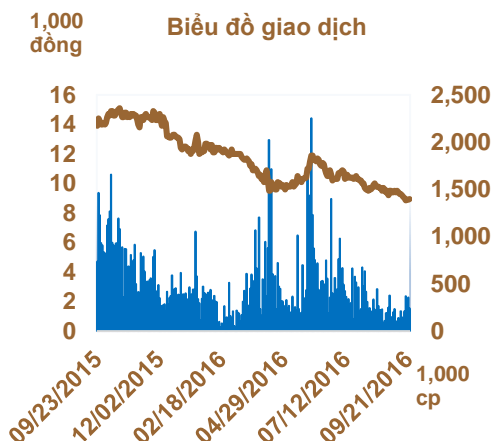


KHÔNG ĐÁNH GIÁ HOSE: NTL

Bất Động Sản

Giá thị trường (VND)	8,990
Giá mục tiêu (VND)	N/A
Vốn hóa (tỷ đồng)	545.9



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-27%	-9%	-13%	-35%
Tương đối	-44%	-11%	-19%	-53%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Thông kê

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	8.9k-9.1k
SL lưu hành (triệu cp)	60.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	545.9
Vốn hóa (triệu USD)	24.5
% khối ngoại sở hữu	7.73%
SL cp tự do (triệu cp)	46.5
KLGD TB 3 tháng (cp)	439k
VND/USD	22,260
Index: VNIndex / HNX	671.3/83.3

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu

Vũ Gia Cường	6.06%
Nguyễn Văn Kha	5.95%
Kingsmead Vietnam	5.75%

Nguồn: Stoxplus

Trần Hà Xuân Vũ

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1459
vu.th@kisvn.vn
www.kisvn.vn

CTCP Phát triển Đô Thị Từ Liêm (HSX: NTL) Chậm bắt nhịp với sự hồi phục từ thị trường BĐS.

Quan điểm đầu tư:

- + Tình hình tài chính lành mạnh, không có vay nợ.
- + 2 dự án ở TP Hạ Long giúp doanh thu, lợi nhuận của công ty được đảm bảo trong những năm sau.

Rủi ro:

- + Công ty còn khoảng 590 tỷ đồng tồn kho ở dự án Bắc Quốc Lộ 32. Tiến độ bán hàng ở các dự án chậm.
- + Không phát triển được nhiều quỹ đất.
- + Có xuất hiện tranh chấp ở dự án đã bàn giao.

Khuyến nghị:

CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm đặt kế hoạch doanh thu 350 tỷ đồng, LNTT 90 tỷ đồng, kế hoạch trả cổ tức 10%. Kết quả kinh doanh của Nhà Từ Liêm trong năm nay phụ thuộc rất nhiều vào việc chuyển nhượng dự án Khu dịch vụ và thương mại tổ 28, phường Dịch Vọng. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc hoàn thành được kế hoạch là khá khó khi thời gian thi công của dự án chỉ khoảng 9 tháng. Trong trường hợp công ty bàn giao được dự án, chúng tôi cho rằng LNTT sẽ cao hơn kế hoạch khá nhiều.

	2012	2013	2014	2015
DT Thuần (tỷ đồng)	695	454	228	473
Tăng trưởng (%)	21%	-35%	-50%	107%
LN hoạt động (tỷ đồng)	103	83	35	122
Biên lợi nhuận (%)	14.8%	18.2%	15.2%	25.7%
LN khác	-3	-8	1	-2
LNST (tỷ đồng)	73	92	37	94
Biên lợi nhuận (%)	10.5%	20.3%	16.4%	19.9%
SLCP lưu hành (triệu cp)	63.6	63.6	63.6	63.6
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,114	1,445	577	1,477
Tăng trưởng (%)	-24%	30%	-60%	156%
ROE (%)	17%	11%	4%	11%
Nợ ròng/VCSH (%)	-28%	-14%	-10%	-6%
PE (x)	8.1	6.2	15.6	6.1
PB (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	3.1	5.3	12.4	4.2
Cổ tức (VND)	-	-	1,000	1,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	173%	68%

Sơ lược công ty:

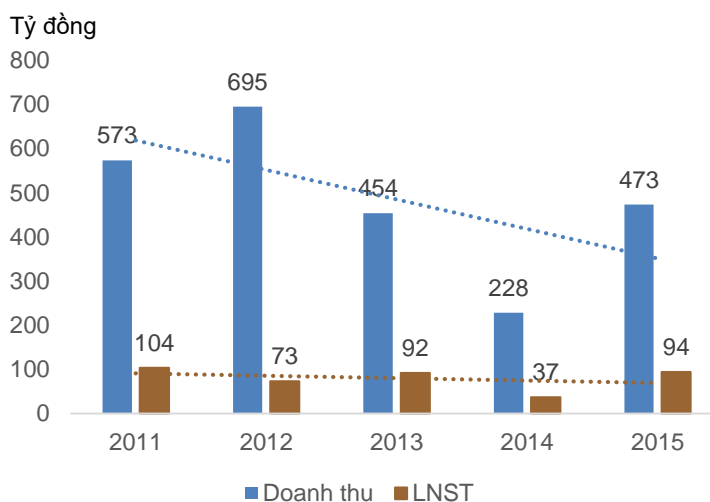
CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm tiền thân là xí nghiệp Xây dựng Từ Liêm, được thành lập từ năm 1974. Đến năm 2004, công ty được chuyển đổi từ Doanh nghiệp nhà nước sang CTCP và bắt đầu niêm yết từ năm 2007.

Ngành nghề kinh doanh chính là đầu tư phát triển các dự án khu đô thị mới, nhà ở và KCN với địa bàn chính là thành phố Hà Nội. Các dự án tiêu biểu mà công ty đã và đang phát triển gồm Khu đô thị mới Dịch Vọng, Khu đô thị mới Bắc Quốc lộ 32, tổ hợp cao tầng X3...

Ngoài phát triển bất động sản, công ty còn hoạt động trong lĩnh vực xây lắp với 2 công ty con là CTCP Lideco 2 và CTCP Lideco 8. Tỷ lệ sở hữu tại 2 công ty đều ở mức 51%. Năm 2015, LNST từ 2 công ty con ở mức 700 triệu đồng trên tổng vốn đầu tư 11 tỷ đồng.

Doanh thu và lợi nhuận không có nhiều đột biến giai đoạn 2012-2015:

Thị trường BĐS đã hồi phục trong những năm gần đây nhưng doanh thu và lợi nhuận của nhà Từ Liêm không có sự đột biến kể từ năm 2011. Chúng tôi nhận thấy công ty chỉ tập trung phát triển những dự án còn tồn đọng như khu đô thị mới Dịch Vọng hoặc Bắc Quốc Lộ 32, mà không có động thái để mở rộng thêm quỹ đất của mình.

Doanh thu và LN giai đoạn 2011-2015

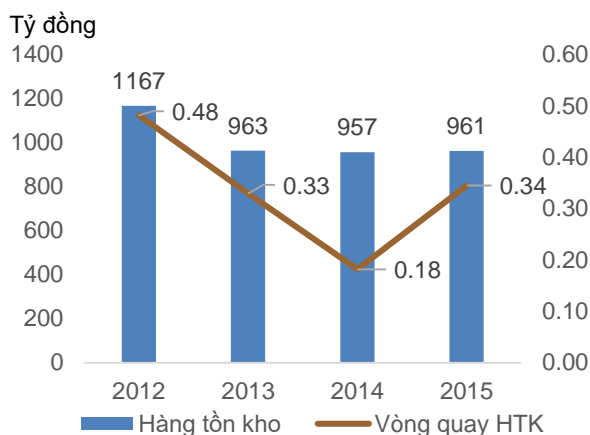
Nguồn: NTL, KISVN tổng hợp.

Tiến độ giải phóng hàng tồn kho chậm:

Tính đến cuối Q2/2016, tổng giá trị hàng tồn kho của Nhà Từ Liêm là 904 tỷ đồng, giảm 6% so với cuối năm 2015 và chiếm 70% tổng tài sản của công ty. Theo như chia sẻ, 961 tỷ hàng tồn kho cuối năm 2015 bao gồm (1) 259 tỷ đồng dự án Dịch Vọng (2) 590 tỷ đồng dự án Bắc Quốc Lộ 32 còn (3) phần còn lại ở dự án Xuân

Đỉnh. Đối với dự án Bắc Quốc Lộ 32, đây là dự án quy mô lớn với 820 căn hộ, nhà liền kề. Tuy dự án đã hoàn thiện từ năm 2013 nhưng việc thu tiền và bán hàng rất chậm khi nhiều khách hàng không chịu thanh toán phần còn lại của dự án.

Biến động hàng tồn kho

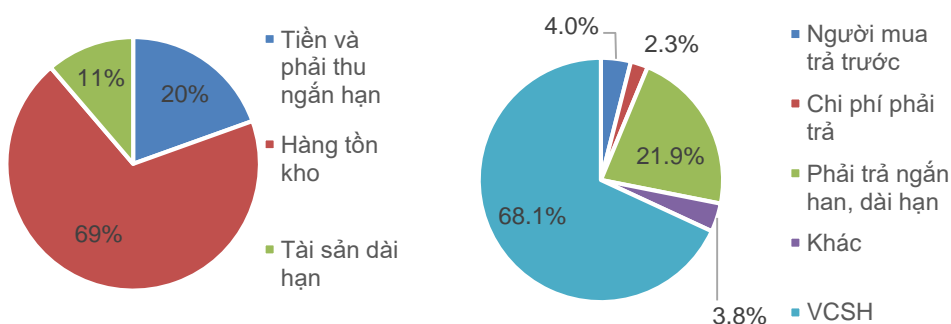


Nguồn: NTL, KISVN tổng hợp.

Không có vay nợ, chủ yếu là các khoản phải trả:

Tính đến Q2/2016, Nhà Từ Liêm không có vay nợ, phần lớn các khoản nợ phải trả là các khoản trả trước của khách hàng và các khoản phải trả ngắn, dài hạn khác. Trong 418 tỷ đồng nợ phải trả, có 185 tỷ đồng của CTCP Tập Đoàn Hà Đô trả trước liên quan đến dự án khu đô thị Dịch Vọng. Có thể đây là phần vốn góp của Hà Đô trong dự án Hà Đô Complex thuộc lô đất HH10 khu đô thị Dịch Vọng. Trong đó Hà Đô và Nhà Từ Liêm mỗi bên sở hữu 50% dự án.

Cơ cấu tài sản, nguồn vốn Q2/2016



Nguồn: NTL, KISVN tổng hợp.

Quỹ đất không dồi dào, chủ yếu là ở những dự án cũ:

Như đã đề cập ở trên, Nhà Từ Liêm đã không mở rộng thêm quỹ đất của mình trong vài năm gần đây mà chủ yếu chỉ kinh doanh trên những dự án cũ. Việc tồn đọng quá nhiều tiền ở dự án Bắc Quốc Lộ 32 đã khiến cho Nhà Từ Liêm không có nhiều

nguồn lực để phát triển thêm quỹ đất mới. Đến đầu năm 2016, Nhà Từ Liêm mới công bố thêm 2 dự án khác tại Quảng Ninh: (1) cải tạo chung cư cũ thành khu chung cư 30 tầng tại TP Hạ Long (2) Khu đô thị Bãi Muối.

