

Công ty CP Phát triển Đô thị Từ Liêm(NTL)

Khu Đô thị Bắc Quốc lộ 32-động lực tăng trưởng chính của NTL trong giai đoạn 2010-2012

Dự báo lợi nhuận năm 2010 sẽ vượt 4% so với kế hoạch

Một cách thận trọng, chúng tôi dự báo rằng doanh thu năm 2010 của Nhà Từ Liêm (NTL) sẽ đạt 1.643 tỷ đồng, tăng 19% so với năm 2009 và hoàn thành 103% kế hoạch. Lợi nhuận năm 2010 đạt 555,4 tỷ đồng, tăng 5% so với năm 2009 và hoàn thành 106% so với kế hoạch. Doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010 là do đóng góp của Dự án Khu đô thị Bắc Quốc lộ 32 -đóng góp 96% lợi nhuận cho công ty.

Dự án Khu Đô thị Bắc Quốc lộ 32 (Trạm Trôi) là dự án chính tạo động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của NTL trong giai đoạn 2010-2012.

Trong năm 2009, NTL đã bán được 6 ha đất từ dự án này. Công ty Dự kiến sẽ bán tiếp khoảng 4-5 ha trong năm 2010. Chúng tôi dự báo rằng với giá bán khoảng 24 triệu đồng/ha, NTL sẽ thu được khoảng 2.500 tỷ đồng doanh thu và 1.900 tỷ lãi gộp từ dự án này. Đây sẽ là nguồn thu chủ yếu của NTL trong giai đoạn 2010-2012.

Dự án Khu Đô thị Tây Đô - Hoài Đức kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng cao trong giai đoạn sau năm 2012.

Dự án Khu Đô thị Tây Đô đang trong quá trình chờ phê duyệt. Dự án có quy mô khá lớn (84 ha), nằm ở vị trí khá đặc địa ở phía tây thành phố Hà Nội. Chúng tôi cho rằng nếu dự án này được phê duyệt sẽ là động lực tăng trưởng chính của NTL sau khi dự án Dịch Vọng và Dự án Trạm trôi kết thúc (sau năm 2013).

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu NTL với giá bán mục tiêu 90.000 đồng/cổ phiếu tương đương P/E 2010E 5,3x, P/B 2010E 2,49x và EV/EBITDA 2010E 4x.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, T9/2010	FY2009A	FY2010F	FY2011F
Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ	530	545	617
EPS, VNĐ	16.171	16.617	18.816
Thay đổi EPS (YoY)	758%	3%	13%
FC/cổ phiếu, '000 VNĐ	16,29	(1,24)	11,42

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T9/2010	FY2009A	FY2010F	FY2011F
P/E	4,1	4,0	3,5
EV/EBITDA	2,7	2,7	2,0
P/B	3,9	1,8	1,3

Đánh giá: **MUA**

Phân tích cổ phiếu | Bất Động Sản
28 tháng 9 năm 2010



Nguyễn Thu Huyền
Phó phòng Nghiên cứu và Phân tích
huyennt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Phạm Thị Thu Hiền
Chuyên viên
hienptta@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

Thông tin cổ phiếu

Mã cổ phiếu:	NTL
Giá cổ phiếu (28/9/2010):	67.000 đồng
Giá mục tiêu:	90.000 đồng
Số cp đang lưu hành:	32.800.000
Giá trị vốn hóa:	2.197,6 tỷ đồng
KLGDĐQ 10 ngày:	59.321
ROE (2010E):	62,6%

Biến động cổ phiếu NTL trên HOSE



NTL

VN- Index

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi tin rằng, với quỹ đất và tiềm lực hiện có NTL hoàn toàn có thể đạt được tốc độ tăng trưởng bình quân năm_CARG (2009-2012) về doanh thu là 24% và lợi nhuận là 10%. Theo giá giao dịch ngày 28/9/2010, P/E dự phòng cho năm 2010 bằng 4,03x là khá thấp so với các cổ phiếu trong ngành Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể đạt được 34% lợi nhuận từ khoản đầu tư này khi mua tại thời điểm hiện nay.

