

# Quick Report

## IJC

23/09/2013

### DVCSpeculator

Target 2013: > 9.593 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật

(IJC - HOSE)

## 1. Thông tin cơ bản:

Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (Becamex IJC) được thành lập từ phương án cổ phần hóa Dự án quốc lộ 13 thuộc Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC Corp) năm 2006. Năm 2007 công ty chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần. Khi mới thành lập công ty chủ yếu tập trung khai thác dự án QL13 theo hình thức BOT, sau đó phát triển sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản.

Hoạt động sản xuất kinh doanh của IJC gồm 2 mảng chính đó là kinh doanh BDS và đầu tư xây dựng, khai thác các dự án giao thông theo phương thức BOT. Trong năm 2012, mảng kinh doanh bất động sản đóng góp 70,8% doanh thu. Mảng Quản lý và khai thác thu phí giao thông mang lại 26,5% doanh thu. Ngay từ quý II/2012, nhận định tình hình kinh doanh BDS còn tiếp tục khó khăn, công ty đã chủ động ngưng triển khai xây dựng các hạng mục mới, chỉ tập trung xây dựng hoàn thiện các hạng mục đang xây dựng dở dang và triển khai hoạt động tiếp thị bán hàng nhằm giải phóng hàng tồn kho tăng cường doanh thu.

## 2. Hoạt động kinh doanh của IJC

### 2.1. Mảng kinh doanh bất động sản:

Mảng kinh doanh BDS chiếm tỷ trọng khoảng 70,8% tổng Doanh thu với KQKD năm 2012 chỉ khoảng 531 tỷ đồng. Các dự án BDS của IJC tập trung chủ yếu nằm tại Bình Dương bao gồm 3 dự án chính: **Khu Đô thị mới Bình Dương**(Sunflower, Đông Đô - Đại Phố...), **Becamex City Center**, **Khu đô thị Mỹ Phước**. Trong năm 2011-2012, thị trường BDS gần như đóng băng và thiếu thanh khoản tuy nhiên các dự án BDS tại Bình Dương không hẳn bị đóng băng, mất thanh khoản như những nơi khác mà chủ yếu là giá yêu cầu giảm xuống. Tại các dự án có vị trí đẹp, nếu giảm giá có thể bán được ngay tuy nhiên sẽ mất cơ hội khi thị trường BDS hồi phục do đó IJC quyết định giãn tiến độ các dự án ở phân khúc cao cấp nhằm chờ cơ hội khi thị trường BDS ấm lên.

❖ **Dự án Khu Đô thị Mỹ Phước:**

STT	Dự án	Mô tả	Quy mô (căn)	DTT 2012 (tỷ đồng)
1	Biệt thự cao cấp Rosemary	Gồm 1.100 căn nhà mặt phố và 350 biệt thự	1,450	
2	Biệt thự The Green River	>1.100 nhà phố và Biệt thự	1,100	260
3	Phố thương mại IJC Mỹ Phước	466 nhà phố cao cấp từ 125m2-150m2(gồm 1 tầng trệt, 2 lầu, sân thượng)	466	

- Năm 2012, đóng góp chủ yếu vào doanh thu BDS của IJC đến từ các dự án phân khúc giá thấp tại Khu đô thị Mỹ Phước trong khi các dự án phân khúc cao cấp tại KĐT mới Bình Dương và Becamec City Center tình hình tiêu thụ vẫn chậm. Doanh thu từ mảng BDS chỉ hoàn thành 42% kế hoạch năm 2012 do doanh thu chủ yếu đến từ dự án Khu đô thị Mỹ Phước mà cụ thể là từ phố thương mại và biệt thự The Green River và chủ yếu do giảm giá so với mặt bằng chung của thị trường. Với quy mô 1.100 căn, IJC đã bán được 260 căn mang lại doanh thu thuần 260 tỷ đồng( chiếm 49% tổng doanh thu BDS năm 2012 – 531 tỷ đồng).
- Theo kế hoạch dự án Rosemary thuộc khu đô thị Mỹ Phước dự kiến sẽ mang lại doanh thu 567 tỷ đồng nếu được chào bán trong quý 3/2012, tuy nhiên qua khảo sát thị trường, công ty nhận định rằng đây là dự án đẹp và có thể mang lại doanh thu cao hơn nên công ty đã ngừng triển khai bán dự án này chờ thời điểm thích hợp.
- Kế hoạch năm 2013, doanh thu tại các dự án tại Mỹ Phước dự kiến đem về 406 tỷ đồng.

❖ **Dự án Becamex City Centre:**

Gồm 4 hạng mục dự án lớn đó là : 1) *Becamex Tower*, 2) *Tổ hợp căn hộ cao cấp Sunrise(gồm 4 block A, B, C, D)*, 3) *Khu nhà phố thương mại*, 4) *Căn hộ cao cấp New Horizon*. Trong đó IJC đang triển khai xây dựng và bán hai dự án **Becamex Tower** và **Tổ hợp căn hộ cao cấp Sunrise**. Cụ thể như sau:

- **Tổ hợp căn hộ cao cấp Sunrise:** IJC đã thi công xong hai block C(126 căn) và D(175 căn).
- + Trong đó, Block C đã bán được 78/126 căn, 48 căn còn lại(có diện tích<60 m2 không được khách hàng ưa chuộng) sẽ được IJC tính phương án bán mới mức giá hợp lý hoặc cho thuê trong thời gian tới.
- + Block D đã hoàn thành nhưng gặp khó khăn trong khâu tiêu thụ do đó IJC quyết định chuyển mục đích sử dụng sang khai thác khách sạn và căn hộ cho thuê và mở bán khi thị trường khởi sắc. Ngày 26/4/2013, IJC đã chính thức khai trương khách sạn Becamex Hotel 18 tầng vừa có chức năng của một khách sạn, vừa là khu căn hộ với diện tích phòng từ 43m2, 54m2 và 66m2. Với kế hoạch lấy ngắn nuôi dài, Becamex Hotel sẽ tiếp tục bổ sung khoảng 5 tỷ/năm gia tăng doanh thu cho IJC trong năm 2013.
- **Cao ốc văn phòng Becamex Tower:**
- + Mặc dù thị trường chung còn nhiều khó khăn nhưng sau một năm đi vào hoạt động, Becamex Tower hoạt động khá hiệu quả khi tỷ lệ lấp đầy trên 60% với giá cho thuê 16 USD/m2. Doanh thu cho thuê mặt bằng năm 2012 đạt 20 tỷ đồng dự kiến triển vọng thuận lợi khi các DN Nhật Bản vào Bình Dương, doanh thu sẽ tiếp tục dự kiến tăng lên khi tỷ lệ lấp đầy tăng về cuối năm.

## ❖ Khu Đô thị mới Bình Dương:

STT	Dự án	Quy mô (căn)	Đã xây dựng (căn)	Bán 2011 (căn)	Bán 2012 (căn)	DTT 2012 (tỷ đồng)	Còn lại (căn)	Tiến độ
1	Khu biệt thự Sunflower	110	38	3	2	22	105	Dự kiến hoàn thành năm 2013
2	Đông Đô - Đại Phố	1,149	83	42	36	89	1,071	Triển khai bán 45 căn với DT dự kiến 225 tỷ đồng
3	Prince Town	129	45	6	31		92	Triển khai bán 92 căn còn lại
4	Căn hộ IJC Aroma (Block A, B, C, D)	553	285	425	25	36	103	Nâng cấp hoạt động Café Aroma tại Block A, duy trì hoạt động nhà hàng tại Block B

Dự án Khu đô thị mới Bình Dương là dự án lớn nhất của IJC với tổng lượng hàng tồn kho lên đến 2000 tỷ đồng chiếm khoảng 80% tổng lượng hàng tồn kho của IJC (2.530 tỷ đồng). Trong đó, chủ yếu là chi phí chuyển quyền sử dụng đất và xây dựng dở dang đối với dự án khu phố thương mại Đông Đô Đại Phố, có tổng diện tích hơn 26 ha ở trung tâm thành phố mới của tỉnh Bình Dương. Cụ thể:

- **Khu biệt thự Sunflower:** IJC thực hiện bán 2 căn trong năm 2012 mang về doanh thu 22 tỷ đồng. Năm nay, Công ty tập trung chỉnh trang hoàn thiện khu vực công viên và hạ tầng kỹ thuật, dự kiến hoàn thành về cơ bản trong tháng 5/2013.
- **Dự án Đông Đô – Đại Phố:** Công ty bán được 36 căn mang về doanh thu 89 tỷ đồng trong năm 2012. Trong năm nay, IJC tiếp tục đầu tư hoàn thiện cơ sở hạ tầng, mở bán 45 căn với doanh thu dự kiến 225 tỷ đồng.

### 2.2. Mảng thu phí giao thông:

IJC đang quản lý và khai thác thu phí Giao thông trên tuyến Đại lộ Bình Dương tại hai trạm thu phí Suối Giữa và Vĩnh Phú. Lượng xe qua trạm thu phí năm 2012 đạt 14,2 triệu lượt đạt 95% kế hoạch năm do tình hình suy thoái kinh tế chung, lượng xe giao thương giảm nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái.

Doanh thu từ mảng này mang lại dòng tiền ổn định cho công ty với 199,3 tỷ đồng chiếm tỷ trọng 26,5% trong tổng Doanh thu. Lợi nhuận sau thuế đem về 108 tỷ đồng đạt 101% kế hoạch năm 2012.

### Triển vọng kinh doanh năm 2013

IJC đang tập trung củng cố lại các mảng kinh doanh cốt lõi, tạm dừng triển khai các dự án mới và tập trung vào công tác bán hàng. Chúng tôi cho rằng với các dự án sẵn có, triển vọng lợi nhuận của IJC nhiều khả năng sẽ khả quan hơn khi thị trường BĐS tại Bình Dương phục hồi.

Các sản phẩm sẵn sàng để bán của IJC khá dồi dào ở nhiều phân khúc khác nhau do đó có khả năng đón đầu tốt nhất xu hướng phục hồi của thị trường BĐS. Với tín hiệu chạm đáy của kinh tế Việt Nam, chúng tôi cho rằng thị trường BĐS sẽ phục hồi vào năm 2014 và qua đó IJC có thể hưởng lợi.

Triển vọng lợi nhuận của IJC khó khả quan trong năm 2013, song chúng tôi lạc quan về tương lai dài hạn của Công ty. Theo ước tính, trong năm 2013, IJC có thể đạt 60 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng sẽ vẫn ở mức khiêm tốn song sẽ cải thiện đáng kể so vào năm 2014 do sự gia tăng của mảng Bất động sản nhất là các dự án triển vọng Rosemary và The Green River tại Mỹ Phước....

