

Ngành : Bất động sản

Khuyến nghị

MUA

CTCP PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG KỸ THUẬT (HSX: IJC) IJC – TIỀM NĂNG DÀI HẠN

Giá hiện tại:	13,250
Giá mục tiêu trước đây	N/A
Giá mục tiêu mới:	17.300
Tỷ suất cổ tức	7.5%
Tiềm năng tăng giá	37.8%

Ngày viết báo cáo:	16/11/2020	Cơ cấu cổ đông	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	137	Becamex IDC	78.8%
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,803		
Thanh khoản bình quân 6 tháng:	508,750		
Sở hữu nước ngoài	16,850		

Chuyên viên phân tích ngành:

Phan Quốc Bửu
(Bất động sản, Dầu Khí, Bán lẻ)
buupq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị:	15,500 VND
Giá cắt lỗ:	11,750 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- BSC đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu IJC với giá mục tiêu 17,300 đồng/cp (+30.3% so với mức giá đóng cửa ngày 16/11/2020) dựa trên phương pháp RNAV với mức chiết khấu WACC = 13% cho các dự án bất động sản và mảng thu phí với mức tỷ lệ chiết khấu rủi ro là 10% về rủi ro chung của thị trường bất động sản.

Dự báo kết quả kinh doanh

- Năm 2020: DTT và LNST công ty mẹ 2020 ước tính lần lượt khoảng 2,071 tỷ đồng (+29.4% YoY) và 364 tỷ đồng (+28% YoY). EPS 2020 = 2,655 đồng/cp. PE 2020FW = 5.2 lần
- Năm 2020: DTT và LNST công ty mẹ 2020 ước đạt 2,020 tỷ đồng (-2.5% YoY) và 399 tỷ đồng (+10% YoY) nhờ vào bàn giao các dự án (1) Sunflower (2) Khu đô thị IJC và (3) KDC Hòa Lợi. EPS 2021 FW = 2,764 đồng/cp. PE 2021 FW = 4.7 lần..

Quan điểm đầu tư

- Mảng thu phí mang lại thu nhập và dòng tiền ổn định cho IJC, về dài hạn IJC sẽ được hưởng lợi lớn khi hạ tầng giao thông các khu vực được kết nối.
- IJC đứng vị trí số 1 về quy mô (1) Vốn hóa, (2) Hiệu quả hoạt động kinh doanh và (3) Quy mô quỹ đất trong nhóm công ty con của Becamex.
- Dư địa tăng trưởng mảng BĐS của IJC trong trung hạn còn lớn nhờ (1) Khu vực thu hút vốn đầu tư FDI lớn, (2) Đầu tư công giúp hạ tầng cải thiện.
- Duy trì trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn.

Rủi ro

- Kế hoạch mở bán các dự án bị chậm lại do vấn đề pháp lý và dịch Covid-19
- Rủi ro chung ngành bất động sản (lãi suất cho vay, tính chu kỳ ngành)

Cập nhật doanh nghiệp

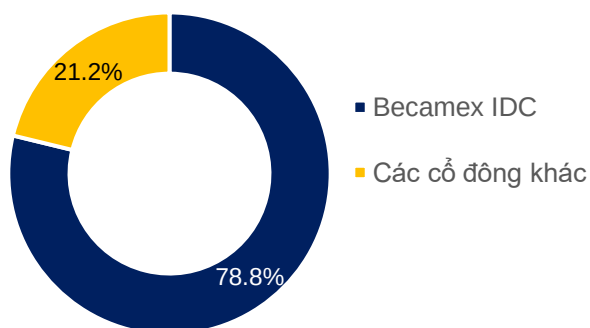
- Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 9T2019 ghi nhận lần lượt 1,839 tỷ đồng (+30.7% YoY) và 224 tỷ đồng (-10.4% YoY) chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng lô đất K8,J10 khu đô thị IJC cho BCM.
- Doanh thu mảng thu phí sụt giảm -8% YoY do ảnh hưởng từ chỉ thị giãn cách xã hội khi dịch Covid-19 xảy ra.

	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	7.7	6.3	13.7	14.7	Doanh thu	1,246	1,600	2,071	2,020
PB (x)	1.0	1.0	1.7	2.0	Lợi nhuận gộp	469	538	682	717
PS (x)	-	-	3.6	1.5	Lợi nhuận sau thuế	233	284	364	399
ROE (%)	13.4%	15.5%	17.8 %	13.3	EPS	1,699	2,075	2,655	2,910
ROA (%)	2.9%	3.8%	5.5%	2.4	Tăng trưởng EPS	26%	22%	28%	10%
EV/ EBITDA (x)	4,780	3,864	3.6	14	Nợ ròng/ VCSH	95%	28%	36%	32%

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (IJC) được thành lập vào năm 2007 theo phương án cổ phần hóa Dự án quốc lộ 13 thuộc Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC Corp) vào năm 2006 với vốn điều lệ ban đầu khoảng 337 tỷ đồng. IJC được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 04/2010. Trải qua hơn 13 năm hoạt động, vốn điều lệ hiện tại của IJC đạt 1,371 tỷ đồng.

