

(MUA; Giá mục tiêu: VND 24,400)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NTL với **giá mục tiêu 24,400 đồng** trên cơ sở: (i) việc đẩy mạnh bán sản phẩm tại dự án Bắc Quốc Lộ 32 sẽ tạo ra lợi nhuận sau thuế khoảng 600 tỷ đồng trong hai năm 2020-2021, (ii) dự án Bãi Muối, Hạ Long sẽ tạo ra lợi nhuận thuần khoảng 700 tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2023, (iii) dự án KĐT mới Dịch Vọng dự kiến sẽ triển khai xây dựng vào cuối năm 2021 nếu điều kiện GPMB thuận lợi, và (iv) cơ cấu tài chính lành mạnh với cổ tức tiền mặt đều đặn.

Tiêu điểm đầu tư

- **Giá đất nền tại Hoài Đức tăng mạnh làm gia tăng nguồn thu từ dự án Bắc Quốc lộ 32.** Dự án Bắc QL 32 được hưởng lợi khi giá đất nền tại Hoài Đức tăng mạnh trong bối cảnh (i) huyện Hoài Đức được UBND TP. Hà Nội phê duyệt xây dựng thành Quận vào năm 2022, và (ii) Vingroup phát triển KĐT Vinhomes Đan Phượng (cách Trạm Trôi dưới 3km).
Theo khảo sát thực địa, NTL còn khoảng hơn 60 lô đất còn trống của dự án BQL 32, tương đương 20,000 m2 còn lại, dự kiến bán trong năm 2021. Các căn đã bán trong Q3 hiện đang được xây dựng, ép cọc móng, khoảng hơn 30 căn.
- **Dự án 23ha tại Bãi Muối, Hạ Long là dự án sẽ mang lại doanh thu đáng kể cho NTL trong giai đoạn 2021-2023** khi dự án nằm ở vị trí khá đặc địa (cách quần thể Sunworld Hạ Long chỉ 3km) và giao thông thuận tiện. Dự án dự kiến mang lại lợi nhuận gộp khoảng 900 tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2023.
- **Tiềm năng trong dài hạn từ dự án KĐT Mới Dịch Vọng.** UBND quận Cầu Giấy quyết tâm thông đường Dương Đình Nghệ với giao lộ Cầu Giấy - Nguyễn Văn Huyền ngay trong năm 2020.

Định giá doanh nghiệp

Sử dụng phương pháp định giá tài sản ròng (RNAV), chúng tôi xác định giá mục tiêu của NTL vào khoảng **VND24,400** (40% Upside).



Ngày báo cáo	03/11/2020
Giá hiện tại	VND 17,450
Giá mục tiêu	VND 24,400
Upside	39.8%
Lợi tức	14.3%
Tổng mức sinh lời	54.1%
Vốn hóa thị trường	VND 1,064bn
Biến động 52 tuần	VND 13,200
	VND 22,200
Giá trị giao dịch trung bình	VND 5bn
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49.00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	4.93%

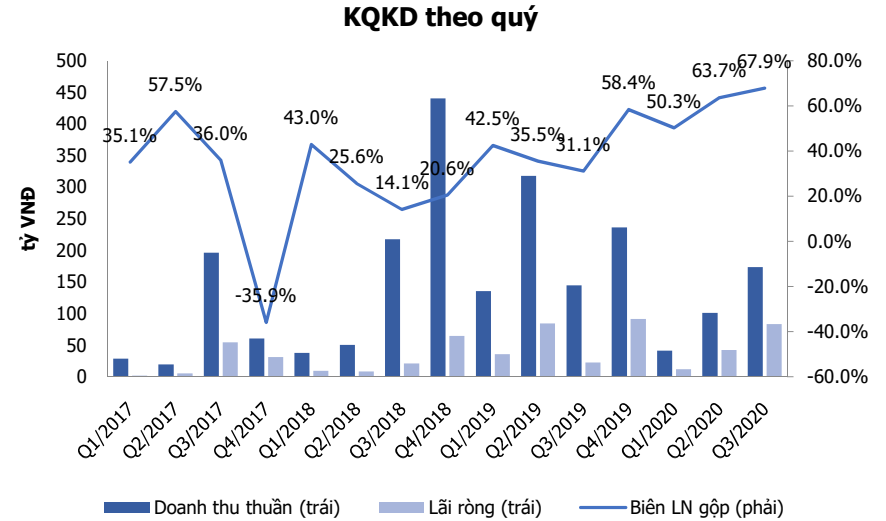
Đơn vị: Tỷ VND	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	835	767	865	1,060
EBIT	422	418	399	226
Lợi nhuận thuần	234	334	334	345
Lợi nhuận thuần cho công ty mẹ	234	334	334	345
EPS (VND)	3,676	5,250	5,257	5,422
Tăng trưởng EPS (%)		43%	357%	52%
P/E		3.3x	3.3x	3.2x
EV/EBITDA	3.5	2.4	1.5	1.1
Cổ tức bằng tiền (VND)	2,500	1,500	1,500	2,000
P/B	1.0	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	22%	25%	21%	18%
Vay ròng/VCSH (%)	16%	13%	10%	9%

