

**Ngày 19 tháng 8 năm 2009**

## Báo cáo phân tích



### Thông tin cổ phiếu

<b>Tên công ty:</b>	<b>Công ty cổ phần phát triển đô thị Từ Liêm</b>
<b>Tên viết tắt:</b>	<b>LIDECO</b>
<b>Tên quốc tế:</b>	<b>Tu Liem Urban Development Join Stock Company</b>
<b>Mã chứng khoán:</b>	<b>NTL</b>
<b>Trụ sở chính:</b>	<b>Đồng Ngạc—Từ Liêm, thành phố Hà Nội</b>
<b>Điện thoại:</b>	<b>84.4.37571096 / 84.4.37271095</b>
<b>Fax:</b>	<b>84.4.38389967</b>
<b>Website</b>	<b><a href="http://lideco.vn">http://lideco.vn</a></b>

### MỤC LỤC

### Trang

Tóm tắt báo cáo	1
Triển vọng ngành	2
Giới thiệu doanh nghiệp	4
Đánh giá hiệu quả hoạt động	5
Phân tích SWOT	10
Nhận định đầu tư	12

### Các mốc sự kiện chính

<b>Năm 1992</b>	<b>Công ty Đầu tư xây dựng và kinh doanh nhà Từ Liêm</b> hình thành trên cơ sở sát nhập ba xí nghiệp : Xí nghiệp xây dựng Từ Liêm, Xí nghiệp vận tải thủy, Xí nghiệp gạch Từ Liêm.
<b>16/06/2004</b>	Chuyển đổi từ DNNNN thành Công ty cổ phần với tên gọi mới là <b>Công ty cổ phần xây dựng và kinh doanh nhà Từ Liêm</b>
<b>5/2007</b>	Hoàn thành việc tăng vốn điều lệ từ 37.8 tỷ đồng lên 82 tỷ đồng và đổi tên thành <b>Công ty cổ phần phát triển đô thị Từ Liêm với tên viết tắt là LIDECO</b> .
<b>21/12/2007</b>	Cổ phiếu của công ty chính thức được giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) với mã chứng khoán là NTL
<b>Quý 2/2008</b>	Tăng vốn điều lệ từ 82 tỷ đồng lên 164 tỷ đồng
<b>Năm 2008</b>	Thành lập thêm 2 xí nghiệp là Xí nghiệp hoàn thiện và trang trí nội ngoại thất và Xí nghiệp Xây lắp điện nước và hạ tầng



**Ngành: Bất động sản - Xây dựng**

**Biểu đồ giá cổ phiếu NTL trong vòng 01 năm qua**



**Thông tin cổ phiếu NTL (19/8/2009)**

MCK: NTL  
Sàn giao dịch: HoSE  
Giá cổ phiếu: 98,000  
Tổng KL niêm yết: 16,400,000 cp  
KL đang lưu hành: 16,316,660 cp  
Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 1,607 tỷ đồng  
Giá cao nhất trong 52 tuần: 98,000  
Giá thấp nhất trong 52 tuần: 26,200  
Thay đổi giá trong 3 tháng: 9.1%  
Thay đổi giá trong 6 tháng: 256.9%  
Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 1,181 tỷ VND  
Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày: 369,840CP  
Tỷ lệ trả cổ tức: 25%  
Cổ đông lớn: Nguyễn Thị Mai, Đình Quang Chiến, KITMC Fund

**Lĩnh vực kinh doanh**

Ngành nghề kinh doanh chính:

- Đầu tư và phát triển kinh doanh khai thác các dự án các khu đô thị mới, khu nhà ở và khu công nghiệp
- Xây dựng các công trình dân dụng, giao thông, thủy lợi, công nghiệp
- Kinh doanh bất động sản, các dịch vụ khu đô thị và công nghiệp
- Khai thác vật liệu xây dựng
- Nhập khẩu máy móc thiết bị phục vụ xây dựng
- Thiết kế xây dựng đường dây tải điện, trạm biến áp 35 KV

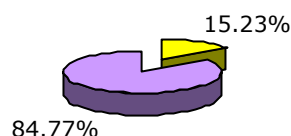
Các dự án lớn tham gia hiện tại:

- Dự án Dịch Vọng, dự án Bắc quốc lộ 32 thị trấn Trạm Trôi gồm đất khu đô thị mới, đất công cộng bãi đỗ xe...
- Hoàn thiện các thủ tục để khai thác dự án Hoà Sơn - Hòa Bình
- Liên doanh cùng với CTCP phát triển nhà Tây Đô để thực hiện dự án Tây Đô - Hoài Đức.
- Dự án Hòa Sơn đã được tỉnh Hòa Bình phê duyệt và giao làm chủ đầu tư

**Nhận định đầu tư**

- Thị trường bất động sản đang có dấu hiệu hồi phục sau thời gian dài đóng băng đặc biệt ở phân khúc nhà ở và chung cư. Cổ phiếu ngành bất động sản là một trong những ngành nhận được sự quan tâm của rất nhiều các nhà đầu tư trong thời gian trở lại đây.
- Kết quả kinh doanh của Công ty cổ phần đô thị Từ Liêm trong hai quý vừa qua là rất khả quan. Nhiều khả năng lợi nhuận trong năm 2009 của công ty sẽ vượt mức kế hoạch đề ra và vượt xa năm 2008.
- Bằng việc phân tích tình hình hoạt động và các dự án của công ty trong tương lai chúng tôi nhận thấy công ty có được nguồn vốn huy động từ bên ngoài là khá tốt, tình hình hoạt động ổn định và sử dụng vốn có hiệu quả. Cổ phiếu của công ty có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn.
- Bằng những thông tin thu thập được cùng với những giả định về tình hình hoạt động của công ty trong tương lai chúng tôi dự báo giá của NTL nằm trong khoảng từ 94,000 đến 127,000đ.

**Cơ cấu cổ đông của NTL**



- Sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài
- Sở hữu của nhà đầu tư trong nước

**Chỉ tiêu tài chính**

Chỉ tiêu	2006	2007	2008
LN thuần HĐSXKD ('000 VNĐ)	104,472,673	165,891,741	78,991,126
Thay đổi (%)		58,79%	-52,38%
LNST ('000 VNĐ)	104.480.681	96.009.851	95.922.984
Thay đổi (%)		26,07%	-53,04%
EPS		4.759	3.774
Thay đổi (%)			-20,7%
P/E (giá ngày 14/08/2009)			8.41
BVPS			15.641
P/B (giá ngày 14/08/2009)			5.99
ROE	72.3%	44.7%	23.8%
ROA	26.25%	19.91%	6.4%

## TRIỂN VỌNG NGÀNH TRONG NĂM 2009

### Điểm sáng

**Thị trường bất động sản đang trong giai đoạn rất tiềm năng bởi nhu cầu thực là rất lớn**

- Kinh tế Việt Nam đang tăng trưởng nhanh chóng trong hai mươi năm qua. Mức tiết kiệm của những người muốn mua nhà đang được tích góp nhanh hơn mức tăng trưởng kinh tế. Do đó nhu cầu về không gian sống tốt hơn sẽ tăng trưởng theo thời gian.
- Nhu cầu về nhà ở xã hội còn rất cao ở những người có thu nhập thấp. Nhiều chính sách gần đây và một phần trong kế hoạch kích cầu của chính phủ đã hỗ trợ cho nhu cầu này
- Việt Nam là một nước có dân số trẻ và tốc độ đô thị hóa đang ở mức cao. Theo số liệu của Tổng cục thống kê tốc độ đô thị hóa của Việt Nam dự báo cho năm 2010 là 33%. Dân số sống tại các đô thị của Việt Nam hiện nay đang là 23 triệu người và có thể tăng lên gấp đôi đạt 46 triệu người vào năm 2025.
- Trong năm 2008 lượng vốn FDI đăng kí đầu tư vào lĩnh vực bất động sản đạt hơn 14 tỷ đô la chủ yếu là ở phân khúc văn phòng căn hộ và mảng khách sạn du lịch. Đây là con số kỷ lục từ trước tới nay và nó cũng cho thấy sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài đối với thị trường bất động sản trong nước

**Khả năng tăng giá vật liệu xây dựng trở lại làm cho giá thành các sản phẩm bất động sản mới tăng lên.**

### Điểm tối

- Do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế năm 2008 đã khiến cho nhu cầu bất động sản ở Việt Nam chững lại, các công trình xây dựng cũng bị đình đốn do giá nguyên vật liệu tăng cao (xi măng và sắt thép...).
- Trong nửa đầu năm 2009 ngành ngân hàng đã mở cửa thực sự thị trường thế chấp. Mặc dù lãi suất vay mua nhà vẫn đang ở mức cao (khoảng 12%/năm), nhưng việc này đã giúp cho người muốn mua căn hộ mà chưa đủ khả năng.
- Mới đây ngày 10/8/2009 NHNN Việt Nam lại mới có thông tư giảm tỷ lệ sử dụng nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các tổ chức tín dụng điều này sẽ làm cho việc vay vốn để mua nhà hoặc đầu tư bất động sản gặp khó khăn hơn.
- Nhu cầu bất động sản có thể giảm nếu lạm phát tái diễn. Thị trường tài chính đang nóng lên trên quý 2 năm nay; điều này sẽ gây nên áp lực cho Chính phủ trong việc kiểm soát lạm phát. Do đó mà người mua để ở hay để đầu cơ có thể phải đương đầu với những rủi ro có thể xảy ra khi tăng lãi suất. Nếu điều này xảy ra sẽ làm gia tăng chi phí tài chính và giảm nhu cầu.
- Nhà đầu tư có thể sẽ đầu tư ít hơn vào thị trường bất động sản vì thị trường chứng khoán đang hồi phục nhanh chóng trong quý 2/2009 và có thể đến hết năm vì vậy nhà đầu cơ có thể đầu tư vào thị trường bất động sản trễ hơn so với dự kiến.

**Một số các văn bản pháp luật mới tạo điều kiện cho ngành kinh doanh bất động sản**

### Một số quyết định mới liên quan đến thị trường bất động sản

- Ngày 1/1/2009 cho phép người nước ngoài được sở hữu nhà với thời gian tối đa là 50 năm.
- Ngày 18/6/2009 Quốc hội đã biểu quyết thống nhất dự án luật sửa đổi bổ sung điều 126 của luật nhà ở và điều 121 của luật đất đai cho phép Việt kiều được mua nhà không hạn chế từ ngày 01/09/2009.
- Quyết định số 96/2009/QĐ-TTg hiệu lực ngày 22/7/2009 về sửa đổi một số cơ chế, chính sách về phát triển nhà ở cho sinh viên, công nhân và nhà cho người thu nhập thấp theo đó :
  - Giảm 50% mức thuế suất thuế giá trị gia tăng từ ngày QĐ này có hiệu lực thi hành đến hết ngày 31/12/2009 đối với hoạt động đầu tư, kinh doanh nhà ở để học sinh, sinh viên các trường đại học, cao đẳng, trung học chuyên nghiệp, cao đẳng nghề...
  - Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp năm 2009 đối với thu nhập từ hoạt động đầu tư, kinh doanh nhà ở để cho các đối tượng trên thuê và nhà để bán, cho thuê mua đối với người có thu nhập thấp có khó khăn về nhà ở.

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

**Sản phẩm chính của công ty là các căn hộ chung cư, biệt thự và dinh thự**

**Sản phẩm chính:**

- Sản phẩm chính của công ty cung cấp ra thị trường là các căn hộ chung cư và biệt thự, dinh thự, bao gồm cung ứng đầy đủ các dịch vụ sau bán nhà. Một số các công trình của công ty được thi công ở khu vực Từ Liêm, Mỹ Đình, Xuân Đình – TP. Hà Nội.
- Công ty còn tham gia xây dựng cơ sở hạ tầng như khu đô thị Nam Thăng Long.
- Tham gia xây dựng các dự án về công nghệ môi trường như: Xử lý nước thải bệnh viện nhi đồng 1– TP. Hồ Chí Minh, xử lý nước thải nhà máy bia Sài Gòn - Hà Tĩnh, xử lý nước thải cho khu dân cư Vạn Tường - Dung Quất, xử lý nước thải bệnh viện Pasteur TP. Hồ Chí Minh

**Hoạt động kinh doanh bất động sản là hoạt động chính của công ty chiếm tới 75% doanh thu.**

**Hoạt động chính:**

- Hoạt động thi công xây lắp:** Hoạt động này chiếm khoảng 22%-25% trong cơ cấu doanh thu của công ty, tốc độ tăng trưởng bình quân đạt khoảng 40%/năm. Tuy tỷ suất lợi nhuận chỉ đạt 5%/năm nhưng mảng hoạt động này đóng góp một phần quan trọng vào trong doanh thu của NTL. Hợp đồng xây lắp của công ty bao gồm cả những công trình thuộc các dự án công ty làm chủ đầu tư và cả các công trình tham gia nhận thầu từ phía bên ngoài mà tập trung chủ yếu vào các công trình thuộc nguồn vốn ngân sách trên địa bàn Hà Nội. Công ty có xu hướng tăng tỷ trọng xây lắp các công trình phục vụ dự án bất động sản của công ty, giảm tỷ trọng các công trình thi công bên ngoài công ty.
- Hoạt động kinh doanh bất động sản :** Chiếm tỷ trọng còn lại trong cơ cấu doanh thu của công ty, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt mức rất cao 50% duy trì ổn định trong nhiều năm. Công ty có lợi thế là có quỹ đất khá rộng, nằm ở những vị trí đẹp ở Hà Nội và các tỉnh lân cận được đầu tư với giá rẻ cách đây nhiều năm. Sản phẩm của NTL bán được với giá cao do chất lượng thi công tốt, quy hoạch tổng thể phù hợp và giành được nhiều sự quan tâm từ giới đầu tư địa ốc. Công ty cũng linh hoạt trong việc điều chỉnh giá bán phù hợp với cung cầu sẵn có trên thị trường cùng với công tác quản lý giá vốn tương đối tốt do đó luôn duy trì được tỷ suất lợi nhuận biên cao và ổn định trong nhiều năm so với những công ty kinh doanh bất động sản

**Cổ phiếu của công ty lọt vào TOP 19 cổ phiếu vàng Việt Nam 2009.**

**Thị trường và vị thế của công ty trong ngành**

- Thị trường**

Thị trường chủ yếu của Lideco là ở miền Bắc, chính vì vậy đối thủ cạnh tranh của công ty chủ yếu là các doanh nghiệp ở miền Bắc. Cụ thể với các doanh nghiệp đang có cổ phiếu được niêm yết trên hai sàn giao dịch là tập đoàn Vinaconex, các công ty con thuộc Tổng công ty Sông Đà

