

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **19.514**

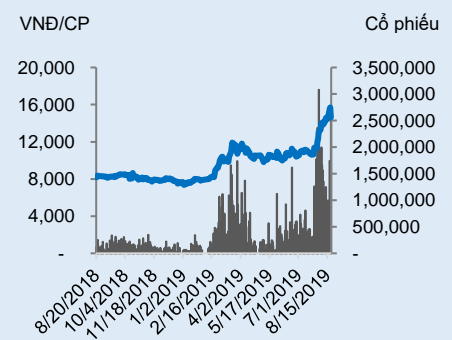
Giá thị trường (21/8/2019) **14.650**

Lợi nhuận kỳ vọng **33,2%**

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	7.360-15.700
Vốn hóa	2.008 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	137.097.323
KLGD bình quân 10 ngày	1.325.655
% sở hữu nước ngoài	1,42%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,8%
Beta	0,7

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
IJC	90,8%	37,6%	35,0%	46,8%
VNIndex	11,5%	-0,1%	2,6%	1,5%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

(84 28) 3914.6888 ext 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

# CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật

Mã giao dịch: IJC

Reuters: IJC.HM

Bloomberg: IJC VN

## Lợi nhuận tăng trưởng với sự cải thiện mảng bất động sản

### Hoạt động thu phí hiệu quả, mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho IJC

**Thu nhập từ thu phí có thể trang trải chi phí hoạt động của IJC khi BDS khó khăn.** Giai đoạn 2014-2016, IJC khó khăn trong hoạt động kinh doanh bất động sản, đặc biệt, ở những sản phẩm cao cấp phát triển ở TPM.Bình Dương. Thời điểm đó, hoạt động từ thu phí trở thành nguồn thu rất quan trọng cho công ty khi hoàn toàn có thể trang trải cho chi phí lãi vay, chi phí hoạt động của doanh nghiệp

**Lợi nhuận ròng từ thu phí chiếm 70-90%, giúp công ty chi trả cổ tức tiền mặt ổn định.** Có thời điểm, năm 2016, lợi nhuận ròng từ thu phí chiếm 93% tổng lợi nhuận của IJC. Trung bình 2015-2017, tỷ trọng này là 85% và giảm còn 57% vào năm 2018 khi nguồn thu bất động sản ghi nhận sự tăng trưởng trở lại. Điều này giúp cho IJC thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt ổn định từ 8-12% trong giai đoạn trên, đây là mức chi trả cao nếu so với doanh nghiệp bất động sản khác trên thị trường.

### Triển vọng hoạt động bất động sản khả quan với biên lợi nhuận cải thiện

Đây là điểm mà chúng tôi kỳ vọng sẽ mang lại sự hấp dẫn hơn đối với IJC. Kinh doanh bất động sản là hoạt động quan trọng với giá trị chiếm hơn 60% tổng tài sản. Trong giai đoạn 2012-2017, sự trầm lắng ở phân khúc cao cấp ở Bình Dương mang lại khó khăn lớn cho Công ty. Điều này làm cho hàng tồn kho duy trì ở mức cao, dòng tiền bán hàng thấp, chi phí vốn gia tăng và đặc biệt là làm triển vọng IJC chưa hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên, từ năm 2018, tình hình bất động sản Bình Dương ghi nhận tín hiệu tích cực bắt đầu ở khu vực lân cận HCM như Dĩ An, Lái Thiêu... sau đó, lan sang các khu vực khác như Thủ Đức Một, Bến Cát... Điều này giúp hoạt động kinh doanh bất động sản của IJC có những cải thiện khả quan từ năm 2018 và kỳ vọng duy trì trong 2019-2020.

### Câu chuyện dài hạn hấp dẫn với kế hoạch thoái vốn của Becamex IDC

Đây là 1 trong những điểm nhấn hấp dẫn trong câu chuyện đầu tư vào IJC trong 2019-2020. Theo phương án tái cấu trúc, BCM sẽ thoái vốn tại công ty có hoạt động tương đồng với công ty mẹ ở lĩnh vực bất động sản như IJC, TDC... xuống dưới 51%. Tại DHCD 2019, ban lãnh đạo IJC và đồng thời cũng là thành viên trong ban lãnh đạo Becamex cho biết sẽ giảm tỷ lệ sở hữu tại IJC theo hình thức bán vốn.

### Dự phóng LNST cổ đông công ty mẹ 2019 tăng trưởng tối thiểu 20% yoy

Căn cứ kết quả kinh doanh H1.2019, BVSC kỳ vọng năm 2019 tiếp tục là 1 năm khả quan đối với IJC về lợi nhuận. Đối với doanh thu, chúng tôi dự báo cả năm là 1.318 tỷ, tăng 6% yoy. Trong đó, mảng kinh doanh bất động sản cho rằng sẽ tăng nhẹ về doanh thu và sự cải thiện chủ yếu trong lợi nhuận gộp biên. Điều này thể

hiện phần nào trong kết quả của H1.2019. LNST trừ thuế số là 287 tỷ, tăng 23% yoy và vượt 11% với kế hoạch. Theo đó, EPS trên cổ phần 2,089 đồng.

### **Định giá còn hấp dẫn với mức premium 33% so với giá thị trường**

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần IJC. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **19.514 đồng/cp**, tương ứng với mức premium 33% so với giá thị trường ngày 21.8.2019.

### **Khuyến nghị:**

Từ những phân tích trên, chúng tôi đánh giá khả quan đối với triển vọng của IJC từ năm 2019. Những áp lực trong hoạt động kinh doanh cụ thể là: tồn kho bất động sản, tình hình tài chính ghi nhận những cải thiện tích cực từ năm 2018. Kinh doanh sản phẩm bình dân sẽ là động lực chính cho IJC trong thời gian tới. Trong khi đó, quỹ đất tại TPM. Bình Dương dù chiếm tỷ trọng lớn trong hàng tồn kho nhưng triển vọng có những thay đổi khả quan hơn so với giai đoạn trước 2017. Thêm vào đó, kế hoạch thoái vốn của BCM tại IJC là 1 trong những yếu tố giúp câu chuyện đầu tư tại IJC sẽ hấp dẫn hơn trong 2019-2020.

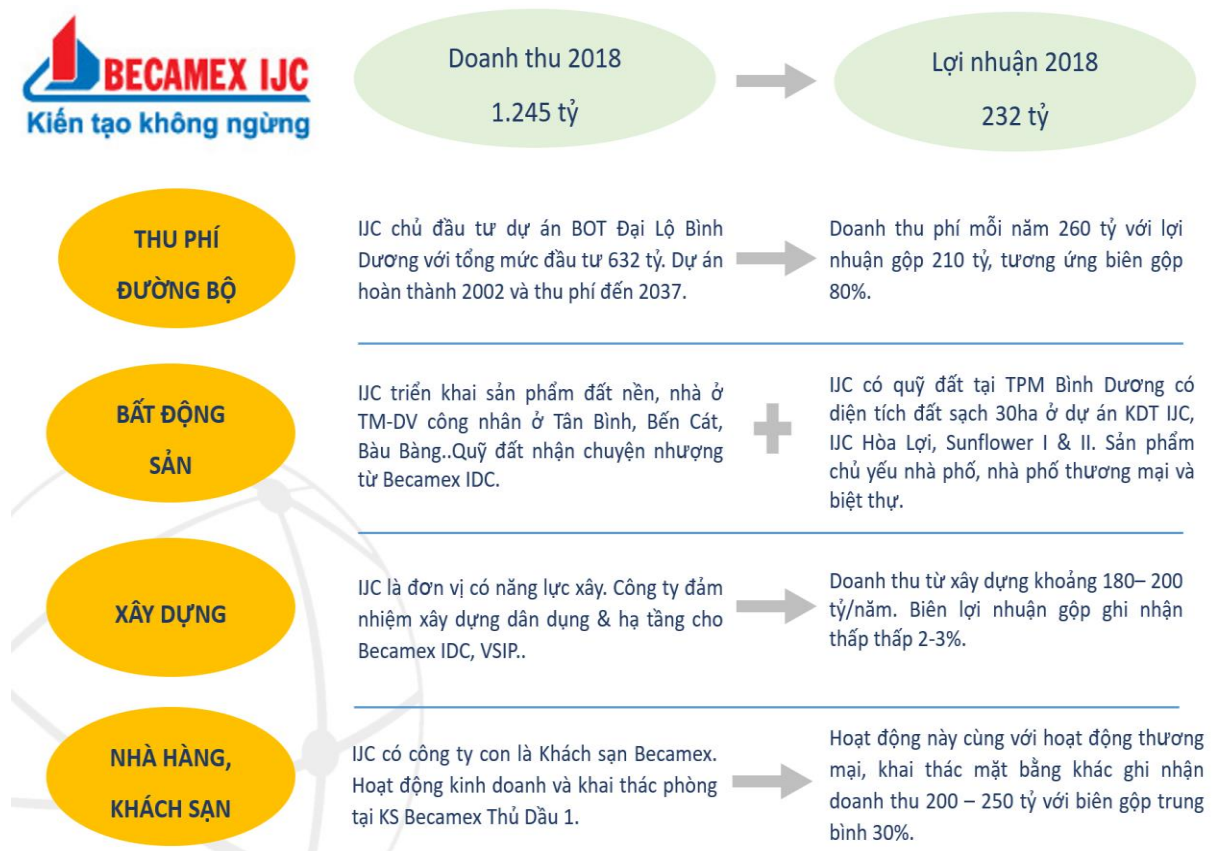
Và quan trọng hơn, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu IJC vẫn đang định giá thấp so với giá trị hợp lý của Công ty. Theo ước tính thận trọng của BVSC, giá hợp lý mỗi cổ phần IJC là 19.514 đồng/cp, cao hơn 33% giá thị trường ngày 21.8.2019. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu IJC cho mục tiêu đầu tư trung hạn. Mặc dù vậy, giá cổ phiếu IJC có nhịp tăng nhanh khoảng 50% trong 2 tháng vừa qua nên rủi ro điều chỉnh là hiện hữu. Do đó, một sự điều chỉnh là điều cần thiết và đây là cơ hội để nhà đầu tư tích lũy với lợi nhuận kỳ vọng 35-40% với thời gian nắm giữ khoảng 6 – 12 tháng.

## Tổng quan hoạt động kinh doanh của IJC

Công ty cổ phần hạ tầng kỹ thuật (IJC) thành lập năm 2007 từ phương án cổ phần hóa dự án Dự án BOT quốc lộ 13 từ Tổng công ty Becamex IDC. Sau hơn 10 năm hoạt động, vốn điều lệ Công ty tăng từ 337 tỷ lên 2.741 tỷ vào năm 2016. Tuy nhiên, trong năm 2016, công ty thực hiện giảm vốn điều lệ với tỷ lệ 50% từ 2.741 tỷ còn 1.370 tỷ. Vốn điều lệ này duy trì tính đến hết 30.6.2019. Cổ đông lớn duy nhất là Becamex IDC với tỷ lệ sở hữu 78.8% và còn lại là cổ đông khác dưới 5%. Hoạt động kinh doanh của IJC hiện tại chủ yếu từ i) hoạt động thu phí ii) kinh doanh bất động sản dân dụng.

**Hoạt động thu phí đóng góp lợi nhuận lớn, trong khi, hiệu quả kinh doanh bất động sản dần cải thiện.**

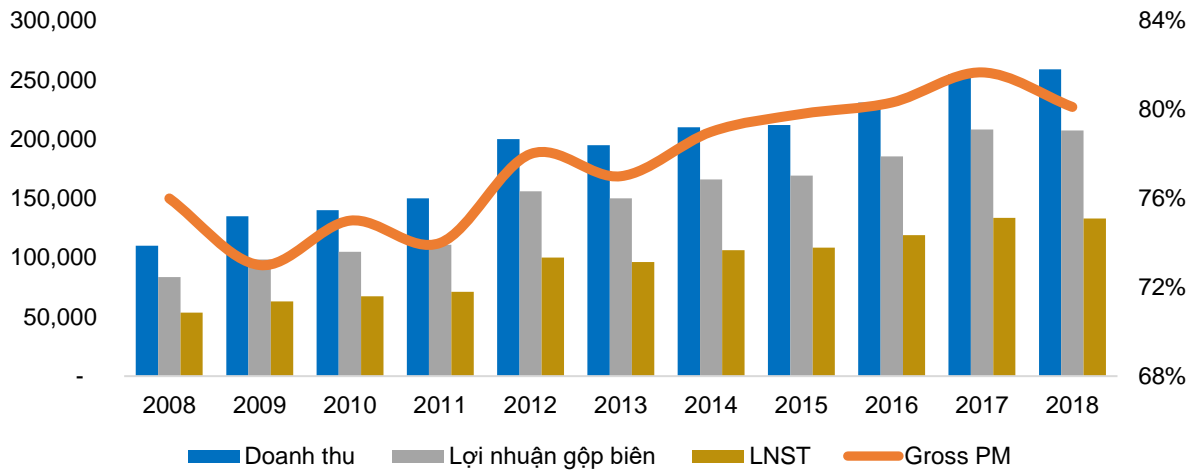
Chúng tôi tóm tắt hoạt động & tài sản của IJC như sau:



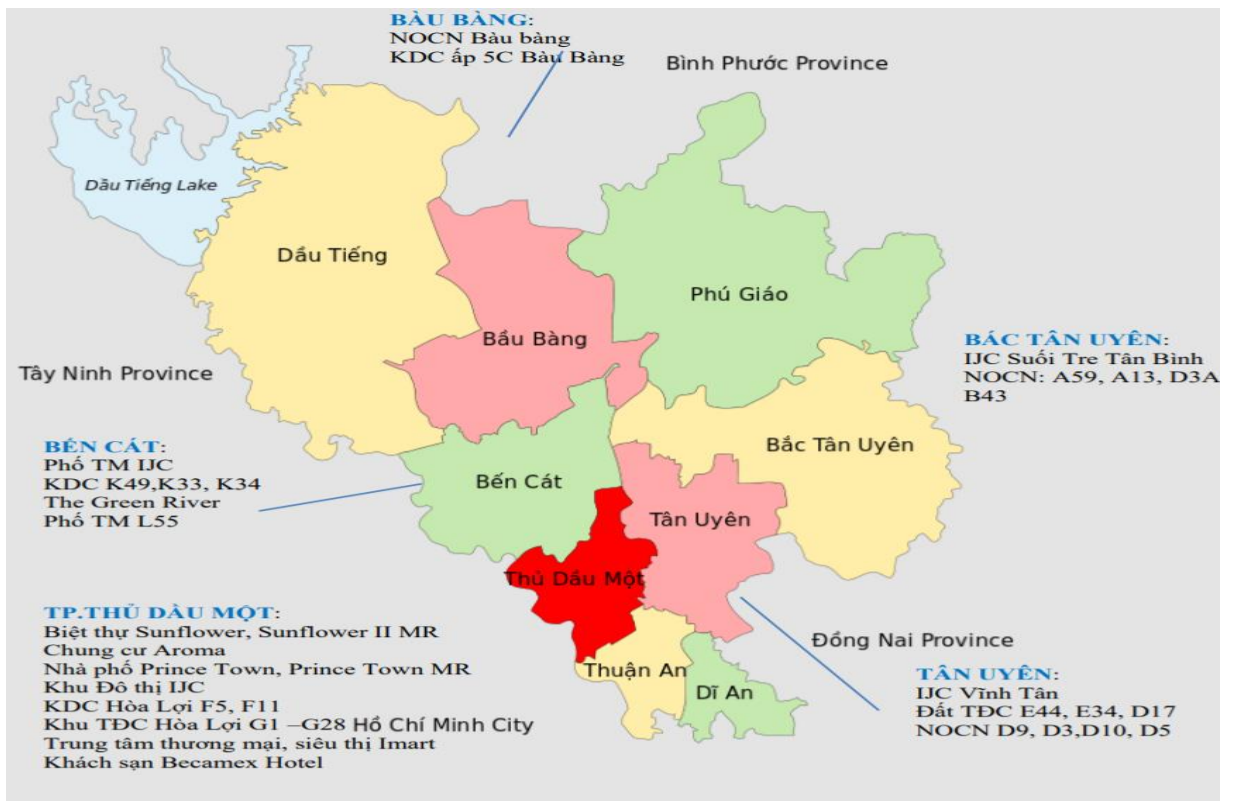
**Hoạt động thu phí:** là hoạt động chính của IJC từ khi thành lập. Công ty quản lý và khai thác thu phí tại dự án BOT Đại lộ Bình Dương (QL13). Dự án có vốn đầu tư 683 tỷ được triển khai từ 2002 với thời gian thu phí kéo dài đến năm 2037. Hiệu quả khai thác dự án tính đến hiện tại rất tốt với lưu lượng xe đạt khoảng 18 triệu lượt/năm. Tốc độ tăng lưu lượng xe nhìn chung ở mức bão hòa với trung bình khoảng 2-3% năm. Doanh thu phí mang lại cho Công ty là 250 -260 tỷ với lợi nhuận gộp biên trung bình các năm khoảng 80%.

**THỐNG KÊ HOẠT ĐỘNG THU PHÍ**

Nguồn: IJC, BVSC tổng hợp



**Kinh doanh bất động sản:** của IJC tập trung 2 phân khúc chính là cao cấp với các dự án ở Thành phố mới Bình Dương; sản phẩm bình dân được phát triển ở quỹ đất liền kề khu công nghiệp của Becamex như Thời Hòa, Tân Bình, Bến Cát... Hiện tại, quỹ đất sạch của IJC theo ước tính của chúng tôi khoảng 35-40ha, trong đó, phần lớn vẫn tập trung ở TPM Bình Dương.



Doanh thu từ kinh doanh bất động sản trong 2015 - 2017 chỉ khoảng 250-300 tỷ (trừ năm 2016 có doanh thu đột biến do chuyển nhượng lại dự án cho Becamex IDC trong kế hoạch giảm vốn điều lệ). Năm 2018, thị trường bất động sản Bình Dương ở khu vực TPM Bình Dương, Bến Cát, Phú Hòa chuyển biến khả quan giúp hoạt động kinh doanh của IJC cải thiện. Doanh thu đạt 546 tỷ, tăng 82% yoy.

Sản phẩm mà IJC đã và đang triển khai như:

Đất nền/nhà ở TM-DV công nhân



- ❑ Giá trị sản phẩm khoảng 500-1 tỷ/đất nền và 1 – 2 tỷ/căn nhà.
- ❑ Công ty triển khai kinh doanh chủ yếu tại quỹ đất ở KDC Bàu Bàng, Thới Hòa.
- ❑ Biên lợi nhuận gộp trung bình 40-45%.

Nhà phố, biệt thự ở TPM Bình Dương



- ❑ Quỹ đất sạch của IJC ở TPM Bình Dương khoảng 29-30ha với các dự án trọng điểm là Đông Đô Đại Phố, IJC Hòa Lợi, Sunflower mở rộng...
- ❑ Giá trị sản phẩm trung bình 5-6 tỷ/nhà phố và 10 tỷ/biệt thự.
- ❑ Biên lợi nhuận gộp khoảng 30-35%.

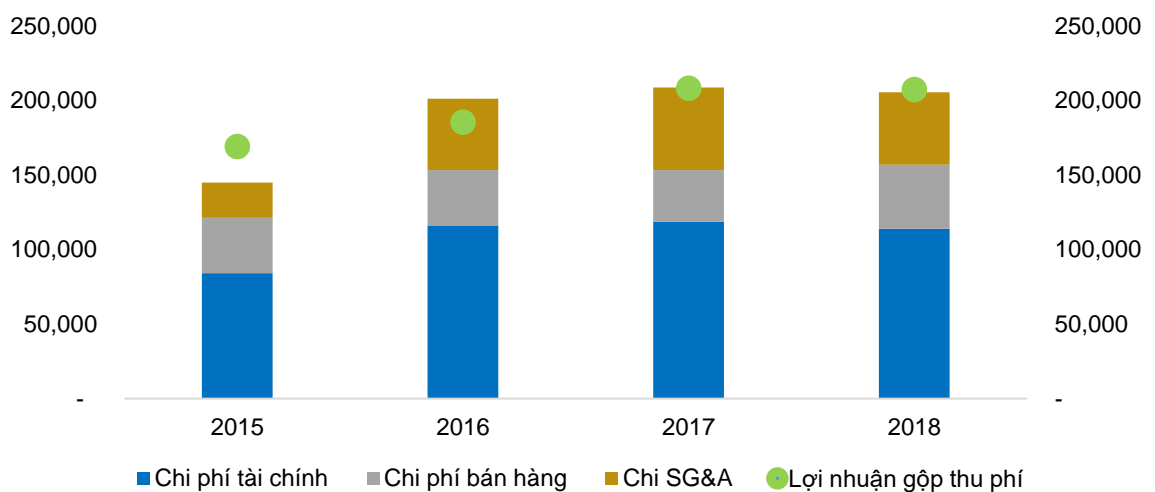
**Hoạt động thu phí hiệu quả, mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho IJC**

Chúng tôi đánh giá cao đóng góp của hoạt động thu phí cho hoạt động kinh doanh chung của IJC trong thời gian qua. Bên cạnh đóng góp về lợi nhuận, nguồn thu phí giúp trang trải cho chi phí hoạt động, chi phí tài chính và đảm bảo chi trả cổ tức cho cổ đông dù giai đoạn 2014-2017 là khó khăn với thị trường bất động sản cao cấp tại Bình Dương.

**Thu nhập từ thu phí có thể trang trải chi phí hoạt động của IJC khi BDS khó khăn**

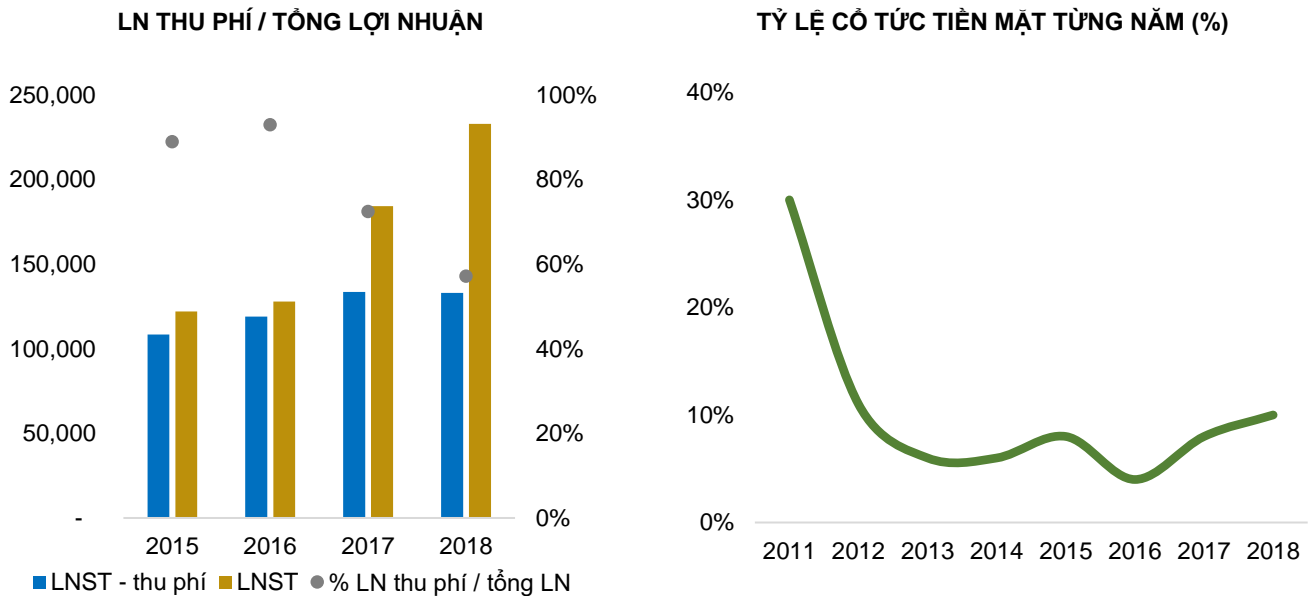
Đây là giai đoạn khó khăn trong hoạt động kinh doanh bất động sản của IJC, đặc biệt, ở những sản phẩm cao cấp phát triển ở TPM.Bình Dương. Thời điểm đó, hoạt động từ thu phí trở thành nguồn thu rất quan trọng cho công ty khi hoàn toàn có thể trang trải cho chi phí lãi vay, chi phí hoạt động của doanh nghiệp.

**LỢI NHUẬN THU PHÍ VÀ CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG CỦA IJC**



**Lợi nhuận ròng từ thu phí chiếm 70-90% lợi nhuận ròng, giúp công ty chi trả cổ tức tiền mặt ổn định.** Có thời điểm, năm 2016, lợi nhuận ròng từ thu phí chiếm 93% tổng lợi nhuận của IJC. Trung bình 2015-2017, tỷ trọng này là 85% và giảm còn 57% vào năm 2018 khi nguồn thu bất động sản ghi nhận sự tăng

trường trở lại. Điều này giúp cho IJC thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt ổn định từ 8-12% trong giai đoạn trên, đây là mức chi trả cao nếu so với doanh nghiệp bất động sản khác trên thị trường.



**Thời gian thu phí có thể kéo dài khi dự án nâng cấp mở rộng QL13 được chấp thuận đầu tư**

HDND tỉnh Bình Dương thông qua dự án nâng cấp QL13 đoạn Cổng chào Vĩnh Tuy đến nút giao Lê Hồng Phong từ 6 làn xe lên 8 làn xe với tổng chiều dài 14km. Tổng mức đầu tư **1.411 tỷ** (chưa bao gồm chi phí đền bù) từ năm 2019-2022. Công tác đền bù theo đánh giá Becamex IDC sẽ thuận lợi do chỉ mở rộng bên phải hướng từ TP.HCM nên số hộ dân chịu ảnh hưởng giảm so với mở rộng 2 bên. Hiện tại, Becamex IDC – cổ đông lớn của IJC – là đơn vị trình và lập dự án. Nếu dự án được Becamex IDC giao cho IJC triển khai thì đây là yếu tố tích cực hỗ trợ cho IJC. Và kéo dài thời gian thu phí là 1 trong những phương án mà tỉnh vẫn đang cân nhắc.

**Triển vọng hoạt động bất động sản khả quan với biên lợi nhuận cải thiện**

Đây là điểm mà chúng tôi kỳ vọng sẽ mang lại sự hấp dẫn hơn đối với IJC. Kinh doanh bất động sản là hoạt động quan trọng với giá trị chiếm hơn 60% tổng tài sản. Trong giai đoạn 2012-2017, sự trầm lắng ở phân khúc cao cấp ở Bình Dương mang lại khó khăn lớn cho Công ty. Điều này làm cho hàng tồn kho duy trì ở mức cao, dòng tiền bán hàng thấp, chi phí vốn gia tăng và đặc biệt là làm triển vọng IJC chưa hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên, từ năm 2018, tình hình bất động sản Bình Dương ghi nhận tín hiệu tích cực bắt đầu ở khu vực lân cận HCM như Dĩ An, Lái Thiêu...sau đó, lan sang các khu vực khác như Thủ Dầu Một, Bến Cát...Điều này giúp hoạt động kinh doanh bất động sản của IJC có những cải thiện khả quan từ năm 2018.

**Quỹ đất đô thị tập trung chủ yếu ở TPM.Bình Dương và ở các khu công nghiệp do Becamex, VSIP phát triển.**

Các quỹ đất này chủ yếu được nhận chuyển nhượng lại từ Becamex IDC, và liên doanh VSIP. Hai doanh nghiệp này có quỹ đất rất lớn do đó IJC không mất thời gian để phát triển quỹ đất. Đây cũng là điểm lợi thế cho IJC khi công tác đền bù hiện rất phức tạp, mất nhiều thời gian. Bù lại, IJC ít nhiều chịu sự chi phối từ Becamex IDC trong việc nhận chuyển nhượng dự án. Trong một số giai đoạn, dự án nhận chuyển

nhượng với sản phẩm chưa phù hợp cũng đã tạo ra khó khăn cho IJC như trường hợp các dự án tại TPM.Bình Dương. Hiện tại, các quỹ đất của IJC cũng đa dạng hơn về vị trí với sản phẩm bình dân, trung bình lẫn cao cấp. Điều này giúp hoạt động bất động sản của IJC được ổn định và nắm bắt cơ hội tốt hơn. Theo thống kê của BVSC, quỹ đất sạch của IJC khoảng 37ha trong đó khoảng 30ha tập trung ở TPM.Bình Dương. Thông tin cụ thể về quỹ đất như sau:

STT	Dự án	Quy mô (ha)	Đất thương phẩm (ha)	Diện tích TP còn lại (ha)
1	Dự án Suối Tre - Tân Bình	20	8,95	4,5
2	Đồng Đô Đại Phố	26,6	15	13,5
3	IJC Hòa Lợi	54	23	12
4	Sunflower Villa	7,35	3,3	1,7
5	KDC Ấp 4	-	1,7	1,7
6	Nhà ở CN – Bình Phước	-	2,6	2,6
<b>Tổng</b>		<b>112,35</b>	<b>56,5</b>	<b>35,5</b>

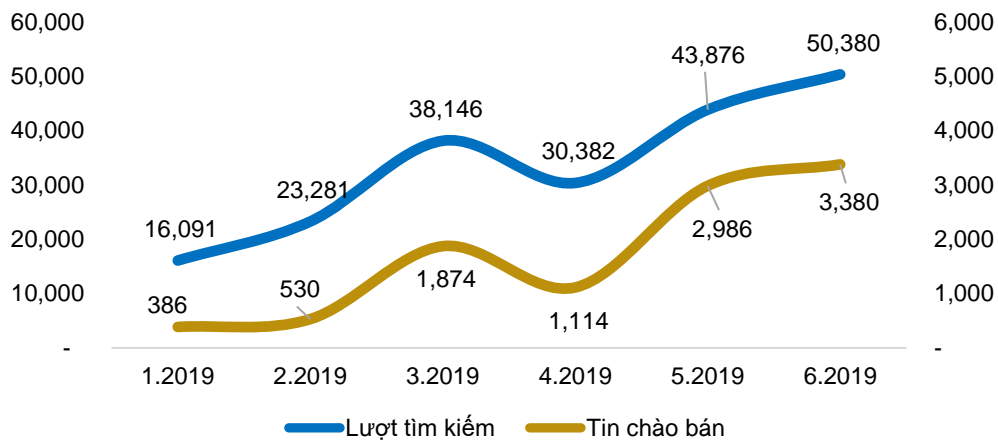
(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Với danh mục quỹ đất và sản phẩm đang phát triển, hoạt động kinh doanh của IJC có những hưởng lợi cụ thể. Từ năm 2018, thị trường bất động sản Bình Dương xuất hiện cơn sóng mới. Sản phẩm đất nền bình dân liền kề khu dân cư và khu công nghiệp thu hút dòng vốn đầu tư. Thanh khoản gia tăng với giá bán từ mức 3-5 triệu/m<sup>2</sup> tăng lên 7-15 triệu/m<sup>2</sup> ở khu vực có khu công nghiệp như Mỹ Phước, Bàu Bàng... Các sản phẩm nhà phố, biệt thự cao cấp ở TPM.Bình Dương với giá trị cao nên sức cầu gia tăng thấp hơn khu vực khác. Tuy nhiên, TPM Bình Dương không có dự án mới triển khai nên áp lực nguồn cung hạn chế. Do đó, cung và cầu giữ hợp lý giúp thanh khoản và giá bán cải thiện, giải phóng 1 lượng lớn hàng tồn kho cho IJC nói riêng và doanh nghiệp trong Becamex nói chung.

**Triển vọng khả quan từ sản phẩm bình dân giúp IJC bớt phụ thuộc vào câu chuyện ở TPM.Bình Dương.** Chúng tôi đánh giá cao về triển vọng các sản phẩm đất nền bình dân ở Bình Dương trong những năm tới. Sự phát triển mạnh của hoạt động công nghiệp tại Bình Dương ở các khu vực mới như Tân Uyên, Bến Cát, Tân Bình cũng giúp nhu cầu đất đô thị gia tăng. Sự phát triển thời điểm này nếu so sánh với giai đoạn 2008-2010 thì có tính bền vững hơn.

Theo khảo sát một số trang thông tin thị trường, khu vực mới như Bàu Bàng nhận được sự quan tâm lớn từ nhà đầu tư trong 6 tháng đầu 2019 khi xét theo lượt tìm kiếm và số thông tin chào bán.

**NHU CẦU BẤT ĐỘNG SẢN BÀU BÀNG GIA TĂNG H1.2019**

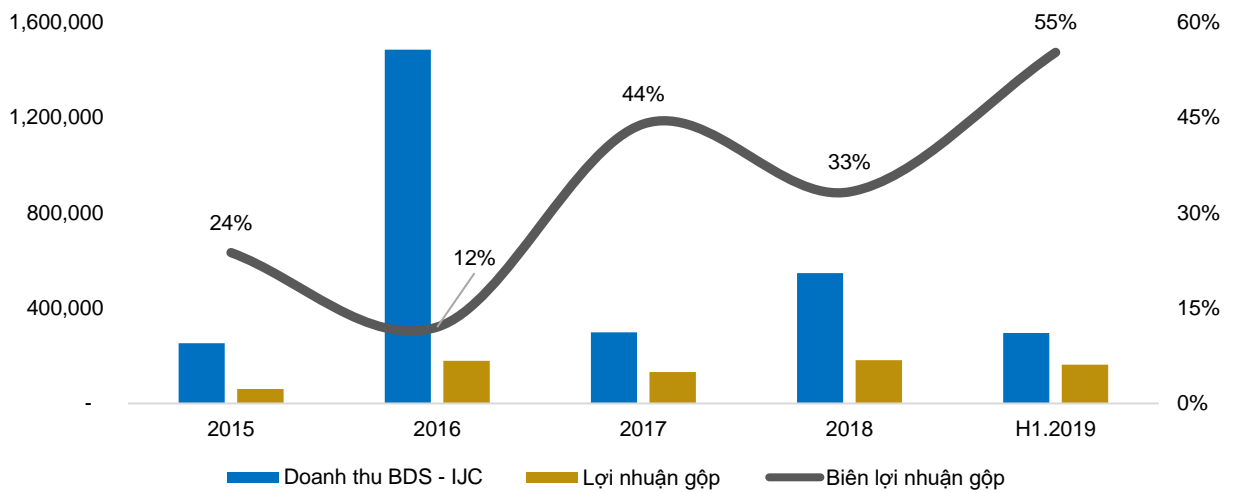


Và năm 2018, IJC đã kinh doanh thành công nhiều dự án ở khu vực Bàu Bàng và lân cận như Tân Uyên, Tân Bình...đây là 1 trong những yếu tố chính giúp doanh thu bất động sản năm 2018 tăng trưởng 88% so với năm 2017. Về quỹ đất khai thác, hiện tại, IJC chủ yếu nhận chuyển nhượng từ Becamex IDC và liên doanh VSIP. Theo thống kê sơ bộ, quỹ đất đô thị có thể khai thác của Becamex IDC ở khu vực Mỹ Phước, Bàu Bàng, Bình Phước lên đến 600ha. Đối với VSIP, chúng tôi chưa có số liệu thống kê, tuy nhiên, quỹ đất để khai thác của VSIP rất có giá trị. Và IJC cũng đã triển khai một số dự án từ quỹ đất VSIP như KDC áp 4 Tân Bình ở VSIP 2 mở rộng, dự án Phố Sông Cấm – Hải Phòng thuộc VSIP Hải Phòng...Như vậy, với triển vọng khả quan từ sản phẩm bình dân cũng như quỹ đất dồi dào có thể khai thác từ Becamex IDC, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh bất động sản của IJC sẽ tiếp tục khởi sắc, ngay cả khi các dự án ở TPM.Bình Dương chưa cải thiện như kỳ vọng.

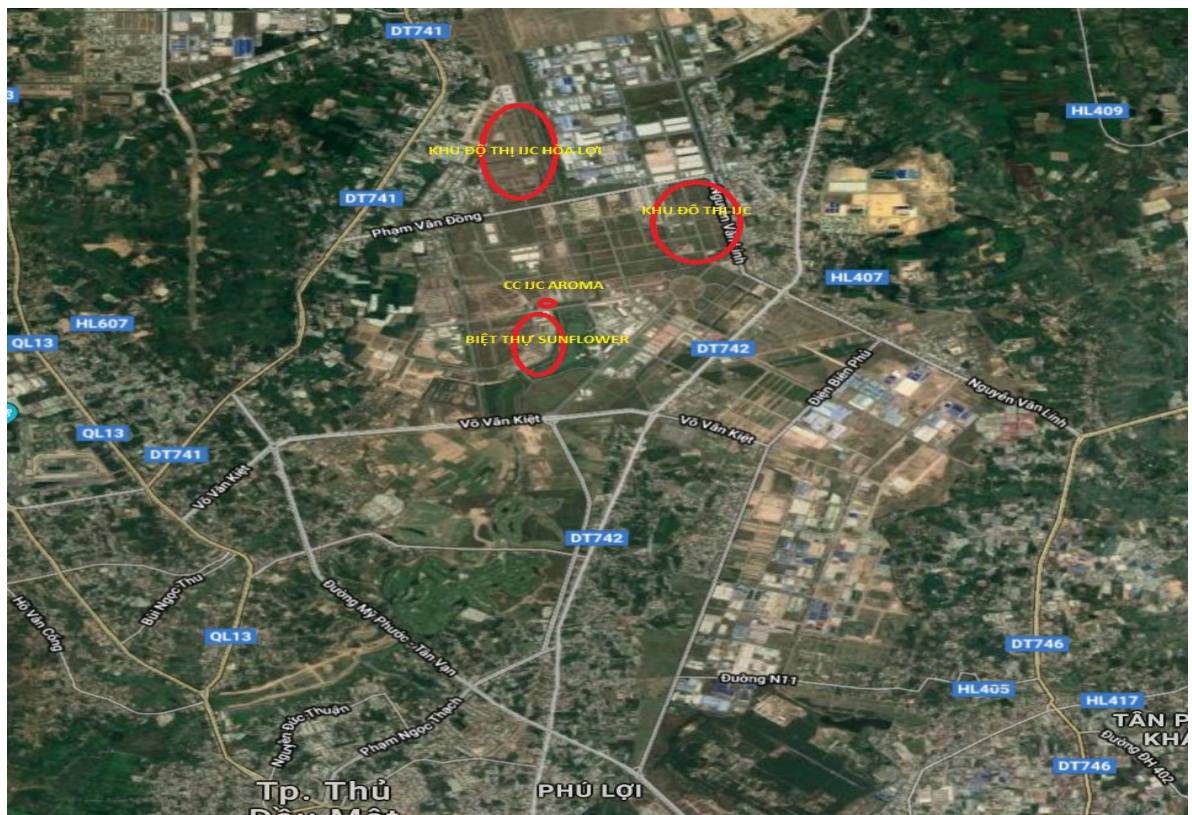
**Bất động sản ở TPM Bình Dương chưa phục hồi mạnh nhưng cải thiện thanh khoản, giá bán giúp gia tăng biên lợi nhuận gộp.** Theo quan sát, thị trường tại TPM.Bình Dương nhìn chung ít nhiều có sự thay đổi tích cực hơn trong 3 năm 2017-nay. Các dự án triển khai giai đoạn trước sau thời gian để trống đã thu hút người dân về sinh sống, các tiện ích như cửa hàng tiện lợi, ăn uống và giải trí gia tăng. Giá bán hiện tại các dự án nhà phố trung bình 5-7 tỷ/căn tăng 20% so với đầu năm 2017. Hiện tại, theo quan sát, chúng tôi nhận thấy không có nhiều dự án mới triển khai ở TPM.Bình Dương. Các dự án triển khai chủ yếu từ công ty thuộc Becamex như IJC, TDC, UJC với quy mô và số lượng vừa phải. Trong khi đó, công ty mẹ Becamex IDC chủ trương sẽ chưa triển khai dự án mới thuộc sở hữu Becamex. Đây là điểm hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh ở công ty con giúp hoạt động bán hàng thuận lợi với biên lợi nhuận tốt hơn. Và kết quả kinh doanh của IJC từ 2014 đến nay cũng phản ánh điều này với sự tăng trưởng cả về doanh thu và biên lợi nhuận (trừ năm 2016 doanh thu bất động sản đột biến do chuyển nhượng quỹ đất lại cho Becamex IDC để giảm vốn điều lệ).



**KẾT QUẢ KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN CỦA IJC**



Hiện tại, quỹ đất của IJC ở TPM.Bình Dương tập trung 3 dự án lớn là KĐT IJC Hòa Lợi, KĐT IJC và Biệt thự Sunflower mở rộng. Trong đó, sản phẩm ở dự án KĐT IJC Hòa Lợi có giá bán cạnh tranh so với hai dự án còn lại nên được Công ty tập trung khai thác. Năm 2019, Công ty dự kiến bán 69 căn nhà phố tại dự án. Hai dự án còn lại hầu như không có kế hoạch triển khai mới mà chỉ giải quyết hàng tồn kho tại dự án Sunflower Villas.



(Nguồn: IJC, BVSC tổng hợp)

## Lợi nhuận sau thuế H1.2019 tăng 43% yoy do biên lợi nhuận bất động sản ghi nhận ở mức cao so với năm 2018.

Với diễn biến khả quan từ hoạt động kinh doanh bất động sản, kết quả kinh doanh trong H1.2019 của IJC tiếp tục duy trì tích cực như năm 2018. Doanh thu trong 6 tháng đầu năm đạt 627 tỷ, giảm 7% yoy. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 36.7% lên 51%. Trong đó, hoạt động thu phí ghi nhận biên gộp đạt 82.5% so với trung bình 2018 là 80%. Kinh doanh bất động sản là 55% so với trung bình 33% năm 2018. Theo đó, lợi nhuận gộp đạt 320 tỷ, tăng 29% yoy. Về chi phí, tổng chi phí bao gồm tài chính, bán hàng và quản lý doanh nghiệp là 98 tỷ, giảm 7 tỷ so với H1.2018. Chi phí giảm chủ yếu ở chi phí tài chính khi ghi nhận ở mức 50 tỷ so với 59 tỷ cùng kỳ và chi phí còn lại tăng nhẹ. Kết quả, lợi nhuận trước và sau thuế ghi nhận lần lượt là 227 tỷ và 186 tỷ, tương ứng với mức tăng 43% yoy cho lợi nhuận sau thuế.

### Tình hình tài chính khả quan với tiền mặt tăng, khả năng thanh toán cải thiện so với cuối 2018

Bên cạnh kết quả kinh doanh, tài chính của IJC cũng ghi nhận một số thay đổi khả quan hơn. Tính đến 30.6.2019, tiền và tương đương tiền là 309 tỷ, tăng 72 tỷ, tương đương tăng 30% so với cuối 2018. Các chỉ số khả năng thanh toán theo đó cũng ghi nhận những cải thiện khả quan. Cụ thể,

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018	30.6.2019
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,03	0,02	0,02	0,04	0,05
Tỷ số thanh toán nhanh	0,48	0,70	0,21	0,21	0,23
Khả năng thanh toán lãi vay	3,08	3,07	4,05	5,11	8,89

Cấu trúc vốn của IJC được duy trì ở mức an toàn khi tỷ lệ nợ vay / vốn chủ là 0.9 lần và nợ vay / tổng tài sản là 0.19 lần. Điểm lưu ý cho IJC về vấn đề nợ vay là khoản trái phiếu 1,000 tỷ sẽ đáo hạn trong H2.2019. Theo chia sẻ, nguồn tiền chi trả cho khoản vay trái phiếu này là nguồn tiền bán hàng (có 1ha đất thương phẩm tại TPM Bình Dương); tiền mặt sẵn có và vay ngân hàng. Đánh giá của BVSC, áp lực thanh toán nợ đáo hạn là hiện hữu nhưng khả năng cao công ty sẽ thu xếp vốn để chi trả trong H2.2019.

### Khoản phải thu khách hàng là điểm rủi ro về tài chính của IJC

Tính đến 30.6.2019, khoản phải thu khách hàng ngắn và dài hạn là 1,145 tỷ, chiếm 13.8% tổng tài sản. Trong đó, phải thu các khách hàng là công ty liên quan là 235 tỷ. Phần còn lại là khách hàng khác với giá trị 910 tỷ. Đây là khoản thu từ kinh doanh bất động sản ghi nhận từ những năm trước nhưng chưa thu được. Theo đánh giá của công ty, khoản phải thu khách hàng không thuộc bên liên quan quá hạn là 491 tỷ và chưa được trích lập dự phòng. Do đó, đây là điểm rủi ro có thể ảnh hưởng kết quả kinh doanh của IJC. Mặc dù vậy, phương án xử lý các khoản phải thu này vẫn hiện hữu khi IJC thu hồi sản phẩm để kinh doanh lại, tương tự như Becamex hoặc TDC thực hiện gần đây.

### Dự phóng LNST cổ đông công ty mẹ 2019 tăng tối thiểu 20% yoy

Căn cứ kết quả kinh doanh H1.2019, BVSC kỳ vọng năm 2019 tiếp tục là 1 năm khả quan đối với IJC về lợi nhuận. Đối với doanh thu, chúng tôi dự báo cả năm là 1.318 tỷ, tăng 6% yoy. Trong đó, mảng kinh doanh bất động sản cho rằng sẽ tăng nhẹ về doanh thu và sự cải thiện chủ yếu trong lợi nhuận gộp biên. Điều này thể hiện phần nào trong kết quả của H1.2019.

Chi tiết về dự phóng doanh thu như sau:

Doanh thu (trVND)	2018	2019F	% yoy
Thu phí	259.581	263.063	1%
Bất động sản, BDS đầu tư	546.347	575.000	5%
Xây dựng	173.524	180.000	4%
Khác (HDHT, dịch vụ)	266.336	300.000	13%
<b>Tổng</b>	<b>1.245.788</b>	<b>1.318.063</b>	<b>6%</b>

Biên lợi nhuận gộp trung bình cho cả năm ước tính thận trọng 41.6%, vẫn tăng so với mức 37.6% của 2018. Trong đó, lợi nhuận gộp biên của bất động sản về mức 45% so với mức cao đột biến của H1.2019. Các mảng kinh doanh khác là thu phí, xây dựng và khác có biên gộp lần lượt là 80%, 2% và 25%. Kết quả, lợi nhuận gộp năm 2019 đạt 548 tỷ, tăng 17% yoy.

Doanh thu (trVND)	2018	2019F	% yoy
Thu phí	207,972	210,762	1%
Bất động sản, BDS đầu tư	181,885	258,750	42%
Xây dựng	3,859	4,003	4%
Khác (HDHT, dịch vụ)	75,008	75,000	0%
<b>Tổng</b>	<b>468,724</b>	<b>548,515</b>	<b>17%</b>

Từ kết quả trên, chúng tôi ước tính LNST trừ thiểu số là 287 tỷ, tăng 23% yoy và vượt 11% với kế hoạch. Theo đó, EPS trên cổ phần 2,089 đồng.

Kết quả kinh doanh	2018	2019F	% yoy	2019P
<b>Doanh thu</b>	<b>1.245.788</b>	<b>1.318.063</b>	<b>6%</b>	<b>1.226.000</b>
LNG	468.724	548.515	17%	
Thu nhập tài chính ròng	(98.686)	(101.695)		
Chi phí bán hàng	42.808	57.500		
Chi phí quản lý	48.694	53.563		
LN liên doanh, liên kết				
Thu nhập khác	13.959	15.000		
LNTT	282.323	350.757		
<b>LNST</b>	<b>232.986</b>	<b>287.620</b>	<b>23%</b>	<b>252.000</b>
EPS (VND/cp)	1.699	2.098		

## Câu chuyện dài hạn hấp dẫn với kế hoạch thoái vốn của Becamex IDC

Đây là 1 trong những điểm nhấn hấp dẫn trong câu chuyện đầu tư vào IJC trong 2019-2020. Theo phương án tái cấu trúc, BCM sẽ thoái vốn tại công ty có hoạt động tương đồng với công ty mẹ ở lĩnh vực bất động sản như IJC, TDC... Và BCM sẽ giảm sở hữu xuống dưới 51%. Tại DHCD 2019, ban lãnh đạo IJC và đồng thời cũng là thành viên trong ban lãnh đạo Becamex cho biết phương án thoái vốn tại IJC sẽ thực hiện theo hình thức bán vốn. Đánh giá về vấn đề này, BVSC cho rằng sẽ có cả cơ hội lẫn thách thức cho hoạt động của Công ty:

- i) Giá cổ phiếu sẽ có diễn biến sôi động và phản ánh hợp lý hơn giá trị tài sản mà IJC đang sở hữu.
- ii) Tham gia của 1 đối tác khác sẽ gia tăng áp lực hơn cho ban lãnh đạo Công ty trong việc khai thác hiệu quả hơn quỹ đất tồn kho lớn tại TPM. Bình Dương.
- iii) Công ty sẽ giảm áp lực tham gia một số dự án lớn chung với Becamex.
- iv) Công ty sẽ phải tự chủ hơn trong phát triển quỹ đất hoặc quỹ đất nhận từ Becamex sẽ có giá chuyển nhượng ít ưu đãi hơn.
- v) Một số dự án trọng điểm dự kiến giao cho IJC như mở rộng Quốc lộ 13 có thể sẽ ảnh hưởng.

Như vậy, về tổng thể, BVSC cho rằng việc thoái vốn nhìn chung sẽ mang lại câu chuyện mới cho triển vọng của IJC. Hoạt động của IJC có sự liên hệ với định hướng của Becamex trong thời gian dài. Từ khi thành lập, kết quả kinh doanh ở mức ổn định nhưng chưa phát huy hết tiềm năng; việc nhận chuyển nhượng quỹ đất của TPM. Bình Dương có áp lực lớn đến tài chính; sự chủ động trong kinh doanh ít nhiều bị hạn chế... Đây là những vấn đề mà chúng tôi kỳ vọng sẽ cải thiện nếu việc thoái vốn thực hiện với sự tham sự đối tác mới. Đặc biệt, đối tác là đơn vị có kinh nghiệm phát triển bất động sản thì vấn đề tồn kho tại các dự án TPM. Bình Dương sẽ cải thiện hơn.

## Định giá còn hấp dẫn với mức premium 33% so với giá thị trường

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần IJC. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **19,514 đồng/cp**, tương ứng với mức premium 33% so với giá thị trường ngày 21.8.2019.

### Kết quả định giá

Mô hình định giá	Target	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
NAV		20.622	50%	10.311
P/B2019	1,5x	20.029	25%	5.007
P/E2019	8x	16.783	25%	4.196
<b>Giá bình quân (VND/cp)</b>				<b>19.514</b>

- **Định giá theo phương pháp NAV**

Đối với phương pháp NAV, chúng tôi định giá quỹ đất và dự án BOT QL13 để xác định giá trị của Công ty. Kết quả, giá trị mỗi cổ phần theo NAV là **20.622 đồng**. Một số giả định cụ thể như sau:

- Quỹ đất sạch hiện hữu: BVSC định giá lại bằng cách ước tính chênh lệch giá thị trường và giá trị sổ sách. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi chiết khấu 20-30% giá trị chênh lệch sau thuế tùy dự án.
- Dự án BOT quốc lộ 13: thời gian thu phí kéo dài đến 2037. Trong đó, chúng tôi giả định dự án sẽ đại tu lớn từ nay đến hết thời gian thu phí. Chi phí đại tu khoản 10 tỷ/km – tương đương 10% suất đầu tư/km của dự án mở rộng vừa trình HDND tỉnh (chỉ bao gồm chi phí xây lắp).
- Chiết khấu 50% các khoản phải thu khách hàng khác, không phải từ các bên liên quan.
- Chiết khấu 10% giá trị vốn chủ sở hữu sau khi định giá lại.

**Kết quả chi tiết:**

Nội dung (DVT: triệu VND)	30.6.2018
Tổng tài sản sau khi định giá lại	9.542.877
Nợ phải trả	6.401.484
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu	3.141.393
Discount/Premium	10%
Giá trị thị trường của VCSH điều chỉnh	2.827.253.35
Số lượng cổ phần	137.097.323
<b>Giá cổ phần (VND/cp)</b>	<b>20.622</b>

**Nhận định và khuyến nghị:**

Từ những phân tích trên, chúng tôi đánh giá khả quan đối với triển vọng của IJC từ năm 2019. Những áp lực trong hoạt động kinh doanh cụ thể là tồn kho bất động sản, tài chính ghi nhận những cải thiện tích cực từ năm 2018. Kinh doanh sản phẩm bình dân sẽ động lực chính cho IJC trong thời gian tới. Trong khi đó, quỹ đất tại TPM.Bình Dương dù chiếm tỷ trọng lớn trong hàng tồn kho nhưng triển vọng có những thay đổi khả quan hơn so với giai đoạn trước 2017. Thêm vào đó, kế hoạch thoái vốn của BCM tại IJC là 1 trong những yếu tố giúp câu chuyện đầu tư tại IJC sẽ hấp dẫn hơn trong 2019-2020.

Và quan trọng hơn, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu IJC vẫn đang định giá thấp so với giá trị hợp lý của Công ty. Theo ước tính thận trọng của BVSC, giá hợp lý mỗi cổ phần IJC là 19.514 đồng/cp, cao hơn 33% giá thị trường ngày 21.8.2019. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu IJC cho mục tiêu đầu tư trung hạn. Mặc dù vậy, giá cổ phiếu IJC có nhịp tăng nhanh khoảng 50% trong 2 tháng vừa qua nên rủi ro điều chỉnh là hiện hữu. Do đó, một sự điều chỉnh là điều cần thiết và đây là cơ hội để nhà đầu tư tích lũy với lợi nhuận kỳ vọng 35-40% với thời gian nắm giữ khoảng 6 – 12 tháng.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Doanh thu thuần	686	1.971	948	1.246
Giá vốn	413	1.615	527	777
Lợi nhuận gộp	273	356	422	469
Doanh thu tài chính	3	3	3	5
Chi phí tài chính	84	116	119	114
Lợi nhuận sau thuế	122	128	184	233

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	77	72	73	206
Các khoản phải thu ngắn hạn	832	2.334	642	896
Hàng tồn kho	4.392	5.021	5.349	5.110
Tài sản cố định hữu hình	588	557	557	528
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7.331</b>	<b>9.135</b>	<b>8.023</b>	<b>8.138</b>
Nợ ngắn hạn	2.280	3.529	4.004	5.453
Nợ dài hạn	2.092	2.638	2.359	948
Vốn chủ sở hữu	2.958	2.968	1.660	1.737
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>7.331</b>	<b>9.135</b>	<b>8.023</b>	<b>8.138</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-33,7%	187,2%	-51,9%	31,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-47,0%	4,9%	44,0%	26,4%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	39,8%	18,0%	44,5%	37,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	17,8%	6,5%	19,4%	18,7%
ROA (%)	1,7%	1,6%	2,1%	2,9%
ROE (%)	4,1%	4,3%	8,0%	13,7%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,60	67,5%	79,3%	78,7%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,48	207,7%	383,4%	368,6%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	445	467	1.345	1.699
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	10.789	10.825	12.106	12.668

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyễn**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Trần Thị Thu Nga**

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hòa**

Hạ tầng, Nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888