Mô tả Công ty

CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm (NTL) được thành lập năm 1974, chuyên về kinh doanh bất động sản-khu đô thị. Hiện nay công ty đang triển khai 2 dự án lớn: Khu Đô thị Bắc Quốc lộ 32 và Khu đô thị mới Dịch Vọng với tổng diện tích 60,7ha. NTL có tốc độ tăng trưởng tương đối tốt với CARG (2007-2009) của doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 44,8% và 57,6%.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

DỰ BÁO TÀI CHÍNH (tỷ đồng)	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F
Doanh thu thuần	454	371	1.380	1.644	2.238
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		<i>-18%</i>	<i>272%</i>	<i>19%</i>	<i>36%</i>
Lợi nhuận gộp	171	130	708	734	815
<i>Tăng trưởng lợi nhuận gộp</i>		<i>-24%</i>	<i>445%</i>	<i>4%</i>	<i>11%</i>
Lợi nhuận hoạt động	164	115	686	694	761
<i>Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động</i>		<i>-30%</i>	<i>496%</i>	<i>1%</i>	<i>10%</i>
Lợi nhuận ròng	135	62	530	545	617
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>		<i>-54%</i>	<i>758%</i>	<i>3%</i>	<i>13%</i>

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F
Tiền và các khoản tương đương tiền	58	71	374	415	707
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	7	-	1	493	895
Các khoản phải thu	141	146	148	304	413
Hàng tồn kho	243	655	486	1,119	1,318
Tài sản cố định hữu hình	5	6	8	11	14
Tài sản khác	206	88	153	221	295
Tổng cộng tài sản	660	966	1.171	2.563	3.643
Nợ ngắn hạn	410	706	567	1.266	1.857
<i>Vay ngắn hạn</i>	<i>43</i>	<i>100</i>	<i>2</i>	<i>56</i>	<i>92</i>
Nợ dài hạn	0	0	47	112	66
<i>Vay dài hạn</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>47</i>	<i>112</i>	<i>66</i>
Vốn chủ sở hữu	250	259	558	1.185	1.720
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	660	966	1.171	2.563	3.643

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, VietinBankSc dự báo

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F
Lợi nhuận ròng	135	62	530	545	617
Khấu hao	2	1	2	1	2
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	(139)	(2)	25	(157)	(99)
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	(2)	(3)	(28)	2	(11)
Giảm (tăng) hàng tồn kho	(243)	(412)	169	(633)	(199)
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	(53)	(6)	(24)	(16)	(36)
Tăng (giảm) phải trả người bán	14	8	8	32	35
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	68	178	(6)	87	58
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	97	(54)	110	32	104
Tăng (giảm) phải trả người lao động	0	1	2	2	3
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	188	106	(155)	494	355
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	35	(100)	593	333	791
Bán (mua) tài sản cố định	(8)	(2)	(7)	(1)	(5)
Bán (mua) tài sản dài hạn	(126)	110	0	(492)	(402)
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	(2)	0	0	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(136)	108	(7)	(493)	(407)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu	82	78	-	164	-
Chi trả cổ tức	-	(125)	(234)	(82)	(82)
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ	17	(5)	2	-	-
Tăng (giảm) lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	43	57	(98)	54	36
Tăng (giảm) các khoản nợ trung- dài hạn	-	-	47	65	(46)
Lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động tài chính	142	5	(283)	201	(92)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	41	13	303	41	292

CÁC TỶ LỆ TĂNG TRƯỞNG	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F
Tăng trưởng doanh thu	-18%	272%	19%	36%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-24%	445%	4%	11%
Tăng trưởng chi phí hoạt động	99%	49%	80%	36%
Tăng trưởng thu nhập hoạt động	-30%	496%	1%	10%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	-53%	803%	2%	13%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-54%	758%	3%	13%

TỶ SUẤT LỢI NHUẬN	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38%	35%	51%	45%	36%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	36%	31%	50%	42%	34%
Tỷ suất EBIT	37%	21%	50%	44%	37%
Tỷ suất EBITDA	37%	22%	50%	44%	37%
Tỷ suất Lợi nhuận ròng	30%	17%	38%	33%	28%
ROE	54%	24%	130%	63%	42%
ROA	21%	8%	50%	29%	20%

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T9/2010	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F
P/E	4,1	4,0	3,5	4,1	4,0
EV/EBITDA	2,7	2,7	2,0	2,7	2,7
P/B	3,9	1,8	1,3	3,9	1,8

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, VietinBankSc dự báo

NHỮNG NÉT NỔI BẬT CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ TỪ LIÊM

Dự báo lợi nhuận năm 2010 sẽ vượt 4% so với kế hoạch

Một cách thận trọng, chúng tôi dự báo rằng doanh thu năm 2010 của Nhà Từ Liêm (NTL) sẽ đạt 1.643 tỷ đồng, tăng 19% so với năm 2009 và hoàn thành 103% kế hoạch. Lợi nhuận năm 2010 đạt 555,4 tỷ đồng, tăng 5% so với năm 2009 và hoàn thành 106% so với kế hoạch. Doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010 là do Dự án Khu đô thị Bắc Quốc lộ 32 -đóng góp 96% lợi nhuận cho công ty.

Trong Dự án Dịch Vọng, NTL còn 2 khu nhà cao tầng chưa khai thác là No11A, B và nhà Hỗn hợp. Các khu nhà này được liên doanh với công ty CP tập đoàn Hà Đô theo tỉ lệ (50:50), dự định sẽ tiếp tục triển khai vào 2011 nên chúng tôi không tính phần doanh thu và lợi nhuận của các khu nhà này vào kết quả kinh doanh của NTL trong năm 2010.

Dự án Khu Đô thị Bắc Quốc lộ 32 (trạm Trôi) là dự án chính tạo động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của NTL trong giai đoạn 2010-2012.

Trong năm 2009, NTL đã bán được 6 ha đất từ dự án này. Công ty dự kiến sẽ bán tiếp khoảng 4-5 ha trong năm 2010. Theo nghiên cứu của chúng tôi, hiện nay NTL đã bán thêm khoảng 2,5-3 ha trong dự án này với giá bình quân khoảng 26 triệu đồng/ha (tăng 30% so với kế hoạch của công ty).

Chúng tôi dự báo rằng với giá bán khoảng 24 triệu đồng/ha (chiết khấu 20% so với giá thị trường), NTL sẽ thu được khoảng 2.500 tỷ đồng doanh thu và 1.900 tỷ đồng lãi gộp từ dự án này. Đây sẽ là nguồn thu chủ yếu của NTL trong giai đoạn 2010-2012

Dự án Khu Đô thị Tây Đô - Hoài Đức kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng cao cho NTL trong giai đoạn sau năm 2012.

Dự án Khu Đô thị Tây Đô nằm ở Huyện Hoài Đức – Hà Nội được liên danh với Công ty CP Phát triển Nhà Tây Đô. Dự án này đang trong quá trình chờ phê duyệt. Dự án có quy mô khá lớn (84 ha), nằm ở vị trí khá đặc địa ở khu vực phía tây thành phố Hà Nội. Chúng tôi cho rằng nếu dự án này được phê duyệt sẽ là động lực tăng trưởng chính của NTL sau khi dự án Dịch Vọng và Dự án Trạm trôi kết thúc (sau năm 2013).

CÁC CƠ SỞ DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Dự án Khu Đô thị Bắc Quốc lộ 32

Dự án nằm ở Huyện Hoài Đức, Tỉnh Hà Tây. Phía Bắc giáp ranh với huyện Đan Phượng. Phía Nam giáp khu dân cư quốc lộ 32. Phía Tây giáp tỉnh lộ 442. Phía Đông giáp đất canh tác xã Kim Chung. Dự án có tổng diện tích 38,2 ha trong đó diện tích sàn thương mại là 16,4 ha; hiện đã giải phóng mặt bằng xong và đang trong giai đoạn xây dựng. Trong năm 2009, công ty đã bán được khoảng 6 ha. Số diện tích thương mại còn lại là 10 ha dự kiến sẽ tiếp tục được khai thác các năm trong giai đoạn 2010-2012. Chúng tôi dự báo rằng, NTL sẽ thu được 2.496 tỷ đồng doanh thu và 1.976 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án này trong giai đoạn 2010-2012. Ước tính này dựa trên giá bán bình quân là 24 triệu đồng/1m² (chiết khấu 20% so với giá thị trường tại thời điểm hiện tại) và chi phí đầu tư (chi phí giải phóng mặt bằng và chi phí đầu tư hạ tầng) cho 1m² là 5 triệu đồng/1m². Tỷ lệ phân bổ của dự án cho các năm từ giai đoạn 2010-2012 tương ứng là 35%; 32%; 33%.

Dự án Khu Đô thị mới Dịch Vọng

Dự án nằm ở Phường Dịch Vọng, Q.Cầu Giấy, TP.Hà Nội. Dự án có tổng diện tích là 22,5 ha, được liên doanh với Công ty cổ phần tập đoàn Hà Đô. Dự án được cấp phép đầu tư từ năm 2004 và bắt đầu được xây dựng từ năm 2007. Hiện nay ở khu đô thị Từ Liêm, NTL còn 3 tòa nhà chưa khai thác là No10, No11 và nhà hỗn hợp (liên doanh với HDG theo tỷ lệ 50:50) chưa được khai thác. Chúng tôi dự báo rằng, NTL có thể thu được 2.700 tỷ đồng doanh thu và 1.084 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án này. Dự án sẽ bắt đầu được khai thác trở lại vào giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2012 với tỷ lệ phân bổ doanh thu và lợi nhuận tương ứng là 30% và 40%.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Định giá 10 doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết tại Việt Nam cho thấy các công ty này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị P/E 2010P lần lượt là 17,1x và 9,0x và P/B 2010P khoảng 2,8x và 2,1x.

STT	Mã	Giá ngày 28/09/2010 (Nghìn đồng)	Giá trị vốn hóa	P/E 2009A	P/B 2009A	P/E 2010P	P/B 2010P
1	BCI	37,9	2.740	15	2,6	9,8	1,87
2	HAG	73,5	21.462	19,3	4,9	9,3	3,08
3	ITC	24	1.658	22,1	1,8	8,3	1,09
4	QCG	32,5	3.910	8,7	5,2	10,8	3,54
5	TDH	35,3	1.348	7	1,7	5,9	0,92
6	VIC	60	22.092	24,1	11,8	83,7	9,52
7	VCG	27	8.054	1.515,8	3	19,1	2,43
8	HDG	85,5	1.736	8,4	4,4	6,9	2,69
9	DIG	42,6	4.175	11,2	2,9	8,4	1,50
10	SJS	66	6.593	9,4	4,6	8,7	1,76
Trung bình						17,1	2,8
Trung vị						9,0	2,1

Nguồn: VietinbankSC, Stoxplus.vn

Với P/E và P/B dự phóng cho năm 2010 lần lượt là 4,03x và 1,85x (tính theo giá thị trường ngày 28/09/2010), NTL đang định giá thấp hơn các công ty khác trong ngành. Lý do là chúng tôi chiết khấu đi những bản khoản về tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hàng năm thấp trong ba năm và mức độ vốn hóa thấp hơn so với các công ty cùng ngành.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu NTL với giá bán mục tiêu là 90.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi đã lập mô hình tính toán dòng tiền khả dụng của Nhà Từ Liêm và định giá NTL theo 3 phương pháp EV/EBITDA, P/E, P/B. Trung vị kết quả 3 phương pháp này cho thấy giá bán mục tiêu của NTL là 90.000 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 5x, P/B 2010E 2,49x và EV/EBITDA 2010E 4x. Chúng tôi tin là các số liệu định giá khi thoái vốn là phù hợp so với các cổ phiếu khác trong cùng ngành kinh doanh của Công ty cổ phần Nhà Từ Liêm.

ĐỊNH GIÁ CỐ PHIẾU	FY2007A	FY2008A	FY2009A	FY2010F	FY2011F
EPS	4.115	1.885	16.171	16.617	18.816
P/E				6	6
Định giá theo P/E				99.701	112.897
EBITDA/cp	5.174	2.457	21.081	22.200	25.145
EV/cp	66.047	67.392	56.595	58.963	49.751
EV/EBITDA				4	4
Định giá theo EV/EBITDA				77.698	88.008
Giá trị sổ sách/cp	7.628	7.909	17.005	36.122	52.438
P/B				3	3
Định giá theo giá trị sổ sách				90.305	131.095
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỐ PHIẾU				90.305	112.897

Nguồn: Báo cáo công ty, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, VietinBankSc dự báo

Lưu ý: Để phản ánh sự tăng trưởng của EPS và loại bỏ các ảnh hưởng của việc pha loãng từ việc phát hành cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu, chúng tôi lấy cơ sở vốn năm 2010 làm cơ sở để tính EPS cho các năm khác trong báo cáo này.

Xác nhận của người viết

Chúng tôi, Nguyễn Thu Huyền, Phạm Thị Thu Hiền, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ liên quan trực tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM
VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY**

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

Chi nhánh Tp. Hà Nội

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3 TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209986
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn