

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ TASECO LAND (TAL)

Khả quan

BẤT ĐỘNG SẢN

Giá hiện tại	VND17.600
Giá cao nhất/ thấp nhất 52T	VND23.600/ VND16.250
Giá mục tiêu	VND22.000
Consensus	N/A
Tiềm năng tăng giá	27,9%
Tỷ suất cổ tức	6,8%
Tổng tỷ suất sinh lời	34,7%

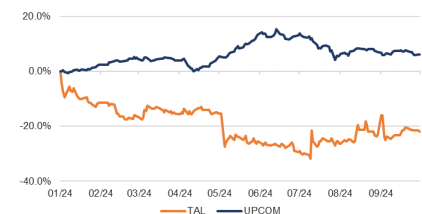
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Góc nhìn kỹ thuật	<a href="#">Tiêu cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	205,3
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,04
Sở hữu NN (tr USD)	100,9
SLCP lưu hành (tr)	297
SLCP pha loãng (tr)	312

	TAL	DN cùng ngành	UPCOM
P/E trượt 12T	7,8x	56,1x	27,4x
P/B hiện tại	1,3x	1,4x	2,1x
ROA	5,1%	4,5%	3,7%
ROE	11,7%	2,1%	11,1%

\*dữ liệu 11/18/2024

Diễn biến giá cổ phiếu 1 năm



Tỷ lệ sở hữu

Taseco Group	72,5%
BLĐ và các bên liên quan	5%
Khác	22,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Tasecoland là một nhà phát triển bất động sản tại miền Bắc Việt Nam, tập trung vào các phân khúc nhà ở, khách sạn và khu công nghiệp. Hiện tại, công ty sở hữu quỹ đất khoảng hơn 650ha. TAL đang tích cực tham gia đấu thầu đất tại các thành phố phía Bắc và đặt mục tiêu mở rộng quỹ đất khu công nghiệp lên 1.000ha.

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Thị Thùy Dương

[duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn](mailto:duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn)

Danh mục dự án thúc đẩy tăng trưởng

- Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng là 22.000 đồng, tương đương tiềm năng tăng giá 27,9% và tỷ suất cổ tức 6,8%
- Taseco Land là nhà phát triển bất động sản nổi bật tại miền Bắc Việt Nam, sở hữu quỹ đất lên đến 582ha, tập trung vào các dự án nhà ở, khách sạn và đang mở rộng sang phân khúc khu công nghiệp.
- Định giá của chúng tôi phản ánh tỷ lệ P/B là 1,5x, phù hợp với triển vọng tăng trưởng của TAL trong các năm tới.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu Q3/024 tăng mạnh 66% svck, đạt 301,7 tỷ đồng, chủ yếu nhờ mức tăng trưởng vượt bậc 258% của mảng chuyển nhượng bất động sản. Lợi nhuận ròng cũng tăng vọt 1911% svck, đạt 185 tỷ đồng, và biên lợi nhuận ròng mở rộng 55 điểm % lên 59,6%.
- Chúng tôi dự báo doanh thu từ bán bất động sản năm 2024 sẽ giảm 2,5% do giảm bàn giao sản phẩm nhà ở. Tuy nhiên, doanh thu sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025/2026 với mức tăng trưởng lần lượt là 50,1% và 95,4%, nhờ bàn giao dự án KCN Đồng Văn III và các dự án nhà ở khác.
- Lợi nhuận ròng năm 2024/2025 được kỳ vọng tăng 4,3%/108,8% svck nhờ thu nhập tài chính tăng mạnh từ việc chuyển nhượng cổ phần.

Luận điểm đầu tư

Danh mục dự án thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

Sau mức giảm nhẹ vào năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng lần lượt 50,1% và 95,4% vào năm 2025/2026 nhờ bàn giao các dự án trọng điểm như Central Riverside, Khu dân cư Hải Yến, và KCN Đồng Văn III. TAL sở hữu danh mục với nhiều dự án đang triển khai, đảm bảo nhu cầu cao nhờ vị trí đắc địa và pháp lý đầy đủ.

Chuyển nhượng cổ phần hai dự án đẩy mạnh thu nhập tài chính

TAL đang chuyển nhượng cổ phần tại Tòa nhà TAH (B2CC4) và Landmark 55 (B3CC2-A), dự kiến sẽ tăng mạnh thu nhập tài chính. Tỷ lệ thanh toán của B2CC4/B3CC2-A lần lượt là 90%/37,5%, và phần thanh toán còn lại dự kiến hoàn tất trong năm 2024-2025, giúp lợi nhuận ròng đạt lần lượt 493 tỷ đồng/ 1.029 tỷ đồng.

Tăng cường mở rộng quỹ đất công nghiệp

Năm 2023, TAL chính thức tham gia lĩnh vực bất động sản công nghiệp với dự án KCN Đồng Văn III, thu hút nhà đầu tư Đài Loan với hợp đồng thuê 5ha sau lễ khởi công T8/24. Dự kiến, 100ha sẽ được bàn giao trong Q1/25 với giá thuê 90-100 USD/m2, đóng góp 40%/35% vào doanh thu bất động sản năm 2025/2026. TAL đặt mục tiêu mở rộng quỹ đất công nghiệp lên 1.000ha tại các thành phố kinh tế trọng điểm, tạo nền tảng tăng trưởng dài hạn và đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Cổ tức hấp dẫn kỳ vọng sẽ duy trì:

Chúng tôi kỳ vọng TAL sẽ tiếp tục duy trì kế hoạch cổ tức hấp dẫn khi đã trả cổ tức tiền mặt 15% cho cổ đông hiện hữu vào năm 2024. Điều này tương ứng với mức cổ tức tiền mặt 1.500 VNĐ/cổ phiếu và lợi suất cổ tức ước tính đạt 6,8%.

Tóm tắt tài chính	2022	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT BĐS (%)	351,7%	10,0%	-2,5%	50,1%	95,4%
Tăng trưởng DT (%)	280,2%	14,4%	-1,8%	41,8%	83,8%
Biên LN góp (%)	27,4%	27,5%	32,3%	37,2%	46,1%
Tăng trưởng LN ròng (%)	180,8%	27,9%	4,2%	108,8%	101,3%
Biên LN ròng (%)	13%	15%	15%	23%	25%
Tăng trưởng EPS		0%	4%	99%	101%
P/E (x)			10,4	5,2	2,6
P/B (x)			1,2	1,1	0,9
ROAE	5%	5%	4%	8%	15%
Nợ/ VCSH (x)	0,41	0,86	1,01	1,08	0,95

Lưu ý: EPS đã được điều chỉnh cho kế hoạch phát hành 14,85 triệu cổ phiếu trong giai đoạn Q4/23 – Q3/25.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng ngành Bất động sản

### BDS Nhà ở: Tín hiệu phục hồi rõ ràng hơn

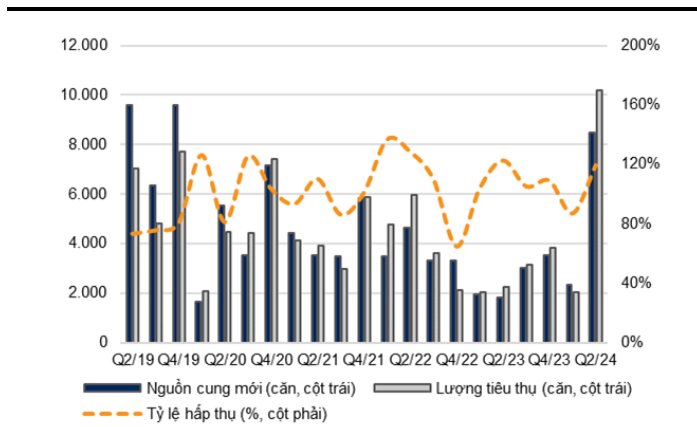
#### Hà Nội dẫn dắt thị trường trong nửa đầu năm 2024

Năm 2023, thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam ghi nhận nguồn cung mới thấp nhất trong một thập kỷ. Tuy nhiên, những dấu hiệu phục hồi đầu tiên đã xuất hiện vào nửa cuối năm nhờ 1) kinh tế phục hồi cải thiện tâm lý người mua nhà; 2) quyết liệt tháo gỡ các nút thắt pháp lý thông qua ba luật mới liên quan đến bất động sản; và 3) các kênh hỗ trợ dòng vốn được cải thiện.

Trong nửa đầu năm 2024, xu hướng trái chiều xuất hiện tại hai thị trường Hà Nội và TP.HCM. Tại Hà Nội, sau khởi đầu chậm chạp trong Q1/24, nguồn cung căn hộ mới đã đạt mức cao nhất trong ba năm vào Q2/24 (+263% sv quý trước, +367% svck) lên 8.501 căn, với tỷ lệ hấp thụ mạnh gần 112%. Tại TP.HCM, nguồn cung mới và số căn bán ra trong Q2/24 giảm 6%/24% svck xuống còn 1.676 căn, tuy nhiên, tăng 139%/88% sv quý trước.

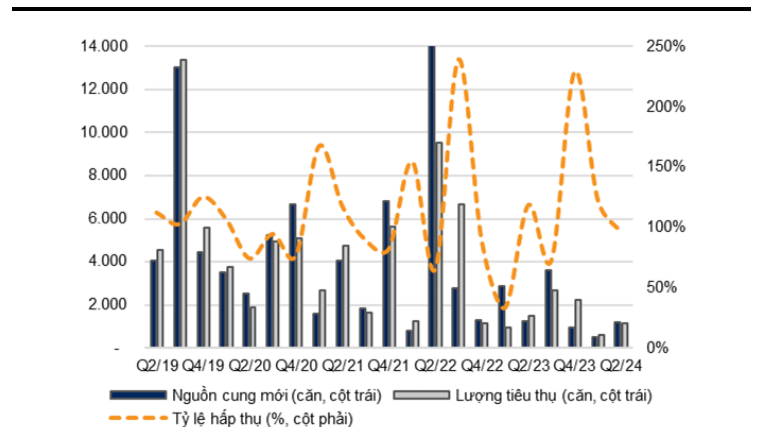
Giá tăng nhanh hơn ở Hà Nội so với TP.HCM. Giá sơ cấp trung bình tại TP.HCM tăng nhẹ lên 63 triệu đồng/m<sup>2</sup> (+3% sv quý trước, +6% svck) trong khi giá sơ cấp trung bình tại Hà Nội tăng vọt 25% svck và 6% sv quý trước lên khoảng 59 triệu đồng/m<sup>2</sup>, thu hẹp khoảng cách giá giữa giá tại Hà Nội và TP.HCM từ 35% xuống gần 7%. Giá căn hộ vẫn neo cao ở cả hai thị trường do 1) thiếu hụt nguồn cung (vì nhiều dự án bị trì hoãn do khó khăn về pháp lý); 2) các dự án mới ra mắt tập trung ở phân khúc cao cấp và 3) nguồn cung hạn chế ở phân khúc bình dân.

Hình 1: Hà Nội ghi nhận nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ tích cực



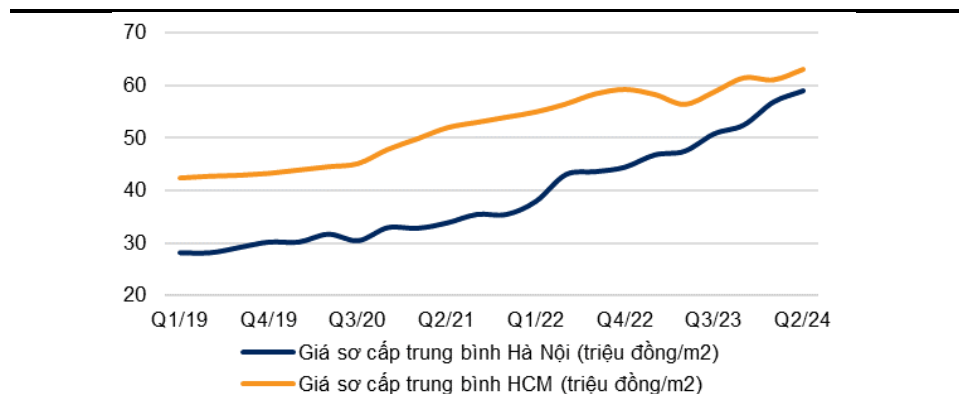
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: trong khi nguồn cung tại HCM vẫn thấp dù tỷ lệ hấp thụ cao



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Giá tại Hà Nội tăng 25% svck trong khi giá tại HCM duy trì ổn định



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Các chủ đầu tư đang dịch chuyển về phía Đông và Tây Hà Nội, với nguồn cung lớn được ghi nhận vào năm 2023. Thị trường Hà Nội cho thấy nhu cầu cao với tỷ lệ hấp thụ mạnh là 112% dù nguồn cung tăng đột biến. Trong 6T24, thị trường Hà Nội chứng kiến nguồn cung cao nhất trong ba năm nhờ vào các đợt ra mắt mới nổi bật ở các khu vực phía Tây như Lumi Hanoi, The Canopy Residence và Lumiere Evergreen. Xu hướng dịch chuyển đến các khu vực khác là do quỹ đất hạn chế ở các quận trung tâm. Chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục khi nhu cầu lan rộng sang các quận ngoài trung tâm khác và các thành phố khác, dẫn đến nguồn cung có khả năng cao hơn ở các khu vực này. Điều này sẽ có lợi cho các chủ đầu tư như TAL khi công ty tập trung phát triển nhiều dự án khác nhau tại Khu Ngoại giao đoàn, Long Biên, Thanh Hóa và Thái Nguyên, cụ thể là Central Riverside và Nguyễn Bình.

### **Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ dần phục hồi từ nửa cuối năm 2024**

1) *Chính phủ quyết liệt tháo gỡ các nút thắt pháp lý và Luật mới có hiệu lực sẽ thúc đẩy thị trường*

- Hiệu quả của việc nỗ lực tháo gỡ các vấn đề pháp lý tại các địa phương đã giúp nguồn cung gia tăng

Tại Hà Nội, chính quyền đã chủ động giải quyết bằng cách kết thúc thanh tra, kiểm tra và chỉ đạo xử lý 705/712 dự án (99%) chậm triển khai, để đưa đất vào sử dụng kịp thời. Hiệu quả của chính sách đã được chứng minh khi nguồn cung mới tại Hà Nội trong 6T24 tăng 185% svck năm trước, đạt gần 11.000 căn với tỷ lệ lấp đầy ~112%.

Tại các thành phố lớn khác như Hải Phòng, Bình Dương và Đà Nẵng, nỗ lực giải quyết các nút thắt pháp lý cũng đang được ưu tiên, dẫn đến sự cải thiện đáng kể về tâm lý thị trường.

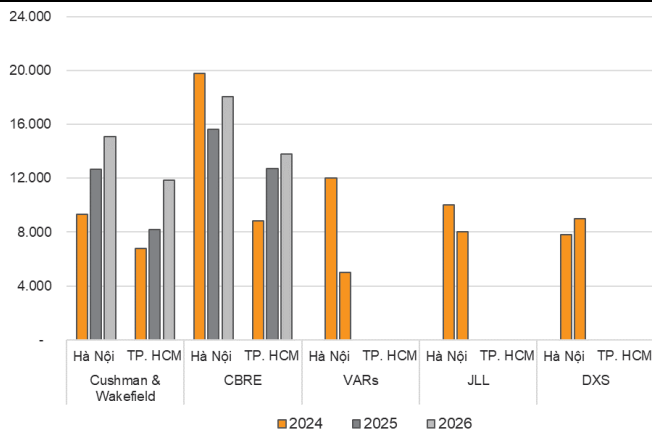
- Luật mới mở đường cho thị trường phục hồi

Gần đây, chính phủ đã quyết định thông qua ba luật mới từ ngày 1/8/2024, sớm hơn ba tháng so với dự kiến, cùng với nhiều nghị định/thông tư sẽ được ban hành. Điều này cho thấy quyết tâm của chính phủ trong việc tháo gỡ các nút thắt trên thị trường, tạo điều kiện để thị trường phát triển minh bạch và bền vững. Chúng tôi tin rằng việc triển khai các luật mới sẽ có tác động trái chiều đến thị trường trong ngắn hạn, tuy nhiên, về lâu dài sẽ có hiệu quả tích cực. Chúng tôi dự báo cả hai thị trường sẽ có sự cải thiện nhẹ về nguồn cung khi các luật bất động sản mới được triển khai vào tháng 8. Tuy nhiên, sự phục hồi rõ ràng hơn có thể xuất hiện vào năm 2025-26 khi các tác động đầy đủ của luật và các yếu tố hỗ trợ khác có hiệu lực.

Tại Hà Nội, nguồn cung dự kiến sẽ tăng từ nửa sau năm 2024, chủ yếu nhờ nhanh chóng tháo gỡ các nút thắt pháp lý sẽ hợp lý hóa quá trình phát triển, giúp các dự án đang bị đình trệ được khởi động lại và ra mắt trong năm nay. Trong khi đó, thị trường TP.HCM có khả năng phục hồi chậm hơn do nguồn cung tập trung ở phân khúc cao cấp, cùng với mức giá tăng đáng kể từ năm 2019 đến năm 2022, và đang ổn định ở mức cao.

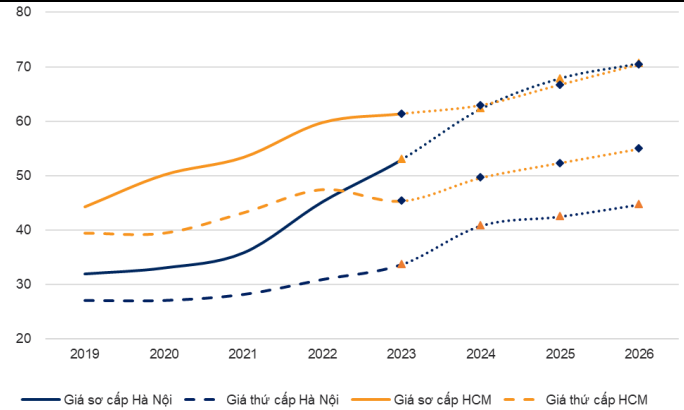
Trong bối cảnh nguồn cung hạn chế, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ ở cả Hà Nội và TP.HCM vẫn duy trì ở mức tích cực, phản ánh nhu cầu liên tục trong bối cảnh nguồn cung hạn chế. Theo các tổ chức nghiên cứu bất động sản uy tín, nguồn cung tại Hà Nội và TP.HCM sẽ lần lượt đạt khoảng 12.000/8.000 căn vào năm 2024 (Hình 4). Ở cả hai thị trường, các sản phẩm căn hộ gắn chặt với nhu cầu thực tế vẫn chưa điều chỉnh như kỳ vọng. Đà tăng giá này dự kiến sẽ chậm lại từ năm 2025 trở đi khi nguồn cung bắt đầu phục hồi ổn định.

**Hình 4: Chúng tôi kỳ vọng Hà Nội sẽ ghi nhận nguồn cung cao hơn và TP.HCM sẽ phục hồi chậm (căn)**



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Giá căn hộ sẽ tiếp tục tăng, đặc biệt là giá thứ cấp, tuy nhiên, sẽ chậm lại từ 2025 trở đi (triệu đồng/ m2)**



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Trong ngắn hạn, các luật mới có khả năng đẩy giá đất lên cao hơn, dẫn đến chi phí phát triển cao hơn cho các nhà phát triển. Điều này sẽ góp phần làm tăng giá nhà. Tuy nhiên, trong khi chờ đợi các cơ quan chức năng hoàn thiện và thực hiện khung giá đất địa phương mới phù hợp, chúng tôi tin rằng yêu cầu về giá đất này sẽ tạo ra một thị trường minh bạch cho cả người bán và người mua. Do đó, các cơ quan quản lý sẽ có thể quản lý dễ dàng và hiệu quả.

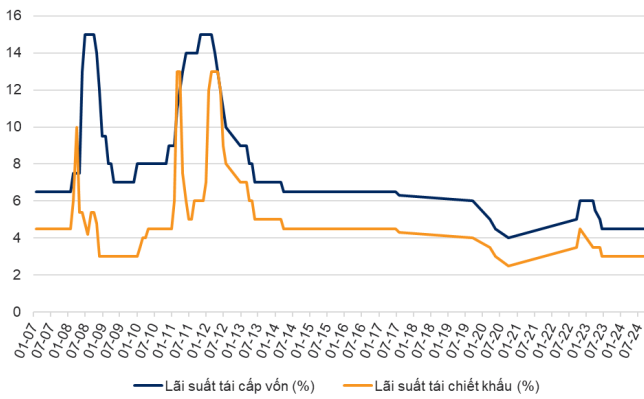
Việc đưa ra các luật mới dự kiến sẽ giúp giải quyết các nút thắt pháp lý như 1) thủ tục lập pháp tinh gọn hơn, 2) yêu cầu chặt chẽ hơn về việc công khai thông tin chi tiết về dự án và 3) định giá đất và nghĩa vụ tài chính rõ ràng hơn. Những thay đổi về mặt luật pháp này sẽ giúp loại bỏ và khởi động lại một loạt các dự án đang bị "đình trệ" do các vấn đề pháp lý. Do đó, chúng tôi tin rằng thị trường sẽ chào đón nguồn cung mới dồi dào bền vững khi các luật này thấm vào nền kinh tế. Về lâu dài, những cải cách này sẽ thúc đẩy tăng trưởng bền vững trên thị trường bất động sản, thu hút cả đầu tư trong và ngoài nước, đồng thời đảm bảo sự ổn định và thịnh vượng lâu dài.

2) *Tâm lý thị trường cải thiện nhờ lãi suất ở mức thuận lợi và thay đổi pháp lý*

Năm 2023, NHNN đã giảm lãi suất chính sách bốn lần xuống còn 5-5,5% để giảm chi phí vay, nới lỏng lãi suất cho vay và thúc đẩy phục hồi kinh tế cho các doanh nghiệp và hộ gia đình. Lãi suất tiếp tục giảm xuống còn 4,5% vào giữa năm 2023 và duy trì ở mức thấp kể từ đó. Môi trường lãi suất thấp ổn định này đã tạo ra cơ hội để dòng tiền chảy vào các kênh đầu tư có lợi suất cao hơn, bao gồm bất động sản. Ngoài ra, nó đặt nền tảng cho việc giảm lãi suất thêm nữa, tăng cường khả năng tiếp cận tín dụng cho các công ty bất động sản. Đến T9/2024, lãi suất cho vay thả nổi trung bình của các ngân hàng thương mại đã giảm xuống còn 10% sau khi tăng nhẹ lên 10,5% vào T8/2024. Chúng tôi kỳ vọng mức lãi suất này sẽ vẫn thuận lợi trong suốt cả năm, thúc đẩy nhu cầu của khách hàng trong nửa cuối năm 2024.

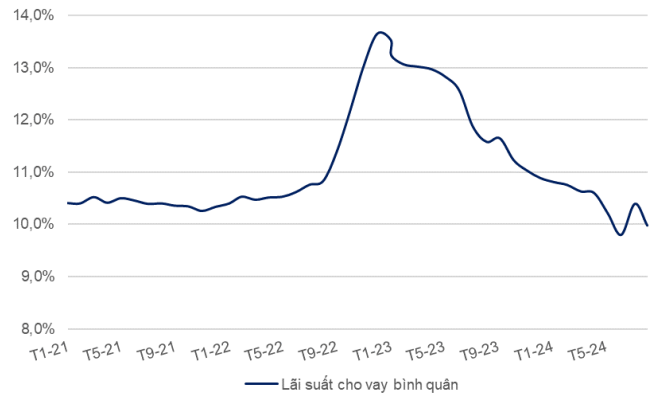


**Hình 6: NHNN hạ lãi suất bốn lần xuống 4,5%**



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: lãi suất thả nổi bình quân cũng giảm**



Nguồn: Website các NH, VNDIRECT RESEARCH

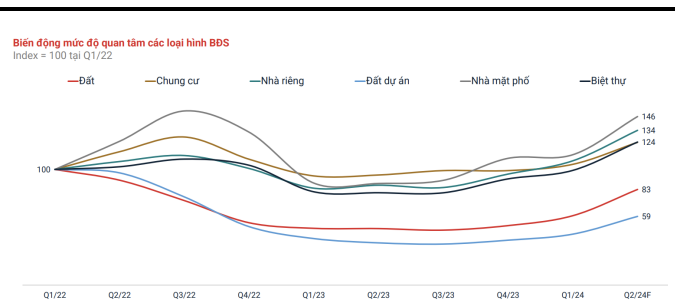
Chúng tôi kỳ vọng luật mới sẽ cải thiện tâm lý thị trường nhưng cũng sẽ là "bộ lọc" để loại bỏ các thực thể không đủ năng lực khỏi thị trường. Cụ thể, các quy định mới sẽ thắt chặt hoạt động môi giới bất động sản, loại bỏ các nhà môi giới "nghịch dư". Khi các yêu cầu chặt chẽ về việc công bố thông tin là bắt buộc cùng với nghĩa vụ tài chính rõ ràng hơn, chỉ những chủ đầu tư có quỹ đất sạch lớn, nguồn tài chính dồi dào và năng lực đã được chứng minh rõ ràng mới có thể trụ lại thị trường để tận dụng lợi thế của mình một cách hiệu quả. Cùng với quy định về việc lựa chọn bảo lãnh ngân hàng, đây sẽ là nền tảng để giảm thiểu rủi ro và chi phí cho người mua nhà trong tương lai. Hơn nữa, việc thanh toán sớm cũng được giới hạn ở mức 5%, sẽ bảo vệ người mua và đảm bảo rằng các nguồn vốn sẽ được sử dụng một cách có trách nhiệm. Các luật mới sẽ tạo ra một thị trường minh bạch, nơi cả người mua và người bán đều được bảo vệ, thúc đẩy tâm lý chung.

**Hình 8: Tâm lý thị trường cải thiện từ nửa đầu năm 2023 và duy trì trong nửa đầu năm 2024, phản ánh trạng thái chờ đợi tín hiệu tích cực hơn từ người tiêu dùng.**

Tiêu chí		1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24
Đánh giá về thị trường hiện tại	Mức độ hài lòng về thị trường	57	71	57	50	53	60
	Khả năng mua nhà	73	77	63	61	64	60
	Tình hình thị trường	29	27	25	26	30	28
Đánh giá về các yếu tố bên ngoài	Lãi suất	33	41	26	20	28	32
	Sự hỗ trợ từ chính phủ	23	14	52	50	53	49
Kỳ vọng tương lai	Giá BĐS trong tương lai	57	35	23	14	16	16
<b>Tổng điểm</b>		<b>47</b>	<b>40</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>33</b>

Nguồn: Batdongsan.com, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Các sản phẩm nhà ở phục vụ nhu cầu thực sẽ dẫn đầu khi thị trường bắt đầu có dấu hiệu phục hồi.**



Nguồn: Batdongsan.com, VNDIRECT RESEARCH

Theo khảo sát của Batdongsan.com, tâm lý thị trường bất động sản Việt Nam đã phục hồi đáng kể. Sau hai năm suy giảm, chỉ số thị trường đã phục hồi vào năm 2024, cho thấy sự chuyển dịch từ bất ổn sang lạc quan, được thúc đẩy bởi mức lãi suất thuận lợi và điều kiện thị trường tốt hơn. Một số biện pháp can thiệp của chính phủ cùng với sự ổn định của tăng trưởng kinh tế đã nâng cao sự hài lòng của thị trường, do đó thúc đẩy niềm tin của người tiêu dùng cao hơn. Đáng chú ý, nhu cầu về các loại hình nhà ở thiết thực, như căn hộ và nhà

riêng, đang dẫn đầu sự phục hồi này, cho thấy sự tự tin mới vào sự ổn định lâu dài. Vì vậy, chúng tôi tin rằng các nhà phát triển bất động sản tập trung vào việc đáp ứng nhu cầu thực sẽ ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao và doanh thu tốt. TAL sẽ được hưởng lợi mạnh mẽ từ điều này vì các sản phẩm chính của công ty là căn hộ tầm trung, nhà phố và biệt thự.

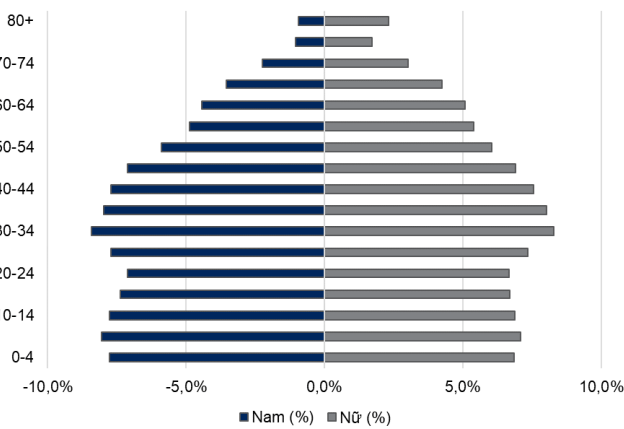
**Triển vọng dài hạn tươi sáng nhờ vĩ mô thuận lợi**

Chúng tôi tin rằng thị trường bất động sản Việt Nam sẽ được hỗ trợ trong dài hạn bởi 1) dân số vàng và tầng lớp trung lưu ngày càng tăng, 2) tốc độ đô thị hóa nhanh và 3) cơ sở hạ tầng được cải thiện.

Theo Tổng cục Thống kê, Việt Nam đang trong thời kỳ dân số “vàng”, với 70% trong độ tuổi lao động và tỷ lệ này dự kiến sẽ kéo dài đến năm 2038. Trong đó, 31,5% dân số trong độ tuổi 25-44, và đây là độ tuổi mà người Việt tập trung vào nhà ở để ổn định cuộc sống. Ngoài ra, theo Ngân hàng Thế giới và Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tầng lớp trung lưu dự kiến sẽ tăng từ mức hiện tại là 16,5% lên 50% dân số vào năm 2035. Chúng tôi tin rằng những thay đổi về dân số này sẽ thúc đẩy nhu cầu về thị trường nhà ở.

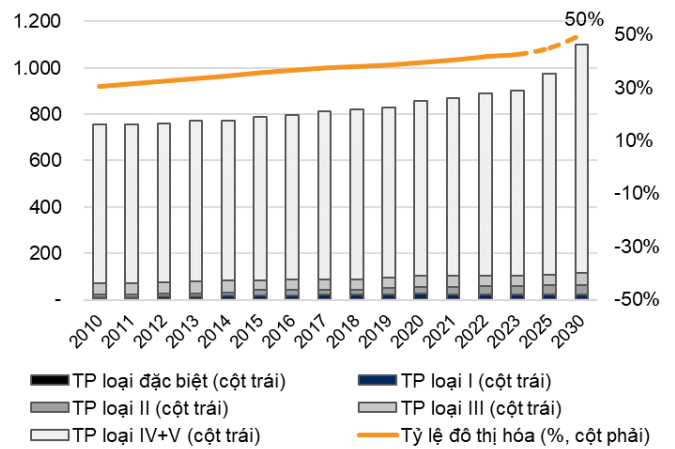
Quá trình đô thị hóa ở Việt Nam ghi nhận bước tiến nhanh từ 30,5% năm 2010 lên 40% năm 2022 nhưng vẫn thấp hơn so với các nước trong khu vực. Bộ Xây dựng đặt mục tiêu đến năm 2025, dân số đô thị đạt 45% tổng dân số và đến năm 2030 là hơn 50%. Do đó, chúng tôi tin rằng thị trường nhà ở sẽ đón nhận nhu cầu lớn về dài hạn theo xu hướng đô thị hóa tại Việt Nam.

**Hình 10: Việt Nam đang trong giai đoạn "dân số vàng," với 70% dân số trong độ tuổi lao động và tỷ lệ này dự kiến kéo dài đến năm 2038.**



Nguồn: THÁP DÂN SỐ, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam dự kiến đạt 50% vào năm 2030**

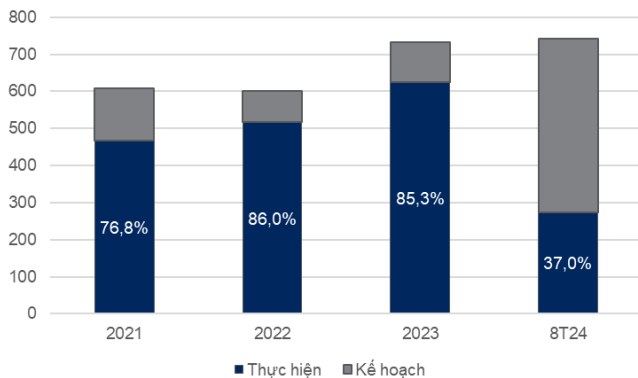


Nguồn: BỘ XÂY DỰNG, VNDIRECT RESEARCH

Việc cải thiện cơ sở hạ tầng giao thông đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ quá trình đô thị hóa đang diễn ra của Việt Nam. Theo Kế hoạch phát triển đường bộ giai đoạn 2021-2030 của đất nước, với tầm nhìn dài hạn đến năm 2050, Chính phủ đặt mục tiêu xây dựng 5.004 km đường cao tốc, dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 17,6% và 29.795 km đường quốc lộ, với tốc độ CAGR là 2,3%, vào năm 2030. Trong giai đoạn 5 năm 2021 - 2025, Việt Nam đặt mục tiêu giải ngân số tiền 2,97 nghìn tỷ đồng cho các khoản đầu tư công, ưu tiên giao thông, năng lượng, đô thị hóa và môi trường. Lũy kế, tổng đầu tư thực tế đã đạt 63% kế hoạch từ năm 2021 đến 8T24. Khi các dự án cơ sở hạ tầng này được đẩy nhanh, chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản nhà ở sẽ phục hồi đáng kể. Đặc biệt, các khu vực xung quanh các tuyến giao thông chính như Đường vành đai, Đường cao tốc và Hệ thống tàu

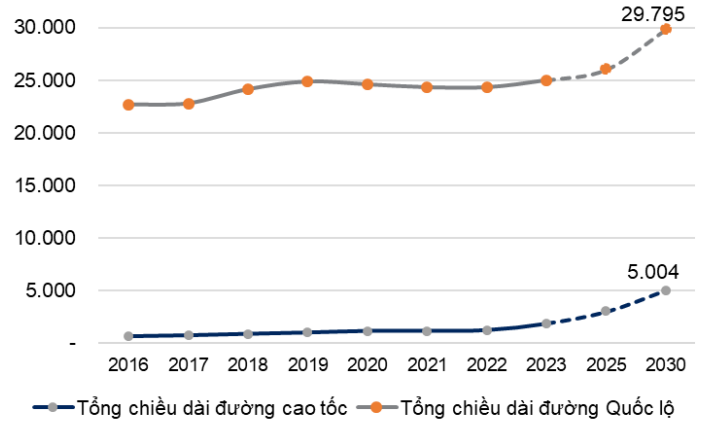
điện ngầm ở Hà Nội và TP. HCM sẽ có nhiều lựa chọn nhà ở đa dạng hơn và nhu cầu ngày càng tăng.

**Hình 12: Lũy kế, tổng mức đầu tư thực tế đạt 63% kế hoạch từ năm 2021 – 8T24 (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 13: Kế hoạch phát triển đường cao tốc và quốc lộ của Việt Nam (km)**



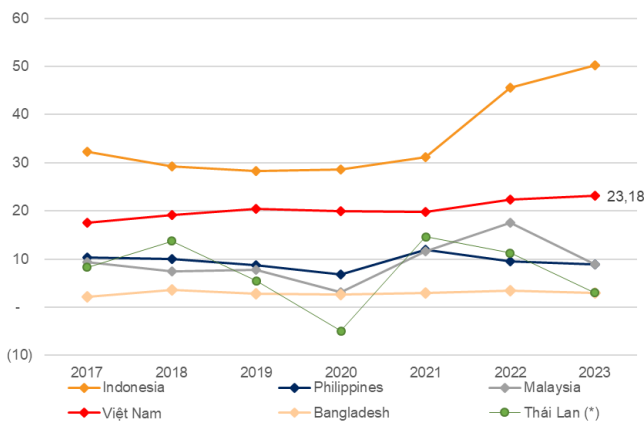
Nguồn: BỘ XÂY DỰNG, VNDIRECT RESEARCH

## BDS Khu công nghiệp: Dòng vốn FDI là động lực phát triển ngành

### Dòng vốn FDI dồi dào, sản xuất thúc đẩy nhu cầu KCN

Trong những năm gần đây, Việt Nam luôn là điểm đến nổi bật thu hút dòng vốn FDI với CAGR là 5,2%. Trong năm 2023, vốn FDI đăng ký đạt trên 36,6 tỷ USD, với tổng vốn giải ngân đạt kỷ lục là 23,2 tỷ USD trong khi vốn đăng ký 7T24 đã tăng 10,9 svck, vượt qua 18 tỷ USD. Vốn FDI giải ngân đã tăng dần trong 10 năm qua, duy trì tỷ lệ giải ngân ở mức 60%.

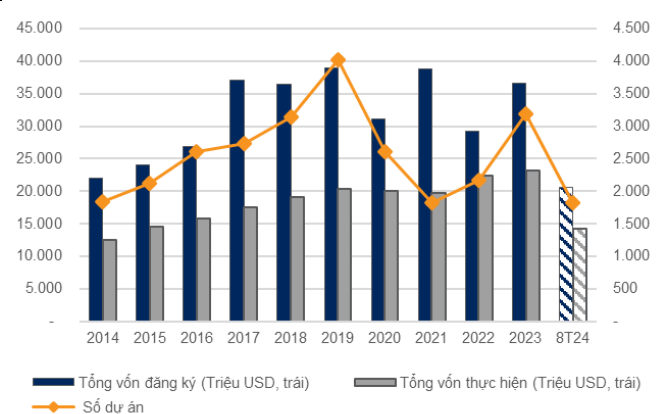
**Hình 14: Việt Nam duy trì dòng vốn FDI ổn định so với các nước trong khu vực (tỷ USD)**



(\*) Data có thể khác do định nghĩa về FDI của từng đất nước

Nguồn: TCTK, Statistic departments of each country

**Hình 15: Vốn FDI đăng ký tiếp tục tăng trưởng mạnh 10,9% svck trong 8T24**

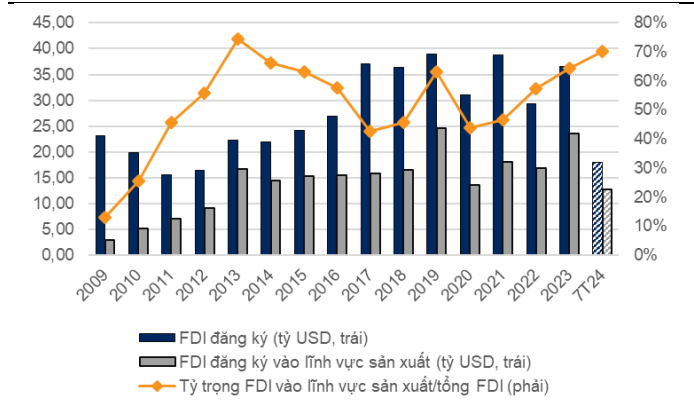


Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

FDI tại Việt Nam chủ yếu tập trung vào lĩnh vực sản xuất, chiếm từ 60%-70% tổng vốn đầu tư. Xu hướng này thúc đẩy nhu cầu đối với bất động sản công nghiệp. Trong giai đoạn 2019-2023, FDI vào lĩnh vực sản xuất tăng trưởng mạnh, dẫn đến lượng đất khu công nghiệp được hấp thụ tăng nhanh và duy trì ở mức cao. Chúng tôi ước tính, với mức FDI đăng ký trung bình vào ngành sản

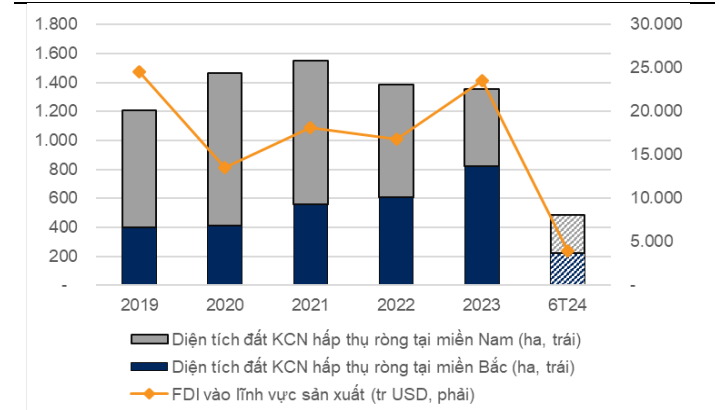
xuất đạt 19,3 tỷ USD mỗi năm (2019-2023), nhu cầu đất công nghiệp phục vụ xây dựng nhà máy dao động khoảng 580 triệu USD đến 965 triệu USD mỗi năm.

