 1/500. Đang GPMB
Khu nhà ở Tân Hà (NHA tham gia 33%)	120.000	Đang trình phê duyệt QH 1/500 điều chỉnh

Mặt bằng LN thuần của NHA (đv: tỷ đồng)

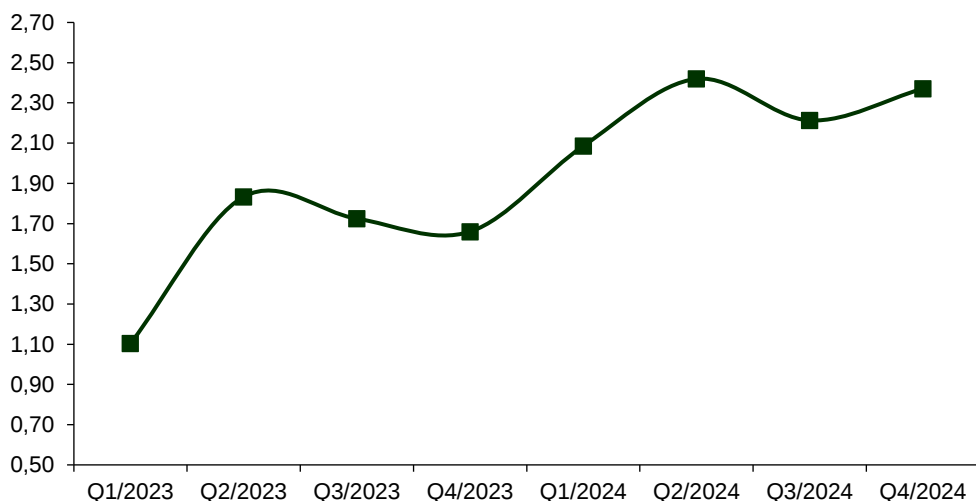


ĐỊNH GIÁ



■ RNAV ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu	160	418	891
+/- yoy (%)	119,42%	160,65%	113,09%
Lợi nhuận thuần	63	133	248
+/- yoy (%)	971,14%	110,93%	86,00%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.428	3.012	5.603

Một số giả định trong dự báo

- Tổ hợp dự án Văn Xá & Chợ Lương hoàn thành quyết toán đối ứng quỹ đất BT và bắt đầu ra mắt trong nửa cuối năm 2025.
- Dự án KDC Mộc Bắc hoàn thành kinh doanh trong năm 2025 - 2026.

Một số rủi ro

- Tiến độ pháp lý tại các dự án Văn Xá, Chợ Lương chậm hơn dự kiến.
- Không có khả năng phát triển quỹ đất mới trên địa bàn.
- Rủi ro pháp lý từ các quỹ đất đối ứng BT.

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.

Thông tin liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc

Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên cao cấp

Phân tích Nghiên cứu

phquan@vcbs.com.vn