Nguồn: MBS Research

(MUA; Giá mục tiêu: VND 24,400)

Thông tin cập nhật

- **LNST quý 3/2020 của NTL gấp 3.6 lần cùng kỳ**, đạt tương ứng 84 tỷ đồng, nhờ công tác bán hàng và thu tiền tại dự án khu ĐTM Bắc Quốc lộ 32 được đẩy mạnh. Đến đầu năm 2020, NTL còn sở hữu khoảng 35,000 m2 đất nền/biệt thự tại khu BQL 32 (khoảng 120 lô). Tới hết tháng 9, NTL đã bán dc khoảng 15,000 m2, trong đó đã bàn giao (hạch toán lên BCTC 3 quý đầu năm) 7,000m2. Dự kiến Q4 sẽ hạch toán nốt phần còn lại (~30 căn bán trong Q3, tương đương 8,000m2).
- **Lũy kế 9 tháng năm 2020**, doanh thu thuần đạt 316.7 tỷ đồng và LNST đạt gần 138 tỷ đồng lần lượt giảm 47% và 4% so với cùng kỳ 2019
Hiện công ty còn 381 tỷ hàng hóa sẵn sàng để bán tại dự án BQL 32. Nếu thực hiện đẩy mạnh kế hoạch bán hàng, chúng tôi cho rằng kế hoạch LNNT 450 tỷ đồng có thể đạt được.
- **Trong quý 3/2020, công ty đã chi thêm 80 tỷ đồng vào dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng**. Theo chúng tôi dự đoán, khoản tiền này chủ yếu để GPMB, cho thấy kỳ vọng của công ty vào việc đầu tư đồng bộ với chủ trương thông đường của UBND quận Cầu Giấy.



Tỷ VNĐ	Q3 2020	Q3 2019	Q3 2020/Q3 2019	9T2020	9T2019	9T2020/9T2019
Doanh thu	174	145	20.0%	317	598	-47.1%
LN gộp	118	45	162.1%	203	216	-5.7%
<i>Biên LN gộp</i>	67.9%	31.1%	<i>36.8pps</i>	64.2%	36.1%	<i>28.1pps</i>
Lãi từ HĐKD	104	35	195.6%	172	186	-7.9%
LNTT	104	30	247.7%	173	181	-4.5%
Lãi ròng	84	23	264.8%	138	144	-3.8%

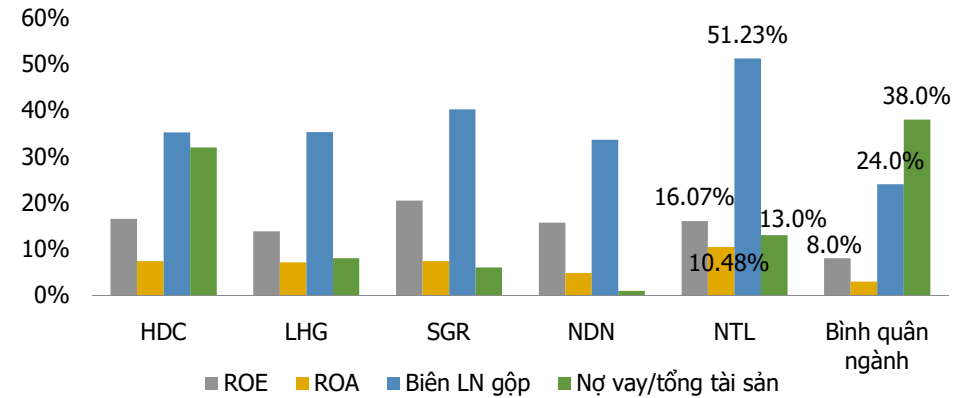
(Nguồn: NTL)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 24,400)

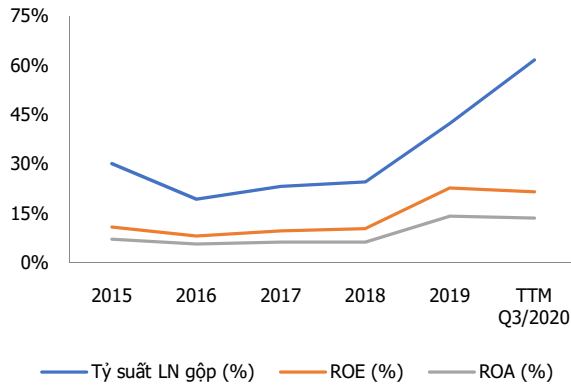
Thông tin doanh nghiệp

- **Sức khỏe tài chính lành mạnh.** Cụ thể, tỷ lệ vốn vay/tổng tài sản của NTL ở mức khá thấp, khoảng 13%, thấp hơn nhiều so với 38% bình quân ngành.
- **Hiệu quả kinh doanh tốt với chỉ số sinh lời ở mức cao** so với các DN hoạt động trong ngành với cùng quy mô. Biên LN gộp duy trì >50% trong 1 năm trở lại đây trong bối cảnh hoạt động kinh doanh bất động sản khởi sắc.
- **Cổ tức tiền mặt cao & đều.** Mức cổ tức tăng dần từ năm 2018. Dự kiến cổ tức tiền mặt 2020 khoảng VND 2,500/CP, tương ứng lợi tức 14.3%.

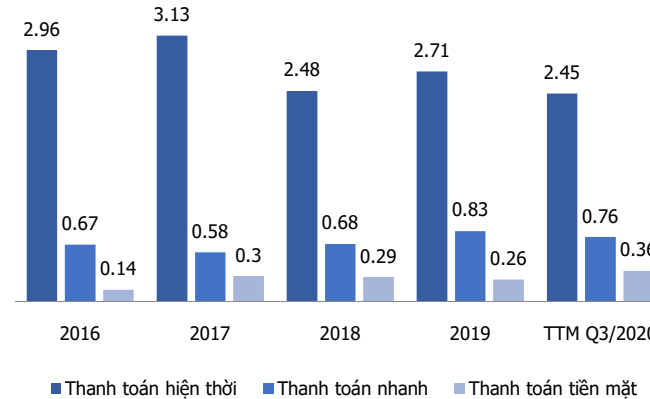
So sánh hiệu quả hoạt động giữa công ty BĐS có cùng quy mô (TTM Q2 2020)



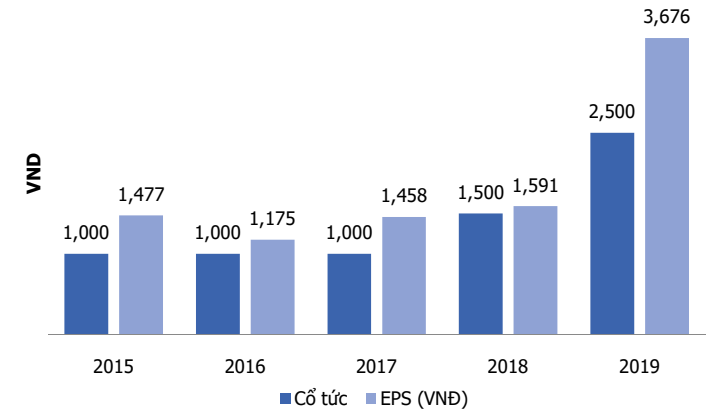
Tỷ suất sinh lời



Hệ số thanh toán



EPS & cổ tức tiền mặt



(Nguồn: NTL)

CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm (HSX: NTL)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 24,400)

Các dự án của NTL

- NTL phát triển các dự án tại Hà Nội và Quảng Ninh. Hiện tại các dự án chính của công ty bao gồm BQL 32, khu đô thị 23ha tại Bãi Muối, v.v. Chúng tôi đánh giá rằng 2 dự án này sẽ đóng góp lợi nhuận chủ yếu cho NTL trong giai đoạn 2020-2023, các dự án khác sẽ bắt đầu triển khai và có lợi nhuận sau đó.
- Dự án của NTL hiện nay chủ yếu đã được đầu tư trong nhiều năm trước do đó các chi phí đầu tư thấp, giúp cho dự án có thể đạt được biên lợi nhuận cao khi bán sản phẩm thành công.

Các dự án	Vị trí	Diện tích đất	Thông tin dự án	Giá bán	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ dự án
Dự án đã & đang phát triển						
Khu Đô thị mới Bắc Quốc Lộ 32	Trạm Trôi – Hoài Đức – Hà Nội	38.9ha	- 648 biệt thự đơn lập, song lập - 136 căn nhà liền kề	30-35 triệu/m ²	780 tỷ đồng	Đầu năm 2020, còn khoảng hơn 120 căn. Dự kiến bán 60 căn trong năm 2020 và nốt số căn còn lại trong năm 2021.
Dự án 23ha Bãi Muối	Cao Thăng – Hạ Long	23ha	- Ước tính 11ha đất bán	20-25 triệu/m ²	Ước tính: 1,200 tỷ đồng	Sẽ triển khai bán hàng từ năm 2021
Lideco Hạ Long	Trần Hưng Đạo – Hạ Long		- 784 căn hộ	18-20 triệu/m ²	915 tỷ đồng	Đã bán khoảng 95% số sản phẩm Sẽ bán hết trong năm 2020
Dự án sẽ phát triển trong tương lai						
Khu đô thị mới Dịch Vọng	Cầu Giấy – Hà Nội	-	Chung cư, tháp văn phòng	Dự kiến: 45-50 triệu/m ²		Chuẩn bị triển khai xây dựng trong điều kiện quá trình GPMB thuận lợi. Nhận chuyển nhượng ô đất CC2 với 2,200m ² từ CTCP Hà Đô
Khu đô thị mới Núi Hạng	Hồng Hà – Hạ Long	68ha	Khu phức hợp TTTM – Biệt thự - Chung cư	-		Lập quy hoạch 1:500, chuẩn bị thủ tục tham gia đấu giá, đấu thầu dự án

(MUA; Giá mục tiêu: VND 24,400)

Dự án Bắc Quốc Lộ 32 (Trạm Trôi)

- Dự án BQL 32 tại Trạm Trôi – Hoài Đức được NTL chú trọng đầu tư từ năm 2007, đến năm 2018 công ty quyết định đầu tư thêm 200 tỷ đồng để sửa chữa, cải tạo kiến trúc dự án.
- Hiện công ty còn 381 tỷ hàng hóa sẵn sàng để bán tại dự án BQL 32, và 52 tỷ tại dự án chung cư lô 4, 5 thành phố Hạ Long. Nếu thực hiện đầy mạnh kế hoạch bán hàng tại 2 dự án này, kế hoạch LNTT 450 tỷ đồng có thể đạt được.

Hiệu quả tài chính của dự án

- Đầu năm 2020, công ty còn khoảng hơn 120 căn. Dự kiến NTL sẽ bán 60 căn trong năm 2020 và nốt số căn còn lại trong năm 2021. Giá bán của sản phẩm cũng đã tăng từ 20 triệu đồng/m² vào cuối năm 2018 lên 30-35 triệu đồng/m² hiện tại. Số căn còn lại dự kiến sẽ đem lại khoảng 1,000-1,100 tỷ đồng doanh thu trong 2 năm tới.
- Hàng tồn kho dự án này của NTL tới hết quý 3 là 381 tỷ đồng, như vậy biên lợi nhuận gộp của dự án có thể lên tới 65-70%. Lợi nhuận sau thuế cả dự án ước tính khoảng 600 tỷ đồng.
- Hiện tại công ty đã đầu tư toàn bộ dự án, do đó dòng tiền thu về sau khi loại bỏ thuế TNDN và hàng tồn kho ước tính khoảng hơn 900 tỷ đồng.



CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm (HSX: NTL)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 24,400)

Dự án Khu đô thị Bãi Muối (Cao Thắng – Hạ Long)

- Khu đô thị Bãi Muối là dự án đất nền tại Quảng Ninh, có diện tích 23ha, nằm trên trục đường Cao Thắng, cách cầu Bãi Cháy và quần thể Sunworld Hạ Long chưa đến 3km về phía Đông. Dự án kỳ vọng sẽ đóng góp nguồn thu đáng kể cho NTL trong giai đoạn 2021-2023.
- Dự án được hưởng lợi từ các yếu tố lớn như: du lịch tại Quảng Ninh tăng mạnh, nhu cầu đất các tỉnh tăng trưởng, kỳ vọng vào việc thành lập đặc khu Vân Đồn và xây dựng sân bay Vân Đồn.

Hiệu quả tài chính của dự án

- Hàng tồn kho dự án này của NTL tới hết quý 3/2020 là 500 tỷ đồng, chúng tôi dự phóng công ty cần đầu tư thêm gần 600 tỷ để hoàn thiện dự án. Thời điểm bắt đầu mở bán có thể thực hiện vào cuối năm 2021, đầu năm 2022.
- Dự án dự kiến bán khoảng 11ha đất nền (mật độ xây dựng khoảng 50%) với giá bán 18-20 triệu đồng/m², như vậy doanh thu dự án dự kiến đạt 2,100 tỷ đồng, lợi nhuận gộp dự kiến khoảng 900 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp trên 40%.



CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm (HSX: NTL)



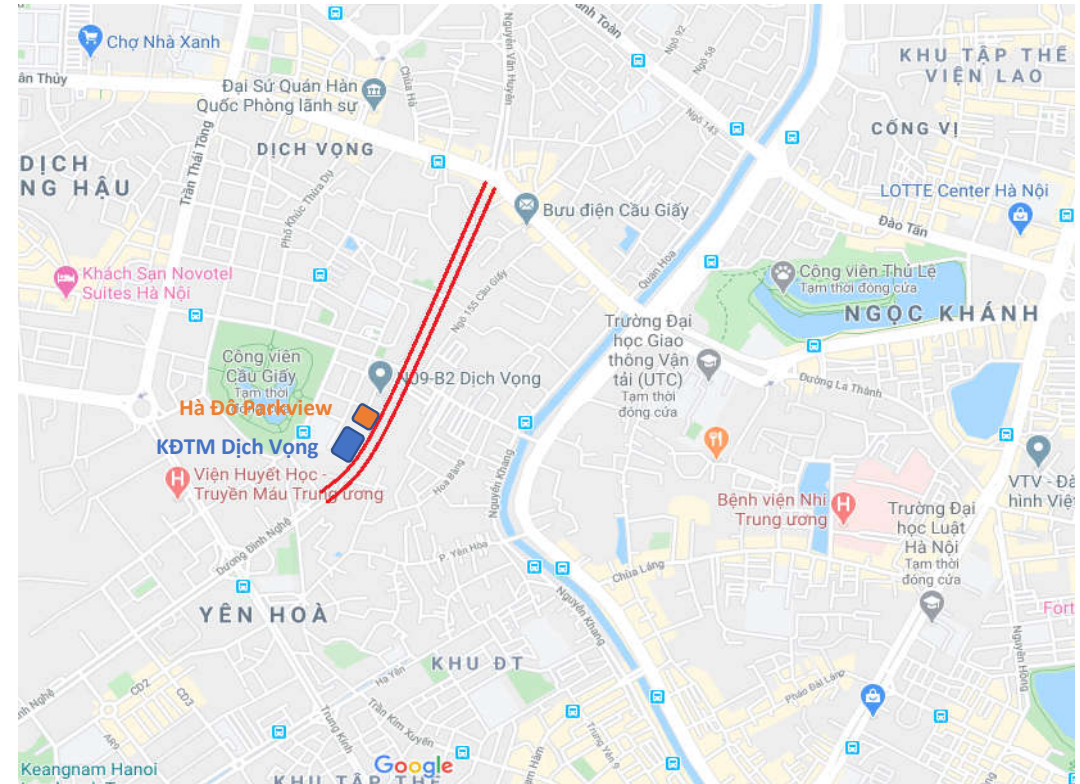
(MUA; Giá mục tiêu: VND 24,400)

Dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng

- KĐT Dịch Vọng ở vị trí cạnh Hà Đô Parkview, hướng về công viên Cầu Giấy. Đây là dự án chung cư đặc địa với vị trí gần trung tâm thành phố, cạnh công viên Cầu Giấy, hạ tầng giao thông hoàn thiện, nên kỳ vọng có giá bán cao.
- Dự án này được UBND thành phố Hà Nội phê duyệt chủ trương đầu tư từ năm 2004, tuy nhiên do vướng mắc về hạ tầng giao thông (do quy hoạch thông tuyến phố Dương Đình Nghệ với giao lộ Cầu Giấy – Nguyễn Văn Huyền chậm tiến độ) nên tiến độ triển khai dự án chưa có tiến triển.
- Trong năm 2020, UBND quận Cầu Giấy đưa ra chủ trương quyết liệt thúc đẩy GPMB trong năm 2020, đến hiện tại 90%-95% hộ dân trong diện GPMB đã đồng ý với phương án đền bù và theo quan sát thực địa việc phá dỡ đã thực hiện khoảng 30%. Chúng tôi đánh giá rằng công tác GPMB sẽ hoàn thành vào giữa năm 2021, và NTL sẽ đầu tư trở lại đồng bộ với việc thông đường để có thể bán dự án với mức giá tối ưu.
- Trong quý 3/2020, công ty đã chi thêm 80 tỷ đồng vào dự án (theo chúng tôi chủ yếu là để GPMB), cho thấy kỳ vọng của công ty vào việc đầu tư đồng bộ với chủ trương thông đường của UBND quận Cầu Giấy.

Hiệu quả tài chính của dự án

- Hiện tại NTL chưa công bố chi tiết thông tin dự án do việc triển khai có sự chững lại trong thời gian vừa qua. Tuy nhiên tiềm năng trong dài hạn của dự án là lớn.



Source: Company data, MBS Research

CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm (HSX: NTL)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 24,400)

Định giá

- 2 dự án KĐT Dịch Vọng (Hà Nội) và Núi Hàm (Hạ Long) dự kiến có giá trị rất lớn, tuy nhiên vì chưa có chủ trương triển khai đầu tư cũng như thông tin dự án chưa đầy đủ, do đó chúng tôi không đưa giá trị hai dự án này vào định giá doanh nghiệp
- Chúng tôi định giá NTL dựa trên các dự án mà NTL đang phát triển, chủ yếu là: dự án Bắc Quốc Lộ 32 và dự án Bãi Muối.
- Dự án BQL 32 sẽ mang lại dòng tiền trong giai đoạn 2020-2021, và dự án bãi Muối chủ yếu sẽ đóng góp từ năm 2021 tới năm 2023.

Định giá doanh nghiệp

- Chúng tôi đưa ra mức định giá 24,400 đồng/CP đối với NTL, tương đương mức tăng giá tiềm năng là 40%. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NTL.

Lợi nhuận gộp của dự án				
Tỷ VND	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Bắc Quốc Lộ 32	364	225		
Bãi Muối, Hạ Long		142	356	214
Lideco Hạ Long	6			
Tổng	370	367	356	214
Chi phí Bán hàng & QLDN	37	40	44	40
Lợi nhuận sau thuế	334	334	345	277
EPS	5,250	5,257	5,422	4,363

Định giá RNAV (tỷ đồng)	
Bắc Quốc Lộ 32	589
Bãi Muối, Hạ Long	712
Lideco Hạ Long	6
Tổng	1,307
Giá trị chiết khấu của các dự án	983
Giá trị hàng tồn kho của dự án	594
Tiền mặt ròng	(25)
Giá trị nội tại doanh nghiệp	1,552
Giá mục tiêu (VND/CP)	24,400

Source: Company data, MBS Research

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**