**Hình 16: Tăng trưởng FDI vào ngành sản xuất tăng trưởng với tốc độ CAGR 14% trong 10 năm qua**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Mối tương quan giữa FDI vào ngành sản xuất và tỷ lệ hấp thụ đất KCN từ 2019-24**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Trong 7T24, vốn FDI đăng ký vào ngành sản xuất tăng 15,7% svck lên 12,7 tỷ đô với sự xuất hiện của nhiều nhà sản xuất lớn trên toàn cầu như Hyosung, Trina Sola, BOE, Gokin Solar, và Electric Tripod.

**Hình 18: Các dự án FDI trọng điểm trong 7T24**

Dự án	Vốn đăng ký		Đến từ	Tại KCN	Chủ đầu tư KCN	Tỉnh
	đầu tư (tr USD)	Nhà đầu tư				
Nhà máy sợi sinh học BDO	730	Hyosung	Hàn Quốc	Phú Mỹ	IDC	Bà Rịa - Vũng Tàu
Sản xuất tấm và thanh silic đơn tinh thể, tấm pin năng lượng mặt trời	454	Trina Solar	Trung Quốc	Yên Bình	CTCP Đầu tư phát triển Yên Bình	Thái Nguyên
Dự án hệ thống thông minh	287	Foxconn	Đài Loan	Bắc Tiên Phong	Deep C	Quảng Ninh
Nhà máy thiết bị đầu cuối thông minh BOE Việt Nam	275	BOE	Trung Quốc	Phú Mỹ III	CTCP Thanh Bình Phú Mỹ	Bà Rịa - Vũng Tàu
Tấm silic và thanh silic đơn tinh thể quang điện	275	Gokin Solar	Hồng Kông	Texhong Hải Hà	Công ty TNHH Khu công nghiệp Texhong Việt Nam	Quảng Ninh
Dự án sản phẩm giải trí thông minh	264	Foxconn	Đài Loan	Sông Khoai	Amata	Quảng Ninh
Nhà máy Electronic Tripod Việt Nam	250	Electronic Tripod	Đài Loan	Châu Đức	SZC	Bà Rịa - Vũng Tàu

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

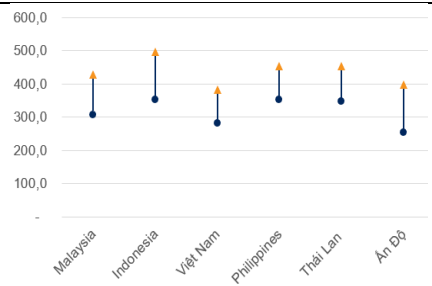
### Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục thu hút FDI trong dài hạn

Cùng với các yếu tố khác như địa lý thuận lợi, tăng trưởng kinh tế ổn định và tích cực hội nhập sâu vào kinh tế toàn cầu và khu vực, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến thu hút FDI trong bối cảnh đa dạng chuỗi cung ứng diễn ra toàn cầu nhờ:

#### Chi phí cạnh tranh

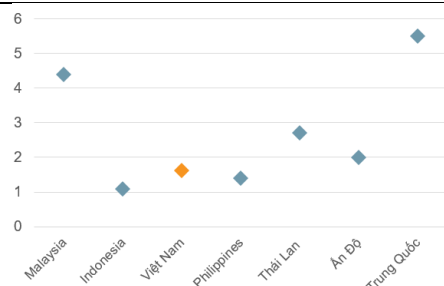
Chúng tôi tin rằng giá điện sản xuất và chi phí lao động cạnh tranh so với các quốc gia khác trong khu vực sẽ giúp Việt Nam có lợi thế trong việc thu hút FDI vào: (1) Các ngành sản xuất tiêu tốn nhiều điện năng, như hóa chất và công nghiệp nặng; (2) Các ngành sử dụng nhiều lao động, như dệt may và lắp ráp điện tử.

**Hình 19: Việt Nam có lợi thế cạnh tranh về chi phí xây dựng (USD/m<sup>2</sup>),...**



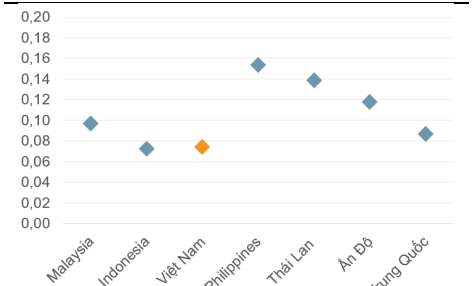
Nguồn: JLL, World Bank

**Hình 20: ... tiền lương nhân công sản xuất (USD/giờ) ...**



Nguồn: JLL, World Bank

**Hình 21: ... và giá điện sản xuất kinh doanh (USD/kWh) so với các nước trong khu vực**



Nguồn: JLL, World Bank

*Vị trí địa lý gần với Trung Quốc giúp hưởng lợi từ chiến lược “Trung Quốc +1”*

Nằm gần Trung Quốc, "công xưởng thế giới", Việt Nam là quốc gia hưởng lợi nhiều nhất từ chiến lược "Trung Quốc +1" và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Nhiều ông lớn ngành công nghệ đã có kế hoạch cụ thể để dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, ví dụ như Apple, Qisda và Pegatron. JPMorgan dự đoán Apple sẽ chuyển 65% sản xuất AirPods, 20% iPad, 20% Apple Watch và 5% MacBook sang Việt Nam vào cuối năm 2025.

**Hình 22: Các nhà sản xuất điện tử dần dịch chuyển hoặc có kế hoạch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam**

Công ty	Tình trạng	Sản phẩm	Trụ sở
Inventec	Đang chuyển dịch	Cung ứng linh kiện Apple	Đài Loan
Wistron	Đang chuyển dịch	Linh kiện Máy tính ODM	Đài Loan
Pegatron	Đang chuyển dịch	Cung ứng linh kiện Apple	Đài Loan
Apple	Đang chuyển dịch	AirPods	Mỹ
Qisda	Đang chuyển dịch	Cung ứng EMS	Đài Loan
Dell	Đang lên kế hoạch	Máy vi tính	Mỹ
Google	Đang lên kế hoạch	Điện thoại thông minh	Mỹ
Microsoft	Đang lên kế hoạch	Máy vi tính	Mỹ
Lenovo	Đang lên kế hoạch	Máy vi tính	Hồng Kông
Nintendo	Đang lên kế hoạch	Máy chơi game cầm tay	Japan

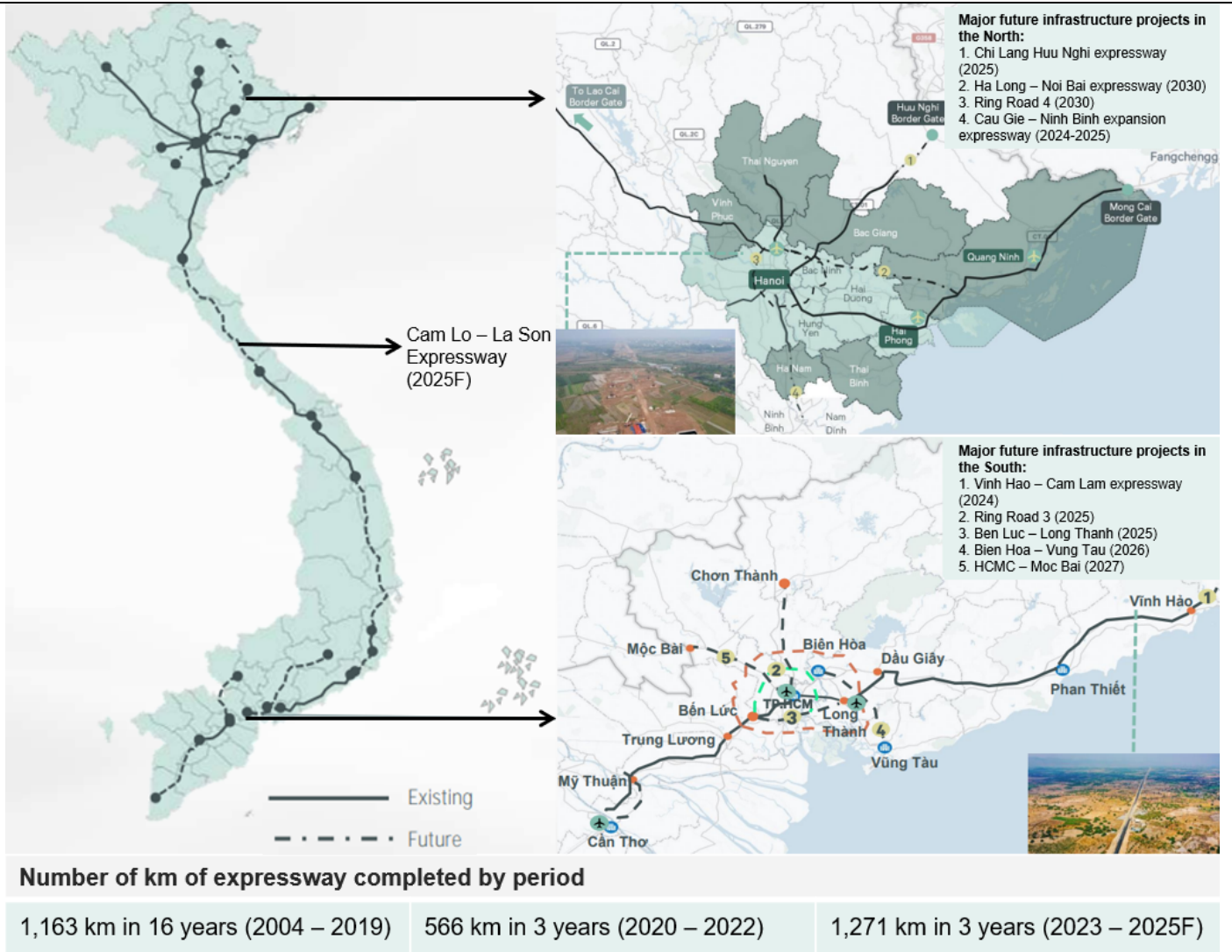
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Savills, KPMG

*Cơ sở hạ tầng được nâng cấp sau giai đoạn đầu tư công mạnh mẽ*

Các tuyến đường cao tốc ở cả ba miền đất nước đang được triển khai đồng thời, giúp tăng cường kết nối liên vùng, giảm thời gian và chi phí vận chuyển hàng hóa.



Hình 23: Việc xây dựng đường cao tốc từ Bắc vào Nam đang được đẩy nhanh nhằm nâng cấp hệ thống giao thông đường bộ của Việt Nam.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

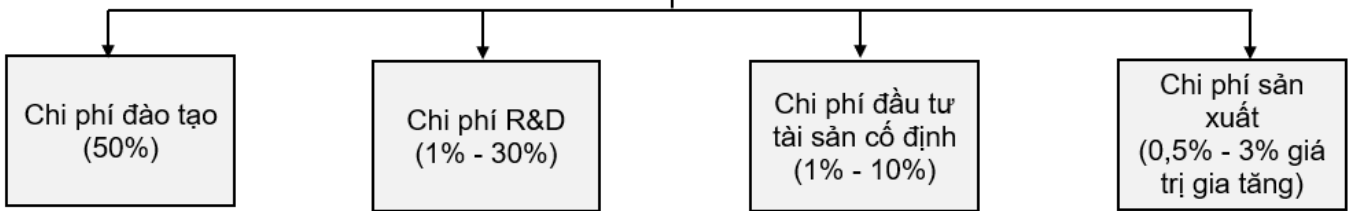
*Chính sách ưu đãi từ Chính phủ*

Việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu (GMT) khiến các ưu đãi thuế của Việt Nam trở nên không có ý nghĩa đối với các dự án quy mô lớn. Hiện tại, Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Bộ KH&ĐT) đang hoàn thiện dự thảo Nghị định thành lập Quỹ Hỗ trợ đầu tư, chủ yếu được tài trợ bởi nguồn thu từ GMT, để hỗ trợ các dự án công nghệ cao dưới hình thức chi phí. Chúng tôi cho rằng chính sách hỗ trợ phi thuế này sẽ nâng cao sức hấp dẫn về môi trường đầu tư của Việt Nam khi nó trực tiếp giảm chi phí đầu tư cho các doanh nghiệp FDI.

Hình 24: Nội dung chính của dự thảo lần thứ tám về việc thành lập, quản lý và sử dụng Quỹ Hỗ trợ Đầu tư Việt Nam

Hỗ trợ doanh nghiệp:	Điều kiện
(1) Có dự án đầu tư trong lĩnh vực sản xuất sản phẩm công nghệ cao	(1) Dự án đạt quy mô vốn đầu tư ít nhất 12.000 tỷ đồng hoặc có doanh thu ít nhất đạt 20.000 tỷ đồng/năm
(2) Hoạt động trong lĩnh vực công nghệ cao	(2) Hoàn thành giải ngân tối thiểu 12.000 tỷ đồng trong thời hạn 5 năm hoặc 10.000 tỷ đồng trong thời hạn 3 năm kể từ ngày được cấp, điều chỉnh Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư hoặc chấp thuận chủ trương đầu tư
(3) Có dự án ứng dụng công nghệ cao	(3) Với các dự án bán dẫn và AI, quy mô vốn tối thiểu là 6.000 tỷ đồng hoặc có doanh thu tối thiểu đạt 10.000 tỷ đồng/năm
(4) Có dự án đầu tư trung tâm nghiên cứu và phát triển	(4) Trường hợp dự án sản xuất sản phẩm công nghệ cao độc quyền, với công nghệ đứng đầu thế giới thì không yêu cầu về quy mô hay doanh thu tối thiểu
	(1) Dự án có quy mô vốn đầu tư tối thiểu là 3.000 tỷ đồng

**Hỗ trợ về mặt**



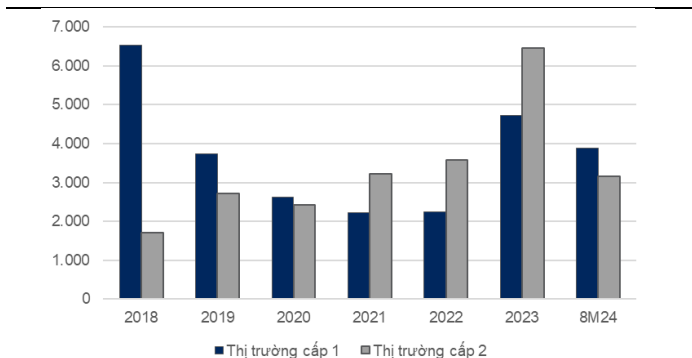
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI

**Thị trường cấp 2 có nhiều tiềm năng hứa hẹn để phát triển KCN**

**Chúng tôi kỳ vọng thị trường cấp 2 sẽ phát triển mạnh mẽ nhờ sự mở rộng của dòng vốn FDI vào khu vực này**

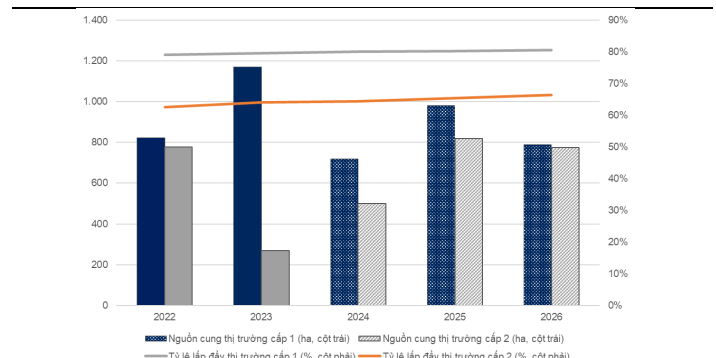
Dòng vốn FDI đang mở rộng mạnh mẽ vào thị trường cấp 2, tập trung vào sản xuất linh kiện, máy tính, thiết bị điện tử và công nghệ năng lượng mặt trời. Năm 2023, tổng vốn FDI vào thị trường cấp 2 đạt 8,4 tỷ USD (+136% svck), chủ yếu tại Quảng Ninh và Thái Bình. Chúng tôi dự đoán rằng thị trường cấp 2 sẽ trở thành điểm đến hấp dẫn thu hút FDI nhờ vào 1) giá thuê cạnh tranh và 2) sự cải thiện về cơ sở hạ tầng. CBRE dự báo khu vực phía Bắc sẽ đón nhận nguồn cung mới dồi dào tại các thị trường cấp 2 với tốc độ tăng trưởng ấn tượng trong giai đoạn 2024-2026.

Hình 25: Dòng vốn FDI đang mở rộng sang các thị trường cấp 2 (triệu USD)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

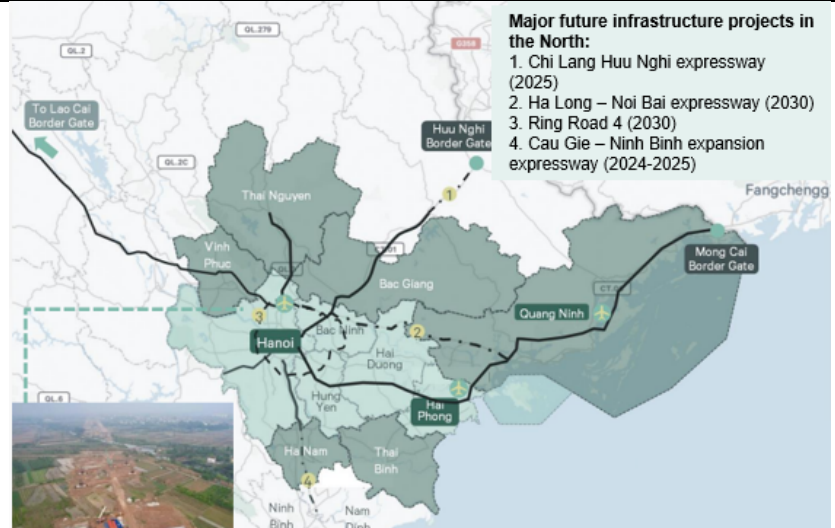
Hình 26: Các thị trường cấp 2 dự kiến sẽ đón nhận nguồn cung mới dồi dào trong những năm tới (ha) với tỷ lệ lấp đầy tích cực



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng sự phát triển cơ sở hạ tầng sẽ thuận lợi cho thị trường cấp 2 trong những năm tới khi mạng lưới đường cao tốc ở khu vực phía Bắc đã tăng tốc đáng kể. Các dự án cơ sở hạ tầng lớn như Đường vành đai 4, Đường cao tốc Chi Lăng Hữu Nghị, Đường cao tốc Hạ Long - Nội Bài và Đường cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình tăng cường kết nối giữa Hà Nội và các thị trường trọng điểm, cũng như tạo điều kiện thuận lợi cho việc tiếp cận các cửa khẩu với Trung Quốc. Dự án đường ven biển sắp tới dự kiến sẽ thúc đẩy đầu tư vào các thị trường thứ cấp mới nổi như Thái Bình, Hà Nam và Quảng Ninh bằng cách cải thiện cơ sở hạ tầng và khả năng tiếp cận.

