



Company Report: Tu Liem Urban Development Joint Stock Company (NTL)

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Đức Bình

binhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 704

09/04/2024

Báo cáo lần đầu NTL: Triển vọng tích cực nhờ dự án Bãi Muối và các dự án trong tương lai

Năm 2023, NTL ghi nhận doanh thu thuần 914 tỷ đồng, tăng 133.6% so với cùng kỳ và đạt 131% mức kế hoạch năm. LNTT năm 2023 đạt 461 tỷ đồng, tăng 245% so với cùng kỳ và đạt 153.6% mức kế hoạch năm. Giá cổ phiếu NTL đã diễn biến rất tích cực trong giai đoạn 1 năm gần đây, nhưng chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng tăng giá của cổ phiếu NTL trong thời gian sắp tới nhờ một số yếu tố sau đây: (1) dự án Bãi Muối tiếp tục ghi nhận doanh thu, lợi nhuận cho các năm 2024, 2025; (2) triển vọng từ các dự án BĐS mới/đang triển khai của doanh nghiệp; (3) thị trường BĐS Việt Nam dự kiến sẽ bắt đầu hồi phục từ năm 2024 tạo ra môi trường “gió cùng chiều” đối với hoạt động của NTL; (4) tình hình tài chính lành mạnh tạo nên lợi thế cạnh tranh cho NTL so với các doanh nghiệp BĐS khác. Chúng tôi cho rằng chất xúc tác giúp cho cổ phiếu NTL tăng giá trong giai đoạn 6-18 tháng sắp tới sẽ là thông tin về các dự án doanh nghiệp đang triển khai: doanh nghiệp thực hiện xong phần còn lại của dự án Bắc Quốc Lộ 32; các vấn đề pháp lý của Dự án KĐT mới Dịch Vọng, Cầu Giấy được giải quyết; doanh nghiệp đấu thầu thành công các dự án mới; v.v.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **NTL**, mức giá mục tiêu trong 6-18 tháng tới là **51,500 đồng/cổ phiếu**. Tỷ suất sinh lời dự kiến là 16.78% với mức giá mua 44,100 đồng/cổ phiếu.

Khuyến nghị:

MUA

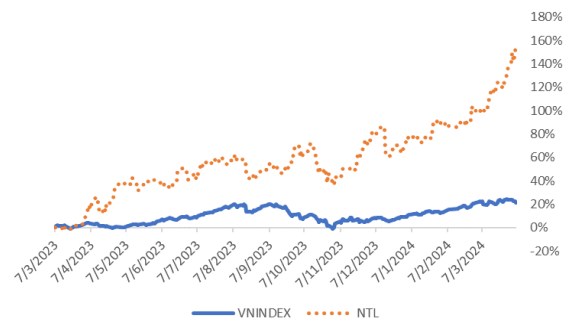
6-18m TP:

VND 51,500

Giá cp hiện tại:

VND 44,100

Tỷ suất sinh lời lũy kế của CP (%)



Thay đổi giá cp	1 M	3 M	1Y
Thay đổi giá %	27.6	44.18	155.99
SS với VN index	0.6	8.70	20.93
Giá TB (VND)	37,852	33,547	26,381

Nguồn: Guotai Junan (VN) tổng hợp

Year	Net Sales (VND b)	Net Profit (VND b)	Total Assets (VND b)	Total Equity (VND b)	EPS (VND)	ΔEPS (%)	DPS (VND)	ROAA (%)	ROAE (%)
2020A	652.85	295.40	1,809.93	1,164.26	4,504	26.34	2,500	17.21	26.46
2021A	576.72	237.96	1,876.99	1,229.07	3,628	-19.45	2,500	12.91	19.88
2022A	391.28	106.50	1,685.28	1,257.92	1,624	-55.24	2,500	5.98	8.56
2023A	914.02	364.19	2,035.33	1,462.18	5,553	241.93	N/A	19.58	26.78
2024F	1,000.00	400.00	5,702	4,102	3,049*	N/A	N/A	10.34*	14.38*

*: EPS, ROAA, và ROAE dự kiến bị pha loãng do doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu năm 2024

SL cp lưu hành (triệu cp)

60.98

Cổ đông lớn (%)

Đình Quang Chiến 12.74

Vũ Gia Cường 6.06

Nguyễn Văn Kha 5.95

Lê Minh Tuấn 5.00

Vốn hóa TT. (VND b)

2,607

Free float (%)

53

Volume khớp lệnh TB 3 tháng (triệu cp)

1.11

ROAA trailing 4Q (%)

19.58

Giá cao/thấp nhất 52w (VND)

42,750/17,270

ROAE trailing 4Q (%)

26.78

Nguồn: the Company, Guotai Junan (VN).

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP



Tiền thân là doanh nghiệp nhà nước và chuyển sang mô hình CTCP từ năm 2004, Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Từ Liêm (tên gọi khác: LIIDECO; HOSE: NTL) chính thức niêm yết cổ phiếu trên HOSE vào năm 2007.

Trong quá trình hoạt động, Công ty đã tập trung phát triển ba lĩnh vực chính: Xây lắp các công trình dân dụng; Xây dựng/chuyển nhượng BĐS; Đầu tư tài chính. Trong đó, mảng kinh doanh BĐS là mảng mang lại doanh thu chính cho NTL.

NTL thuộc nhóm doanh nghiệp bất động sản có quy mô vốn hóa vừa, quy mô vốn hóa hiện tại đạt hơn 2,400 tỷ đồng, quy mô tổng tài sản cuối năm 2023 đạt hơn 2,000 tỷ đồng. Công ty hoạt động chính tại miền Bắc với các dự án BĐS tập trung ở Hà Nội và Quảng Ninh. Theo tìm hiểu của chúng tôi, quỹ đất của doanh nghiệp hiện có tổng quy mô 150ha.

Công ty đã hoàn thành một số dự án khu đô thị, chung cư tại Hà Nội và TP Hạ Long, Quảng Ninh. Một số dự án tiêu biểu doanh nghiệp đã hoàn thành trong thời gian gần đây là dự án KhuĐT mới Bắc quốc lộ 32, thị trấn Trầm Trôi, dự án Khu chung cư Lô 4, 5 đường Trần Hưng Đạo, Hạ Long.

Cơ cấu cổ đông của NTL (theo dữ liệu FiinPro X ngày 02/04/2024): các cổ đông lớn của NTL bao gồm Đinh Quang Chiến (12.74%, đồng thời là Phó Chủ tịch HĐQT Công ty), Vũ Gia Cường (6.06%, đồng thời là thành viên HĐQT và Tổng Giám đốc Công ty), Nguyễn Văn Kha (5.95%), và Lê Minh Tuấn (5.00%, đồng thời là thành viên HĐQT và Phó Tổng Giám đốc Công ty).

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

Doanh thu thuần của NTL chủ yếu đến từ 2 mảng hoạt động chính của Công ty là mảng kinh doanh BĐS và mảng xây lắp. Nhìn vào lịch sử hoạt động của NTL, có thể thấy doanh thu thuần của NTL tăng trưởng không đều, một phần cũng là do đặc thù ngành nghề kinh doanh chính của doanh nghiệp là ngành BĐS: việc ghi nhận doanh thu phụ thuộc vào nhiều yếu tố liên quan tới phát triển và bàn giao các dự án. Bên cạnh đó, đại dịch COVID-19 và cuộc khủng hoảng thị trường BĐS tại Việt Nam diễn ra những năm gần đây cũng đã ảnh hưởng nhất định tới hoạt động của doanh nghiệp. Nhìn chung, doanh nghiệp cũng đã có sự tăng trưởng nhất định trong quá khứ với mức CAGR tăng trưởng doanh thu thuần đạt khoảng 8.6% trong giai đoạn 2015-2023.

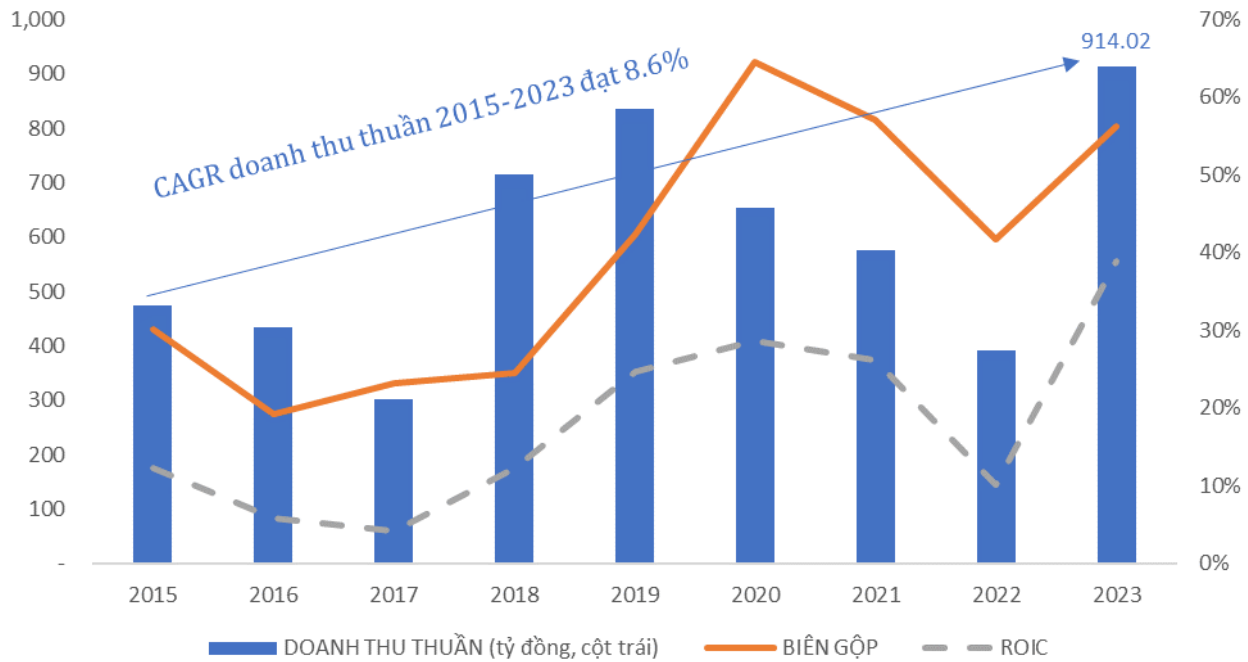
Về biên gộp, NTL đã có sự cải thiện đáng kể qua các năm. Giai đoạn 2015-2019, biên gộp của NTL đạt trung bình chỉ khoảng 28%. Giai đoạn 2020-2023, biên gộp của NTL đã đạt mức trung bình 55%. Theo tìm hiểu của chúng tôi, 2 lý do đã giúp biên gộp của NTL cải thiện là:

- Biên gộp mảng kinh doanh bất động sản gia tăng nhờ chất lượng dự án tốt hơn. Trước năm 2019, dự án chủ lực của NTL là dự án Khu chung cư Lô 4, 5 đường Trần Hưng Đạo, Hạ Long. Dự án này chỉ có mức biên gộp ~40%. Bên cạnh đó, các dự án nhỏ khác của NTL trong thời gian này chỉ có mức biên gộp 20%-30%. Sau năm 2019, doanh nghiệp bắt đầu ghi nhận doanh thu từ các dự án KhuĐT mới Bắc Quốc Lộ 32 và KĐT Bãi Muối (vào

năm 2023). Những dự án này mang lại biên gộp cao hơn (60%-70%) các dự án trước kia của doanh nghiệp.

- Tỷ trọng doanh thu mảng kinh doanh BĐS gia tăng (ngoại trừ năm 2022 do tình hình kinh doanh BĐS khó khăn và doanh thu năm này của doanh nghiệp đến nhiều từ mảng xây lắp). Biên gộp mảng kinh doanh BĐS của NTL cao hơn mảng xây lắp và các mảng kinh doanh khác.

Doanh thu thuần, biên gộp, ROIC của NTL



Doanh thu thuần, biên gộp, ROIC của NTL giai đoạn 2015-2023 (Sources: FiinPro X, GTJASVN Research)

	Giá trị năm 2023 (tỷ đồng)	Biên gộp năm 2023	Giá trị năm 2022 (tỷ đồng)	Biên gộp năm 2022
Doanh thu mảng xây lắp	111.2	5.8%	195.8	8.7%
Doanh thu chuyển nhượng quyền sử dụng đất	740.8	67.3%	187.7	75.2%
Doanh thu các mảng khác	62.0	13.1%	7.8	65.4%
Tổng doanh thu	914.0	56.2%	391.3	41.7%

Cơ cấu doanh thu và biên gộp của NTL năm 2023 và 2022 (Sources: NTL)

Đi cùng với sự cải thiện về biên gộp là sự cải thiện về tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư ROIC. ROIC của NTL giai đoạn 2015-2019 đạt mức trung bình 11%, và đã cải thiện lên mức trung bình 26% giai đoạn 2020-2023. Ngay cả trong năm 2022, khi biên gộp giảm mạnh do tình hình thị trường BĐS không thuận lợi, thì NTL vẫn có được mức ROIC hơn 10%.

Tình hình tài chính lành mạnh: Tính đến cuối năm 2023, Công ty có 300 tỷ đồng tiền gửi tại ngân hàng, kỳ hạn 6-12 tháng và 479 tỷ đồng tiền mặt và tương đương tiền. Trong khi đó, số tiền Công ty đang vay chỉ khoảng gần 150 tỷ đồng. Nợ ròng của Công ty đạt âm 629 tỷ đồng, và Công ty có đủ nguồn lực tài chính để chi trả toàn bộ công nợ.

(đơn vị: tỷ đồng)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DOANH THU THUẦN	473.24	433.36	301.65	714.12	835.10	652.85	576.72	391.28	914.02
%tăng trưởng dtt yoy		-8.4%	-30.4%	136.7%	16.9%	-21.8%	-11.7%	-32.2%	133.6%
%biên góp	30.1%	19.3%	23.2%	24.5%	42.4%	64.5%	57.1%	41.7%	56.2%
LÃI GỘP	142.53	83.60	70.01	175.22	353.83	421.24	329.38	163.17	513.42
SG&A	20.86	21.87	22.25	25.85	37.29	57.82	33.50	34.78	30.31
EBIT	121.67	61.73	47.76	149.37	316.55	363.42	295.88	128.39	483.11
LNTT	121.68	94.61	119.45	127.09	297.42	370.23	300.60	133.59	460.81
LNST TRỪ MI	93.95	74.76	92.76	101.17	233.81	295.40	237.96	106.50	364.19
NỢ RÒNG	(55.25)	(26.38)	(9.65)	4.22	24.94	(165.26)	(371.12)	(82.78)	(629.62)
VCSH TRỪ MI	881.14	950.14	959.25	993.98	1,068.19	1,164.26	1,229.07	1,257.92	1,462.18
TỔNG TÀI SẢN	1,277.58	1,376.71	1,597.60	1,680.05	1,623.39	1,809.93	1,876.99	1,685.28	2,035.33

Một số dữ liệu tài chính của NTL từ năm 2014 tới năm 2023 (Sources: FiinPro X, GTJASVN Research)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ #1: DỰ ÁN LIDECO BÃI MUỐI TIẾP TỤC GHI NHẬN DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN CHO NĂM 2024 VÀ 2025



Một số hình ảnh dự án Khu đô thị Bãi Muối (Sources: NTL)

Năm 2023, doanh nghiệp ghi nhận doanh thu thuần 914 tỷ đồng, tăng 133.6% so với cùng kỳ và đạt 131% mức kế hoạch năm. LNTT năm 2023 đạt 461 tỷ đồng, tăng 245% so với cùng kỳ và đạt 153.6% mức kế hoạch năm. Lý do doanh nghiệp vượt kế hoạch đặt ra trong năm 2023 là nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án KĐT Bãi Muối. Doanh nghiệp cho biết trong năm 2023, dự án Khu đô thị Bãi Muối tại các phường Cao Thắng, Hà Khánh, Hà Lầm, TP Hạ Long, tỉnh Quảng Ninh đã hoàn thành toàn bộ các hạng mục thi công và nghiệm thu bàn giao hạ tầng theo kế hoạch, đồng thời hoàn tất thủ tục cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và thủ tục xin được chấp thuận bán hàng để đưa các sản phẩm của dự án ra kinh doanh.

Khu đô thị Lideco Bãi Muối có diện tích 23 ha và được quy hoạch và xây dựng đồng bộ như: biệt

thự liền kề, chung cư cao tầng, sân vui chơi, nhà trẻ, trường học, công viên cây xanh... Trong đó, khu biệt thự liền kề có diện tích 80-120m²/lô, cao tối đa 5 tầng. Chung cư cao tầng khoảng 40-70m²/căn. Khu đô thị này có mật độ xây dựng 48%. Theo đánh giá của báo đài, sản phẩm tại đây đều có sẵn sổ đỏ, thuộc phân khúc phục vụ nhu cầu ở thực, có vị trí trung tâm TP. Hạ Long, do đó được quan tâm và có tính thanh khoản.

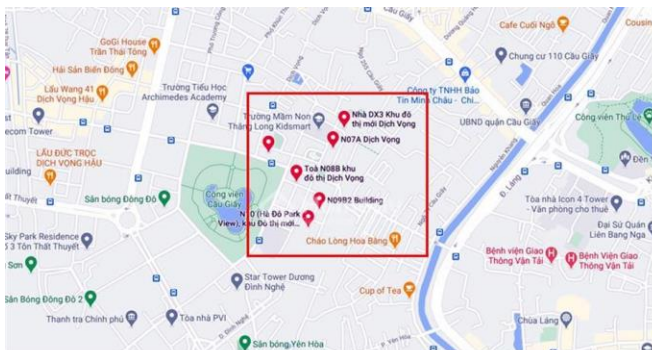
Dự án KĐT Bãi Muối là dự án chủ lực của NTL trong năm 2023 và chúng tôi đánh giá dự án này sẽ tiếp tục là dự án chủ lực của NTL trong các năm 2024, 2025. Năm 2024, trên cơ sở tiếp tục kinh doanh dự án Bãi Muối, NTL đặt kế hoạch 750 tỷ đồng doanh thu và 320 tỷ đồng LNTT. Tuy nhiên một công ty chứng khoán đưa ra kỳ vọng doanh thu của NTL năm 2024 có thể đạt 1,000 tỷ đồng. Chúng tôi cũng đánh giá kế hoạch năm 2024 của ban lãnh đạo NTL mang tính thận trọng, và doanh thu năm 2024 của NTL đạt được 1,000 tỷ đồng là hoàn toàn khả thi, một phần lớn nhờ vào việc tiếp tục bàn giao dự án Bãi Muối năm 2024. Hiện tại dự án này còn 516 tỷ đồng giá trị sổ sách HTK.

Khu đô thị Lideco Bãi Muối là một phân khu thuộc Khu tổ hợp Lideco Bãi Muối nằm trong quỹ đất của NTL. Khu tổ hợp này gồm 4 phân khu và có tổng diện tích toàn khu tổ hợp là khoảng 43.7ha (trong đó KĐT Bãi Muối chiếm 23ha). Ban lãnh đạo NTL cũng cho biết công ty sẽ tiếp tục triển khai từng phần của Khu tổ hợp Lideco Bãi Muối nhằm đảm bảo nguồn thu ổn định cho công ty trong tương lai, từ đó tạo nguồn cổ tức cho cổ đông trong trung hạn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ #2: TRIỂN VỌNG TỪ CÁC DỰ ÁN KHÁC

Trong các dự án khác của NTL đang được triển khai, ngoài dự án Bãi Muối, NTL hiện còn tồn kho lớn nhất tại dự án Dịch Vọng (Cầu Giấy, Hà Nội) với hơn 395 tỷ đồng HTK. Doanh nghiệp báo cáo dự án này hiện đang gặp vướng mắc về giải phóng mặt bằng. Công ty đang tiếp tục thỏa thuận và xin gia hạn dự án. Trong năm 2023, công ty đã giải phóng cơ bản mặt bằng của dự án đầu tư xây dựng tòa nhà chung cư NO 11, tiếp tục phối hợp với các bên liên doanh thực hiện các thủ tục còn lại của dự án theo yêu cầu của các cấp có thẩm quyền. Năm 2024, công ty sẽ làm việc với quận và các phường tiếp tục giải phóng mặt bằng những vị trí còn lại của dự án. Dự án có tổng diện tích 22.5ha.

Bên cạnh 2 dự án KĐT Bãi Muối và KĐT mới Dịch Vọng, trên báo cáo HTK của NTL còn 2 dự án đáng lưu ý là dự án 1.78ha tại quỹ đất liền kề KĐT Bãi Muối (31.9 tỷ đồng HTK) và phần còn lại của dự án KĐT mới Bắc Quốc Lộ 32 (26.5 tỷ đồng HTK). Trong năm 2024, NTL cho biết sẽ tập trung giải phóng xong mặt bằng phần diện tích còn lại tại dự án KĐT Bắc Quốc lộ 32; hoàn thiện các hồ sơ, thủ tục để bàn giao hạ tầng kỹ thuật cho chính quyền địa phương quản lý; hoàn thành xong xây dựng 165 căn nhà thấp tầng còn lại tại dự án và đang hoàn thiện công tác cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho khách hàng. Về dự án 1.78ha tại TP. Hạ Long, doanh nghiệp cho biết dự án đã bị dừng do chuyển đổi quy hoạch đất từ Khu đô thị sang Khu dân cư. Công ty đã nhận được quyết định duyệt bồi thường cho dự án với giá trị 23 tỷ đồng từ UBND TP. Hạ Long. Phần còn lại công ty đang tiếp tục làm việc để thu hồi. Bên cạnh dự án KĐT Bãi Muối, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2024 NTL sẽ giải quyết nốt các vấn đề tồn đọng, thực hiện và bàn giao nốt phần còn lại của các dự án KĐT mới Bắc Quốc lộ 32 và thực hiện xong thủ tục hành chính để thu hồi vốn từ dự án 1.78ha tại TP Hạ Long.



Vị trí và một số hình ảnh mô hình dự án KĐT mới Dich Vong (Sources: GTJASVN Research tổng hợp)

Về trung hạn, doanh nghiệp đang triển khai lập quy hoạch dự án KĐT Núi Hạm tại Phường Hồng Hà & Hà Tu, TP Hạ Long. Quy mô của dự án tổng diện tích 608,900 m². Lideco cũng có kế hoạch tham gia đấu thầu dự án Khu nhà ở công nhân tại Mông Dương, Cẩm Phả (Quảng Ninh) và Khu dân cư tại huyện Cẩm Giàng (Hải Dương).

Tại ĐHCĐ năm 2024 diễn ra vào ngày 23/04/2024 sắp tới, ban lãnh đạo doanh nghiệp dự kiến trình cổ đông thông qua phương án phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn vốn chủ sở hữu. Cụ thể, công ty dự kiến phát hành 60.98 triệu cổ phiếu với tỷ lệ phát hành là 100%, tỷ lệ thực hiện quyền là 1:1. Nếu phát hành thành công, vốn điều lệ dự kiến tăng lên gần 1,220 tỷ đồng. Thời gian thực hiện dự kiến trong năm 2024. Bên cạnh đó, HĐQT sẽ đề nghị ĐHCĐ giao và ủy quyền cho HĐQT thực hiện các thủ tục xin cấp tín dụng, vay vốn từ các ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng và các nguồn hợp pháp khác với tổng giá trị 800 – 1,000 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá đây là một tin rất tích cực đối với NTL vì 2 lý do: (1) chúng tôi đánh giá ban lãnh đạo đưa ra kế hoạch huy động vốn để chuẩn bị vốn cho các dự án tiếp theo, cho thấy ban lãnh đạo tự tin các vấn đề tồn đọng của các dự án cũ (dự án Dich Vong, KĐT Bắc Quốc Lộ 32) sẽ sớm được giải quyết, cũng như quá trình đấu thầu, khảo sát các dự án mới sẽ diễn ra thuận lợi, và doanh nghiệp sẽ sớm triển khai các dự án; (2) việc huy động vốn của NTL cũng rất đúng thời điểm, khi mà thị trường cổ phiếu đang tích cực và mặt bằng lãi suất cho vay thấp, sẽ giúp cho doanh nghiệp không bị chịu gánh nặng lớn về lãi vay. Ban lãnh đạo của NTL cũng có kế hoạch sử dụng kết hợp 2 loại nguồn vốn để tránh cho đòn bẩy của NTL bị nâng lên quá cao, do đó chúng tôi nhận định tình hình tài chính của NTL sẽ vẫn lành mạnh khi doanh nghiệp tăng nợ vay 800-1,000 tỷ đồng.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ #3: SỰ HỒI PHỤC CỦA THỊ TRƯỜNG BĐS VIỆT NAM LÀ “GIÓ CÙNG CHIỀU”, KẾT HỢP VỚI TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH CỦA NTL

Thị trường BĐS nhà ở Việt Nam được chúng tôi dự kiến sẽ bắt đầu quá trình hồi phục vào năm 2024, nhờ nỗ lực của Quốc hội, Chính phủ, và các cơ quan quản lý trong thời gian vừa qua cũng như cùng với đó là sự hồi phục của tâm lý thị trường. Các luật BĐS mới và thông tư hướng dẫn sắp được ban hành sẽ thúc đẩy quá trình phê duyệt dự án và cấp phép xây dựng, nhưng cũng vừa

nâng cao trách nhiệm của chủ đầu tư và bảo vệ quyền lợi người mua, giúp thị trường BĐS nhà ở tại Việt Nam phát triển theo chiều hướng bền vững hơn. Khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp BĐS được cải thiện trong năm 2024, đi kèm với các biện pháp hỗ trợ lãi suất từ hệ thống ngân hàng, giúp cho nhiều các doanh nghiệp BĐS gặp khó khăn dần hoạt động bình thường trở lại. Những điều này được chúng tôi đánh giá sẽ cải thiện tâm lý của người mua nhà. Môi trường lãi suất thấp và các dự án hạ tầng giao thông quan trọng đang triển khai cũng sẽ kích thích đáng kể nhu cầu mua nhà của người dân. Đây là những yếu tố “gió cùng chiều” đối với hoạt động kinh doanh của NTL.

Tình hình tài chính lành mạnh là một trong những lợi thế của NTL so với các doanh nghiệp BĐS khác. Trong báo cáo thường niên 2022, ban lãnh đạo NTL báo cáo rằng Công ty luôn giữ chiến lược kinh doanh thận trọng, quản trị dòng tiền tiết kiệm, hiệu quả. Chiến lược này tạo ra sự khác biệt giữa NTL và các doanh nghiệp BĐS khác. Khi mà nhiều các doanh nghiệp BĐS chỉ theo đuổi lợi nhuận khi thị trường BĐS bùng nổ, sử dụng đòn bẩy cao, vay ngân hàng, phát hành nhiều lô trái phiếu để thực hiện dự án, thì NTL vẫn thực hiện kế hoạch kinh doanh thận trọng, không chạy theo doanh thu, giữ được tình hình tài chính của Công ty lành mạnh. Chiến lược này đã cho thấy kết quả, khi mà thị trường BĐS Việt Nam đi vào suy thoái năm 2022 và 2023, nhiều doanh nghiệp ngành BĐS gặp rất nhiều khó khăn, thì NTL đã không gặp quá nhiều khó khăn, đảm bảo kinh doanh vẫn có lợi nhuận khi không chịu gánh nặng lãi vay như các doanh nghiệp cùng ngành khác, và vẫn duy trì mức chi trả cổ tức cho cổ đông (công ty là doanh nghiệp BĐS hiếm hoi tại Việt Nam đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho các cổ đông tỷ lệ 25% cả trong năm 2022 và năm 2023), tạo công ăn việc làm ổn định cho CBNV. Trong lúc nhiều doanh nghiệp BĐS tại Việt Nam cố gắng chỉ để tồn tại, giải quyết các vấn đề ở những dự án cũ, thì NTL có đủ năng lực tài chính để tiếp tục khảo sát thị trường, tìm kiếm dự án mới. Chiến lược này cũng đã giúp cho NTL có dấu hiệu hồi phục nhanh chóng hơn các doanh nghiệp BĐS khác vào năm 2023 do hoạt động của NTL đã không chịu nhiều ảnh hưởng tiêu cực và không bị gián đoạn. Chúng tôi cũng đánh giá chiến lược kinh doanh này phản ánh được quan điểm, tầm nhìn, và năng lực của HĐQT và Ban Tổng giám đốc Công ty, hướng tới sự phát triển bền vững giá trị cho các cổ đông công ty.

Tình hình tài chính lành mạnh của NTL sẽ giúp doanh nghiệp tận dụng được môi trường “gió cùng chiều”, dễ dàng hơn trong việc huy động vốn mới, nâng cao vị thế của doanh nghiệp khi đấu thầu dự án, và giữ vững năng lực thực hiện dự án của doanh nghiệp.

DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi dự phóng doanh thu của NTL năm 2024 đạt 1,000 tỷ đồng nhờ việc tiếp tục bàn giao KĐT Bãi Muối cũng như bàn giao nốt phần còn lại của các dự án Bắc Quốc Lộ 32, thu hồi vốn từ dự án 1.78ha tại Hạ Long. Tuy nhiên, chúng tôi cũng dự phóng rằng doanh thu năm 2025 sẽ giảm nhẹ so với năm 2024 và chỉ đạt mức 901 tỷ đồng. Lý do là chúng tôi dự phóng doanh thu kinh doanh BĐS của NTL năm 2025 sẽ chỉ đến từ việc bàn giao phần còn lại của dự án KĐT Bãi Muối. Chúng tôi dự kiến dự án KĐT Dịch Vọng và các dự án mới chưa thể mang lại doanh thu cho NTL trong năm 2025.

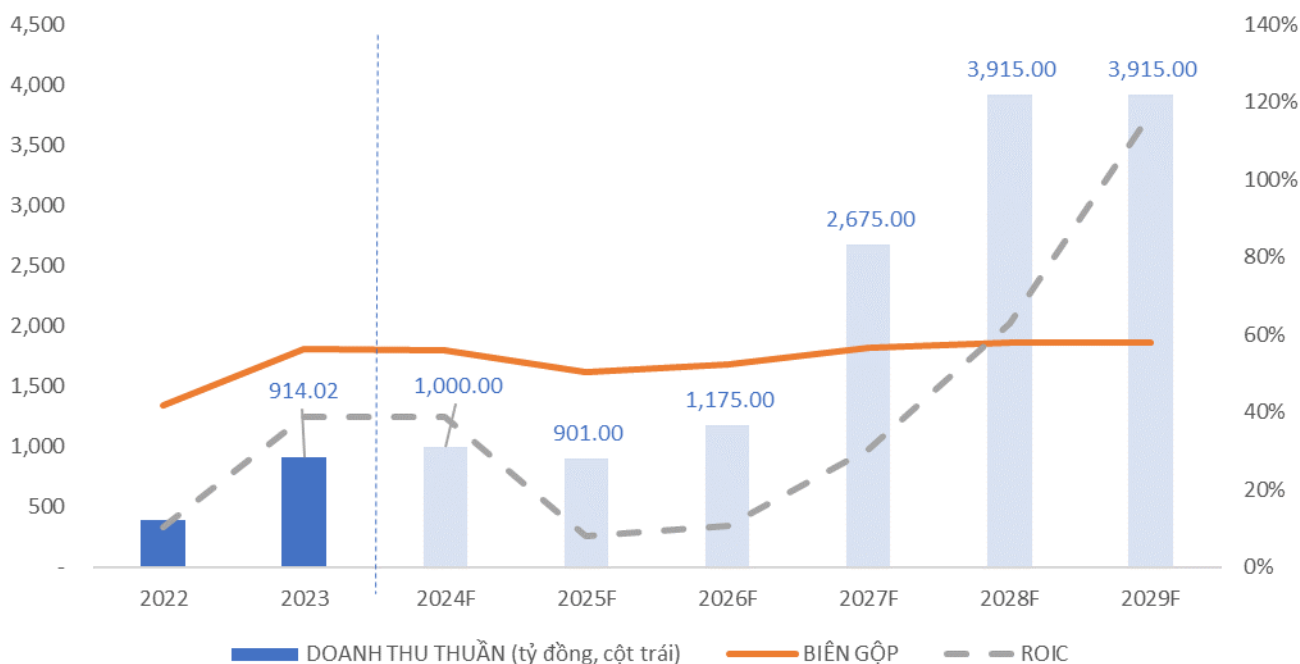
Dự án KĐT Dịch Vọng và các dự án mới sẽ là động lực mang lại doanh thu cho NTL từ cuối năm 2026 tới năm 2029. (Trong đó có các dự án mới từ khu tổ hợp Lideco Bãi Muối. Chúng tôi dự phóng NTL sẽ tiếp tục triển khai các dự án trong khu tổ hợp Lideco Bãi Muối từ năm 2024, tuy nhiên dự án mới tại khu tổ hợp này sẽ chưa mang lại doanh thu cho NTL cho đến tận năm 2028.)

Biên gộp bình quân của các dự án trong giai đoạn này của NTL được chúng tôi giả định thận trọng là 60% (dựa trên biên gộp mảng kinh doanh BĐS của một số doanh nghiệp kinh doanh BĐS khác như HDG cũng như điều chỉnh giảm từ biên gộp của các dự án gần đây của NTL là 60%-70%). Dựa trên tổng vốn đầu tư cho các dự án sắp tới (hơn 4,500 tỷ đồng theo dự phóng của chúng tôi, đã bao gồm gần 400 tỷ đồng HTK dự án KĐT mới Dịch Vọng) và biên gộp bình quân của các dự án này, chúng tôi dự phóng các dự án có thể mang lại tổng doanh thu khoảng 11,000 tỷ đồng cho 4 năm 2026-2029, với khoảng 1,000 tỷ đồng doanh thu ghi nhận trong năm 2026.

(đơn vị: tỷ đồng)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
DOANH THU THUẦN	914	1,000	901	1,175	2,675	3,915	3,915
%biên gộp	56%	52%	51%	52%	57%	58%	58%
LÃI GỘP	513	515	455	616	1,517	2,267	2,267
SG&A	30.31	35.00	40.00	47.00	54.00	64.00	74.00
EBIT	483	480	415	569	1,463	2,203	2,193
VỐN ĐẦU TƯ BQ	995	2,418	4,201	4,318	3,848	2,798	1,498

Dự phóng KQHĐKQ của NTL giai đoạn 2024-2029 (Sources: GTJASVN Research)

Doanh thu thuần, biên gộp, ROIC của NTL



Doanh thu thuần, biên gộp, ROIC của NTL các năm 2022, 2023 và dự phóng giai đoạn 2024-2029 (Sources: GTJASVN Research)

Chúng tôi tạm thời chỉ dự phóng doanh nghiệp sẽ đầu tư khoảng 4,500 tỷ đồng vào các dự án mới. Khi có thêm thông tin về các dự án trong tương lai của doanh nghiệp, chúng tôi sẽ thực hiện điều chỉnh dự phóng. Với dự phóng hiện tại, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng thu nhập hoạt động thặng dư để định giá cổ phiếu NTL, với một số giả định như sau: (1) $\omega = 0$; và, (2) WACC của NTL là 11.5%. Chúng tôi định giá cổ phiếu NTL ở mức **51,500 đồng/cổ phiếu**. Định giá này tương đương mức P/E trailing là khoảng 8.63x và mức P/B trailing là 2.15x.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu NTL với mức giá mục tiêu 6-18 tháng là **51,500 đồng/cổ phiếu**, tương đương tỷ suất sinh lời dự kiến là 16.78% với mức giá mua là 44,100

đồng/cổ phiếu, mức giá đóng cửa của cổ phiếu NTL ngày 08/04/2024.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Giao dịch với bên liên quan: Báo cáo tài chính năm 2023 cho thấy NTL có nhiều giao dịch với các bên liên quan như thành viên HĐQT/BTGD và bên liên quan của các cá nhân trên. Điển hình, NTL đang có một khoản phải thu ngắn hạn với ông Trần Trọng Nghĩa, thành viên HĐQT, với giá trị hơn 143 tỷ đồng. Doanh nghiệp báo cáo đây là khoản tạm ứng cho ông Trần Trọng Nghĩa để ông giúp Công ty tìm kiếm các dự án tại tỉnh Quảng Ninh. Chúng tôi đánh giá những giao dịch với bên liên quan của Công ty cần phải được lưu ý.

Rủi ro liên quan tới việc thực hiện dự án của NTL: rủi ro đấu thầu, rủi ro pháp lý, rủi ro về tiến độ thực hiện.

Rủi ro định giá: Định giá cổ phiếu của chúng tôi dựa trên một số giả định về hoạt động kinh doanh của Công ty. Những giả định này không thể hoàn toàn chính xác. Bên cạnh đó, môi trường bên trong và bên ngoài của Công ty luôn thay đổi có thể khiến những thông tin và giả định được sử dụng trong định giá cũng như kết quả định giá của chúng tôi trong báo cáo này không còn phù hợp sau khi báo cáo được phát hành.

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: VN - Index.

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng \geq 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: VN - Index

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

Nguyễn Đức Bình

Senior Research Analyst

binhd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:704

Trần Thị Hồng Nhung

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

09/04/2024



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

NTL

LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	3 rd Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696

Company Report