

Khuyến Nghị

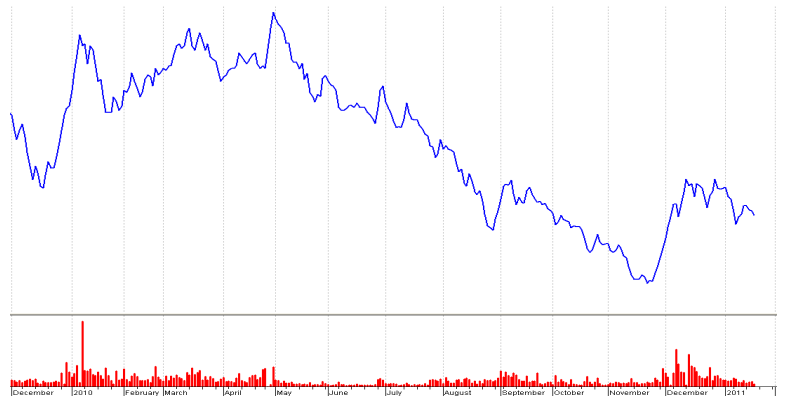
MUA

Giá hiện hành
NAV dự đoán/cổ phiếu
P/B (x)

22.300 VND
33.762 VND
0,8

Sàn niêm yết
Mã cổ phiếu
Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
Lượng cổ phiếu lưu hành

HOSE
ITC
Bất động sản
1.541
69.086.688



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Quỹ đất lớn đảm bảo cho sự tăng trưởng dài hạn:** Hiện nay ITC đã sở hữu tổng cộng 550ha quỹ đất tập trung ở Tp.HCM, Bình Dương, Tây Ninh. Ở Tp.HCM, ITC đang sở hữu một số mặt bằng ở các vị trí đắc địa ở trung tâm thành phố và một quỹ đất lớn ở ngoại thành dành cho các dự án phát triển khu dân cư.
- **Lợi thế về chi phí đầu vào nhờ khả năng tự thi công các công trình.** Tất cả các dự án của Intresco đều do 2 xí nghiệp của công ty tự thi công nên giảm bớt được chi phí đầu vào, giúp công ty có đủ khả năng chào giá sản phẩm thấp hơn đối thủ cạnh tranh từ 10% - 15%.
- **Rủi ro chuyển lợi nhuận nội bộ thấp nhờ cơ cấu tổ chức đơn giản.** Cơ cấu tổ chức công ty khá đơn giản giảm bớt rủi ro chuyển lợi nhuận từ công ty con về công ty mẹ, đây là hình thức chuyển lợi nhuận khá phổ biến trong các công ty ở Việt Nam có cơ cấu tổ chức phức tạp.
- **Rủi ro tài chính thấp.** Tỷ lệ D/E của công ty luôn dưới 50% đây là tỷ lệ khá an toàn so với các công ty cùng ngành.
- **Tỷ suất lợi nhuận thấp hơn các công ty cùng ngành do:** (1) giá thành chào bán thấp; (2) doanh số từ hoạt động xây lắp chiếm 10-20% tổng doanh số; (3) không có khả năng chuyển lợi nhuận từ công ty con về công ty mẹ; (4) bộ phận marketing yếu nên phải cạnh tranh bằng giá.
- **Chỉ số định giá hấp dẫn:** Đang giao dịch thấp hơn NAV 51% và P/B 0.8x là mức thấp nhất so với các công ty bất động sản đang niêm yết trên HOSE.

Kết quả kinh doanh 9 tháng 2010

Trong 9 tháng đầu năm 2010, ITC đã đạt 435 tỷ đồng doanh thu (đạt 44% chỉ tiêu 2010), lợi nhuận sau thuế 113 tỷ (đạt 59% chỉ tiêu 2010). Doanh thu và lợi nhuận đạt được chủ yếu từ mảng kinh doanh nhà - 375 tỷ đồng (chiếm 86% tổng doanh thu) và được ghi nhận từ các dự án cao ốc An Khang, khu dân cư Phong Phú, khu dân cư 6B và từ chuyển nhượng dự án Phước Kiển, cao ốc 250-252 phố Minh Khai, Hà Nội, chung cư 46 Láng Hạ, Hà Nội. Hiện nay, toàn bộ căn hộ ở cao ốc Thịnh Vượng đã được bán hết và doanh thu từ dự án này sẽ được ghi nhận trong quý 4/2010 và 2011. Doanh thu từ dự án này ước đạt khoảng 200 tỷ đồng. ITC đạt doanh thu còn thấp so với chỉ tiêu đề ra vì công ty chưa đưa vào khai thác khu dân cư Đa Phước, Bình Chánh, doanh thu từ dự án này ước đạt 300 tỷ đồng.

Do công ty đã phát hành thành công 23 triệu cổ phiếu trong quý 2/2010 nên vốn chủ sở hữu ITC đã tăng từ 1.322 tỷ lên 1.900 tỷ và giảm đáng kể tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, tỷ lệ D/E hiện nay là 23% (giảm từ mức 49% năm 2009).

Dự báo năm 2011

Trong năm 2011, doanh thu sẽ được ghi nhận chủ yếu từ 4 dự án cao ốc 146 Nguyễn Văn Trỗi, khu dân cư Long Thới, Đa Phước và Đắc Nông và một phần doanh thu chưa ghi nhận của dự án Thịnh Vượng, 6B. Doanh thu dự báo 2011 ước đạt 1.130 tỷ và lợi nhuận sau thuế đạt 158 tỷ.

Cao ốc thương mại, văn phòng, căn hộ Nguyễn Văn Trỗi: có tổng diện tích là 2.525 m², sẽ gồm 22 tầng và 2 hầm, diện tích sàn xây dựng là 34.210 m². Tổng vốn đầu tư 782 tỷ. Tổng doanh thu từ dự án này ước đạt 930 tỷ đồng. Tuy nhiên, công ty ước ghi nhận doanh thu từ dự án này trong năm 2011 khoảng 240 tỷ.

Khu dân cư Long Thới (Nhà Bè): Tổng diện tích là 72ha, diện tích đất ở 49,7ha. Dự án sẽ được phát triển thành khu phức hợp chung cư cao tầng, biệt thự đơn lập, song lập, đất nhà liền kề vườn, liền kề phố, các khu trường học, y tế, trung tâm văn hóa, công trình công cộng và công viên cây xanh. Tổng vốn đầu tư dự kiến 1.173 tỷ đồng. Trong đó vốn đầu tư giai đoạn 1 ước tính khoảng 439 tỷ và doanh thu từ giai đoạn 1 khoảng 774 tỷ. Doanh thu ghi nhận trong 2011 ước đạt 430 tỷ.

Khu dân cư Đa Phước: diện tích đất là 12ha, ITC sở hữu 50% dự án này. Tổng mức đầu tư 264 tỷ. Doanh thu dự kiến từ dự án này là 300 tỷ.

Quỹ đất lớn đảm bảo cho tiềm năng phát triển dài hạn

Tiền thân của ITC là doanh nghiệp Nhà nước thuộc tổng công ty địa ốc Sài Gòn nên ITC sở hữu được một quỹ đất lớn ở các vị trí đắc địa ở Tp.HCM như ở 63 Lý Chính Thắng, 223 Hoàng Văn Thụ, 146 Nguyễn Văn Trỗi. Bên cạnh đó còn các mặt bằng cho thuê khác ở trung tâm Tp.HCM giúp tạo nguồn thu ổn định cho ITC. Hiện tại, do tập trung nguồn lực để đầu tư các dự án trọng điểm nên ITC chưa lập dự án cho những khu đất đang cho thuê ở trung tâm Tp.HCM và về dài hạn đây cũng là nguồn quỹ đất giá trị tạo tăng trưởng cho công ty.

Hình 1: Diện tích cho thuê

Địa điểm	DT (m²)
18 Nguyễn Bình Khiêm, Phường Đa Kao, Q1	102
235 Xô Viết Nghệ Tĩnh, Phường 17, Quận Bình Thạnh	77
16 Nguyễn Đình Chiểu, Phường Đa Kao, Q1	372
20 Nguyễn Bình Khiêm, Phường Đa Kao, Q1	85
Sàn chung cư An Cư, Q2	738
Văn phòng, TT thương mại An Khang, Q2	N/A
26 Phùng Khắc Khoan, Q1	745
78 Võ Thị Sáu, Q1	333
778 Nguyễn Kiệm, Quận Phú Nhuận	71
6F Ngô Thời Nhiệm, Q3	456
68 – 70 Đông Du, Phường Bến Nghé, Q1	149
Nhà trẻ khu Trung Sơn A	2,946
Nhà trẻ khu Trung Sơn D	3,000
Trường trung học khu Trung Sơn G	7,780

Nguồn: ITC

Nhận biết được quỹ đất là một trong những điều kiện để phát triển công ty bất động sản, nên ITC luôn chủ động mở rộng quỹ đất và hiện nay ITC đã sở hữu tổng cộng 550ha quỹ đất đảm bảo cho sự tăng trưởng của công ty trong 10 năm tới.

Hình 2: Danh mục các dự án của ITC

Dự án	Địa điểm	ITC sở hữu(%)	DT đất (m ²)	Vốn đầu tư (VND triệu)
Chung cư Gia Hòa	Bình Chánh	100%	3.167	13.431
Tòa nhà E1 An Phú	Quận 2	100%	4.148	10.384
Tòa nhà E4 An Phú	Quận 2	50%	7.540	18.850
Tòa nhà Long Sơn	Quận 9	90%	24.855	N/A
Tòa nhà Lý Chính Thắng	Quận 3	100%	6.582	2.670.000
Khu dân cư Intrestco 6A	Quận Bình Chánh	100%	69.000	223.631
Khu dân cư sinh thái	Quận 9	100%	1.050.000	1.620.000
Khu dân cư Tương Bình Hiệp	Tỉnh Bình Dương	60%	339.103	525.574
KCN Bàu Rong	Tỉnh Tây Ninh	100%	1.500.000	N/A
KCN Bàu Hai Nam	Tỉnh Tây Ninh	100%	2.000.000	N/A
Tòa nhà Nguyễn Văn Trỗi/Hoàng Văn Thụ	Quận Phú Nhuận	100%	2.516	432.030
Khu dân cư Long Thới	Quận Nhà Bè	100%	556.000	818.402
Khu dân cư Đa Phước	Bình Chánh	50%	118.407	264.219
Khu dân cư Đắc Nông	Tỉnh Đắc Nông	100%	N/A	N/A

Nguồn: ITC

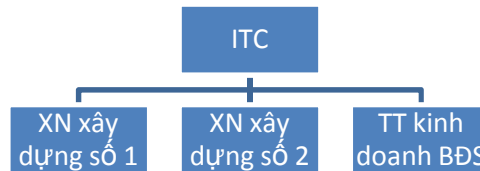
Lợi thế về chi phí đầu vào nhờ khả năng tự thi công các công trình

ITC có 2 xí nghiệp xây dựng số 1 và xí nghiệp xây dựng số 2 thi công toàn bộ các công trình của ITC nên giảm bớt chi phí đầu vào và giúp công ty đủ khả năng chào giá thành sản phẩm thấp hơn đối thủ cạnh tranh 10% -15%. Do đó, trong thời kỳ thị trường bất động sản đóng băng năm 2009, 2010 nhưng Intresco đã bán thành công căn hộ ở các dự án An Khang, An Cư, 6B, Phong Phú, Thịnh Vượng đóng góp đáng kể vào nguồn lợi nhuận của công ty.

Rủi ro chuyển lợi nhuận nội bộ thấp nhờ cơ cấu tổ chức đơn giản

Cơ cấu tổ chức công ty khá đơn giản giảm bớt rủi ro chuyển lợi nhuận từ công ty con về công ty mẹ, đây là hình thức chuyển lợi nhuận khá phổ biến trong các công ty ở Việt Nam có cơ cấu tổ chức phức tạp.

Cơ cấu tổ chức



Hai xí nghiệp xây dựng 1 và 2 thực hiện công tác thiết kế, thi công các công trình của ITC và thêm các công trình bên ngoài. Trung tâm kinh doanh bất động sản thực hiện việc tiếp thị, bán hàng các sản phẩm của công ty.

Rủi ro tài chính thấp

Dự kiến cơ cấu nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh bất động sản của công ty như sau:

- 50% từ vốn tự có.
- 20% từ vốn vay ngân hàng.
- 20% từ việc huy động vốn của đối tác và khách hàng.
- 10% từ việc sử dụng có hiệu quả nguồn vốn lưu động của công ty.

Với định hướng như trên nên ITC luôn duy trì tỷ lệ nợ/vốn (D/E) nhỏ hơn 50%, đây là một tỷ lệ tương đối an toàn so với các công ty bất động sản khác.

Hình 3: Bảng so sánh tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu

	ITC	VIC	HAG	QCG	TDH	DIG
2009	49%	438%	111%	65%	18%	17%
Q3-2010	23%	270%	71%	17%	23%	23%

Nguồn: SBB

Trong điều kiện điều kiện lạm phát ở mức cao, Ngân hàng Nhà nước thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ và lãi suất ngân hàng tăng cao, thì các công ty có tỷ lệ D/E thấp sẽ ít bị phụ thuộc vào nguồn vốn vay, có chi phí tài chính thấp và sẽ chủ động hơn trong việc triển khai các dự án duy trì sự phát triển ổn định cho công ty.

Tỷ suất lợi nhuận thấp so với các công ty trong ngành

Hình 4: Bảng so sánh tỷ suất lợi nhuận gộp.

	ITC	VIC	HAG	QCG	TDH	DIG
2009	32%	69%	46%	13%	55%	43%
3Q-2010	19%	73%	49%	38%	34%	58%

Nguồn: SBB

So với các công ty cùng ngành tỷ suất lợi nhuận gộp của ITC tương đối thấp. Nguyên nhân chính là do ITC không tập trung vào thị trường cao cấp, mức giá sản phẩm của ITC thường khá cạnh tranh nên tỷ suất lợi nhuận thấp. Thêm vào đó, doanh thu từ hoạt động xây lắp thường chiếm khoảng 10 – 20% trong tổng doanh thu của ITC nên cũng làm giảm tỷ suất lợi nhuận chung vì tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng xây lắp rất thấp thường từ 7% - 10%. Ngoài ra, chúng ta không loại trừ khả năng chuyển lợi nhuận từ các công ty con về công ty mẹ của các công ty bất động sản có cơ cấu tổ chức phức tạp, khó kiểm soát.

Và một nguyên nhân khác mà công ty có thể cải thiện để tăng tỷ suất lợi nhuận là phát triển bộ phận marketing để có thể bán được sản phẩm mà không cần phải chào giá quá thấp. Do tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước nên chiến lược bán hàng của công ty cũng khá bị động, bộ phận marketing còn khá yếu.

Định giá công ty theo phương pháp NAV

Chúng tôi tiến hành định giá ITC theo phương pháp NAV. Các dự án của ITC chúng tôi phân thành 3 nhóm:

- Nhóm 1: Nhóm dự án đưa vào khai thác và tạo doanh thu, lợi nhuận trong năm 2011. NAV từ nhóm 1 được tính dựa trên NPV và giá trị sổ sách.
- Nhóm 2: Nhóm dự án có đất sạch. Nguồn thu từ các dự án này có thể tạo ra sớm nhất là từ năm 2012. Dòng tiền từ các dự án này sẽ biến động mạnh do bản chất của thị trường bất động sản Việt Nam và ảnh hưởng từ việc thay đổi các chính sách. Với sự thận trọng, chúng tôi xác định NAV từ các dự án này bằng giá trị đất tại thời điểm hiện nay. Tại thời điểm nay, thị trường bất động sản khá trầm lắng và chúng ta không lo sợ về tình trạng “bong bóng giá đất” trong thời điểm hiện nay.
- Nhóm 3: Nhóm dự án đang trong giai đoạn đền bù giải tỏa hoặc xin giấy phép và mặt bằng cho thuê. Giá trị các dự án được sẽ được ghi nhận từ tổng chi phí đã đền bù cho đến thời điểm hiện nay.

