

Vài nét về 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.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (VND)

23.889

Upside

28,4%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản
Thị giá (26/09/2024)	18.600
Biến động 1 năm	16.095 – 23.588
KLGD bình quân 52T (cp)	43.273
Vốn hóa (Tỷ đồng)	5.553
P/E	11,3x
P/B	1,38x

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Quân, CFA

phquan@vcbs.com.vn

024 3936 6990 - ext 7183

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

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

Bloomberg: VCBS <GO>

GIA TĂNG MẠNH DANH MỤC DỰ ÁN ĐẦU TƯ

ĐÁNH GIÁ: MUA

KQKD của TAL dự báo sẽ có sự cải thiện mạnh mẽ từ nửa cuối năm 2024 nhờ: (1) Ghi nhận doanh thu tài chính từ việc chuyển nhượng cổ phần TAH (sở hữu lô đất B2 CC4 Starlake), (2) Bắt đầu thực hiện bàn giao dự án Central Riverside (Thanh Hóa).

Trong vài năm tới, VCBS đánh giá TAL sẽ gia tăng mạnh vị thế và từng bước trở thành một trong những chủ đầu tư BĐS tầm cỡ tại khu vực phía Bắc xét đến danh mục dự án đầu tư được mở rộng nhanh chóng với hiệu quả kinh doanh & dòng tiền tương đối tích cực. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu TAL với mức định giá hợp lý là **23.889 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Ghi nhận lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng các lô đất tại KĐT Starlake

Trong nửa cuối năm 2024, TAL sẽ ghi nhận hơn 160 tỷ đồng doanh thu tài chính từ việc chuyển nhượng lô đất B2 CC4 Starlake. Ngoài ra, các giao dịch chuyển nhượng đối với lô B3 CC2 Starlake dự báo đem về cho doanh nghiệp hơn 1.000 tỷ đồng lợi nhuận trong giai đoạn 2025 – 2026.

Dự án Central Riverside bắt đầu bàn giao từ cuối năm 2024

Các phân khu đầu tiên tại Central Riverside (TP.Thanh Hóa) dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao và ghi nhận doanh thu từ cuối năm 2024. Với quy mô 495 căn liền kề, biệt thự và mặt bằng giá bán khá tốt, dự án dự kiến đem về hơn 4.500 tỷ đồng doanh thu trong vài năm tới.

Gia tăng mạnh danh mục dự án đầu tư

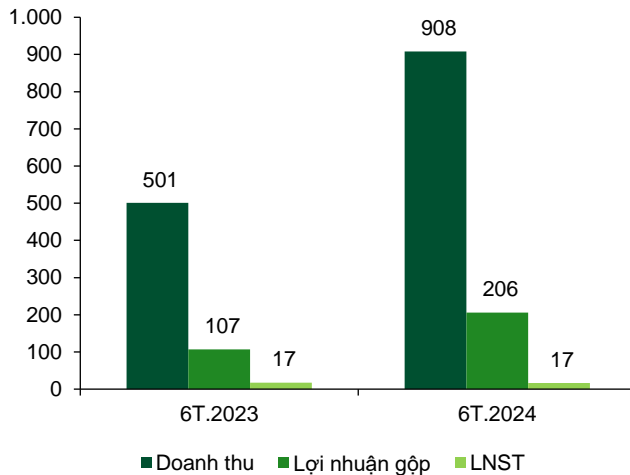
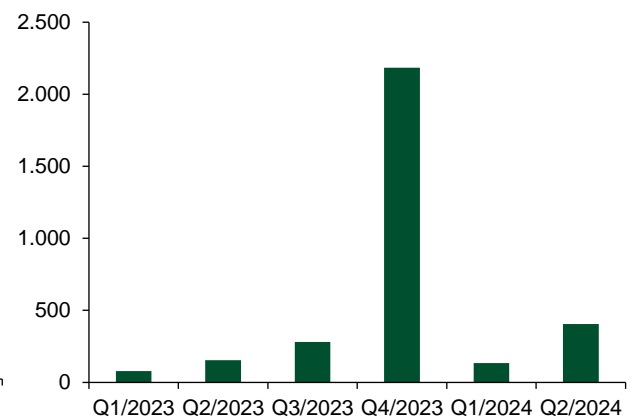
Chiến lược triển khai cuốn chiếu và hiệu quả dòng tiền tốt sẽ giúp TAL gia tăng mạnh quy mô đầu tư trong chu kỳ thị trường mới. Trong đó, dự án KDC Nguyễn Bình (Thanh Hóa) và KCN Taseco Đồng Văn (Hà Nam) dự báo có thể đóng góp dòng tiền cho TAL ngay từ năm 2025.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	2.829	3.238	2.926	3.214
+/- yoy (%)		14,44%	-9,64%	9,87%
LN thuần (tỷ đồng)	357	457	464	943
+/- yoy (%)		27,95%	1,48%	103,41%
TS LN gộp (%)	27,36%	27,49%	32,26%	38,98%
TS LN ròng (%)	12,62%	14,11%	15,84%	29,33%
EPS - TTM (VND)	1.322	1.538	1.561	3.175

