

Ngành Bất động sản

Báo cáo lần đầu

Tháng 10, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **13.400**

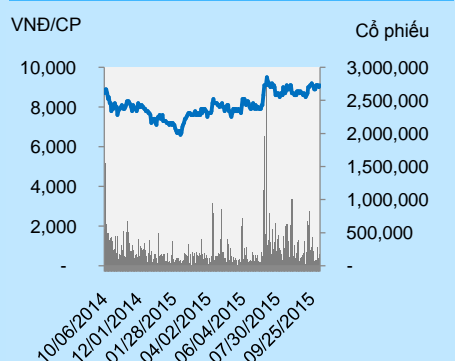
Giá thị trường (08/10/2015) 9.100

Lợi nhuận kỳ vọng 47%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	6.600-9.500
Vốn hóa	625 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	68.646.328
KLGD bình quân 10 ngày	118.208
Sở hữu nước ngoài	19,09%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
ITC	4,6%	5,8%	0,0%	11,0%
VN-Index	-4,5%	3,5%	-6,4%	3,3%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 8) 3914 6888 ext: 492

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Đầu tư - Kinh doanh nhà

Mã giao dịch: ITC

Reuters:ITC.HM

Bloomberg: VN

Cơ cấu sở hữu đang thay đổi, tài sản & quỹ đất tiềm năng

Sở hữu dự án tiềm năng ITC Plaza, quỹ đất lớn ở Nhà Bè và các tài sản có giá trị khác. Trước bối cảnh thị trường bất động sản phục hồi mạnh mẽ, Intresco một lần nữa đứng trước cơ hội vực dậy hoạt động kinh doanh của mình. Và BVSC cho rằng cơ hội đó dù chưa rõ ràng nhưng có cơ sở khi Intresco sở hữu quyền phát triển dự án nhiều tiềm năng là ITC Plaza – Q3, quỹ đất sạch lớn ở Nhơn Đức – Nhà Bè, 16ha đất ở dự án Long Bình, các khu đất trung tâm đang cho thuê với giá vốn thấp khi cổ phần hóa và đặc biệt là cấu trúc vốn ít thâm dụng nợ.

Cấu trúc vốn ít thâm dụng nợ so với nhiều doanh nghiệp niêm yết trên sàn.

Là điều mà BVSC đánh giá cao khi mà công ty sẽ sử dụng nợ vay để triển khai dự án ITC Plaza. Khoản vay 800 tỷ mà ITC vừa được HD Bank chấp thuận vừa là cơ hội nhưng ít nhiều sẽ gia tăng áp lực đến việc chi trả nợ vay so với thời điểm hiện tại. Mặc dù vậy, với tổng nợ vay tại 30.6.2015 là 211 tỷ đồng, tương ứng, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu là 0.14 lần. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ đòn bẩy của ITC dù gia tăng nhưng vẫn trong giới hạn an toàn. Vấn đề lúc này sẽ tập trung vào tính khả thi và sự đón nhận của thị trường đối với dự án ITC Plaza.

Kết quả kinh doanh sẽ khởi sắc dần từ năm 2016. BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận của ITC trên cơ sở thận trọng như sau:

ĐVT: tỷ đồng	2015E	2016E	% yoy
Doanh thu	189.208	326.250	72%
LNST	10.223	30.583	199%
EPS (VNĐ/cp)	148	443	-

Khuyến nghị đầu tư. Từ những phân tích & đánh giá trên, chúng tôi nhận thấy Công ty CP Kinh doanh nhà (Intresco) đang có những cơ hội thật sự để phục hồi trong trung hạn xét trong bối cảnh khách quan thị trường lẫn nội tại doanh nghiệp. Sự ấm lên của thị trường bất động sản làm cho tài sản của doanh nghiệp trở nên có giá trị và hoạt động tái cơ cấu dễ dàng hơn. Cùng với đó, sự thay đổi trong cơ cấu sở hữu trong thời gian tới, khi Resco và Mekong Capital thoái vốn, kỳ vọng sẽ mang lại sự năng động và quyết liệt cho ITC. Chúng tôi kỳ vọng những thông tin trên sẽ dần rõ ràng vào năm 2016 và khi đó giá cổ phiếu sẽ có những chuyển biến thật sự tích cực.

Với kết quả định giá thận trọng theo pp NAV và P/B, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho mục đích đầu tư trung hạn đối với cổ phiếu Công ty CP Kinh doanh nhà (Intresco) với giá mục tiêu là **13.400 đồng/cp**. Mức lợi nhuận kỳ vọng theo giá thị trường ngày 08/10/2015 là **47%**. Thời gian nắm giữ từ 9 – 12 tháng để các thông tin được công bố và phản ánh vào giá cổ phiếu. Vùng giá mà BVSC cho rằng tương đối phù hợp để các nhà đầu tư trung hạn xem xét tích lũy cổ phiếu ITC là thấp hơn 9.000 đồng/cp.

Một số chỉ số tài chính của ITC

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	140	218	436	189
EBITDA	Tỷ VND	58,0	(243,3)	29,7	22,4
EBIT	Tỷ VND	66,5	(238,2)	35,3	28,0
LNST	Tỷ VND	7,2	(298)	7,3	10,2
EPS	VND	101	(4.302)	105	148
P/E	X	78	N/A	71	61
P/B	X	0,3	0,34	0,34	0,42
ROA	%	0,26	-11,9	0,32	0,47
ROE	%	0,39	-18,3	0,49	0,68

Báo cáo lần đầu ITC
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	16,26%
Sở hữu nước ngoài	19,09%
Sở hữu khác	64,65%

CƠ ĐỒNG LỚN

TCT Địa ốc Sài Gòn	16,26 %
Vietnam Azalea Fund Ltd.	10,29 %
CTCP Thiết kế kiến trúc tương lai	9,71%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	167	140	218	454
Giá vốn	256	98	430	413
Lợi nhuận gộp	(89)	42	(211)	41
Doanh thu tài chính	21	23	2	7
Chi phí tài chính	58	45	37	23
Lợi nhuận sau thuế	(137)	7	(297)	7

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Tiền & khoản tương đương tiền	17	12	3	9
Các khoản phải thu ngắn hạn	476	337	228	157
Hàng tồn kho	1.727	1.828	1.670	1.599
Tài sản cố định hữu hình	51	49	58	57
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	353	311	276	273
Tổng tài sản	2.761	2.662	2.317	2.165
Nợ ngắn hạn	232	193	259	142
Nợ dài hạn	174	253	166	75
Vốn chủ sở hữu	1.797	1.770	1.473	1.480
Tổng nguồn vốn	2.761	2.662	2.317	2.165

Chỉ số tài chính

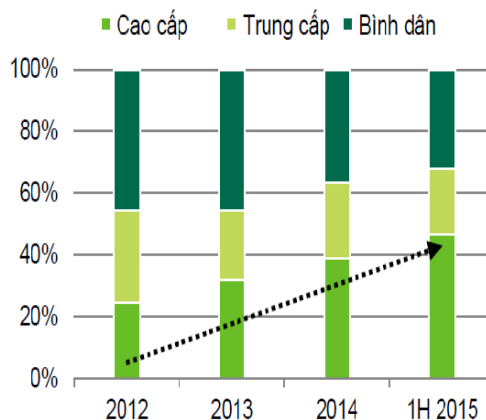
Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-79,9%	-16,3%	55,9%	107,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-167,7%	-105,1%	-4369,5%	-102,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	-53,0%	30,2%	-96,9%	9,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	-82,2%	5,0%	-136,2%	1,6%
ROA (%)	-5,0%	0,3%	-11,9%	0,3%
ROE (%)	-7,3%	0,4%	-18,3%	0,5%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,35	0,33	0,36	0,31
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,53	0,50	0,57	0,46
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	(1.988)	101	(4.302)	105
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	26.017	25.621	21.319	21.424

Ngành Bất động sản – Cơ hội cho những công ty có dự án căn hộ trung tâm

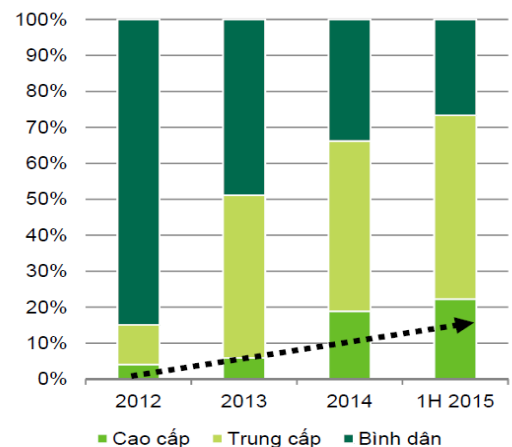
Theo đánh giá của CRBE và Savills, thị trường bất động sản Việt Nam đã cơ bản xác nhận vùng đáy và đang bắt đầu một chu kỳ phục hồi – tăng trưởng mới. Những con số ghi nhận trong 6 tháng đầu năm với tổng số lượng giao dịch ghi nhận từ 5.000 – 8.000 căn/quý ở cả thị trường Hà Nội, Hồ Chí Minh đã minh chứng cho quan điểm này. Tuy nhiên, so với các chu kỳ tăng trưởng có phần “đồng đều” trước đây, động lực tăng trưởng hiện nay có sự gắn liền với sự phát triển chung về quy hoạch thành phố cũng như kế hoạch phát triển hệ thống hạ tầng đang được Chính Phủ tập trung gần đây. Theo dõi diễn biến thị trường, chúng tôi nhận thấy các phân khúc phổ biến như căn hộ bình dân, trung bình và nhà phố, biệt thự đang có dấu hiệu bão hòa. Trong khi, một số phân khúc hoặc sản phẩm vốn chưa hấp dẫn lại phát đi những tín hiệu tích cực do hưởng lợi từ chính sách và quy hoạch, và qua đó, chúng tôi cho rằng điều này mang lại cơ hội riêng cho một số doanh nghiệp bất động sản đang được định giá thấp so với tiềm năng.

Chính sách hạn chế phát triển dự án nhà ở tại khu vực trung tâm thành phố. Là chủ trương chung được cơ quan quản lý thực hiện nhằm giảm áp lực cho khu vực trung tâm lõi của cả hai thành phố lớn là Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. Trong khi đó, sự phát triển của thành phố nói chung và khu vực trung tâm ngày càng gia tăng với nhiều tiện ích, nơi tập trung nhiều công ty lớn nên nhu cầu sở hữu nhà hoặc căn hộ có vị trí gần trung tâm là rất lớn và luôn hiện hữu. Chính vì thế, dự án căn hộ có vị trí thuộc trung tâm luôn trong tình trạng cung không đủ cầu.

Doanh số bán hàng năm Hồ Chí Minh



Doanh số bán hàng năm Hà Nội



(Nguồn: CRBE Việt Nam)

Đây được xem là phân khúc “hàng hiếm” của thị trường khi quỹ đất để phát triển căn hộ là rất khó để chấp thuận do chủ trương giãn dân ra các khu vực ngoài trung tâm. Do đó, các dự án được chấp thuận đầu tư để phát triển căn hộ luôn nhận được sự quan tâm lớn từ thị trường và người mua. Điển hình là sự phát triển của quận 4 trong những năm gần đây với vị trí liền kề quận 1, trong

khí, quận 1 và 3 nguồn cung bị giới hạn, thì quận 4 trở nên thật sự hấp dẫn cho các chủ đầu tư và khách hàng. Novaland được xem là đơn vị khá quyết liệt trong chiến lược phát triển dự án vị trí trung tâm và gặt hái nhiều thành công với những dự án Icon 59, Galaxy, The Tresor... Sự thành công của Novaland chứng minh cho tiềm năng các dự án vị trí đẹp. Đây cũng là điểm mà chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên xem xét khi đánh giá về tiềm năng & cơ hội đầu tư doanh nghiệp bất động sản bên cạnh câu chuyện về quỹ đất.

Đẩy mạnh các dự án hạ tầng kết nối đồng bộ giữa trung tâm và các quận lân cận. Là chủ trương mang tính tổng thể đi cùng với kế hoạch giãn dân từ khu vực trung tâm ra các khu vực lân cận. Điều này đã và đang mang đến làn gió mới cho các quận ven như quận 9, Thủ Đức, Nhà Bè, quận 12 ở Tp.HCM hay như ở huyện Từ Liêm, Hà Đông...thuộc Hà Nội.

Tuy nhiên, điểm hạn chế các khu vực này là dù hạ tầng đang hình thành nhưng các tiện ích xung quanh và mật độ dân cư vắng nên phương thức kinh doanh phân lô bán nền trước đây chưa hấp dẫn khách hàng. Giải quyết vấn đề này, mô hình nhà phố giá hợp lý với các tiện ích cơ bản như công viên, minimart...được hình thành và phát triển ngày càng hiệu quả. Điển hình có thể kể đến sự thành công dự án Mega của Khang Điền, khu dân cư Phú Xuân – Nhà bè, Vạn Phúc Riverside, Việt Phú Garden Bình Chánh...Theo đó, các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất sạch ở khu vực ven sau thời khó khăn trong việc kinh doanh đã tìm được lời giải cho lượng hàng tồn kho, không những thế còn tạo thêm giá trị cho doanh nghiệp như Khang Điền (Mega), Sacomreal (Jamona Home Resort)...

Như vậy, nhờ sự phát triển hệ thống hạ tầng chính cùng với mô hình compound, các dự án có vị xa trung tâm có quy mô lớn với tỷ lệ đất sạch cao không còn là gánh nặng cho doanh nghiệp bất động sản mà còn mang lại tiềm năng xét trong trung và dài hạn. Đây là điểm khá mới trong nhịp phục hồi lần này của thị trường bất động sản Việt Nam và chỉ mới bắt đầu trong năm 2014 nên tiềm năng vẫn khá lớn cho các doanh nghiệp đang có quỹ đất lớn như BCI, NLG, ITC..

CTCP Đầu tư - Kinh doanh nhà (Intresco)

Công ty Cổ phần Đầu tư - Kinh doanh nhà tiền thân là doanh nghiệp nhà nước thuộc Tổng Công ty Địa ốc Sài Gòn được cổ phần hóa theo Quyết định số 23/2000/QĐ-TTg ngày 18/02/2000 của Thủ Tướng Chính phủ. Hoạt động kinh doanh chính của Intresco là đầu tư và phát triển dự án bất động sản, cho thuê bất động sản và xây dựng. Trong quá trình hoạt động, Intresco cũng đã ghi nhận nhiều thành quả tích cực và được thị trường biết đến với những dự án như Cao ốc An Cư, An Khang và Thịnh Vượng thuộc quận 2, khu dân cư Intresco 6A – 6B. Trong những năm từ 2011 – 2014, kết quả kinh doanh của Công ty thua lỗ trầm trọng do sự suy thoái của thị trường bất động sản nói chung và những khoản đầu tư không hiệu quả nói riêng. Kết quả là thị giá cổ phiếu của Công ty sụt giảm mạnh và tỷ lệ chiết khấu giữa thị giá so với giá trị sổ sách luôn ở mức cao. Mặc dù vậy, trước bối cảnh thị trường bất động sản phục hồi mạnh mẽ, Intresco một lần nữa đứng trước cơ hội vực dậy hoạt động kinh doanh của mình. Và BVSC cho rằng cơ hội đó dù chưa rõ ràng nhưng có cơ sở khi Intresco sở hữu dự án nhiều tiềm năng là ITC Plaza – Q3, quỹ đất sạch lớn ở Nhơn Đức – Nhà Bè, 16ha đất ở dự án Long Phước quận 9, các khu đất trung tâm đang cho thuê với giá vốn thấp khi cổ phần hóa và đặc biệt là cấu trúc vốn ít thâm dụng nợ.