Hình 5: Bảng tính NAV (Đơn vị: Triệu VNĐ)

Giá trị tài sản từ nhóm 1	1.306.800
Giá trị tài sản từ nhóm 2	321.468
Giá trị tài sản từ nhóm 3	525.800
Giá trị sổ sách từ BĐS đầu tư	98.106
Giá trị sổ sách từ đầu tư tài chính	402.651
Tiền mặt	116.264
Trừ nợ	438.587
NAV	2.332.502
Số cổ phiếu đang lưu hành	69.086.688
NAV/CP (VNĐ)	33.762

Khuyến nghị đầu tư

Hiện tại ITC đang giao dịch với giá 22.300VNĐ/cổ phiếu thấp hơn NAV 51%. Ngoài ra P/B của ITC 0.8x thấp nhất so với các công ty bất động đang niêm yết trên HOSE. Do đó, với tiềm năng tăng trưởng ổn định nhờ quỹ đất lớn và chỉ số định giá hấp dẫn, nhà đầu tư nên xem xét đưa ITC vào danh mục cổ phiếu của mình.

Hình 6: P/B công ty bất động sản niêm yết.

	ITC	VIC	HAG	QCG	TDH	DIG
BVPS (VNĐ)	27.506	10.282	15.370	20.117	36.479	24.216
Giá (VNĐ) (20/1/2011)	22.300	90.500	55.000	25.600	32.000	38.000
P/B (x)	0,81	8,80	3,58	1,27	0,88	1,57

Nguồn: SBB

Tổng quan công ty

Giới thiệu

Intresco được cổ phần hóa năm 2000 với mức vốn điều lệ ban đầu là 25 tỷ, hiện là một trong những công ty bất động sản lớn ở Tp.HCM với số vốn điều lệ hiện tại là 690,8 tỷ đồng.

Cơ cấu doanh thu

Kinh doanh nhà vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của công ty (84,27% năm 2009), tiếp đến là mảng xây lắp (9,75% năm 2009), còn lại là các dịch vụ khác. Tỷ trọng doanh thu xây lắp ngày càng giảm (năm 2008 chiếm 29,75% tổng doanh thu) do công ty tập trung lực lượng để phục vụ cho các công trình nội bộ của ITC. Tất cả các dự án của ITC đều do ITC tự thực hiện hoạt động xây lắp giúp giảm bớt lãng phí và giúp công ty chủ động về tiến độ thực hiện dự án.

Định hướng phát triển của công ty:

Với phương châm: đa dạng hóa các loại hình kinh doanh, đảm bảo chất lượng các sản phẩm của dự án – đáp ứng nhu cầu nhà ở và phong cách sống đa dạng của mọi đối tượng khách hàng. Công ty chú trọng một số định hướng như sau:

- Kinh doanh đa dạng sản phẩm tạo thế cân bằng trong từng giai đoạn thị trường.
- Không ngừng kiện toàn và bổ sung lực lượng lao động có trình độ, kinh nghiệm, gắn bó lâu dài với công ty.
- Có sự nổi tiếp trong chiến lược phát triển công ty và chiến lược kinh doanh.
- Các sản phẩm đầu tư ngắn hạn xen kẽ các dự án đầu tư dài hạn. Trong kế hoạch sắp tới, công ty tạo nguồn thu ổn định từ các mặt bằng, căn hộ, văn phòng cho thuê và đa dạng hóa các loại hình dịch vụ trong lĩnh vực bất động sản. Chú trọng phát triển bền vững các sản phẩm bất động sản cho phân khúc thị trường trung bình khá. Các vị trí trung tâm sẽ đầu tư sản phẩm cao cấp để tạo lợi nhuận. Triển khai các dự án gói đầu để có thể khai thác đến năm 2015.

Mục Lục Công Bố

Thuật ngữ phân tích về tỷ lệ đầu tư:

Khuyến nghị	Chú giải
Mua	Giá chứng khoán có thể vượt quá 15% trong 6 tháng tới
Giữ	Giá chứng khoán dao động trong khoảng +/-15% trong 6 tháng tới
Bán	Giá chứng khoán giảm hơn 15% trong 6 tháng tới

Cam kết của chuyên viên phân tích

Tất cả các nhận định trình bày trong bản báo cáo này phản ánh quan điểm cá nhân của người phân tích từ sự nhận xét chủ quan của họ. Chính vì thế, không có phần bồi thường nào đã, đang, và sẽ liên quan trực tiếp hay gián tiếp đến những nhận định cụ thể hoặc quan điểm được trình bày bởi người phân tích trong bản báo cáo này.

Công bố:

SBBS chỉ công bố phân tích đầu tư một cách trung lập, độc lập, công bằng, rõ ràng và không sai lệch. Ngoài ra, SBBS chỉ công bố những báo cáo phân tích khi nó cho thấy phù hợp, điều này được dựa trên sự phát triển và thay đổi về ngành hoặc thị trường mà chúng có ảnh hưởng đến quan điểm phân tích hoặc ý kiến trình bày ở đây.

SBBS cung cấp báo cáo phân tích cho nhiều tổ chức, nhưng không nhận bất cứ phí hoặc lợi ích kinh tế từ những tổ chức nào bao gồm cả các công ty mà chúng tôi khuyến nghị trong báo cáo này.

Những thông tin khác thì được cung cấp theo yêu cầu

Khuyến cáo

Báo cáo này không được chỉ dẫn hoặc chỉ định cho việc phân phối hoặc sử dụng bởi bất cứ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc người cư trú thuộc bất cứ nơi nào hoặc các nơi thực thi quyền lực khác mà tại các nơi này sự phân phối, công bố và việc sử dụng có thể trái với luật pháp hoặc những quy định hoặc những điều sẽ buộc SBBS phải đăng ký hoặc yêu cầu giấy phép trong việc thực hiện các luật lệ này.

Các thông tin, dữ liệu trong báo cáo này chỉ với mục đích cung cấp thông tin và không nhằm mục đích chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán hay công cụ phái sinh nào. Ngoài ra, SBBS có thể mua bán chứng khoán cho tài khoản tự doanh của mình dựa vào những khuyến nghị đầu tư ngắn hạn của các chuyên gia phân tích và có thể những giao dịch này trái ngược với quan điểm hoặc các khuyến nghị về mua bán chứng khoán trong báo cáo này.

Trước khi quyết định đầu tư theo những khuyến nghị trong báo cáo này, nhà đầu tư nên xem xét rằng những khuyến nghị này có phù hợp với điều kiện cụ thể của bản thân hay không bao gồm thuế phải chịu, môi trường luật pháp và năng lực tài chính.

Các thông tin trong báo cáo này được xem là đáng tin cậy bởi SBBS, tuy nhiên SBBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. SBBS không chịu trách nhiệm về những khoản lỗ của nhà đầu tư khi đầu tư dựa trên khuyến nghị của báo cáo này. Trong tương lai, SBBS có thể phát hành thêm các báo cáo mới với những thông tin và kết luận không tương thích với báo cáo này. Thông tin, ý kiến và những dự báo trong báo cáo này phản ánh vào thời điểm thực hiện báo cáo và SBBS có thể thay đổi chúng mà không cần thông báo.

Một số danh mục đầu tư thảo luận trong báo cáo này có thể thay đổi giá trị nhanh chóng và thậm chí có thể giảm giá trị rất mau và gây nên thiệt hại cho nhà đầu tư. Những khoản mục đầu tư với những đồng tiền khác đồng tiền của nhà đầu tư, nhà đầu tư phải chịu thêm rủi ro về sự biến động tỷ giá ảnh hưởng đến lợi nhuận và thu nhập của nhà đầu tư.

Những người đọc báo cáo này nếu không phải là những chuyên gia tài chính hay khách hàng của SBBS thì nên tư vấn thêm các luật sư và chuyên gia độc lập khác để được giải thích rõ hơn nội dung trong báo cáo trước khi quyết định đầu tư.

Tất cả những nội dung trong báo cáo này thuộc bản quyền của SBBS, trừ những phần có ghi rõ nguồn gốc xuất xứ. Không ai có quyền sao chép mà không được sự đồng ý bằng văn bản của SBBS.

Copyright © 2008 SaigonBank Berjaya Securities Joint Stock Company. All rights Reserved.

PHÒNG NGHIÊN CỨU – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SAIGONBANK BERJAYA

Tầng 5&6, 2C Phó Đức Chính, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84 8) 914 3399 Fax: (84 8) 914 3388 Web: <http://www.sbbsjsc.com.vn>