

# MUA

Giá mục tiêu 2024: **16.500 VND**  
Upside: **59%**  
Cập nhật: 06/08/2024

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** Khách sạn La Vela mang tới dòng tiền ổn định tạm thời "gánh" KQKD.

**Tiêu cực:** Các dự án quan trọng chưa được "mở khóa" vì bế tắc pháp lý.

**Rủi ro:** (1) Dự án không được cấp phép như kì vọng; (2) Kịch bản tụng pháp lý và có thể phải bồi thường với dự án 6A, 6B.

	Q2/2023	Q2/2024	2024F
Doanh thu	140	137	436
% YoY	-49%	-2%	-18%
LNST	-10	9	52
% YoY	-113%	-188%	-41%

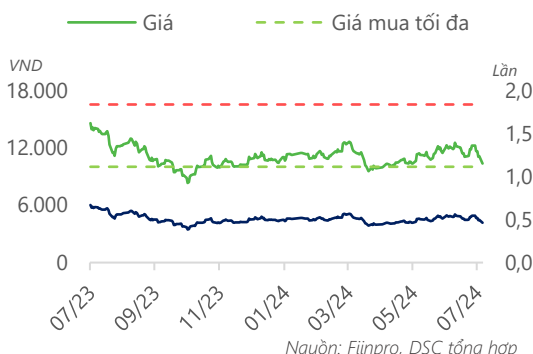
Đơn vị Doanh thu, LNST: tỷ VND

## Tổng quan doanh nghiệp

ITC là doanh nghiệp kinh doanh bất động sản nhỏ, được cổ phần hóa từ doanh nghiệp nhà nước vào năm 2000. Địa bàn kinh doanh của ITC rải rác tại TP. HCM và các tỉnh thành lân cận như Đồng Nai, Bình Dương, ...

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Bất động sản
Giá hiện tại:	10.350 VND
Vốn hóa:	993 tỷ VND
Số lượng CPLH:	95,9 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	812 VND
P/B:	0,5 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	0,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	0,0%



# ITC

## CTCP Đầu tư - Kinh doanh nhà

DSC

## KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu năm 2024 đạt 433 tỷ (-18% yoy). LNST đạt 52 tỷ (-41% yoy). Trong đó, trụ cột KQKD là khách sạn La Vela với doanh thu 345 tỷ (+7% yoy), chiếm 80%.

DSC sử dụng phương pháp định giá RNAV với giả định quan trọng là (1) Dự án Terra Flora được cấp giấy phép xây dựng vào Q3/2025, (2) Dự án Sabinco được mở khóa vào năm 2026. DSC ước tính mức giá mục tiêu cho cổ phiếu là 16.500 VND/cổ phiếu và đưa ra khuyến nghị mua tại vùng giá quanh 10.000 VND.

DSC lưu ý rằng, khuyến nghị này dựa trên việc mức upside của giá trị hợp lý so với giá thị trường là đủ hấp dẫn, trong bối cảnh kết quả kinh doanh của doanh nghiệp chưa có khởi sắc đáng kể trong 1 năm tới. Chính vì vậy, nhà đầu tư chỉ nên mua cổ phiếu với tầm nhìn đầu tư giá trị lâu dài.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Khách sạn La Vela là điểm tựa cho dòng tiền trong lâu dài

