

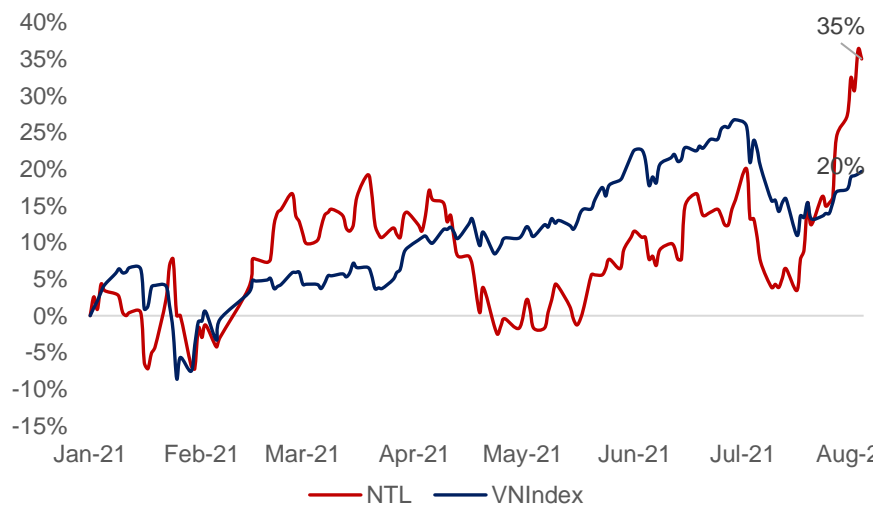
Báo cáo phân tích NTL (MUA: +44%)

06/08/2021



Tóm tắt khuyến nghị	MUA
Giá kỳ vọng (VND)	45,600
Giá thị trường 06/08/2021 (VND)	31,600
Tỷ suất lợi nhuận (%)	44%
Khoảng giá 52 tuần (VND)	16,000 – 32,000
Giá trị giao dịch/ngày (tỷ VND)	50
Giới hạn sở hữu nước ngoài – FOL (%)	49%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	6%

Tỷ suất lợi nhuận quá khứ



Tóm tắt cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu NTL cho các nhà đầu tư ưa thích một cổ phiếu giá trị, có tiềm năng tăng giá là **44%**.

NTL là một doanh nghiệp BĐS có cơ cấu tài chính cực kỳ tốt: không nợ vay, rủi ro thấp, cổ tức cao.

Định giá

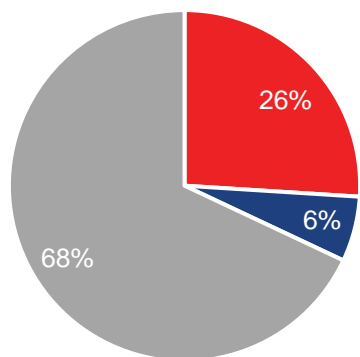
Giá trị hợp lý của NTL được xác định ở mức **45,600 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp tính giá trị tài sản ròng (NAV), bao gồm các dự án KĐT Bắc Quốc Lộ 32, KĐT Bãi Muối 23ha, Dịch Vọng.

Đơn vị: tỷ VND	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	653	598	1,017	1,100
EBIT	363	343	448	625
Lợi nhuận sau thuế & KTPL	275	264	337	467
EPS (VND)	4,504	4,331	5,531	7,655
Tăng trưởng EPS	26%	-4%	28%	38%
P/E (x)	7.0			
P/B (x)	1.7			
ROE (%)	25%	22%	24%	27%

Tổng quan doanh nghiệp HSX: NTL

Ngành nghề kinh doanh	BDS
Vốn điều lệ	610 tỷ
Vốn hóa thị trường	1,800 tỷ
Tăng trưởng EBIT 5 năm	24%
Tăng trưởng EPS 5 năm	25%
ROE (2020)	25%
Cổ tức/cổ phiếu (2020)	2,500 đồng
Trailing P/E	7x

