

## Đánh giá

## TRUNG LẬP

HOSE: ITC

Bất Động Sản

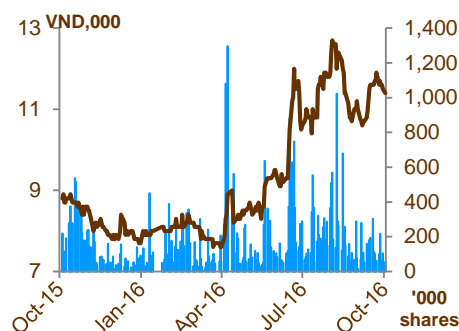
Giá thị trường (VND) 11,400

Giá mục tiêu (VND) 13.000

Tỷ lệ tăng giá bình quân năm 14%

Suất sinh lợi cổ tức 0%

Suất sinh lợi bình quân năm 14%



## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	39%	4%	7%	30%
Tương đối	21%	3%	2%	17%

Nguồn: StoxPlus, so với VNI

## Tổng kê

27/10/16

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 7,600 / 12,700

SL lưu hành (triệu cp) 68.65

Vốn hóa (tỷ đồng) 789

Vốn hóa (triệu USD) 36

% khối ngoại sở hữu 9.3%

SL cp tự do (triệu cp) 43

KLGD TB 3 tháng (cp) 0.185mn

VND/USD 22,032

Index: VNIndex / HNX 674/83

Nguồn: StoxPlus

## Cơ cấu sở hữu

27/10/16

CTCP Thiết kế Kiến trúc 20.00%

Tương Lai

Tổng Công ty Địa ốc 16.15%

Sài Gòn - TNHH MTV

Kingsmead Vietnam 5.11%

and Indochina Growth

Master Fund

Korea Investment 5.01%

Management Co., Ltd

Nguồn: Cafef

## Hoàng Thế Trung

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1457

trung.ht@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Công ty Cổ phần Đầu tư - Kinh doanh nhà (HSX: ITC)  
Tái sinh nhờ Terra Royal

## Ưu điểm:

- Tỷ lệ dân số vàng, thu nhập tăng cao và tỷ lệ đô thị hóa cao đang thúc đẩy nhu cầu nhà ở tại Hồ Chí Minh
- Sự thành công của dự án cao cấp Terra Royal có thể mang lại điểm đột phá lớn cho danh tiếng và tài chính cho Intresco.

## Nhược điểm:

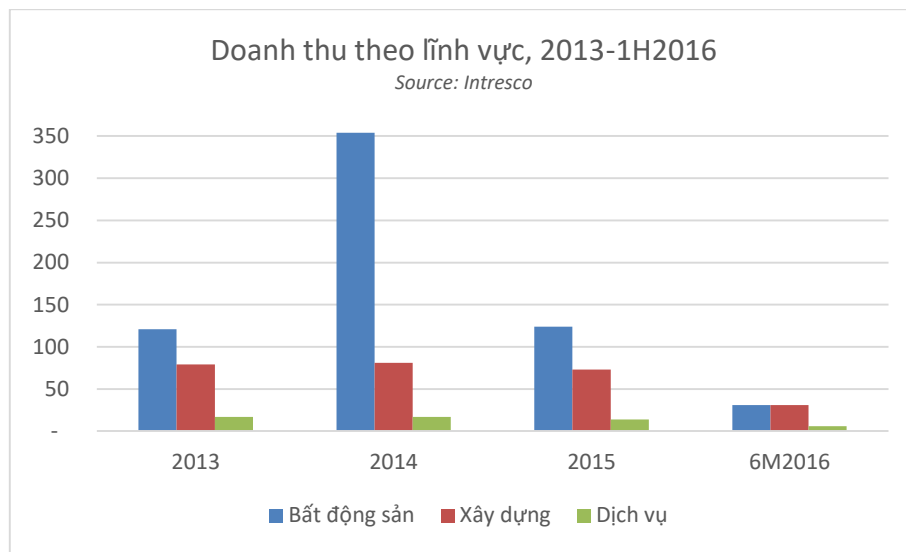
- Phân khúc căn hộ cao cấp đang có dấu hiệu thừa cung. Việc tập trung lớn nguồn lực vào Terra Royal có thể làm Intresco có rủi ro cao trong kinh doanh.
- Kết quả kinh doanh trong 3 năm tới phụ thuộc vào dự án Star Village, nơi đang bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự ô nhiễm môi trường từ bãi rác Đa Phước trong khu vực.

