

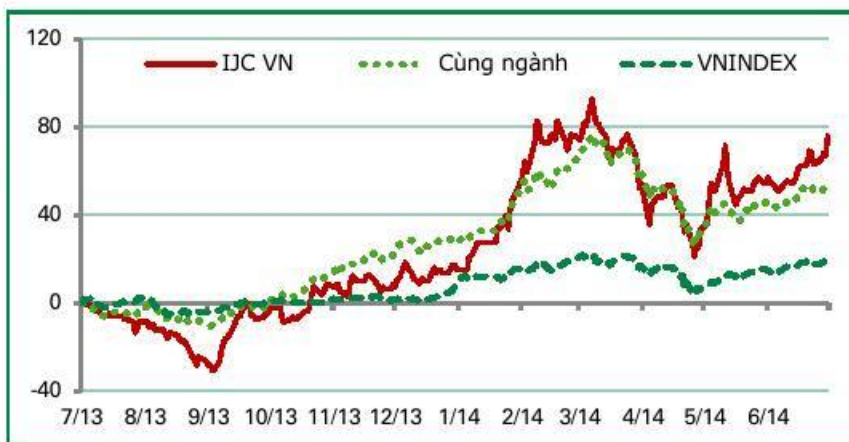
# CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (IJC)

Ngày 17 tháng 7 năm 2014

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (17/07/2014):	(đồng)	13.600	
Giá mục tiêu:	(đồng)	13.700	
<b>Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn</b>			
<b>NĂM GIỮ</b>			
Ngưỡng kháng cự	(đồng)	15.300	
Ngưỡng hỗ trợ	(đồng)	11.700	
Mã Bloomberg: <b>IJC VN</b>	Sàn niêm yết:	HSX	
Ngành:	Bất động sản		
Beta	1,42		
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	5.345 - 14.891		
Số lượng cổ phiếu (triệu)	274,2		
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.729		
Tỷ lệ free float	58,1		
KLGDĐQ 12 tháng (cp)	1.985.209		
Sở hữu nước ngoài (%)	7,05%		
Năm	Tỷ suất cổ tức	EPS (đồng)	
2014 VPBS Dự phóng	5,9%	1.064	
12 tháng (vào cuối Q1/2014)		605	
2013	4,4%	589	
2012	4,4%	676	
Chỉ số	IJC	Cùng ngành	VNI
P/E	22,5x	18,5x	13,6x
P/B	1,23x	0,74x	1,97x
2013 Nợ vay/VCSH	21,8%	33,0%	107,0%
2013 Biên LN ròng	26,3%	7,6%	10,1%
2013 ROE	5,4%	2,3%	14,7%
2013 ROA	3,4%	0,9%	2,6%



Trong báo cáo lần đầu phân tích cổ phiếu của **CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (IJC)** chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn dựa trên các lập luận sau đây:

- ❖ **Dòng tiền ổn định từ hoạt động thu phí.** IJC có khoản thu nhập và dòng tiền ổn định từ hoạt động thu phí trên Đại lộ Bình Dương. Hoạt động này hiện đang được hưởng mức thuế suất ưu đãi và có tiềm năng tăng trưởng lớn trong những năm sắp tới khi IJC vận hành thêm hai dự án thu phí BOT là đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn và các tuyến đường nối Thủ Dầu Một - Tân Uyên.
- ❖ **Quỹ đất lớn tại những vị trí đặc địa.** IJC hiện sở hữu khoảng 192 héc-ta quỹ đất tại nhiều vị trí lý tưởng ở tỉnh Bình Dương như Thành phố Thủ Dầu Một, Thành phố Mới Bình Dương, Tân Uyên, Huyện Bến Cát. Bên cạnh đó, công ty cũng không chịu nhiều áp lực tài chính nhờ vào khả năng gia hạn việc thanh toán tiền mua đất cho công ty mẹ là Becamex IDC.
- ❖ **Khả năng sinh lời cao và dư nợ vay thấp.** Trong bốn năm qua, các chỉ số về hiệu quả sinh lời của công ty đều đạt mức cao; và đi kèm với đó là tỷ lệ nợ vay hiện đang được duy trì ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- ❖ **Hưởng lợi từ tình hình cải thiện của thị trường bất động sản.** Trước bối cảnh đã và đang cải thiện của thị trường nhà ở, kết quả kinh doanh của IJC được kỳ vọng sẽ có bước tăng trưởng đáng kể từ năm 2014 trở đi. Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng trong năm 2014 sẽ lần lượt đạt 1.248 tỷ đồng và 292 tỷ đồng, tăng 103% và 81% so với năm trước.
- ❖ **Biên tăng giá được kỳ vọng ở mức thấp.** Mức giá mục tiêu của mỗi cổ phiếu IJC được chúng tôi xác định hiện ở mức hợp lý là 13.700 đồng, cao hơn 1% so với giá đóng cửa là 13.600 đồng vào ngày 17 tháng 7 năm 2014.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

### Giới thiệu về công ty

- IJC, tiền thân là công ty con của Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC), được thành lập từ dự án cổ phần hóa Đại lộ Bình Dương vào tháng 6 năm 2007. Công ty chính thức niêm yết cổ phiếu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh vào tháng 4 năm 2010, và hiện đang hoạt động với mức vốn điều lệ là 2.742 tỷ đồng với 78,8% cổ phần được nắm giữ bởi Becamex IDC.

- Hai mảng kinh doanh chính của công ty bao gồm thu phí tại Đại lộ Bình Dương (chiếm 32% tổng doanh thu trong năm 2013) và kinh doanh & phát triển bất động sản nhà ở tại tỉnh Bình Dương (đóng góp 66%).

- Kết quả kinh doanh năm 2013: Doanh thu: 615 tỷ đồng (28,8 triệu USD), Lợi nhuận ròng: 162 tỷ đồng (7,6 triệu USD), Vốn chủ sở hữu: 3.008 tỷ đồng (141 triệu USD).

---

# NỘI DUNG

<b>THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM .....</b>	<b>3</b>
<b>THỊ TRƯỜNG NHÀ Ở BÌNH DƯƠNG .....</b>	<b>8</b>
<b>TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY .....</b>	<b>12</b>
GIỚI THIỆU .....	12
BAN LÃNH ĐẠO VÀ CỔ ĐÔNG LỚN .....	14
VỊ THẾ CÔNG TY .....	15
<b>PHÂN TÍCH VÀ DỰ PHÓNG .....</b>	<b>15</b>
TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG .....	15
PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH .....	20
DỰ PHÓNG .....	27
<b>ĐỊNH GIÁ .....</b>	<b>29</b>
PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG (NAV) .....	29
PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH (P/E, P/B) .....	30
<b>PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY .....</b>	<b>31</b>
<b>PHÂN TÍCH KỸ THUẬT .....</b>	<b>32</b>
<b>KẾT LUẬN .....</b>	<b>33</b>

# THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

**Thị trường bất động sản Việt Nam đã trải qua năm năm khó khăn liên tiếp nhưng bắt đầu có dấu hiệu phục hồi trong nửa đầu năm 2014.**

Thị trường bất động sản (BDS) Việt Nam đã trải qua năm năm khó khăn liên tiếp ở tất cả các phân khúc chính, bao gồm căn hộ để bán, nhà phố/biệt thự, văn phòng và mặt bằng bán lẻ từ năm 2009 đến năm 2013. Trong đó, căn hộ để bán và nhà phố/ biệt thự là hai phân khúc gặp nhiều khó khăn nhất, trong khi phân khúc văn phòng và bán lẻ ít chịu tác động hơn. Các nghiên cứu được tiến hành bởi các tổ chức nghiên cứu thị trường và tư vấn chuyên nghiệp cho thấy một sự dư thừa nguồn cung trầm trọng và sụt giảm giá cả trên toàn thị trường.

Môi trường kinh doanh ảm đạm đã được phản ánh qua kết quả kinh doanh không mấy khả quan của các doanh nghiệp BĐS trong năm 2013. Theo khảo sát 18 doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành của chúng tôi, chỉ năm trong số 18 doanh nghiệp, chiếm 28%, là hoàn thành và vượt kế hoạch lợi nhuận năm 2013. Bên cạnh đó, 10 trong số 18 doanh nghiệp này công bố mức sụt giảm lợi nhuận ròng trong năm.

Tuy nhiên, trong sáu tháng đầu năm 2014, trước bối cảnh các chỉ số kinh tế vĩ mô ngày một khả quan và nỗ lực làm "tan băng" BĐS của Chính phủ cùng với các chính sách hỗ trợ, giải quyết khó khăn cho thị trường, thị trường BĐS trong nước đã có những dấu hiệu ấm dần lên thể hiện qua việc lượng giao dịch tăng khá so với cùng kỳ năm trước và giá nhà có dấu hiệu chững lại, không giảm sâu như năm ngoái. Nhờ đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành đã có nhiều nét "tươi sáng" hơn. Cụ thể, trong số 18 doanh nghiệp nêu trên, có 13 doanh nghiệp ghi nhận mức lợi nhuận quý 1 năm 2014 cải thiện so với cùng kỳ năm 2013.

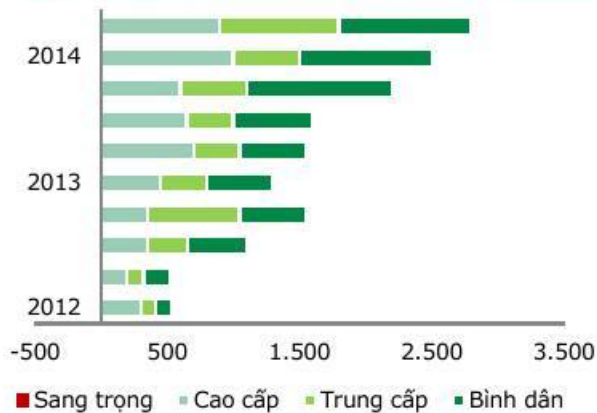
**Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp bất động sản tiêu biểu**

Mã cp	Vốn hóa	Vốn điều lệ	Năm 2013						Năm 2014					
			Doanh thu			LN ròng			Doanh thu			LN ròng		
			Năm 2013	Năm 2012	% thay đổi	Năm 2013	Năm 2012	% thay đổi	Quý 1/2014	Quý 1/2013	% thay đổi cùng kỳ	Quý 1/2014	Quý 1/2013	% thay đổi cùng kỳ
	tỷ đồng	tỷ đồng	tỷ đồng	tỷ đồng		tỷ đồng	tỷ đồng		tỷ đồng	tỷ đồng		tỷ đồng	tỷ đồng	
VIC	61.703	9.296	18.378	7.904	133%	6.780	1.571	332%	6.175	984	528%	1.076	287	275%
OGC	3.420	3.000	2.623	1.389	89%	55	83	-34%	642	306	110%	1	2	-50%
SCR	1.396	1.501	1.093	587	86%	8	89	-91%	332	201	65%	14	1	1300%
KBC	4.443	2.957	1.073	281	282%	72	(436)	NM	154	39	295%	13	(53)	NM
HDG	1.655	557	989	930	6%	123	23	435%	188	145	30%	12	5	140%
QCG	1.093	1.271	973	224	334%	15	8	88%	42	120	-65%	2	1	100%
DIG	2.331	1.430	753	769	-2%	54	24	125%	183	176	4%	16	8	101%
SJS	2.050	1.000	631	51	1137%	70	(303)	NM	7	47	-85%	4	16	-75%
NLG	2.275	955	602	462	30%	21	25	-16%	48	20	140%	(22)	(34)	NM
<b>IJC</b>	<b>3.729</b>	<b>2.742</b>	<b>615</b>	<b>612</b>	<b>0,5%</b>	<b>162</b>	<b>185</b>	<b>-13%</b>	<b>85</b>	<b>83</b>	<b>2%</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>18%</b>
NTL	970	636	454	695	-35%	92	71	30%	41	72	-43%	9	6	50%
TDH	615	382	409	200	105%	22	33	-33%	79	84	-6%	9	1	800%
BCI	1.460	723	350	199	76%	96	173	-45%	74	33	124%	21	11	91%
LHG	258	261	241	259	-7%	24	53	-55%	35	55	-36%	(32)	14	NM
ITC	570	691	218	140	56%	(297)	7	NM	22	128	-83%	(1)	7	NM
NBB	1.147	359	203	1.077	-52%	25	285	-85%	32	33	-3%	24	4	500%
KDH	1.268	481	112	4	2700%	(125)	(56)	NM	80	121	-34%	10	9	11%
ITA	5.959	7.190	11	36	-69%	87	33	164%	51	(7)	NM	20	2	900%

Nguồn: BCTC các công ty, Bloomberg. Dữ liệu ngày 17 tháng 7 năm 2014

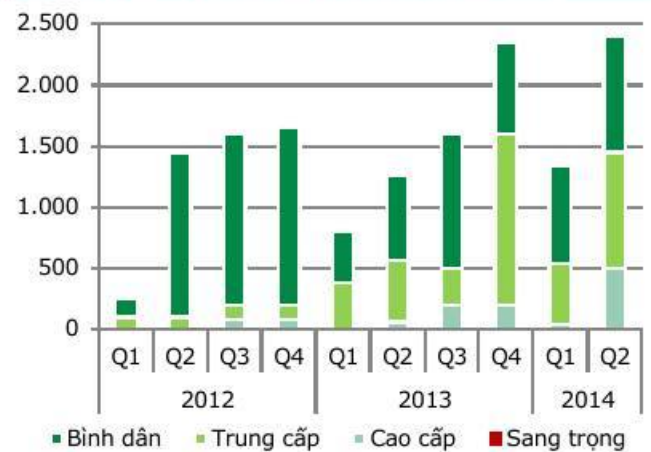
Theo nghiên cứu của CBRE, trong quý 2 năm 2014, tình hình hoạt động của phân khúc căn hộ để bán đã có nhiều cải thiện ở cả Thành phố Hồ Chí Minh (Tp.HCM) và Hà Nội. Cụ thể, tại Tp.HCM, số lượng căn hộ bán ra tiếp tục được cải thiện trong năm quý liên tiếp nhờ vào thiết kế tinh tế, mức giá phải chăng và các chương trình khuyến mãi của chủ đầu tư. Số liệu sơ bộ cho thấy số giao dịch trong quý 2 năm 2014 tăng khoảng 10,6% so với quý trước và 99,2% so với cùng kỳ năm trước. Doanh số của phân khúc trung cấp tăng ngoài dự đoán đạt 90,4% so với quý trước và 214% so với cùng kỳ năm trước vì mức giá chào bán thấp hơn ở các dự án mới chào bán và chiến lược bán hàng tích cực ở các dự án hiện hữu. Ở Hà Nội, số lượng giao dịch tăng ổn định với khoảng 2.500 căn hộ được bán trong quý này, tăng khoảng 60% so với quý trước. Mặc dù phần lớn giao dịch diễn ra tại phân khúc trung cấp và bình dân, số căn hộ bán tại phân khúc cao cấp cũng tăng đáng kể so với quý trước do chủ đầu tư tung ra các chương trình khuyến mãi hấp dẫn và người mua nhà cũng lạc quan hơn về tình hình thị trường.

Số lượng căn hộ bán theo phân khúc ở Tp.HCM



Nguồn: Báo cáo CBRE quý 2 năm 2014

Số lượng căn hộ bán theo phân khúc ở Hà Nội



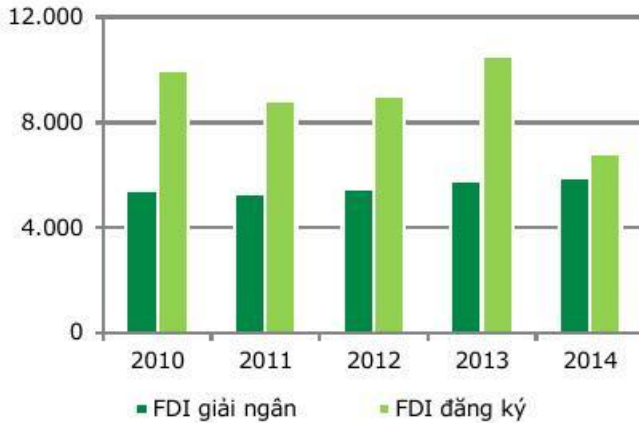
Nguồn: Báo cáo CBRE quý 2 năm 2014

### Tình hình kinh tế vĩ mô, nhân tố chính giúp "tan băng" thị trường BĐS, đang diễn biến theo chiều hướng tốt.

Tốc độ phục hồi của thị trường BĐS phụ thuộc nhiều vào sự cải thiện của tình hình kinh tế vĩ mô. Các số liệu gần đây cho thấy kinh tế vĩ mô đang có nhiều diễn biến khả quan trong thời gian gần đây. Thứ nhất, nền kinh tế đang trên đà phục hồi với tốc độ tăng trưởng GDP cuối quý 2 năm 2014 đạt 5,2%, so với mức 4,9% của cùng kỳ năm ngoái. Thêm vào đó, nhiều số liệu khác cũng cho thấy những dấu hiệu tích cực của nền kinh tế trong nửa đầu năm như: chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 5,8%, từ mức 5,3% trong cùng kỳ năm ngoái; lĩnh vực BĐS cũng tăng trưởng 2,65%, cao hơn mức 1,8% của cùng kỳ năm 2013 do lãi suất ngân hàng giảm dần và điều kiện cho vay mua nhà được nới lỏng; và thặng dư cán cân thương mại đạt 1,3 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm. Đồng thời, Ngân hàng Thế giới cũng duy trì triển vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2014 là 5,5% trong khi Chỉ số môi trường kinh doanh của EuroCham cho thấy niềm tin đang trở lại trên thị trường.

Thêm vào đó, FDI nửa đầu năm vẫn tăng bất chấp tình hình căng thẳng ở Biển Đông. Theo Cục Đầu tư nước ngoài, tính đến ngày 20 tháng 6, cả nước có tổng cộng 16.589 dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) với tổng số vốn đăng ký lên đến gần 240 tỷ USD. Số vốn FDI giải ngân đạt 5,75 tỷ USD, tăng 0,9% so với cùng kỳ năm 2013. Vốn FDI vào thị trường BĐS đứng thứ hai trong nửa đầu năm 2014 với 16 dự án FDI được chấp thuận và tổng giá trị là 692 triệu USD, tăng 65% so với cùng kỳ năm ngoái.

**FDI từ năm 2010 đến quý 2 năm 2014 (triệu USD)**



Nguồn: TCTK, VPBS tổng hợp

**Tăng trưởng GDP theo quý (% tăng trưởng so với cùng kỳ theo GDP giá so sánh năm 2010)**

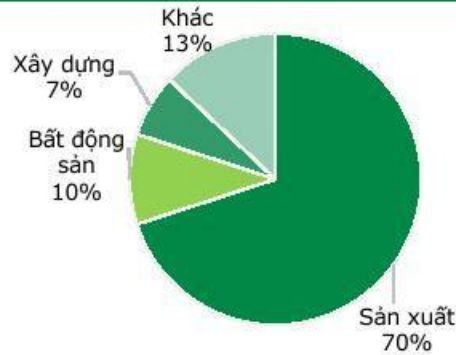


Nguồn: TCTK, VPBS tổng hợp

Căng thẳng Biển Đông từ ngày 7 tháng 5 đã gây ra nhiều cuộc biểu tình chống Trung Quốc tại Bình Dương và một số tỉnh thành miền Nam, dẫn đến thiệt hại nghiêm trọng đối với nhiều doanh nghiệp vốn FDI. Tuy nhiên, Tp.HCM, Bình Dương và Đồng Nai vẫn là những địa điểm hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Tổng vốn FDI cấp mới và tăng thêm tại Tp.HCM và Bình Dương trong tháng 6 cao hơn nhiều so với tháng 4 và tháng 5, và đạt lần lượt 886 triệu USD và 876 triệu USD tính từ đầu năm đến ngày 20 tháng 6.

Tình hình Biển Đông cũng đã gây nhiều lo ngại rằng dòng vốn FDI có thể sẽ bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, những giải pháp khắc phục hậu quả đồng bộ và hiệu quả của Chính phủ và địa phương đã giúp các doanh nghiệp lấy lại niềm tin vào môi trường đầu tư và kinh doanh tại Việt Nam. Theo Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nhiều dự án lớn đang được xem xét và có thể sẽ được cấp giấy chứng nhận trong năm nay, vì vậy "FDI năm nay sẽ không thấp hơn năm ngoái".

**FDI đăng ký theo ngành trong 6 tháng đầu năm 2014**



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

**FDI đăng ký theo khu vực từ 1/1/2014 đến 06/20/2014 (triệu USD)**



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

**Dự thảo Nghị định về việc nới lỏng điều kiện sở hữu BĐS cho nhà đầu tư nước ngoài được kỳ vọng sẽ thổi luồng gió mới vào thị trường nhà ở.**

Bộ Tư pháp Việt Nam đã chủ trì cuộc họp xem xét dự thảo sửa đổi, bổ sung của Nghị định 19/2008/QH12 ngày 3 tháng 6 năm 2008 của Quốc hội tập trung vào các chính sách khuyến khích người nước ngoài sở hữu BĐS tại Việt Nam. Theo Bộ Xây dựng, trong bản dự thảo, ngoài năm đối tượng có quyền mua nhà tại Việt Nam theo Nghị định 19/2008/QH12, vẫn có nhiều đối tượng người nước ngoài khác có nhu cầu nhà ở tại Việt Nam, trong đó có những người đang làm việc tại chi nhánh nước ngoài và văn phòng đại diện tại Việt Nam, người nước ngoài làm việc tại Việt Nam chưa đầy một năm, người nước ngoài làm việc tại các công ty Việt Nam không nắm chức vụ quản lý, và người nước ngoài đến Việt Nam để học tập, nghiên cứu, hoặc đang giảng dạy tại các tổ chức giáo dục và người nước ngoài không cư trú tại Việt Nam nhưng có nhu cầu đầu tư BĐS ở thị trường này.

Sự phục hồi kinh tế và mở cửa thị trường sẽ thu hút một lượng lớn các chuyên gia và nhà đầu tư nước ngoài với nhu cầu nhà ở rất lớn. Tuy nhiên, người nước ngoài muốn sở hữu nhà tại Việt Nam vẫn phải đối mặt với nhiều cơ chế phức tạp. Vì vậy, nhiều nhà đầu tư đang hy vọng các cơ quan chức năng sẽ sớm cho phép họ sở hữu nhà tại Việt Nam. Hiện Việt Nam chưa cho phép nhà đầu tư nước ngoài thuê đất không có cơ sở hạ tầng, mua nhà và các tòa nhà để bán, thuê, cho thuê, nhận đất được Nhà nước giao quyền sử dụng, đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng để chuyển nhượng hoặc cho thuê đất có cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, thực tế là nhiều nhà đầu tư nước ngoài vẫn có xu hướng mua các dự án BĐS đang gặp khó khăn về vốn, tiếp tục đầu tư và nâng cấp các dự án để bán trong khi chờ thị trường hồi phục.

Theo chúng tôi, việc trao quyền cho nhà đầu tư nước ngoài mua và chuyển nhượng BĐS sẽ tạo điều kiện hâm nóng thị trường này bằng việc góp phần làm giảm lượng lớn hàng tồn kho BĐS. Ngoài ra, sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ làm cho thị trường minh bạch hơn. Do đó, nếu quy định được nới lỏng, chúng tôi cho rằng đây sẽ là một cú hích lớn cho thị trường BĐS trong năm 2014.

## So sánh giữa Luật hiện hành và Luật được đề xuất sửa đổi

	<b>Luật hiện hành</b> (Nghị quyết 19, hiệu lực từ năm 2009 đến năm 2013)	<b>Luật được đề xuất sửa đổi</b> (hiệu lực từ năm 2014 NẾU được chấp thuận)
<b>Cá nhân nước ngoài</b>	<b>ĐƯỢC PHÉP</b> với những hạn chế như: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Người có đầu tư trực tiếp tại Việt Nam;</li> <li>• Người giữ chức danh quản lý trong doanh nghiệp</li> <li>• Người có kỹ năng đặc biệt cần thiết tại Việt Nam;</li> <li>• Người kết hôn với công dân Việt Nam</li> </ul>	<b>ĐƯỢC PHÉP</b> đối với tất cả cá nhân nước ngoài có thị thực với thời hạn từ ba tháng trở lên
<b>Tổ chức nước ngoài</b>	<b>CHỈ</b> những doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam không có chức năng kinh doanh BĐS, có nhu cầu về nhà ở cho những người đang làm việc tại doanh nghiệp đó ở.	<b>ĐƯỢC PHÉP</b> cho tất cả quỹ đầu tư nước ngoài, ngân hàng, chi nhánh và văn phòng đại diện của doanh nghiệp nước ngoài tại Việt Nam.
<b>Cho thuê lại</b>	<b>KHÔNG ĐƯỢC PHÉP</b>	<b>ĐƯỢC PHÉP</b>
<b>Loại tài sản</b>	Chỉ căn hộ	Căn hộ và tài sản khác gắn liền với đất (dưới 500 m <sup>2</sup> )
<b>Số lượng được phép mua</b>	Chỉ một căn hộ duy nhất	Đối với cá nhân: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Trường hợp 1: Không giới hạn</li> <li>• Trường hợp 2: Giới hạn một hoặc hai căn hộ</li> </ul> Đối với tổ chức: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tùy thuộc vào số lượng nhân viên người nước ngoài</li> </ul>
<b>Thời hạn cho thuê tối đa</b>	50 năm	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Trường hợp 1: 50 năm với khả năng gia hạn thêm 50 năm nữa;</li> <li>• Trường hợp 2: 70 năm không gia hạn.</li> </ul>

Nguồn: CBRE, VPBS tổng hợp

## THỊ TRƯỜNG NHÀ Ở BÌNH DƯƠNG

**Bình Dương là một trong những tỉnh có tốc độ tăng trưởng kinh tế và phát triển công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam.**

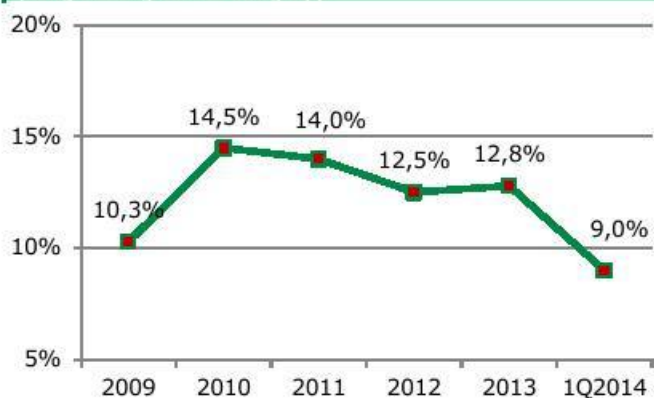
Bình Dương nằm ở phía Đông của khu vực Nam Bộ Việt Nam, là một phần của vùng kinh tế trọng điểm phía Nam (bao gồm Tp.HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Bà Rịa - Vũng Tàu, Bình Phước, Tây Ninh, Long An và Tiền Giang). Với diện tích tự nhiên là 269.443 ha, Bình Dương chiếm 0,83% và 12% tổng diện tích của Việt Nam và khu vực Đông Nam Bộ. Tỉnh có dân số của tỉnh là 1,75 triệu người với mật độ dân số là 649 người/km<sup>2</sup>; chín đơn vị hành chính, trong đó Thành phố Thủ Dầu Một là trung tâm chính trị - văn hóa - kinh tế.

Bình Dương là cửa ngõ giao thương với Tp.HCM, trung tâm kinh tế và văn hóa của cả nước; có các trục lộ giao thông huyết mạch của quốc gia chạy qua như Quốc lộ 13, Quốc lộ 14, đường Hồ Chí Minh, đường Xuyên Á; cách sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất và các cảng biển chỉ từ 10 đến 15 kí-lô-mét, rất thuận lợi cho sự phát triển toàn diện của kinh tế và xã hội.

Bình Dương có tốc độ tăng trưởng kinh tế ở mức cao và ngành công nghiệp phát triển năng động so với các tỉnh khác của Việt Nam. Đến năm 2020, Bình Dương sẽ trở thành đô thị trực thuộc Trung ương. Từ năm 2009 đến năm 2013, GDP của tỉnh tăng bình quân 12,8% mỗi năm. Cơ cấu kinh tế có sự chuyển biến tích cực, ngành công nghiệp và dịch vụ tăng trưởng nhanh và chiếm tỷ trọng cao. Trong năm 2013, tỷ trọng công nghiệp và xây dựng là 61,3%, dịch vụ là 35,3%, và lâm nghiệp và nông nghiệp là 3,4%.

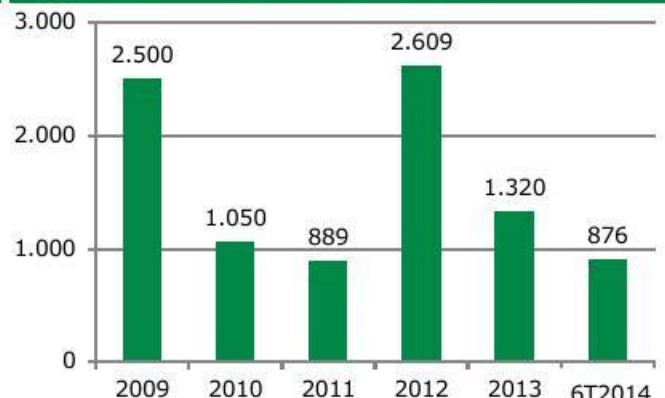
Đối với công tác thu hút vốn FDI, từ năm 2009 trở về trước, Bình Dương từng là tỉnh thu hút nhiều vốn FDI nhất cả nước. Từ năm 2009 đến nay, cùng với sự đi xuống của nền kinh tế Việt Nam, dòng vốn FDI vào Bình Dương đã giảm nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với các tỉnh lân cận khác. Từ đầu năm 2014 đến ngày 20 tháng 6, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Việt Nam đã thu hút hơn 6,8 tỷ USD vốn FDI; trong đó, Bình Dương thu hút 876 triệu USD, Tp.HCM (886 triệu USD) và Đồng Nai (688 triệu USD). Cho đến nay, Bình Dương đã thu hút 2.414 dự án FDI với tổng vốn đầu tư gần 20 tỷ USD.

**Tốc độ tăng trưởng GDP của Bình Dương**  
(tăng trưởng so với cùng kỳ)



Nguồn: VPBS tổng hợp

**Vốn FDI đăng ký mới vào Bình Dương (triệu USD)**



Nguồn: VPBS tổng hợp



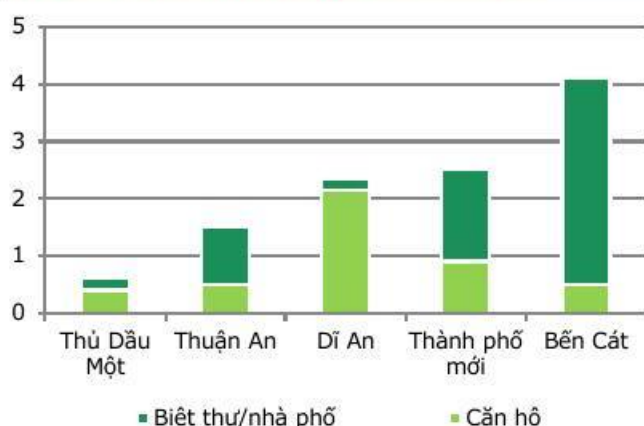
**Thị trường nhà ở tại Bình Dương được đánh giá là hấp dẫn đối với người mua đến từ các tỉnh thành khác, đặc biệt là Tp.HCM và Hà Nội, do những thuận lợi về điều kiện vĩ mô của tỉnh này.**

Theo Savills, tính đến quý 2 năm 2013, thị trường nhà ở sơ cấp và thứ cấp của Bình Dương có 49 dự án chung cư và biệt thự/nhà phố, cung cấp khoảng 11.000 căn/ nền; với mức tăng trưởng trung bình mỗi năm đạt 11% từ năm 2009. Tất cả các dự án nhà ở nằm tại năm khu vực chính gồm Thuận An, Dĩ An, Thủ Dầu Một, Bến Cát và Thành Phố Mới Bình Dương.