Cơ cấu cổ đông



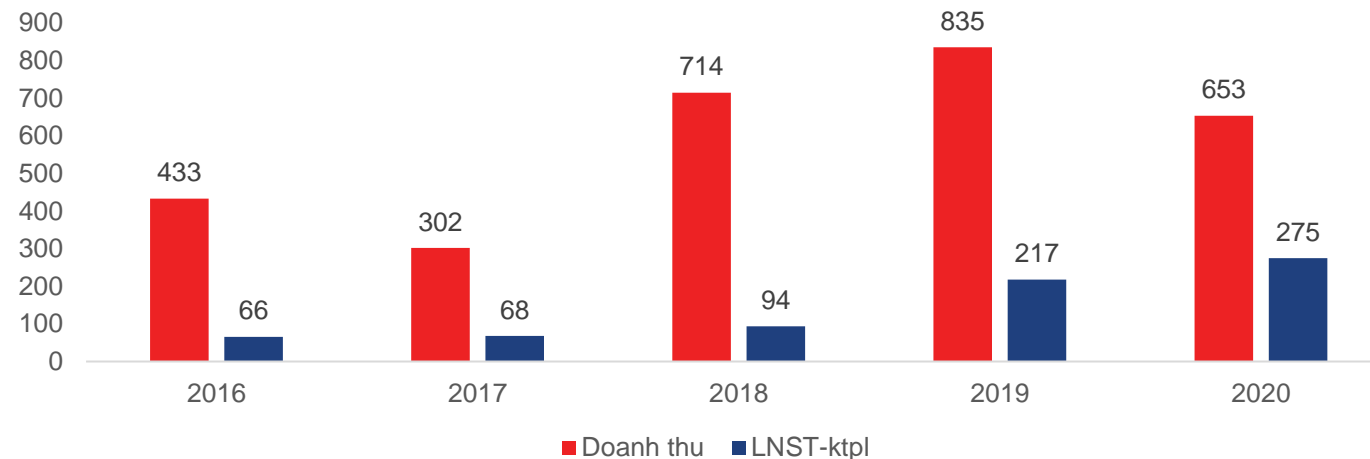
■ BLĐ ■ Nước ngoài ■ Khác

Lược sử công ty

- CTCP Đô Thị Từ Liêm có xuất phát điểm là Xí nghiệp Xây dựng Từ Liêm thành lập năm 1974.
- Năm 2004, NTL cổ phần hóa theo quyết định của UBND Hà Nội, tên gọi là CTCP Đầu tư xây dựng & kinh doanh nhà. Năm 2007, NTL niêm yết trên sàn HOSE.
- Hiện nay NTL tập trung chủ đạo vào việc phát triển BDS với danh mục dự án chủ yếu ở Hà Nội & trung tâm TP Hạ Long

Kết quả kinh doanh

ĐVT: Tỷ VNĐ



1. KDC BÃI MUỐI LÀ DỰ ÁN ĐẤT NỀN HIẾM HOI Ở HẠ LONG & SẼ TẠO LỢI NHUẬN ĐỘT BIẾN

2. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH GIÚP NTL DUY TRÌ MỨC CỔ TỨC HẤP DẪN

3. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Tên dự án	Vị trí dự án	Quy mô	Sản phẩm	Tổng mức đầu tư	Tiến độ dự án
KĐT mới Bắc Quốc lộ 32	Thị trấn Trạm Trôi, Hoài Đức, (Hà Nội)	39 ha	Nhà liền kề, biệt thự	781 tỷ	Đã bán 18 căn shophouse/tổng 42 căn trong 6 tháng 2021. Sẽ hoàn thành bàn giao 165 căn shophouse còn lại trong giai đoạn 2021-22 Kiến nghị UBND GPMB dứt điểm vị trí 4 ô LK6
KĐT Bãi Muối 23ha	Phường Cao Thắng, Hà Khánh, Hà Lâm (Hạ Long)	23 ha	Đất nền, shophouse	1,300 tỷ (ước tính)	Đã hoàn thiện xong hạ tầng của khu 1, đang tập trung làm sổ đỏ của 629 lô để đưa ra kinh doanh
KĐT Dịch Vọng	Dịch Vọng, Cầu Giấy (Hà Nội)	23 ha	Căn hộ, văn phòng		Còn tồn đọng công tác GPMB vị trí tòa nhà số 11