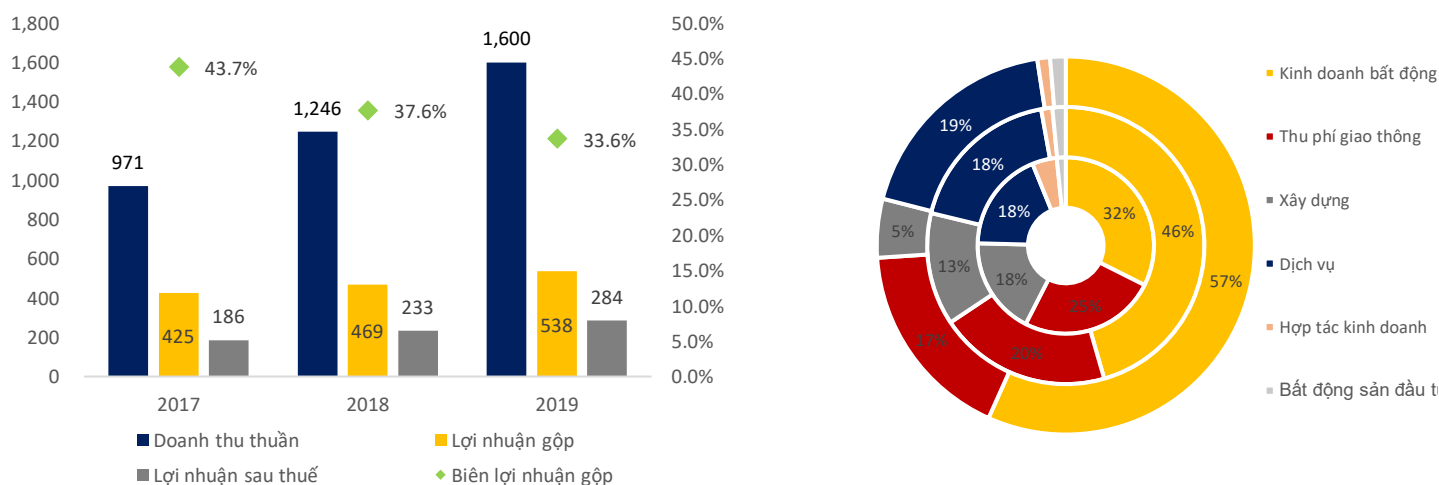
Cơ cấu cổ đông



IJC là công ty con có tỷ lệ sở hữu của công ty mẹ Becamex lớn nhất trong nhóm các công ty con. Becamex IDC hiện tại là cổ đông lớn nhất nắm giữ đến 78.8% tỷ lệ sở hữu tại IJC. Becam

Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính là **(1) Khai thác và quản lý thu phí giao thông, và (2) đầu tư kinh doanh bất động sản**. IJC hiện đang thực hiện thu phí giao thông trên tuyến Quốc lộ 13, tỉnh Bình Dương. Bên cạnh đó, Công ty còn tham gia đầu tư phát triển và kinh doanh bất động sản được biết đến với các dự án tiêu biểu như Khu biệt thự Sunflower, Chung cư IJC Aroma, Khu đô thị IJC.

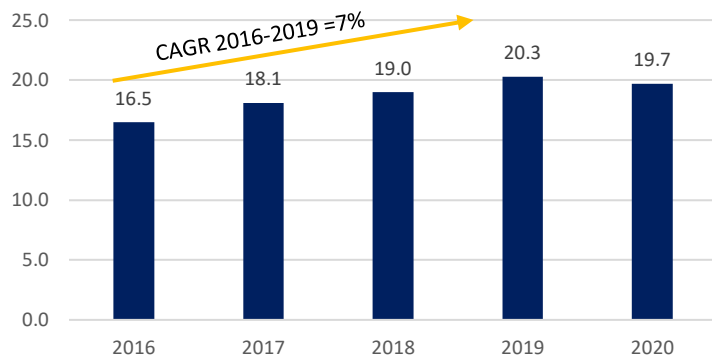


Luận điểm đầu tư

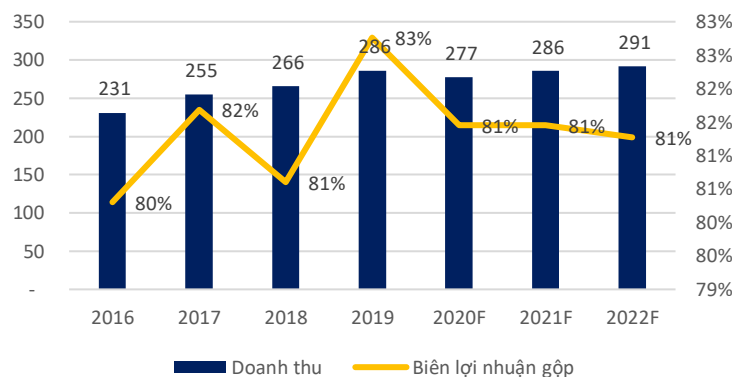
Điểm nhấn 1: Mạng thu phí mang lại thu nhập và dòng tiền ổn định cho IJC, về dài hạn IJC sẽ được hưởng lợi lớn khi hạ tầng giao thông các khu vực được kết nối

Doanh thu mạng thu phí tăng trưởng ổn định với CAGR đạt 7.4% trong giai đoạn 2016-2019. Mạng thu phí đóng góp tỷ trọng lớn thứ hai trong cơ cấu lợi nhuận gộp của IJC, với mức biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định ở mức cao trên 80%. Trong năm 2020, do ảnh hưởng của giãn cách xã hội khiến cho lưu lượng xe suy giảm, ít nhiều ảnh hưởng tiêu cực tới doanh thu mạng này, dự kiến ước đạt 277.3 tỷ đồng (-3% YoY).

Lưu lượng xe giao thông tăng trưởng đều đặn qua từng năm (triệu lượt)



Mạng thu phí mang lại dòng tiền ổn định cho IJC



Nguồn: IJC, BSC Research

Lợi thế từ vị trí kết nối chiến lược nằm trên Quốc Lộ 13 của mạng kinh doanh thu phí. Quốc lộ 13 hiện là tuyến giao thông huyết mạch kết nối trực Thành phố Hồ Chí Minh – Bình Dương – Bình Phước, với tổng độ dài khoảng 140.5 km. IJC hiện tại đang vận hành 2 trạm thu phí với công nghệ thu phí ETC, với thời gian có thể vận hành đến cuối năm 2037, với tổng chiều dài tuyến là 64.1 tỷ đồng. Dự án thu phí trên là hợp đồng BOT giữa Ủy ban Nhân Dân tỉnh Bình Dương và Tổng công ty Becamex (BCM).

Thúc đẩy kết nối hạ tầng giao thông hoàn thiện trong khu vực từ năm 2022 có thể giúp gia tăng lưu lượng xe di chuyển trên quốc lộ 13. BSC nhận thấy dự địa tăng trưởng doanh thu mạng này vẫn còn nhiều nhờ vào (1) Triển khai hàng loạt tuyến giao thông kết nối các khu vực (Vành đai 2 – 3, cao tốc Bắc Nam...) và (2) Sân bay quốc tế Long Thành.