**Hình 27: Các dự án hạ tầng trọng điểm đang được phát triển ở miền Bắc**



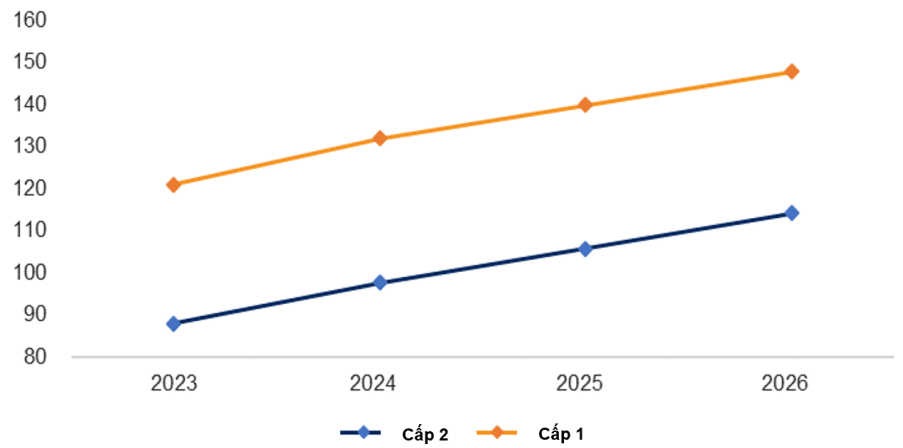
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Chúng tôi tin rằng dự án Cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình hoàn thành giai đoạn 1, kết nối Quốc lộ 1 với Cao tốc Hà Nội – Ninh Bình, Quốc lộ 21A-B và Cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, sẽ cải thiện giao thương giữa Hà Nam và các khu vực khác. Điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các KCN tại khu vực cấp 2, đặc biệt là vùng Hà Nam. Theo đó, chúng tôi dự báo rằng TAL sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao và ghi nhận doanh thu mạnh từ dự án KCN Đồng Văn III, vừa ra mắt vào T8/2024.

### **Giá thuê sẽ tiếp tục tăng**

Trong giai đoạn 2024-2026, chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ tăng trưởng ở cả hai thị trường cấp 1 và cấp 2 do nhu cầu cao từ các dự án công nghệ cao ở khu vực phía Bắc. CBRE dự báo giá thuê sẽ tăng 5-8%/năm ở cả hai cấp, đặc biệt là ở thị trường cấp 1. Mặc dù cả hai đều được dự báo sẽ chứng kiến sự tăng trưởng bền vững về giá thuê, giá thuê tại thị trường cấp 2 vẫn sẽ thấp hơn so với cấp 1, điều này giúp thị trường cấp 2 trở nên hấp dẫn hơn đối với các doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng thị trường cấp 2 sẽ là một khu vực tiềm năng cho các khu công nghiệp nhờ giá thuê hấp dẫn.

Hình 28: CBRE dự báo giá thuê sẽ tăng 5-8% ở miền Bắc (USD)



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

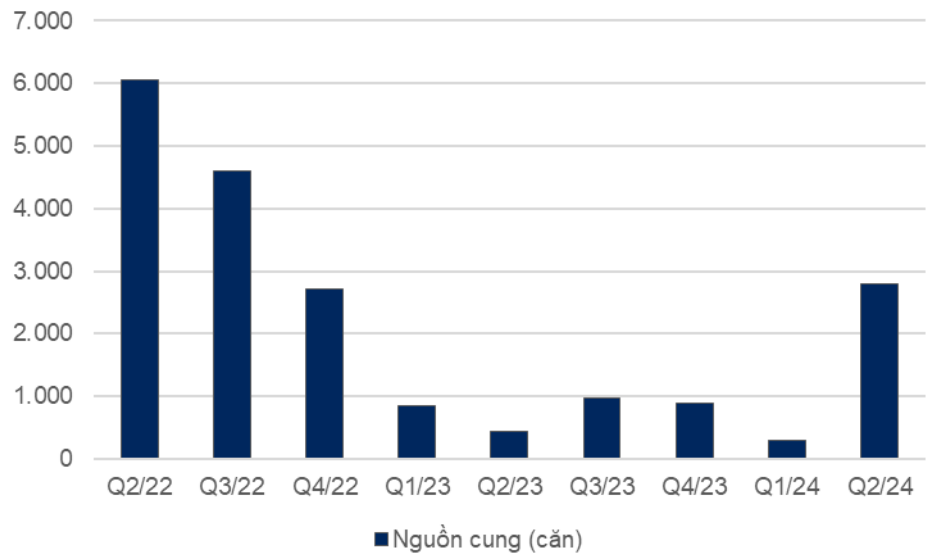
**Bất động sản nghỉ dưỡng: Tâm lý lạc quan nhờ du lịch phục hồi**

**Thị trường cải thiện nhờ sự phục hồi của ngành du lịch**

1) *Nguồn cung và giá phòng trung bình tăng trưởng ổn định...*

Trong Q2/24, thị trường bất động sản nghỉ dưỡng ghi nhận bảy dự án mới, cung cấp 2.788 sản phẩm (+700% sv quý trước), tuy nhiên chỉ bằng 45% nguồn cung cùng kỳ năm 2022. Một dự án condotel tại Nha Trang chiếm 99% tổng nguồn cung. Tổng kết 6T24, có 3.114 sản phẩm mới được ra mắt (+100% svck, khoảng 27% so với Q2/22).

**Hình 29: Nguồn cung nghỉ dưỡng mới Q2/24 gấp tám lần Q2/23 (căn)**



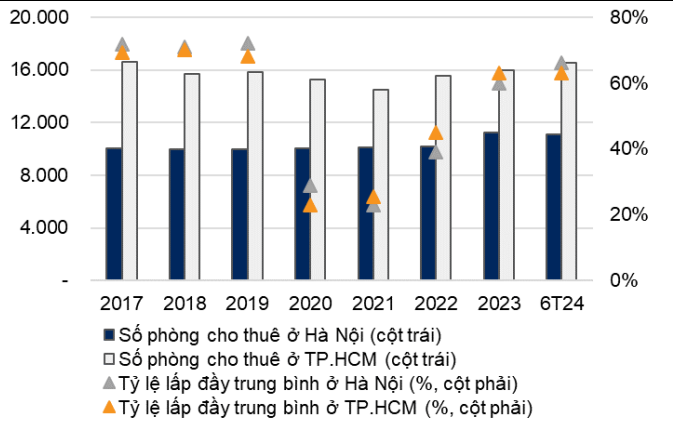
Nguồn: VARS, VNDIRECT RESEARCH

Trong nửa đầu năm 2024, nguồn cung phòng khách sạn tại Hà Nội đạt 11.120 phòng (+1,4% svck) từ 67 dự án với tỷ lệ lấp đầy trung bình là 67% (+2% sv quý trước, +3% svck). Trong khi đó, thị trường TP.HCM cung cấp 16.542 phòng (+5,42% svck) từ 116 dự án và tỷ lệ lấp đầy trung bình là 63% (+1% svck, -6% so với 6T19). Cả hai thị trường đều chứng kiến sự tăng trưởng ổn định về nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy sau đại dịch.

Về giá, giá phòng trung bình tại TP.HCM tăng 4,5% svck, đạt 1,9tr đồng/phòng/đêm, trong khi Hà Nội ghi nhận mức tăng mạnh hơn 11% svck, với mức giá trung bình là 2,9tr đồng/phòng/đêm.

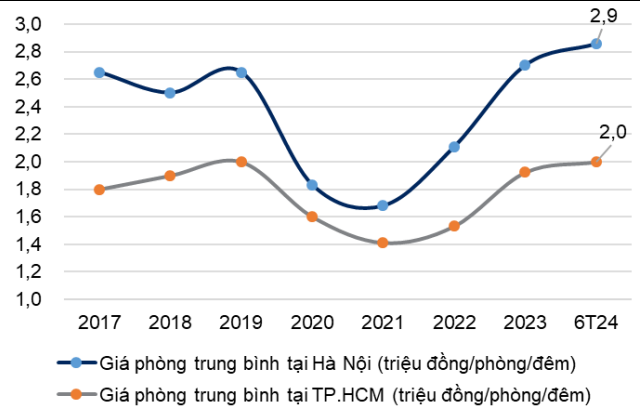


**Hình 30: Hà Nội và TP. HCM đều chứng kiến nguồn cung tăng trưởng ổn định**



Nguồn: Savills, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 31: Giá phòng tăng nhẹ ở cả hai thành phố**

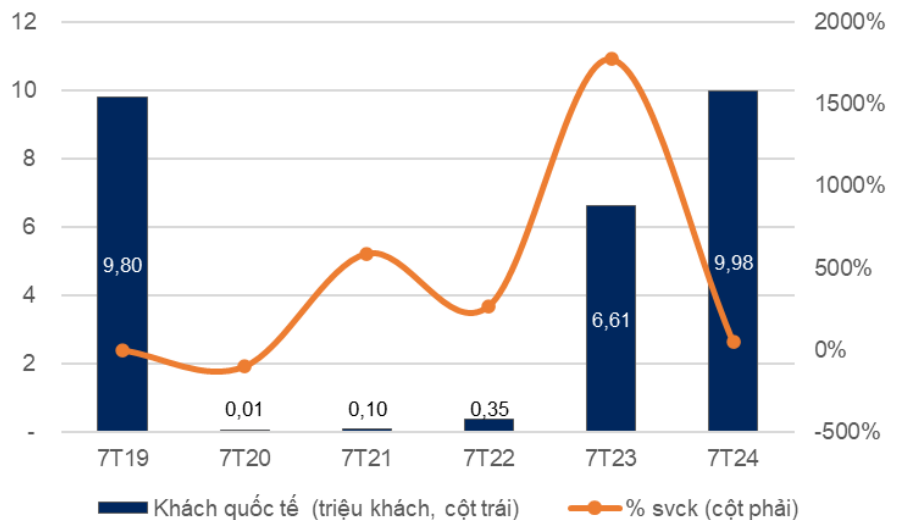


Nguồn: Savills, VNDIRECT RESEARCH

2) ...nhờ sự phục hồi của ngành du lịch

Sự phục hồi của ngành du lịch Việt Nam phần lớn được thúc đẩy bởi nhu cầu trong nước và lượng khách quốc tế ngày càng tăng. Điều này đã mang lại sự lạc quan cho thị trường bất động sản nghỉ dưỡng.

**Hình 32: Du lịch quốc tế đã phục hồi về mức trước đại dịch**



Nguồn: CAAV, VNDIRECT RESEARCH

Lượng khách quốc tế đến Việt Nam đã phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch khi số lượng khách quốc tế trong 7T24 tăng 51% svck và tăng 1,9% so với cùng kỳ năm 2019. Khách du lịch nội địa đạt 79,5 triệu lượt. Tổng thu từ du lịch cũng đạt 513 nghìn tỷ đồng trong 7T24. Kết quả ấn tượng này là nhờ vào nỗ lực không ngừng của chính phủ trong việc hỗ trợ ngành du lịch thông qua một số các biện pháp như:

- Mở rộng chính sách visa, bao gồm việc cấp visa điện tử cho công dân của tất cả các nước với thời hạn lên đến 90 ngày.
- Trong nỗ lực thúc đẩy phục hồi kinh tế và hỗ trợ một số ngành trọng trọng điểm, chính phủ Việt Nam đã thực hiện giảm 2% thuế GTGT đối với hàng hóa và dịch vụ, từ 10% xuống 8% có hiệu lực từ T7/2023, giúp các hoạt động du lịch và giải trí trở nên hợp lý hơn về chi phí, đồng thời

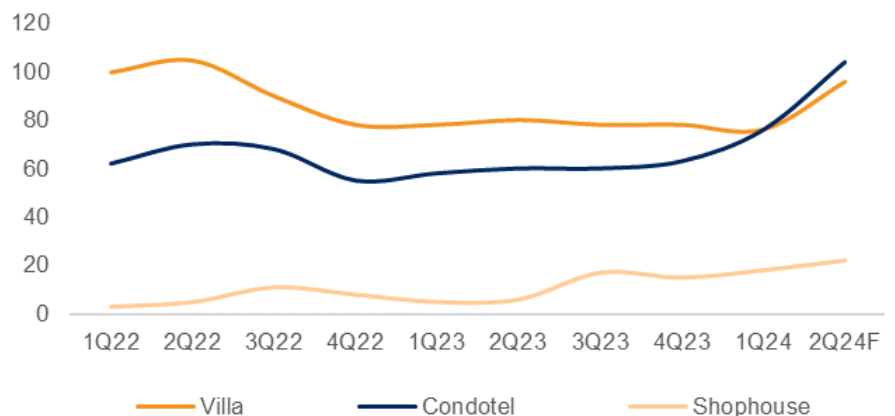
giúp Việt Nam trở thành điểm đến cạnh tranh hơn. Chính sách này đã trực tiếp mang lại lợi ích cho ngành bất động sản nghỉ dưỡng, tăng doanh thu và thu hút đầu tư mới vào cơ sở hạ tầng du lịch.

### Thị trường BĐS nghỉ dưỡng sẽ cải thiện dần từ nửa cuối năm 2024

#### 1) Niềm tin của nhà đầu tư vào BĐS nghỉ dưỡng cải thiện nhờ...

Theo khảo sát của Batdongsan.com, mức độ quan tâm của nhà đầu tư đã tăng vọt lên 100 trong Q2/24 từ mức 80 cuối năm 2023, được thúc đẩy bởi các điều kiện kinh tế vĩ mô thuận lợi. Nhu cầu về các loại hình bất động sản nghỉ dưỡng như biệt thự và condotel đã tăng 30-40% svck, phản ánh sự tự tin trong lĩnh vực này. Sự gia tăng nhu cầu về bất động sản nghỉ dưỡng đặc biệt rõ rệt ở miền Bắc Việt Nam và các khu vực có kết nối giao thông mạnh mẽ. Đáng chú ý, tại các quận Ngũ Hành Sơn và Sơn Trà của Đà Nẵng, mức độ quan tâm tìm kiếm bất động sản nghỉ dưỡng đã tăng 66% svck. Tại Nha Trang và Cam Ranh, thuộc tỉnh Khánh Hòa, mức độ quan tâm cũng tăng 53% svck. Thành phố Đồng Hới, Quảng Bình, một thị trường quan trọng trong lĩnh vực bất động sản nghỉ dưỡng ở miền Bắc, ghi nhận mức tăng 41% svck về mức độ quan tâm. Các thị trường nổi bật khác bao gồm Cát Hải (Hải Phòng) và Hạ Long (Quảng Ninh), với mức tăng svck lần lượt là 28% và 26%.

**Hình 33: Niềm tin của các nhà đầu tư vào bất động sản nghỉ dưỡng tốt lên trong Q2/24**

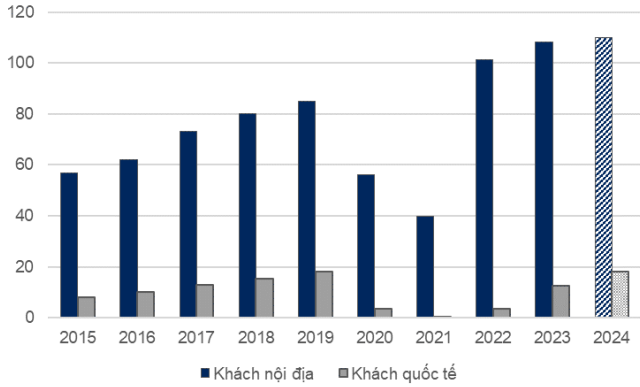


Nguồn: Batdongsan.com, VNDIRECT RESEARCH

#### 2) .... triển vọng tích cực của ngành du lịch và...

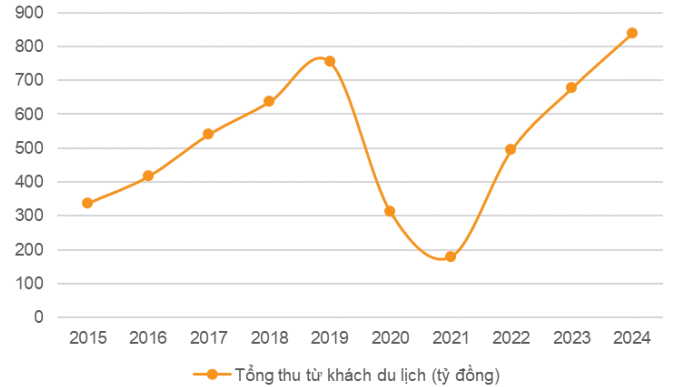
Chúng tôi kỳ vọng lượng khách du lịch nội địa sẽ đạt 110 triệu lượt và lượng khách quốc tế sẽ đạt 18 triệu lượt, vượt mức trước đại dịch. Theo đó, tổng doanh thu từ du lịch năm 2024 dự kiến đạt 840 nghìn tỷ đồng (+25% svck, +20% so với năm 2019). Mục tiêu này cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ của du khách nội địa và quốc tế sẽ thúc đẩy sự sôi động của ngành du lịch. Triển vọng tích cực này phản ánh nỗ lực không ngừng của Việt Nam trong việc thu hút khách du lịch như một điểm đến hàng đầu và thích ứng để với xu hướng du lịch toàn cầu.

**Hình 34: Lượng khách quốc tế và nội địa (triệu lượt)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 35: Tổng doanh thu từ khách du lịch**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

3) .. khung pháp lý hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung.

Việc hoàn thiện khung pháp lý, đặc biệt thông qua Nghị định 10/2023/NĐ-CP, quy định về việc cấp giấy chứng nhận quyền sở hữu cho condotel và officetel, được kỳ vọng sẽ tiếp tục củng cố niềm tin của nhà đầu tư.

Theo Hiệp hội Môi giới Bất động sản Việt Nam (VARs), nguồn cung bất động sản nghỉ dưỡng dự kiến sẽ tăng 20% svck, với 60% nguồn cung mới là các căn hộ có view biển. Sự cải thiện này được dự đoán sẽ thúc đẩy sự phục hồi của ngành, giúp thị trường bất động sản du lịch của Việt Nam đạt mức tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới. Trong khi đó, nguồn cung khách sạn mới dự kiến sẽ đón nhận 300 phòng ở TP.HCM và 207 phòng tại Hà Nội. Với kỳ vọng về sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch, Savills dự báo nguồn cung mới cho năm 2027 sẽ đạt 1,100 phòng từ sáu dự án khách sạn 4 và 5 sao tại TP.HCM. Trong giai đoạn 2025-2026, Hà Nội dự kiến sẽ có thêm 2,689 phòng từ mười hai dự án, trong đó có tám dự án 5 sao chiếm 76% và 24% còn lại là các khách sạn 4 sao.