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 6T.2024

Doanh thu 2 quý đầu năm 2024 đạt 908 tỷ đồng (+81,2% yoy). Hoạt động chuyển nhượng bất động sản duy trì vị thế là mảng kinh doanh chủ đạo của doanh nghiệp với doanh thu đạt 539 tỷ đồng, phần lớn đến từ việc bàn giao nốt các căn còn lại tại dự án chung cư N01-T6 Ngoại Giao Đoàn (bàn giao từ năm 2023) và dự án Alacarte Hạ Long.

LNST đạt 17 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kỳ dù lợi nhuận gộp tăng trưởng đáng kể, chủ yếu do chi phí tài chính tăng mạnh (đạt 82 tỷ đồng, so với 33 tỷ đồng trong 6T.2023) khi TAL tích cực huy động nợ vay từ nửa cuối năm 2023 để tài trợ cho các dự án mới. Mức lợi nhuận trên là khá thấp so với kế hoạch năm 2024 (LNST 475 tỷ đồng) do: (1) TAL đã thực hiện bàn giao và ghi nhận hầu hết lợi nhuận từ dự án N01-T6 Ngoại Giao Đoàn trong năm 2023, (2) Các dự án gói đầu tại Thanh Hóa dự kiến ghi nhận doanh thu từ nửa cuối năm 2024.

Hình 1: Kết quả kinh doanh hợp nhất của TAL (đv: tỷ đồng)

Hình 2: Doanh thu chuyển nhượng BĐS (đv: tỷ đồng)


Nguồn: TAL, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP
Ghi nhận lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng các lô đất tại KĐT Starlake

Trong năm 2020, TAL đã thực hiện mua lại một số dự án và quỹ đất đắc địa tại khu vực Tây Hồ Tây (Hà Nội), ngay trước giai đoạn sốt nóng của thị trường. Trong đó, dự án chung cư Han Jardin N01-T6 Ngoại Giao Đoàn (280 căn hộ) đã thu được thành công lớn về tiến độ bán hàng sau khi ra mắt (tháng 08.2023) với mặt bằng giá bán tương đối cao.

VCBS đánh giá việc mua lại các quỹ đất trên là một quyết định đầu tư hiệu quả và đã mang về lợi ích lớn cho doanh nghiệp, xét đến:

- Thị trường BĐS khu vực nội thành Hà Nội đã ghi nhận sự tăng trưởng lớn trong vài năm qua và tiếp tục thiết lập các mặt bằng giá mới ngay cả trong giai đoạn 2022 – 2023 (khi thị trường chung tương đối ảm đạm) do: (1) Tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nhiều năm, (2) Phần lớn nhu cầu an cư thực tế vẫn nằm trong bán kính đô thị hiện hữu (quanh vành đai 3 – 3.5) do tình trạng tắc nghẽn và thiếu phát triển hạ tầng phương tiện công cộng hướng tâm.
- Khu vực Tây Hồ Tây nhận được sự thúc đẩy lớn từ việc: (1) Một số dự án quan trọng trong khu vực như Lotte Mall Tây Hồ, Trung tâm Samsung R&D, khách sạn Shilla Hanoi lần lượt đi vào hoạt động, (2) Hoạt động di dời trụ sở các bộ ngành Trung ương được đẩy nhanh, (3) Sở hữu

quy hoạch tốt và là một trong số ít khu vực nội thành còn quỹ đất để phát triển các dự án điểm nhấn của thành phố.

Bảng 1: Các quỹ đất/ dự án của TAL tại khu vực Tây Hồ Tây (Hà Nội)

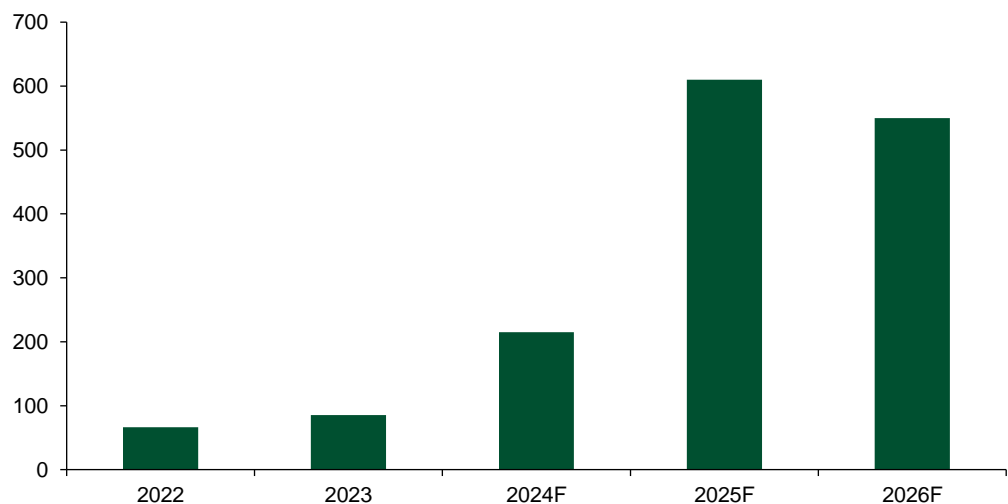
Dự án/ lô đất	Địa điểm	Diện tích (m2)	Sản phẩm	Tình trạng
Chung cư N01-T6	Khu Ngoại Giao Đoàn	3.868	280 căn hộ	Bàn giao từ 2023
TAH Tower – B2 CC4	KĐT Starlake	11.318	Hỗn hợp TMDV, văn phòng	Hoàn tất chuyển nhượng toàn bộ cổ phần
Landmark 55 – B3 CC2	KĐT Starlake	23.600		
Lô B3 CC2 - A		13.600	Tòa văn phòng	Đã ký hợp đồng nguyên tắc chuyển nhượng dự án
Lô B3 CC2 - B		10.000	Khách sạn	Đang tìm đối tác chuyển nhượng

Nguồn: TAL, VCBS tổng hợp

Đối với các lô đất tại quần thể KĐT Starlake, TAL thực hiện chuyển nhượng dần trong giai đoạn 2024 – 2026 để thu về dòng tiền. Cụ thể:

- **Lô B2 CC4 (dự án hỗn hợp TAH Tower):** TAL đã hoàn tất thực hiện chuyển nhượng toàn bộ cổ phần doanh nghiệp dự án cho đối tác trong tháng 08.2024, kì vọng giúp ghi nhận hơn 160 tỷ đồng doanh thu tài chính trong 2 quý cuối năm 2024.
- **Lô B3 CC2 (tổ hợp văn phòng – khách sạn):** Khối văn phòng (lô B3 CC2 - A) đã được doanh nghiệp thỏa thuận chuyển nhượng cho Mapple Tree. Dự kiến giao dịch sẽ được hoàn tất trong năm 2025 và giúp ghi nhận khoảng 560 tỷ đồng doanh thu tài chính. Ngoài ra, TAL đang tích cực tìm đối tác chuyển nhượng Lô B3 CC2-B (khối khách sạn) với lợi nhuận kì vọng trên 500 tỷ đồng.