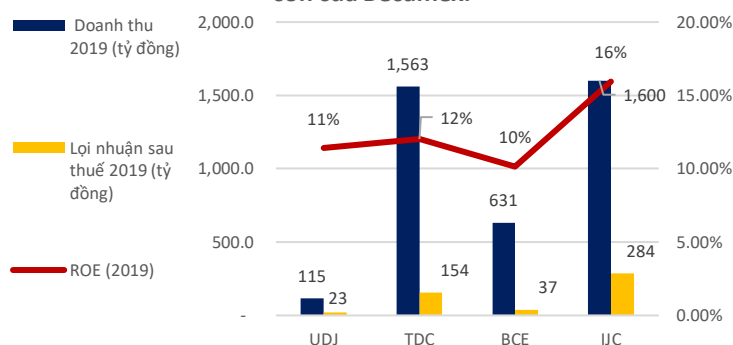
Dự án	Tổng vốn đầu tư (VND bn)	Dự kiến khởi công	Dự kiến hoàn thành
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	43,757	2012	Q4/2021
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	47,800	2021	2026
Cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	24,150		2021-25
Cao tốc HCM - Mộc Bài	10,668	2021	2026
Đường song song cho tuyến đường 50	3,816		2021-25
Vành đai 2 (HCM)	6,500		2021-25
Vành đai 3 (HCM)	19,871		2022-25
Dự án Nạo vét Soài Rạp (Giai đoạn 2)	8,977		2021-25
Dự án cải thiện môi trường nước (Giai đoạn 2)	11,282	2015	2021
Sân bay quốc tế Long Thành	114,451	2021	2025
11 dự án khác thuộc dự án Cao tốc Bắc - Nam	101,218	2020	2021-25

Nguồn: IJC, BSC Research

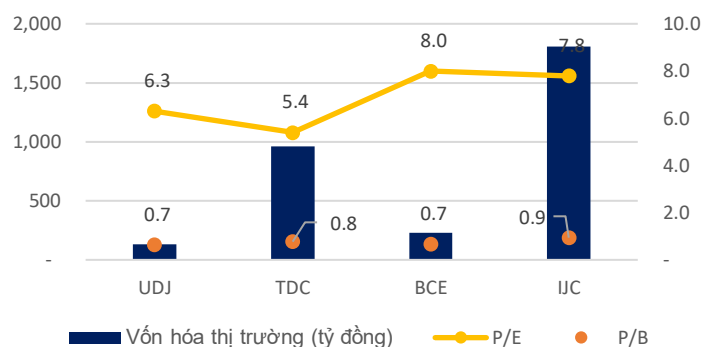
Điểm nhấn 2: IJC đứng vị trí số 1 về quy mô (1) Vốn hóa, (2) Hiệu quả hoạt động kinh doanh và (3) quỹ đất trong nhóm công ty con của Becamex.

Hiện tại, mô hình hoạt động của BCM có 12 công ty trong đó có 4 công ty niêm yết bao gồm IJC, TDC, UDJ và BCE. Ngoài mảng thu phí, IJC cũng là thành viên lớn nhất hoạt động trong mảng bất động sản và mảng dịch vụ - xây dựng, hỗ trợ trực tiếp cho hệ sinh thái xoay quanh mảng phát triển khu công nghiệp cốt lõi của Becamex. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, IJC cũng sở hữu quy mô quỹ đất và vốn hóa đứng đầu trong số các công ty con của BCM. Chúng tôi tin rằng BCM sẽ nền tảng vững chắc hỗ trợ cho IJC tiếp tục phát triển trong tương lai.

IJC đứng vị trí số 1 về vị thế so với các doanh nghiệp con của Becamex.



Định giá (P/E - P/B) và Quy mô vốn hóa TT



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

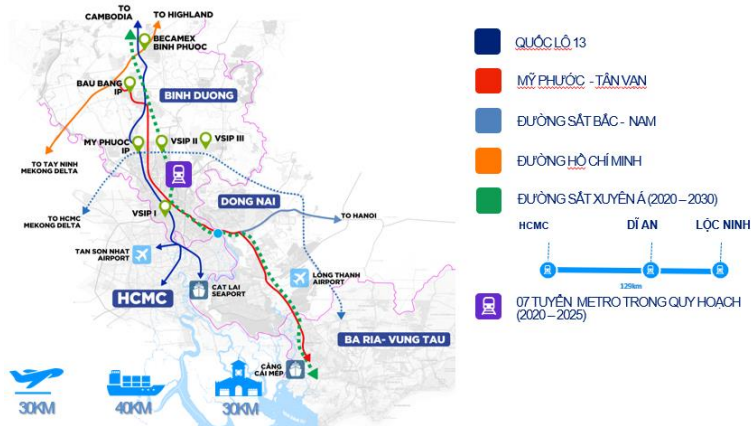
	Tên dự án	Loại hình sp	Vị trí	Tổng quy mô dự án (m2)
UDJ	Green Pearl	Nhà phố liền kề	BDNC	39,658
	Lakeview	Biệt thự	BDNC	63,633
	NOCN – Bầu Bàng	Nhà ở công nhân	Bình Dương	62,698
	Tổng cộng			165,989
TDC	Uni-Town	Nhà phố	BDNC	118,552
	TDC Plaza	Căn hộ cao cấp	BDNC	21,695
	TĐC Phú Chánh	Đất nền	Bình Dương	19,100
	TDC Hòa Lợi	Nhà phố	BDNC	68,400
	Tổng cộng			109,195

Nguồn: BCTN các doanh nghiệp, BSC Research

Điểm nhấn 3: Dư địa tăng trưởng mảng BĐS của IJC trong trung hạn còn lớn nhờ (1) Khu vực thu hút vốn đầu tư FDI lớn, (2) Đầu tư công giúp hạ tầng cải thiện.

Trong vài năm trở lại đây, Bình Dương được ghi nhận là điểm sáng trong việc thu hút đầu tư nước ngoài (FDI) và là một trong các đầu tàu tăng trưởng kinh tế của cả nước. BSC đánh giá Bình Dương sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng về kinh tế trong giai đoạn tới nhờ vào (1) Hưởng lợi từ dòng vốn dịch chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam và (2) Hưởng lợi trong dài hạn nhờ vào thúc đẩy đầu tư công.

Thêm vào đó, BSC đánh giá khả năng kết nối kinh tế giữa các tỉnh thành sẽ ngày càng được cải thiện giúp gia tăng giá trị quỹ đất hiện hữu của IJC.

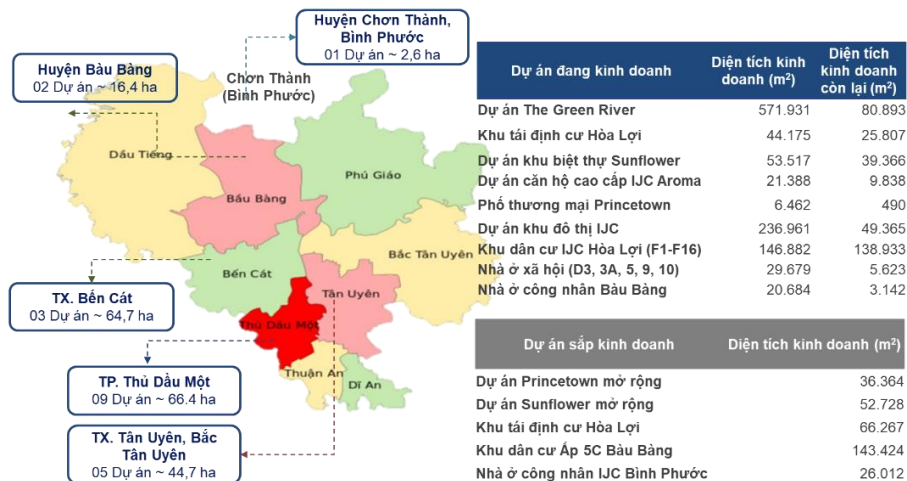


Nguồn: BSC Research

IJC sở hữu quỹ đất lớn nhất nằm ở các vị trí đắc địa của khu vực tỉnh Bình Dương và thừa hưởng sự hỗ trợ tốt nhất trong hệ thống thành viên của Becamex. Trải qua 13 năm thành lập và phát triển, IJC đã chứng minh được năng lực và khả năng phát triển mảng bất động sản của mình tại khu vực tỉnh Bình Dương với tổng quỹ đất đã phát triển và dự kiến phát triển lên đến hơn 215ha.

- (1) Quỹ đất đang phát triển: Tổng diện tích thương mại có thể kinh doanh ước đạt 35.2ha
- (2) Quỹ đất dự kiến phát triển: Tổng diện tích thương mại chuẩn bị kinh doanh ước đạt 32.5ha

BSC đánh giá danh mục dự án của IJC đủ để duy trì phát triển liên tục trong giai đoạn 5 năm kế tiếp. Chiến lược chính của IJC sẽ tiếp tục tập trung chính vào việc hợp tác với các đối tác truyền thống như Becamex IDC, VSIP để phát triển thêm quy mô quỹ đất mở mới.



Dự án	Tiến độ triển khai dự kiến					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Princetown mở rộng 370 căn nhà phố						
Sunflower mở rộng 95 căn biệt thự						
Khu TĐC Hòa Lợi lô A,B,C (403 ô đất)						
KDC 5C Bàu Bàng (915 căn nhà phố)						
Nhà ở công nhân Bình Phước (164 căn)						

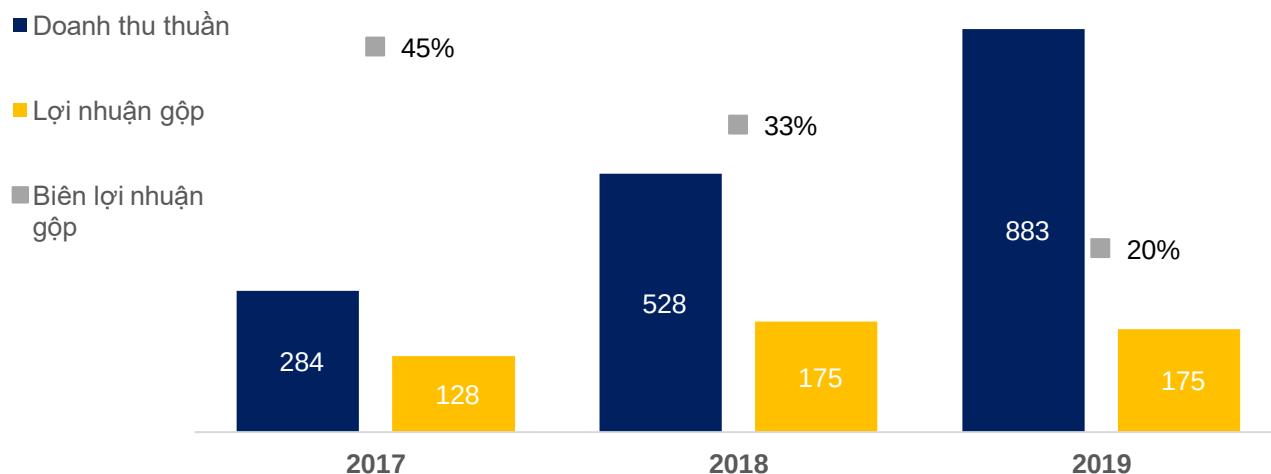
Nguồn: IJC, BSC Research

IJC tập trung định hình phát triển quỹ đất theo 2 hướng chính bao gồm (1) Bất động sản xoay quanh các khu công nghiệp và (2) Bất động sản thương mại trung tâm. Danh mục sản phẩm của IJC khá đa dạng, được trải đều từ phân khúc thấp cho đến phân khúc cao cấp, đáp ứng được hầu hết nhu cầu của khách hàng từ công nhân cho đến các kỹ sư, chuyên gia.