Triển vọng tích cực này đặc biệt có lợi cho các công ty như TAL, hiện đang phát triển các dự án nghỉ dưỡng trọng điểm như Pulchra Resort (Đà Nẵng), Sunrise Bao Ninh (Quảng Bình), và Four Seasons (Thanh Hóa). Những dự án này được kỳ vọng sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ cao, mang lại tăng trưởng doanh thu đáng kể khi thị trường tiếp tục đi lên.

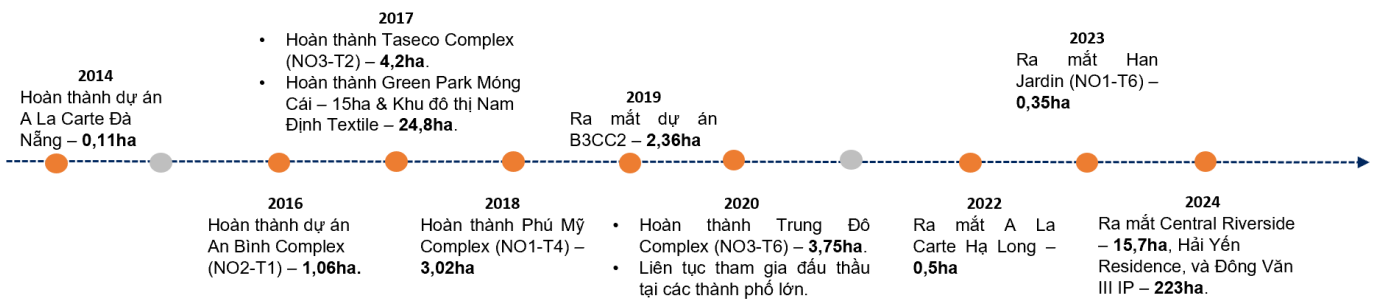
## Tổng quan công ty

### TAL là nhà phát triển BĐS có tiếng ở Hà Nội

Công ty Cổ phần Đầu tư Taseco Land (Taseco Land), tiền thân là Công ty Cổ phần Đầu tư Bất động sản An Bình, đã trở thành một nhà phát triển BĐS nổi bật trên thị trường Việt Nam kể từ khi thành lập vào năm 2009. Chuyên về phát triển và xây dựng bất động sản, Taseco Land tập trung vào các khu vực phía Bắc và miền Trung Việt Nam. Năm 2014, công ty đã tạo dấu ấn với dự án đầu tiên, Alacarte Đà Nẵng. Thành công này đã mở đường cho sự nổi tiếng của công ty thông qua nhiều dự án đáng chú ý tại Khu vực Ngoại giao đoàn, bao gồm các tòa nhà NO2-T1, NO3-T2, NO1-T4 và NO3-T6.

Trong hơn 15 năm, Taseco Land đã mở rộng danh mục đầu tư của mình với một loạt các dự án chất lượng cao trên khắp các tỉnh thành trọng điểm trên toàn quốc. Hiện công ty tự hào có quỹ đất lớn khoảng 600 ha tại phía Tây Hà Nội và các địa điểm chiến lược khác như Quảng Ninh, Thái Nguyên và Hà Nam.

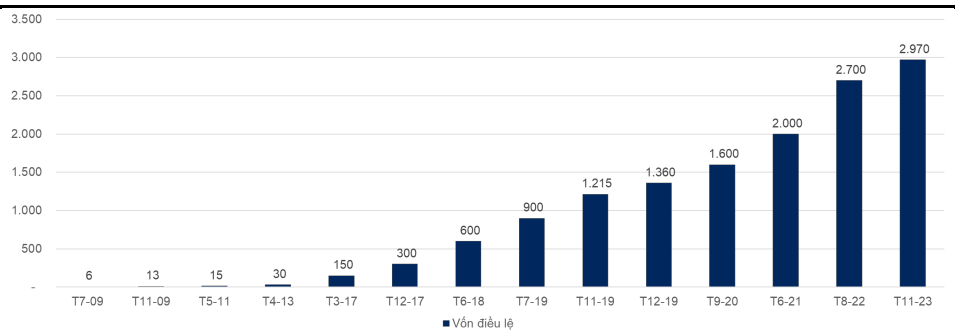
Hình 36: Quá trình phát triển quỹ đất của TAL



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Sự phát triển của Taseco Land còn được phản ánh qua các cột mốc tài chính, với vốn điều lệ đạt 2.970 tỷ đồng thông qua nhiều lần tăng vốn. Ngày 9/1/2024, công ty đã đánh dấu một cột mốc quan trọng với phiên giao dịch đầu tiên trên UPCOM, niêm yết 297 triệu cổ phiếu đang lưu hành và đạt vốn hóa thị trường là 6.230 tỷ đồng. Hiện công ty đang có kế hoạch phát hành thêm 14,85 triệu cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu, tương đương 5% cổ phiếu đang lưu hành, để tăng vốn lên 3.118 tỷ đồng. Kế hoạch này đã được thông qua tại ĐHCĐ năm 2023 và dự kiến sẽ được thực hiện từ Q4/24 đến Q3/25.

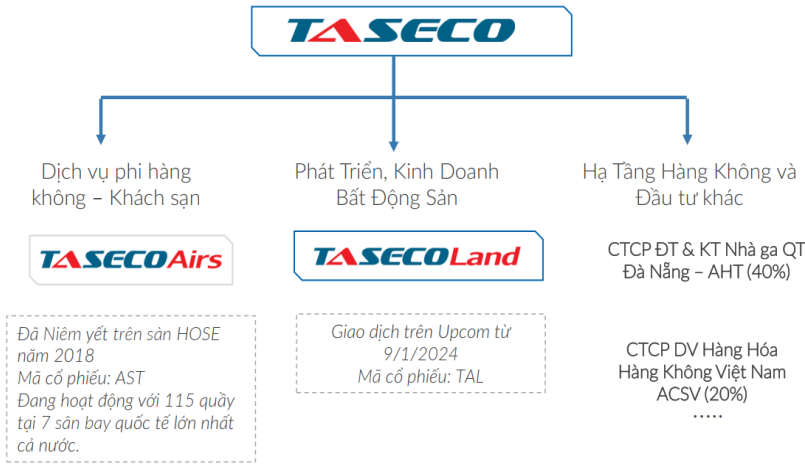
Hình 37: Thay đổi trong vốn của công ty (tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

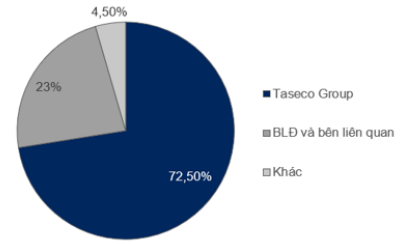
**Taseco Land nằm trong hệ sinh thái của Tập đoàn Taseco**

Hình 38: Taseco Land nằm trong hệ sinh thái của Tập đoàn Taseco



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Taseco Group là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 72,5% cổ phần



**BAN QUẢN TRỊ**

Họ và tên	Chức danh
Ông Phạm Ngọc Thanh	Chủ tịch
Ông Nguyễn Minh Hải	Phó Chủ tịch
Ông Đỗ Tuấn Anh	Phó chủ tịch
Ông Nguyễn Trần Tùng	Thành viên
Ông Đỗ Việt Thanh	Thành viên

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

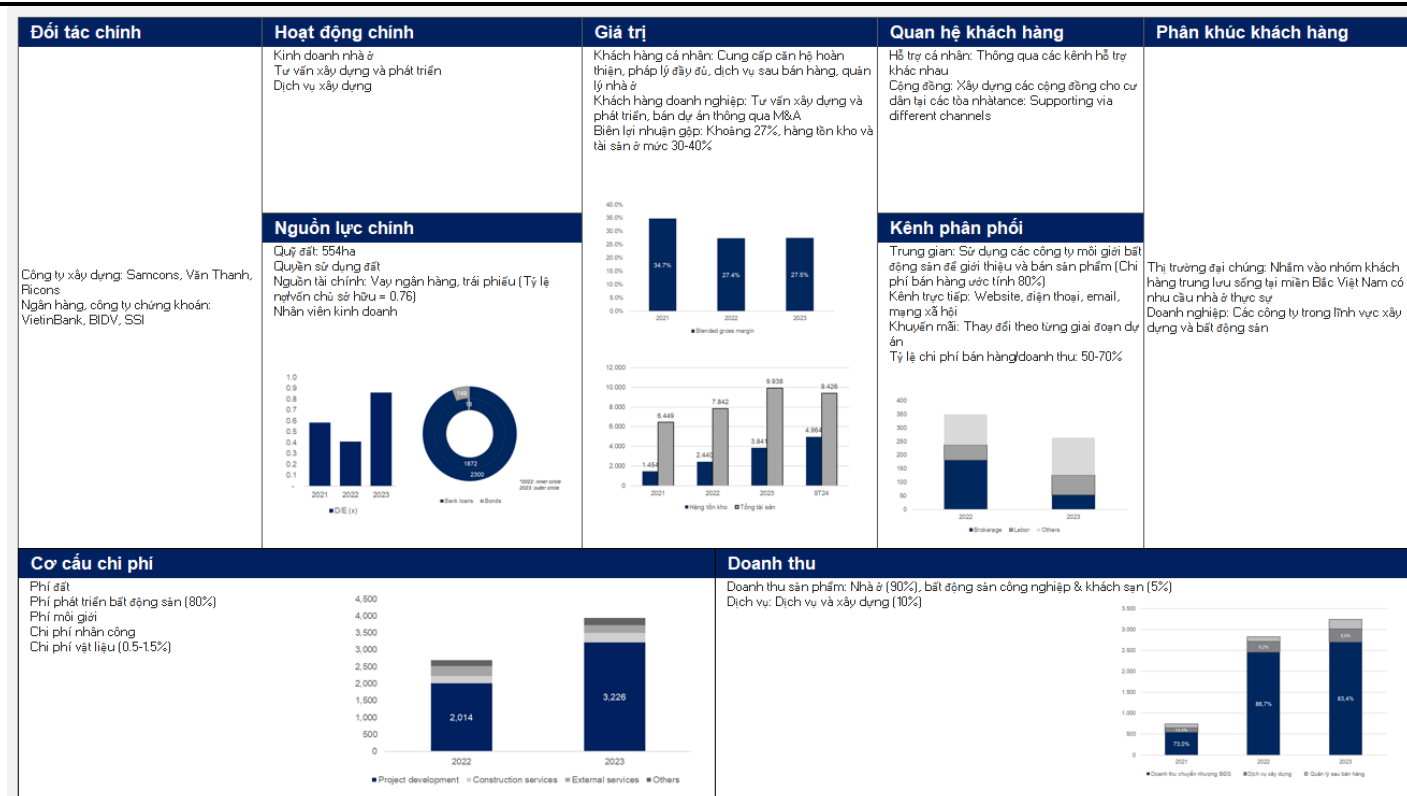
Cơ cấu cổ đông của Taseco Land do công ty mẹ - Taseco Group là cổ đông lớn với tỷ lệ sở hữu 72,5%. Taseco Group là tập đoàn hàng đầu trong lĩnh vực dịch vụ sân bay & khách sạn (Taseco Airs), phát triển & kinh doanh bất động sản, cũng như khách sạn (Taseco Land). Ban đầu tập trung vào dịch vụ hàng không, công ty đã đa dạng hóa sang du lịch và phát triển bất động sản trên khắp Việt Nam. Hội đồng quản trị và các bên liên quan khác hiện sở hữu ~5% cổ phần.

Hơn nữa, ông Phạm Ngọc Thành là người đồng sáng lập của Taseco Group. Ông đã cống hiến tại Taseco Group trong 20 năm và trở thành Chủ tịch của Taseco Land từ năm 2017. Các thành viên hội đồng quản trị khác cũng đã làm việc tại Taseco Group cũng như Taseco Land trong nhiều năm và cùng với ông Thanh, đã giúp tập đoàn phát triển. TAL được kỳ vọng sẽ ngày càng phát triển dưới sự lãnh đạo của họ.



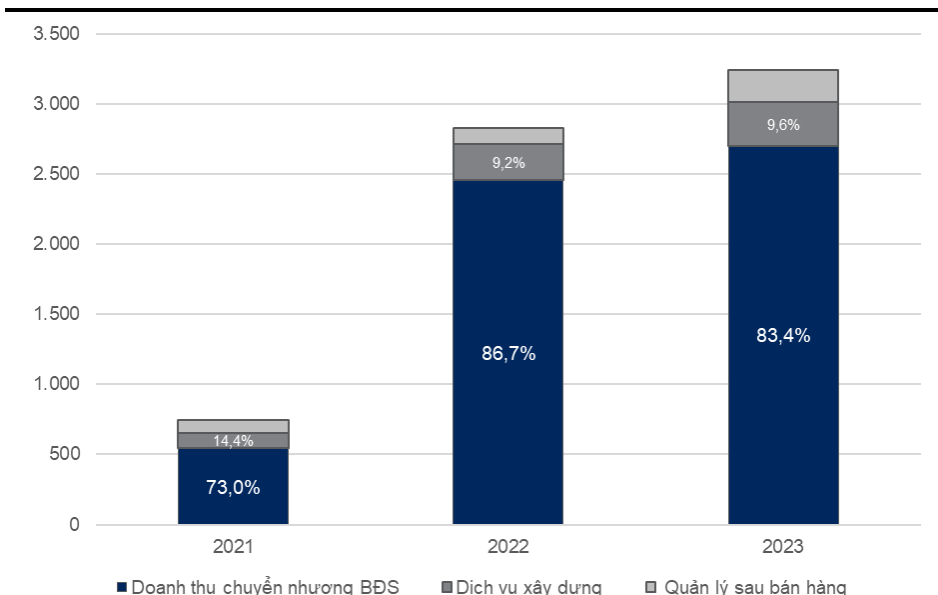
**Taseco Land là nhà phát triển BĐS toàn diện**

**Hình 40: Mô hình kinh doanh của Taseco Land**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 41: Cơ cấu doanh thu của TAL (tỷ đồng)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Phát triển BĐS**

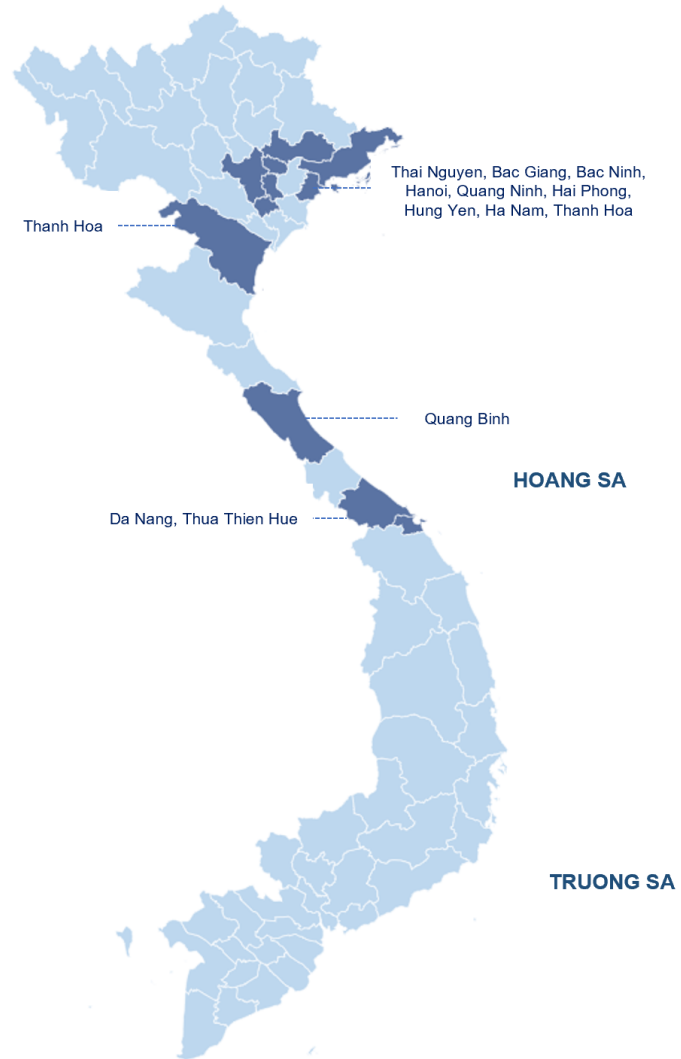
Chuyển nhượng bất động sản là mảng kinh doanh cốt lõi của Taseco Land, đóng góp 80% tổng doanh thu, tập trung chủ yếu vào phân khúc nhà ở.

**BDS nhà ở:** Công ty đầu tư vào cả dự án sơ cấp và thứ cấp, ra mắt nhiều dự án chất lượng cao trên khắp các tỉnh thành trọng điểm. Các dự án đáng chú ý bao gồm các tổ hợp căn hộ cao cấp NO2-T1, NO3-T2, NO1-T4 và NO3-T6 tại Khu Ngoại giao đoàn Hà Nội và Alacarte Vịnh Hạ Long (Quảng Ninh). Biên lợi nhuận gộp của Taseco Land ở mảng này là 30%, thấp hơn một chút so với mức trung bình của ngành là 40%. Điều này là do Taseco có xu hướng mua các dự án thứ cấp trong khi các công ty khác xây dựng từ đầu. Mặc dù biên lợi nhuận gộp thấp hơn, TAL có thể chuyển nhượng sản phẩm nhanh hơn và ít phải chịu áp lực pháp lý hơn.

**BDS Khu công nghiệp:** Sau 15 năm hoạt động trong lĩnh vực BDS nhà ở, Taseco Land đã lấn sân sang lĩnh vực BDS KCN với dự án đầu tiên: Khu công nghiệp Đồng Văn III (Hà Nam). Với diện tích 223ha và chi phí đầu tư 2.320 tỷ đồng, dự án có vị trí đắc địa gần Đường cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình, kết nối trực tiếp đến Sân bay Nội Bài và Cảng Hải Phòng, giúp giao thông thuận tiện. 220/223ha đất đã được giải phóng mặt bằng và lễ khởi công cũng đã được tổ chức vào T8/2024. Một biên bản ghi nhớ với đối tác Đài Loan đã được ký kết để bàn giao 5ha trong cùng tháng. Taseco Land có kế hoạch phát triển năm khu công nghiệp xanh tại các địa điểm trọng điểm như Hải Phòng, Hà Nam và Bắc Giang, đặt mục tiêu mở rộng quỹ đất lên 1.000ha và phát triển phân khúc này để đóng góp 20-30% doanh thu trong năm năm tới.

**BDS nghỉ dưỡng:** Taseco Land còn mở rộng sang lĩnh vực nghỉ dưỡng với thương hiệu "Alacarte", phát triển các dự án tại Quảng Ninh, Thanh Hóa và Đà Nẵng. Các dự án chính ở miền Trung Việt Nam bao gồm Khu du lịch sinh thái Bốn mùa tại Thanh Hóa, Sunrise Bảo Ninh tại Quảng Bình và Pulchra Resort tại Đà Nẵng. Dự án Sunrise Bảo Ninh đã nhận được phê duyệt vào cuối năm 2023, trong khi các dự án khác đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý, dự kiến ra mắt trong khoảng thời gian từ năm 2025-2027. Taseco Land cũng có kế hoạch mở rộng danh mục đầu tư nghỉ dưỡng của mình tại các điểm đến như Phú Quốc và Thanh Hóa.

Hình 42: Địa bàn kinh doanh



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

### Hoạt động xây dựng

Trong mảng dịch vụ, Taseco Land tập trung vào việc triển khai các dự án xây dựng, thường đóng vai trò là nhà đầu tư hoặc liên doanh. Công ty đảm bảo dự án được hoàn thành đúng tiến độ, tuân thủ các tiêu chuẩn thiết kế và chất lượng đã chỉ định nhưng vẫn tối ưu hóa chi phí. Từ đó, Taseco Land luôn đạt được mục tiêu của mình, cung cấp các dự án chất lượng cao một cách hiệu quả và tiết kiệm. Năm 2023, hoạt động xây dựng đóng góp 309 tỷ đồng tương đương 9,6% tổng doanh thu, với biên lợi nhuận gộp là 10,7%.

### Dịch vụ: Quản lý sau bán hàng

TAL cũng cung cấp dịch vụ dành riêng cho cư dân tại các tòa nhà của mình như NO2-T1, NO3-T2 và NO1-T4, nhằm đáp ứng nhu cầu sống của họ.

**Các dự án đã hoàn thành tiêu biểu**

	Dự án	Thông tin
<p><b>An Bình Complex NO2-T1</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Khu Ngoại Giao Đoàn, Bắc Từ Liêm (Lô đất NO2-T1)</li> <li>• Diện tích: 1,06ha</li> <li>• Sản phẩm: Căn hộ</li> <li>• Số lượng: 136 căn (21 tầng và 2 tầng hầm)</li> <li>• Năm hoàn thành: 2016</li> </ul>
<p><b>Phú Mỹ Complex NO1-T4</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Khu Ngoại Giao Đoàn, Bắc Từ Liêm (Lô đất NO1-T4)</li> <li>• Diện tích: 3,02ha</li> <li>• Sản phẩm: Căn hộ</li> <li>• Số lượng: 287 căn (35 tầng và 3 tầng hầm)</li> <li>• Năm hoàn thành: 2018</li> </ul>
<p><b>Trung Đô Complex NO3-T6</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Khu Ngoại Giao Đoàn, Bắc Từ Liêm (Lô đất NO3-T6)</li> <li>• Diện tích: 3,75ha</li> <li>• Sản phẩm: Căn hộ</li> <li>• Số lượng: 169 căn (21 tầng và 2 tầng hầm)</li> <li>• Năm hoàn thành: 2020</li> </ul>
<p><b>Taseco Complex – NO3-T2</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Khu Ngoại Giao Đoàn, Bắc Từ Liêm (Lô đất NO3-T2)</li> <li>• Diện tích: 4,2ha</li> <li>• Sản phẩm: Căn hộ</li> <li>• Số lượng: 252 căn (26 tầng, 2 tầng hầm, và 1 khu giải trí)</li> <li>• Năm hoàn thành: 2016</li> </ul>

<p><b>Alacarte Đà Nẵng</b></p>		<ul style="list-style-type: none"><li>• Vị trí: Số 200 Võ Nguyên Giáp, Phước Mỹ, Sơn Trà, Đà Nẵng</li><li>• Diện tích: 0,11ha</li><li>• Sản phẩm: Căn hộ khách sạn</li><li>• Số lượng căn: 203 căn (21 tầng và 1 tầng hầm)</li><li>• Năm hoàn thành: 2014</li></ul>
<p><b>Alacarte Hạ Long</b></p>		<ul style="list-style-type: none"><li>• Vị trí: Lô H30-H33, Bán đảo 2, Phường Hùng Thắng, Thành phố Hạ Long, Quảng Ninh</li><li>• Diện tích: 0,51ha</li><li>• Sản phẩm: Khách sạn và căn hộ dịch vụ</li><li>• Số lượng căn: 932 căn (41 tầng và 2 tầng hầm)</li><li>• Năm hoàn thành: 2023</li></ul>



## Phân tích tài chính: Doanh thu tăng trưởng mạnh với đòn bẩy cao

Hình 43: KQKD của TAL trong năm 2021-2023

	KQKD			% svck			Chú thích
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Doanh thu thuần	744	2.829	3.238	-88,6%	280,2%	14,4%	
<i>_Chuyển nhượng BĐS</i>	543	2.453	2.699	-88,0%	351,7%	10,0%	DT chuyển nhượng BĐS đã tăng mạnh lên 2.453 tỷ đồng vào năm 2022, chủ yếu nhờ ghi nhận 2 nghìn tỷ đồng từ Alacarte Hạ Long và 377 tỷ đồng (15,3 triệu USD) từ Riverview Lương Sơn. Năm 2023, doanh thu tăng 14,5% svck lên 3.238 tỷ đồng, nhờ bàn giao 106 căn Alacarte Hạ Long, 258 căn Ngoại Giao Đoàn và 40 biệt thự số 4 Thanh Hóa.
<i>_Dịch vụ xây dựng</i>	107	259	309	-89,1%	141,5%	19,3%	
<i>_Quản lý sau bán hàng</i>	94	117	229	-55,5%	24,7%	96,0%	
Lợi nhuận gộp	258	774	890	-92,1%	199,5%	15,0%	
Chi phí BH & QLDN	139	349	263	-89,7%	151,4%	-24,6%	
Thu nhập tài chính	50	47	(14)	-108,9%	-7,1%	-130,2%	Chi phí tài chính, chủ yếu là chi phí lãi vay, tăng mạnh do công ty gia tăng nợ vay mạnh mẽ để phát triển các dự án BĐS
Thu nhập từ công ty liên kết	(0)	1	0	-100,0%	-340,9%	-77,3%	
Lợi nhuận trước thuế	169	474	627	-93,5%	181,1%	32,4%	
Lợi nhuận ròng	132	370	473	-93,7%	180,8%	27,9%	
Biên LN gộp	34,7%	27,4%	27,5%				Biên LN gộp thu hẹp trong năm 2023 bởi công ty tập trung bán các dự án thứ cấp với biên lợi nhuận thấp hơn
Biên LN ròng	17,7%	13,1%	14,6%				

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

### KQKD 9T24: Thu nhập tài chính tăng mạnh thúc đẩy LN ròng

Hình 44: KQKD 9T24

tỷ đồng	Q3/24	Q3/23	%svck	9T24	9T23	%svck
Doanh thu thuần	311	187	66,5%	1.249	688	81,6%
<i>_Chuyển nhượng BĐS</i>	175	49	258,3%	744	282	164,3%
<i>_Dịch vụ xây dựng</i>	77	73	5,6%	306	256	19,5%
<i>_Quản lý sau bán hàng</i>	58	65	-9,9%	198	150	32,3%
Lợi nhuận gộp	68	46	48,4%	296	153	93,4%
Chi phí BH & QLDN	68	43	59,8%	175	136	28,1%
Thu nhập tài chính ròng	222	11	1915,6%	149	17	769,0%
Thu nhập từ công ty liên kết	214	14	1388,5%	259	44	485,3%
Lợi nhuận trước thuế	185	9	1911,5%	202	27	659,0%
Lợi nhuận ròng	-	-	-	-	-	-
Biên LN gộp	22,0%	24,6%	-3 điểm %	23,7%	22,3%	1 điểm %
Biên LN ròng	0,0%	0,0%	0 điểm %	0,0%	0,0%	0 điểm %

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

### Doanh thu Q3/24 tăng vọt nhờ doanh số chuyển nhượng BĐS

Doanh số Q3/24 chứng kiến mức tăng đáng kể 66% svck lên 310,7 tỷ đồng, trong đó, doanh số bán bất động sản tăng vọt 258% svck lên 175 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào việc chuyển nhượng các căn hộ thuộc dự án Central Riverside trị giá khoảng 150 tỷ đồng. Các mảng kinh doanh khác cũng chứng kiến sự tăng trưởng tích cực với doanh thu từ mảng xây dựng đạt 77 tỷ đồng (+6% svck). Lũy kế, doanh thu 9T24 tăng 81,6% svck lên 1.249 tỷ đồng.

### Biên LN gộp thu hẹp do chuyển nhượng dự án với biên LN thấp hơn

Biên lợi nhuận gộp thu hẹp 3% svck do TAL chuyển nhượng các dự án có biên lợi nhuận thấp hơn trong Q3/24. Trong quý này, TAL đã đẩy nhanh việc chuyển nhượng sản phẩm tại dự án Central Riverside. Theo ước tính của chúng tôi, biên LN gộp của dự án Central Riverside thấp hơn một chút so với biên LN gộp

của dự án Han Jardin và Alarcarte Hạ Long (đây là những dự án chính được chuyển nhượng trong năm 2023).

### Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp tăng mạnh

Trong Q3/24, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH & QLDN) tăng vọt 60% svck lên 68 tỷ đồng khi doanh thu tăng vọt. Chi phí BH & QLDN trong 9T24 đạt 174,6 tỷ đồng (+28,1% svck), trong đó, chi phí dịch vụ mua ngoài tăng vọt 144% svck lên 25,7 tỷ đồng.

### Thu nhập tài chính ròng tăng vọt nhờ khoản lãi từ việc chuyển nhượng các công ty con

Trong Q3/24, thu nhập tài chính ròng tăng gấp 20 lần svck lên 222 tỷ đồng nhờ khoản lãi từ việc chuyển nhượng cổ phần khi TAL đã hoàn tất việc thoái vốn tại Công ty cổ phần đầu tư TAH vào cuối T7/24, ghi nhận khoản lãi 250 tỷ đồng.

### ... thúc đẩy lợi nhuận ròng

Lợi nhuận ròng Q3/24 tăng 1911% svck lên 185 tỷ đồng sau khi ghi nhận thu nhập tài chính ròng tăng vọt. Lợi nhuận ròng 9T24 tăng 659% svck lên 202,2 tỷ.

## TAL thường ghi nhận doanh thu đột biến vào Q4

Figure 45: KQKD theo quý

tỷ đồng	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Doanh thu thuần	520	2.309	210	291	688	2.550	309	630	311
Doanh thu chuyển nhượng BĐS	370	2.082	79	153	54	2.412	135	435	175
Lợi nhuận gộp	154	620	37	70	153	728	58	170	68
Chi phí BH & QLDN	116	233	43	51	136	136	38	69	68
Thu nhập tài chính, ròng	30	17	8	(2)	17	(31)	(3)	(70)	222
Lợi nhuận, ròng	49	321	0	17	27	476	10	7	185
<b>% svck</b>									
Doanh thu thuần		344%	-91%	38%	136%	776%	-88%	104%	-51%
Doanh thu chuyển nhượng BĐS		462%	-96%	93%	-65%	1473%	-94%	223%	-60%
Lợi nhuận ròng		554%	-100%	11593%	54%	2659%	-98%	-32%	2569%

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

TAL ghi nhận doanh thu tăng vọt trong Q4 trong năm 2022-23, chủ yếu nhờ doanh số bán bất động sản tăng đột biến. Điều này là do công ty thường đẩy mạnh bán giao vào những tháng cuối năm, sau đó ghi nhận doanh thu trong Q4. Do đó, chi phí BH & QLDN và lợi nhuận ròng cũng tăng.

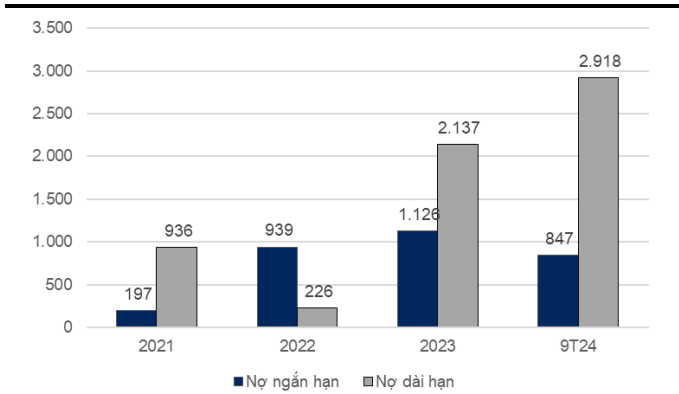
Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu Q4/24 sẽ tăng 521% sv quý trước 1.931 tỷ đồng, chủ yếu do doanh số bán bất động sản tăng 978% sv quý trước lên 1.886 tỷ đồng.

### TAL sử dụng đòn bẩy tài chính cao để tài trợ việc phát triển dự án

Năm 2023, tổng nợ vay của Taseco Land tăng đáng kể 180% svck, chủ yếu do nợ dài hạn tăng 944% svck, đạt 2.137 tỷ đồng. Các khoản vay mới được sử dụng để thanh toán tiền đất cho dự án Central Riverside lên tới 1.200 tỷ đồng và một số dự án trọng điểm khác, bao gồm Alarcarte Hạ Long, N01-T6 và việc mua lại Công ty P&I. Sự gia tăng nợ đáng kể này đã dẫn đến chi phí lãi vay tăng 400% svck lên 75,9 tỷ đồng vào năm 2023. TAL có chỉ số khả năng trả lãi cao ở mức 5,0 lần, hơn nữa, công ty duy trì tỷ lệ bao phủ dịch vụ nợ và tỷ lệ thanh toán nhanh lần lượt là 1,2 lần và 0,5 lần, đảm bảo khả năng chi trả các khoản nợ lớn.

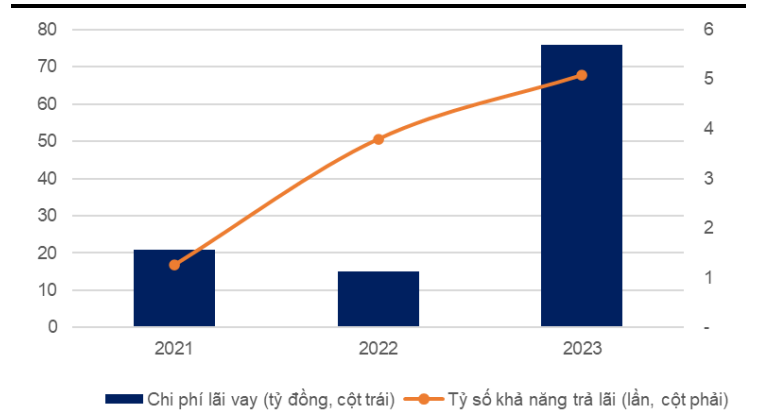
Trong 9T24, TAL tiếp tục gia tăng vay nợ, chủ yếu là nợ dài hạn để tài trợ cho các dự án KCN Đồng Văn III và Central Riverside. Vay ngân hàng chiếm ~90% tổng số tiền vay, và một lượng nhỏ là trái phiếu và vay từ các bên liên quan.

Hình 46: Nợ vay tăng mạnh trong năm 2023... (tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

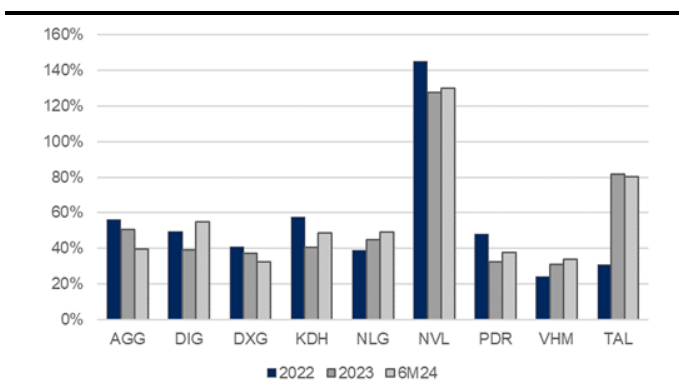
Hình 47: ... dẫn đến chi phí lãi vay tăng vọt (tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

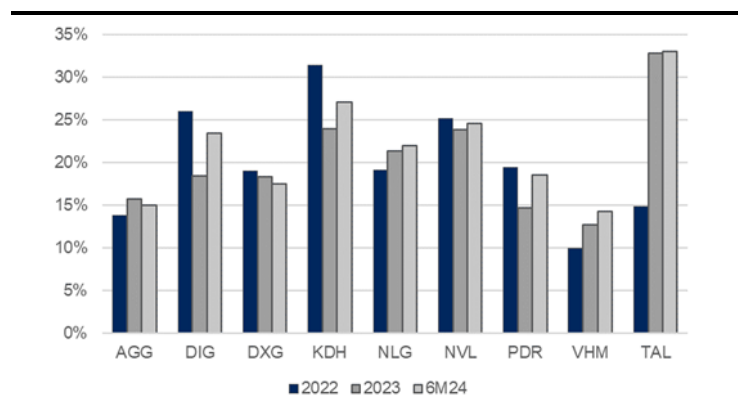
Do đó, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) của TAL tăng mạnh lên 0,8 lần trong 6T24, tăng từ mức 31% trong năm 2022, đưa công ty lên vị trí thứ hai trong số các công ty cùng ngành về tỷ lệ D/E cao. Ngoài ra, tỷ lệ nợ trên tài sản (D/A) của Taseco Land đạt 0,33 lần trong năm 2023, cao hơn đáng kể so với mức trung bình của ngành là khoảng 0,2 lần. Đòn bẩy cao này cho thấy chiến lược mở rộng mạnh mẽ của công ty và sự phụ thuộc vào tài chính nợ, điều này có thể gây ra rủi ro nếu không được quản lý hợp lý nhưng cũng làm nổi bật sự quyết tâm của công ty đối với việc thực hiện dự án và mở rộng thị trường.

Hình 48: TAL có tỷ lệ D/E cao thứ hai ngành



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

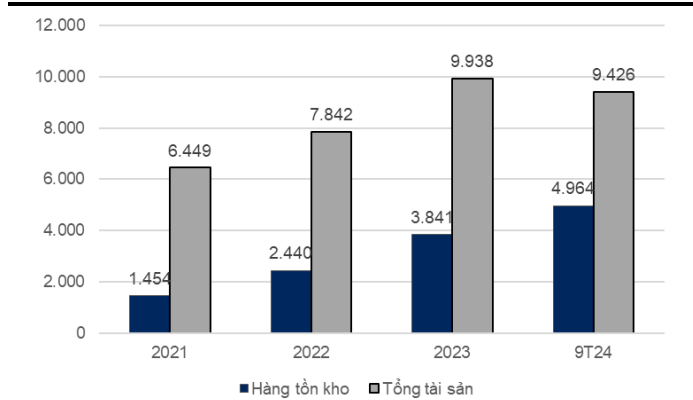
Hình 49: ...và tỷ lệ D/A cao nhất



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

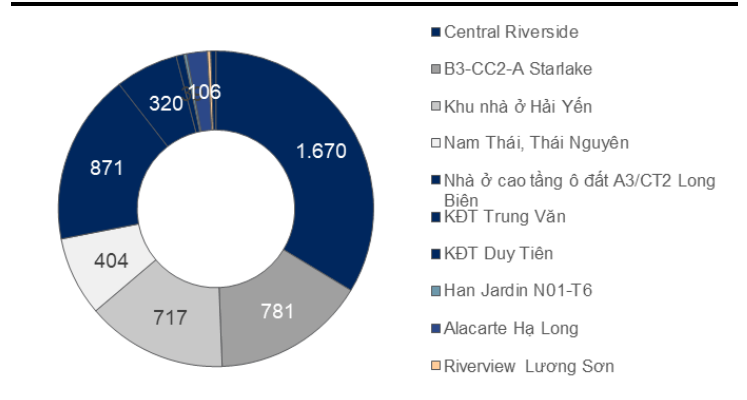
**Backlog lớn là nền tảng phát triển doanh thu trong dài hạn**

**Hình 50: Hàng tồn kho chiếm 53% tổng tài sản (tỷ đồng)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

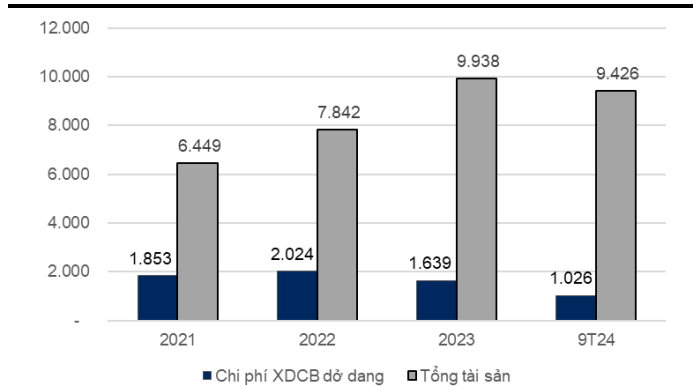
**Hình 51: Cơ cấu hàng tồn kho 9T24 (tỷ đồng)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

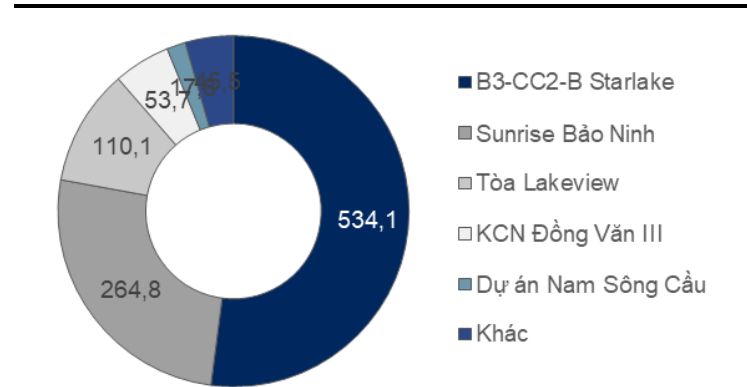
Năm 2023, hàng tồn kho đã tăng 57% svck, trong đó một phần đáng kể thuộc về dự án Central Riverside, trị giá 1.754 tỷ đồng, trong đó 1.200 tỷ đồng là tiền đất. Dự án B3CC2-A Starlake chiếm phần lớn thứ hai trong hàng tồn kho trị giá 747 tỷ đồng và dự án Khu tái định cư Hải Yến - Nguyên Bình cũng ghi nhận mức hàng tồn kho cao. Hàng tồn kho còn lại khác đến từ các dự án đã hoàn thành, bao gồm N01-T6 với 22 căn hộ, Riverview Lương Sơn với 10 lô và Alacarte Hạ Long với 55 căn hộ. Trong Q3/24, hàng tồn kho tăng 29,2% sv đầu năm lên 4.964 tỷ đồng chủ yếu do hàng tồn kho tăng từ dự án KĐT Trung Văn và dự án mới Cao tầng A3/CT2 Lô Việt Hưng, Long Biên mà TAL đã trúng thầu trong Q3/24, 871 tỷ đồng là tiền thanh toán tiền đất cho dự án này. Các dự án khác ghi nhận hàng tồn kho tăng nhẹ.

**Hình 52: Chi phí xây dựng cơ bản dở dang chiếm 17% tổng tài sản (tỷ đồng)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 53: Cơ cấu chi phí xây dựng cơ bản dở dang 9T24 (tỷ đồng)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Trong 9T24, chi phí xây dựng cơ bản dở dang giảm 62,5% sv đầu năm xuống còn 1.026 tỷ đồng, chủ yếu là do dự án B2-CC4 giảm vì công ty đã chuyển nhượng toàn bộ cổ phần trong Q3/24.

Với lượng backlog lớn, TAL có thể chứng minh khả năng duy trì tăng trưởng doanh thu bền vững trong những năm tới.

## Triển vọng năm 2024-26: Danh mục dự án đa dạng thúc đẩy tăng trưởng

### Dự phóng doanh thu năm 2024-26

Hình 54: Dự phóng doanh thu năm 2024-26

Đơn vị: tỷ đồng	2023	2024	2025	2026
<b>Doanh thu</b>	<b>3.238</b>	<b>3.180</b>	<b>4.509</b>	<b>8.286</b>
Doanh thu chuyển nhượng BĐS	2.699	2.631	3.949	7.715
Dịch vụ xây dựng	309	315	322	328
Quản lý sau bán hàng	229	234	238	243
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>890</b>	<b>1.027</b>	<b>1.678</b>	<b>3.818</b>
Biên LN gộp (%)	27,5%	32,3%	37,2%	46,1%
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>(263)</b>	<b>(533)</b>	<b>(627)</b>	<b>(1.296)</b>
% Chi phí BH&QLDN/ doanh thu	8,1%	16,8%	13,9%	15,6%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>627</b>	<b>494</b>	<b>1.052</b>	<b>2.523</b>
Thu nhập tài chính, ròng	(14)	114	215	36
Lợi nhuận trước thuế	627	616	1.286	2.589
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>473</b>	<b>493</b>	<b>1.029</b>	<b>2.071</b>
Biên LN ròng (%)	14,6%	15,5%	22,8%	25,0%
EPS	1.592	1.647	3.283	4.007
Tăng trưởng doanh thu (%)		-1,8%	41,8%	83,8%
Tăng trưởng doanh thu chuyển nhượng BĐS		-2,5%	50,1%	95,4%
Tăng trưởng LN ròng (%)		4,2%	108,8%	101,3%
ROAA	4,8%	4,2%	8,0%	15,3%
ROAE	11,8%	11,9%	21,6%	35,9%

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

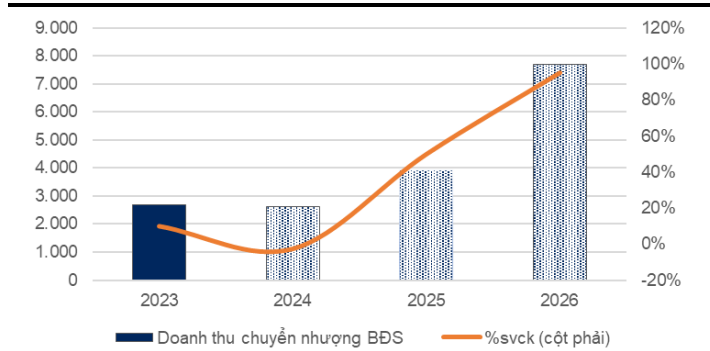
Chúng tôi dự báo doanh thu của TAL sẽ giảm 1,8% svck xuống còn 3.180 tỷ đồng chủ yếu do doanh số bán bất động sản giảm 2,5% svck trong năm 2024. Trong năm 2024, chúng tôi dự báo TAL sẽ bàn giao ít sản phẩm hơn, chủ yếu là các căn còn lại tại dự án Riverview Lương Sơn, Alacarte Hạ Long và Han Jardin (N01-T6). Đến năm 2026, với mười hai dự án đang triển khai, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán bất động sản sẽ ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng svck lần lượt là 50,1%/95,4% trong năm 2025/2026.

Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ tăng 5,2đ%/4,9đ% lên 32,3%/37,2% trong năm 2024/25, chủ yếu là do chuyển nhượng các dự án nhà ở và khu công nghiệp có biên lợi nhuận cao hơn. Đặc biệt, hầu hết doanh số bán bất động sản trong năm 2025 sẽ chủ yếu đến từ các dự án khu công nghiệp, góp phần làm tăng biên LN gộp. Biên LN gộp có khả năng duy trì đà tăng trưởng để đạt 46,1% trong năm 2026 khi TAL ghi nhận doanh thu từ một số dự án nhà ở có biên lợi nhuận cao hơn.

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập tài chính tăng 101% svck trong năm 2024 nhờ khoản thanh toán còn lại của việc chuyển nhượng cổ phần tại dự án B2CC4. Thu nhập

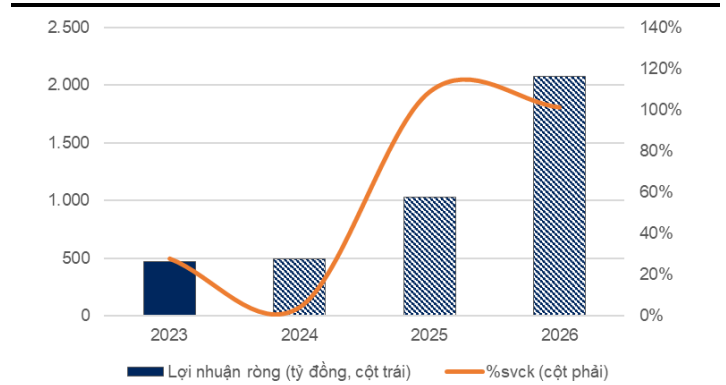
tài chính sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025-2026 nhờ việc chuyển nhượng cổ phần tại tòa B3CC2-A. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ đạt 493 tỷ đồng trong năm 2024 và 1.029 tỷ đồng vào năm 2025, tương đương với mức tăng trưởng svck lần lượt là 4,3%/108,8%.

**Hình 55: Doanh thu BĐS năm 2023-2026 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 56: Lợi nhuận ròng năm 2023-2026 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### **Chúng tôi kỳ vọng TAL sẽ duy trì tỷ suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn là 15%**

Tại ĐHCĐ năm 2024, Hội đồng quản trị đã công bố kế hoạch phân phối lợi nhuận là cổ tức tiền mặt 15% cho các cổ đông hiện hữu. Điều này có nghĩa các cổ đông sẽ nhận được cổ tức tiền mặt là 1.500 đồng/cổ phiếu và số tiền chi trả dự kiến sẽ là 445 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính tỷ lệ cổ tức của TAL sẽ là 6,8%, là mức khá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành vì họ thường không trả cổ tức. Tỷ lệ cổ tức được tính toán dựa trên giá mục tiêu của chúng tôi là 22.000 đồng.



## Tiến độ dự án

### Các dự án đang triển khai thúc đẩy doanh thu tăng trưởng

Hình 57: Tiến độ dự án

Dự án	Thông tin dự án				Năm ghi nhận doanh thu					
	Sản phẩm	Thành phố	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích (ha)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Riverview Lương Sơn	Thấp tầng	Hòa Bình	100%	2,1						
Alacarte Hạ Long	Condotel, căn hộ	Quảng Ninh	100%	0,5						
Han Jardin N01T6	Căn hộ	Hà Nội	95%	0,4						
Central Riverside	Thấp tầng	Thanh Hóa	90%	15,7						
Khu dân cư Hải Yến	Thấp tầng	Thanh Hóa	90%	15,0						
TAH Tower - B2CC4	Văn phòng	Hà Nội	99,9%	1,1						
Landmark 55 - B3CC2	Văn phòng	Hà Nội	99,9%	2,36						
Khu hỗn hợp Nam Thái	Thấp tầng	Thái Nguyên	100%	2,1						
KĐT Duy Tiên	Thấp tầng	Hà Nam	80%	115,1						
KĐT Nam Đôn Lương	Thấp tầng	Hà Nam	80%	29,5						
Lương Ninh	Thấp tầng	Quảng Bình	100%	35,1						
Quán Hâu	Thấp tầng	Quảng Bình	100%							
KĐT Nam Sông Cầu	Thấp tầng	Thái Nguyên	100%	45,5						
KĐT Trung Văn	Căn hộ	Hà Nội	100%	3,8						
Nhà ở cao tầng ở đất A3/CT2 Long Biê	Cao tầng	Hà Nội	100%	1,6						
Greenpark Cửa Cạn	Lô đất	Kiên Giang	100%	12,9						
KCN Đồng VẤN III	Khu công nghiệp	Hà Nam	100%	223,0						
Pulchra Resort	Nghỉ dưỡng	Đà Nẵng	60%	10,0						
Sunrise Bảo Ninh Resort	Nghỉ dưỡng	Thanh Hóa	100%	46,5						
Khu du lịch sinh thái Bốn mùa	Nghỉ dưỡng	Quảng Bình	100%	2,8						
	<b>Tổng diện tích</b>			<b>565</b>						

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

### BDS nhà ở:

Trong năm 2024, TAL dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu từ các dự án nhà ở: Central Riverside, Khu dân cư Hải Yến, và Han Jardin N01-T6.

Dự án	Thông tin
<p><b>Central Riverside</b></p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vị trí: Trung tâm TP. Thanh Hóa, gần Đại lộ Nam Sông Mã</li> <li>Sản phẩm: 94 nhà phố thương mại, 339 nhà liền kề, 60 biệt thự</li> <li>Diện tích: 15,6ha</li> <li>Tổng mức đầu tư: 2.700 tỷ đồng</li> <li>Trạng thái: Đã bàn giao 40 lô vào năm 2023 và đang mở bán. Tất cả các lô đã có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất.</li> </ul>
<p><b>Han Jardin N01-T6</b></p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vị trí: Trung tâm Khu Ngoại Giao Đoàn, Khu đô thị Starlake</li> <li>Sản phẩm: 262 căn hộ, 12 căn duplex, 6 căn penthouse</li> <li>Diện tích: 3,6ha</li> <li>Tổng mức đầu tư: 1.800 tỷ đồng</li> <li>Trạng thái: Đã bàn giao 258 căn vào năm 2023 và hoạt động từ tháng 12/2023.</li> </ul>



<p><b>Khu dân cư Hải Yến</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Phường Nguyễn Bình, thị xã Nghi Sơn, Thanh Hóa</li> <li>• Sản phẩm: 56 biệt thự vườn, 213 nhà phố thương mại, 300 nhà liền kề</li> <li>• Diện tích: 14,9ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 1.400 tỷ đồng</li> <li>• Trạng thái: Dự kiến mở bán trong năm 2024.</li> </ul>
----------------------------------	---	--

Bên cạnh các dự án trên, TAL sẽ có thể ghi nhận doanh thu từ các sản phẩm còn lại tại dự án Alacarte Hạ Long (51 căn hộ) và Riverview Lương Sơn (10 lô). Chúng tôi kỳ vọng TAL sẽ bàn giao lần lượt 299/186 căn hộ trong năm 2024/25 từ dự án Central Riverside. Với giá bán trung bình ước tính là 55 triệu đồng/m<sup>2</sup>, chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đóng góp 1.942 tỷ đồng/1.259 tỷ đồng vào doanh số bán bất động sản trong năm 24/25. Đối với dự án Han Jardin, chúng tôi tin rằng 22 căn hộ còn lại sẽ được bàn giao hết trong năm 2024 và đóng góp 264 tỷ đồng vào doanh thu. Dự án Khu dân cư Hải Yến - Nguyễn Bình Thanh Hóa dự kiến mở bán cuối năm 2024, do đó, chúng tôi dự báo công ty sẽ ghi nhận doanh thu từ 159/250 căn hộ trong năm 2024/2025 với giá bán trung bình 40 triệu đồng/m<sup>2</sup>, đóng góp 448 tỷ đồng/726 tỷ đồng.

Trong năm 2025-2028, cùng với các sản phẩm còn lại của dự án Hải Yến, có nhiều dự án khác nhau dự kiến sẽ được ra mắt: Khu hỗn hợp Nam Thái, KĐT Duy Tiên, KĐT Nam Sông Cầu, KĐT Trung Văn, Cao tầng A3/CT2 Lô Việt Hưng Long Biên, Lương Ninh và Quán Hàu. Với nhiều dự án phát triển gối đầu nhau, TAL có thể đảm bảo dòng tiền được luân chuyển phù hợp và khả năng ghi nhận doanh thu, lợi nhuận đều trong các năm.

	Dự án	Thông tin
<p><b>Khu hỗn hợp Nam Thái</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Phường Nam Tiến, Thành phố Phổ Yên, Tỉnh Thái Nguyên</li> <li>• Sản phẩm: Khu phức hợp nhà ở và thương mại</li> <li>• Diện tích: 2,13ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 949 tỷ đồng</li> <li>• Trạng thái: Dự kiến mở bán vào năm 2024</li> </ul>
<p><b>KĐT Duy Tiên</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Phường Yên Bắc, Hà Nam, cạnh KCN Đồng Văn III</li> <li>• Sản phẩm: Biệt thự, nhà liền kề, khu phức hợp nhà ở và thương mại</li> <li>• Diện tích: 115,1ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 4.800 tỷ đồng</li> <li>• Trạng thái: Hoàn tất thủ tục công nhận nhà đầu tư</li> </ul>



<p><b>KĐT Nam Sông Cầu</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Phường Quang Vinh, tỉnh Thái Nguyên</li> <li>• Sản phẩm: Biệt thự, nhà liền kề, nhà phố, căn hộ</li> <li>• Diện tích: 45,47ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 3.700 tỷ đồng</li> <li>• Trạng thái: Đang chờ phê duyệt quy hoạch chi tiết và chuyển đổi đất.</li> </ul>
<p><b>KĐT Trung Văn</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Khu phía đông nam Tố Hữu, bên cạnh Hồ Trung Văn và Khu đô thị cao cấp Hoàng Thành</li> <li>• Sản phẩm: Khu phức hợp nhà thấp tầng và cao tầng</li> <li>• Nhà thấp tầng: 5 tầng, 114 căn             <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Tòa HH-01: Cao 20–32 tầng, 3 tầng hầm, 648 căn</li> <li>○ Tòa HH-02: Cao 20–32 tầng, 3 tầng hầm, 300 căn</li> </ul> </li> <li>• Diện tích: 5,34 ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 3.200 tỷ đồng</li> <li>• Trạng thái: Dự kiến hoàn thành sau năm 2026.</li> </ul>
<p><b>Nhà cao tầng ô đất A3/ CT2 Long Biên</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Long Biên, Hà Nội</li> <li>• Sản phẩm: Tòa nhà cao tầng</li> <li>• Diện tích: 1,6ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: Đang chờ phê duyệt</li> <li>• Trạng thái: Đã nộp phí đấu giá đất, đang điều chỉnh quy hoạch.</li> </ul>
<p><b>Lương Ninh, Quảng Bình</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Tỉnh Quảng Bình</li> <li>• Sản phẩm: Khu nhà thấp tầng</li> <li>• Diện tích: 35,1ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 1.100 nghìn tỷ đồng</li> <li>• Trạng thái: Đã được phê duyệt đầu tư.</li> <li>• Dự kiến ghi nhận doanh thu: 2026–2028.</li> </ul>
<p><b>Quan Hàu, Quảng Bình</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Tỉnh Quảng Bình</li> <li>• Sản phẩm: Nhà thấp tầng</li> <li>• Diện tích: 16,8ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 798 tỷ đồng</li> <li>• Trạng thái: Chấp thuận chủ đầu tư</li> <li>• Dự kiến ghi nhận doanh thu: 2026-2028</li> </ul>

Chúng tôi tin rằng các dự án nhà ở của Taseco Land sẽ có tỷ lệ lấp đầy cao và doanh thu bán hàng tốt, nhờ vào tọa lạc tại các vị trí chiến lược ở các thành phố kinh tế trọng điểm của miền Bắc Việt Nam. Hà Nội, với tư cách là thủ đô, một trung tâm chính trị và kinh doanh, được hưởng lợi từ việc nâng cấp cơ sở hạ tầng, bao gồm mở rộng tàu điện ngầm và đường bộ. Thanh Hóa và Hà Nam đều có tốc độ tăng trưởng GDP ấn tượng trên 10%, được thúc đẩy bởi dòng vốn FDI và sự phát triển của nhiều khu công nghiệp, tạo ra cơ hội việc làm và thu hút dân số ngày càng tăng. Thái Nguyên nổi bật với ngành công nghiệp năng động, đặc biệt là sản xuất và điện tử, đạt mức tăng trưởng hàng năm trên 12% và thu hút được nhiều khoản đầu tư đáng kể. Những cải thiện về cơ sở hạ tầng đang diễn ra tại các thành phố này, chẳng hạn như mạng lưới giao thông được cải thiện, càng củng cố thêm sức hấp dẫn của chúng đối với phát triển nhà ở.