### 2.3. So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành:

Chỉ số so sánh	IJC	SCR	BCI	HQC	NLG	QCG
	TTM	TTM	TTM	TTM	MRY	TTM
<b>Chỉ số Chung</b>	<b>IJC</b>	<b>SCR</b>	<b>BCI</b>	<b>HQC</b>	<b>NLG</b>	<b>QCG</b>
Giá đóng cửa	5,800	4,900	12,500	5,400	21,100	7,000
KLCPLH hiện tại Triệu	274.2	150.1	72.3	90.0	95.5	127.1
CPLHQB Triệu	274.2	150.1	72.3	75.5	95.2	127.1
Giá trị vốn hóa Tỷ VND	1,590.3	735.7	903.3	486.0	2,015.3	889.5
Sở hữu Nước ngoài	7.2%	0.8%	32.0%	1.5%	36.8%	13.5%
EPS cơ bản VND	390	(450)	462	269	259	134
EPS pha loãng VND	390	(450)	462	269	259	133
Book Value VND	10,483	13,836	23,137	10,635	12,656	18,097
EBITDA Tỷ VND	191.7	149.8	89.0	105.4	147.2	137.6
EBIT Tỷ VND	157.9	144.1	82.1	104.6	134.8	123.2
<b>Chỉ số định giá</b>	<b>IJC</b>	<b>SCR</b>	<b>BCI</b>	<b>HQC</b>	<b>NLG</b>	<b>QCG</b>
P/E cơ bản	14.9	(10.9)	27.1	20.1	81.5	52.4
P/E pha loãng	14.9	(10.9)	27.1	20.1	81.5	52.6
P/B	0.6	0.4	0.5	0.5	1.7	0.4
Price/ Cashflow	66.2	-	-	(62.9)	(9.9)	-
Price/Sales	4.1	1.3	5.6	1.0	4.4	0.6
Vốn hóa/ Doanh số	4.1	1.3	5.6	1.0	4.4	0.6
EV/ EBITDA	11.1	21.1	12.3	6.7	17.9	19.4
EV/ EBIT	13.5	21.9	13.4	6.8	19.5	21.7
<b>Sức khỏe Tài chính</b>	<b>IJC</b>	<b>SCR</b>	<b>BCI</b>	<b>HQC</b>	<b>NLG</b>	<b>QCG</b>
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.04	0.14	0.48	0.24	0.08	0.01
TSLĐ/ Nợ ngắn hạn	2.69	1.24	4.66	1.24	1.84	2.35
Vay dài hạn/ Tài sản	0.11	0.07	0.10	0.02	0.06	0.20
Vốn vay/ Tài sản	0.13	0.41	0.14	0.08	0.23	0.27
Vốn vay/ Vốn CSH	0.20	1.20	0.28	0.30	0.60	0.78
Công nợ/ Tài sản	0.37	0.65	0.50	0.72	0.53	0.63
Công nợ/ Vốn CSH	0.59	1.88	1.05	2.55	1.40	1.82
<b>Lợi nhuận</b>	<b>IJC</b>	<b>SCR</b>	<b>BCI</b>	<b>HQC</b>	<b>NLG</b>	<b>QCG</b>
Lãi gộp/ Doanh thu	54.8%	5.5%	40.1%	25.7%	43.7%	8.8%
Lãi hoạt động/ Doanh thu	32.8%	-9.2%	-8.7%	3.9%	1.5%	-1.4%
Lãi trước thuế/ Doanh thu	33.1%	-7.1%	16.7%	5.4%	12.9%	0.7%
Lãi ròng / Doanh thu	27.3%	-12.3%	20.1%	4.1%	6.6%	1.0%

EBITDA/ Doanh thu	49.0%	25.5%	54.8%	21.3%	31.9%	9.1%
EBIT/ Doanh thu	40.3%	24.6%	50.6%	21.1%	29.2%	8.1%
<b>Hiệu quả Quản lý</b>	<b>IJC</b>	<b>SCR</b>	<b>BCI</b>	<b>HQC</b>	<b>NLG</b>	<b>QCG</b>
ROE	3.6%	-3.1%	1.9%	2.7%	2.0%	0.7%
ROA	2.3%	-1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.3%
ROCE	4.4%	3.9%	2.7%	8.5%	7.9%	2.8%
<b>Biến động Giá</b>	<b>IJC</b>	<b>SCR</b>	<b>BCI</b>	<b>HQC</b>	<b>NLG</b>	<b>QCG</b>
KLGD trung bình 10 ngày	716,203	2,078,452	8,848	920,206	25,058	4,470
KLGD trung bình 3 tháng	397,531	1,854,447	43,302	1,563,535	19,304	33,422

Nhìn chung, khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, hiệu quả hoạt động và sức khỏe tài chính của IJC tốt hơn nhiều. Trong khi, nhiều công ty BĐS rơi vào tình trạng thiếu hụt dòng tiền, lợi nhuận suy giảm mạnh hoặc thua lỗ, tính thanh khoản giảm dần tới rủi ro tài chính tăng cao thì IJC vẫn tương đối ổn định.

Hiệu quả sinh lời của IJC tốt nhất trong số các doanh nghiệp được so sánh (thể hiện qua mức ROA, ROE cao nhất) trong khi mức độ đòn bẩy lại thấp nhất cho thấy tình hình kinh doanh vẫn được duy trì ổn định trong bối cảnh khó khăn chung của ngành.

Lãi gộp của IJC vẫn ở mức rất cao cho thấy tiềm năng của các dự án BĐS của Công ty trong tương lai do giá vốn các dự án rất thấp. Lợi nhuận tạm thời suy giảm do doanh thu giảm song nếu thị trường BĐS phục hồi IJC sẽ hứa hẹn mức tăng trưởng đột phá hơn nhiều so với các doanh nghiệp được so sánh.

Mức nợ vay thấp so với các doanh nghiệp trong ngành cho IJC lợi thế thời gian so với các công ty khác. IJC có khả năng chờ đợi và không phải bán rẻ các dự án của mình khi Công ty không chịu nhiều áp lực về trả lãi suất.

Về thanh khoản, KLGD trung bình của IJC ở mức khá cao so với các doanh nghiệp trong ngành với KLGD trung bình 10 ngày đạt tới trên 700 nghìn đơn vị. Mức thanh khoản của IJC chỉ đứng sau những cổ phiếu có beta cao và thu hút được dòng tiền nóng như HQC, SCR.

### **Doanh thu:**

Doanh thu của IJC có sự chững lại và suy giảm trong liên tục các 4 quý gần đây. Đặc biệt hai quý đầu năm 2013, doanh thu của IJC giảm mạnh so với cùng kỳ. Điều này chủ yếu xuất phát từ hai yếu tố cơ bản. Thứ nhất, nền kinh tế khó khăn và tốc độ tăng trưởng kinh tế suy giảm khiến thị trường bất động sản khó khăn trong đó thị trường bất động sản tại Bình Dương (nơi IJC đầu tư nhiều dự án) là khó khăn đặc biệt. Khả năng bán hàng tại các dự án của Công ty suy giảm rõ rệt khiến doanh thu suy giảm. Thứ hai, lĩnh vực khai thác hạ tầng của IJC khá ổn định song không có sự tăng trưởng đột biến (lại chiếm tỷ trọng thấp trong tổng doanh thu) do đó không thể bù đắp được sự suy giảm của doanh thu trong lĩnh vực bất động sản.

Hiện tại, Công ty lại phải cạnh tranh khốc liệt với nhiều đối thủ do sự dư thừa các dự án bất động sản tại Bình Dương. Chỉ trong một thời gian rất ngắn 5-6 năm trở lại đây, có đến 220 dự án bất động sản với tổng diện tích lên đến trên 8.500ha phần lớn cho các công ty, doanh nghiệp tư nhân mở ra đầu tư. Giá đất nền có hạ tầng và giá căn hộ tại Bình Dương sụt giảm mạnh và thanh khoản cũng rất thấp do hoạt động

đầu cơ đã rơi vào giai đoạn thoái trào. Hiện tại, các dự án bất động sản của Công ty, thuộc thành phố mới Bình Dương, Thành phố Thủ Dầu Một và huyện Bến Cát đều gặp khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm.

Tuy nhiên với triển vọng là một trong những đô thị năng động nhất của cả nước Bình Dương vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh và nhu cầu nhà ở vẫn sẽ tiếp tục tăng cao. Do đó triển vọng bán hàng trong thời gian tới của IJC nhiều khả năng sẽ cải thiện.

Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, đóng góp chủ yếu cho doanh thu của Công ty sẽ lại là hoạt động kinh doanh BĐS khi các dự án sẵn sàng để bán của Công ty rất dồi dào trong khi thị trường BĐS Bình Dương nhiều khả năng sẽ phục hồi. Hoạt động quản lý, thu phí và khai thác tuyến Đại Lộ Bình Dương vẫn hứa hẹn mức tăng trưởng ổn định song không cao (vì phụ thuộc vào lưu lượng xe qua lại đại lộ Bình Dương) khoảng 5%/năm. Đây là nguồn thu rất ổn định và giúp cho Công ty vượt qua giai đoạn khó khăn. Tuy nhiên lĩnh vực hứa hẹn đem lại khả năng đột phá tăng trưởng trong tương lai vẫn là lĩnh vực BĐS với các dự án rất tiềm năng và có vị trí đẹp tại Thành phố mới Bình Dương và Thành phố Thủ Dầu Một.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá triển vọng phát triển doanh thu của Công ty là rất khả quan nếu thị trường BĐS Bình Dương hồi phục đúng như dự đoán vào năm 2014 do các nguồn lực của Công ty đã tập trung đáng kể vào các dự án bất động sản tiềm năng. Chúng tôi cho rằng với giả định thị trường bất động sản dần phục hồi từ năm sau trở đi thì triển vọng của IJC là cao do bất động sản Bình Dương luôn rất năng động trong thời gian trước đây. Chúng tôi cho rằng trong những năm tới, doanh thu của IJC sẽ tăng lên mức 700 tỷ /năm.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>6</b> 2%
<b>IJC</b>		234.39	350.50	1,320.62	612.16	<b>629.42</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	<b>546.58</b>	
<b>%Δ diff of indus</b>		<b>-52%</b>	<b>-42%</b>	95%	1%	<b>15%</b>	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	<b>10</b> 2%
<b>IJC</b>		<b>0.0%</b>	<b>49.5%</b>	276.8%	-53.6%	<b>90.9%</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>		<b>7.3%</b>	<b>22.8%</b>	12.5%	-10.6%	<b>14.8%</b>	
<b>%D diff of indus</b>			<b>117%</b>	2113%	408%	<b>515%</b>	

#### Lợi nhuận:

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>10</b> 2%
<b>IJC</b>		97.64	212.15	317.83	183.59	<b>202.80</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	<b>25.85</b>	
<b>%Δ diff of indus</b>		144%	417%	1237%	3249%	<b>684%</b>	

Lợi nhuận của IJC suy giảm mạnh từ quý 4/2012 và kéo dài 3 quý liên tiếp. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là tiêu thụ sản phẩm bất động sản suy giảm khiến lợi nhuận từ lĩnh vực này giảm mạnh. Thị trường bất động sản Bình Dương cạnh tranh ác liệt và bão hòa (dấu hiệu rõ ràng xuất hiện từ năm 2012) khiến Công ty không thể nâng giá bán dẫn đến biên lợi nhuận thấp trong khi doanh thu cũng giảm mạnh.

Trong các tháng đầu năm 2013, mặt bằng lãi suất cho vay giảm mạnh khiến chi phí tài chính của Công ty giảm song không tác động nhiều đến lợi nhuận do mức độ vay vốn của IJC không nhiều. Lợi nhuận sụt

giảm do các yếu tố cơ bản như doanh thu, chi phí giá vốn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét.

Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận 2013 của Công ty sẽ kém khả quan hơn năm 2012 khá đáng kể khi doanh thu từ bất động sản giảm mạnh. Thêm vào đó, tỷ suất các chi phí trung gian của Công ty không có sự cải thiện đáng kể do áp lực cạnh tranh và tiền lương gia tăng khiến biên lợi nhuận ròng không thể tăng.

Nhìn chung, Chúng tôi không kỳ vọng Công ty có sự khởi sắc về kết quả kinh doanh trong năm 2013 song lại kỳ vọng vào sự thay đổi đột phá vào năm 2014. Hiện tại, Công ty sẽ vẫn hoạt động ổn định nhờ lĩnh vực khai thác và thu phí đại lộ Bình Dương. Tuy nhiên lợi nhuận từ lĩnh vực này sẽ không còn đóng vai trò chính khi lĩnh vực BĐS phục hồi vào năm 2014.

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của IJC sẽ giảm mạnh so với 2012 và vào khoảng 60 tỷ VNĐ trong năm 2013. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tiếp theo của IJC phụ thuộc chặt chẽ và triển vọng của thị trường bất động sản tại Bình Dương và chúng tôi tin tưởng thị trường sẽ khả quan hơn.

#### Hiệu quả quản lý:

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>5</b> 2.5%
IJC	0.0%	14.6%	26.6%	10.1%	6.1%	<b>10.6%</b>	
Construction & Materials	14.1%	17.3%	14.3%	7.7%	1.6%	<b>9.8%</b>	
%Δ diff of indus		<b>-16%</b>	87%	32%	285%	<b>9%</b>	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>10</b> 2.5%
IJC	0.0%	<b>9.4%</b>	5.3%	7.2%	4.0%	<b>5.8%</b>	
Construction & Materials	4.0%	<b>5.1%</b>	4.2%	2.2%	0.5%	<b>2.8%</b>	
%D diff of indus		<b>85%</b>	26%	232%	731%	<b>106%</b>	

ROA và ROE của IJC bị suy giảm đều trong bốn năm trở lại đây và đặc biệt suy giảm mạnh trong năm 2012 và 2 quý đầu năm 2013. Nguyên nhân do lợi nhuận suy giảm và Công ty đã tiến hành tăng vốn rất mạnh vào năm 2011. Điều này khiến Công ty giảm vay nợ và vượt qua giai đoạn khó khăn song cũng khiến cổ phiếu bị pha loãng và hiệu quả sinh lời giảm. Biên lợi nhuận của Công ty không thể cải thiện khi Công ty không thể tăng giá bán trong khi phải tăng chi phí bán hàng (tăng chiết khấu, tăng quảng cáo, khuyến mại) nhằm giữ khách hàng.

Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư vào các dự án bất động sản tại Thành phố mới Bình Dương, huyện Bến Cát và Thành phố Thủ Dầu Một. Một lượng tài sản lớn bị giảm trong hàng tồn kho là các dự án bất động sản dở dang. Hoạt động đầu tư chưa mang lại hiệu quả khi doanh thu không tăng được tương ứng do sản phẩm đắt nền và căn hộ tại Bình Dương đang thừa quá nhiều.

Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện đáng kể được khả năng sinh lời hiện tại nhờ doanh thu tăng giúp cho lợi nhuận tăng. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận tăng lên trong trường hợp thị trường bất động sản Bình Dương phục hồi do lĩnh vực BĐS luôn có biên lợi nhuận cao hơn.

#### Cơ cấu vốn:

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	<b>10</b>
----------------------	------	------	------	------	------	--------	-----------

<b>IJC</b>		0.55	4.02	0.40	0.53	<b>0.84</b>	3.3%
<b>Construction &amp; Materials</b>	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	<b>2.48</b>	
<b>%Δ diff of indus</b>	-	<b>-77%</b>	68%	<b>-84%</b>	<b>-79%</b>	<b>-66%</b>	
<b>Current Liabilities / Equity</b>	2008	2009	2010	2011	2012	<b>ave 5y</b>	<b>10</b> 3.3%
<b>IJC</b>		<b>0.25</b>	3.16	<b>0.19</b>	<b>0.32</b>	<b>0.56</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>	1.59	<b>1.52</b>	1.56	<b>1.72</b>	<b>1.73</b>	<b>1.69</b>	
<b>%D diff of indus</b>	-	<b>-84%</b>	103%	<b>-89%</b>	<b>-81%</b>	<b>-67%</b>	
<b>Longterm Liabilities / Equity</b>	2008	2009	2010	2011	2012	<b>ave 5y</b>	<b>10</b> 3.3%
<b>IJC</b>		<b>0.30</b>	0.85	<b>0.21</b>	<b>0.17</b>	<b>0.27</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>	1.09	<b>0.94</b>	0.88	<b>0.84</b>	<b>0.91</b>	<b>0.82</b>	
<b>%D diff of indus</b>	-	<b>-68%</b>	-3%	<b>-75%</b>	<b>-82%</b>	<b>-68%</b>	

Công ty đã rất khôn ngoan khi phát hành tăng vốn rất lớn vào năm 2011. Nhờ đó, Công ty đã có được lượng tiền mặt lớn trả gần hết nợ vay qua đó không chịu sức ép tài chính lớn trong những năm lãi suất tăng vọt như năm 2011 và 2012. Hiện tại, Mức độ sử dụng vốn vay khá thấp khiến hoạt động của Công ty trở nên an toàn và hài hòa. Vay nợ thấp giúp cho Công ty đứng vững trong các biến động của thị trường và trong các năm khó khăn. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là rất thấp và tình trạng này sẽ tiếp diễn trong tương lai khi nhu cầu đầu tư mới của Công ty không cao trong khi dòng tiền từ hoạt động thu phí và khai thác đại lộ Bình Dương khá đều và đủ sức tài trợ cho hoạt động thông thường.

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty rất an toàn với lượng vốn vay không đáng kể so với quy mô tài sản và hoạt động kinh doanh thu phí và khai thác đại lộ Bình Dương của Công ty có mức quay vòng nhanh đem lại dòng tiền đều đặn. Các tỷ suất về khả năng thanh khoản và thanh toán của Công ty đều lành mạnh. Chúng tôi đánh giá cao tầm nhìn của ban lãnh đạo Công ty khi vẫn giữ được mức độ thanh khoản lành mạnh trong bối cảnh lãi suất tăng cao.

#### **Định giá:**

<b>P/E</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>ave 5y</b>	<b>4</b>
<b>IJC</b>			4.86	7.11	13.59	<b>7.17</b>	6.7%
<b>Construction &amp; Materials</b>	4.86	8.13	6.87	5.23	13.87	<b>6.73</b>	
<b>%Δ diff of indus</b>			<b>-29%</b>	36%	<b>-2%</b>	<b>7%</b>	
<b>P/B</b>	2008	2009	2010	2011	2012	<b>ave 5y</b>	<b>4</b> 6.7%
<b>IJC</b>			<b>1.29</b>	0.73	<b>0.83</b>	<b>1.03</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>	0.88	1.86	<b>1.26</b>	0.56	<b>0.50</b>	<b>0.94</b>	
<b>%D diff of indus</b>			<b>2%</b>	30%	<b>64%</b>	<b>10%</b>	
<b>MBS valuation</b>						<b>2013</b>	<b>8</b> 10%
<b>IJC</b>						<b>9,593</b>	
<b>Price</b>						<b>6,300</b>	
<b>%D diff of indus</b>						<b>52%</b>	
<b>Dividend in 2012</b>			<b>No of company</b>		<b>Paid</b>	<b>Plan</b>	<b>3</b> 6.7%
<b>IJC</b>					0	<b>1,200</b>	
<b>Construction &amp; Materials</b>			151		1,364	<b>1,431</b>	
<b>%Δ diff of indus</b>						<b>-16%</b>	



PE của IJC ở mức khá cao cho thấy thị trường đang kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường là hợp lý do quỹ đất của Công ty tại Bình Dương là rất lớn và về lâu dài Bình Dương vẫn sẽ là một đô thị phát triển của Việt Nam. Trong hai năm tới doanh thu và lợi nhuận của IJC sẽ tăng trưởng đột biến với các dự án sẵn có.

Chúng tôi cho rằng IJC nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận sau thuế trong năm nay, khoảng 60 tỷ VND và mức EPS dự kiến khoảng 220 VNĐ/CP. Hiện tại, các nhà đầu tư đầu tư vào IJC không nhìn vào lợi nhuận của Công ty (vì nó rất nhỏ so với quy mô). Đa phần các nhà đầu tư hy vọng vào sự phục hồi của TT bất động sản Bình Dương và Công ty sẽ có sự tăng vọt về doanh thu và lợi nhuận do có sẵn các dự án để khai thác. Chúng tôi cho rằng nếu nhìn vào triển vọng lợi nhuận năm 2014 trở đi thì IJC đáng để đầu tư với mức giá hiện tại.

### **Kết luận:**

IJC là một công ty ổn định song lại hoạt động trong lĩnh vực BDS đang gặp khó khăn và triển vọng tăng trưởng thấp. Tăng trưởng lợi nhuận tương lai khá bất định do phụ thuộc vào thị trường bất động sản Bình Dương. Tuy nhiên mức giá hiện nay chưa phản ánh đầy đủ kỳ vọng lợi nhuận các năm tới. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **MUA**.

**Phòng phân tích DVCSpeculator**

**Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111**