Biệt thự/ Căn hộ cao cấp	- Giá bán từ 20-28 Trđ /m2 - Dự án tiêu biểu: Biệt thự Sunflower, Khu Đô thị IJC...	Đối tượng hướng tới: Tầng lớp có thu nhập cao, quản lý, chuyên gia cao cấp tại các KCN.
Nhà phố/ Nhà ở liên kế/ Căn hộ	- Giá bán từ 15 - 30 Trđ/m2 - Dự án tiêu biểu: Phố thương mại IJC, Prince Town, Khu dân cư IJC Hòa Lợi...	- Phân khúc tầm trung hướng đến nhóm quản lý, chuyên gia tầm trung - Đáp ứng trực tiếp với nhóm có nhu cầu thực với mức giá hợp lý, đây là phân khúc chính IJC tập trung phát triển
Nhà ở xã hội/ Nhà ở công nhân/ Đất nền	- Giá bán từ 3 Tr - 7 Trđ /m2 - Dự án tiêu biểu: Nhà ở công nhân Bàu Bàng, Nhà ở xã hội Việt – Sing, The Green River, KDC IJC Vĩnh Tân...	- Đây là phân khúc bình dân, thấp hướng tới nhóm khách hàng công nhân/người lao động quanh khu công nghiệp - Tỷ lệ hấp thụ ở mức cao, tương đối dễ bán với vị trí các dự án xoay quanh trục khu công nghiệp VSIP

Nguồn: IJC, BSC Research

Mảng bất động sản dần trở thành mảng kinh doanh cốt lõi của IJC với tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu đạt 69% trong giai đoạn 2017-2019. Doanh thu thuần mảng bất động sản của IJC năm 2019 đạt 883 tỷ đồng (+67% YoY), tuy nhiên biên lợi nhuận ghi nhận biến động tương đối lớn do tính đặc thù trong loại hình dự án triển khai.



Nguồn: IJC, BSC Research

Theo khảo sát của batdongsan.com.vn, giá căn hộ chung cư trung bình tại Bình Dương tính đến giữa năm 2019 đã tăng hơn 40% so với thời điểm 2015-2018 tuy nhiên sức hấp thụ vẫn duy trì mức cao đạt trung bình >90%. Ngoài yếu tố hỗ trợ trên thì vấn đề thiếu hụt nguồn cung tại thành phố Hồ Chí Minh là nguyên nhân chính khiến cho các chủ đầu tư lớn như DXG, AGG, PDR, LDG, dịch chuyển về khu vực các tỉnh giáp ranh như Bình Dương. Điều này qua đó thiết lập mặt bằng giá bất động sản Bình Dương ở mức cao hơn trước đây.

Với (1) lợi thế giá vốn dự án thấp và (2) tập trung phân khúc trung và cao cấp, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp của IJC trong giai đoạn 2021-2025 sẽ dần cải thiện và duy trì mức cao.

	Hà Nội	Hồ Chí Minh	Bình Dương
Nguồn cung chào bán	10.712 căn (26 dự án) - 67% YoY	9.214 căn (17 dự án) - 57% YoY	8.289 căn (8 dự án) +144% YoY
Giá bán bình quân	1.325 USD/m ² <i>Ổn định</i>	1.996 USD/m ² +6% YoY	1.276 USD/m ² +21% YoY
Số căn bán được	10.943 căn -49% YoY	8.890 căn -62% YoY	8.009 căn +276% YoY

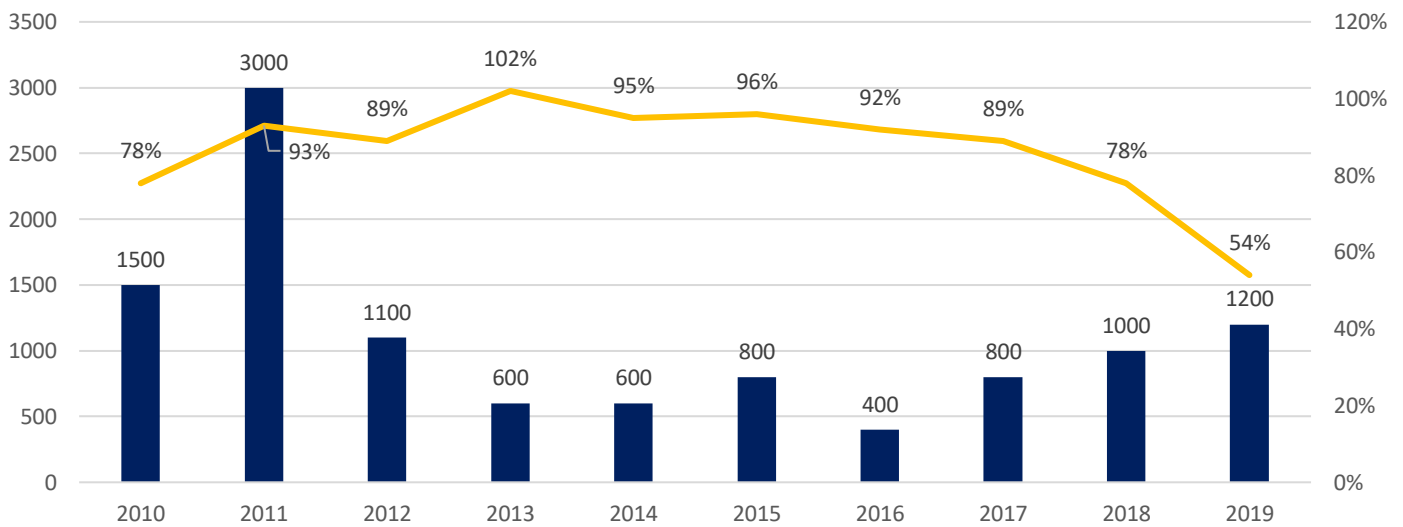
Nguồn: CBRE Q3/2020

Điểm nhấn 4: Duy trì lịch sử trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn hàng năm.

Nhờ dòng tiền ổn định từ mảng thu phí, IJC duy trì tỷ lệ trả cổ tức bình quân tương đối đều đặn trên 90% trong giai đoạn 2010-2018. Tuy nhiên tỷ lệ này giảm về mức 54% trong năm 2019 chủ yếu đến từ việc tái cơ cấu, giảm nợ của IJC. Tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu của IJC đã giảm từ mức 95% về mức 28%. Trong năm 2020, IJC tiếp tục duy trì tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt 10% vốn điều lệ.

Đối với giai đoạn 2021-2025, ban lãnh đạo IJC dự kiến sẽ trả đều đặn cổ tức bằng tiền mặt ở mức 12%-15% vốn điều lệ nhờ vào (1) Thu nhập định kỳ của mảng thu phí và (2) Tăng trưởng lợi nhuận đến từ mảng bất động sản.