**Khuyến nghị:** Chúng tôi đánh giá mỗi cổ phần ITC khoảng 13k VND trên mỗi cổ phần vào cuối năm 2017, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền, lợi nhuận kỳ vọng đạt 14% so với giá thị trường là 11.4k VND. Khuyến nghị TRUNG LẬP.

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	218	454	213	139	411
Tăng trưởng (%)	56%	108%	-53%	-35%	197%
LN hoạt động (tỷ đồng)	(242.30)	20.25	25.76	5.90	35.45
Biên lợi nhuận (%)	-111%	4%	12%	4%	9%
LN khác	-1.22	9.27	-6.15	1.30	0.00
LNST (tỷ đồng)	-297.6	7.3	7.4	1.2	23.5
Biên lợi nhuận (%)	-136%	2%	3%	1%	6%
SLCP lưu hành (triệu cp)	69	69	69	69	69
EPS (hiệu chỉnh, VND)	(4,302)	106	104	14	337
Tăng trưởng (%)	-4358%	102%	-2%	-86%	2232%
ROE (%)	-18%	0%	0%	0%	2%
Nợ ròng/VCSH (%)	29%	14%	23%	37%	17%
PE (x)	-2.7	109.9	111.9	789.2	33.8
PB (x)	0.55	0.54	0.54	0.53	0.52
EV/EBITDA (x)	-5.2	39.3	38.4	131.9	26.5
Cổ tức (VND)	-	-	-	-	-
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%

## Hoạt động kinh doanh chính

Intresco là nhà phát triển bất động sản tầm trung tại Hồ Chí Minh. Bất động sản đóng góp chủ yếu trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận công ty. Intresco có 5 dự án chính, trong đó 2 dự án đang triển khai và mang lại doanh thu – lợi nhuận trong thời gian tới.



Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	Số lượng			Tình trạng
			Căn hộ	Khách sạn	Đất nền nhà phố/ biệt thự	
Star Village	Huyện Nhà Bè, HCMC	55.4	n/a	-	965	Mở bán đất nền trong năm 2015. Giá đất nền khoảng 8.5-11 triệu/m2. Đã bán được 45%.
Terra Royal project	Quận 3, HCMC	0.65	366	305	-	Sẽ chào bán trong cuối năm 2016. Giá căn hộ khoảng 68-80 triệu/ m2.
6A project	Huyện Bình Chánh, HCMC	n/a	-	-	-	Đang giải phóng mặt bằng
Long Phuoc	Quận 9, HCMC	16	-	-	-	Dự trữ hoặc chuyển nhượng
Intresco Highlands Đak Nông	Thị xã Gia Nghĩa, Đak Nông	10.7	n/a	n/a	n/a	Đang giải phóng mặt bằng