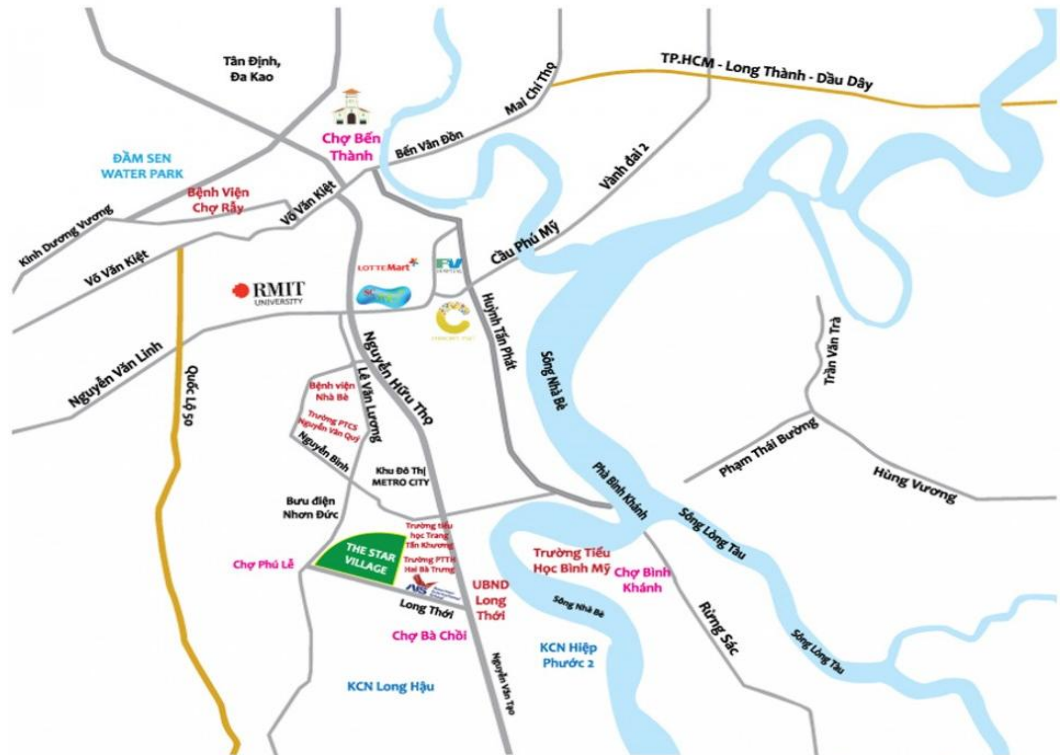
Tổng quan dự án

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian triển khai & pháp lý	Tỷ lệ đền bù	Diện tích đất dự án (m ²)	Diện tích của ITC	NFA
Khu dân cư Long Thới - Nhà Bè	100%	Đền bù 95%. Đã thỏa thuận tiền sử dụng đất cho 44,5ha. Dự án đang mở bán với tên thương mại là Stars Village.	95%	554.000	526.300	236.835
ITC Plaza	100%	Đang hoàn thiện thủ tục nhận giao đất và đóng tiền sử dụng đất. Dự án gồm căn hộ cao cấp, khách sạn và văn phòng. Dự kiến sẽ triển khai vào 2016.	-	6.582	6.582	61.856
Khu đất Long Phước, Quận 9.	100%	Đang tìm đối tác chuyển nhượng lại phần đất đã đền bù.	53%	300.000	160.000	-
Khu dân cư Thiên Phú (DakNông)	100%	Dừng triển khai	-	107.000	N/A	-

Dự án Stars Village – Long Thới, Nhà Bè

Nằm trên trục đường Lê Văn Lương và tiếp giáp đường cao tốc vành đai 3. Liên kề với khu đô thị sinh thái Hiệp Phước, khu đô thị GS Hàn Quốc. Dự án được quy hoạch là khu phức hợp gồm chung cư, biệt thự đơn và song lập, nhà phố, trường học...

Vị trí dự án



Đây là dự án có quy mô lớn với thời gian đầu tư và kinh doanh dự kiến từ 2015 – 2019 với nhiều hạng mục. Đánh giá khách quan, BVSC cho rằng tiềm năng trong dài hạn của dự án là khá tốt khi cách khu đô thị Phú Mỹ Hưng khoảng 15-20 phút di chuyển bằng xe máy, liền kề hai khu công nghiệp sạch là Hiệp Phước và Long Hậu cũng như là cảng Hiệp Phước đang được đẩy mạnh đầu tư & phát triển. Ngoài ra, bên cạnh sự phát triển của khu Đông, khu Nam bao gồm quận 7; Nhà Bè và 1 phần Bình Chánh vẫn là hướng phát triển mà TP.HCM đang tập trung quy hoạch trong dài hạn. Một số dự án lớn đã và đang đề xuất xây dựng để tạo sự kết nối giữa Nhà Bè với quận trung tâm như sau:

- Dự án xây dựng trục Bắc – Nam thành phố kết nối Nhà Bè, quận 7 và quận 4 với trung tâm thành phố do Khu quản lý giao thông số 1 xin chủ trương đầu tư với tổng kinh phí dự trù 6.700 tỷ.
- Xây dựng nút giao thông khác mức và hầm chui tại giao lộ Nguyễn Văn Linh và Nguyễn Hữu Thọ.
- Quốc Cường Gia Lai đề xuất xây cầu Rạch Dĩa trên đường Lưu Văn Lương kết nối với Quận 7.

Pháp lý dự án và định hướng triển khai của ITC

Dự án đã nhận giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho diện tích 44,5ha liền khu. Diện tích còn lại đang trong quá trình đền bù nên chưa tiến hành chuyển mục đích. Chi phí chuyển mục đích sử dụng đất được Nhà nước cho chậm thanh toán. Theo đó, về pháp lý, dự án có thể hoàn thiện ra giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, nhà ở cho riêng lẻ từng khách hàng trong thời gian ngắn. Đây là điểm cộng đối với Star Village.

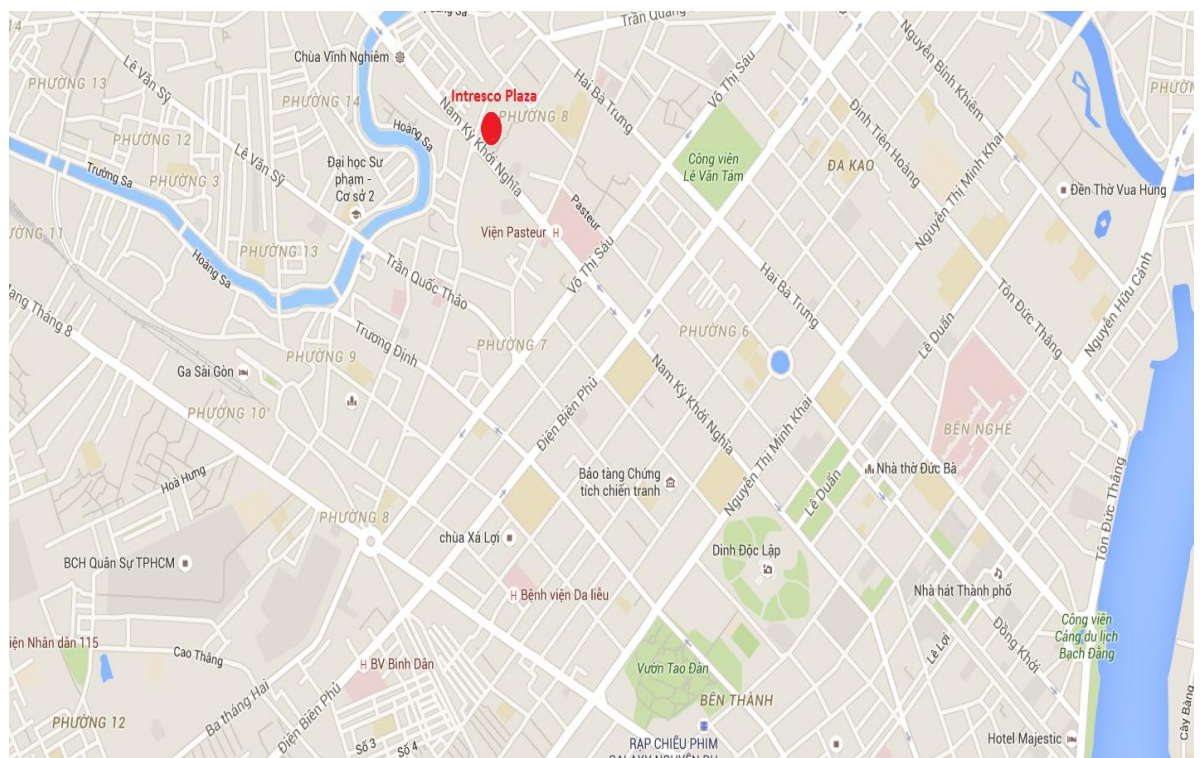
Báo cáo lần đầu ITC

Về định hướng kinh doanh, công ty đang mở bán thăm dò một số nền diện tích từ 75m² – 100m² với giá từ 7,8 triệu – 8,5 triệu/m² (VAT). So sánh giá bán khu lân cận, giá bán Star Village tương đương với mặt bằng thị trường, tuy nhiên, hiện tại khu vực xung quanh dự án có mật độ dân cư thấp nên tốc độ bán hàng chưa cao. Do đó, chúng tôi chưa đặt nhiều kỳ vọng đối với Star Village ít nhất là đến 2016 trong việc đóng góp vào lợi nhuận. Câu chuyện đối với Star Village sẽ được nhìn trong bối cảnh dài hạn khi mà khu Nam được tập trung đầu tư trở lại, mở rộng đường Lê Văn Lương và vành đai 3...

Dự án Intresco Plaza

Là cao ốc tọa lạc trên 2 mặt tiền Nam Kỳ Khởi Nghĩa và Lý Chính Thắng thuộc quận 3. Dự án sở hữu vị trí đắc địa khi nằm trên tuyến đường kết nối giữa trung tâm thành phố với sân bay Tân Sơn Nhất và được phát triển bao gồm các hạng mục căn hộ, khách sạn và văn phòng cho thuê trên diện tích 6,523m². Và trong phạm vi quận 3, Intresco Plaza là một trong số ít dự án căn hộ đang triển khai, trong bối cảnh thành phố đang hạn chế phát triển dân cư khu vực nội đô.

Vị trí - Tiềm năng



Đánh giá một cách khách quan, các dự án có vị trí trung tâm như ITC Plaza đều nhận được sự quan tâm rất lớn từ thị trường và khách hàng. Tiềm năng đối với các dự án này ít nhiều được đảm bảo với lượng cung hạn chế. Điềm qua một số dự án khu vực quận 3 có thể kể đến Pavillon, Leman Luxury, CT Plaza Minh Châu hoặc Prince Residence của Novaland liền kề ITC Plaza. Giá bán sơ cấp các dự án này tùy theo mức độ hoàn thiện dao động từ 40 – 100 triệu/m². Cụ thể:

Dự án	Vị trí	Diện tích (m2)	Giá bán (triệu VND)
Pavillon	Bà Huyện Thanh Quan	78 - 96	90 - 100
Leman Luxury	Nguyễn Đình Chiểu	70 - 95	80 - 100
Chung cư 107 Trương Định	Trương Định	78 - 80	50 - 60
Prince Residence	Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Phú Nhuận	50	50

Theo kế hoạch sơ bộ, giá bán dự án ITC Plaza dự kiến 2.500USD/m² (VAT). Đây là mức giá mà BVSC cho rằng phù hợp nếu so với các dự án cùng khu vực, đồng thời số lượng căn hộ thấp khoảng 300 – 350 căn, thì việc tiêu thụ tốt sẽ phần nào được đảm bảo.. Công ty đã làm việc với Ngân hàng và được chấp thuận hạn mức cho vay 800 tỷ để tài trợ cho dự án. Thời gian triển khai trong năm 2016 và lợi nhuận ghi nhận vào 2018 – 2019.

Pháp lý – Định hướng kinh doanh

ITC Plaza được phát triển trên khu đất có diện tích 6.582m² được hợp khối từ trụ sở làm việc của các đơn vị nhà nước. Sau nhiều năm theo đuổi và gặp khó khăn trong việc xác định giá đất, Công ty đã nhận quyết định về đóng tiền sử dụng đất cho dự án trong năm 2014 với tổng giá trị là 796 tỷ. Đòi với căn nhà mà Công ty đã mua để đơn vị Phòng cháy chữa cháy (PCCC) nhận làm trụ sở sẽ được Nhà nước cần trừ trong tiền sử dụng đất của dự án hoặc thanh toán lại theo giá mua. Giá trị ghi nhận theo BCTC 30.6.2015 là 218 tỷ đồng. Theo đó, cơ sở pháp lý dự án tính đến nay đã cơ bản hoàn tất để Công ty có thể triển khai dự án.

Tổng thể dự án ITC Plaza là khu phức hợp cao 22 tầng bao gồm khu căn hộ, khách sạn và văn phòng cho thuê. Quy hoạch chi tiết dự án vẫn chưa được công bố nhưng phần diện tích căn hộ sẽ chiếm **45%** sàn xây dựng và phần còn lại dành cho văn phòng và khách sạn. Hạng mục khách sạn và văn phòng cũng khá tiềm năng, công ty có thể phát triển thành căn hộ dịch vụ và officetel hiện đang được các đơn vị như Novaland, PDR triển khai khá mạnh và nhận được sự quan tâm của khách hàng.

Danh mục tài sản khác của Intresco

Đây là tài sản bao gồm quỹ đất đã đền bù nhưng chưa triển khai, các tầng thương mại dự án căn hộ đã phát triển, các căn nhà ở trung tâm đang cho thuê...có giá vốn thấp và đang được thế chấp cho các khoản vay của Công ty. Trong những năm qua, thanh lý một số tài sản này giúp ITC có nguồn tiền để trang trải chi phí và giảm các khoản thua lỗ. Theo BCTC tại 30.6 và báo cáo thường niên 2014, danh mục tài sản có thể chuyển nhượng của ITC như sau:

Tài sản	Khoản mục	Giá trị	Diện tích (m2)	Giá vốn/m2	Giá thị trường/m2
16 Nguyễn Đình Chiểu	TSCĐ vô hình	26.471	372	71	150 - 200
20 Nguyễn Bình Khiêm	TSCĐ vô hình	11.101	85	131	150 - 200
Cao ốc văn phòng Lô E6 – An Phú An Khánh	Bất động sản đầu tư	61.696	5.150	12	15
Khu đất Long Phước, Quận 9	Hàng tồn kho	114.962	160.000	0.72	1,5 - 2

Tổng giá trị sổ sách tài sản này là 214 tỷ đồng. Theo kế hoạch, Công ty đang tìm kiếm đối tác để chuyển nhượng các tài sản này trong 2015 – 2016 để tạo nguồn vốn triển khai các dự án trọng điểm. Một số thông tin cho thấy khu cao ốc văn phòng Lô E và khu đất Long Phước Quận 9 sẽ chuyển nhượng trong cuối 2015 hoặc năm 2016.

Tình hình tài chính

Cấu trúc vốn ít thâm dụng nợ so với nhiều doanh nghiệp niêm yết trên sàn. Đây là điểm lợi thế của ITC dù xét trong tổng thể hiện tại ITC đang chậm chân so với các doanh nghiệp cùng thời như DXG, HDG, KDH... Tuy nhiên trong bối cảnh riêng doanh nghiệp, cấu trúc vốn ít thâm dụng nợ hiện tại là điều mà BVSC đánh giá cao khi mà công ty sẽ sử dụng nợ vay để triển khai dự án ITC Plaza. Khoản vay 800 tỷ mà ITC vừa được HD Bank chấp thuận vừa là cơ hội nhưng ít nhiều sẽ gia tăng áp lực đến việc chi trả nợ vay so với thời điểm hiện tại. Mặc dù vậy, với tổng nợ vay tại 30.6.2015 là 211 tỷ đồng, tương ứng, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu là 0.14 lần. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ đòn bẩy của ITC dù gia tăng nhưng vẫn trong giới hạn an toàn. Vấn đề lúc này sẽ tập trung vào tính khả thi và sự đón nhận của thị trường đối với dự án ITC Plaza.

	ITC	PDR	KDH	DXG	BCI	HDG	CEO
Nợ vay/TTS	0,10	0,45	0,32	0,08	0,14	0,04	0,30
Nợ vay/VCSH	0,14	1,88	0,55	0,16	0,25	0,09	0,55
Tổng nợ/TTS	0,31	0,77	0,42	0,49	0,45	0,54	0,45
Tổng nợ/VCSH	0,45	3,33	0,72	0,95	0,81	1,18	0,82

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Kế hoạch tiếp tục cải thiện dòng tiền từ chuyển nhượng các tài sản. Song song với sử dụng nợ vay tài trợ các dự án trọng điểm, ITC cũng tích cực tìm kiếm đối tác chuyển nhượng bất tài sản để cải thiện dòng tiền cho công ty. Trong danh mục tài sản, khu đất 16ha tại phường Long Phước quận 9 và diện tích sân thương mại ở An Phú – An Khánh là hai tài sản đang đàm phán chuyển nhượng. Theo BCTC soát xét bán niên, khoản mục người mua trả tiền trước ghi nhận số tiền 32 tỷ đồng phát sinh trong 6 tháng đầu năm 2015 cho tài sản tại An Phú – An Khánh. Đối với khu đất tại Long Phước, giá thị trường đất nông nghiệp khu vực này trên trang giao dịch bất động sản trung bình 1.5 – 2 triệu/m², trong khi giá vốn chỉ 0.72 triệu/m². Chúng tôi có thông tin chưa kiểm chứng công ty đã tìm được đối tác chuyển nhượng khu đất với giá bán quanh giá thị trường hiện tại. Theo đó, việc chuyển nhượng hai tài sản sẽ mang lại cho công ty ít nhất là 176 tỷ đồng trong 2015 – 2016. Đây là nguồn tiền quan trọng giúp ITC giảm áp lực về vay nợ khi triển khai ITC Plaza.

Triển vọng kinh doanh

Một cách khách quan, BVSC vẫn chưa sớm lạc quan về kết quả kinh doanh của ITC trong ít nhất là hết năm 2016 khi mà dự án trọng điểm ITC Plaza vẫn chưa chính thức được khởi động và kinh doanh. Trong trường hợp dự án được triển khai vào đầu năm 2016, lợi nhuận của ITC chỉ có thể khởi sắc và đột biến vào cuối năm 2017 và năm 2018. Ngoài dự án ITC Plaza, BVSC chưa thấy được dự án nào có thể mang đến nguồn doanh thu và lợi nhuận tốt cho Công ty. Dự án Long Thới – Nhà Bè như đã phân tích mang câu chuyện trong dài hạn hơn là ngắn hạn của 1 năm tới. Hoạt động mở bán trong giai đoạn này chỉ nhằm mang lại dòng tiền cho công ty hơn là mục tiêu lợi nhuận.

Yếu tố có thể mang lại đột biến trong ngắn hạn mà chúng ta có thể kỳ vọng là (1) Những thay đổi trong cơ cấu chủ sở hữu khi Mekong Capital đến thời hạn đóng quỹ vào năm 2017 & những thông tin về việc thoái vốn của Resco trong thời gian tới. Đánh giá về thoái vốn các tổ chức ở ITC, BVSC cho rằng câu chuyện này là có cơ sở khi Mekong Capital đã bán 6,7 triệu trên gần 14 triệu cổ phiếu ITC cho Công ty CP Thiết kế Kiến trúc tương lai (công ty con của CTCP Đầu tư địa ốc Khang Nam) và phần còn lại có thể sẽ sớm chuyển nhượng trong thời gian tới. Trong khi đó, theo phương án tái cấu trúc của Resco, Intresco là 1 trong 17 đơn vị sẽ được thoái vốn trong 2015. Chính vì thế, chúng tôi kỳ vọng rằng sự thay đổi trong cơ cấu sở hữu sẽ mang đến điểm tích cực cho ITC trên khía cạnh khai thác hiệu quả hơn các tài sản đang quản lý (2) Chuyển nhượng khu đất 16ha ở Long Phước có thể mang lợi nhuận bất thường khi giá bán tương đương giá thị trường vì chi phí đền bù ban đầu của công ty thấp.

Quay trở lại với triển vọng doanh nghiệp trong 2015 & 2016, BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận của ITC trên cơ sở thận trọng như sau:

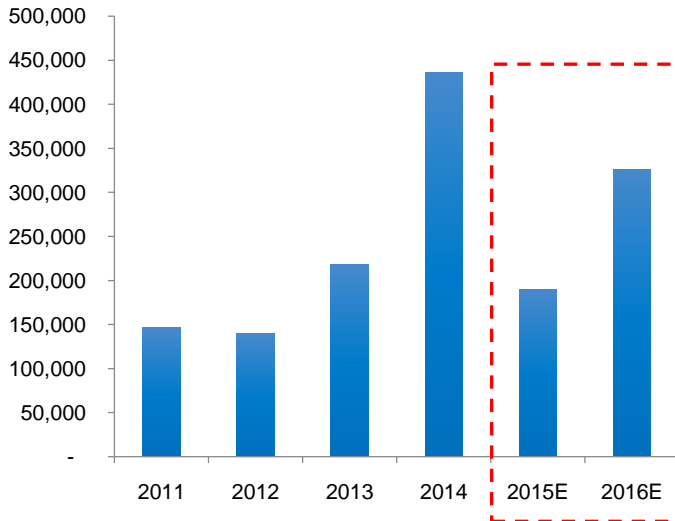
ĐVT: tỷ đồng	2015E	2016E	% yoy
Doanh thu	189.208	326.250	72%
LNST	10.223	30.583	199%
EPS (VND/cp)	148	443	-

Báo cáo lần đầu ITC

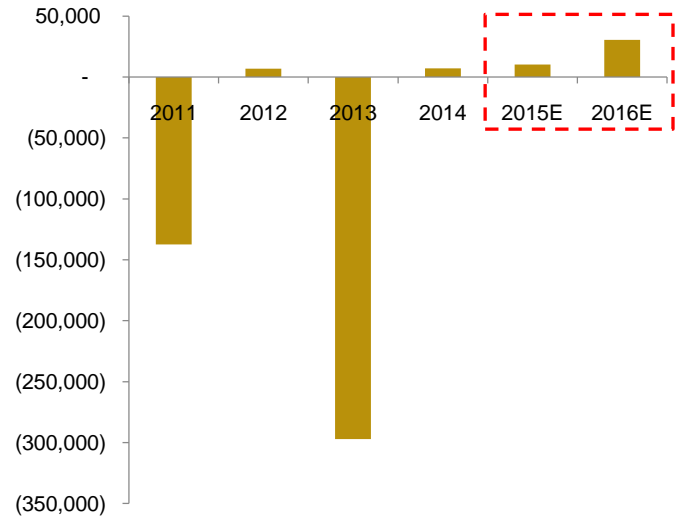
Cơ sở dự báo được trình bày theo bảng:

Chỉ tiêu	2015F	2016F	Giả định
Doanh thu (triệu đồng)	189.208	326.250	
Chuyển nhượng bất động sản	91.208	237.250	<ul style="list-style-type: none"> Doanh thu bất động sản 2015 chủ yếu ghi nhận dự án 6B với biên lợi nhuận gộp 30%. Trong 6 tháng đầu năm, dự án 6B ghi nhận khoảng 50 tỷ doanh thu. Doanh thu bất động sản 2016 ghi nhận từ chuyển nhượng phần thương mại An Phú – An Khánh (giá bán 15 triệu/m²) và 16ha Long Phước (giá bán ước tính thận trọng 1 triệu/m²). Dự án Long Thới dù đang mở bán nhưng chưa đủ điều kiện ghi nhận doanh thu.
Dịch vụ xây dựng	80.000	80.000	<ul style="list-style-type: none"> Tương đương những năm trước. Giá vốn bằng doanh thu nên không phát sinh lợi nhuận.
Dịch vụ	18.000	9.000	<ul style="list-style-type: none"> Cho thuê văn phòng & khu nhà. Doanh thu 2016 giảm do chuyển nhượng khu thương mại An Phú – An Khánh. Biên lãi gộp tương đương các năm trước là 50%.
Lợi nhuận gộp	40.363	69.092	
Doanh thu tài chính	1.000	1.000	<ul style="list-style-type: none"> Năm 2015 – 2017 chi đầu tư chủ yếu nên tiền nhàn rỗi tồn quỹ thấp.
Chi phí tài chính	9.334	10.745	<ul style="list-style-type: none"> Dư nợ vay mới tài trợ ITC Plaza được vốn hóa. Các khoản vay cũ lãi suất sẽ điều chỉnh tăng thêm từ 11% lên 12%.
Chi phí bán hàng	1.824	5.766	
Chi phí QLDA	12.000	14.000	
Thuế TNDN	22%	20%	<ul style="list-style-type: none"> Theo quy định thuế TNDN 2016 giảm còn 20%.

Doanh thu thuần ITC dự báo 2015 - 2016



Lợi nhuận sau thuế ITC dự báo 2015 - 2016



(Nguồn: BCTC ITC và BVSC dự báo)

Định giá cổ phần

☐ **Phương pháp NAV:** như đã trình bày, ITC đang sở hữu dự án tiềm năng là ITC Plaza và tài sản có thể mang lại nguồn tiền trong 2 năm tới. Các dự án và tài sản này sau thời gian trì hoãn, với sự ấm lên của thị trường trong những năm gần đây, đã có sự gia tăng giá trị và thanh khoản hơn. Và theo đó, giá trị hợp lý của ITC hiện tại ít nhiều đã có sự thay đổi so với giai đoạn khó khăn của 2011 – 2013. Do đó, BVSC sử dụng pp NAV để ước tính giá trị mỗi cổ phiếu ITC, với các giả định sau:

Dự án ITC Plaza: là dự án khá tiềm năng nhưng đến hiện tại dự án này vẫn dừng lại ở quyền khai thác khi tại 30.6.2015 công ty vẫn chưa giải ngân đóng tiền sử dụng đất để có thể chính thức sở hữu dự án. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc triển khai dù có chậm so với kỳ vọng (năm 2015) nhưng sẽ bắt đầu vào 2016. Vì thế, BVSC vẫn đánh giá lại dự án này với giả định như đề cập. Một điểm lưu ý, chúng tôi chỉ đánh giá lại phần diện tích căn hộ. Phần diện tích cho khách sạn & văn phòng vẫn chưa có thông tin chi tiết về hình thức sản phẩm (offitel, căn hộ dịch vụ hay cho thuê dài hạn). Trên cơ sở thận trọng và tránh việc làm tăng NAV khi dự án chưa triển khai, phần khách sạn và văn phòng sẽ không đánh giá lại. Các chi phí liên quan bao gồm phí quyền sử dụng đất, chi phí xây dựng, chi phí quản lý (5% doanh thu) và thuế thu nhập doanh nghiệp.

Dự án Long Thới – Nhà Bè: do giá bán hiện gần bằng với chi phí giá vốn mà BVSC ước tính, dự án sẽ được giữ nguyên theo giá trị sổ sách.

Tài sản khác: định giá lại phần diện tích thương mại ở An Phú – An Khánh, khu đất 16ha ở Long Phước với giá được trình bày trong phần dự báo KQKD 2015 & 2016. Tài sản là biệt thự ở Nguyễn Bình Khiêm, Nguyễn Đình Chiểu đang cho đơn vị trong Công ty thuê nên giữ nguyên theo giá trị sổ sách.

Báo cáo lần đầu ITC

Đầu tư vào công ty liên kết & đầu tư dài hạn khác: chưa có lãi hoặc phát sinh lỗ nhưng không lớn, tuy nhiên, các khoản đầu tư này có tính thanh khoản thấp. Chiết khấu 50% giá trị sổ sách.

Tỷ lệ chiết khấu NAV: như đã trình bày, ITC là doanh nghiệp có tài sản lớn với giá trị sổ sách lên đến 22.000 đồng/cp nên NAV luôn ở mức cao. Tuy nhiên, các tài sản này vẫn chưa khai thác hiệu quả để mang lại lợi ích cho cổ động. BVSC sử dụng mức chiết khấu 40% để xác định mức NAV hợp lý trên cơ sở thận trọng để đảm bảo an toàn với nhà đầu tư.

- Kết quả định giá cổ phiếu ITC theo pp NAV: **13,457 đồng/cp.**

Chỉ tiêu (ĐVT: triệu đồng)	30/06/2015	Giá trị đánh giá lại
TỔNG TÀI SẢN	2.152.898	2.222.037
Tài sản ngắn hạn	1.764.380	1.961.526
Tiền & tương đương tiền	29.241	29.241
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-
Hàng tồn kho	1.564.510	1.761.656
Các khoản phải thu ngắn hạn	164.765	164.765
Tài sản ngắn hạn khác	5.864	5.864
Tài sản dài hạn	388.518	260.511
Đầu tư TC dài hạn	273.072	141.025
NỢ PHẢI TRẢ		672.527
GTTT của vốn chủ sở hữu		1.549.510
Tỷ lệ chiết khấu NAV		40%
Số lượng cổ phần		69.086.688
Giá cổ phần (đ/cp)		13.457

□ Phương pháp P/B:

- P/B bình quân tính toán trên số liệu các công ty đặc điểm tương đồng như ITC là tài sản nhiều nhưng chưa khai thác hiệu quả: VPH, BCI, QCG, SCR, TDH, TDC.
- Giá trị sổ sách năm 2015: **21.666 đồng/cp.**
- P/B trung bình ngành: 0,62
- Kết quả định giá theo pp P/B: **13.535 đồng/cp.**

□ Kết quả định giá cổ phiếu ITC: 13.405 đồng/cp

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	13.457	50%	6.729
P/B	13.353	50%	6.677
Giá bình quân			13.405

Khuyến nghị đầu tư

Từ những phân tích & đánh giá trên, chúng tôi nhận thấy Công ty CP Kinh doanh nhà (Intresco) đang có những cơ hội thật sự để phục hồi trong trung hạn xét trong bối cảnh khách quan thị trường lặn nội tại doanh nghiệp. Sự ấm lên của thị trường bất động sản làm cho tài sản của doanh nghiệp trở nên có giá trị và hoạt động tái cơ cấu dễ dàng hơn. Cùng với đó, sự thay đổi trong cơ cấu sở hữu trong thời gian tới, khi Resco và Mekong Capital thoái vốn, kỳ vọng sẽ mang lại sự năng động và quyết liệt cho ITC. Chúng tôi kỳ vọng những thông tin trên sẽ dần rõ ràng vào năm 2016 và khi đó giá cổ phiếu sẽ có những chuyển biến thật sự tích cực.

Với kết quả định giá thận trọng theo pp NAV và P/B, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cho mục đích đầu tư trung hạn đối với cổ phiếu CTCP Kinh doanh nhà (Intresco) với giá mục tiêu là **13.400 đồng/cp**. Mức lợi nhuận kỳ vọng theo giá thị trường ngày 08/10/2015 là **47%**. Thời gian nắm giữ từ 9 – 12 tháng để các thông tin được công bố và phản ánh vào giá cổ phiếu. Vùng giá mà BVSC cho rằng tương đối phù hợp để các nhà đầu tư trung hạn xem xét tích lũy cổ phiếu ITC là thấp hơn 9.000 đồng/cp.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999