

Vài nét về doanh nghiệp

Thành Đạt là doanh nghiệp xây lắp có tên tuổi tại Hà Nam và đã tham gia nhiều dự án hạ tầng quan trọng trên địa bàn. Từ năm 2019, DTD bắt đầu gia nhập lĩnh vực BĐS KCN với dự án KCN Đồng Văn III (Duy Tiên, Hà Nam) và tích cực tích lũy quỹ đất đô thị với các dự án như Khu nhà ở Thành Đạt, Khu nhà ở Văn Xá – Chợ Lương.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (VND)

26.130

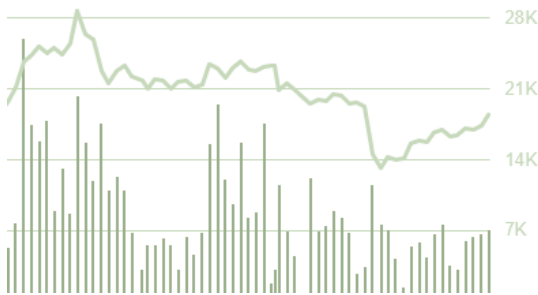
Upside

17,70%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bất động sản, xây dựng
Thị giá (08/08/2025)	22.200
Biến động 1 năm	31.121 – 11.638
KLGD bình quân 52T (cp)	3.716.551
Vốn hóa (Tỷ đồng)	1.233
P/E	8.99
P/B	1.08

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Trần Hoàng Tú Linh, CFA

thtlinh@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>

TRIỂN VỌNG TỪ CÁC DỰ ÁN BĐS DÂN CƯ

ĐÁNH GIÁ: MUA

Xét đến những tín hiệu tích cực về tiến trình nhận quỹ đất đối ứng BT, VCBS kỳ vọng các dự án BĐS nhà ở của DTD có thể bắt đầu kinh doanh từ năm 2026 và mang lại dòng tiền đáng kể cho doanh nghiệp trong bối cảnh nguồn thu từ cho thuê đất KCN không còn nhiều.

Ngoài ra, DTD còn sở hữu danh mục hạ tầng tạo dòng tiền ổn định như cảng thủy nội địa Yên Lệnh và chuỗi khách sạn Thành Đạt. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu DTD với mức định giá hợp lý là **26.130 VND/ cổ phiếu**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Tín hiệu tích cực từ các dự án BĐS dân cư

Trong tháng 06.2025, khu nhà ở Chợ Lương đã được hoàn tất giao đất đợt 2. Với việc tổ hợp dự án đã cơ bản hoàn thành GPMB và hạ tầng cơ bản, VCBS kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu kinh doanh từ năm 2026 và bắt đầu mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp. Ngoài ra, dự án Khu nhà ở Thành Đạt hiện cũng đã hoàn tất các thủ tục pháp lý và dự kiến đi vào khai thác từ giai đoạn 2026 - 2027.

Triển khai khu Thương mại – Dịch vụ Đồng Văn III

Với việc KCN Đồng Văn III dự kiến đạt tỷ lệ lấp đầy 99% trong năm 2025, DTD sẽ chuyển sang tập trung triển khai, khai thác khu thương mại – dịch vụ Đồng Văn III. Dự án hiện đang được đẩy nhanh tiến độ và dự kiến sẽ hoàn thành trong Quý IV/2025.

Lợi nhuận ổn định từ hoạt động xây lắp & vận hành hạ tầng

Các gói thầu tồn đọng của Thành Đạt tại Bệnh viện Việt Đức và Bạch Mai cơ sở 2 có tín hiệu được tháo gỡ khi các cơ quan quản lý đang vào cuộc quyết liệt để tránh lãng phí. Dự án kỳ vọng có thể được nghiệm thu vào T10/2025 và DTD có thể sẽ nhận về các khoản thanh toán còn lại của gói thầu.

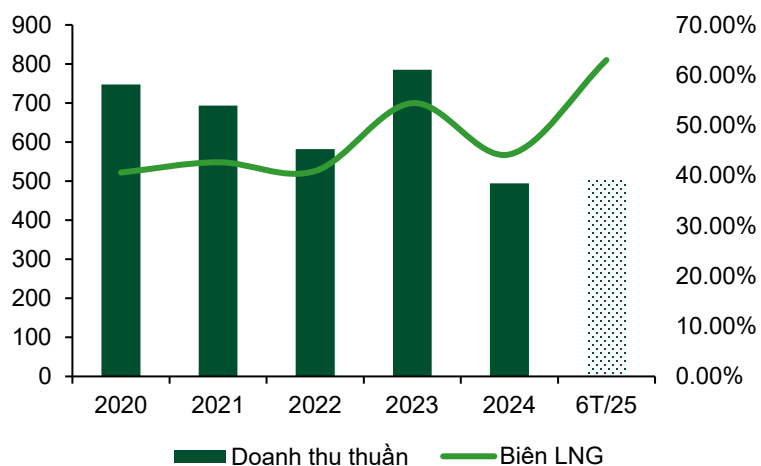
Ngoài ra, dự án cảng Yên Lệnh đã đi vào vận hành ổn định, đóng vai trò là nguồn tạo dòng tiền đều đặn cho DTD trong thời gian tới.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	785	495	677	718
+/- yoy (%)	34,89%	-36,99%	36,87%	6,01%
LN thuần (tỷ đồng)	217	120	215	220
+/- yoy (%)	104,75%	-44,56%	78,18%	2,43%
TS LN gộp (%)	54,43%	44,20%	58,07%	42,21%
TS LN ròng (%)	27,67%	24,34%	31,69%	30,62%
EPS - TTM (VND)	4,985	2,447	3,251	3,330

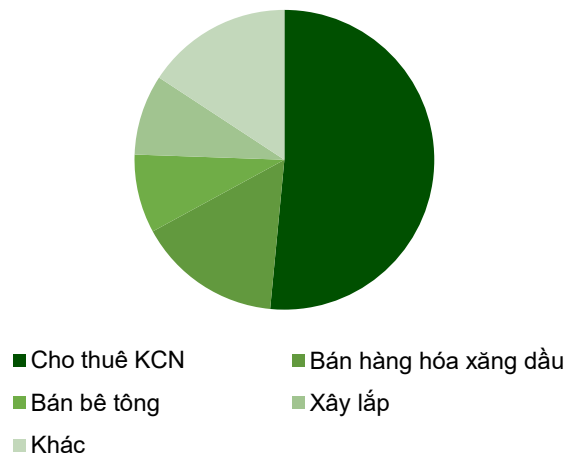
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 1H.2025

Đơn vị: Tỷ VND	1H.2024	1H.2025	%YoY	Đánh giá
Doanh thu thuần	268	506	+89%	Doanh thu từ KCN Đồng Văn trong 6 tháng đầu đạt 228 tỷ đồng (so với 23 tỷ đồng cùng kỳ năm 2024) nhờ tốc độ bàn giao tốt.
Lợi nhuận gộp	118	320	+171%	Trong Quý 2 giá vốn cho thuê KCN giảm mạnh, nguyên nhân có thể đến từ việc phần lớn chi phí liên quan đã được trích lập trong các kỳ trước, dẫn đến chi phí trong kỳ ở mức thấp.
Doanh thu HĐTC	18,6	13	-30%	
Chi phí tài chính	2,6	1,9	-27%	
Chi phí bán hàng & QLDN	14	11	-21%	
LNST	96,7	254	+163%	Đạt 98% kế hoạch cả năm

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



Hình 2: Cơ cấu doanh thu DTD năm 2024



Nguồn: DTD, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Tín hiệu tích cực từ các dự án BĐS dân cư

Khu nhà ở Văn Xá – Chợ Lương: là dự án liên doanh giữa DTD và NHA, trong đó DTD sở hữu 40%. Dự án có lợi thế về giá thành phát triển nhờ sử dụng quỹ đất thanh toán đối ứng cho công trình BT (dự án xây dựng tuyến đường kết nối từ ngã ba Hòa Mạc đến đường DH05).

Ngoài ra, mặt bằng giá đất tại khu vực được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực do hưởng lợi từ hiệu ứng của đại dự án Sun Urban City, KĐT Đại học Nam Cao và tổ hợp dự án của Taseco Land (bao gồm KCN và Khu đô thị mới). Dự kiến, DTD sẽ ghi nhận khoảng 518 tỷ đồng lợi nhuận phân bổ từ dự án trong giai đoạn 2026–2030 (tương ứng phần sở hữu 40%). Cụ thể:

- Khu nhà ở Văn Xá: Tính đến Quý 2/2025, tuyến đường đối ứng BT đã hoàn thành thi công tại phần lớn đoạn đủ điều kiện cho phép doanh nghiệp tiến hành nghiệm thu và nhận bàn giao quỹ đất theo tiến độ. DTD & NHA hiện đang xin ứng trước một phần quỹ đất nhằm triển khai thi công sớm và thu hồi một phần vốn, phần quỹ đất còn lại sẽ tiếp tục thực hiện thủ tục giao đất trong năm 2026.
- Khu nhà ở Chợ Lương: Đã được giao đất lần hai. Dự kiến đến Quý 4/2025, các hạng mục hạ tầng cơ bản sẽ được hoàn thành, cho phép ghi nhận lợi nhuận từ năm 2026.

Dự án Khu nhà ở Thành Đạt: Hiện tại dự án đã hoàn tất GPMB và chờ địa phương giao đất – sẽ được thực hiện sau khi chính quyền địa phương sửa đổi quy hoạch để thống nhất với dự án tuyến đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam.

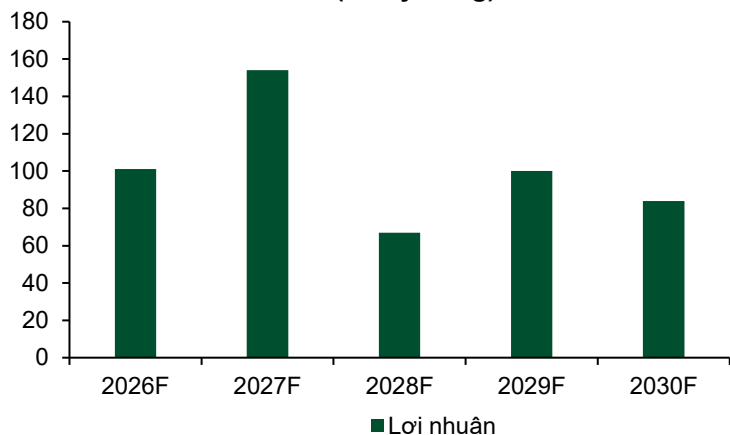
VCBS kỳ vọng tốc độ bán hàng của dự án sẽ khá khả quan nhờ vị trí đắc địa khi tiếp giáp mặt đường lớn và nằm liền kề tổ hợp Bệnh viện Việt Đức & Bạch Mai cơ sở 2. Ngoài ra, triển vọng giá bán của dự án sẽ được hỗ trợ tích cực bởi:

- Dự án Sun Urban City Hà Nam đã giúp thiết lập mặt bằng giá mới tại TP. Phủ Lý (cũ).
- Bệnh viện Việt Đức & Bạch Mai cơ sở 2 dự kiến đi vào hoạt động từ cuối năm 2025 – đầu năm 2026, giúp thúc đẩy thị trường bất động sản khu vực lân cận.

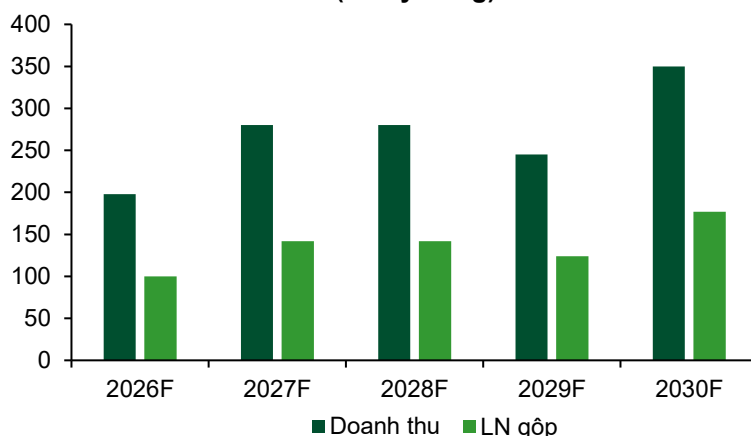
Bảng 1: Các dự án BĐS dân cư của DTD

Dự án	Địa điểm	Sản phẩm	DTD sở hữu	Tổng diện tích	Tổng mức đầu tư
Khu nhà ở Văn Xá – Chợ Lương	Duy Tiên, Hà Nam (cũ)	Đất nền, nhà phố	40%	35 ha	505 tỷ đồng
Khu nhà ở Thành Đạt	Phủ Lý, Hà Nam (cũ)	Đất nền, nhà phố	100%	8,7 ha	121 tỷ đồng

Hình 3: Lợi nhuận phân bổ từ Khu nhà ở Văn Xá – Chợ Lương (đv: tỷ đồng)



Hình 4: Dự phóng KQKD từ Khu nhà ở Thành Đạt (đv: tỷ đồng)

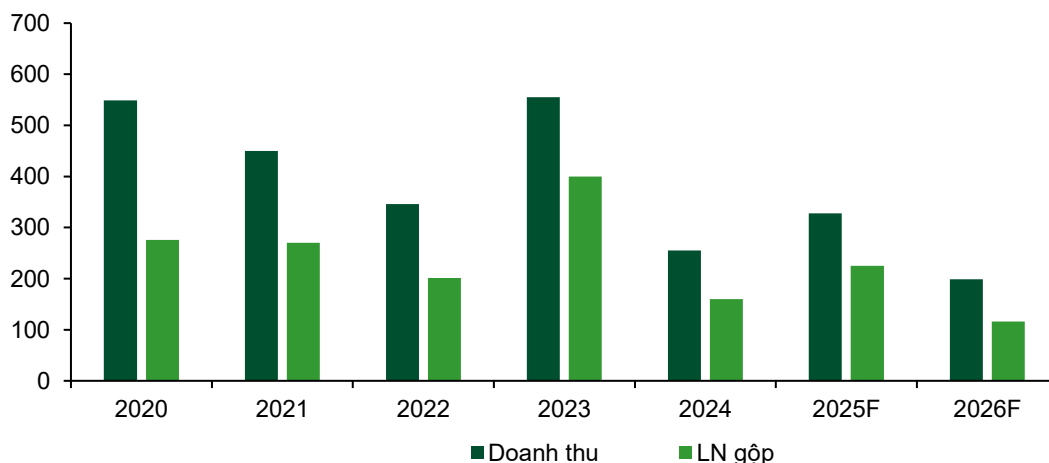


Nguồn: DTD, VCBS

Triển khai khu Thương mại – Dịch vụ Đồng Văn III

Khu công nghiệp Đồng Văn III giai đoạn 1,2 (tổng diện tích 300 ha) hiện đã lấp đầy phần lớn diện tích, chủ yếu là các doanh nghiệp đến từ Đài Loan và Nhật Bản, với phần diện tích còn phải GPMB của dự án khoảng 3 ha. VCBS dự kiến tỷ lệ lấp đầy KCN Đồng Văn sẽ đạt 99% vào cuối năm 2025, với tổng dòng tiền mang về cho DTD khoảng hơn 500 tỷ đồng trong giai đoạn 2025 - 2026.

Hình 5: KQKD từ cho thuê KCN Đồng Văn III (đv: tỷ đồng)



Nguồn: DTD, VCBS

Sau khi hoàn thành cho thuê đất KCN, DTD sẽ chuyển hướng sang kinh doanh dịch vụ thương mại với **dự án Khu TMDV và nhà ở cho chuyên gia thuê tại KCN Đồng Văn III** - tổng mức đầu tư 800 tỷ đồng (trong đó DTD nắm giữ 65% vốn). Dự án đã cơ bản hoàn thành thi công và dự kiến đi vào hoạt động từ Quý 4/2025. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, toàn bộ căn hộ đã được đăng ký thuê hết, tỷ lệ lấp đầy đạt 99%. Với lượng nhu cầu cao, dự án ước tính sẽ mang về doanh thu khoảng 100 tỷ đồng/năm. Ngoài ra, UBND tỉnh Hà Nam (cũ) đã chấp thuận cho DTD mở rộng thêm 7 ha NOXH gần khu vực KCN Đồng Văn III, hướng đến nhu cầu thuê và mua nhà ở của công nhân trong khu vực.

Lợi nhuận ổn định từ hoạt động xây lắp & vận hành hạ tầng

Từ năm 2024, DTD đã chính thức quay trở lại lĩnh vực xây dựng – ngành nghề cốt lõi mà doanh nghiệp đã có hơn 30 năm kinh nghiệm. Tuy nhiên, thay vì mở rộng đại trà, công ty lựa chọn chiến lược tập chung vào các dự án có biên lợi nhuận ổn định và ít tham gia các dự án đầu tư công do lo ngại chi phí đầu vào biến động mạnh trong khi thủ tục nghiệm thu – thanh toán thường kéo dài, ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính.