## Dự án quan trọng

## Terra Royal

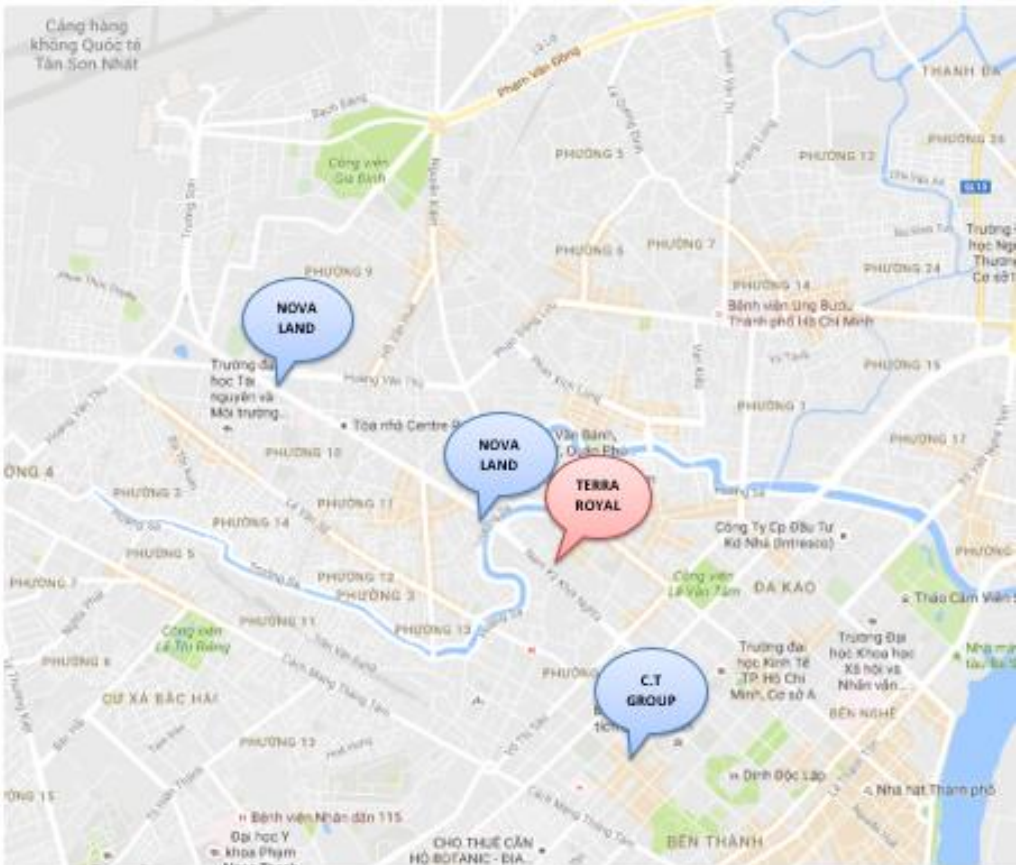
Dự án Terra Royal, tọa lạc tại ngã tư giữa Nam Kỳ Khởi Nghĩa và Lý Chính Thắng, quận 3, có 2 phần dự án là 366 căn hộ và 305 phòng khách sạn. Thời gian di chuyển từ Terra Royal đến trung tâm thành phố hay sân bay Tân Sơn Nhất chỉ khoảng 10 phút, đây là lợi thế để thu hút các khách hàng có thu nhập cao

Sau thời gian dài giải phóng mặt bằng, Terra Royal (trước đây là Intresco Plaza) đã được khởi công xây dựng vào cuối tháng 6 và chuẩn bị được bán vào cuối năm 2016. Intresco có thể phải mất 3 năm (đến 2019) để hoàn tất việc xây dựng và bàn giao căn hộ cho khách hàng.

Terra Royal cung ứng căn hộ cao cấp với mức giá dự kiến khoảng 68-80 triệu/ m2 (bao gồm VAT). Theo thống kê của CBRE, sự nguồn cung căn hộ cao cấp sẽ tăng

mạnh trong những năm tới, chúng tôi cho rằng sẽ có ảnh hưởng tiêu cực đến sự hấp thụ sản phẩm của dự án Terra Royal.

Trong khi đó, Intresco đang tìm kiếm đối tác là tập đoàn điều hành khách sạn quốc tế để hợp tác kinh doanh phần khách sạn của dự án.