KĐT Bắc Quốc Lộ 32



Tổng quan dự án KĐT Bắc Quốc Lộ 32:

- Vị trí: huyện Hoài Đức – Hà Nội
- Số lượng sản phẩm: 650 căn biệt thự, 136 nhà liền kề
- Tổng diện tích: 39 ha
- Diện tích thương phẩm: 16 ha
- Giá bán 2021: 40 – 45 triệu/m²
- Tiến độ dự án:
 - Còn 24 căn chưa bán, tính tới cuối Q2 2021
 - Hoàn thiện & bàn giao 165 căn nhà vườn vào 2022

KĐT Bãi Muối



Tổng quan dự án KĐT Bãi Muối:

- Vị trí: phường Cao Thắng, Hà Khánh, Hà Lâm – TP Hạ Long
- Số lượng sản phẩm: 629 căn shophouse, đất nền đối với khu 1 & dự kiến khoảng 400 căn shophouse, đất nền đối với khu 2
- Tổng diện tích: 23 ha
- Diện tích thương phẩm: 9 ha
- Giá khu vực: 30 – 35 triệu/m²
- Tiến độ dự án:
 - Đã hoàn thiện 95% xây dựng cơ bản đối với giai đoạn 1
 - Chưa mở bán, dự kiến cuối 2021 – đầu 2022

1. KDC BÃI MUỐI LÀ DỰ ÁN ĐẤT NỀN HIẾM HƠI Ở HẠ LONG & SẼ TẠO LỢI NHUẬN ĐỘT BIẾN

2. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH GIÚP NTL DUY TRÌ MỨC CỔ TỨC HẤP DẪN

3. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ



- Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS Hạ Long có tiềm năng lớn để trở thành một khu đô thị - du lịch số một miền Bắc. Việc đầu tư cơ sở hạ tầng và sáp nhập huyện Hoàn Bồ (840 km²) vào TP Hạ Long (275 km²) là hướng đi đúng đắn của tỉnh Quảng Ninh, giúp nâng tầm tiềm năng du lịch – đô thị của Hạ Long và qua đó giúp thị trường BĐS phát triển cả về chiều sâu lẫn chiều rộng.
- Từ lúc sáp nhập, khu vực Hà Khánh & Hoàn Bồ có hiện tượng sốt đất: giá đất mặt bằng chung khu vực Hà Khánh vào năm 2018 trước sáp nhập chỉ giao dịch ở mức 10 triệu/m² thì hiện nay, tại thời điểm Q2/2021 đang giao dịch ở mức 30 – 35 triệu/m² tùy vị trí (gấp 3 lần sau 3 năm, CAGR = 45%/năm). Riêng dự án FLC Tropical City hiện đang được giao dịch ở mức 50-60 triệu/m² đối với những lô ngoài mặt biển.
- KĐT Bãi Muối có vị trí đẹp: cách khu trung tâm dân cư Hòn Gai, Hạ Long (có bảo tàng Quảng Ninh, chợ cột 8, trung tâm mua sắm Go! Hạ Long) chỉ khoảng 10 phút di chuyển & khu vực Bãi Cháy (nơi có các dự án du lịch nghỉ dưỡng của Tuần Châu, SunGroup) chỉ 15 phút.
- Theo cập nhật, giai đoạn tương lai các dự án BĐS của Hạ Long sẽ buộc phải hoàn thiện thô sản phẩm theo yêu cầu của Bộ Xây Dựng. Điều này khiến cho dự án KDC Bãi Muối của NTL là dự án đất nền hiếm hoi còn sót lại & sẽ phù hợp với rất nhiều đối tượng đầu tư, đầu cơ hay mua nhà ở.