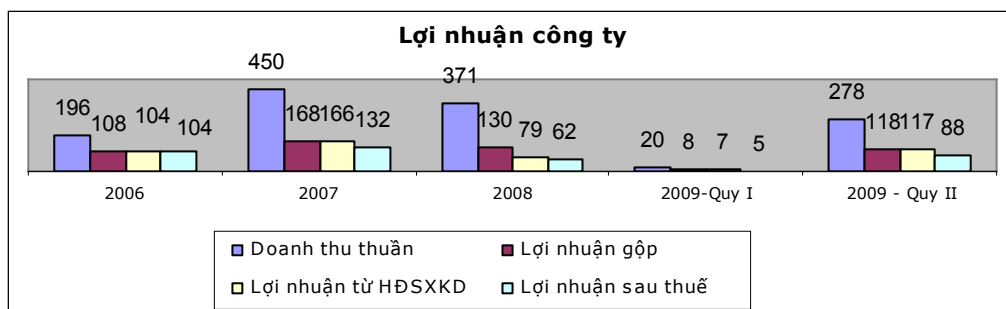
- Vị thế**

Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Từ Liêm mặc dù mới cổ phần hóa từ năm 2004 nhưng đã sớm khẳng định vị thế của mình trên thị trường kinh doanh địa ốc. Là một trong số hơn một vạn doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư phát triển, khai thác các dự án khu đô thị mới tại Việt Nam hiện nay, mặc dù đối thủ cạnh tranh có rất nhiều Tổng công ty lớn có vốn và công nghệ cao nhưng bằng chính sách và đường lối phát triển đúng đắn, sự đoàn kết đồng lòng và sáng tạo của ban lãnh đạo và CBCNV, biết phát huy thế mạnh của mình, Công ty đã vượt lên chiếm lĩnh thị phần đáng kể, xấp xỉ 0,15% tổng giá trị thị trường.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

**Biểu đồ: Doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp :**

**Lợi nhuận sau thuế của công ty năm 2009 có nhiều khả năng sẽ tăng mạnh hơn so với năm 2008**



**Nguồn: BCTC, đơn vị tỷ đồng**

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2008 đều giảm mạnh so với năm 2007. Năm 2008 do tình hình kinh tế thế giới suy thoái đã ảnh hưởng đến hoạt động của công ty. Công ty đã không hoàn thành các chỉ tiêu kinh tế do Đại hội đồng cổ đông đề ra chỉ đạt 39.29% kế hoạch), doanh thu giảm 52.38%, LNST giảm tương ứng 53.04%. Bước sang năm 2009 với những khó khăn tiếp nối của năm 2008 đã làm cho doanh thu cũng như LNST của doanh nghiệp trong quý 1 rất thấp. Thu nhập hoạt động của công ty chỉ được cải thiện hơn khi thị trường BĐS trở nên sang sủa hơn vào quý 2/2009. Thị trường BĐS trở nên ấm trở lại sau giai đoạn đóng băng, đặc biệt là ở phân khúc nhà ở cũng chính là thị trường tiêu thụ sản phẩm chính của công ty.

**Doanh thu của NTL chủ yếu là từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty.**

	2006	2007	2008	2009-QI	2009 - QII
<b>DT thuần</b>	196,138,203	450,383,331	371,306,665	19,839,068	277,982,599
<b>DT từ HĐTC</b>	647,046	6,457,914	4,001,596	639,369	10,642,050
<b>DTHĐ khác</b>	728,711	71,890	599,470	0.000	60,987

### Cơ cấu doanh thu theo hoạt động:

Một điều đáng chú ý ở NTL là doanh thu của công ty chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh chính của công ty là xây lắp và kinh doanh nhà ở (trên 96%). Doanh thu từ HĐTC và hoạt động khác chiếm tỷ lệ không đáng kể điều này là rất tốt bởi với quy mô như của NTL việc tập trung vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính sẽ tốt hơn đầu tư dàn trải vào các lĩnh vực khác vốn không phải là thế mạnh của mình. **Công ty không có các khoản đầu tư vào các công ty con, công ty liên kết liên doanh.** Đầu tư tài chính dài hạn của công ty bao gồm: đầu tư vào cổ phiếu SJS của Công ty Đầu tư và phát triển khu công nghiệp Sông Đà và góp vốn thành lập công ty chứng khoán Sao Việt với số vốn góp lên tới 5.5 tỷ đồng.

**Giá vốn hàng bán có xu hướng giảm vào năm 2009 là do chi giá nguyên vật liệu xây dựng giảm**

	2006	2007	2008	2009-QI	2009 - QII
<b>Giá vốn hàng bán</b>	44.98%	62.71%	65.02%	57.27%	57.70%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	55.02%	37.29%	34.98%	42.73%	42.30%

### Giá vốn hàng bán

Do đặc thù trong hoạt động của ngành xây dựng nên giá vốn hàng bán của công ty bao gồm các chi phí như chi phí nguyên vật liệu đầu vào cho quá trình xây dựng, chi phí dịch vụ đi kèm với các dự án căn hộ, dịch vụ cho thuê chợ và giá vốn kinh doanh BĐS đầu tư. Giá vốn hàng bán có xu hướng tăng từ năm 2006 đến năm 2008, tuy nhiên mặt bằng giá nguyên vật liệu xây dựng lại có xu hướng giảm do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Điều này chứng tỏ việc kiểm soát chi phí nguyên vật liệu trực tiếp của NTL chưa thực sự tốt. Sang năm 2009 tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu có xu hướng giảm trong 2 quý đầu năm điều này là do giá các nguyên vật liệu cơ bản cho xây dựng (thép, xi măng...) giảm mạnh.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

**Giá vốn hàng bán có xu hướng giảm vào năm 2009**

**Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp**

	2006	2007	2008	2009-QI	2009 - QII
<b>Giá vốn hàng bán</b>	44.67%	61.81%	64.23%	55.49%	55.56%
<b>Chi phí HĐTC</b>	0.00%	0.23%	10.66%	0.00%	1.84%
<b>Chi phí bán hàng</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	2.07%	1.63%	3.94%	10.15%	2.02%
<b>Chi phí khác</b>	0.40%	0.64%	0.15%	0.00%	0.06%

**Giá vốn hàng bán**

Giá vốn hàng bán có xu hướng tăng lên do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng giá liên tục từ 2006-2008. Tuy nhiên theo nhận định của một số chuyên gia giá nguyên vật liệu xây dựng sẽ ổn định trong các tháng cuối năm và điều này sẽ giúp cho doanh nghiệp kiểm soát chi phí được tốt hơn.

**Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp**

Chi phí bán hàng

Không giống như những công ty bất động sản khác, NTL gộp chung chi phí bán hàng vào trong chi phí quản lý chung của doanh nghiệp do đó trên BCTC của công ty khoản mục này được thể hiện bằng không. Chi phí này tăng theo sự tăng trưởng của doanh thu bán hàng.

**NTL gộp chung chi phí bán hàng vào trong chi phí quản lý chung.**

	2006	2007	2008	2009-QI	2009 - QII
<b>Tổng doanh thu</b>	197,513,961	456,913,136	375,907,732	20,478,438	288,685,636
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	4,081,675	7,466,948	14,824,161	2,077,900	5,824,631

Chi phí quản lý doanh nghiệp

Chi phí quản lý doanh nghiệp được giữ ở mức độ tương đối hợp lý qua các năm, chỉ riêng Q1/2009 là tăng đột biến lên tới 10,15% nguyên nhân là do trong quý này doanh thu của công ty có sự sụt giảm mạnh nên tỷ lệ này mới tăng lên.

**Chi phí hoạt động tài chính**

Chi phí hoạt động tài chính năm cuối năm 2008 tăng mạnh lên tới 10.66% là do chi phí dự phòng do đầu tư chứng khoán tăng lên. Công ty đã mua 200.000 cổ phiếu SJS vào thời điểm Sudico tiến hành IPO ở mức giá khoảng 250.000 đồng. Tuy nhiên vào cuối năm 2008 công ty đã phải trích lập dự phòng hơn 40 tỷ đồng (cho mức giá 54.000 đồng). Hiện nay SJS đang được giao dịch với mức giá là: 149,000đ và còn có thể tiếp tục tăng trong tương lai.

**Tỷ trọng nợ ngắn hạn trong nguồn vốn cao nhưng chi phí lãi vay thấp**

**Chi phí lãi vay**

Chi phí lãi vay giảm từ đầu năm 2009 nguyên nhân là do kể từ đầu năm đến quý 2/2009 công ty không có thêm khoản vay dài hạn nào, mặt khác nợ ngắn hạn tăng lên nhiều nhưng chủ yếu là do khoản mục người mua trả tiền trước lớn cho nên không phải trả lãi. Công ty có chính sách bán hàng rất chặt chẽ điều này được thể hiện ở chỗ khoản mục người mua trả trước chiếm đến hơn 40% nợ ngắn hạn. Do tận dụng ưu thế này công ty không phải huy động nguồn vốn dài hạn nhiều và do đó sẽ giúp làm giảm đi chi phí lãi vay.

**Chi phí hoạt động khác**

Hoạt động khác ngoài hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty không mang lại nhiều lợi nhuận cho công ty mà nó còn làm giảm thu nhập của công ty xuống. Trong tương lai công ty cũng không có thêm dự định mở thêm lĩnh vực kinh doanh mới nào.



## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

**Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp.**

**Cơ cấu tài sản và tốc độ tăng trưởng**

Tổng tài sản của NTL năm 2007 tăng 67 % so với năm 2006 trong khi năm 2008 chỉ tăng có 46%

	2006	2007	2008	% tăng 2007	% tăng 2008
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	95.65%	88.82%	97.45%	-7.14%	9.72%
Tiền mặt	3.64%	3.85%	6.80%	6.00%	76.52%
Các khoản phải thu	17.81%	26.16%	16.18%	145.70%	-9.52%
Hàng tồn kho	57.03%	36.74%	67.80%	7.78%	169.93%
Tài sản lưu động khác	10.32%	8.10%	6.15%	31.23%	11.07%
<b>TS dài hạn</b>	4.35%	11.18%	2.55%	329.69%	-66.67%

so với năm 2007. Nhìn trong bảng trên ta thấy tài sản ngắn hạn của công ty có xu hướng tăng lên trong khi tài sản dài hạn lại có xu hướng giảm xuống.

Trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn gần như đa số, tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng thấp hơn nhiều. Điều đáng chú ý là khoản mục **hàng tồn kho chiếm tỷ lệ lớn nhất trong cơ cấu tài sản ngắn hạn** đó là do công ty phản ánh các dự án đang trong quá trình xây dựng vào hạng mục này trong khi các công ty khác thì ghi nhận chúng vào hạng mục xây dựng cơ bản dở dang (một phần nằm trong tài sản cố định).

Khoản phải thu chiếm tỷ trọng tương đối lớn bởi vì công ty có chính sách thu tiền khá thận trọng, khách hàng phải nộp trước 50% tiền mới kí kết hợp đồng mua bán, do đó công ty không cần vay dài hạn nhiều để tài trợ cho các dự án của mình.

**Cơ cấu nguồn vốn và tốc độ tăng trưởng**

	2006	2007	2008	% tăng 2007	% tăng 2008
<b>Nợ phải trả</b>	63.42%	55.45%	73.14%	46.28%	92.94%
Nợ ngắn hạn	63.39%	55.42%	73.11%	46.28%	92.96%
Nợ dài hạn	0.03%	0.03%	0.03%	46.64%	55.12%
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	36.58%	44.55%	26.86%	103.78%	-11.82%

Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nợ phải trả chiếm tỷ trọng lớn hơn nhiều so với vốn chủ sở hữu bởi đặc trưng của NTL là công ty xây lắp và kinh doanh BĐS cho nên nguồn vốn chủ yếu là vốn vay và vốn do khách hàng ứng trước. Bên cạnh đó trong cơ cấu nợ chủ yếu là nợ ngắn hạn cho nên tốc độ tăng trưởng của nợ ngắn hạn cũng gần bằng tốc độ tăng trưởng của nợ.

Năm 2007 vốn chủ sở hữu tăng mạnh hơn so với nợ là vì trong năm công ty đã tiến hành tăng vốn điều lệ từ 37,8 tỷ lên 84 tỷ đồng. Sang năm 2008 nợ lại tăng mạnh hơn VCSH, VCSH trong năm không những không tăng mà lại còn giảm xuống.

**Nguyên nhân là do:**

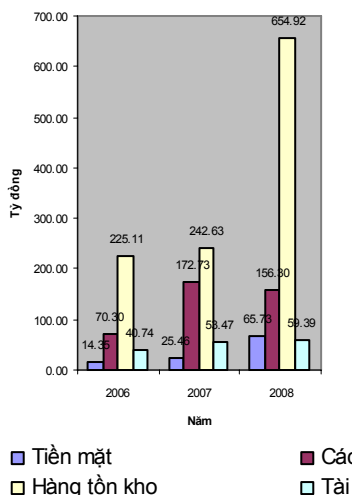
18/06/2008: Niêm yết và giao dịch cổ phiếu phát hành thêm để trả cổ tức theo tỷ lệ 1:1 tương ứng với việc tăng vốn điều lệ lên gấp đôi.

19/08/2008 - 19/12/2008: NTL tiến hành mua cổ phiếu quỹ với khối lượng 300.000cp tương ứng với giá trị giao dịch là 4,274 tỷ đồng làm giảm vốn chủ sở hữu xuống

Lợi nhuận sau thuế năm 2008 giảm xuống tới hơn 50% so với năm 2007 tuy nhiên trong năm công ty vẫn trả cổ tức bằng tiền 2,500đ (tương đương 66% EPS) và chia thưởng cổ phiếu cho các cổ đông khiến cho lợi nhuận tích lũy trong năm giảm mạnh và làm giảm vốn chủ sở hữu. **Mặt khác trong năm 2008 công ty đã sử dụng hết phần thặng dư vốn do phát hành cổ phiếu của mình.** Tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong công ty đã thấp nay lại bị giảm xuống sẽ dẫn đến cơ

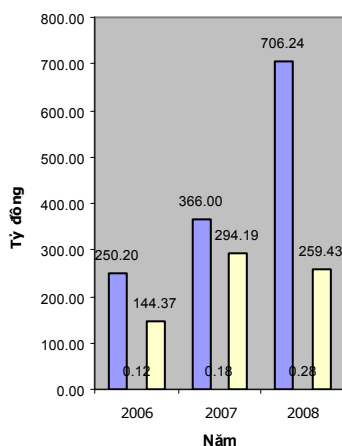
cấu nguồn vốn của công ty càng mất cân đối hơn.

Tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp



**Vốn điều lệ năm 2008 tăng lên nhưng vốn chủ sở hữu của công ty lại giảm xuống.**

Cơ cấu nguồn vốn của NTL



■ Nợ ngắn hạn ■ Nợ dài hạn □ Nguồn vốn chủ sở hữu

## **PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH**

### **Tỷ số khả năng thanh khoản:**

*Khả năng thanh toán của công ty được cải thiện hơn trong 2 quý đầu năm 2009 tuy nhiên vẫn ở mức thấp*

	Đơn vị	Q2/09		Q1/09		2008		2007	
		NTL	SC5	NTL	SC5	NTL	SC5	NTL	SC5
Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	1.32	1.22	1.29	1.22	1.33	1.45	1.6	1.6
Khả năng thanh toán nhanh	lần	0.49	0.35	0.38	0.39	0.32	0.39	0.79	0.6
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	0.23	0.03	0.15	0.05	0.10	0.09	0.32	0.1

- Khả năng thanh toán ngắn hạn: của NTL nhìn chung tốt hơn của SC5. Hệ số này phải lớn hơn ít nhất là phải bằng 2 mới đảm bảo cho việc thanh toán các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Tuy nhiên do đây là hai công ty trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản cho nên các khoản nợ ngắn hạn nhiều cho nên hệ số này thấp.
- Khả năng thanh toán nhanh: Hệ số này của NTL tốt hơn của SC5 một chút nhưng không nhiều hơn. Hệ số thanh toán nhanh cũng cho thấy khả năng thanh toán của NTL tốt hơn của SC5.
- Khả năng thanh toán bằng tiền của NTL là rất thấp và gần như không được cải thiện qua các năm. Tuy nhiên hệ số này của SC5 còn thấp hơn của NTL và SC5 phải đối mặt với rủi ro về thanh khoản còn nhiều hơn của NTL.

### **Tỷ số năng lực hoạt động:**

*Khả năng hoạt động của công ty cần phải được cải thiện nhiều hơn*

	Đơn vị	Q2/09		Q1/09		2008		2007	
		NTL	SC5	NTL	SC5	NTL	SC5	NTL	SC5
Vòng quay hàng tồn kho	Vòng	0.25	0.767	0.02	0.48	0.37	1.1	1.16	2.0
Vòng quay các khoản phải thu	Vòng	1.22	2.96	0.11	3.1	2.38	4.0	2.61	5.0
Kỳ thu tiền bình quân	Ngày	294.38	121.62	3403.76	116.12	151.54	49.07	138.07	72
Vòng quay tổng tài sản	Vòng	0.23	0.50	0.02	0.31	0.38	0.8	0.68	1.1
Vòng quay tài sản cố định	Vòng	34.87	13.05	2.14	6.62	57.23	6.61	81.38	5.02
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản	%	10	1.36	1	17.27	8	13.5	25	11

- Vòng quay hàng tồn kho của NTL nhìn chung đều thấp hơn nếu so sánh với SC5 điều này chứng tỏ SC5 có chính sách bán hàng chặt chẽ hơn NTL. Việc cho khách hàng được trả chậm nhiều hơn sẽ giúp cho NTL bán hàng được nhanh chóng hơn tuy nhiên cũng vì thế mà ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của công ty.
- Vòng quay các khoản phải thu của NTL cũng thấp hơn so với SC5 điều này chứng tỏ NTL có chính sách bán hàng rộng rãi hơn. Mặt khác khoản mục phải thu trong cơ cấu tài sản của NTL là khá lớn cho nên hệ số này thấp.
- Vòng quay tổng tài sản của NTL thấp hơn của SC5 nhưng vòng quay tài sản cố định của SC5 lại tốt hơn. NTL sử dụng tổng tài sản tốt hơn của SC5 tuy nhiên việc sử dụng tài sản cố định lại không bằng.
- Hiệu suất sử dụng tổng tài sản đo lường khả năng tạo ra thu nhập trước thuế và lãi vay của tài sản. Hệ số này của NTL tốt hơn hẳn nếu so sánh với SC5 điều này tạo nên sức hấp dẫn hơn của cổ phiếu NTL so với SC5 vì NTL có khả năng tạo ra lợi nhuận tốt hơn.



## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số cơ cấu vốn:

**Nợ chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp**

Hệ số cơ cấu vốn	Đơn vị	2009/Q1		2008		2007	
		NTL	SC5	NTL	SC5	NTL	SC5
Hệ số nợ	lần	0.75	0.812	0.73	0.85	0.55	0.8
Hệ số nhân vốn chủ sở hữu	lần	3.17	5.319	3.72	6.67	2.24	5
Hệ số vốn dài hạn/nguồn vốn	lần	0.23	0.24	0.27	0.37	0.45	0.35
Hệ số nợ /VCSH	lần	3.08	4.10	2.72	5.56	1.24	4.5

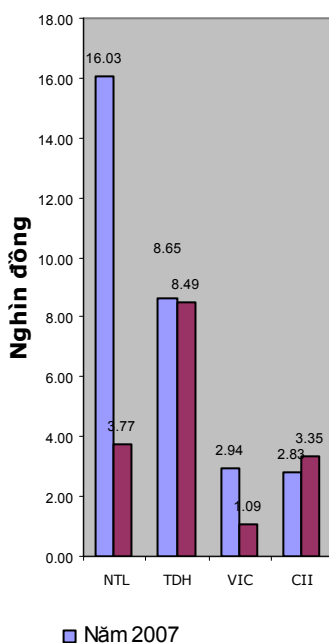
- Cả NTL và SC5 đều có trong cơ cấu vốn của mình hệ số nợ rất cao và của SC5 còn cao hơn của NTL. Đây là đặc thù của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản khi nguồn vốn cần huy động ở bên ngoài là rất lớn và thời gian chiếm dụng vốn dài. Tuy nhiên sự phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn bên ngoài chứng tỏ cả hai công ty không có tiềm lực tài chính tốt.
- NTL có được nguồn vốn ngắn hạn lớn là do công ty có chính sách bán hàng chặt chẽ đòi hỏi người mua phải ứng trước 50% giá trị hợp đồng. Chính vì thế mà trong cơ cấu nguồn vốn ngắn hạn của công ty khoản mục người mua trả tiền trước chiếm tỷ trọng khá lớn.

### Tỷ số khả năng sinh lời và giá trị thị trường

**Khả năng sinh lời nhìn chung tương đối tốt nếu đem so sánh với những doanh nghiệp khác trong ngành**

Hệ số sinh lời	Đơn vị	2008		2007		2006	
		NTL	SC5	NTL	SC5	NTL	SC5
Lợi nhuận gộp/ Doanh thu	%	34.9%	7.8%	37.2%	9.5%	55.0%	43.08%
LN HDSXKD/ Doanh thu	%	21.2%	4.9%	36.8%	9.2%	53.3%	38.19%
LNST / Doanh thu	%	16.6%	4.2%	29.2%	7.9%	53.2%	70.52%
ROA	%	6.4%	3.3%	19.9%	8.5%	26.5%	9.74%
ROE	%	23.8%	19.9%	44.7%	59.0%	72.3%	15.21%
EPS	N.Đồng	3.77	1.970	16.03	11.57	27.62	4.844
BVPS	N.Đồng	15.82	21.442	35.88	19.078	38.19	31.844

**EPS của các công ty cùng ngành**



- Các tỷ số đo lường lợi nhuận trên doanh thu của NTL có xu hướng giảm từ năm 2006 đến năm 2008. Nhìn chung các chỉ tiêu này của NTL đều tốt hơn nếu đem so sánh với SC5.
- Tuy nhiên nếu so sánh về khả năng sinh lời cho chủ sở hữu (ROE) thì của SC5 lại không bằng với NTL. Điều này là do NTL có tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn tương đối lớn nên đã tận dụng được đòn bẩy tài chính cao. Mặt khác khi đánh giá về khả năng sinh lời của tổng tài sản thì NTL cũng tốt hơn SC5 rất nhiều.
- Năm 2008 trước tình hình khó khăn chung của thị trường đều ảnh hưởng đến các công ty bất động sản. EPS của NTL nhìn chung đều tốt hơn của SC5. BVPS của NTL lớn hơn của SC5 trong hai năm 2007 và 2008 nhưng lại thấp hơn vào năm 2009.
- Tóm lại: NTL là công ty có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn. Năm 2008 có thể không thành công với công ty nhưng nếu như nhìn vào quá khứ hoạt động cũng như những chính sách được xây dựng có thể khẳng định rằng công ty sẽ nhanh chóng khôi phục lại vị thế của mình.**

## Phân tích SWOT

### Điểm mạnh

**Công ty có quỹ đất khá rộng ở khu vực Hà Nội và các tỉnh lân cận được đầu tư với giá rẻ trong thời gian trước.**

- Công ty có quỹ đất khá rộng, nằm ở những địa thế đẹp ở Hà Nội và các tỉnh lân cận được đầu tư với giá rẻ cách đây nhiều năm.
- Công ty chỉ tập trung vào ngành nghề chính là xây lắp và kinh doanh bất động sản cho nên hoạt động không bị dàn trải sang nhiều lĩnh vực vốn không phải là thế mạnh của công ty.
- Tốc độ thực hiện dự án nhanh hơn so với một số các nhà đầu tư bất động sản khác đặc biệt là trong việc đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng cho các dự án điều này giúp NTL bán nhà nhanh hơn.
- Có mối quan hệ tốt đối với các ngân hàng và công ty tài chính đảm bảo nguồn vốn phục vụ cho đầu tư dự án.

### Điểm yếu

**Nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu nguồn vốn của công ty**

- Công ty có tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn quá cao dẫn đến việc bị phụ thuộc bởi nguồn vốn bên ngoài. Chi phí hoạt động cũng dễ bị ảnh hưởng theo bởi chi phí lãi vay.
- Khả năng hoạt động của công ty còn thấp nếu so sánh với một số các doanh nghiệp khác trong ngành.
- Một số các tòa nhà mới xây dựng của công ty đặt ở những vị trí cách xa trung tâm, xa rời các cơ quan chức năng khác cho nên khả năng cho thuê trong tương lai thấp.

### Cơ hội

**Nhu cầu về nhà ở khu vực Hà Nội và lân cận còn rất lớn**

- Thị trường bất động sản rất tiềm năng, dân số lớn đặc biệt là nhu cầu về nhà ở hạng trung và rẻ ở Hà Nội .
- Giá đất ở phía Tây Hà Nội là nơi công ty đang tiến hành xây dựng các dự án đang có xu hướng tăng lên
- Thị trường bất động sản đã có những dấu hiệu ấm lên trong thời gian gần đây đặc biệt là ở phân khúc nhà ở mức trung bình và thấp.
- Nền kinh tế Việt Nam đang được dự báo là sẽ sớm vượt qua khỏi cơn bão khủng hoảng

### Thách thức

**Công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh của một số các đối thủ khác lớn ở Miền Bắc**

- Đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt với một số các công ty kinh doanh bất động sản khác ở Hà Nội là Vincom và Sudico và một số nhà đầu tư bất động sản nước ngoài
- Một số dự án chỉ có triển vọng và khả năng sinh lợi tốt nếu các quốc lộ dẫn đến được hoàn thiện.
- Sự biến động giá cả vật liệu xây dựng sẽ ảnh hưởng tới hoạt động xây lắp của công ty.

## CÁC DỰ ÁN MỚI CỦA CÔNG TY

### Chiến lược phát triển

**Công ty xây dựng cho mình chiến lược phòng về để phát triển trong tương lai**

Từ việc phân tích SWOT như ở trên Công ty Cơ phần phát triển đô thị Từ Liêm đã xây dựng cho mình chiến lược phát triển trung và dài hạn như sau:

- Phát huy tối đa kinh nghiệm và nguồn lực hiện có tập trung vào hai lĩnh vực chính của công ty là : đầu tư xây dựng các khu đô thị và xây lắp công trình
- Đầu tư cho việc thiết kế, xây dựng các khu đô thị có kết cấu hạ tầng đồng bộ và hiện đại, thiết kế các mô hình các căn hộ chung cư cao cấp, nhà biệt thự, dinh thự, văn phòng cho thuê nhằm đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng.
- Duy trì và phát huy đẩy nhanh hơn nữa tốc độ tăng trưởng của công ty, tối đa hóa lợi ích cho khách hàng để tạo giá trị gia tăng chung cho Công ty và xã hội.

### Các dự án công ty đang tiến hành



**Khu đô thị mới Dich Vong**



**Khu đô thị mới Từ Liêm**

Tên dự án	Mô tả dự án	Tiến độ thực hiện
<b>Khu đô thị mới Tràm Trôi</b>	Tổng diện tích 38ha, diện tích đất thương mại là 16.7 ha. Khu đô thị được bố cục thành hai đơn vị nằm về 2 phía của trục đường chính 31m.	Hiện tại cơ sở hạ tầng đã cơ bản hoàn thành
<b>Khu đô thị mới Dich Vong</b>	Tổng diện tích 22,5 ha bao gồm 4 nhà chung cư cao tầng. Ngoài ra còn 154 nhà biệt thự, nhà lô, 2 trường tiểu học và THCS, 2 nhà trẻ.	Cơ bản đã hoàn thành
<b>Khu đô thị mới Tây Đô - Hoài Đức</b>	Khu đô thị mới có diện tích 116ha, diện tích thương mại 84ha. NTL góp vốn liên doanh 50%. Dự án này đóng vai trò quan trọng trong việc hình thành	Đã được cấp phép làm chủ đầu tư dự án
<b>Khu đô thị Hòa Sơn, Lương Sơn, Hòa Bình</b>	Diện tích 37ha là khu nhà vườn sinh thái, đất đồi không phải san nền, chỉ làm cơ sở hạ tầng	Dự kiến cuối năm 2009 làm xong thủ tục đền bù, giải tỏa, nộp tiền sử dụng đất.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu NTL theo ba phương pháp cơ bản: DCF, P/E và P/B. Riêng phương pháp định giá theo DCF chúng tôi tiến hành sử dụng mô hình chiết khấu luồng cổ tức (DDM) theo ba giai đoạn. Chúng tôi cũng xây dựng hai kịch bản thận trọng và lạc quan cho mô hình này để có thể nhận định một cách chính xác nhất.

### Kịch bản thận trọng

#### Định giá theo phương pháp DCF

#### Giai đoạn 1:

Theo tính toán của chúng tôi cổ phiếu NTL trong giai đoạn hiện nay có  $\beta = 1.1$  theo mô hình CAPM tỷ suất chiết khấu cho NTL giai đoạn này là 15.6%. Dựa trên kết quả kinh doanh khá ấn tượng của NTL trong hai quý đầu năm chúng tôi dự báo rằng lợi nhuận của công ty sẽ vượt xa năm 2008, và vượt mức 10% trong kế hoạch đặt ra. Doanh thu tăng trưởng ấn tượng sẽ kéo theo EPS của công ty tăng mạnh trong năm nay. Tuy nhiên gần đây chính phủ đang có những dấu hiệu kiểm soát tín dụng bởi lo ngại dòng tiền chảy sang bất động sản sẽ làm bong bóng xuất hiện. Vì vậy chúng tôi giả định trong giai đoạn này tốc độ tăng trưởng là 8.05% căn cứ vào  $ROE_{2008} = 23,8\%$  và tỷ lệ thu nhập giữ lại là  $b = 33,8\%$ .

- Dự báo doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính trong năm 2009 và bốn năm tới của chúng tôi như sau:

Đơn vị: Nghìn đồng

	2009	2010	2011	2012	2013
Tổng doanh thu	870,668,263.5	940,697,763.3	1,016,359,869	1,098,107,621	1,186,430,499
Doanh thu thuần	870,668,263.5	940,697,763.3	1,016,359,869	1,098,107,621	1,186,430,499
Giá vốn hàng bán	502,3198,08.6	542,722,343.6	586,374,531	633,537,746.7	684,494,389.3
Lợi nhuận gộp	368,348,454.9	397,975,419.7	429,985,337.6	464,569,873.8	501,936,109.9

- Giá vốn hàng bán, chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ tăng cùng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu trong tương lai. Lợi nhuận gộp của công ty sẽ tăng lên qua các năm tuy nhiên tốc độ tăng lên là không lớn.
- Doanh thu từ hoạt động tài chính sẽ tăng lên bởi sự hoàn nhập dự phòng giảm giá cổ phiếu SJS và công ty sẽ tiến hành đầu tư tài chính thêm khi lượng tiền mặt tăng lên.

Đơn vị: Nghìn đồng

Chi phí HĐTC	15,943,320.29	17,225,671.78	18,611,165.24	20,108,096.56	21,725,428.90
Chi phí lãi vay	553,320.36	553,320.36	553,320.36	553,320.36	553,320.36
Chi phí quản lý doanh nghiệp	19,905,513.96	21,506,552.2	23,236,364.99	25,105,309.9	25,105,309.9

- Chi phí tài chính chủ yếu là chi phí lãi vay sẽ không tăng thêm nhiều bởi khi vốn chủ sở hữu tăng lên công ty sẽ không phải đi vay dài hạn, mặt khác nợ ngắn hạn chủ yếu là do người mua trả tiền trước nên công ty không phải trả lãi vay. Chi phí lãi vay cho năm năm tới không biến động nhiều.
- Cho đến thời điểm này công ty chưa có bất cứ một thông tin gì về việc sẽ phát hành thêm cổ phiếu trong tương lai cho nên chúng tôi giả định trong thời gian gần công ty không có sự tăng lên của vốn điều lệ. Tuy nhiên tỷ trọng nợ trong cơ cấu nguồn vốn của công ty hiện đang rất cao vì thế trong tương lai công ty sẽ tiến hành tăng vốn chủ sở hữu lên bằng cách tăng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư.

Năm	2009	2010	2011	2012	2013
Lợi nhuận để lại	18,0549,493.5	226,911,601.2	251,123,344.3	277,282,982	277,274,395
Vốn chủ sở hữu	439,976,014.4	666,887,615.6	918,010,960.0	1,195,293,943	1,472,568,338
ROE	63.40%	45.09%	35.39%	29.37%	23.84%

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Lợi nhuận tăng trưởng đột biến vào năm 2009 sẽ đẩy EPS lên rất cao. Công ty tiếp tục duy trì uy tín của mình với các nhà đầu tư bằng cách tăng tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao qua các năm.

Năm	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	17,009	18,336	19,812	21,407	21,407
Tỉ lệ chi trả cổ tức	60%	45%	45%	45%	45%
DPS	6,000	4,500	4,500	4,500	4,500

Giá trị hiện tại của dòng cổ tức trong giai đoạn này:  $P_1 = 17,820đ$

### Giai đoạn 2: Giai đoạn tăng trưởng nhanh

- Năm năm kế tiếp tốc độ tăng trưởng tăng lên 21%/ năm, tỷ suất chiết khấu vẫn là 15%/năm do nền kinh tế có thể đã hoàn toàn hồi phục sau khủng hoảng.
- Thực tế cho thấy số lượng nhà ở đã, đang và sẽ tăng trong khoảng thời gian không xa. 6 tháng đầu năm nay, diện tích nhà ở trên toàn quốc đã tăng thêm khoảng 22 triệu m<sup>2</sup>; trong đó tại các đô thị tăng thêm 11,4 triệu m<sup>2</sup>, tại khu vực nông thôn tăng thêm 10,6 triệu m<sup>2</sup>. Tổng diện tích nhà ở trên toàn quốc đạt khoảng trên 1000 triệu m<sup>2</sup> (đô thị: 320,7 m<sup>2</sup>; nông thôn: 737,6 triệu m<sup>2</sup>). Diện tích bình quân nhà ở cả nước đạt 12,2 m<sup>2</sup>/người. Đến nay, trên cả nước có khoảng 486 khu đô thị mới có quy mô từ 20 ha đến trên 1.000 ha với tổng diện tích đất theo quy hoạch dự kiến là 74.057 ha, trong đó có nhiều dự án đã được phê duyệt.
- Mặt khác trong giai đoạn này NTL có thể không còn được lợi thế do quỹ đất giá rẻ đã được sử dụng gần hết nên chi phí của công ty tăng lên.

Giá trị hiện tại của dòng cổ tức trong giai đoạn này:  $P_2 = 13,690đ$

### Giai đoạn 3: Giai đoạn tăng trưởng đều

Lúc này tỷ lệ chiết khấu giảm xuống chỉ còn 7% và tốc độ tăng trưởng giảm còn 12%

Giá trị hiện tại của dòng cổ tức trong giai đoạn này  $P_3 = 63,406 đ$

Tổng hợp lại giá của NTL vào thời điểm hiện tại cho kịch bản thận trọng là :  **$P = 94,910đ$**

## Kịch bản lạc quan

### Giai đoạn 1: Năm năm từ 2009 đến 2013

Thị trường bất động sản đang có dấu hiệu ấm dần lên nhất là ở phân khúc nhà ở khi giá các căn hộ chung cư có dấu hiệu tăng trở lại trong thời gian gần đây. Nhu cầu thực về nhà ở trong nền kinh tế là rất lớn mặt khác bất động sản còn là một loại tài sản dùng để đầu tư cho nên cầu sẽ tăng lên đột biến. Cùng với sự hỗ trợ cơ bản của các yếu tố vĩ mô chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản sẽ có trở lại hoạt động sôi động hơn trong giai đoạn trước.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Các giả định như trong phần dự báo thận trọng vẫn được giữ nguyên chỉ thay đổi tốc độ tăng trưởng lúc này là 10%/năm. Dự báo thu nhập của công ty trong năm năm tới như bảng dưới đây.

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013
Tổng doanh thu	870,668,263.5	957,735,089.8	1,053,508,599	1,158,859,459	1,274,745,405
Doanh thu thuần	870,668,263.5	957,735,089.8	1,053,508,599	1,158,859,459	1,274,745,405
Giá vốn hàng bán	50,2319,808.6	552,551,789.5	607,806,968.4	668,587,665.3	735,446,431.8
Lợi nhuận gộp	368,348,454.9	405,183,300.3	445,701,630.4	490,271,793.4	539,298,972.8
Doanh thu từ HĐTC	38,923,471.0	42,815,818.1	47,097,399.9	51,807,139.9	56,987,853.9
Chi phí HĐTC	15,943,320.2	17,537,652.3	19,291,417.5	21,220,559.3	23,342,615.2
Chi phí lãi vay	553,320.3	5,533,20.3	553,320.3	553,320.3	553,320.3
Chi phí quản lý doanh	19,905,513.9	21,896,065.3	24,085,671.8	26,494,239.0	29,143,662.9
Lợi nhuận từ HĐSXKD	371,423,091.6	408,565,400.8	449,421,940.9	494,364,135	543,800,548.5
Thu nhập khác	186,664.6	205,331.0	225,864.2	248,450.6	273,295.6
Chi phí khác	539,443.3	550,232.1	561,236.8	572,461.5	583,910.7
Lợi nhuận khác	-352,778.6	-344,901.0	-335,372.6	-324,010.8	-310,615.0
Lợi nhuận trước thuế	371,070,331.0	408,220,499.7	449,086,568.3	494,040,124	543,489,933.4
Thuế TNDN	92,120,819.4	10,205,5124.9	112,271,642.1	123,510,031	135,872,483.3
Lợi nhuận sau thuế	278,949,493.5	30,616,5374.8	336,814,926.2	370,530,093	407,617,450
LNST công ty mẹ	278,949,493.5	306,165,374.8	336,814,926.2	370,530,093	407,617,450

**Đơn vị: Nghìn đồng**

Tỷ lệ chi trả cổ tức được dự báo là sẽ tăng trong tương lai như sau:

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	17.009	18.669	20.537	22.593	24.855
TLTCT	65%	50%	50%	50%	50%
DPS	6.500	5.000	5.000	5.000	5.000

Giá trị hiện tại của cổ phiếu trong giai đoạn này:  **$P_1 = 17,820 \text{ đ}$**

**Giai đoạn 2:** Giai đoạn tăng trưởng nhanh

Năm năm tiếp theo từ 2013 đến 2018. Tốc độ tăng trưởng tăng lên là 22%/năm tỷ suất chiết khấu lúc này cũng tăng lên là 15%/năm. Giá trị hiện tại của cổ phiếu trong giai đoạn này  **$P_2 = 10,150 \text{ đ}$**

**Giai đoạn 3:** Giai đoạn tăng trưởng đều

Từ năm 2018 trở đi tốc độ tăng trưởng đều là 8% tỷ suất chiết khấu giảm xuống còn 12% năm.

**$P_3 = 86,130 \text{ đ}$**

**Tổng hợp lại cho kịch bản lạc quan:  $P = 118.100 \text{ đ}$**

Như vậy tổng hợp lại theo phương pháp DCF chúng tôi xác định được giá của cổ phiếu NTL nằm trong khoảng từ **94,910** đến **118,100 đ/CP**. Hiện nay giá cổ phiếu NTL trên thị trường đang xấp xỉ 100.000 đ/CP. Nếu như nhìn vào triển vọng ngành trong tương lai cùng với việc phân tích tình hình công ty và định giá của chúng tôi như trên có thể thấy cổ phiếu NTL rất tiềm năng cho việc mua và nắm giữ trong cả ngắn hạn và dài hạn.



## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Định giá theo phương pháp P/E và P/B

#### Phương pháp P/E

Với phương pháp định giá theo hệ số chúng tôi tiến hành lựa chọn các cổ phiếu trong ngành bất động sản cùng lĩnh vực hoạt động chính với NTL hiện đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để tránh sự khác biệt về quy mô tài sản hoạt động của các công ty chúng tôi sử dụng phương pháp tính tỷ trọng bình quân gia quyền (dựa trên giá trị vốn hóa thị trường) để tính trung bình ngành.

**Bảng: Thống kê chỉ tiêu của các công ty bất động sản**

MCK	SLCP đang lưu hành	Giá (17/08)	GTVH( tỷ đồng)	BVPS	P/B	Trailing EPS		Tỷ trọng
						EPS điều chỉnh	P/E điều chỉnh	
NTL	16,316,000	93.50	1,525,546,000	15.614	5.99	8.45	8.41	10.46%
SJS	39,750,000	149.00	5,922,750,000	28.822	5.17	5.06	29.46	40.62%
SD9	14,999,878	31.50	472,496,157	17.510	1.80	4.7	6.58	3.24%
STL	10,000,000	60.60	606,000,000	14.666	4.13	3.16	17.93	4.16%
TDH	24,472,743	76.50	1,872,164,840	40.776	1.88	9.83	8.09	12.84%
BCI	54,200,000	49.80	2,699,160,000	19.884	2.50	2.32	21.20	18.51%
SC5	10,320,000	46.80	482,976,000	17.871	2.62	2.77	17.68	3.31%
NBB	15,150,000	54.00	818,100,000	28.17	1.91	0.65	8.00	5.61%
RCL	2,500,000	72.3	180,750,000	25.57	2.82	3.06	2.77	1.24%

*Nguồn: TVSI tổng hợp*

Dựa trên số liệu tổng hợp được chúng tôi tính toán được  $P/E_{ngành} = 13.35$  của ngành bất động sản. Nếu so sánh P/E của NTL và P/E ngành chúng tôi nhận thấy rằng P/E của công ty hiện đang ở mức thấp hơn so với mức trung bình chung của thị trường điều này chứng tỏ cổ phiếu NTL rất đang hấp dẫn để đầu tư. Giá của NTL theo phương pháp này là **P= 112.080 đ**

#### Phương pháp P/B

Cũng giống như cách tính như trên chúng tôi tính toán được  $P/B_{ngành} = 3.748$ . P/B của công ty cao hơn mức trung bình ngành và có thể nhận thấy là cao nhất điều này chứng tỏ thị trường đang đánh giá tình hình hoạt động của công ty sẽ sáng sủa hơn trong tương lai. Giá NTL theo phương pháp P/B là **58,520đ**. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý các nhà đầu tư trong cơ cấu vốn của NTL vốn chủ sở hữu của công ty là rất nhỏ nên BVPS thấp cho nên kết quả tính toán này chưa thực sự phản ánh hết tiềm năng của công ty.

#### Khuyến nghị đầu tư:

Chúng tôi tiến hành định giá cho cả hai phương pháp DCF và tỷ số. Mỗi phương pháp có ưu điểm riêng. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn. Phương pháp định giá theo DCF và P/E đáng tin cậy hơn vì phù hợp với tình hình hoạt động hiện tại của công ty và diễn biến thị trường cho nên chúng tôi lấy xác suất tin cậy là 40% riêng phương pháp P/B kém tin cậy hơn nên xác suất là 20%. Kết quả định giá cuối cùng cho cổ phiếu NTL là **99,138đ**

---

**Khuyến cáo sử dụng**

---

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

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

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

**PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ**

***Trưởng phòng Phân tích và Đầu tư***

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvs.com.vn

***Chuyên viên phân tích***

**Lê Thùy Ngọc Khanh**

**khanhltn@tvs.com.vn**

Trương Trần Dũng

Võ Lan Phương

Phan Hoàng Diệu

Lưu Thị Hương

Vũ Thị Oanh