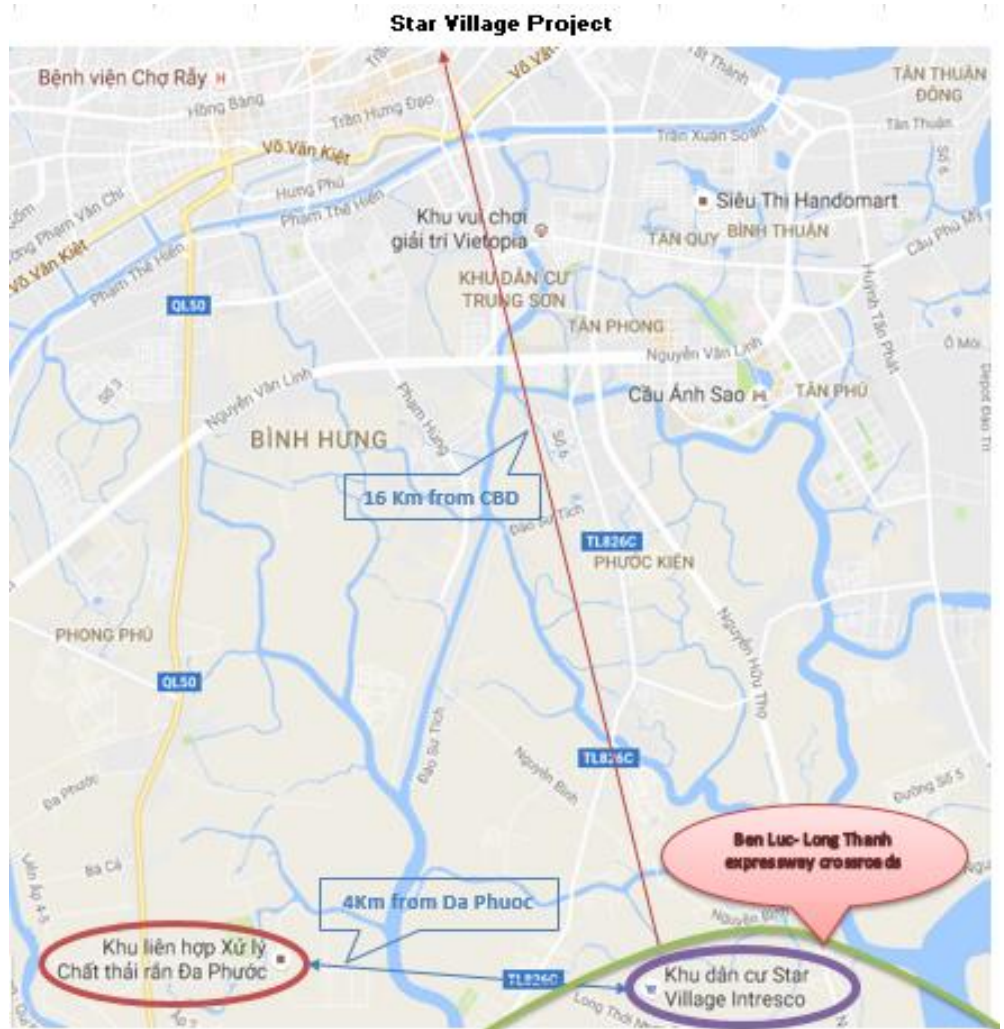
Mức giá bán của Terra Royal có phần hơi cao hơn so với một số dự án trong khu vực của CT. Group, Novaland...

STT	Chủ đầu tư	Dự án	Địa điểm	Giá (triệu đồng/m2)
1	C. T Group	Léman Luxury Apartments	Ngã tư Nguyễn Đình Chiểu & Trương Định	80-90
2	Novaland	The Prince Residence	Nguyễn Văn Trỗi	50-60
3	Novaland	Kingston Residence	Nguyễn Văn Trỗi	45-55
Average				60-65
	Intresco	Terra Royal	Ngã tư Nam Kỳ Khởi Nghĩa & Lý Chính Thắng	68-80

Star Village

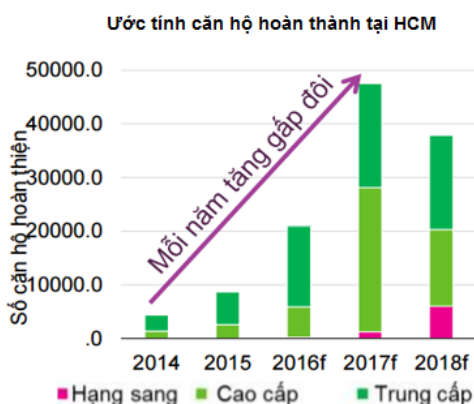
Dự án Star Village tọa lạc tại xã Long Thới – Nhơn Đức, huyện Nhà Bè – nơi có nhiều quỹ đất lớn để phát triển. Hiện tại dự án đang được xây dựng hạ tầng và có sản phẩm gồm đất nền biệt thự, nhà phố và chung cư trên diện tích là 55.4 ha.

Tại 30/06/2016, tổng khoản mục người mua trả tiền trước của Star Village là 74 tỷ đồng cho phần đất nền. Chúng tôi cho rằng Intresco chào bán đất nền biệt thự, nhà phố ở Star Village để có nguồn tiền tập trung xây dựng của Terra Royal – bao gồm phần căn hộ và khách sạn.



### Thi trường mục tiêu không rõ ràng

5 dự án hiện tại của Intresco đang phân tán ở nhiều phân khúc khác nhau (lô đất giá trung bình đến căn hộ cao cấp) có thể thể hiện Intresco chưa có khách hàng mục tiêu chủ yếu. Trong khi đó, việc tập trung lớn cho Terra Royal với chi phí còn phải xây dựng thêm khoảng 1,700 tỷ đồng – chiếm 55% tổng tài sản tính đến tháng 6 năm 2016, cho thấy mức độ rủi ro kinh doanh của Intresco cao hơn.





### Nguồn cung căn hộ cao cấp dồn dập trong tương lai

Theo CBRE, thị trường bất động sản ở Hồ Chí Minh đang cho thấy dấu hiệu mất cân đối trong 6 tháng đầu 2016. Khá nhiều dự án bất động sản chuẩn bị bàn giao trong thời gian tới, tạo ra sức ép đối với các dự án mới. CBRE ước tính số lượng căn hộ hoàn thiện sẽ tăng gấp đôi qua từng năm từ năm 2014 đến 2017, điều đó có thể áp đảo nhu cầu thị trường. Đáng chú ý, phân khúc cao cấp tăng mạnh hơn so với phân khúc trung bình

### Triển vọng kinh doanh 2016-2017

Intresco báo cáo doanh thu giảm 40% so với cùng kỳ năm trước trong 6 tháng đầu năm nay, chủ yếu do suy giảm của doanh thu bất động sản. Về lợi nhuận, Intresco ghi nhận 134 triệu đồng lợi nhuận, hoàn thành chỉ 1% kế hoạch năm là 40 tỷ. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận Intresco sẽ đạt tương ứng 139 tỷ và 1.2 tỷ đồng cho cả năm 2016.

Đối với 2017, chúng tôi kỳ vọng Intresco sẽ ghi nhận nhiều doanh thu đất nền biệt thự, nhà phố ở Star Village. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sẽ đạt tương ứng 411 tỷ đồng và 23 tỷ đồng. Nguyên nhân do Intresco chỉ có thể ghi nhận doanh thu từ Terra Royal, dự án triển vọng nhất của mình, vào năm 2019.

### Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu ITC dựa vào phương pháp đánh giá lại tài sản như sau:

- Chiết khấu dòng tiền: đối với các dự án đang hoạt động gồm Star Village và Terra Royal, chúng tôi giả định chi phí vốn chủ sở hữu là 15%, chi phí vay nợ là 10.3%, đòn bẩy là 1.55x (tổng tài sản trên vốn, tương tự năm 2015) và chi phí thuế TNDN là 20%, kết quả WACC là 12.6%.
- Giá trị sổ sách: đối với những dự án chưa hoạt động gồm dự án 6A, phần phòng khách sạn của Terra Royal, dự án Long Phước....

### DÒNG TIỀN CÁC DỰ ÁN HOẠT ĐỘNG TRONG 2016 - 2019 (Tỷ đồng)

STT	Chỉ tiêu	ITC				Tổng cộng
		2016	2017	2018	2019	
<b>I</b>	<b>Dòng tiền vào</b>	<b>398.81</b>	<b>883.90</b>	<b>750.96</b>	<b>912.65</b>	<b>2,946.32</b>
	Star Village (*)	398.81	398.81	265.88	265.88	1,329.38
	Terra Royal		485.08	485.08	646.78	1,616.94
<b>II</b>	<b>Dòng tiền ra</b>	<b>612.92</b>	<b>601.59</b>	<b>442.28</b>	<b>183.86</b>	<b>1,840.65</b>
	Star Village (*)	190.00	152.00	-	-	342.00
	Terra Royal	400.98	400.98	400.98	133.66	1,336.60
	Chi phí bán hàng (2%)	7.98	17.68	15.02	18.25	58.93
	Chi phí quản lý (3.5%)	13.96	30.94	26.28	31.94	103.12
<b>III</b>	<b>Dòng tiền trước thuế</b>	<b>(214.10)</b>	<b>282.30</b>	<b>308.68</b>	<b>728.80</b>	<b>1,105.67</b>
	Thuế (1%)	3.99	8.84	7.51	9.13	29.46
<b>IV</b>	<b>Dòng tiền sau thuế</b>	<b>(218.09)</b>	<b>273.46</b>	<b>301.17</b>	<b>719.67</b>	<b>1,076.21</b>
NPV trong 2017						863

(\*) chỉ phần đất nền của Star Village, căn hộ chung cư vẫn trong kế hoạch.

ĐỊNH GIÁ

STT	Dự án	Phương pháp	NPV dự án
1	Dự án đang hoạt động		863
	Star Village	DCF	751
	Terra Royal	DCF	112
2	Dự án chưa hoạt động		828
	Terra Royal (Phần khách sạn)	BV	474
	Dự án 6A	BV	130
	Long Phuoc	BV	115
	Khác	BV	109
3	Tổng NPV dự án		1,691
4	Nợ		787
5	Giá trị vốn chủ sở hữu		904
6	Số lượng cổ phần (triệu cổ phần)		69
7	ITC		13,086

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH ITC	Giá TT: 11k VND	Giá MT: 13k VND	Vốn hóa: 788 tỷ VND	
Đvt: Tỷ đồng	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	454	213	139	411
Tăng trưởng (%)	108%	-53%	-35%	197%
GVHB	413	170	110	327
Biên LN gộp (%)	9%	20%	20%	20%
Chi phí BH& QLDN	20	17	22	49
EBITDA	26	30	10	40
Biên lợi nhuận (%)	6%	14%	7%	10%
Khấu hao	6	4	4	4
Lợi nhuận từ HĐKD	20	26	6	35
Biên LN HĐKD (%)	4%	12%	4%	9%
Chi phí lãi vay ròng	36	22	12	6
Lãi vay vốn hóa	25	17	18	39
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	14%	12%	11%	10%
Khả năng trả lãi vay(x)	0.92	2.16	0.98	4.43
Lãi/lỗ khác	9	(6)	1	-
Thuế	0	0	0	4
Thuế suất hiệu dụng (%)	3%	5%	1%	1%
Lợi nhuận ròng	7.3	7.4	1.2	23.5
Biên lợi nhuận (%)	2%	3%	1%	6%
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LN cho công ty mẹ	7.29	7.16	1.00	23.28
Số lượng CP (triệu)	69	69	69	69
EPS hiệu chỉnh (VND)	106	104	14	337
Tăng EPS (%)	102%	-2%	-86%	2232%
Cổ tức (VND)	-	-	-	-
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

- 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

CDKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016E	2017E
Vòng quay phải thu (x)	9.16	4.08	4.08	4.08
Vòng quay HTK (x)	0.25	0.11	0.11	0.11
Vòng quay phải trả (x)	1.13	0.55	0.55	0.55
Thay đổi vốn lưu động	-186	140	218	-273
Capex	1	8	-	-
Dòng tiền khác	16	-4	-	-
Dòng tiền tự do	214	-140	-213	301
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	-214	140	213	-301
Nợ ròng cuối năm	208	348	560	259
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,002	1,142	1,355	1,054
Tổng VCSH	1,480	1,494	1,495	1,519
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	7	7	7
VCSH	1,474	1,487	1,488	1,512
Giá trị sổ sách/cp (VND)	21,330	21,527	21,542	21,879
Nợ ròng / VCSH (%)	14%	23%	37%	17%
Nợ ròng / EBITDA (x)	8.0	11.5	54.6	6.5
Tổng tài sản	2,165	2,309	3,123	2,845

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%) <i>(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</i>	0%	0%	0%	2%
ROA (%)	0%	0%	0%	1%
ROIC (%)	1.09%	0.74%	0.25%	1.25%
WACC (%)	14.62%	14.12%	12.60%	12.60%
PER (x)	108.0	110.0	789.2	33.8
PBR (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
PSR (x)	1.7	3.7	5.7	1.9
EV/EBITDA (x)	38.8	37.9	131.9	26.5
EV/sales (x)	2.2	5.4	9.8	2.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

**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, hàng hóa,  
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

**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.