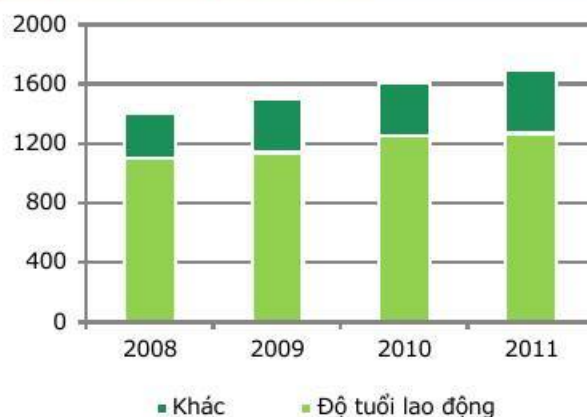
Đối với phân khúc căn hộ, giá bán phổ biến của các dự án đang hoạt động ở mức khoảng 16,60 triệu đồng/m<sup>2</sup> (779 USD) đến 25,00 triệu đồng/m<sup>2</sup> (1.174 USD); tương đương với 1,66 tỷ đồng/căn (77.934 USD) đến 2,50 tỷ đồng/căn (117.371 USD). Đối với phân khúc nhà đất, mức giá theo m<sup>2</sup> đất của các dự án dao động từ 11,45 triệu đồng/m<sup>2</sup> (538 USD) đến 20,80 triệu đồng/m<sup>2</sup> (977 USD). Giá trung bình của các dự án nhà phố tại khu vực Thành Phố Mới Bình Dương ở mức từ 31,20 triệu đồng/m<sup>2</sup> (1.465 USD) đến 43,70 triệu đồng/m<sup>2</sup> (2.052 USD), cao hơn so với các khu vực khác. Giá bán phổ biến của nhà phố tại Thành Phố Mới dao động quanh mức 4,10 tỷ đồng/căn (192.488 USD) đến 5,40 tỷ đồng/căn (253.521 USD), trong khi những khu vực khác là từ 1,04 tỷ đồng/căn (48.826 USD) đến 2,30 tỷ đồng/căn (107.981 USD). Quy mô gia đình phổ biến tại Bình Dương là từ hai đến bốn người, chiếm 73% trên tổng số hộ gia đình. Do đó, căn hộ/nhà với hai phòng ngủ là quy mô phù hợp nhất tại thị trường này.

Thị trường nhà ở tại Bình Dương được xem là hấp dẫn đối với người mua có nhu cầu thật và những nhà đầu tư dài hạn tìm kiếm lợi nhuận từ tiềm năng tăng giá hoặc từ thu nhập cho thuê, nhờ vào nền kinh tế phát triển năng động và quy hoạch cơ sở hạ tầng tốt của tỉnh. **Thứ nhất**, như đã đề cập ở trên, Bình Dương có tốc độ tăng trưởng GDP cao dẫn đến GDP bình quân đầu người và sức mua của người dân cũng gia tăng đều đặn. **Thứ hai**, với vị thế là một tỉnh công nghiệp, Bình Dương có hệ thống cơ sở hạ tầng kỹ thuật và giao thông vận tải được quy hoạch bài bản với hệ thống điện, đường phố, trường học, bệnh viện được đầu tư song song với việc xây dựng thị trường nhà ở. Một nền tảng cơ sở hạ tầng tốt là động lực mạnh mẽ thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển bền vững. **Thứ ba**, nhu cầu tiềm năng về nhà ở tại Bình Dương rõ ràng là rất lớn trước sự gia tăng đều đặn của dân số địa phương cũng như số lượng người lao động và chuyên gia nước ngoài đến và làm việc tại đây.

75% dân số của Bình Dương đang ở tuổi lao động. Hiện nay, tỉnh có 29 khu công nghiệp và cụm công nghiệp với tổng diện tích hơn 8.700 ha, trong đó có hơn 1.200 doanh nghiệp trong và ngoài nước đang hoạt động với tổng vốn đầu tư hơn 13 tỷ USD. Tỷ lệ lấp đầy trung bình hiện đạt mức 65% đối với các khu công nghiệp và 41% đối với cụm công nghiệp, cá biệt đối với khu công nghiệp VSIP 1, VSIP 2, Mỹ Phước, Sóng Thần, Bình Dương, Việt Hương, Đồng An thì tỷ lệ lấp đầy đạt 95% đến 100%.

**Nguồn cung theo quận/huyện (nghìn căn/nền)**

Nguồn: Savills, Tháng 8 năm 2013

**Dân số Bình Dương (nghìn người)**

Nguồn: Savills, Tháng 8 năm 2013

### **Becamex IDC đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển cơ sở hạ tầng cũng như thị trường BĐS của tỉnh.**

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC) hoạt động với tư cách là một quỹ quốc gia được thành lập vào năm 1976. Sau gần 38 năm hoạt động, Becamex IDC đã trở thành một thương hiệu có uy tín trên lĩnh vực đầu tư và xây dựng hạ tầng khu công nghiệp, khu dân cư và hạ tầng giao thông không chỉ ở Bình Dương mà trong phạm vi cả nước. Sự phát triển của Becamex IDC đi cùng với từng bước phát triển của nền kinh tế tỉnh Bình Dương trong hầu hết các lĩnh vực kinh tế và xã hội. Đặc biệt, Becamex IDC đã tập trung vào phát triển hạ tầng khu công nghiệp, giao thông và đô thị với vai trò là đòn bẩy cho sự phát triển kinh tế của tỉnh.

Một số thành tựu mà công ty Becamex IDC đã đạt được:

- **Phát triển hạ tầng công nghiệp:** Becamex IDC đã xây dựng thành công các khu công nghiệp lớn đạt tiêu chuẩn quốc gia và một số khu công nghiệp phức hợp như Khu Công nghiệp Việt Nam - Xinh-ga-po, Khu Công nghiệp Mỹ Phước, Khu Công nghiệp Bàu Bàng, Khu Công nghiệp Thới Hòa. Tất cả các khu công nghiệp này đều có tỷ lệ lấp đầy ở mức 95% với tổng vốn đầu tư khoảng 6,3 tỷ USD, góp phần giải quyết việc làm cho hơn 150.000 lao động. Mô hình khu công nghiệp này đã đóng góp đáng kể vào sự phát triển bền vững của Bình Dương. Bên cạnh đó, Becamex IDC cũng đã tạo nên một môi trường đầu tư thuận lợi, đồng thời là nơi an cư lập nghiệp cho người lao động từ các địa phương khác.

- **Phát triển hạ tầng giao thông:** Bình Dương có cơ sở hạ tầng giao thông tốt với Quốc lộ 13 và đường cao tốc Mỹ Phước – Tân Vạn là những con đường chính nối liền các trục lộ trong tỉnh. Những con đường huyết mạch này đóng vai trò quan trọng trong việc lưu thông hàng hóa và phát triển kinh tế giữa Bình Dương với toàn vùng trọng điểm kinh tế phía Nam và khu vực Tây Nguyên. Những dự án phát triển hạ tầng giao thông này không những đóng góp tích cực vào việc ổn định môi trường đầu tư mà còn mang đến diện mạo mới của tỉnh, đưa Bình Dương trở thành thành phố loại 1 theo định hướng quy hoạch đến năm 2020.

- Phát triển đô thị: Những dự án có quy mô lớn, hiện đại đã và đang được xây dựng như:

- Khu trung tâm đô thị Becamex là khu đô thị kiểu mẫu và hiện đại đầu tiên của Bình Dương. Dự án được xây dựng trên diện tích 2 ha với đầy đủ các tiện nghi: phố thương mại, căn hộ cao cấp, văn phòng cho thuê, khách sạn, nhà hàng, siêu thị. Khu trung tâm đô thị Becamex là nền tảng cho sự phát triển đô thị của Thủ Dầu Một với vai trò trung tâm kinh tế - chính trị - xã hội của tỉnh Bình Dương.
- Dự án Ecolakes tại Mỹ Phước: Là dự án liên doanh giữa công ty Becamex IDC và tập đoàn BĐS hàng đầu của Ma-lay-xi-a Tập đoàn SP Setia Berhard. Đây là khu đô thị hiện đại, được quy hoạch hòa quyện với thiên nhiên, một mô hình tiêu biểu với những tiêu chuẩn sống vượt trội.
- Thành phố Mới Bình Dương được xây dựng trên diện tích 1.007 ha tại Khu liên hợp Công nghiệp – Dịch vụ và Đô thị Bình Dương, đây là một quận trung tâm văn minh, hiện đại của Thành phố Mới Bình Dương. Trung tâm này có quy mô phục vụ cho khoảng 125.000 người định cư lâu dài và hơn 400.000 người thường xuyên đến làm việc.

- Phát triển y tế và giáo dục: Bệnh viện đa khoa Mỹ Phước: diện tích 2 ha, quy mô 500 giường (giai đoạn I); Bệnh viện đa khoa Quốc tế Miền Đông với diện tích 12,76 ha, quy mô 1.000 giường; Trường Đại học Quốc tế Miền Đông với diện tích 26 ha, quy mô đào tạo 24.000 sinh viên.

### **Thành Phố Mới Bình Dương là khu vực "nóng" của thị trường nhà ở tại tỉnh Bình Dương trong những năm sắp tới.**

Tháng 6 năm 2009, Ủy ban Nhân dân tỉnh Bình Dương đã phê duyệt chi tiết quy hoạch xây dựng theo Quyết định số 2273/QĐ-UBND. Vào tháng 7 năm 2009, Becamex IDC đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất để thực hiện các dự án khu đô thị mới trong khu phức hợp Công nghiệp - Dịch vụ - Đô thị Bình Dương theo Quyết định số 2717/QĐ-UBND.

Theo đúng đề án đã được phê duyệt, Thành phố Mới Bình Dương được xây dựng tại khu liên hợp Công Nghiệp - Đô Thị - Dịch Vụ Bình Dương. Đây là một khu đô thị văn minh, hiện đại và là quận trung tâm của thành phố Bình Dương trực thuộc trung ương theo đúng định hướng quy hoạch đến năm 2020.

Đặc biệt nơi đây đã được Tỉnh Ủy, Ủy ban Nhân dân và Hội đồng Nhân dân tỉnh thống nhất chọn làm trung tâm hành chính tập trung của tỉnh. Nhằm hoàn thiện quy hoạch chi tiết xây dựng tỷ lệ 1/500 cho khu đô thị mới theo mô hình hiện đại, Becamex IDC đã mời đơn vị tư vấn nước ngoài là Viện nghiên cứu thiết kế thuộc trường Đại học Quốc gia Xinh-ga-po để triển khai.

Nằm ở vị trí trung tâm thuận lợi, Thành Phố Mới Bình Dương sẽ là cửa ngõ kết nối quốc tế và giao lưu thương mại, dịch vụ cũng như trao đổi, chuyển giao công nghệ ở trình độ khoa học tiên tiến nhất.

Dự án Thành Phố Mới Bình Dương đã được Chính phủ phê duyệt đề án phát triển với các hạng mục chính: Trung tâm chính trị hành chính tập trung, Khu

Công nghệ Kỹ thuật cao của Tập đoàn Mapletree (Xinh-ga-po), Trường Đại học Quốc tế Miền Đông, Trường Quốc tế của Tập đoàn Giáo dục Kinerworld, Trung tâm thương mại tài chính, ngân hàng, khu dịch vụ ăn uống, hội nghị cao cấp, văn phòng làm việc hạng A, khu dân cư cao cấp (căn hộ, biệt thự) phục vụ cho 125.000 người định cư và hơn 40.000 người thường xuyên đến làm việc.

Thành phố Mới Bình Dương được định hướng là nơi hội tụ, thu hút trí tuệ và phát triển công nghệ, đóng vai trò quan trọng trong việc quy hoạch các phân khu chức năng, cơ sở hạ tầng, các giải pháp phù hợp đạt tiêu chuẩn quốc tế. Đây còn là công trình mang ý nghĩa lớn, góp phần thúc đẩy phát triển nhanh đô thị của tỉnh trong thời kỳ đổi mới, đồng thời đáp ứng nhu cầu, nguyện vọng của chính quyền, nhân dân tỉnh Bình Dương.

Ngày 20 tháng 2 năm 2014 đã diễn ra lễ khánh thành Trung tâm hành chính tập trung và lễ khởi công xây dựng, phát triển của Thành phố Mới Bình Dương được tổ chức bởi Ủy ban Nhân dân tỉnh với sự hiện diện của Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng và các nhà lãnh đạo của tỉnh. Sự kiện này mở đường thúc đẩy sự phát triển của thị trường BĐS Bình Dương nói chung và khu vực này nói riêng.

#### Phôi cảnh Thành phố Mới Bình Dương



*Nguồn: VPBS tổng hợp từ trang web Cổng thông tin Bình Dương vào ngày 23 tháng 6 năm 2014*

## TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

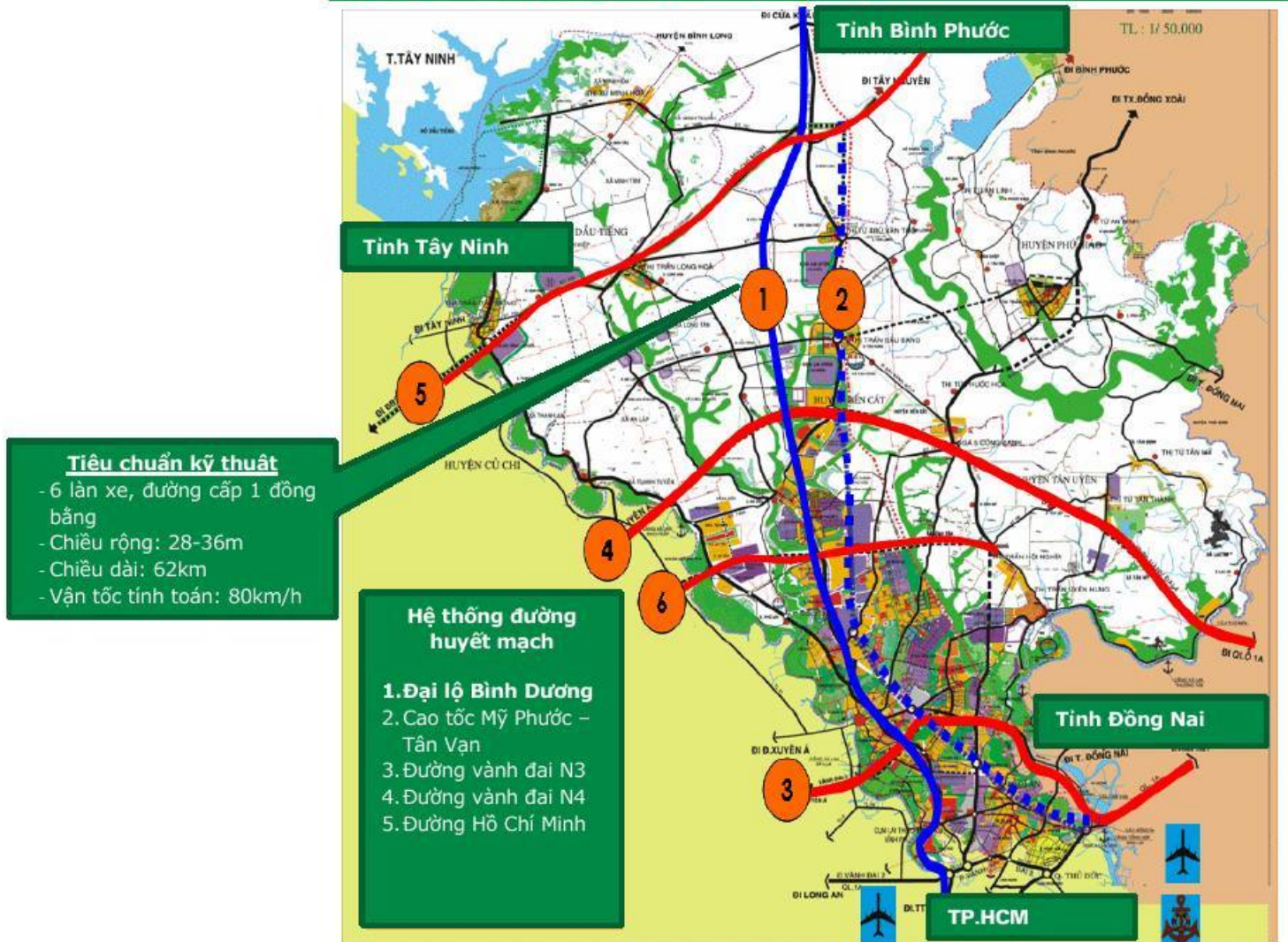
### GIỚI THIỆU

CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (IJC), tiền thân là công ty con của Becamex IDC, được thành lập từ dự án cổ phần hóa Quốc lộ số 13 (Đại lộ Bình Dương) vào tháng 6 năm 2007. Công ty chính thức niêm yết cổ phiếu trên Sàn Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) vào tháng 4 năm 2010. IJC hiện đang hoạt động với mức vốn điều lệ là 2.742 tỷ đồng (129 triệu USD), và sở hữu một công ty con là Công ty TNHH Một Thành Viên IJC.

Hoạt động kinh doanh của công ty bao gồm hai lĩnh vực chính là kinh doanh và phát triển BĐS nhà ở, và thu phí cầu đường tại Đại lộ Bình Dương.

## Dự án BOT Đại Lộ Bình Dương

### Hệ thống các trục đường chính của tỉnh Bình Dương



Nguồn: VPBS tổng hợp

Đại lộ Bình Dương nối dài xuyên suốt tỉnh Bình Dương, qua các trục đường chính, và kết nối các hoạt động kinh tế xã hội của Bình Dương với các trung tâm kinh tế lớn của Tp.HCM và các tỉnh Tây Nguyên. Tuyến đường bộ chính này đi qua các khu công nghiệp trọng điểm như: VSIP I, II; Việt Hương; Mỹ Phước; Bàu Bàng và khu liên hợp công nghiệp - đô thị - dịch vụ Bình Dương.

Đây là dự án xây dựng - vận hành - chuyển giao (BOT) được đầu tư bởi Becamex IDC với vốn đầu tư 683 tỷ đồng (32,1 triệu USD) và đưa vào hoạt động từ năm 2000. Các tiêu chuẩn kỹ thuật như hệ thống thoát nước, điện chiếu sáng, tín hiệu giao thông và cây xanh đã hoàn chỉnh. Ngoài ra, để đáp ứng nhu cầu giao thông thuận tiện cho khách hàng và giúp quản lý hệ thống thu phí cầu đường hiệu quả hơn, Becamex IDC đã trang bị hệ thống phần cứng và phần mềm tự động và bán tự động hoàn toàn mới cho hệ thống thu phí tại hai trạm trên Đại lộ Bình Dương (8 làn xe/trạm).

Đại lộ Bình Dương đã góp phần thúc đẩy sự phát triển kinh tế và trao đổi hàng hoá giữa Bình Dương và các vùng kinh tế trọng điểm phía Nam.

## Phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở

Hiện nay, IJC đang sở hữu bảy dự án BĐS nhà ở tại tỉnh Bình Dương với tổng quỹ đất sạch lên đến khoảng 192 ha. Các dự án này tọa lạc tại những vị trí đắc địa ở Thị xã Thủ Dầu Một, Thành phố Mới Bình Dương, huyện Tân Uyên, và huyện Bến Cát.

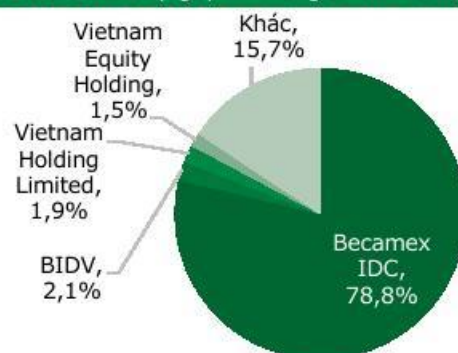
Dự án	Địa chỉ	Diện tích (m2)	Sản phẩm
1 <b>Khu đô thị trung tâm Becamex</b>	Thủ Dầu Một – Bình Dương		<u>Khu phức hợp</u> : Căn hộ Horizon; Becamex Tower; Căn hộ Sunrise; Nhà phố 30/4; Căn hộ New Star; Căn hộ và khách sạn Galaxy
2 <b>Căn hộ IJC AROMA</b>	Thành Phố Mới Bình Dương	21.338	Căn hộ
3 <b>Sunflower</b>	Thành Phố Mới Bình Dương	730.000	Biệt thự
4 <b>Prince Town</b>	Thành Phố Mới Bình Dương	22.142	Nhà phố
5 <b>IJC - Đông Đô Đại Phố</b>	Thành Phố Mới Bình Dương	266.000	Nhà phố, biệt thự
6 <b>IJC - Vĩnh Tân (IJC@VSIP)</b>	Tân Uyên – Bình Dương	382.000	Biệt thự
7 <b>Rosemary – Hòa Lợi</b>	Bến Cát – Bình Dương	500.000	Biệt thự

Nguồn: IJC, VPBS tổng hợp vào tháng 6 năm 2014

## BAN LÃNH ĐẠO VÀ CỔ ĐÔNG LỚN

IJC là một doanh nghiệp niêm yết có phần lớn sở hữu thuộc về Nhà nước, với Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC) nắm 78,80% cổ phần trong công ty. Tỷ lệ sở hữu của Becamex IDC luôn được duy trì ở mức cao (ban đầu là 75%) kể từ khi IJC được thành lập.

Cơ cấu sở hữu (ngày 17 tháng 3 năm 2014)



Nguồn: IJC

Về mặt quản trị, IJC chịu sự chi phối lớn của Becamex IDC khi đa số các thành viên của Ban Giám đốc và Hội đồng Quản trị đều được bổ nhiệm bởi Becamex IDC. Nhìn chung, phần lớn các thành viên này đều đã từng làm việc cho Becamex IDC và các công ty con trong một thời gian dài.

Ban giám đốc	Chức vụ
Ông Đỗ Quang Ngôn	Tổng Giám đốc
Ông Nguyễn Hoàng Ân	Phó Tổng Giám đốc
Ông Trần Văn Hùng	Phó Tổng Giám đốc
Ông Trinh Thanh Hùng	Phó Tổng Giám đốc

Nguồn: IJC, ngày 15 tháng 7 năm 2014

Hội đồng quản trị	Chức vụ
Ông Quảng Văn Việt Cường	Chủ tịch
Ông Nguyễn Hoàn Vũ	Phó chủ tịch
Ông Đỗ Quang Ngôn	Thành viên
Ông Trần Thiên Thế	Thành viên
Ông Nguyễn Văn Hiền Phúc	Thành viên
Ông Lê Anh Tuấn	Thành viên

Nguồn: IJC, ngày 15 tháng 7 năm 2014

## VỊ THẾ CÔNG TY

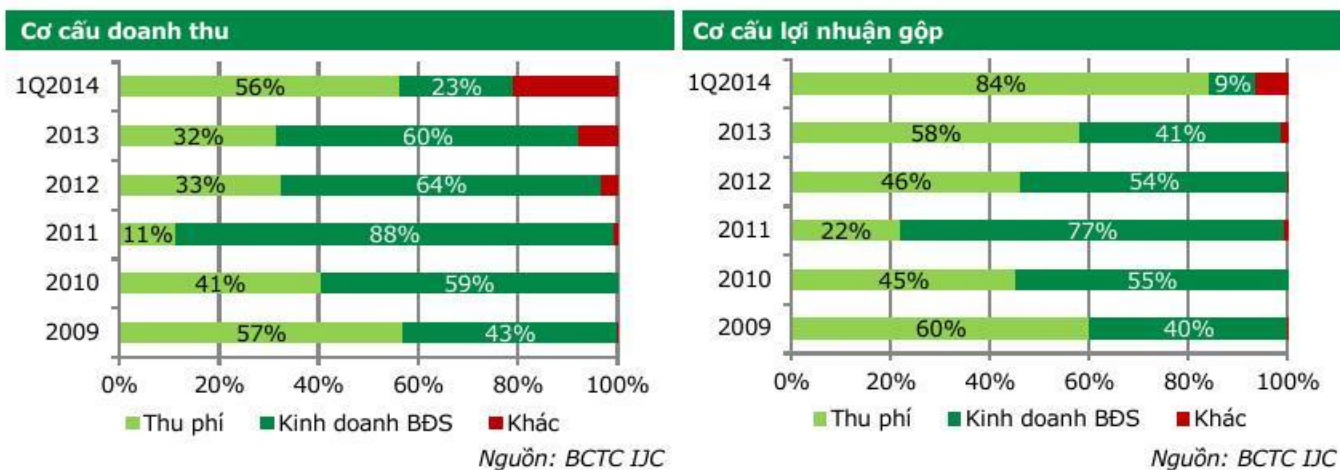
IJC hưởng lợi nhiều từ vị thế là một công ty con của Becamex IDC. Tuy là một doanh nghiệp trẻ, nhưng nếu xét về vốn hóa thị trường, IJC hiện đang là công ty BĐS niêm yết lớn nhất tại tỉnh Bình Dương và là công ty BĐS niêm yết lớn thứ tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Về kết quả kinh doanh trong năm 2012 và năm 2013, lợi nhuận ròng của IJC cao thứ hai trong nhóm các công ty cùng ngành, chỉ thấp hơn CTCP Tập đoàn Vingroup (VIC). (tham khảo thêm bảng so sánh một số công ty cùng ngành ở trang 3 của báo cáo này)

## PHÂN TÍCH VÀ DỰ PHÓNG

### TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Như đã đề cập, IJC có hai mảng hoạt động chính là thu phí giao thông và kinh doanh nhà ở tại tỉnh Bình Dương. Bên cạnh đó, công ty còn có nguồn thu nhỏ từ lĩnh vực môi giới BĐS, xây dựng, và cung cấp các dịch vụ vệ sinh môi trường.



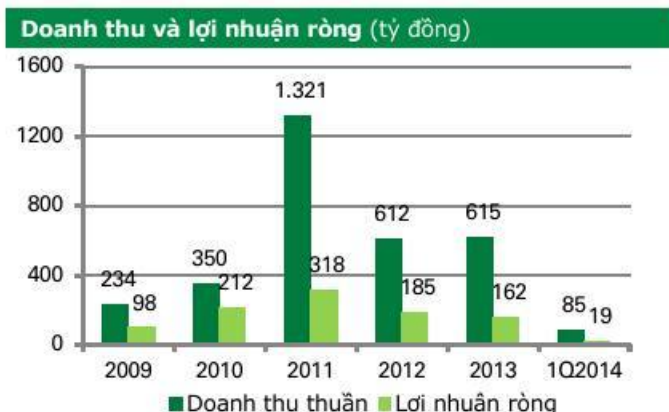
### Nhìn chung trong năm năm qua, nguồn thu nhập chính của IJC đến từ hoạt động kinh doanh BĐS.

Từ năm 2009 đến nay, tỷ trọng của phân khúc BĐS và hoạt động thu phí trong tổng doanh thu và lợi nhuận gộp có sự thay đổi qua các năm do đặc tính không ổn định của hoạt động kinh doanh BĐS.

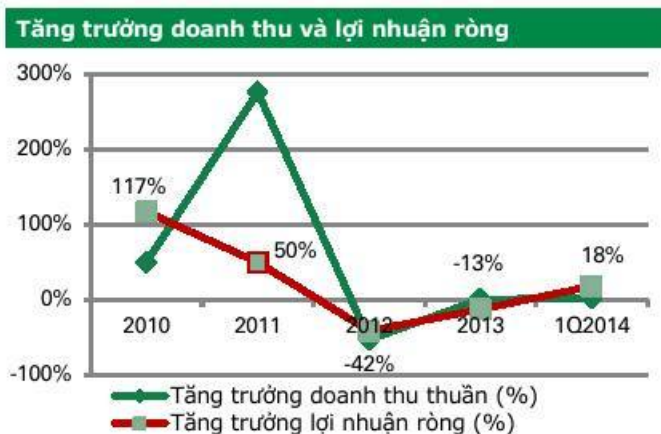
Trong năm 2013, kinh doanh BĐS là mảng đóng góp nhiều nhất vào doanh thu của công ty, tuy nhiên, lợi nhuận gộp từ mảng này lại thấp hơn hoạt động thu phí. Trong quý đầu tiên của năm nay, hoạt động thu phí chiếm đến 56% trong doanh thu và 84% trong lợi nhuận gộp của IJC trong khi hoạt động kinh doanh BĐS chỉ đóng góp 23% vào doanh thu và 9% vào lợi nhuận gộp.

**Từ năm 2009 đến năm 2013, doanh thu của IJC tăng trưởng đều đặn, ngoại trừ mức tăng đột biến trong năm 2011; trong khi lợi nhuận ròng bắt đầu giảm trong hai năm gần đây sau hai năm tăng trưởng liên tiếp.**

Doanh thu và lợi nhuận ròng của IJC tăng trưởng không ổn định trong năm năm qua. Điều này là do kết quả kinh doanh của công ty phụ thuộc nhiều vào tiến độ đầu tư và kinh doanh của các dự án cũng như tình hình thị trường BĐS Bình Dương.



Nguồn: BCTC IJC



Nguồn: BCTC IJC

Doanh thu và lợi nhuận của công ty tăng trưởng ấn tượng trong năm 2011 nhờ các dự án BĐS chính của công ty, bao gồm Becamex City Center, Phố thương mại IJC, Căn hộ phức hợp Aroma, dự án Green River, được đưa vào khai thác song song với nguồn thu ổn định từ hoạt động thu phí giao thông.

Năm 2012, trong bối cảnh thị trường BĐS cả nước nói chung và thị trường BĐS Bình Dương nói riêng rơi vào tình trạng trì trệ, hoạt động kinh doanh của IJC cũng như hầu hết các công ty BĐS Việt Nam đều gặp phải nhiều khó khăn. Giai đoạn đầy thử thách này đã kéo dài sang đến cuối năm 2013 khi doanh thu thuần của công ty đạt 615 tỷ đồng, chỉ tăng 5% so với năm trước trong khi lợi nhuận sau thuế đạt 162 tỷ đồng, giảm 13% so với năm trước, lần lượt hoàn thành 74% và 75% so với kế hoạch năm của công ty. Điều này là do sụt giảm mạnh về doanh thu và lợi nhuận của tất cả các mảng kinh doanh chính của công ty, do đó, không một lĩnh vực kinh doanh nào của công ty hoàn thành mục tiêu đặt ra. Cụ thể, hoạt động thu phí và hoạt động kinh doanh BĐS chỉ lần lượt hoàn thành 89% và 50% kế hoạch lợi nhuận ròng.

Trong quý 1 năm 2014, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 85 tỷ đồng, tăng 2% so với cùng kỳ, và 19 tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ. Nguồn thu trong kỳ này chủ yếu đến từ mảng thu phí giao thông.

**Khả năng sinh lời suy giảm kéo theo sự kém hấp dẫn của cổ phiếu IJC.**

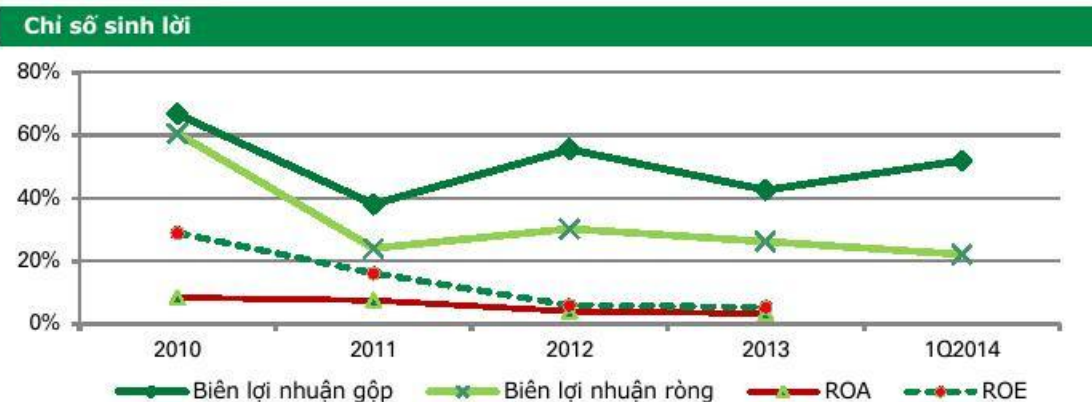
Tỷ suất lợi nhuận của IJC biến động theo chiều hướng zíc-zắc trong bốn năm qua do chịu sự chi phối của các mức tỷ suất lợi nhuận của từng dự án BĐS được khai thác trong kỳ. Trong quý 1 năm 2014, hiệu suất sinh lời của IJC có vẻ tăng do phần lớn nguồn thu là từ hoạt động thu phí.



Chỉ số sinh lời	2010A	2011A	2012A	2013A	1Q2014
Biên lợi nhuận gộp	66,7%	38,1%	55,5%	42,6%	51,9%
Biên EBITDA	61,6%	33,3%	46,2%	38,2%	24,4%
Biên lợi nhuận hoạt động	54,0%	31,2%	41,5%	32,5%	35,2%
Biên lợi nhuận ròng	60,5%	24,1%	30,3%	26,3%	22,1%
ROA	8,4%	7,6%	4,1%	3,4%	
ROE	28,9%	16,1%	6,0%	5,4%	

Nguồn: BCTC IJC, VPBS tính toán

Chỉ số ROA và ROE của công ty đang trên đà giảm dần, đặc biệt là trong năm 2011 do vốn chủ sở hữu tăng mạnh. Ngoài ra, môi trường hoạt động không thuận lợi từ năm 2011 đến năm 2013 cũng gây nên nhiều khó khăn trong việc nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty.



Nguồn: BCTC IJC, VPBS tính toán

**Tuy nhiên, IJC vẫn có khả năng sinh lời vượt trội so với những công ty cùng ngành.**

Để thực hiện so sánh, chúng tôi đã lựa chọn sáu doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực BĐS có mô hình kinh doanh tương tự nhất với IJC và có kết quả kinh doanh ổn định nhất trong bốn năm qua, bao gồm Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIG), CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức (TDH), CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (BCI), CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm (NTL), CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) và CTCP Năm Bày Bày (NBB).

Theo kết quả tính toán, trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2013, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trung bình của IJC lần lượt đạt 50,8% và 35,3%, cao lần lượt thứ nhất và thứ hai trong nhóm các công ty này.

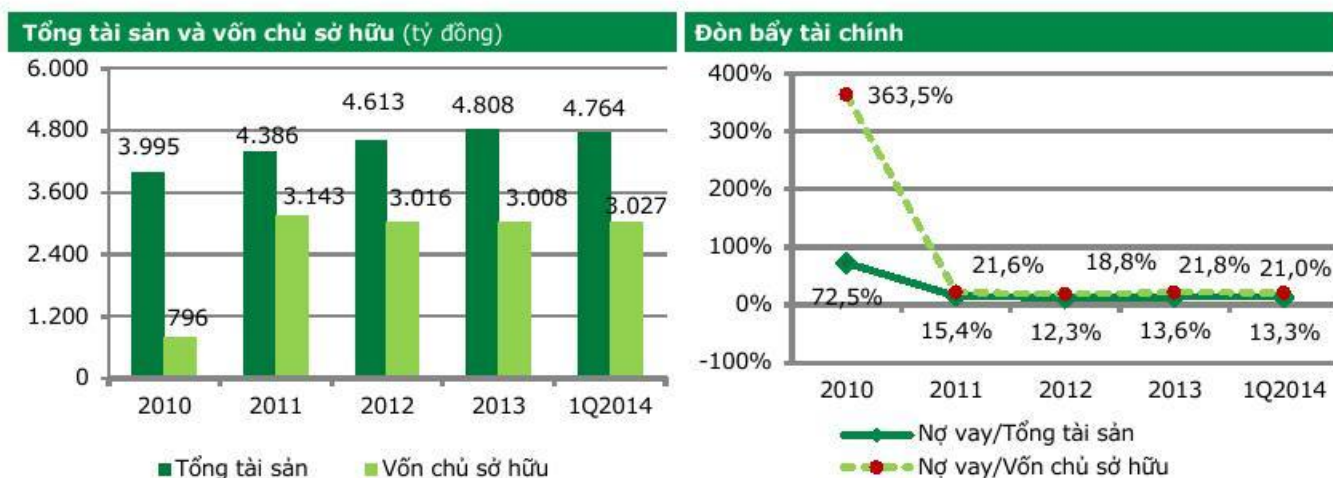
Chỉ số sinh lời	IJC	DIG	TDH	BCI	NTL	HDG	NBB
<b>Biên LN gộp</b>							
2010	66,7%	50,8%	41,2%	51,4%	54,5%	38,6%	25,0%
2011	38,1%	30,3%	34,8%	54,4%	22,2%	22,6%	25,1%
2012	55,5%	23,8%	24,4%	-53,1%	19,2%	10,5%	29,6%
2013	42,6%	21,6%	31,6%	35,9%	22,7%	18,6%	42,2%
<b>Trung bình</b>	<b>50,8%</b>	<b>31,6%</b>	<b>33,0%</b>	<b>22,2%</b>	<b>29,6%</b>	<b>22,6%</b>	<b>30,5%</b>
<b>Biên LN ròng</b>							
2010	60,5%	37,6%	44,7%	35,4%	41,5%	29,8%	23,9%
2011	24,1%	16,6%	8,4%	36,5%	16,7%	11,5%	16,9%
2012	30,3%	3,1%	16,4%	86,8%	10,2%	2,5%	26,4%
2013	26,3%	7,2%	5,3%	27,4%	20,2%	12,4%	12,5%
<b>Trung bình</b>	<b>35,3%</b>	<b>16,1%</b>	<b>18,7%</b>	<b>46,5%</b>	<b>22,2%</b>	<b>14,0%</b>	<b>19,9%</b>

Nguồn: BCTC các công ty, VPBS tính toán

## Tỷ lệ đòn bẩy thấp giúp IJC giảm gánh nặng tài chính, nhưng lại “nặng gánh” chi trả cổ tức và làm sụt giảm chỉ số ROE.

Trong năm 2011, IJC phát hành thành công 219.355.620 cổ phiếu với mức giá phát hành là 10.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với một lượng tiền mặt là 2.204 tỷ đồng. Theo đó, vốn chủ sở hữu đã tăng từ 548 tỷ đồng lên mức 2.742 tỷ đồng. Lượng tiền này được IJC sử dụng để tài trợ cho các dự án BĐS, chủ yếu là dự án Đông Đô Đại Phố, thông qua việc trả bớt khoản nợ ngắn hạn. Lý do tăng vốn là IJC muốn giảm tỷ trọng của nợ vay trong cấu trúc tài chính của dự án. Trong bối cảnh lãi suất cho vay leo thang năm 2011, biến động trong khoảng từ 15,74% đến 20,00%, việc sử dụng nợ vay nhiều sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời của các dự án do lợi nhuận bị ăn mòn bởi chi phí lãi vay. Từ thời điểm đó đến nay, tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty được duy trì ở mức ổn định.

Vào cuối quý 1 năm 2014, tổng nợ vay của IJC ở mức 635 tỷ đồng, trong đó có 500 tỷ đồng là trái phiếu doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản và nợ vay trên vốn chủ sở hữu của công ty lần lượt ở mức 13,3% và 21,0%.

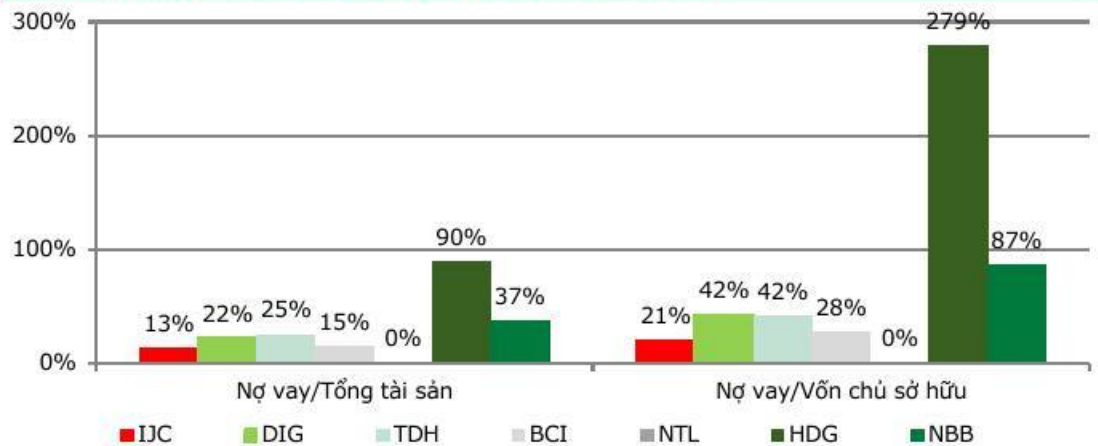


Nguồn: BCTC IJC

Nguồn: BCTC IJC

Tính đến cuối quý 1 năm 2014, IJC có tỷ lệ nợ thấp nhất trong nhóm các công ty cùng ngành, ngoại trừ NTL có tỷ lệ nợ được duy trì ở mức 0% trong nhiều năm qua. Đây là một thuận lợi mà IJC được hưởng từ việc là công ty con của Becamex IDC, nguồn hỗ trợ mạnh cho công ty về cả vốn lẫn quỹ đất. Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy tài chính thấp đồng nghĩa với nguy cơ sụt giảm chỉ số ROE cũng như gánh nặng tài chính từ việc chi trả cổ tức.

### Chỉ số nợ của các công ty cùng ngành trong quý 1 năm 2014



Nguồn: BCTC các công ty, VPBS tính toán

### Thanh khoản của IJC ngày càng kém khả quan sau khi tiến hành việc tái cơ cấu nguồn vốn trong năm 2011.

Hệ số vòng quay tài sản trong năm 2013 là 0,13 lần cho thấy việc sử dụng tài sản chưa hiệu quả, điều này là do sự tăng vốn mạnh mẽ trong năm 2011, theo đó, tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận không thể bắt kịp tốc độ tăng trưởng của tài sản và vốn chủ sở hữu.

Khoản phải thu của IJC chủ yếu là các khoản tiền chưa thanh toán của khách hàng mua BĐS. Trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2012, vòng quay khoản phải thu có sự cải thiện, tuy nhiên đã giảm nhẹ trong năm 2013 xuống 1,73 lần, phản ánh tiến độ thu tiền của IJC đang trên đà chậm và trì trệ.

Vòng quay khoản phải trả tăng vọt từ 4,37 lần trong năm 2010 lên 9,64 lần trong năm 2011, giảm mạnh còn 0,70 lần trong năm 2012 và tăng nhẹ lên 0,94 lần vào năm 2013, sự biến động này cho thấy IJC đang mất dần khả năng kéo dài thời gian thanh toán tiền cho các nhà cung cấp.

Sự sụt giảm của các chỉ số trên cho thấy sự kém hiệu quả trong quản lý dòng tiền của IJC cũng như tình trạng thiếu hụt vốn lưu động.

### Chỉ số thanh khoản (lần)



Nguồn: BCTC IJC, VPBS tính toán

## Khả năng thanh toán ngày càng yếu do tiến độ bán hàng chậm và ứ đọng hàng tồn kho.

Các chỉ số thanh toán của IJC đã giảm đều trong ba năm qua. Trong năm 2011, chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh lần lượt là 5,4 lần và 1,6 lần; sau đó giảm còn 3,0 lần và 0,4 lần trong năm 2012; 2,5 lần và 0,3 lần trong năm 2013; và 1,8 lần và 0,3 lần trong quý 1 năm 2014.

Chỉ số thanh toán hiện hành và chỉ số thanh toán nhanh có sự khác biệt nhiều, cho thấy công ty có một lượng lớn hàng tồn kho. Thêm vào đó, vòng quay hàng tồn kho cũng đã giảm đáng kể trong năm 2012 và năm 2013 so với năm 2011. Cụ thể, vòng quay hàng tồn kho đã giảm từ 0,36 lần năm 2011 xuống 0,11 lần năm 2012 và 0,14 lần năm 2013. Chỉ số vòng quay hàng tồn kho của năm 2013 được xem là khá thấp cho thấy tiến độ bán hàng chậm cũng như lượng hàng tồn kho tăng mạnh. Đây cũng là tình hình chung của các công ty BĐS trong những năm gần đây. Bên cạnh đó, hàng tồn kho của IJC hầu như là từ các dự án đang xây dựng với tính thanh khoản thấp; vì vậy, chúng tôi khá quan ngại về khả năng thanh toán của công ty trong tình huống công tác bán hàng bị đình trệ.

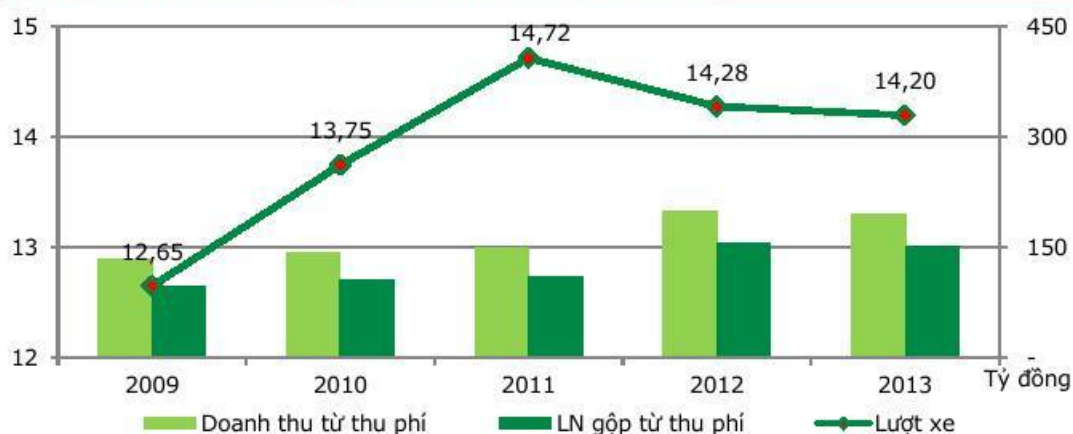
## PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH

### Thu phí giao thông

**Mảng thu phí mang lại nguồn thu nhập ổn định cho hoạt động kinh doanh của công ty.**

Hiện IJC đang tiến hành thu phí giao thông tại hai trạm là Vĩnh Phú và Suối Giữa nằm trên Đại lộ Bình Dương. Hoạt động này sẽ kéo dài đến năm 2037. Lượng xe lưu thông qua hai trung tâm này tăng dần từ năm 2009 đến năm 2011 và đạt mức cao nhất vào năm 2011. Từ ngày 1 tháng 1 năm 2012, IJC đã áp dụng hệ thống mức phí mới, cao hơn từ 10% đến 50%, đã dẫn đến sự sụt giảm nhẹ của lưu lượng xe lưu thông trong năm. Năm 2013, lưu lượng xe lưu thông trung bình qua hai trạm là khoảng 39.000 lượt mỗi ngày.

Thông kê lượt xe lưu thông qua hai trạm thu phí (triệu lượt)

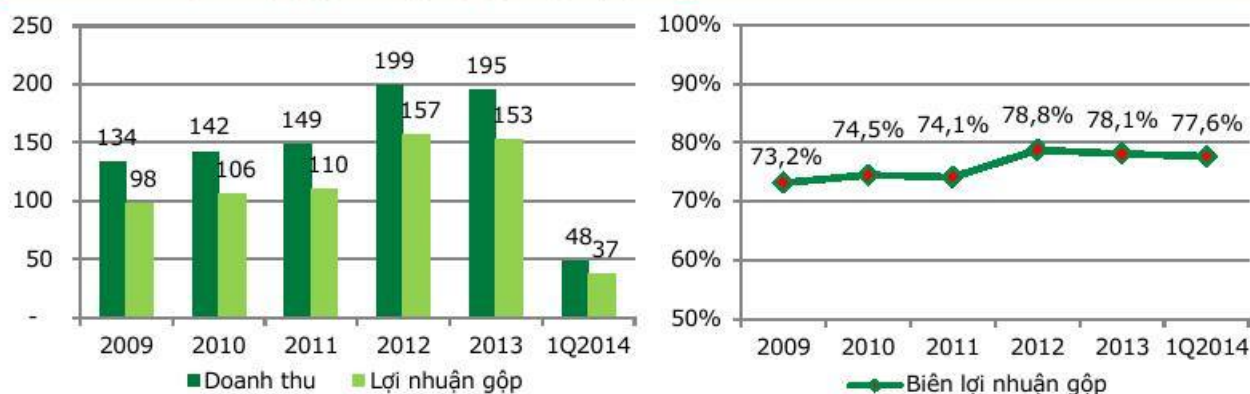


Nguồn: IJC, VPBS tổng hợp

Từ năm 2009 đến năm 2013, trung bình mỗi năm hoạt động này đóng góp 164 tỷ đồng doanh thu và 125 tỷ đồng lợi nhuận gộp với biên lợi nhuận gộp đạt 76%. Nhờ tăng mức phí mà từ năm 2012 doanh thu và lợi nhuận đã tăng trưởng khoảng 34% so với các năm trước đó. Trong năm 2013, kết quả kinh doanh của phân khúc này có sự sụt giảm nhẹ do ảnh hưởng chung của sự suy thoái kinh tế khiến các tài xế phải cân nhắc lựa chọn tuyến đường khác với mức phí thấp hơn.

Trong quý 1 năm 2014, hoạt động của phân khúc này tiếp tục ổn định với việc ghi nhận 48 tỷ đồng doanh thu, không đổi so với cùng kỳ, và 37 tỷ đồng lợi nhuận gộp, giảm 3% so với cùng kỳ, biên lợi nhuận gộp đạt 78%.

**Doanh thu và lợi nhuận gộp từ hoạt động thu phí (tỷ đồng)**



Nguồn: BCTC IJC

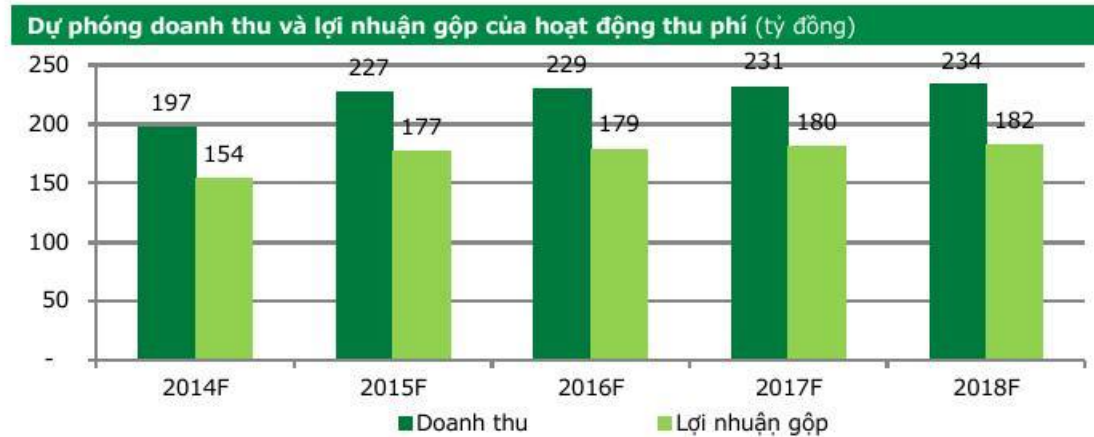
### **Hoạt động thu phí đã và đang được hưởng ưu đãi từ Chính phủ và có tiềm năng tăng trưởng tốt trong những năm sắp tới.**

Theo hợp đồng BOT đã ký, hoạt động thu phí trên Đại lộ Bình Dương đã và đang được hưởng thuế suất ưu đãi. Trong năm 2014, hoạt động kinh doanh này được hưởng ưu đãi 50% thuế thu nhập doanh nghiệp, tương đương mức thuế 11%. Từ năm 2015 đến năm 2021, lợi nhuận thu phí trên tuyến đường từ km28 +000 đến km65 +355 dài 37.584 km (hay từ Đài vệ tinh Tân Định, Bến Cát, đến Cầu Tham Rốt giáp ranh tỉnh Bình Phước), sẽ được hưởng ưu đãi giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp.

Sắp tới đây, IJC sẽ có thể vận hành thêm hai dự án BOT thu phí là tuyến đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn và các tuyến đường nối Thủ Dầu Một - Tân Uyên. Dự án đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong quý 3 năm nay. Việc khai thác các dự án này sẽ góp phần tăng lợi nhuận từ hoạt động thu phí.

Trong tương lai, trước tình hình cải thiện của kinh tế vĩ mô tỉnh Bình Dương với tốc độ tăng trưởng GDP cao, sự gia tăng số lượng doanh nghiệp và lực lượng lao động, chúng tôi dự kiến các phương tiện vận tải lưu thông qua Đại lộ Bình Dương và đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn, chạy qua các cảng công nghiệp mới (Thị Vải và Cái Mép), cảng container (Đồng Nai, Bình Dương và Quận 9, TP.HCM), và sân bay quốc tế Long Thành, sẽ tăng lên đáng kể do rút ngắn được thời gian vận chuyển khoảng từ 25% đến 30% và từ đó tiết giảm chi phí.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của phân khúc này trong vòng năm năm tới theo như bảng dưới đây. Những ước tính này được xây dựng dựa trên các giả định sau: tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm là 1% dựa trên kế hoạch kinh doanh của công ty năm 2014, ngoại trừ năm 2015 với mức tăng trưởng đạt 15% đến từ sự đóng góp của dự án Mỹ Phước - Tân Vạn; và biên lợi nhuận gộp là 78% tương đương với mức biên lợi nhuận gộp trong năm 2013 và trong quý 1 năm 2014.



Nguồn: VPBS ước tính

### Phát triển và kinh doanh bất động sản nhà ở

**Kinh doanh BĐS được xem là hoạt động cốt lõi của IJC với nhiều lợi thế cạnh tranh nổi bật.**

Về mặt tích cực, với vị thế là công ty con của Becamex IDC, IJC có một số thuận lợi nổi bật như sau: (1) tránh được rủi ro trong công tác đền bù, giải tỏa do quỹ đất mà IJC mua từ Becamex IDC đều là những dự án đất "sạch"; (2) hạn chế được gánh nặng tài chính vì IJC có được cơ chế nợ tiền đất phải trả cho Becamex IDC và thậm chí là nợ cả cổ tức; (3) dễ dàng đa dạng hóa các sản phẩm BĐS để đáp ứng cho nhu cầu thị trường và cải thiện hoạt động kinh doanh thông qua việc nhận các dự án mới và phù hợp từ công ty mẹ.

Tuy nhiên, ở một khía cạnh khác, giá mua đất từ Becamex IDC khá cao khiến IJC phải thiết kế mức giá bán các sản phẩm BĐS ở mức cao tương ứng, và khó mà giảm giá. Điều này đặt công ty trong hoàn cảnh khó khăn do triển vọng của phân khúc BĐS cao cấp vẫn ảm đạm trong những năm gần đây.

**Hoạt động kinh doanh BĐS đang đối mặt với nhiều khó khăn do tình hình ảm đạm của thị trường BĐS cao cấp ở Bình Dương thời gian qua và sự sụt giảm khả năng sinh lời của các dự án.**

Từ năm 2009 đến năm 2013, hoạt động kinh doanh này có sự tăng trưởng không ổn định. Năm 2011, mảng hoạt động này ghi nhận mức doanh thu và lợi nhuận cao ấn tượng do đây là thời điểm công ty tiến hành bàn giao một số lượng lớn sản phẩm cho khách hàng. Từ năm 2012 đến năm 2013, trước bối cảnh trì trệ của phân khúc BĐS cao cấp tại Bình Dương, việc bán hàng tại các dự án cao cấp của IJC đã gặp nhiều khó khăn. Theo tìm hiểu của chúng tôi,

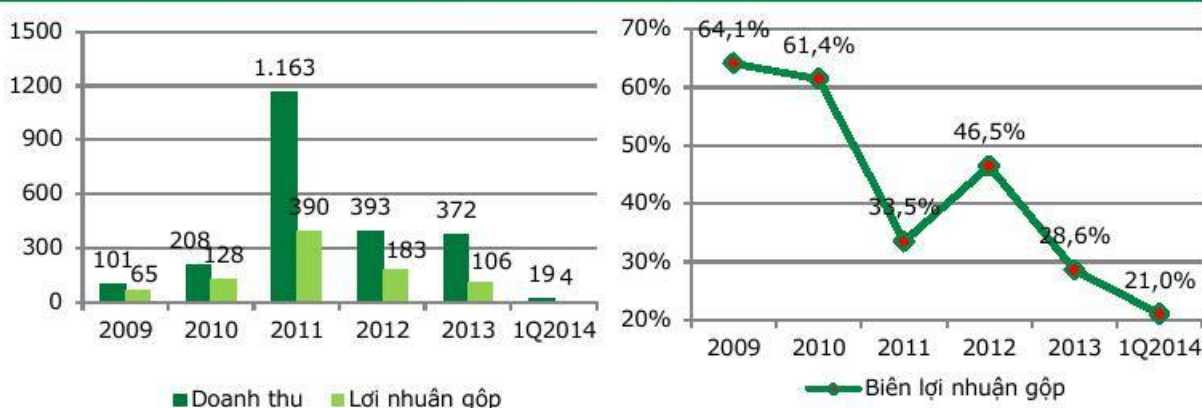
phần lớn lợi nhuận trong năm 2012 và năm 2013 của IJC đến từ việc ghi nhận doanh thu của các sản phẩm đã bán từ năm 2011 trở về trước.

Để giải quyết vấn đề, IJC đã bắt đầu tiến hành triển khai những dự án ở phân khúc giá rẻ, chần hạn như dự án IJC@VSIP. Tuy nhiên, do mới chỉ được đưa vào khai thác vào tháng 9 năm 2013 nên sự đóng góp vẫn còn khá khiêm tốn.

Trong năm 2013, phân khúc này ghi nhận doanh thu thuần là 372 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 106 tỷ đồng, lần lượt giảm 5% và 42% so với cùng kỳ.

Trong quý 1 năm 2014, phân khúc này mang về 19 tỷ đồng doanh thu và 4 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Mức ghi nhận thấp này là phù hợp với chế độ hạch toán của các doanh nghiệp BĐS khi phần lớn nguồn thu thường được ghi nhận vào các quý cuối của năm tài chính.

**Doanh thu và lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh BĐS (tỷ đồng)**



Nguồn: BCTC công ty

Biên lợi nhuận gộp của phân khúc này đã giảm đáng kể từ năm 2009 đến nay trong bối cảnh giá bán sản phẩm không thể tăng do áp lực cạnh tranh cộng với điều kiện thị trường không thuận lợi; trong khi đó giá vốn hàng bán lại bị đội lên đáng kể do việc vốn hóa chi phí lãi vay và xu hướng tăng của các chi phí như chi phí xây dựng, chi phí tiền đất trong do tiến độ bán hàng chậm và tác động của việc áp dụng các quy định mới của Chính phủ.

### Danh mục dự án bất động sản của IJC tại thời điểm tháng 6 năm 2014

Dự án	Địa chỉ	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Sản phẩm
1 Khu đô thị trung tâm Becamex	Thủ Dầu Một – Bình Dương		<u>Khu phức hợp</u> : 1. Căn hộ Horizon; 2. Becamex Tower; 3. Căn hộ Sunrise; 4. Nhà phố 30/4; 5. Căn hộ New Star; 6. Căn hộ và khách sạn Galaxy
2 Căn hộ IJC AROMA	Thành Phố Mới Bình Dương	21.338	Chung cư
3 Sunflower	Thành Phố Mới Bình Dương	730.000	Biệt thự
4 Prince Town	Thành Phố Mới Bình Dương	22.142	Nhà phố
5 IJC - Đông Đô Đại Phố	Thành Phố Mới Bình Dương	266.000	Nhà phố, biệt thự
6 IJC – Vĩnh Tân (IJC@VSIP)	Tân Uyên – Bình Dương	382.000	Biệt thự
7 Rosemary – Hòa Lợi	Bến Cát – Bình Dương	500.000	Biệt thự

Nguồn: VPBS tổng hợp

### **1. Khu đô thị trung tâm Becamex – Thành Phố Thủ Dầu Một**

Đây là dự án liên doanh giữa Becamex IDC và IJC với 70% tỷ lệ sở hữu thuộc về IJC. Dự án trải dài trên diện tích 6,1 ha với tổng vốn đầu tư khoảng 2.500 tỷ đồng. Dự án có ba giai đoạn bắt đầu từ năm 2009 đến năm 2015 và dự kiến sẽ thu về khoản lợi nhuận ròng là 500 tỷ đồng cho IJC.

- Giai đoạn 1 (từ năm 2009 đến năm 2011, tổng vốn đầu tư là 900 tỷ đồng): Chung cư cao cấp Horizon, tòa văn phòng Becamex Tower, tổ hợp căn hộ cao cấp Sunrise, dãy nhà liên kế trên đường 30/4, dãy nhà liên kế nội bộ.
- Giai đoạn 2 (từ năm 2011 đến năm 2013, tổng vốn đầu tư 850 tỷ đồng): chung cư cao cấp New Star, dãy nhà liên kế Đại lộ Bình Dương.
- Giai đoạn 3 (từ năm 2012 đến năm 2015, tổng vốn đầu tư 750 tỷ đồng): cao ốc văn phòng và khách sạn Galaxy.

Do IJC không phải là chủ đầu tư của dự án này nên các thông tin liên quan đến dự án được công bố khá ít.

### **2. Tổ hợp Căn hộ Cao cấp IJC Aroma – Thành phố Mới Bình Dương**

Tổ hợp Căn hộ Cao cấp IJC Aroma bao gồm bốn tòa nhà (A, B, C & D) từ 17 đến 20 tầng, với tổng vốn đầu tư 788,5 tỷ đồng. Dự án này sẽ cung cấp 499 căn hộ với diện tích từ 70m<sup>2</sup> đến 152m<sup>2</sup>. Đồng thời dự án cũng cung cấp 3.000 m<sup>2</sup> diện tích thương mại. Tiền đất sẽ được thanh toán cho Becamex IDC trong vòng năm năm từ năm 2014 đến năm 2019.

Tính đến cuối năm 2013, hai khối A & B đã hoàn thành việc xây dựng, bán hàng và bàn giao cho các khách mua căn hộ. Phần lớn doanh thu cũng đã được ghi nhận. Khối C & D hiện đã hoàn thành phần móng. IJC đang chào bán các căn hộ thuộc hai khối này với giá từ 20 triệu đồng/m<sup>2</sup> đến 30 triệu đồng/m<sup>2</sup>, và thời gian thanh toán trong vòng tám năm.

### **3. Khu biệt thự Sunflower - Thành Phố Mới Bình Dương**

Khu biệt thự Sunflower có quy mô 7,3 ha với tổng vốn đầu tư 1.100 tỷ đồng. Dự án bao gồm 99 biệt thự với diện tích tối thiểu 360m<sup>2</sup> mỗi căn. Tiền đất sẽ được thanh toán với Becamex IDC trong vòng năm năm từ năm 2014.

Tính đến cuối năm 2013, IJC đã hoàn thành xây dựng 38 căn biệt thự, bán ra chín căn và ghi nhận 56 tỷ đồng doanh thu cho năm 2013.

Một biệt thự Sunflower với nội thất hoàn thiện được bán với giá khoảng 21 tỷ đồng (1 triệu USD) và người mua được phép trả trong vòng sáu đến tám năm.

### **4. Dự án Đông Đô Đại Phố - Thành Phố Mới Bình Dương**

Dự án Đông Đô Đại Phố trải dài trên diện tích 26,6 ha với tổng vốn đầu tư là 6.500 tỷ đồng và bao gồm 1.149 căn nhà, trong đó có 280 căn nhà phố, 466 căn nhà liền kề và 157 biệt thự song lập. IJC đã thanh toán 50% chi phí sử dụng đất cho Becamex IDC, phần còn lại sẽ được thanh toán vào năm 2014.

Tính đến cuối năm 2013, IJC đã xây dựng 83 căn nhà phố, bán ra 85 căn và ghi nhận 103 tỷ đồng doanh thu trong năm 2013.

Giá bán nhà hoàn thiện tại dự án dao động từ 50 triệu đồng/m<sup>2</sup> đến 55 triệu đồng/m<sup>2</sup> và thời gian thanh toán áp dụng là trong vòng tám năm.



## **5. Dự án Prince Town - Thành Phố Mới Bình Dương**

Trải dài trên diện tích 2,2 ha với 129 căn nhà phố, dự án Prince Town có tổng vốn đầu tư là 500 tỷ đồng. IJC đã thanh toán 50% chi phí sử dụng đất cho Becamex IDC, số tiền còn lại sẽ được thanh toán vào năm 2014.

Tính đến cuối năm 2013, công ty đã hoàn thành xây dựng 45 căn nhà, bán ra 62 căn và ghi nhận 140 tỷ đồng doanh thu trong năm 2013.

Dự án có mức giá bán nhà hoàn thiện khoảng 50 triệu đồng/m<sup>2</sup> và thời gian thanh toán là trong vòng tám năm.

## **6. IJC@VSIP - Huyện Tân Uyên**

Dự án IJC @ VSIP tọa lạc tại huyện Tân Uyên với diện tích 38 ha, trong đó diện tích thương mại là 33 ha. Dự án này cung cấp 1.678 căn nhà và tổng số vốn đầu tư theo công bố là 541 tỷ đồng.

Tính đến cuối năm 2013, IJC đã bán hết 62 căn và ghi nhận 19 tỷ đồng doanh thu trong năm 2013.

Vì đây là dự án đất nền nên việc bán và ghi nhận doanh thu được thực hiện sau khi IJC hoàn thành cơ sở hạ tầng. Mức giá bán tại dự án được chúng tôi ước tính khoảng 3 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

## **7. Khu biệt thự Rosemary – Huyện Bến Cát**

Khu Biệt thự Rosemary có quy mô 50 ha (bao gồm 33 ha diện tích thương mại) với tổng vốn đầu tư 1.600 tỷ đồng. Dự án này cung cấp 1.100 căn nhà phố và 350 căn biệt thự với diện tích mỗi căn biệt thự là từ 4.000m<sup>2</sup> đến 5.000m<sup>2</sup>.

IJC đã giữ dự án này trong ba năm qua nhưng đến nay vẫn chưa bắt đầu triển khai kinh doanh.

## **Các dự án BĐS cao cấp của IJC tại Thành phố Mới Bình Dương đang đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt.**

Nguồn cung biệt thự ở trung tâm Thành phố Mới Bình Dương khá phong phú với sự đóng góp của Khu biệt thự An Bình (16 căn) và Khu Đô Thị - Dịch Vụ Bàu Bàng (1.000 căn). Ngoài ra, nguồn cung các loại nhà phố cũng khá dồi dào, chẳng hạn như dự án Green Pearl (182 căn), Gold Town (104 căn), Uni Town (270 căn). Trước bối cảnh cạnh tranh như trên thì việc tiến độ bán hàng tại các dự án của IJC ở khu vực Thành phố mới Bình Dương diễn ra chậm trong những năm gần đây là hoàn toàn có thể hiểu được.

## **Phần khúc này dự kiến sẽ có nhiều chuyển biến tích cực từ năm 2014 trở đi khi thị trường BĐS đã và đang có nhiều cải thiện.**

Bất chấp sự cạnh tranh mạnh mẽ, từ năm 2014 trở đi, chúng tôi đánh giá mảng kinh doanh này sẽ cải thiện tốt hơn nhờ vào những lý do sau:

(1) Các dự án BĐS của IJC sở hữu một số lợi thế cạnh tranh nổi bật như vị trí đắc địa và thiết kế độc đáo; chẳng hạn, dự án Đông Đô Đại Phố nằm sát ngay văn phòng của nhiều cơ quan hành chính tỉnh Bình Dương, trong khi đó biệt thự

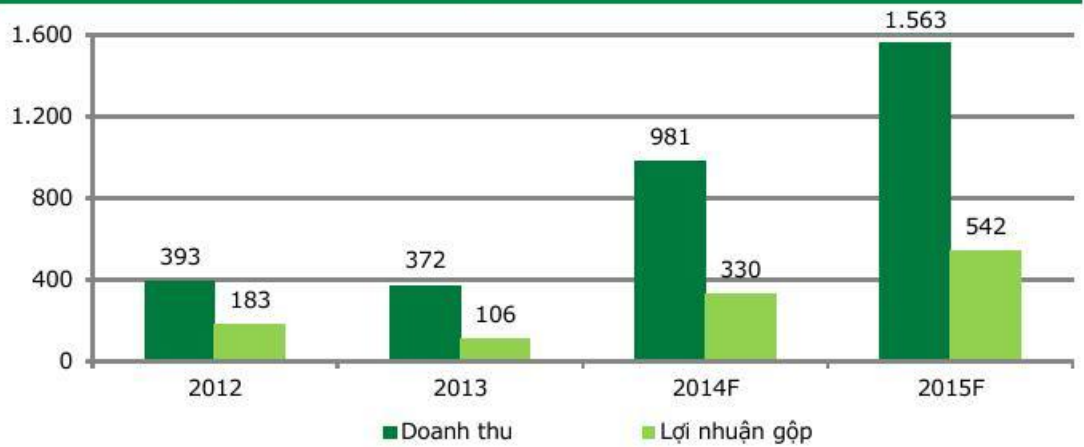
tại dự án khu biệt thự Sunflower lại được trang bị hệ thống điều khiển tự động thông minh chưa từng có tại Bình Dương.

(2) Tình hình kinh tế vĩ mô tại các khu vực mà các dự án của IJC tọa lạc đã và đang có nhiều chuyển biến tích cực, tạo đà cho sự phát triển của thị trường BĐS và củng cố niềm tin của các nhà đầu tư. Đặc biệt, lễ khánh thành Trung tâm Hành chính tập trung ở Thành phố Mới Bình Dương vào ngày 20 tháng 2 năm 2014 vừa qua được kỳ vọng sẽ là "cú hích" mạnh mẽ cho thị trường nhà ở tại khu vực này. Bên cạnh đó, quyết định nâng cấp từ huyện lên thị xã của Bến Cát và Tân Uyên cũng sẽ thúc đẩy quá trình đô thị hóa tại các khu vực này.

(3) Thị trường nhà ở cả nước đang ấm dần lên nhờ hiệu quả từ nhiều biện pháp hỗ trợ của Chính phủ, trong đó, dự thảo về việc nới lỏng điều kiện mua nhà cho người nước ngoài cũng được đánh giá sẽ có nhiều tác động đáng kể đến thị trường BĐS tại Bình Dương, nơi ở và làm việc của nhiều chuyên gia nước ngoài.

(4) Tốc độ tăng trưởng FDI và GDP cao của Bình Dương sẽ góp phần thúc đẩy sự sôi động của thị trường nhà ở tại địa phương.

**Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng BĐS (tỷ đồng)**



*Nguồn: VPBS ước tính*

## Bảng chi tiết dự phóng:

Mảng bất động sản (triệu đồng)	2013	1Q2014	2014F	2015F
<b>Doanh thu</b>	<b>371.936</b>	<b>19.317</b>	<b>981.263</b>	<b>1.563.206</b>
<b>IJC Aroma</b>			-	<b>168.364</b>
Lượng hàng bán còn lại tại thời điểm cuối năm (%)	50%		50%	35%
Lượng hàng bán được ghi nhận trong năm (%)			0%	15%
<b>Sunflower</b>			<b>157.248</b>	<b>157.248</b>
Lượng hàng bán còn lại tại thời điểm cuối năm (%)	91%		81%	71%
Lượng hàng bán được ghi nhận trong năm (%)			10%	10%
<b>The Prince Town</b>			<b>125.801</b>	<b>125.801</b>
Lượng hàng bán còn lại tại thời điểm cuối năm (%)	80%		60%	40%
Lượng hàng bán được ghi nhận trong năm (%)			20%	20%
<b>IJC - Đông Đô Đại Phố</b>			<b>397.670</b>	<b>795.340</b>
Lượng hàng bán còn lại tại thời điểm cuối năm (%)	93%		88%	78%
Lượng hàng bán được ghi nhận trong năm (%)			5%	10%
<b>IJC@VSIP</b>			<b>201.544</b>	<b>167.954</b>
Lượng hàng bán còn lại tại thời điểm cuối năm (%)	97%		67%	42%
Lượng hàng bán được ghi nhận trong năm (%)			30%	25%
<b>Rosemary</b>			<b>99.000</b>	<b>148.500</b>
Lượng hàng bán còn lại tại thời điểm cuối năm (%)	100%		90%	75%
Lượng hàng bán được ghi nhận trong năm (%)			10%	15%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>106.321</b>	<b>4.059</b>	<b>329.621</b>	<b>542.246</b>
<b>IJC Aroma</b>			-	<b>50.014</b>
Tỉ suất lợi nhuận gộp				30%
<b>Sunflower</b>			<b>47.248</b>	<b>47.248</b>
Tỉ suất lợi nhuận gộp			30%	30%
<b>The Prince Town</b>			<b>25.801</b>	<b>25.801</b>
Tỉ suất lợi nhuận gộp			21%	21%
<b>Đông Đô Đại Phố</b>			<b>138.320</b>	<b>276.640</b>
Tỉ suất lợi nhuận gộp			35%	35%
<b>IJC@VSIP</b>			<b>52.252</b>	<b>43.544</b>
Tỉ suất lợi nhuận gộp			26%	26%
<b>Rosemary</b>			<b>66.000</b>	<b>99.000</b>
Tỉ suất lợi nhuận gộp			67%	67%

Nguồn: VPBS ước tính

## DỰ PHÓNG

### Doanh thu và lợi nhuận gộp:

(triệu đồng)	2013	2014P	1Q2014	2014F	2015F
<b>Doanh thu</b>	<b>615.153</b>	<b>1.356.000</b>	<b>85.183</b>	<b>1.248.485</b>	<b>1.860.011</b>
Thu phí giao thông	195.269	197.000	48.048	197.222	226.805
Kinh doanh BĐS	371.936	1.089.000	19.317	981.263	1.563.206
Khác	47.948	70.000	17.818	70.000	70.000
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>262.322</b>		<b>44.216</b>	<b>494.691</b>	<b>730.391</b>
Thu phí giao thông	152.501		37.301	153.833	176.908
Kinh doanh BĐS	106.321		4.059	329.621	542.246
Khác	3.499		2.856	11.237	11.237

Nguồn: VPBS ước tính

**Chi phí bán hàng và quản lý** chiếm khoảng 10% tổng doanh thu trong năm 2013. Chi phí này sẽ biến động cùng chiều với tốc độ tăng trưởng tổng doanh thu, vì chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu. Chúng tôi dự kiến chi phí bán hàng và quản lý sẽ lần lượt chiếm 10% và 9% trên tổng doanh thu trong năm 2014 và năm 2015.

**Doanh thu tài chính** chủ yếu bao gồm lợi nhuận từ các dự án liên doanh với công ty Becamex IDC. Với thông tin hạn chế, chúng tôi giả định doanh thu tài chính của IJC sẽ bằng 34 tỷ đồng trong năm 2014 và năm 2015, bằng với mức doanh thu tài chính của năm 2013.

**Chi phí tài chính** bao gồm lãi phải trả cho các khoản vay ngắn hạn và lãi phạt cho khoản cổ tức bằng tiền chưa thanh toán cho Becamex IDC. Đối với các khoản vay dài hạn, chi phí lãi vay sẽ được vốn hóa vào giá vốn dự án, vì thế sẽ không thể hiện trong khoản mục chi phí tài chính hàng năm.

Chúng tôi ước tính các mức lãi suất áp dụng cho các khoản vay ngắn hạn và khoản nợ cổ tức lần lượt là 9%/năm và 7%/năm dựa trên mức lãi suất vay ngắn hạn bình quân hiện tại của IJC và mức lãi suất tiền gửi hiện tại trên thị trường. Theo đó, chúng tôi dự phóng IJC cần phải trả 40 tỷ đồng và 59 tỷ đồng chi phí tài chính cho các năm 2014 và năm 2015.

**Chi phí thuế** phụ thuộc vào mức thuế suất hiệu dụng. Do mức thuế suất thu nhập doanh nghiệp áp dụng đối với hoạt động thu phí và kinh doanh BĐS trong năm 2014 và năm 2015 là khác nhau nên để đơn giản hóa chúng tôi ước tính mức thuế suất hiệu dụng trong năm dựa trên mức trung bình theo tỷ trọng trong cơ cấu lãi gộp dự phóng cho các hoạt động kinh doanh. Theo đó, trong năm 2014 và năm 2015 chúng tôi ước tính mức thuế suất hiệu dụng lần lượt là 20% và 21%, cao hơn so với năm 2013 do tỷ trọng lợi nhuận từ mảng BĐS tăng dẫn.

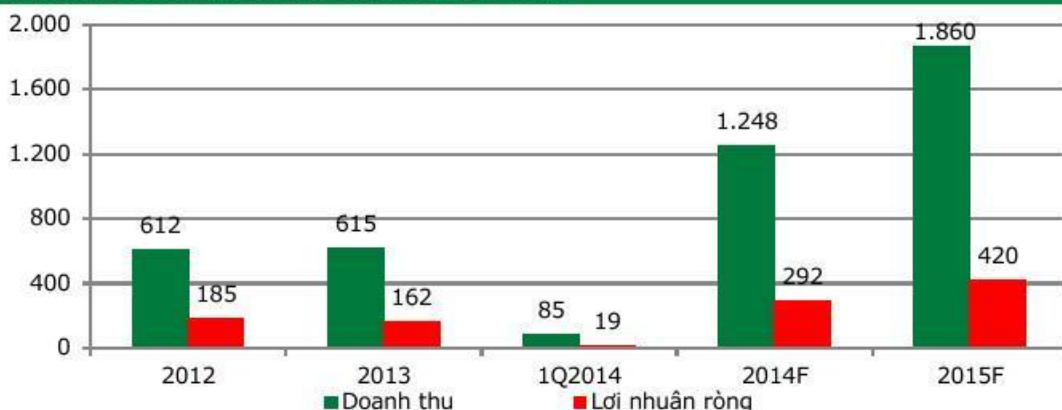
(triệu đồng)	2013	1Q2014	2014F	2015F
Chi phí bán hàng và quản lý	62.539	14.414	122.437	175.869
<i>% doanh thu</i>	<i>10%</i>	<i>17%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>
Doanh thu tài chính	33.515	161	33.515	33.515
Chi phí tài chính	46.423	8.431	39.806	58.510
Chi phí lãi vay	29.175	8.431	13.484	20.088
Lãi phạt chậm trả	17.248	-	26.322	38.422
Lợi nhuận trước thuế	185.631	20.542	365.963	529.527
Thuế suất	24.097	1.684	74.153	109.393
<i>thuế suất hiệu dụng</i>	<i>13%</i>	<i>8%</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>161.533</b>	<b>18.857</b>	<b>291.810</b>	<b>420.134</b>
EPS	589	69	1.064	1.532
Số cổ phiếu đang lưu hành	274.194.525	274.194.525	274.194.525	274.194.525

*Nguồn: VPBS ước tính*

**Dựa trên các phân tích và giả định của chúng tôi, kết quả kinh doanh của IJC trong năm 2014 sẽ khả quan hơn năm trước nhưng khó đạt được kế hoạch công ty đề ra.**

Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất của IJC trong năm 2014 lần lượt đạt 1.248 tỷ đồng và 292 tỷ đồng, hoàn thành 92% và 95% kế hoạch do ban lãnh đạo đề ra, theo đó EPS dự phóng sẽ đạt 1.064 đồng, tính trên 274.194.525 cổ phiếu.

### Dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng (tỷ đồng)



Nguồn: VPBS ước tính

## ĐỊNH GIÁ

Giá mục tiêu của IJC được xác định thông qua việc kết hợp kết quả của phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) và phương pháp định giá so sánh (P/E và P/B).

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Trung bình
Phương pháp NAV	12.200	50%	6.100
Phương pháp P/B	11.982	30%	4.002
Phương pháp P/E	20.011	20%	3.595
<b>Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)</b>			<b>13.700</b>

## PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG (NAV)

Do đặc điểm dòng tiền từ các mảng hoạt động kinh doanh của IJC là khác nhau nên việc áp dụng các phương pháp khác nhau để định giá từng lĩnh vực kinh doanh của công ty là hoàn toàn cần thiết.

Đối với hoạt động thu phí giao thông, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá. Tốc độ tăng trưởng hàng năm được giả định ở mức 1%, ngoại trừ năm 2015 và năm 2019 có tốc độ tăng trưởng là 15% trên cơ sở giả định là IJC sẽ vận hành thêm hai dự án BOT là đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn và các tuyến đường nối Thủ Dầu Một - Tân Uyên. Dòng tiền được dự phóng từ năm 2014 đến năm 2037.

Đối với hoạt động kinh doanh bất động sản, chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị còn lại (RE) để ước tính giá trị của sáu dự án, bao gồm IJC Aroma, Sunflower, Prince Town, Đông Đô Đại Phố, IJC@VSIP, và Rosemary. Do thiếu thông tin về dự án Becamex City Center nên chúng tôi đã không đưa dự án này vào mô hình định giá, thay vào đó là sử dụng mức thặng dư 5% trên NAV để phản ánh tiềm năng sinh lời còn lại của dự án.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 16,89% được chúng tôi áp dụng như là mức chiết khấu trong mô hình định giá DCF và tỷ suất sinh lời mong muốn trong mô hình định giá RE. WACC được tính toán trên cơ sở các giả định sau: lãi suất phi rủi ro là 6,91%, beta là 1,42, phần bù rủi ro là 8,09%, chi phí lãi vay 10% tính trên lãi suất vay trung bình hiện tại của IJC, và thuế suất hiệu dụng 20% do IJC được ưu đãi về thuế cho hoạt động thu phí.

Dự án bất động sản	NAV (tỷ đồng)
Căn hộ IJC AROMA	61
Sunflower	510
Prince Town	15
IJC – Đông Đô Đại Phố	1.321
IJC – Vĩnh Tân (IJC@VSIP)	61
Rosemary – Hòa Lợi	493
Tài sản khác	Giá vốn
Becamex City Center (bốn tầng văn phòng)	173

Phương pháp NAV	(tỷ đồng)
Danh mục bất động sản	2.460
Thu phí	1.120
Khác	173
<b>Giá trị tài sản gộp</b>	<b>3.753</b>
<b>Thặng dư NAV (5%)</b>	<b>3.941</b>
Tiền mặt (31/03/2014)	33
Nợ vay (31/03/2014)	635
<b>Tổng</b>	<b>3.340</b>
KLCP lưu hành (17/07/2014)	274.194.525
<b>NAV (đồng/cp)</b>	<b>12.200</b>

Nguồn: VPBS

## PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH (P/E, P/B)

Chúng tôi kết hợp phương pháp so sánh P/E và P/B để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu IJC. Các chỉ số nhóm ngành được tính trên cơ sở chỉ số trung bình của sáu công ty niêm yết có hoạt động kinh doanh tương tự IJC và kết quả kinh doanh ổn định nhất trong bốn năm qua. Theo đó, mức P/E và P/B nhóm ngành được chúng tôi xác định ở mức 18,80 lần và 1,07 lần.

Theo ước tính của chúng tôi, với lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu (EPS) năm 2014 là 1.064 đồng và giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BVPS) năm 2014 là 11.233 đồng, giá mục tiêu của IJC theo phương pháp P/E và P/B lần lượt là 20.011 đồng và 11.982 đồng trên mỗi cổ phiếu.

Công ty	Mã cp	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E trượt (lần)	P/B trượt (lần)
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng	<b>DIG</b>	2.331	43,46	0,98
CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh	<b>BCI</b>	1.460	13,70	0,82
CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm	<b>NTL</b>	970	10,27	1,18
CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức	<b>TDH</b>	615	12,96	0,45
CTCP Tập đoàn Hà Đô	<b>HDG</b>	1.655	15,47	2,25
CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy	<b>NBB</b>	1.147	16,96	0,72
<b>Trung bình</b>			<b>18,80</b>	<b>1,07</b>

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu ngày 17 tháng 7 năm 2014

## PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

**Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với sự thay đổi của WACC và tỷ lệ thặng dư trên NAV**

	% thặng dư trên NAV				
	1%	3%	5%	7%	9%
13%	14.800	15.000	15.200	15.300	15.500
14%	14.500	14.600	14.800	14.900	15.100
15%	14.100	14.200	14.400	14.500	14.700
16%	13.700	13.900	14.000	14.200	14.300
17%	13.400	13.500	13.700	13.800	13.900
18%	13.100	13.200	13.300	13.500	13.600
19%	12.800	12.900	13.000	13.100	13.200
20%	12.400	12.600	12.700	12.800	12.900
21%	12.100	12.300	12.400	12.500	12.600

**Độ nhạy của giá cổ phiếu đối với sự thay đổi tỷ trọng của phương pháp định giá P/E và NAV**

	% Tỷ trọng của phương pháp P/E				
	10%	15%	20%	25%	30%
30%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500
35%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500
40%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500
45%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500
50%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500
55%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500
60%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500
65%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500
70%	12.900	13.300	13.700	14.100	14.500

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu IJC đã giảm điểm từ mức giá 15.300 đồng/cổ phiếu vào ngày 25 tháng 3 xuống mức giá thấp nhất là 9.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 13 tháng 5 trước khi phục hồi trở lại. Sau một khoảng thời gian tích lũy, IJC bắt đầu tăng giá trở lại với sự hỗ trợ của đường trung bình động MA10 ngày. Đáng chú ý, IJC cũng đã vượt qua kháng cự của đường MA100, hiện nằm tại 12.400 đồng/cổ phiếu vào ngày 2 tháng 7 vừa qua để thiết lập tín hiệu tăng giá trung hạn.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng IJC có thể tiếp tục tăng giá và hướng lên vùng đỉnh cũ tại 15.300 đồng/cổ phiếu. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu IJC tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Mã chứng khoán	IJC (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	13.200
Giá thấp nhất trong 3 tháng	9.000
Đường MA50 ngày	11.700
Đường MA100 ngày	12.400
Kháng cự trung hạn	15.300
Hỗ trợ trung hạn	11.700
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NĂM GIỮ</b>



Nguồn: VPBS



## KẾT LUẬN

Chúng tôi đánh giá IJC là một công ty có nhiều tiềm năng tăng trưởng nhờ vào sự ổn định của hoạt động thu phí giao thông trên Đại lộ Bình Dương và quỹ đất sạch với quy mô 192 ha trên địa bàn tỉnh Bình Dương.

Hoạt động thu phí giao thông cung cấp một nguồn thu nhập cũng như dòng tiền ổn định cho IJC. Hoạt động này hiện đang được hưởng thuế suất ưu đãi và có tiềm năng tăng trưởng đáng kể trong những năm sắp tới khi IJC vận hành thêm hai dự án thu phí BOT là đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn và các tuyến đường nối Thủ Dầu Một - Tân Uyên. Thêm vào đó, trước bối cảnh kinh tế vĩ mô của tỉnh Bình Dương đang được cải thiện với tốc độ tăng trưởng GDP nhanh, sự gia tăng số lượng doanh nghiệp và người lao động, chúng tôi dự kiến các phương tiện vận tải lưu thông qua Đại lộ Bình Dương và đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn, chạy qua các cảng công nghiệp mới (Thị Vải và Cái Mép), cảng container (Đồng Nai, Bình Dương và Quận 9, TP.HCM), và sân bay quốc tế Long Thành, sẽ tăng lên do rút ngắn được thời gian vận chuyển khoảng từ 25% đến 30%, từ đó giúp giảm chi phí.

Với vị thế là công ty con của Becamex IDC, đơn vị có vai trò dẫn dắt nền kinh tế Bình Dương, IJC đã có được rất nhiều dự án BĐS tại những vị trí đắc địa với tình trạng pháp lý minh bạch. Bên cạnh đó, IJC cũng không phải chịu áp lực tài chính nhờ vào khả năng trì hoãn việc thanh toán chi phí đất cho Becamex IDC, đặc biệt là khi thị trường lao dốc. Đồng thời, IJC còn có thể dễ dàng đa dạng hóa các sản phẩm BĐS của mình để đáp ứng tốt hơn nhu cầu thị trường và cải thiện kết quả kinh doanh thông qua việc nhận những dự án mới và phù hợp từ công ty mẹ. Tất cả những lợi thế nổi trội này đi kèm với việc tỷ lệ đô thị hóa đang tăng lên và chất lượng cuộc sống của người dân Bình Dương đang được cải thiện dẫn đã cho chúng tôi cơ sở để tin tưởng vào tiềm năng dài hạn mạnh mẽ của hoạt động kinh doanh này.

Về tình hình tài chính, IJC đã thể hiện khả năng sinh lời ấn tượng trong bốn năm qua và tỷ lệ nợ hiện thấp hơn hẳn các công ty cùng ngành. Sự tăng trưởng đáng kể về vốn chủ sở hữu của công ty trong năm 2011 đã giúp giảm tỷ lệ nợ và tránh rủi ro lãi suất nhưng đồng thời tạo áp lực lên việc chi trả cổ tức. Do đó, các chỉ số ROA, ROE, EPS và BVPS đang trong xu hướng giảm. Ngoài ra, các chỉ số thanh khoản và thanh toán giảm trong những năm gần đây là hệ quả của việc tăng vốn chủ sở hữu quá nhanh và sự sụt giảm của lượng tiền mặt. Những thách thức này đã và đang làm giảm sức hấp dẫn của cổ phiếu IJC.

Dựa trên phân tích và giả định của chúng tôi, giá mục tiêu cho mỗi cổ phiếu của IJC được xác định tại mức 13.700 đồng, khá tiệm cận so với giá thị trường hiện tại, do đó, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn đối với cổ phiếu này.

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>350.500</b>	<b>1.320.625</b>	<b>612.160</b>	<b>615.153</b>	<b>1.248.485</b>	<b>1.860.011</b>
% tăng trưởng	49,5%	276,8%	-53,6%	0,5%	103,0%	49,0%
Giá vốn hàng bán	116.653	817.211	272.269	352.831	753.794	1.129.621
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>233.847</b>	<b>503.413</b>	<b>339.891</b>	<b>262.322</b>	<b>494.691</b>	<b>730.391</b>
Chi phí bán hàng và quản lý DN	44.517	91.565	86.077	62.539	122.437	175.869
<b>EBIT</b>	<b>189.330</b>	<b>411.848</b>	<b>253.815</b>	<b>199.783</b>	<b>372.254</b>	<b>554.522</b>
Khấu hao	26.549	28.165	29.199	35.421	35.421	36.068
<b>EBITDA</b>	<b>215.878</b>	<b>440.013</b>	<b>283.013</b>	<b>235.204</b>	<b>407.675</b>	<b>590.590</b>
Doanh thu tài chính	225.238	17.587	8.299	33.515	33.515	33.515
Chi phí tài chính	145.371	27.077	36.714	46.423	39.806	58.510
Lợi nhuận (chi phí) khác	150	617	1.376	(1.244)	-	-
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	0	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>269.348</b>	<b>402.976</b>	<b>226.775</b>	<b>185.631</b>	<b>365.963</b>	<b>529.527</b>
Chi phí thuế	57.202	85.147	41.443	24.097	74.153	109.393
Thuế suất hiệu dụng	21,2%	21,1%	18,3%	13,0%	20,3%	20,7%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>212.146</b>	<b>317.829</b>	<b>185.332</b>	<b>161.533</b>	<b>291.810</b>	<b>420.134</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>212.146</b>	<b>317.829</b>	<b>185.332</b>	<b>161.533</b>	<b>291.810</b>	<b>420.134</b>
% Biên LN ròng	60,5%	24,1%	30,3%	26,3%	23,4%	22,6%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	3.869	1.380	676	589	1.064	1.532

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	364.467	101.669	79.036	45.583	34.003	114.937
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	1.166.945	844.359	282.150	355.531	360.785	537.503
Hàng tồn kho	1.360.411	2.283.808	2.530.859	2.606.302	2.227.263	1.335.092
Tài sản ngắn hạn khác	121.168	3.967	37.885	16.211	16.211	16.211
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.012.992</b>	<b>3.233.803</b>	<b>2.929.930</b>	<b>3.023.628</b>	<b>2.638.262</b>	<b>2.003.743</b>
Tài sản cố định	584.358	614.054	617.673	641.019	621.379	601.092
Các khoản đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	397.587	538.120	1.064.909	1.143.035	1.767.278	2.697.284
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>981.945</b>	<b>1.152.174</b>	<b>1.682.582</b>	<b>1.784.054</b>	<b>2.388.656</b>	<b>3.298.375</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.994.937</b>	<b>4.385.977</b>	<b>4.612.512</b>	<b>4.807.682</b>	<b>5.026.918</b>	<b>5.302.118</b>
Các khoản phải trả	26.685	84.743	388.404	376.986	402.700	301.739
Vay nợ ngắn hạn	2.277.809	117.790	62.059	130.750	149.818	223.201
Nợ ngắn hạn khác	214.559	393.212	525.190	698.445	698.445	698.445
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2.519.052</b>	<b>595.744</b>	<b>975.653</b>	<b>1.206.182</b>	<b>1.250.964</b>	<b>1.223.386</b>
Vay nợ dài hạn	617.048	559.600	504.549	524.513	626.513	728.513
Nợ dài hạn khác	62.511	88.126	116.314	69.463	69.463	69.463
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>679.559</b>	<b>647.726</b>	<b>620.863</b>	<b>593.976</b>	<b>695.976</b>	<b>797.976</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3.198.611</b>	<b>1.243.470</b>	<b>1.596.516</b>	<b>1.800.157</b>	<b>1.946.939</b>	<b>2.021.362</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	548.389	2.752.365	2.752.365	2.752.365	2.752.365	2.752.365
Lợi nhuận chưa phân phối	218.209	328.592	189.562	173.727	246.182	446.959
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-
Vốn khác	29.728	61.549	74.263	81.606	81.606	81.606
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>796.326</b>	<b>3.142.507</b>	<b>3.016.190</b>	<b>3.007.699</b>	<b>3.080.153</b>	<b>3.280.931</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.994.937</b>	<b>4.385.977</b>	<b>4.612.706</b>	<b>4.807.856</b>	<b>5.027.093</b>	<b>5.302.293</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (triệu đồng)	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	(2.195.204)	(93.549)	169.818	(4.117)	4.230	156.054
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(19.028)	8.509	2.321	(75.491)	(102.000)	(204.000)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	2.571.725	(177.758)	(194.771)	46.155	86.190	128.880
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>357.493</b>	<b>(262.798)</b>	<b>(22.632)</b>	<b>(33.453)</b>	<b>(11.580)</b>	<b>80.934</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	6.975	364.467	101.669	79.036	45.583	34.003
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>364.467</b>	<b>101.669</b>	<b>79.036</b>	<b>45.583</b>	<b>34.003</b>	<b>114.937</b>

<b>PHÂN TÍCH CHỈ SỐ</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
<b>Chỉ số sinh lời</b>						
Biên LN gộp	66,7%	38,1%	55,5%	42,6%	39,6%	39,3%
Biên EBITDA	61,6%	33,3%	46,2%	38,2%	32,7%	31,8%
Biên LN hoạt động	54,0%	31,2%	41,5%	32,5%	29,8%	29,8%
Biên LN ròng	60,5%	24,1%	30,3%	26,3%	23,4%	22,6%
Tỷ số LN/tổng tài sản	8,4%	7,6%	4,1%	3,4%	5,9%	8,1%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	28,9%	16,1%	6,0%	5,4%	9,6%	13,2%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>						
Tỷ số thanh toán lãi vay	1,3x	15,5x	6,9x	6,8x	27,6x	27,6x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	1,5x	16,5x	7,7x	8,1x	30,2x	29,4x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	78,4%	17,7%	15,8%	17,9%	20,1%	22,5%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	363,5%	21,6%	18,8%	21,8%	25,2%	29,0%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>						
Hệ số vòng quay tài sản	0,1x	0,3x	0,1x	0,1x	0,2x	0,4x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	0,3x	1,6x	2,2x	1,7x	3,5x	3,5x
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	4,4x	9,6x	0,7x	0,9x	1,9x	3,7x
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	0,1x	0,4x	0,1x	0,1x	0,3x	0,8x
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2x	5,4x	3,0x	2,5x	2,1x	1,6x
Hệ số thanh toán nhanh	0,7x	1,6x	0,4x	0,3x	0,3x	0,5x



**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

**Lưu Bích Hồng**

Giám đốc – Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

**Võ Thu Thùy**

Chuyên viên phân tích  
thuyvt@vpbs.com.vn

**Hội sở Hà Nội**

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

**Chi nhánh Đà Nẵng**

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418

**Hướng dẫn khuyến nghị**

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

**Khuyến cáo**

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.