Hình 3: Doanh thu tài chính của TAL (đv: tỷ đồng)



Nguồn: TAL, VCBS

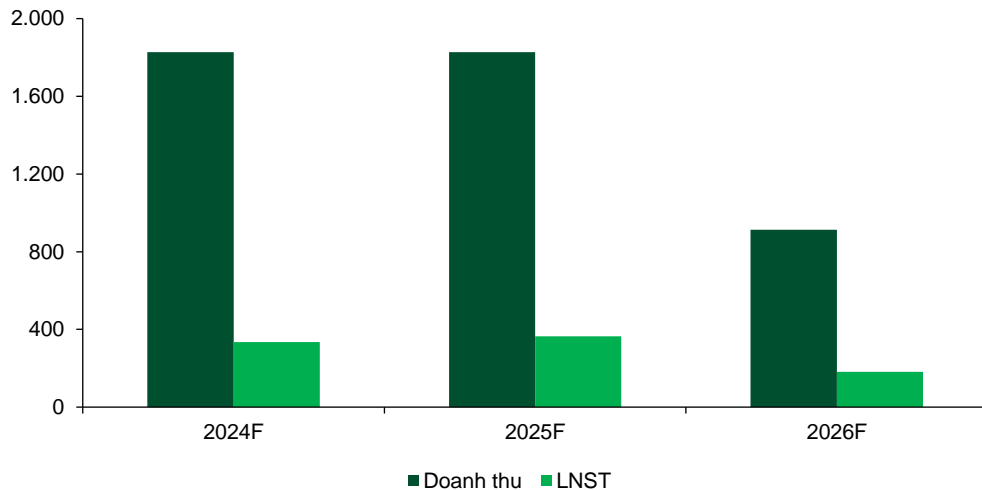
VCBS dự báo hoạt động chuyển nhượng các lô đất trên sẽ đóng góp hơn 1.200 tỷ đồng doanh thu tài chính cho TAL trong giai đoạn 2024 – 2026, đồng thời là nguồn tiền quan trọng để doanh nghiệp tiến hành đầu tư các dự án KĐT, KCN trọng điểm trong chu kỳ mới.

Dự án Central Riverside bắt đầu bàn giao từ cuối năm 2024

KĐT Central Riverside (TP.Thanh Hóa) đã được TAL chính thức mở bán từ Q2.2024 và được đón nhận tích cực dù thị trường BĐS tại các tỉnh chưa hoàn toàn hồi phục. Điều này nhờ:

- Dự án sở hữu vị trí đắc địa tại khu vực trung tâm hành chính mới TP. Thanh Hóa, nằm trên mặt đường đại lộ Nam Sông Mã và đối diện đại dự án Vinhomes Star City.
- Tiềm năng tăng giá tại dự án tương đối tốt nhờ: (1) Tuyến đường đại lộ Nam Sông Mã gd2 dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2025, (2) Tổ hợp chung cư Vinhomes Star City (đối diện dự án Central Riverside) được khởi công từ giữa năm 2024.
- Giá bán tại dự án thấp hơn 10 – 15% so với dự án Star City dù vị trí gần như tương đồng và chất lượng thiết kế, quy hoạch cũng được đánh giá cao.