### **BDS Khu công nghiệp**

TAL đã lấn sân sang lĩnh vực bất động sản công nghiệp với dự án đầu tiên là Khu công nghiệp Đồng Văn III. Sau khi hoàn thiện mọi thủ tục pháp lý, hơn 220/223ha đất đã được giải phóng mặt bằng. TAL được Ủy ban nhân dân tỉnh Hà Nam giao 128ha trong giai đoạn 1. Công ty đã tổ chức lễ khởi công vào T8/24 và công bố kế hoạch thực hiện qua ba giai đoạn với 100ha đầu tiên sẽ được bàn giao vào Q1/25.

Ngày 9/8/2024, Taseco Land đã tiếp đón đoàn đại biểu các công ty Đài Loan tại trụ sở chính tại Hà Nội. Đoàn đại biểu đã tìm hiểu các cơ hội đầu tư, tập trung vào dự án Khu công nghiệp Taseco Đồng Văn III. Sau các cuộc thảo luận, Công ty TNHH Công nghệ quang học Ching Chan (CCM), một công ty lớn của Đài Loan chuyên về máy phân loại và đúc quang học cho ngành công nghiệp ô tô và hàng không vũ trụ, đã ký Biên bản ghi nhớ thuê 5ha tại Khu công nghiệp Taseco Đồng Văn III. Thỏa thuận này đánh dấu sự khởi đầu cho khu công nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ ở mức 95-110 USD/m<sup>2</sup> và đem lại doanh thu lần lượt là 1.617 tỷ đồng/1.779 tỷ đồng trong năm 2025/2026.

TAL đặt mục tiêu mở rộng diện tích đất công nghiệp lên 1.000ha với năm khu công nghiệp, tập trung vào các thành phố kinh tế trọng điểm trong những năm tới.

**Hình 58:** KCN Đồng Văn III nằm ở phía Đông cao tốc Cầu Giẽ – Ninh Bình, thuận lợi cho việc di chuyển tới sân bay Nội Bài và cảng Hải Phòng.



- Vị trí: Thị xã Duy Tiên, tỉnh Hà Nam, gần cao tốc Cầu Giẽ – Ninh Bình
- Tổng diện tích: 223ha
- Diện tích cho thuê: ~167ha
- Tổng mức đầu tư: 2.300 tỷ đồng (218 triệu USD)
- Giá thuê dự kiến: 95-110 USD/m<sup>2</sup>/kỳ thuê

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH



**BDS nghỉ dưỡng:**

Nắm bắt sự phục hồi của ngành du lịch, TAL hiện đang có kế hoạch phát triển nhiều dự án nghỉ dưỡng, cụ thể là Pulchra Resort, Sunrise Bảo Ninh và Four Seasons Ecotourism. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ đóng góp đáng kể vào doanh số bán bất động sản khi ngành du lịch phục hồi hoàn toàn.

	Dự án	Thông tin
<p><b>Pulchra Resort</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Phường Hòa Hải, quận Ngũ Hành Sơn, TP. Đà Nẵng</li> <li>• Sản phẩm: Khu nghỉ dưỡng 5 sao với 52 biệt thự</li> <li>• Diện tích: 10ha</li> <li>• Trạng thái: Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500, hoàn tất chuyển giao dự án từ đối tác</li> <li>• Dự kiến ra mắt vào năm 2026.</li> </ul>
<p><b>Sunrise Bảo Ninh – Quảng Bình</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Xã Bảo Ninh, TP. Đồng Hới, tỉnh Quảng Bình</li> <li>• Sản phẩm: Khu nghỉ dưỡng cao cấp</li> <li>• Diện tích: 2,81ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 1.124 tỷ đồng (45,7 triệu USD)</li> <li>• Trạng thái: Đang thực hiện nghiên cứu khả thi và thiết kế cơ bản.</li> <li>• Dự kiến ra mắt: 2026–2027.</li> </ul>
<p><b>Khu du lịch sinh thái Bốn mùa</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vị trí: Phường Ninh Hải, thị xã Nghi Sơn, Thanh Hóa</li> <li>• Sản phẩm: Khu nghỉ dưỡng cao cấp</li> <li>• Diện tích: 46,57ha</li> <li>• Tổng mức đầu tư: 993 tỷ đồng (39,1 triệu USD)</li> <li>• Trạng thái: Đang giải phóng mặt bằng và bồi thường.</li> <li>• Dự kiến ra mắt: Sau năm 2027.</li> </ul>

## Thu nhập tài chính tăng vọt nhờ chuyển nhượng cổ phần

Hình 59: TAH Tower - B2CC4



- Vị trí: Lô B2CC4, Khu đô thị Starlake, Quận Bắc Từ Liêm, Hà Nội
- Diện tích: 1,13ha
- Tổng mức đầu tư: 1.700 tỷ đồng
- Loại sản phẩm: Tòa tháp văn phòng và thương mại hỗn hợp 23 tầng
- Trạng thái: Dự kiến hoàn thành vào Q4/24

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Năm 2022, TAL được chấp thuận là chủ đầu tư dự án TAH Tower-B2CC4. Đây là tòa nhà 23 tầng gồm trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê, với diện tích 1,13ha.

Công ty đã có chấp thuận chuyển nhượng cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài từ Sở Kế hoạch và Đầu tư Hà Nội. Trong Q3/24, khoản thanh toán còn lại đã được chuyển nhượng, dẫn đến khoản lợi nhuận từ các công ty con tăng đột biến với số tiền là 250 tỷ đồng.

Hình 60: B3CC2-A



- Vị trí: Lô B3CC2 (B3CC2-A & B3CC2-B), Khu đô thị Starlake, Quận Bắc Từ Liêm, Hà Nội
- Sản phẩm: Tòa tháp văn phòng 37 tầng
- Diện tích: 2,36ha
- Tổng mức đầu tư: 2.900 tỷ đồng
- Trạng thái: Dự kiến hoàn thành vào Quý 4 năm 2024

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

B3CC2-A đã được chấp thuận chuyển giao cho Maple Tree và đã nhận được số tiền là 21,6 triệu USD (~37,5% tổng số tiền). Khoản thanh toán còn lại dự kiến sẽ được thực hiện trong năm 24-25.



## Định giá: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 22.000 đồng

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với tổng lợi nhuận cổ phiếu là 31,8%, bao gồm mức tăng 25,0% so với giá mục tiêu một năm là 22.000 VND và tỷ suất cổ tức 6,8%. Giá mục tiêu của chúng tôi xác định bằng phương pháp định giá RNAV dựa trên các mô hình DCF cho hầu hết các dự án của công ty. Chúng tôi áp dụng giả định WACC là 8,8%, với lãi suất phi rủi ro là 2,79% (lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Việt Nam tính đến ngày 30 tháng 6 năm 2024) và phần bù rủi ro thị trường là 7,78% (theo điều chỉnh từ NYU Stern).

Hình 61: Định giá (tỷ đồng)

Tên dự án	Giá trị cuối Q3/24	Tỷ lệ sở hữu	Phương pháp
Central Riverside	1.796	90%	DCF
Han Jardin N01T6	212	95%	DCF
Khu dân cư Hải Yến	748	90%	DCF
Khu hỗn hợp Nam Thái	479	100%	DCF
KĐT Trung Văn	343	100%	DCF
B2CC4	403	100%	BV
B3-CC2-A	1.364	100%	DCF
KCN Đồng Văn III	2.350	100%	DCF
Nhà ở cao tầng ô đất A3/C	871	100%	DCF
KĐT Duy Tiên	39	80%	BV
Dự án khác	148	100%	BV
<b>Chuyển nhượng BĐS</b>	<b>8.753</b>		
<b>Dịch vụ xây lắp</b>	<b>180</b>		DCF
<b>Quản lý sau bán hàng</b>	<b>289</b>		DCF
<b>Tổng</b>	<b>9.222</b>		
<b>Cộng</b>			
Tiền & tương đương tiền	64		
Xây dựng cơ bản dở dang	972		
Tài sản khác	312		
<b>Trừ:</b>			
Nợ	3.764		
Lợi ích cổ đông thiểu số	438		
<b>RNAV</b>	<b>6.523</b>		
<b>Số cổ phiếu (triệu cp)</b>	<b>297</b>		
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>21.962</b>		
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>	<b>22.000</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 62: Giải định WACC

<b>Giải định WACC</b>	
Phần bù thị trường	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Beta	0,88
Chi phí vốn	9,7%
Chi phí nợ	9,5%
Tỷ trọng nợ	42,0%
Tỷ trọng vốn	58,0%
<b>WACC</b>	<b>8,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TAL hiện đang giao dịch ở mức P/B là 1,3x, thấp hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành là 1,4x. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/B là 1,5x. Chúng tôi tin rằng định giá này hấp dẫn, phản ánh tiềm năng của TAL với ROE lần lượt là 12%/22% cho năm 24-25 vì TAL có 1) các phân khúc sản phẩm đa dạng phù hợp với nhu cầu thị trường và 2) quỹ đất sạch lớn để phát triển các dự án bất động sản trong những năm tới.

**Hình 63: So sánh các DN cùng ngành**

Công ty	Mã	Giá hiện tại Nội tệ	Vốn hóa triệu USD	Doanh thu	Doanh thu	Lợi nhuận	Lợi nhuận	ROE	P/E	P/B	Nợ ròng/ VCSH
				2023	9T24	ròng 2023	ròng 9T23				9T24 (%)
				%svck	%svck	%svck	%svck	%	x	x	%
<b>BDS nhà ở</b>											
Vinhomes	VHM VN	40.250	6.930	66%	-26%	16%	-36%	1240%	881%	90%	24%
Khang Điền	KDH VN	32.650	1.300	-27%	-24,2%	-35,1%	-38,5%	4,6	64,4	2,0	32,6%
Nam Long	NLG VN	37.750	572	-27%	-46,5%	-13,0%	-82,9%	3,0	50,3	1,7	26,2%
Đất Xanh	DXG VN	16.150	458	-33%	39,0%	-20,0%	63,4%	2,1	81,6	1,1	25,4%
Phát Đạt	PDR VN	19.950	686	-59%	-68,5%	-39,9%	-61,6%	8,0	38,3	1,7	27,1%
Novaland	NVL VN	10.400	801	-57%	56,9%	-72,0%	357,1%	1,4	(8,6)	0,6	125,0%
Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG VN	20.000	480	-46%	81,0%	-17,6%	-84,5%	(0,3)	157,8	1,7	17,1%
<b>Trung bình</b>				<b>-26%</b>	<b>2%</b>	<b>-26%</b>	<b>17%</b>	<b>4,5</b>	<b>56,1</b>	<b>1,4</b>	<b>39,6%</b>
TAL	TAL VN	17.200	200	0,1	81,6%	0,3	659,0%	8,0	7,83	1,3	80%

\*dữ liệu ngày 18/11/2024

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá: 1) các dự án BĐS có thủ tục pháp lý nhanh hơn; và 2) lãi suất thế chấp tiếp tục giảm, do đó giúp cải thiện tâm lý thị trường.

Rủi ro giảm giá chính bao gồm: 1) tiến độ chậm hơn dự kiến trong việc bàn giao, xin giấy phép xây dựng và ra mắt mới; và 2) tỷ lệ hấp thụ các sản phẩm mới của TAL không đáp ứng được kỳ vọng.

<b>Báo cáo KQKD</b>						
(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	744	2.829	3.238	3.180	4.509	8.286
Giá vốn hàng bán	(486)	(2.055)	(2.347)	(2.152)	(2.830)	(4.468)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>258</b>	<b>774</b>	<b>890</b>	<b>1.027</b>	<b>1.678</b>	<b>3.818</b>
Chi phí quản lý DN	(106)	(140)	(178)	(240)	(108)	(240)
Chi phí bán hàng	(33)	(209)	(85)	(293)	(519)	(1.055)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>119</b>	<b>424</b>	<b>627</b>	<b>494</b>	<b>1.052</b>	<b>2.523</b>
EBITDA	146	454	664	534	1.096	2.570
Chi phí khấu hao	27	29	37	40	45	48
<b>EBIT</b>	<b>119</b>	<b>424</b>	<b>627</b>	<b>494</b>	<b>1.052</b>	<b>2.523</b>
Thu nhập tài chính	71	66	85	149	252	115
Chi phí tài chính	(21)	(19)	(99)	(35)	(37)	(79)
Thu nhập khác	(1)	2	14	8	19	31
Lãi từ công ty liên kết	0	0	0	0	1	2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>169</b>	<b>474</b>	<b>627</b>	<b>616</b>	<b>1.287</b>	<b>2.591</b>
Chi phí thuế	(37)	(103)	(153)	(123)	(256)	(516)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>132</b>	<b>370</b>	<b>473</b>	<b>493</b>	<b>1.029</b>	<b>2.071</b>
LNST cho công ty mẹ	130	357	457	476	996	2.006

<b>Bảng cân đối kế toán</b>						
(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền & tương đương tiền	271	466	289	372	650	652
Đầu tư ngắn hạn	6	77	78	78	78	78
Khoản phải thu	1.340	1.018	1.358	1.354	1.421	1.611
Hàng tồn kho	1.454	2.440	3.841	4.923	6.066	6.973
Tài sản khác	118	165	142	140	140	140
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.189</b>	<b>4.166</b>	<b>5.708</b>	<b>6.868</b>	<b>8.355</b>	<b>9.453</b>
Tài sản cố định	2.264	2.456	2.527	3.128	2.835	2.528
Tài sản đầu tư	336	329	376	336	297	258
Tài sản dài hạn khác	30	41	118	118	118	118
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.450</b>	<b>7.843</b>	<b>9.940</b>	<b>11.662</b>	<b>12.817</b>	<b>13.569</b>
	0	0	0	0	0	0
Vay ngắn hạn	197	939	1.126	1.396	1.541	1.567
Phải trả người bán	824	1.242	474	524	574	624
Nợ ngắn hạn khác	1.541	1.395	1.868	2.636	2.707	2.334
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.462</b>	<b>3.577</b>	<b>3.468</b>	<b>4.556</b>	<b>4.822</b>	<b>4.525</b>
Vay dài hạn	936	226	2.137	2.648	2.924	2.973
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0	0
Vốn cổ phần	2.000	2.700	2.970	2.970	3.119	3.119
Lợi nhuận giữ lại	249	403	448	594	1.022	1.952
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.841</b>	<b>3.784</b>	<b>3.990</b>	<b>4.152</b>	<b>4.765</b>	<b>5.766</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	526	564	455	471	506	575
<b>Tổng VC.SH</b>	<b>6.450</b>	<b>7.843</b>	<b>9.940</b>	<b>11.662</b>	<b>12.817</b>	<b>13.569</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>						
(tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>169</b>	<b>474</b>	<b>627</b>	<b>616</b>	<b>1.287</b>	<b>2.591</b>
Chi phí khấu hao	27	29	37	40	45	48
Thuế phải trả	(40)	(44)	(173)	(123)	(256)	(516)
Điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	463	(639)	(1.802)	(356)	(1.356)	(2.428)
<b>Dòng tiền HĐKD</b>	<b>568</b>	<b>(219)</b>	<b>(1.312)</b>	<b>211</b>	<b>(243)</b>	<b>(226)</b>
Chi phí đầu tư	(1.053)	(154)	(611)	(664)	204	145
Tiền thu từ bán tài sản	(24)	1	0	0	0	0
Khác	164	(194)	(293)	(121)	(93)	217
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0
<b>Dòng tiền HĐĐT</b>	<b>(841)</b>	<b>(348)</b>	<b>(904)</b>	<b>(785)</b>	<b>111</b>	<b>362</b>
Thu từ phát hành cổ phiếu	297	759	12	0	149	0
Mua lại cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0	0
Vay nợ ròng	1.744	1.662	4.168	1.760	1.803	1.764
Dòng tiền	0	0	0	0	0	0
Tiền trả cổ tức	(7)	(3)	(73)	(123)	(161)	(209)
<b>Dòng tiền từ HĐTC</b>	<b>475</b>	<b>761</b>	<b>2.038</b>	<b>657</b>	<b>410</b>	<b>(135)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	70	271	466	289	372	650
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	<b>202</b>	<b>195</b>	<b>(177)</b>	<b>83</b>	<b>278</b>	<b>2</b>
Dòng tiền cuối kỳ	271	466	289	372	650	652

<b>Các chỉ số chính</b>						
<b>Chỉ số về định giá</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
EPS (đồng)			1592	1659	3299	6642
P/E	0,0	0,0	0,0	11,2	5,6	2,8
EV/ EBITDA	43,7	13,7	12,8	17,2	8,5	3,7
P/S				1,7	1,2	0,7
P/B				1,6	1,4	1,2
Lợi suất cổ tức				8%	8%	8%
Tỷ lệ chi trả	5%	1%	15%	24%	21%	16%
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Doanh thu thuần		280,2%	14,4%	-1,8%	41,8%	83,8%
Lợi nhuận gộp		200,0%	15,0%	15,4%	63,4%	127,5%
Lợi nhuận ròng		180,8%	27,9%	4,2%	108,8%	101,3%
EPS		0,0%	0,0%	4,2%	98,8%	101,3%
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Biên LN gộp	34,7%	27,4%	27,5%	32,3%	37,2%	46,1%
Biên EBITDA	19,6%	16,0%	20,5%	16,8%	24,3%	31,0%
Biên LN hoạt động	16,0%	15,0%	19,4%	15,5%	23,3%	30,4%
Biên LN ròng	17,7%	13,1%	14,6%	15,5%	22,8%	25,0%
ROA	2,0%	5,2%	5,3%	4,6%	8,4%	15,7%
ROE	4,6%	11,2%	12,2%	12,1%	23,1%	39,3%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Tỷ lệ chi trả lãi vay	1,26	3,79	5,08	14,10	28,14	31,79
Nợ/vốn	0,57	0,43	1,10	1,36	1,43	1,46
D/E	0,40	0,31	0,82	0,97	0,94	0,79
D/E ròng	0,30	0,18	0,75	0,88	0,80	0,67
<b>Chỉ số thanh khoản</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Vòng quay tài sản	0,12	0,40	0,36	0,29	0,37	0,63
Vòng quay khoản phải thu	0,56	2,40	2,73	2,34	3,25	5,47
Số ngày phải thu	657,15	152,09	133,93	155,68	112,36	66,78
Vòng quay khoản phải trả	0,00	2,94	4,37	6,48	7,23	8,97
Số ngày phải trả	0,00	123,96	83,59	56,35	50,48	40,70
Vòng quay HTK	0,33	1,06	0,75	0,49	0,52	0,69
Số ngày HTK	1091,88	345,82	488,34	743,11	708,61	532,57
Tỷ số thanh khoản hiện hành	1,30	1,16	1,65	1,51	1,73	2,09
Tỷ số thanh toán nhanh	0,70	0,48	0,54	0,43	0,47	0,55

**KHUYẾN NGHỊ**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**KHUNG KHUYẾN NGHỊ****Khuyến nghị cổ phiếu**

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

*Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.*

**Xếp hạng ngành**

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

**Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích**Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)**Steven Woo – Trưởng phòng**Email: [le.canthu@vndirect.com.vn](mailto:le.canthu@vndirect.com.vn)**Huyền Phan – Chuyên viên phân tích**Email: [huyen.phanthanh@vndirect.com.vn](mailto:huyen.phanthanh@vndirect.com.vn)**Nguyễn Thị Thùy Dương – Chuyên viên phân tích**Email: [duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn](mailto:duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn)**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)Website: <https://vndirect.com.vn>