Đối với **các gói thầu tại dự án Bệnh viện Bạch Mai và Bệnh viện Việt Đức cơ sở 2**: Các gói thầu tồn đọng của Thành Đạt có tín hiệu được tháo gỡ khi các cơ quan quản lý đang vào cuộc quyết liệt để tránh lãng phí. Dự án kỳ vọng có thể được nghiệm thu vào T10/2025, và DTD sẽ nhận về được các khoản thanh toán còn lại của gói thầu (khoảng 70 tỷ đồng). Ngoài ra sau khi 2 bệnh viện này được đi vào hoạt động, các quỹ đất của DTD tại vị trí lân cận có thể được hưởng lợi đáng kể

Ngoài ra, **dự án Cảng Yên Lệnh** do DTD đầu tư hiện đã đi vào giai đoạn hoạt động ổn định và đang vận hành ở công suất tối đa (2 ca/ ngày) do nhu cầu lớn trong khu vực. DTD đặt mục rút ngắn thời gian tất toán khoản vay từ 10 năm xuống còn 3 năm nhờ dòng tiền ổn định từ hoạt động khai thác cảng. Dự kiến trong năm 2025, cảng sẽ mang về khoảng **80 tỷ đồng doanh thu**. Với việc chính quyền địa phương Hà Nam (cũ) đang thu hút hàng loạt dự án lớn trong lĩnh vực khu công nghiệp, đô thị và hạ tầng giao thông, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng khai thác của cảng trong dài hạn.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

VCBS dự phóng doanh thu năm 2025 của DTD đạt **677 tỷ đồng (+36,87% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **215 tỷ đồng (+78,18% yoy)**, tương ứng với EPS là **3.251 VNĐ/ cổ phiếu**. Đối với năm 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu của DTD đạt **718 tỷ đồng (+6,01% yoy)**, lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt **220 tỷ đồng (+2,43% yoy)**, tương ứng với EPS là **3.330 VNĐ/cổ phiếu**.

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu DTD 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 DTD và đưa ra kết quả định giá hợp lý là **26.935 VNĐ/ cổ phiếu**.

Giá trị hợp lý (Tỷ đồng)	
RNAV các dự án BĐS	1.214
Bất động sản đầu tư	193
Tiền và đầu tư ngắn hạn	725
(Nợ vay ròng)	(55)
(Lợi ích cổ đông không kiểm soát)	(299)
Giá trị VCSH ròng hợp lý	1.778
Số cổ phiếu (triệu)	66
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VNĐ)	26.935

Định giá tương đối

Chúng tôi sử dụng mức P/B trung vị được giao dịch trong các năm trước của doanh nghiệp và đưa ra mức định giá hợp lý là **25.327 VND/ cổ phiếu**.

	P/B
2024	0,99
2023	1,25
2022	1,48
2021	0,7
2020	2,42
Trung vị	1,25
Giá hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)	25.327

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 DTD là **26.130 VND/ cổ phiếu**.

	Kết quả định giá (VND/ cổ phiếu)
Phương pháp định giá RNAV	26.935
Phương pháp định giá tương đối	25.327
Kết hợp 2 phương pháp	26.130

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Xét đến những tín hiệu tích cực về tiến trình nhận quỹ đất đối ứng BT, VCBS kỳ vọng các dự án BĐS nhà ở của DTD có thể bắt đầu kinh doanh từ năm 2026, qua đó mang lại dòng tiền đáng kể cho doanh nghiệp – đặc biệt trong bối cảnh DTD đang tái cơ cấu, chuyển dịch dần trọng tâm từ mảng khu công nghiệp sang mảng xây lắp và phát triển quỹ đất.

Bên cạnh các dự án mới, DTD còn sở hữu danh mục tài sản tạo dòng tiền ổn định, góp phần giúp doanh nghiệp duy trì nền tảng tài chính lành mạnh trong dài hạn.

Trên cơ sở đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DTD, với mức định giá hợp lý là **26.130 đồng/cổ phiếu**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Quân, CFA

Trưởng phòng Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

phquan@vcbs.com.vn

Trần Hoàng Tú Linh, CFA

Chuyên viên Phân tích

thtlinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Bloomberg: VCBS <GO>