Dự án đang triển khai

Dự án	Tiến độ	Ghi chú
Bắc Quốc Lộ 32 (Trạm Trôi).	Tiếp tục GPMB và hoàn thiện cơ sở hạ tầng phần còn lại. Cố gắng bán những căn đã hoàn thiện.	Giao 270/820 căn, tích cực thu hồi thêm tiền từ khách hàng khoảng 80 tỷ
Khu đô thị mới Dịch Vọng.	Tiếp tục thực hiện thu hồi đất và GPMB. Đền bù tuyến đường 17.5m, lô số 11 (N11).	Tòa nhà N11 trong khu đô thị xin chuyển đổi công năng từ văn phòng sang chung cư.
Khu dịch vụ thương mại tổ 28, phường Dịch Vọng (4,000 m).	Đã xác định xong giá thuê và ký hợp đồng thuê đất. Bắt đầu khởi công từ cuối tháng 3/2016, dự tính hoàn thành cuối 2016	Sau khi hoàn thành sẽ sang nhượng lại cho đối tác khác với giá 360 tỷ đồng
Tổ hợp cao tầng X3	Được chấp thuận chuyển mục đích sử dụng đất để xây dựng tổ hợp nhà ở cao tầng kết hợp văn phòng. Dự kiến khởi công Q4/2016.	Lập liên doanh 4 nhà đầu tư với vốn điều lệ 160 tỷ, Nhà Từ Liêm góp 90 tỷ, sở hữu 56.25% dự án.
Chung cư cao 30 tầng tại lô 4,5 phường Trần Hưng Đạo, TP Hạ Long.	Dự án đang gặp vướng mắc về phương án bồi thường, tái định cư cho người dân.	Dự định khởi công xây dựng năm 2016.
Khu đô thị Bãi Muối phường Cao Thắng, TP Hạ Long	N/A	Dự định khởi công xây dựng năm 2016.
Khu đô thị Tây Đô – Hoài Đức	Lập kế hoạch chuẩn bị đầu tư	

Nguồn: KISVN tổng hợp.

Cần nguồn vốn lớn để thực hiện dự án:

Với kế hoạch hiện tại, Nhà Từ Liêm cần 1,290 tỷ đồng để triển khai các dự án gồm:

+ Khoảng 1,120 tỷ đồng cho 2 dự án tại TP Hạ Long: 750 tỷ đồng dành cho dự án chung cư 30 tầng tại phường Trần Hưng Đạo và 370 tỷ đồng còn lại dành cho khu đô thị Bãi Muối.

+ Dự án X3: 90 tỷ đồng.

+ Khu dịch vụ thương mại tại tổ 28 phường Dịch Vọng (dự án 4,000 m): 80 tỷ đồng.

Công ty lên kế hoạch vay hoặc phát hành trái phiếu với tổng giá trị tối đa là 300 tỷ đồng, kỳ hạn tối đa 5 năm, để tài trợ cho các dự án. Cần chú ý rằng công ty hiện tại không phát sinh bất kỳ khoản vay nào. Tính đến cuối Q2/2016, lượng tiền mặt, khoản phải thu và hàng tồn kho của công ty lên đến 1,100 tỷ đồng, trong đó riêng hàng tồn kho có giá trị khoảng 900 tỷ đồng.

Nguồn thu trong năm 2016:

CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm đặt kế hoạch doanh thu 350 tỷ đồng trong đó doanh thu từ kinh doanh nhà là 340 tỷ đồng và doanh thu từ những dịch vụ khác là 10 tỷ đồng. LNTT là 90 tỷ đồng với cổ tức dự kiến là 10%. Nguồn thu chủ yếu trong năm 2016 đến từ việc bán thêm dự án Bắc Quốc Lộ 32, hạch toán doanh thu dự án X2 và chuyển nhượng dự án Khu dịch vụ và thương mại tổ 28, phường Dịch Vọng.

Trong đó, chuyển nhượng Khu dịch vụ và thương mại tổ 28 là nguồn mang lại doanh thu chính của công ty trong năm nay. Dự án đã được khởi công cuối tháng 3/2016 và kỳ vọng sẽ hoàn thiện vào cuối năm. Theo chia sẻ, Nhà Từ Liêm không có chủ trương thực hiện kinh doanh tại Khu dịch vụ thương mại mà sẽ bán lại cho đối tác khác do đây là lĩnh vực ngoài ngành. Dự kiến doanh thu từ việc chuyển nhượng dự án là 360 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng việc hoàn thành dự án này cuối năm 2016 để kịp chuyển nhượng ghi nhận doanh thu, lợi nhuận là khá khó vì công ty chỉ có khoảng 9 tháng để thực hiện dự án.

Trong trường hợp không thể hoàn thành kịp dự án, doanh thu và lợi nhuận của Nhà Từ Liêm sẽ không thể đạt được kế hoạch nhưng ở trường hợp ngược lại, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ cao hơn kế hoạch khá nhiều.

Tiềm năng tương lai:

Trước mắt, Nhà Từ Liêm sẽ tập trung cho 2 dự án mới ở TP Hạ Long. Theo tính toán của lãnh đạo, dự án chung cư 30 tầng tại phường Trần Hưng Đạo có thể thu về 120 tỷ lợi nhuận và dự án khu đô thị Bãi Muối có thể thu được 250 tỷ.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng nguồn lực công ty sẽ được cải thiện nhiều hơn khi giải quyết được lượng hàng tồn kho tại dự án Bắc Quốc Lộ 32 nhưng thời gian ước tính sẽ kéo dài.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH NTL	Giá TT: 8.99k VND	Giá MT: N/A	Vốn hóa: 545.9 tỷ VND	
Đơn vị: Tỷ đồng	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	695	454	228	473
Tăng trưởng (%)	21%	-35%	-50%	107%
Kinh doanh BĐS	456	403	167	382
Xây lắp	197	33	46	80
Khác	42	18	15	11
GVHB	562	351	175	331
Biên LN gộp (%)	19.2%	22.7%	23.6%	30.2%
Chi phí BH& QLDN	31	20	19	21
EBITDA	110	88	40	127
Biên lợi nhuận (%)	15.8%	19.4%	17.6%	26.8%
Khấu hao	7	5	5	5
Lợi nhuận từ HĐKD	103	83	35	122
Biên LN HĐKD (%)	14.8%	18.2%	15.2%	25.7%
Chi phí lãi vay ròng	0	-43	-12	-2
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	-0.1%	23.4%	11.6%	2.6%
Khả năng trả lãi vay(x)	809.2	-1.9	-2.8	-65.8
Lãi/lỗ khác	-3	-8	1	-2
Thuế	27	26	11	27
Thuế suất hiệu dụng (%)	26.7%	21.9%	22.4%	22.5%
Lợi nhuận ròng	73	92	37	94
Biên lợi nhuận (%)	10.5%	20.3%	16.3%	19.9%
Lợi ích CĐ thiếu số	2	0	1	0
LN cho công ty mẹ	71	92	37	94
Số lượng CP (triệu)	63.6	63.6	63.6	63.6
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,114	1,445	577	1,477
Tăng EPS (%)	-24%	30%	-60%	156%
Cổ tức (VND)	-	-	1,000	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	0%	173%	68%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CBKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015
Vòng quay phải thu (x)	6.87	5.19	2.18	3.69
Vòng quay HTK (x)	0.48	0.33	0.18	0.34
Vòng quay phải trả (x)	1.54	0.62	0.62	1.74
Thay đổi vốn lưu động	553	133	114	16
Capex	6	0	8	1
Dòng tiền khác	726	-29	109	-54
Dòng tiền tự do	247	-65	30	28
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	0	59	65	61
Thay đổi nợ ròng	-247	124	35	33
Nợ ròng cuối năm	-247	-124	-88	-55
Giá trị doanh nghiệp (EV)	343	466	495	529
Tổng VCSH	868	868	862	893
Lợi ích cổ đông thiểu số	18	18	11	11
VCSH	850	850	850	881
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13,366	13,371	13,371	13,854
Nợ ròng / VCSH (%)	-28%	-14%	-10%	-6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-2.26	-1.40	-2.21	-0.44
Tổng tài sản	1,612	1,323	1,367	1,278

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2012	2013	2014	2015
ROE (%) <i>(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</i>	17%	11%	4%	11%
ROA (%)	13%	6%	3%	7%
ROIC (%)	9%	4%	3%	7%
WACC (%)	21%	15%	16%	16%
PER (x)	8.1	6.2	15.6	6.1
PBR (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
PSR (x)	0.8	1.3	2.5	1.2
EV/EBITDA (x)	3.1	5.3	12.4	4.2
EV/sales (x)	0.5	1.0	2.2	1.1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0%	0.0%	11.1%	11.1%

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Năng lượng, logistics**

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung
(+84 8) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Trưởng phòng Phân tích Vĩ
mô**

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích Kỹ
thuật**

Nguyễn Kim Quang
(+84 8) 3914 8585 (x1461)
quang.nk@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.