Báo cáo thu nhập	Tổng cộng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	3,732	-	908	1,090	1,253	480
Trừ: giá vốn	(1,312)	-	(394)	(394)	(394)	(131)
Lợi nhuận gộp	2,420	-	515	696	860	349
Chi phí bán hàng & QLDN	(243)	-	(59)	(71)	(81)	(31)
Lợi nhuận hoạt động	2,177	-	456	625	778	318
Trừ: chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-
LNTT	2,177	-	456	625	778	318
Trừ: thuế	(435)	-	(91)	(125)	(156)	(64)
LNST	1,742	-	364	500	623	254

- Với giả định giá vốn thấp (ước tính khoảng gần 15 triệu/m² thương phẩm) & tiềm năng mở bán giá cao (35-40tr/m²), dự kiến KDC Bãi Muối khi mở bán sẽ đem lại lợi nhuận 350-600 tỷ/năm (tăng ít nhất 20% so với 2020).
- Hiện tại, khu 1 của dự án (5 ha, gồm 629 nền) đã được phép mở bán, tuy vậy dịch Covid khiến cho tiến độ mở bán bị trì hoãn, chúng tôi cho rằng có thể phải tới cuối Q4 2021 hoặc đầu năm 2022.
- Chúng tôi ước tính đóng góp của KĐT Bãi Muối đối với giá trị doanh nghiệp là 1,800 tỷ, lớn hơn lợi nhuận đem lại trên báo cáo tài chính, vốn dĩ thuần về kế toán. Lý do: các chi phí của khu 1 dự án (hơn 550 tỷ trong tổng mức đầu tư 1,300 tỷ) đã được hoàn thành vào cuối 2020 và trừ ra khỏi khoản tiền & tương đương tiền.

1. KDC BÃI MUỐI LÀ DỰ ÁN ĐẤT NỀN HIẾM HƠI Ở HẠ LONG & SẼ TẠO LỢI NHUẬN ĐỘT BIẾN

2. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH GIÚP NTL DUY TRÌ MỨC CỔ TỨC HẤP DẪN

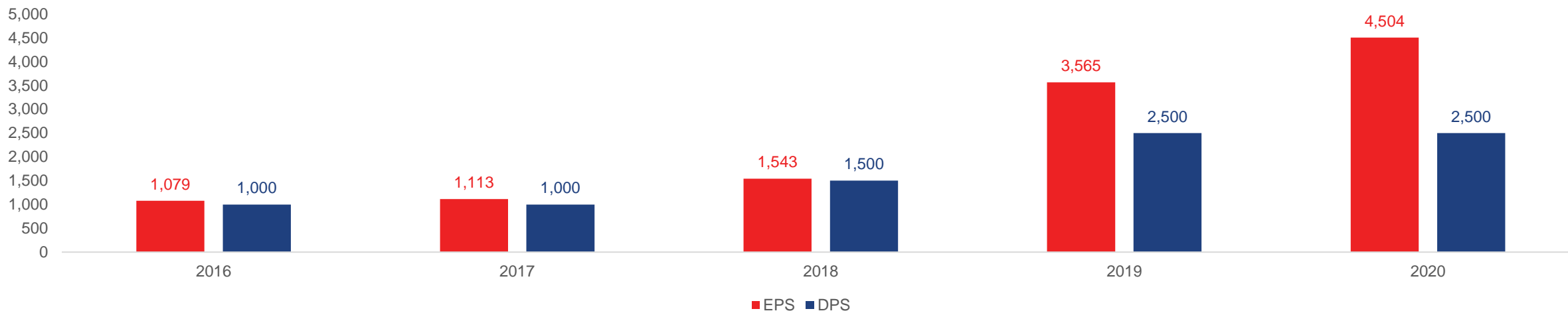
3. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

VNDbn	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CURRENT ASSETS	1,145	1,090	1,481	1,573	1,476	1,725
Cash and short-term investments	55	51	140	215	143	288
Accounts receivable	121	195	136	245	311	263
Inventories	961	838	1,187	1,107	1,015	1,158
Other current assets	7	6	18	6	8	16
LONG-TERM ASSETS	133	287	117	107	147	85
Fixed assets	42	38	36	32	41	37
Construction in progress	67	217	79	72	72	12
Other long-term assets	21	0	0	1	2	2
Long-term Investment	2	31	2	3	32	34
TOTAL ASSETS	1,278	1,377	1,598	1,680	1,623	1,810
LIABILITIES	385	415	629	686	555	646
CURRENT LIABILITIES	272	368	473	634	544	635
Trade accounts payable	16	9	72	80	55	47
Advances from customers	53	47	142	130	43	58
Other Payables	203	288	259	246	278	407
Short-term debt	0	25	0	178	168	123
LONG-TERM LIABILITIES	113	47	156	52	11	11
Long-term debt	0	0	130	41	0	0
Other long-term payables	113	47	26	11	11	11
OWNER'S EQUITY	893	961	969	994	1,068	1,164

Inventory	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inventories	961	838	1,187	1,107	1,015	1,158
Raw materials				10	6	2
Real estate inventory				272	68	65
<i>Khu chung cư lô 4,5 đường Trần Hưng Đạo - Hạ Long</i>				254	52	52
<i>Toà nhà N09B2 KĐT Dịch Vọng - Hà Nội</i>				6	4	3
<i>Toà nhà N04B1 KĐT Dịch Vọng - Hà Nội</i>				12	12	11
Work in progress				824	941	1,091
<i>Toà nhà N011 KĐT Dịch Vọng - Chi phí GPMB & tiền sử dụng đất</i>				-	-	144
<i>KĐT Dịch Vọng - Chi phí đầu tư XDCB hạ tầng</i>				88	98	100
<i>KDC Bãi Muối 23ha - Hạ Long (GD1)</i>				176	399	545
<i>KĐT mới Bắc Quốc Lộ 32</i>				558	442	299
<i>Khác</i>				2	3	4

Q2 2021, NTL đã chi 550 tỷ xây dựng cơ bản cho khu 1 dự án Bãi Muối (95%) & công ty vẫn đạt vị thế tiền ròng gần 230 tỷ. KDC Bãi Muối có thể cần tới 1,300 tỷ tổng vốn đầu tư, tức còn khoảng 750 tỷ chưa chi. Nếu công ty bán hàng nhanh đủ để NTL xây dựng cuốn chiếu thì NTL có thể không cần vay vốn. Việc một doanh nghiệp phát triển BĐS có cơ cấu tài chính tốt như NTL là rất hiếm & giúp công ty không chịu nhiều áp lực tài chính kể cả khi tiến độ bán hàng bị chậm.

Lợi nhuận & cổ tức/cp (VNĐ)



- Điểm cộng tiếp theo là việc NTL có chính sách cổ tức đều đặn & khá tốt. Tính trên thị giá 30,000 đồng/cp thì đây là mức dividend yield ~ 8-9%
- Việc thu tóm quỹ đất với chi phí rẻ giúp NTL không phải vay nợ quá nhiều, thậm chí không hề có vay nợ dài hạn => cơ cấu tài chính, lợi nhuận tốt & rất ít rủi ro => cổ tức tốt.

1. KDC BÃI MUỐI LÀ DỰ ÁN ĐẤT NỀN HIẾM HƠI Ở HẠ LONG & SẼ TẠO LỢI NHUẬN ĐỘT BIẾN

2. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH GIÚP NTL DUY TRÌ MỨC CỔ TỨC HẤP DẪN

3. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Tài sản	Khu vực	Diện tích thương phẩm	Phương pháp	Giá trị (tỷ)
KDC Bắc Quốc Lộ 32	Hà Nội		NPV	564
KDC Bãi Muối	Hạ Long	8.9 ha	NPV	1,810
KDC Dịch Vọng	Hà Nội		BV	261
Tiền rông			BV	229
Phải thu - phải trả			BV	- 45
Giá trị vốn cổ phần				2,785
Số lượng cổ phiếu (triệu)				61
Giá trị hợp lý (VNĐ/cp)				45,656
Upside				+44%

Chúng tôi khuyến nghị MUA NTL với giá mục tiêu 2021 ở mức hơn 45,600, tương ứng upside 44%. Nếu dự án Dịch Vọng được gỡ bỏ vấn đề về pháp lý & đẩy nhanh công tác GPMB thì đây có thể là yếu tố bất ngờ tích cực với NTL & giá trị hợp lý NTL sẽ đạt mức cao hơn.

- Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.
- Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.
- TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.
- Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities
THANHCÔNG
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2nd floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

www.tcsc.vn