Hình 4: KQKD ghi nhận từ KĐT Central Riverside (đv: tỷ đồng)



Nguồn: TAL, VCBS

Các phân khu đầu tiên tại Central Riverside dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao và ghi nhận doanh thu từ cuối năm 2024. Với quy mô 495 căn liền kề, biệt thự và mặt bằng giá bán khá tốt (khoảng 55 – 60 triệu đồng/m²), dự án dự kiến đem về hơn 4.500 tỷ đồng doanh thu và là nguồn đóng góp quan trọng đến KQKD của TAL trong vài năm tới.

Gia tăng mạnh danh mục dự án đầu tư

Nhờ tập trung phát triển các dự án tại vị trí đắc địa, có thanh khoản cao, TAL có thể nhanh chóng bán một phần dự án để thanh toán nợ vay tài chính và triển khai dự án gói đầu, trong khi vẫn duy trì nguồn hàng để hưởng lợi từ xu hướng tăng giá đất.

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 tầm cỡ với danh mục dự án tập trung tại các tỉnh thành phát triển mới nổi tại Miền Bắc.

Bảng 2: Các dự án trọng điểm được TAL triển khai trong giai đoạn 2024 - 2027

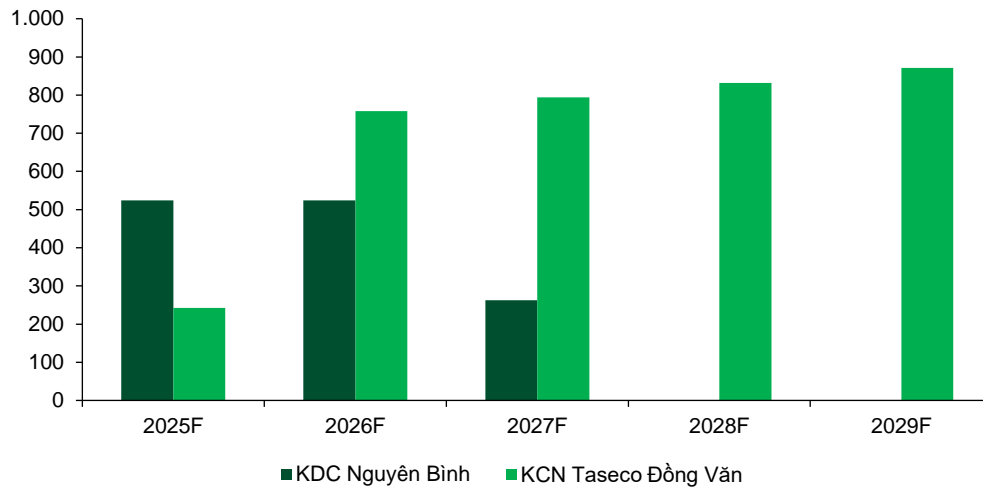
Dự án	Địa điểm	Diện tích (m ²)	Tiến độ
KĐT Central Riverside	TP.Thanh Hóa	156.000	Đang bán hàng
KDC Nguyên Bình	Tỉnh Gia, Thanh Hóa	149.000	Triển khai hạ tầng
KCN Taseco Đồng Văn	Duy Tiên, Hà Nam	2.230.000	Triển khai hạ tầng
Tổ hợp TMDV, nhà ở Nam Thái	Phổ Yên, Thái Nguyên	21.000	Đã trúng đấu giá và nộp TSDĐ
Khu nhà ở Trung Văn	Hà Nội	38.500	Chấp thuận chủ trương đầu tư
KĐT Nam Sông Cầu	TP.Thái Nguyên	455.000	Chấp thuận chủ đầu tư. Đang GPMB
KĐT mới TX.Duy Tiên	Duy Tiên, Hà Nam	1.151.000	Đang thực hiện QH 1/500

Nguồn: TAL, VCBS tổng hợp

Trong đó, dự án KDC Nguyên Bình và KCN Taseco Đồng Văn dự báo có thể đóng góp dòng tiền cho TAL ngay từ năm 2025. Cụ thể:

- **KDC Nguyên Bình (Tỉnh Gia, Thanh Hóa):** Dự án đã được TAL hoàn thành nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất từ cuối năm 2023 và hiện đang trong quá trình triển khai hạ tầng. Chúng tôi đánh giá khả năng hấp thụ của dự án khi mở bán sẽ khá tích cực xét đến: (1) Lợi thế là dự án bán đất nền (hình thức trên không còn được áp dụng theo Luật Kinh doanh BĐS 2023 đến các đô thị loại III), (2) Thị trường BĐS Thanh Hóa đã bắt đầu thể hiện những tín hiệu hồi phục tích cực từ đầu năm 2024, đặc biệt với phân khúc đất đấu giá nhà nước và đất nền dự án.
- **KCN Taseco Đồng Văn (Duy Tiên, Hà Nam):** Hiện đã hoàn thành GPMB cho phần lớn diện tích, cơ bản hoàn thành hồ sơ pháp lý và TAL đã tổ chức lễ khởi công từ tháng 08.2024. Xét đến việc dự án được Vietinbank & BIDV cung cấp khoản vay với hạn mức hơn 1.700 tỷ đồng và dòng tiền khá dồi dào của TAL, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc đảm bảo tiến độ thi công, sẵn sàng mặt bằng cho các khách hàng đặt trước ngay từ năm 2025. 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.

Hình 5: Dòng tiền bán hàng từ KDC Nguyễn Bình & KCN Taseco Đồng Văn (đv: tỷ đồng)



Nguồn: TAL, VCBS

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2024 của TAL đạt **2.926 tỷ đồng (-9,6% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **464 tỷ đồng (+1,5% yoy)**, tương ứng với EPS là **1.561 VNĐ/ cổ phiếu**. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu đạt **3.214 tỷ đồng**, LN thuần đạt **943 tỷ đồng**, tương ứng với EPS là **3.175 VNĐ/ cổ phiếu**.

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

Định giá RNAV

Chúng tôi định giá từng dự án và tài sản sinh dòng tiền quan trọng của TAL và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **24.776 VNĐ/ cổ phiếu**.

Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	
Dự án BĐS	8.461
Hạ tầng cho thuê	902
Mảng xây lắp	212
Các khoản cho vay/ HTĐT	1.134
(Nợ vay ròng)	(2.896)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(455)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	7.358
Số cổ phiếu (triệu)	297
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ)	24.776

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch của các doanh nghiệp tương đồng trên thị trường và đưa ra mức định giá hợp lý là **23.002 VNĐ/ cổ phiếu**.

	P/B
DIG	1,78
HDC	1,70
KDH	1,95
NLG	1,23
HLD	1,27
Trung vị	1,70
BVPS TB 2024 – 2025 (VND)	13.531
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	23.002

Kết hợp 2 phương pháp

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá RNAV và định giá tương đối theo tỷ lệ 50:50 và đưa ra kết quả định giá hợp lý của cổ phiếu TAL là **23.889 VND/ cổ phiếu**.

	Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)
Phương pháp định giá RNAV	24.776
Phương pháp định giá tương đối	23.002
Kết hợp 2 phương pháp	23.889

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

KQKD của TAL dự báo sẽ có sự cải thiện mạnh mẽ từ nửa cuối năm 2024 nhờ: (1) Ghi nhận doanh thu tài chính từ việc chuyển nhượng cổ phần TAH (sở hữu lô đất B2 CC4 Starlake), (2) Bắt đầu thực hiện bàn giao dự án Central Riverside (Thanh Hóa).

Trong vài năm tới, VCBS đánh giá TAL sẽ gia tăng mạnh vị thế và từng bước trở thành một trong những chủ đầu tư BĐS tầm cỡ tại khu vực phía Bắc xét đến danh mục dự án đầu tư được mở rộng nhanh chóng với hiệu quả kinh doanh & dòng tiền tương đối tích cực. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu TAL với mức định giá hợp lý là **23.889 VND/ cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị Chi tiết

MUA Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới

BÁN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

phquan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>