IJC duy trì tỷ lệ trả cổ tức bình quân tương đối đều đặn trên 90% trong giai đoạn 2010-2018



Nguồn: Bloomberg

Rủi ro

Rủi ro về tiến độ triển khai kế hoạch và hiệu quả kinh doanh dự án

Rủi ro về khả năng việc kế hoạch triển khai dự án bị chậm lại do các yếu tố khách quan. Ngoài lợi thế sở hữu các quỹ đất chưa khai thác nhiều năm có giá vốn tuy nhiên các dự án bất động sản của IJC có thời gian triển khai tương đối lâu điển hình như dự án nhà phố thương mại IJC (2012-2018), dự án Sunflower (2011-2025). Do đó, bất kỳ ảnh hưởng khiến việc triển khai và thi công chậm lại có thể dẫn tới những thay đổi về mặt định giá (Ảnh hưởng từ chiết khấu dòng tiền dự án). Vì vậy, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên theo dõi kỹ về tiến độ mở bán cũng như thi công dự án để đưa ra mức chiết khấu hợp lý.

Rủi ro chu kỳ ngành bất động sản và các vấn đề liên quan đến chính sách và pháp lý

Rủi ro về chu kỳ ngành bất động sản. Sức khỏe của ngành bất động sản có tính liên kết cực kỳ chặt chẽ với sức khỏe nền kinh tế nói chung. Do đó, bất kỳ ảnh hưởng nào tác động lên triển vọng tăng trưởng hoặc làm suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế như dịch Covid-19 có thể tác động tiêu cực đến triển vọng ngành bất động sản. Ngoài ra, ngành bất động sản cũng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ các chính sách và pháp lý liên quan, điển hình nguồn cung bất động sản đang bị thắt chặt trong vòng 1-2 năm trở lại đây hoặc các chính sách liên quan đến sản phẩm condotel.

Rủi ro các giao dịch liên quan nội bộ

Đi kèm với lợi thế sở hữu mối quan hệ chặt chẽ với công ty mẹ Becamex, IJC ít nhiều cũng đối mặt với những rủi ro về việc tương đối phụ thuộc vào sự phân bổ quỹ đất và dự án từ công ty mẹ. Ngoài ra, IJC cũng chịu rủi ro về mặt chuyển nhượng dự án cho Becamex trong trường hợp cần thiết. IJC hiện đang có nhiều khoản giao dịch với các bên liên quan nội bộ. Tính đến Q3/2020, khoản phải thu với bên liên quan nội bộ đang chiếm 11% tổng tài sản và khoản phải trả liên quan đến nội bộ chiếm đến 54.3% tổng nợ. Mục đích chính của khoản mục trên chủ yếu liên quan đến hợp tác phát triển các dự án bất động sản tại thành phố mới Bình Dương với BCM và VSIP và các khoản phải trả cổ tức/lãi cổ tức đối với BCM.

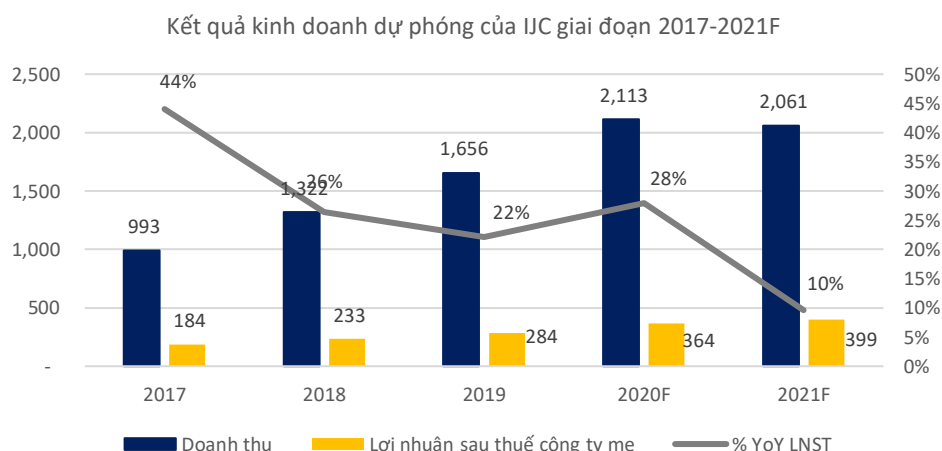
Dự báo KQKD và định giá

Khu đô thị IJC – Dự án khu biệt thự Sunflower – Khu dân cư Hòa Lợi – Dự án căn hộ cao cấp Aroma sẽ là động lực chính cho tăng trưởng của IJC giai đoạn 2021-2024, BSC dự báo tăng trưởng CAGR Lợi nhuận GD 2019 - 2023 = 15%.

BSC dự báo kết quả kinh doanh năm 2020 của IJC với doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ 2020 ước tính lần lượt khoảng 2,071 tỷ đồng (+29.4% YoY) và 364 tỷ đồng (+28% YoY). EPS 2020 = 2,655 đồng/cp. PE 2020FW = 5.2 lần

Năm 2021, BSC ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ước đạt 2,020 tỷ đồng (-2.5% YoY) và 399 tỷ đồng (+10% YoY) nhờ vào bàn giao các dự án (1) Sunflower (2) Khu đô thị IJC và (3) KDC Hòa Lợi. EPS 2021 FW = 2,764 đồng/cp. PE 2021 FW = 4.7 lần.

Đối với triển vọng giai đoạn 2022, IJC dự kiến sẽ tiếp tục ghi nhận các dự án cũ như (1) Sunflower, (2) KDC Hòa Lợi và bắt đầu ghi nhận các dự án mới như chung cư cao cấp IJC Aroma, Nhà ở công nhân xã hội IJC Bình Phước



Đơn vị: Tỷ đồng	2017A	2018A	2019E	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	993	1,322	1,656	2,113	2,061	1,543
% YoY	-51.9%	31.4%	28.4%	29.4%	-2.5%	-27.0%
Lợi nhuận gộp	422	469	538	682	717	785
% YoY	18.5%	11.2%	14.7%	26.9%	5.1%	15.0%
Biên lợi nhuận gộp	44.5%	37.6%	33.6%	33.0%	35.5%	51.9%
Chi phí bán hàng	34.6	42.8	47.2	52.8	51.5	61.7
Chi phí quản lý doanh nghiệp	55.4	48.7	58.2	63.4	61.8	61.7
% Chi phí BH&QLDN/DTT	9.1%	6.9%	6.4%	5.5%	5.5%	8.0%
Doanh thu tài chính	3.0	5.2	10.3	4.1	10.1	10.1
Chi phí tài chính	118.8	114.1	98.8	128.8	130.3	130.3
Lợi nhuận trước thuế	222	282	345	441	484	541
Thuế TNDN	37	49	61	77	85	108
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	184	233	284	364	399	433
% YoY	38%	27%	22%	28%	10%	23%
EPS	1,345	1,699	2,075	2,655	2,910	3,159
Biên lợi nhuận ròng	18.6%	17.6%	17.2%	17.2%	19.4%	28.1%
ROE	11.1%	13.4%	15.5%	16.6%	15.4%	14.3%

Nguồn: BSC Research

ĐỊNH GIÁ

(1) Đối với mảng bất động sản, chúng tôi chia làm hai nhóm dự án bao gồm:

(a) Dự án đang triển khai và dự kiến đóng góp vào lợi nhuận của IJC trong giai đoạn 2020-2025: Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với tỷ lệ chiết khấu WACC = 13%. Chúng tôi đánh giá đây là các dự án hiện hữu có độ đảm bảo cao trong kế hoạch bàn giao bao gồm

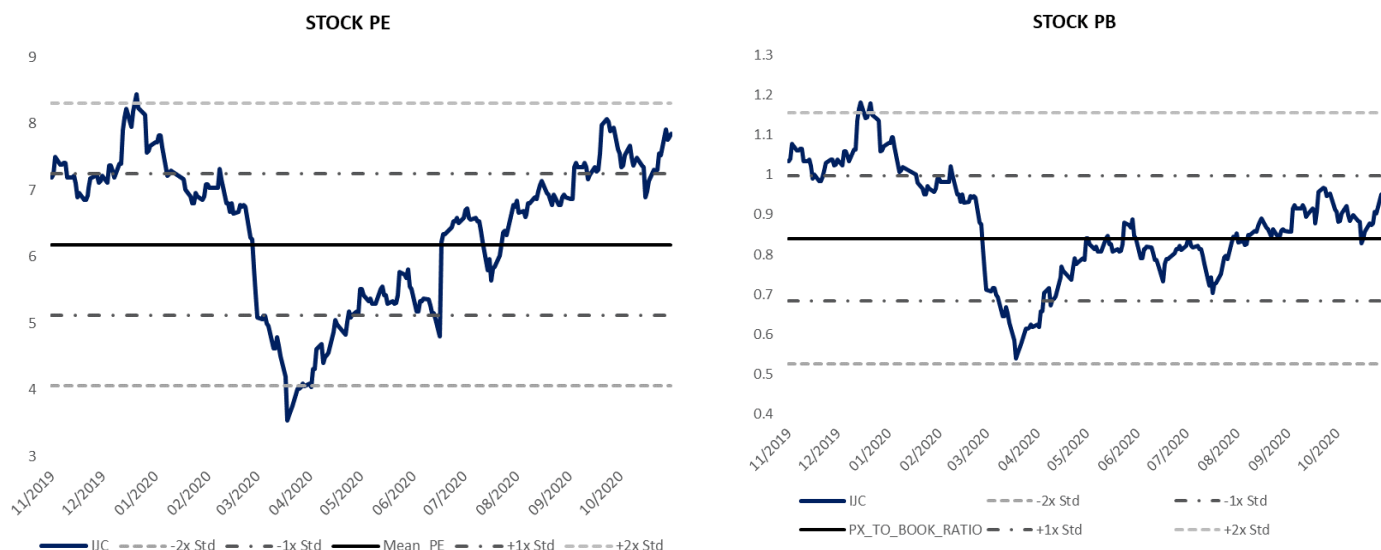
(b) Quỹ đất đang sở hữu tuy nhiên chưa triển khai kinh doanh bao gồm hai dự án Prince Town mở rộng và Sunflower mở rộng. Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh với việc sử dụng giá bán bình quân gần nhất của hai dự án với mức chiết khấu 10% trên giá bán và 40% đối với rủi ro dự án chậm triển khai so với dự kiến hoặc nhu cầu thị trường bất động sản ở khu vực tỉnh suy yếu

(2) Đối với mảng thu phí, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền đến cuối năm 2037 dựa trên thời gian hoạt động còn lại với tỷ suất chiết khấu là 13%

BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu IJC với giá mục tiêu 17,300 đồng/cp (+30.3% so với mức giá đóng cửa ngày 16/11/2020) dựa trên phương pháp RNAV với mức chiết khấu WACC = 13% cho các dự án bất động sản và mảng thu phí với mức tỷ lệ chiết khấu rủi ro là 10% về rủi ro chung của thị trường bất động sản.

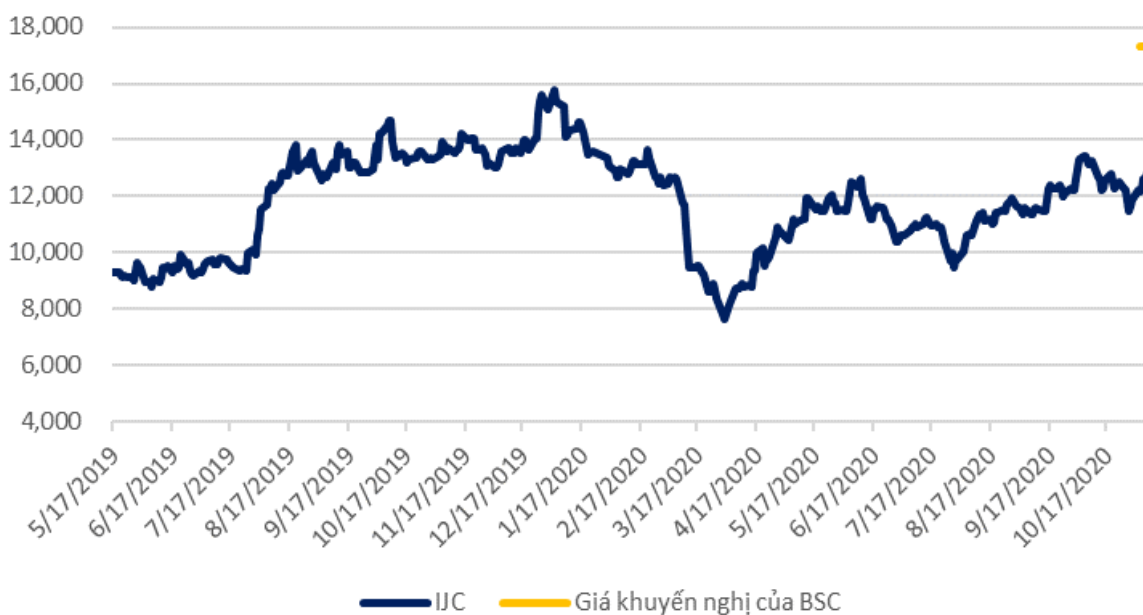
VALUATION				
Tỷ đồng	Phương pháp	Tổng giá trị NAV	Tỷ lệ sở hữu	>IJC
Các dự án				
IJC City	Chiết khấu dòng tiền	92	100%	92
Sunflower	Chiết khấu dòng tiền	55	100%	55
IJC Aroma Apartment	Chiết khấu dòng tiền	256	100%	256
IJC Hoa Lợi residence	Chiết khấu dòng tiền	638	100%	638
Dự án nhà ở công nhân Bình Phước	Chiết khấu dòng tiền	71	100%	71
Expanded Prince Town	So sánh	305	100%	305
Expanded Sunflower	So sánh	506	100%	506
Mảng thu phí	Chiết khấu dòng tiền			1,166
Giá trị hiện tại thuần				3,089
(+) Tiền mặt		56		56
(-) Nợ		515		515
Tổng giá trị NAV				2,630
Tỷ lệ chiết khấu rủi ro				2,367
Số lượng cổ phiếu lưu hành				137,097,323
Giá trị hợp lý				17,265
Giá cổ phiếu	11/16/2020			13,250
Upside				30.30%
WACC	13%			

Nguồn: BSC Research



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ BSC



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	1,246	1,600	2,071	2,020
Giá vốn hàng bán	777	1,062	1,388	1,302
Lợi nhuận gộp	469	538	682	717
Chi phí bán hàng	43	47	53	52
Chi phí QLDN	49	58	63	62
Lãi/lỗ HĐKD	377	432	566	604
Doanh thu tài chính	5	10	4	10
Chi phí tài chính	114	99	129	130
Chi phí lãi vay	69	56	32	33
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	282	345	441	484
Thuế thu nhập DN	49	61	77	85
LN sau thuế	233	284	364	399
CĐTS	-	-	-	-
LNST - CĐTS	233	284	364	399
EBITDA	415	471	584	624
EPS	1,699	2,075	2,655	2,910

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	206	56	293	745
Đầu tư ngắn hạn	31	45	45	45
Phải thu ngắn hạn	927	898	984	960
Tồn kho	5,110	4,780	3,864	3,664
TS ngắn hạn khác	3	2	3	3
TS ngắn hạn	6,277	5,782	5,189	5,417
TS hữu hình	534	525	565	601
Khấu hao	413	451	469	488
TS dở dang dài hạn	469	432	432	432
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	18	12	15	15
TS dài hạn	1,861	1,765	1,808	1,845
Tổng TS	8,138	7,547	6,997	7,262
Nợ phải trả	2,939	1,989	557	557
Vay ngắn hạn	1,553	500	399	418
Nợ ngắn hạn khác	960	2,542	2,777	2,604
Tổng Nợ ngắn hạn	5,453	5,031	3,733	3,579
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	105	15	399	418
Tổng Nợ dài hạn	843	669	669	669
Tổng Nợ	6,297	5,700	4,402	4,248
Vốn góp	1,371	1,371	1,371	1,371
Thặng dư vốn cổ phần	10	10	10	10
LN chưa phân phối	242	326	670	1,045
Vốn chủ khác	4	4	4	4
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	1,737	1,832	2,196	2,595
Tổng nguồn vốn	8,138	7,547	6,997	7,261
Số lượng cổ phiếu lưu hành	137	137	137	137

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
(Lỗ)/LNST	233	284	364	399
Khấu hao và phân bổ	38	38	18	20
Thay đổi vốn lưu động	211	822	(371)	52
Điều chỉnh khác	(13)	(66)	-	-
LCTT từ HĐ KD	470	1,078	11	471
Tiền chi mua TSCĐ	(26)	(45)	(58)	(56)
Đầu tư khác	(9)	(5)	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(35)	(50)	(58)	(56)
Tiền chi trả cổ tức	(137)	(35)	-	-
Tiền từ vay ròng	608	655	283	38
Tiền thu khác	(772)	(1,799)	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	(302)	(1,178)	283	38
Dòng tiền đầu kỳ	73	206	56	293
Tiền trong kì	133	(150)	236	452
Dòng tiền cuối kỳ	206	56	293	745

Chỉ số(%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.15	1.15	1.39	1.51
Hsố TT nhanh	0.21	0.20	0.35	0.49

Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	20%	7%	11%	12%
Hsố Nợ/VCSH	95%	28%	36%	32%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	0.62	0.66	0.67	0.64
Số ngày phải thu	1.34	1.78	2.10	2.10
Số ngày phải trả	0.29	0.25	0.00	0.00
CCC	1.67	2.20	2.77	2.75

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	38%	34%	33%	36%
Lợi nhuận LNST	18%	17%	17%	19%
ROE	13%	16%	17%	15%
ROA	3%	4%	5%	5%

Định Giá				
PE	7.71	6.31	5.19	4.74
PB	1.03	0.98	0.82	0.69

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	5.7%	3.4%	2.0%	2.0%
Tăng trưởng EBIT	30.3%	27.0%	27.3%	29.9%
Tăng trưởng LNNT	27.3%	22.2%	28.0%	9.6%
Tăng trưởng EPS	26.4%	22.1%	28.0%	9.6%

Nguồn: BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