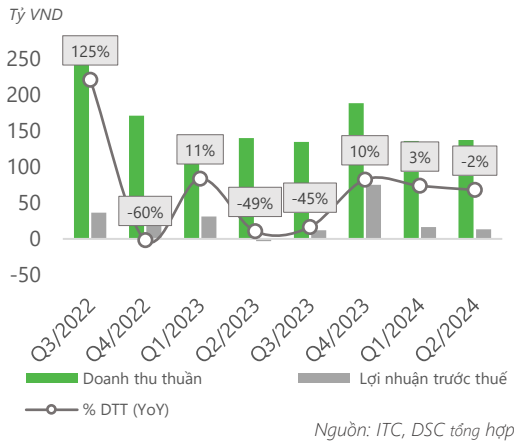
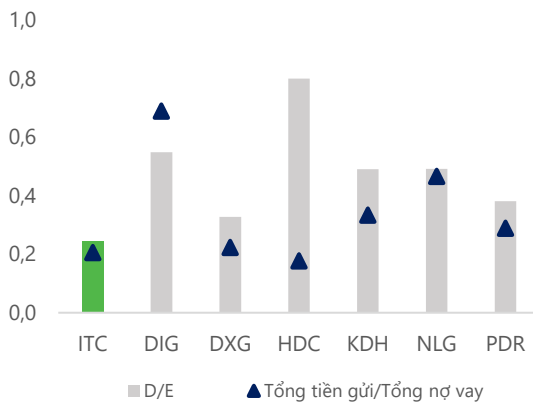
ITC sở hữu khách sạn cao cấp, có vị trí đắc địa và tỷ lệ đặt phòng cao, dự án này có thể mang tới dòng tiền ròng sau thuế trung bình khoảng 100 tỷ mỗi năm trong tương lai 40 năm tới. Với dòng tiền lớn, đều và còn tăng trưởng thì ITC có điểm tựa tài chính và sức chống chịu trong điều kiện thị trường BĐS đi xuống tốt hơn khi so sánh với đa số doanh nghiệp cùng ngành.

### Quỹ dự án lớn chờ được "tháo xích" mang giá trị hấp dẫn

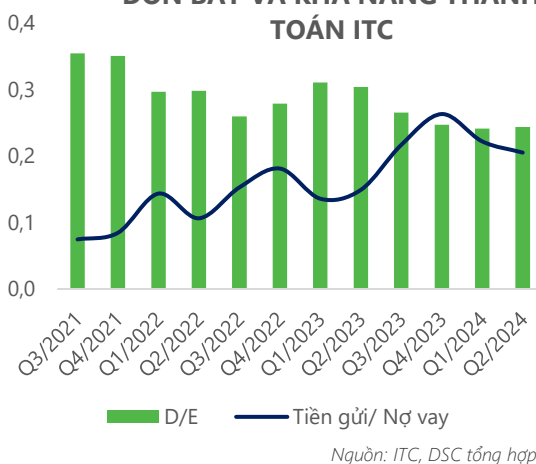
DSC đánh giá, ITC đang sở hữu quỹ dự án lớn, phần đa số trong đó chỉ còn chờ một bước pháp lý cuối cùng để được "mở khóa". Thậm chí, khi chỉ tính riêng khách sạn La Vela cũng có giá trị 80% vốn hóa hiện tại của doanh nghiệp. Từ đó, trong bối cảnh các bộ luật lớn nhất được thi hành bắt đầu từ tháng 8/2024, DSC kì vọng ITC có thể đẩy mạnh các dự án tồn đọng của mình, mang lại dòng tiền khủng cho doanh nghiệp.

**ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH****Trụ cột "lên tiếng"**

Kết quả kinh doanh của ITC tiếp tục thể hiện bức tranh thiếu động lực khi không có dự án BĐS mới nào được đưa vào kinh doanh. Sau 6 tháng đầu năm, doanh thu đạt 273 tỷ, lợi nhuận trước thuế đạt 30 tỷ, đều gần như đi ngang so với cùng kỳ. Trong đó, mảng khách sạn là điểm sáng duy nhất, "gồng gánh" kết quả kinh doanh, đạt doanh thu 177 tỷ (+7% YoY), chiếm tỷ trọng 65% tổng doanh thu, phần còn lại đến từ bàn giao số ít sản phẩm còn lại của dự án cũ cùng một số dịch vụ khác. Như vậy, ITC đã lần lượt hoàn thành 44% và 28% kế hoạch doanh thu và LNST năm 2024.

**KẾT QUẢ KINH DOANH****ĐÒN BẨY VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN****Duy trì nợ vay ở mức hợp lý**

Về mặt sức khỏe tài chính, thông qua các chỉ số D/E và tiền gửi/nợ vay, ITC có mức độ đòn bẩy và khả năng thanh toán ở mức trung bình và không quá "đẹp" so với ngành. Tuy nhiên, phải chú ý rằng, ITC đã duy trì các chỉ số này khá ổn định và tốt dần theo thời gian. DSC đánh giá, với nền tảng dòng tiền chắc chắn từ mảng khách sạn, cùng việc hoàn toàn không có nợ trái phiếu, rủi ro đối với tài chính của ITC là không đáng kể.

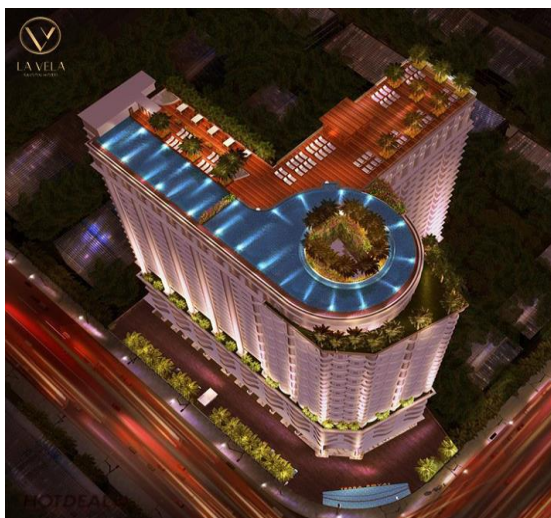
**ĐÒN BẨY VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN ITC**

## LUẬN ĐIỂM 1:

### Khách sạn La Vela là điểm tựa cho dòng tiền trong lâu dài

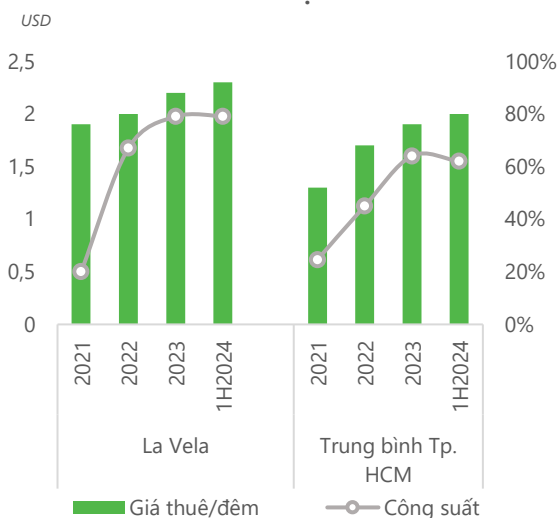
#### Thông tin khách sạn La Vela

Địa chỉ:	Quận 3, TP. HCM
Diện tích quỹ đất:	6.582 m <sup>2</sup>
Số tòa:	1
Số tầng:	19
Số phòng:	305
Giá thuê trung bình:	2,7 triệu VND/đêm
<b>Dòng tiền ước tính:</b>	<b>90 tỷ VND/năm</b>



Nguồn: ITC, DSC tổng hợp

#### GIÁ THUÊ VÀ CÔNG SUẤT KHÁCH SẠN



Nguồn: Savills, ITC, DSC tổng hợp

# ITC

CTCP Đầu tư - Kinh doanh nhà

# DSC

#### Khách sạn sở hữu với vị trí "quý như vàng"

Khách sạn La Vela là một phần của tổ hợp dự án cao ốc tích hợp cùng chung cư Terra Royal với diện tích khoảng 6.582 m<sup>2</sup>.

Khách sạn tọa lạc tại điểm giao của Đ. Nam Kỳ Khởi Nghĩa và Đ. Lý Chính Thắng, quận 3, TP. HCM. Vị trí này có thể coi là ngay sát khu vực trung tâm của thành phố. Đồng thời, Đ. Nam Kỳ Khởi Nghĩa cũng là 1 trong 2 trục giao thông quan trọng kết nối sân bay Tân Sơn Nhất và trung tâm TP. HCM. Đây có thể coi là lợi thế cho khách sạn trong việc thu hút các du khách đến với thành phố qua đường hàng không.

#### Thị trường dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng trưởng còn nhiều dư địa

Lượng khách quốc tế tới Việt Nam không hồi phục như kì vọng do ảnh hưởng của lạm phát và các căng thẳng thương mại, địa chính trị trên khắp thế giới, lũy kế 6 tháng 2024 chỉ đạt gần 2,7 triệu lượt (+38% yoy, -36% so với năm 2019). Tuy nhiên, doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống vẫn có sự tăng trưởng khá tốt tại TP.HCM, đạt 74.888 tỷ (+8,7% yoy) nhờ sự hỗ trợ từ khách du lịch nội địa với 17,1 triệu lượt (+3% yoy, +34% so với năm 2019).

DSC kì vọng, trong 6 tháng cuối năm, việc các ngân hàng trung đồng thuận áp dụng chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ kích thích khách quốc tế trở lại mạnh mẽ hơn vào năm 2025 trở đi, giúp mảng kinh doanh này của ITC tiếp tục khởi sắc.

#### Mức độ cạnh tranh cao nhưng không ảnh hưởng quá lớn

Với việc các ứng dụng trung gian ngày càng phổ biến kéo theo chất và lượng của các sản phẩm lưu trú ngày càng khác thay thế khách sạn ngày càng tăng, gây áp lực cạnh tranh lớn hơn.

Tuy nhiên, DSC đánh giá áp lực này không ảnh hưởng quá lớn do tệp khách hàng đối với La Vela sẽ thuộc nhóm thu nhập cao. Việc tăng trưởng nguồn cung các khách sạn cao cấp 4-5 sao trong giai đoạn tới là hạn chế theo dự báo của Savills.

Chính vì vậy, DSC tin rằng, với việc mới vận hành chính thức được 3 năm, khách sạn La Vela còn dư địa tiếp tục tối ưu công suất, đạt mức trung bình 85% vào năm 2028 theo ước tính của DSC, mức tăng giá CAGR 3% trong 5 năm tới. Từ đó, dòng tiền sau thuế mang về mỗi năm có thể đạt 80-90 tỷ.

LUẬN ĐIỂM 2:

Quỹ dự án lớn chờ được "tháo xích" mang giá trị hấp dẫn

Thông tin chung cư Terra Flora

Địa chỉ:	Nhơn Trạch, Đồng Nai
Diện tích quỹ đất:	12.000 m2
Số tòa:	4
Số tầng:	15
Mật độ xây dựng:	50%
Giá bán trung bình:	35 triệu VND/m2
Doanh thu ước tính:	1.900 tỷ VND



Nguồn: DSC tổng hợp

Thông tin dự án Sabinco

Địa chỉ:	Thủ Dầu Một, Bình Dương
Diện tích quỹ đất:	190.300 m2
Sản phẩm:	Đất nền, chung cư
Mật độ xây dựng:	50%
Giá bán trung bình:	30 triệu VND/m2
Doanh thu ước tính:	2.500 tỷ VND



Nguồn: DSC tổng hợp

Dự án	Vị trí	Diện tích (m2)	< 2024	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Terra Royal	Tp. HCM	6.582	Bàn giao							
Terra Flora (E1, E2)	Đồng Nai	6.000						Bàn giao		
Sabinco	Bình Dương	190.300					Bàn giao			
Star Village	Tp. HCM	550.000	Bàn giao							

ITC sở hữu quỹ dự án khá khổng lồ tại khu vực miền Nam, với tổng giá trị xây dựng dở dang lên tới 1.700 tỷ, bao gồm một số dự án mà chúng tôi chú trọng đưa vào định giá như sau:

- **Chung cư Terra Flora:** Dự án này là một phần của đại dự án khởi công năm 2019 rộng 2,9 ha bao gồm 4 chung cư, 2 toà văn phòng và 1 toà khách sạn. Trong đó, doanh nghiệp mới đưa vào kinh doanh 2 toà chung cư (D1, D2). Theo thông tin từ ban lãnh đạo, ITC đã thanh toán đầy đủ tiền sử dụng đất, tuy nhiên, do các điều kiện mới về phòng cháy chữa cháy làm chi phí tăng gấp 6-7 lần, khiến dự án có thể bị lỗ. Từ đó, doanh nghiệp đang trong quá trình kiến nghị các giải pháp chi phí rẻ hơn, chỉ gấp khoảng 2 lần so với phương pháp cũ. Theo phân tích của DSC, vấn đề ITC gặp phải rất có thể có thể chủ yếu nằm ở các vật liệu đắt tiền như bê tông chống cháy và sơn chống cháy, đây cũng là vấn đề phổ biến mà nhiều dự án gặp phải. Tuy nhiên, theo chúng tôi tìm hiểu, với quy chuẩn mới nhất có hiệu lực từ tháng 1/2023, các vật liệu chống cháy không phải là bắt buộc mà hoàn toàn có thể được thay thế bằng cách thay đổi một số kết cấu công trình mà tốn ít chi phí hơn, vấn đề có thể nằm ở cách áp dụng của chính quyền địa phương.

- **Sabinco:** Đây có thể coi là dự án trọng điểm của ITC trong giai đoạn tới, rộng khoảng 19 ha. Về quy hoạch, sản phẩm của dự án chủ yếu là đất nền, còn lại là chung cư. Theo BLĐ, ITC đã đóng toàn bộ tiền sử dụng đất cho dự án từ năm 2018, nhưng đến nay vẫn chưa thể triển khai dự án. Vấn đề là do công ty đang gặp khó trong việc thanh toán đối với 2 ha đất xen cài trong quần thể dự án. Mặc dù, ITC và chính quyền đã tìm thấy tiếng nói chung là đóng tiền sử dụng đất theo giá thị trường, đến nay thủ tục vẫn chưa xong.

DSC kỳ vọng, sau khi các bộ luật mới được có hiệu lực sớm hơn dự định vào tháng 8/2024, các vấn đề trên của doanh nghiệp sẽ có hi vọng được giải quyết trong tương lai gần.

## DỰ PHÓNG &amp; ĐỊNH GIÁ

## Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính kết quả kinh doanh 2024 của ITC sẽ chưa thể có biến chuyển trong năm nay, tiếp tục duy trì mức thấp điểm. Cụ thể, doanh thu đạt 433 tỷ (-18% yoy). LNST đạt 52 tỷ (-41% yoy). Trong đó, trụ cột KQKD là khách sạn La Vela với doanh thu 345 tỷ (+7% yoy), chiếm 80%, còn lại mảng BĐS chủ yếu ghi nhận lác đác các căn còn lại thuộc dự án Terra Royal và Terra Flora. Từ đó, biên gộp cũng bị kéo giảm 8 điểm phần trăm so với năm trước về mức 35%.

## Định giá

Sử dụng phương pháp định giá RNAV, trong đó áp dụng hệ số khấu trừ rủi ro đối với các dự án DSC đánh giá không có tính khả thi để tiếp tục triển khai (dự án 6A, 6B bị đình trệ từ những năm doanh nghiệp mới cổ phần hóa, DSC thận trọng loại bỏ dự án khỏi định giá, đồng thời chiết khấu thêm phần giá trị có thể ITC phải đền bù cho các nhà đầu tư trong trường hợp xấu nhất), DSC xác định giá trị hợp lý đối với cổ phiếu ITC là 16.500 VND.

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	816	529	436
% DTT (YoY)	14%	-35%	-18%
Lợi nhuận gộp	344	225	153
Lợi nhuận sau thuế	156	88	52
% LNST (YoY)	12%	-43%	-41%

Dự án	Phương pháp	Khấu trừ rủi ro	Giá trị sở hữu (triệu VND)
KS La Vela	DCF		757.987
Terra Royal	DCF		136.252
Terra Flora (GD1)	DCF		46.912
Terra Flora (GD2)	DCF		141.526
Sabinco	BV		487.000
Long Thới	BV		515.000
6A, 6B	BV	150%	(108.500)
Khác	BV	50%	55.000
Tổng			2.031.176
Tiền (triệu VND)			115.700
Nợ vay (triệu VND)			(564.431)
Giá trị hợp lý (triệu VND)			1.583.176
SLCPLH (triệu cp)			95,9
Giá trị hợp lý/CP (VND)			16.500

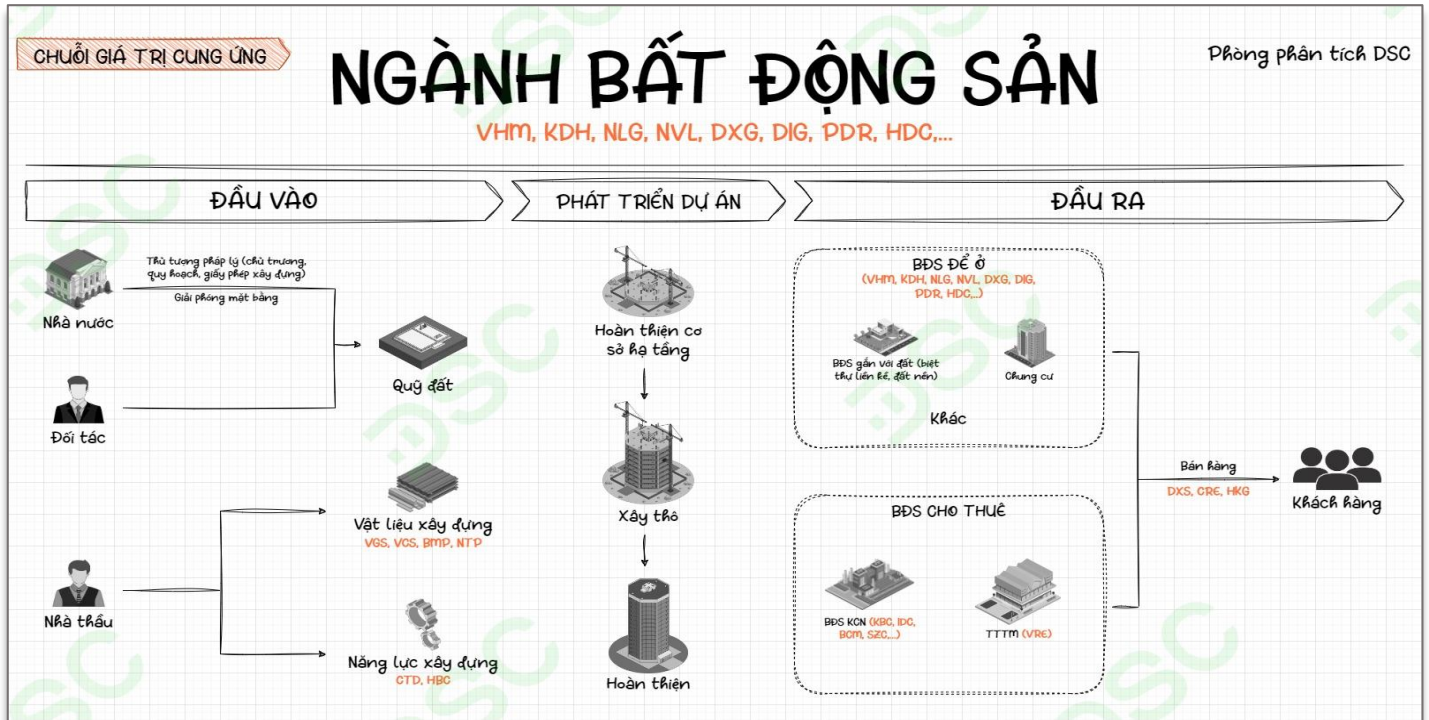
## BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp



## MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG NGÀNH



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. 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 DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

### Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

### Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn