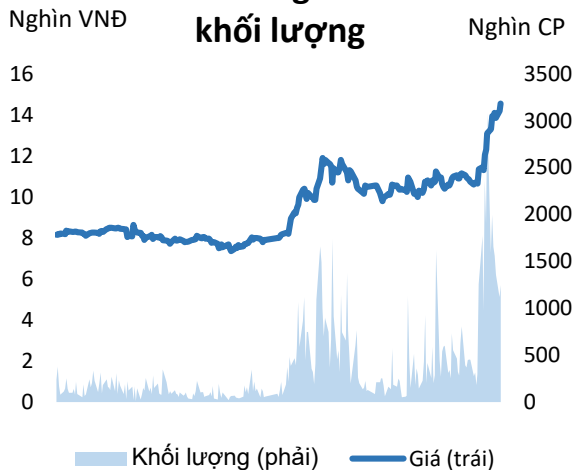


## Khuyến nghị MUA

Giá thị trường (VND) **14.800** (14/08/19)  
Giá mục tiêu (VND) **19.600** (+32%)

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

### Diễn biến giá cả và khối lượng



### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Phát triển hạ tầng
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.029
Số lượng CP lưu hành	137.097.323
Beta	0,89
Free Float (%)	n/a
Giá cao nhất 52 tuần	15.100
Giá thấp nhất 52 tuần	7.400
KLGB TB 10 phiên	1.786.579

### Cơ cấu Cổ đông (%)

Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp – CTCP	78,8%
Vietnam Equity Holding	1,11%
Ngân hàng Thương mại cổ phần Đầu tư và phát triển Việt Nam	1,06%

### Tổng quan chung

Công ty cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật được thành lập từ năm 2007. Sau hơn 12 năm hình thành và phát triển, đến nay IJC đã trở thành nhà công ty hàng đầu trong lĩnh vực phát triển hạ tầng, phát triển dự án nhà ở gắn với thương mại dịch vụ. Đồng thời, công ty cũng đang từng bước chuyên nghiệp hóa, hiện đại hóa trong lĩnh vực thu phí giao thông của mình.

## Cơ hội đầu tư

• **Doanh thu từ cho thuê, nghỉ dưỡng tăng nhanh.** Bình Dương trong hơn 10 năm trở lại đây liên tục là một trong những tỉnh có thu hút đầu tư lớn nhất cả nước. Đi đôi với đó là sự gia tăng dân số và mức thu nhập của người dân. Đây là yếu tố khiến IJC gián tiếp được hưởng lợi nhờ kinh doanh cửa hàng cho thuê, khách sạn, nghỉ dưỡng. Nổi bật nhất chính là trung tâm thương mại 4 tầng, 500 căn phố thương mại IJC và 129 căn khu phố thương mại Princetown.

• **Đại Gia Bất động sản khu Bình Dương.** Là công ty con của Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp – CTCP nên IJC được hưởng lợi rất nhiều từ công ty mẹ - công ty sở hữu rất nhiều quỹ đất tại tỉnh Bình Dương. Hiện nay IJC đang triển khai các dự án BĐS, trong đó Khu Đô Thị (KĐT) Đông Đô Đại Phú 26ha đã đầu tư 3300/6500 tỷ. Với dự án này IJC đang triển khai và bàn giao từng phần, dự kiến hoàn thiện vào cuối 2020 và tạo doanh thu lợi nhuận đột biến trong 2021.

• **Đưa vào hoạt động sàn giao dịch bất động sản.** Từ năm 2018, IJC đã đưa vào hoạt động sàn giao dịch bất động sản, qua đó giúp hoạt động kinh doanh bất động sản của IJC (bán và cho thuê) có chi phí giảm đi rõ rệt, qua đó giúp IJC cải thiện đáng kể biên lợi nhuận của mảng kinh doanh bất động sản.

• **Nhu cầu về giao thông quanh các KCN tăng cao giúp IJC thu lợi lớn hàng năm qua việc thu phí giao thông đường bộ.** Nhờ việc đầu tư nâng cấp quốc lộ 13 nên IJC được phép thu phí đến năm 2052 với doanh thu đều đặn 220-260 tỷ đồng mỗi năm. Đây là nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định của IJC với biên lợi nhuận rất cao, lên tới trên 82%, giúp IJC có dòng tiền triển khai các dự án BĐS.

### Rủi ro đầu tư

• **Nợ bị chiếm dụng, xấu khó đòi từ công ty mẹ.** Khoản phải thu từ công ty mẹ của IJC rất lớn, 558 tỷ đồng, trong khi nợ khó đòi lên tới hơn 100 tỷ đồng là những khoản tiền lớn mà IJC bị chiếm dụng, ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty.

• **Vay nợ tài chính lớn.** Do bị công ty mẹ chiếm dụng vốn nhiều nên để triển khai các hoạt động kinh doanh của mình, IJC phải đi vay ngoài lên tới gần 1.600 tỷ, qua đó IJC phải chịu gánh nặng chi phí lãi vay hàng năm. Tuy nhiên công ty đã linh hoạt khi dần chuyển các khoản vay nợ dài hạn sang ngắn hạn, qua đó giảm được phần nào áp lực lãi vay.

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>	686,2	1.970,6	971,2	1.245,8
% tăng trưởng	-33,7%	187,2%	-50,7%	28,3%
<b>LNST Cty mẹ (tỷ đồng)</b>	<b>122,0</b>	<b>128,0</b>	<b>185,8</b>	<b>233,0</b>
% tăng trưởng	-47,0%	4,9%	45,2%	25,4%
Tỷ suất LNST(%)	17,8%	6,5%	19,1%	18,7%
ROA	1,7%	1,4%	2,3%	2,9%
ROE	4,1%	4,3%	11,2%	13,4%
<b>EPS (VND)</b>	890	934	1.355	1.699
Book Value (VND)	21.578	21.651	12.117	12.668
P/E (lần)(*)	n/a	n/a	n/a	7

## Công ty cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật - IJC

Các lĩnh vực kinh doanh chính của IJC bao gồm:

1. Thu phí giao thông
2. Kinh doanh Bất động sản
3. Xây dựng và thi công cơ sở hạ tầng
4. Dịch vụ - Thương mại

Công ty thành viên

1. Công ty TNHH MTV Khách sạn Becamex
2. Công ty TNHH MTV Thương mại Becamex

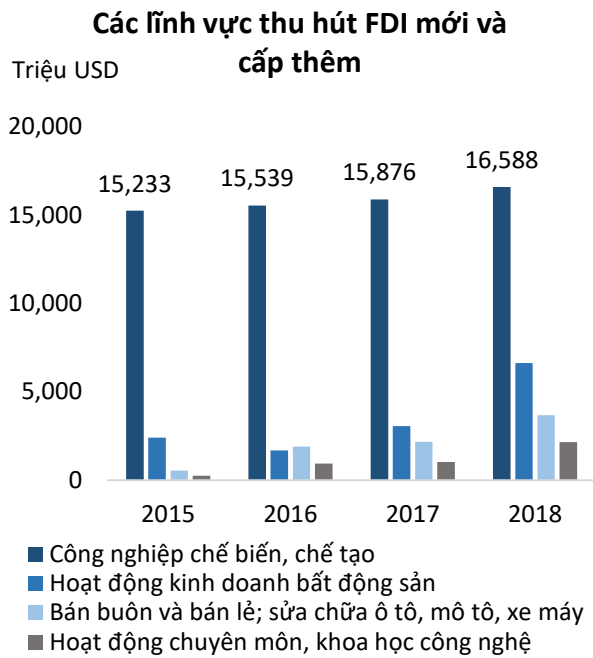
## Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của IJC hiện tại khá cô đặc. Cổ đông lớn nhất của IJC là Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp – CTCP nắm giữ tới 78,8% số cổ phiếu của công ty. Sự cô đặc này giúp công ty có thể dễ dàng thống nhất được các phương án phát triển, tuy nhiên sự minh bạch cũng vì thế mà có phần giảm đi.

Ngoài ra, công ty không còn cổ đông lớn nào khác nắm giữ trên 5% vốn điều lệ của IJC. Vietnam Equity Holding chỉ sở hữu 1,11% số cổ phần của IJC trong khi Ngân hàng Thương mại cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam cũng chỉ sở hữu 1,06%.



Tên cổ đông	Tỷ lệ
Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp - CTCP	78,8%
Vietnam Equity Holding	1,11%
Ngân hàng Thương mại cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam	1,06%



## 1. Tiềm năng phát triển của IJC

### Quỹ đất còn nhiều và nhu cầu gia tăng nhanh tại Bình Dương.

Trong hơn 10 năm trở lại đây Bình Dương là một trong những tỉnh có tốc độ tăng trưởng và thu hút đầu tư lớn nhất cả nước. Điều này kéo theo mức độ tập trung cư dân cao và nhu cầu nhà ở gia tăng nhanh chóng. Trong 7 tháng đầu năm 2019, **Bình Dương trở thành địa phương thu hút nhiều vốn FDI nhất cả nước.**

IJC với lợi thế nắm giữ nhiều quỹ đất lớn tại những vị trí quan trọng, gần khu vực tập trung khu công nghiệp đang hưởng lợi và dần đẩy mạnh triển khai xây dựng các khu Tái định cư, Khu dân cư, Khu thương mại.

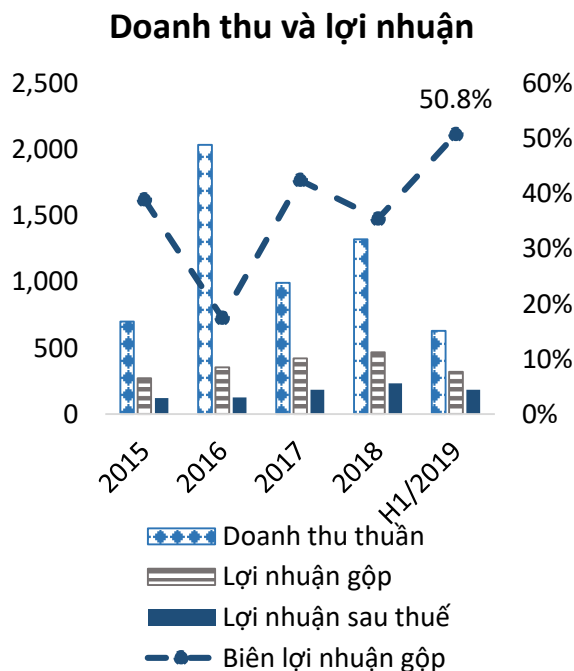
Dòng tiền ổn định từ mảng thu phí cầu đường, cộng thêm việc chuyển nhượng dự án cho công ty mẹ đã đem lại dòng tiền lớn cho IJC trong thời gian gần đây, giúp doanh nghiệp có thể đẩy nhanh tiến độ hoàn thành các dự án.

## 2. Tổng quan tình hình sản xuất kinh doanh

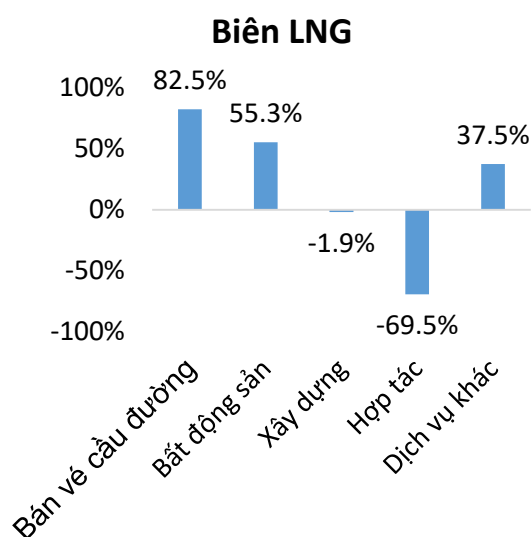
### Biên lợi nhuận được cải thiện mạnh

Nhìn chung, từ năm 2015 đến năm 2018 doanh thu và lợi nhuận của IJC tăng trưởng tương đối tốt. Năm 2018, IJC đạt 1.321,7 tỷ đồng doanh thu và 232,9 tỷ đồng LNST, lần lượt tăng trưởng 33% và 26% so với cùng kỳ năm 2017. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp lại có sự sụt giảm đôi chút, từ 42,5% trong năm 2017 xuống mức 35,5% trong năm 2018. Năm 2016, doanh thu của IJC tăng trưởng mạnh, đạt 2.036,8 tỷ đồng nhưng LNST tăng không nhiều, nguyên nhân là do trong năm đó, IJC chuyển nhượng quyền sử dụng đất lên tới hơn 1.300 tỷ đồng cho công ty mẹ - Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp – CTCP.

Sau khi kết thúc nửa tháng đầu năm 2019, mặc dù doanh thu giảm nhẹ 12,7% so với nửa đầu năm 2018, xuống mức 630,7 tỷ đồng nhưng lợi nhuận sau thuế lại tăng mạnh 28,8%, lên mức 185,6 tỷ đồng. Biên lợi nhuận của IJC cũng được cải thiện mạnh, từ mức chỉ đạt 34,4% trong nửa đầu năm 2018 lên mức 50,8%. Nguyên nhân là do mặc dù các dự án bất động sản IJC bán được ít hơn nhưng giá bán lại cao, trong khi các chi phí quản lý, chi phí bán hàng giảm mạnh dẫn đến tỷ suất lợi nhuận của mảng kinh doanh này tăng cao.



	H1/2018	H1/2019
<b>Bán vé cầu đường</b>	18,0%	21,9%
<b>Bất động sản</b>	58,5%	47,0%
<b>Xây dựng</b>	9,0%	7,3%
<b>Hợp tác</b>	0,0%	1,4%
<b>Dịch vụ khác</b>	14,4%	22,4%



### Kinh doanh bất động sản đóng góp nhiều nhất vào doanh thu IJC

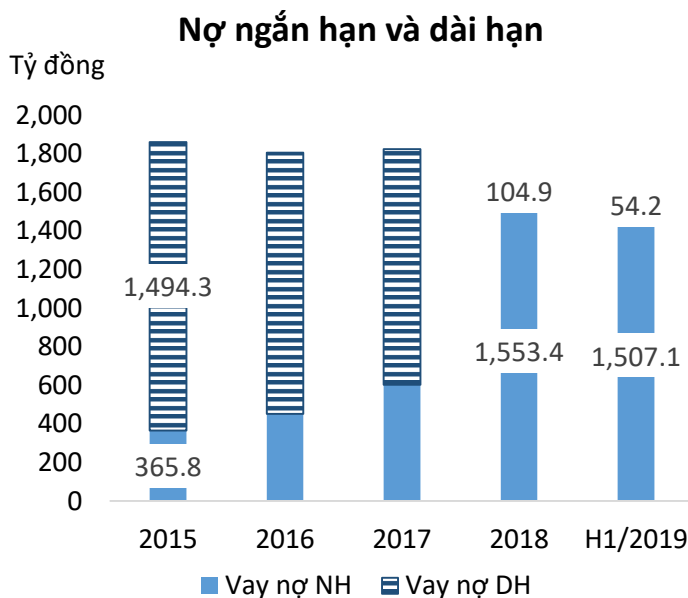
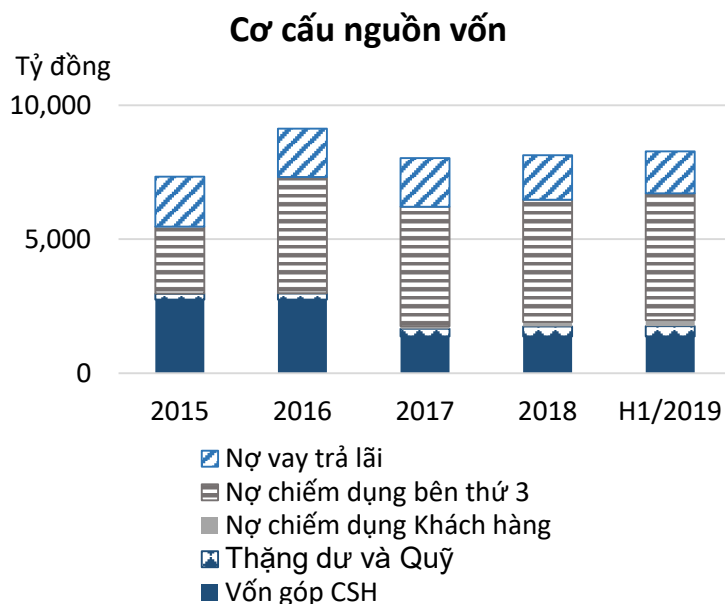
Có thể thấy hoạt động kinh doanh bất động sản là hoạt động đóng góp nhiều doanh thu nhất vào tổng doanh thu của IJC, trong nửa đầu năm 2019 đóng góp tới 47% (296,2 tỷ) tổng doanh thu hoạt động của IJC. Hoạt động này cũng có biên lợi nhuận gộp cao thứ 2 trong các lĩnh vực của IJC đang hoạt động, lên tới 55,3%.

Mảng đóng góp nhiều thứ 2 vào doanh thu của IJC là dịch vụ khác như dịch vụ khách sạn, nghỉ dưỡng, thương mại, ... Mảng này đóng góp tới 22,4% doanh thu, tương ứng với giá trị 141,2 tỷ đồng. Đây cũng là mảng có biên lợi nhuận khá cao, lên tới 37,5%.

Mảng đóng góp nhiều thứ 3 vào doanh thu là bán vé cầu đường (BOT). Trong 6 tháng đầu năm 2019, mảng này đem về 138,1 tỷ đồng doanh thu và có biên lợi nhuận cao nhất trong các lĩnh vực mà IJC đang cung cấp, lên tới 82,5%.

Trong khi đó, hai mảng doanh thu khác của IJC là xây dựng và hợp tác kinh doanh (chủ yếu là hợp tác với công ty mẹ) đều cho biên lợi nhuận âm trong 6 tháng đầu năm 2018. Mảng hợp tác kinh doanh này đã cho biên lợi nhuận âm trong nhiều quý nay do chủ yếu các dự án hợp tác với công ty mẹ, IJC đều bán với giá thấp hơn các đối tác kinh doanh bên ngoài khác.

### Bắt đầu phải đi vay nợ nhiều để đầu tư cho phát triển



Có thể thấy, cơ cấu nguồn vốn của IJC chủ yếu đến từ vốn góp CSH, nợ chiếm dụng bên thứ 3 và nợ vay trả lãi. Tuy nhiên, năm 2017, IJC tiến hành hoàn trả 50% vốn góp cho cổ đông tương ứng việc chi trả khoảng 1.371 tỷ đồng. Nguồn vốn thực hiện lấy từ chuyển nhượng các tài sản của công ty. Ngoài ra, IJC đã dùng nguồn vốn từ thặng dư

vốn cổ phần và quỹ đầu tư phát triển mua lại hơn 2 triệu cổ phiếu quỹ để hủy với mục đích đảm bảo vốn điều lệ sau khi giảm còn lại 1.350 tỷ đồng.

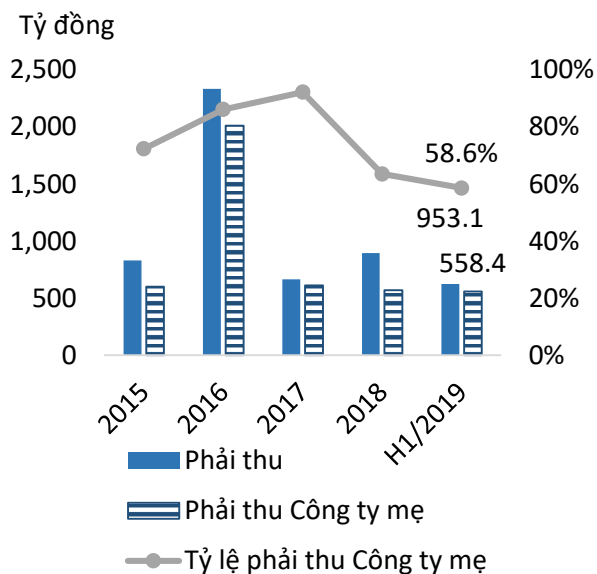
Đồng thời, IJC cũng tiến hành chuyển các khoản vay từ vay nợ dài hạn dần sang vay nợ ngắn hạn, mục đích chính là để giảm chi phí lãi vay do vay nợ dài hạn lãi vay thường nhiều hơn vay nợ ngắn hạn từ 2 đến 3%.

### Khoản phải thu lớn từ Công ty mẹ

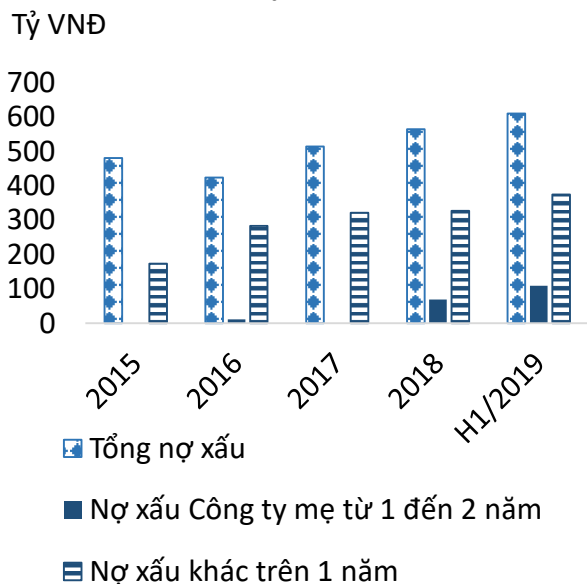
Nhìn chung khoản phải thu của IJC đã giảm đáng kể trong giai đoạn gần đây. Tuy nhiên, khoản phải thu Công ty mẹ của IJC luôn chiếm tỷ trọng rất lớn, trên 58% tổng giá trị khoản phải thu của IJC. Đặc biệt, khoản góp vốn của IJC để xây dựng Becamex City Center từ nhiều năm nay lên tới 473 tỷ vẫn chưa được hoàn trả dù đã hoàn thành từ năm 2015. Hàng năm, IJC mới chỉ được chia khoản lợi nhuận từ 10 - 12 tỷ từ dự án này.

Đây là khoản chiếm dụng khá xấu khi mà hàng năm, IJC vẫn cần đi vay khoảng gần 1.600 tỷ để đầu tư phát triển các dự án BĐS của mình.

### Phải thu Công ty mẹ



### Nợ xấu



### Nợ xấu khó đòi có xu hướng gia tăng

Có thể thấy, nợ xấu (chủ yếu là nợ bán bất động sản) của IJC ngày càng tăng qua các năm. Trong đó, nợ xấu từ Công ty mẹ trên 1 năm tăng mạnh từ 0 trong năm 2015 lên 69,1 tỷ trong năm 2018 và 109,1 tỷ chỉ sau nửa đầu năm 2019.

Nợ xấu từ các bên khác trên 1 năm cũng tăng mạnh, từ 172,8 tỷ trong năm 2015 lên 374,6 tỷ trong nửa đầu năm 2019.

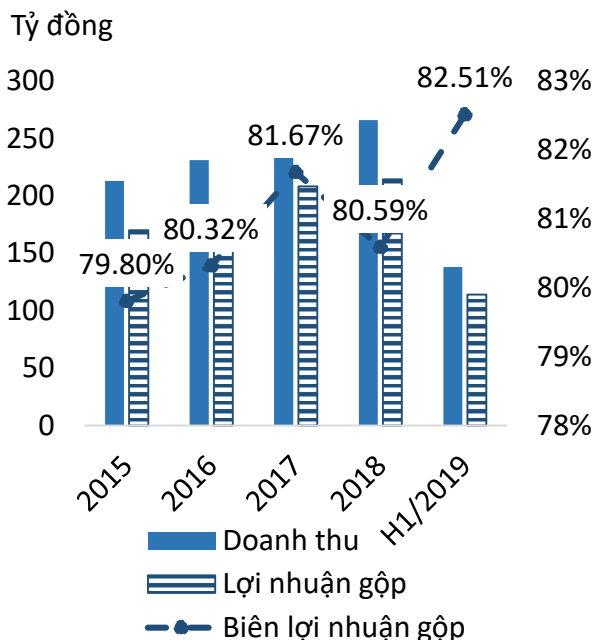
Có thể thấy tình hình tài chính của IJC đang có tương đối nhiều vấn đề liên quan đến các khoản phải thu và nợ xấu, trong đó Công ty mẹ cũng đang chiếm dụng rất nhiều nguồn lực của IJC.



### 3. Các lĩnh vực cụ thể

#### 3.1 Lĩnh vực thu phí giao thông

##### Thu phí giao thông



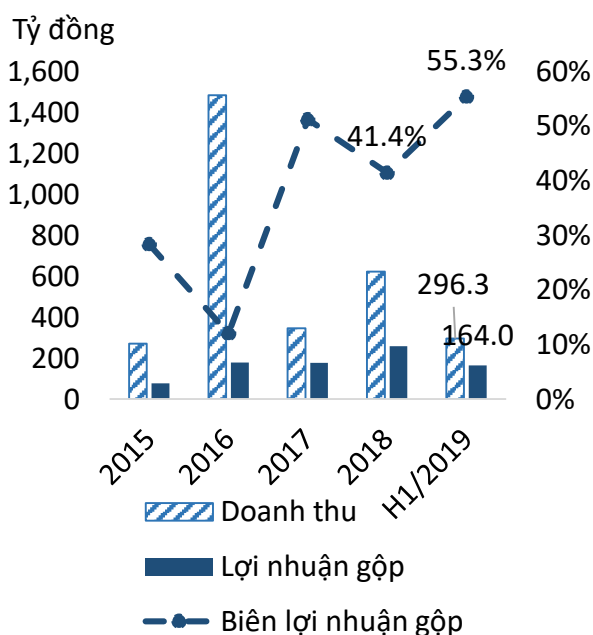
Hiện IJC đang bận hành dự án thu phí giao thông Quốc lộ 13 đoạn từ Km1+248 – Km65+355 (đoạn từ đầu cầu Vĩnh Bình tiếp giáp với TPHCM đến điểm Cầu Tham Rót tiếp giáp Tỉnh Bình Phước) với thời hạn thu phí từ năm 2002 – 2037. Tổng mức đầu tư của dự án lên tới 686,560 tỷ đồng. Hiện tại, hàng năm hoạt động này luôn đem về cho IJC khoảng 220-260 tỷ hàng năm, tương ứng với mức lợi nhuận gộp khoản 210 tỷ/năm. Biên lợi nhuận của mảng kinh doanh này rất cao và ổn định, lên tới trên 80% - cao nhất trong các mảng hoạt động kinh doanh của IJC.

Vợ sự phát triển mạnh mẽ của các KCN trong địa bàn, IJC đã tiến hành đầu tư thêm 1.450 tỷ đồng để cải tạo, xây dựng các tuyến đường giữa Bình Dương và TP. Hồ Chí Minh nhằm đảm bảo giao thông thông suốt, góp phần thuận lợi cho sự phát triển của các Khu công nghiệp. Dự án hiện đã hoàn thành, qua đó giúp IJC tăng thêm được 15 năm thu phí. Như vậy đến năm 2052, IJC mới không còn được thu phí giao thông Quốc lộ 13 nữa.

Trong nửa đầu năm 2019, IJC đã thu được 138,1 tỷ doanh thu và 113,9 tỷ lợi nhuận gộp từ hoạt động này.

#### 3.2 Lĩnh vực BĐS

##### Bất động sản



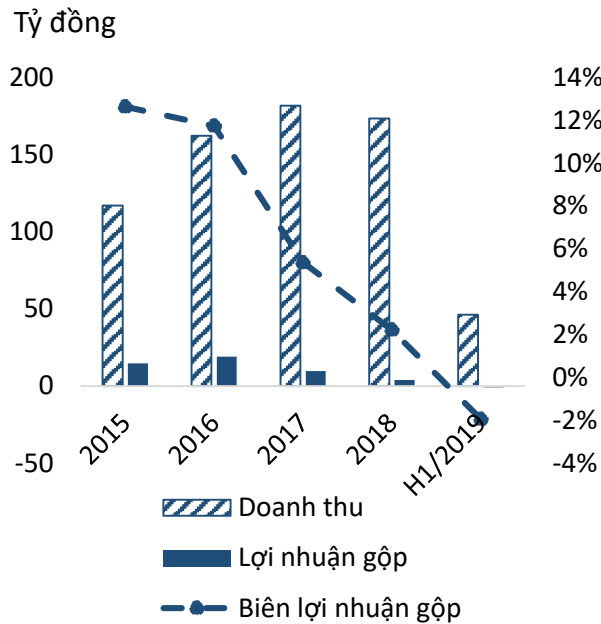
Kinh doanh Bất động sản cũng là một trong những lĩnh vực quan trọng của IJC. Nhìn chung, từ năm 2015 đến năm 2018, doanh thu từ lĩnh vực này tăng mạnh từ 270,6 tỷ lên 622,2 tỷ (tăng 129,9%); lợi nhuận gộp cũng tăng mạnh từ 76,7 tỷ lên 257,8 tỷ (tăng 236%). Cùng với đó, biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện mạnh từ 28,3% lên mức 41,4%.

Năm 2016, doanh thu Bất động sản đột biến đạt 1.484,2 tỷ do IJC chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho Công ty mẹ lên tới hơn 1.200 tỷ. Tuy nhiên, do chi phí chuyển nhượng cao nên biên lợi nhuận trong năm 2016 của mảng kinh doanh này rất thấp, chỉ đạt 12%.

Nửa đầu năm 2019, lĩnh vực bất động sản của IJC đạt 296,2 tỷ doanh thu giảm mạnh 29,9 tỷ so với cùng kỳ. Tuy nhiên nhờ cắt giảm được chi phí bán hàng và chi phí quản lý, biên lợi nhuận của mảng kinh doanh này tăng mạnh lên mức 55,3%. Qua đó IJC thu về 163,9 tỷ lợi nhuận gộp từ kinh doanh bất động sản, tăng 3,3% so với cùng kỳ.

Tên dự án	Vị trí	Tổng diện tích	Kết cấu	Tình trạng
KĐT Đông Đô Đại Phố	Gần KCN VSIP 2	26ha		Đang trong quá trình xây dựng (đã xây dựng được 3.300 tỷ/6.500 tỷ)
Chung cư IJC Aroma	TP TDM – Bình Dương	2,1ha	499 căn hộ + 56 kios	Đã xây xong 332 căn hộ
KĐT IJC	Trung tâm TP mới Bình Dương	26,6 ha	903 căn nhà	Đã chuyển nhượng cho Công ty mẹ (1.400 tỷ VNĐ)
KDC ấp 5C Lai Uyên	Lai Uyên – Bình Dương	14,3 ha		Dừng chờ triển khai
F13 khu phố Phú An	Bến Cát – Bình Dương			Đang triển khai
KDC IJC Vĩnh Tân	Trung tâm TP Bình Dương	38,9ha	1.678 căn nhà	Đang triển khai
Khu tái định cư Việt-Sing	Cạnh KCN Vsip 1 – Bình Dương		7.400 căn nhà	Đang mở bán
KDC Suối Tre – Tân Bình	KCN VSIP II mở rộng	19,8ha		
Khu biệt thự Sunflower	TP TDM – Bình Dương	7,3ha	110 căn biệt thự	Đã bán xong

### Hoạt động xây dựng

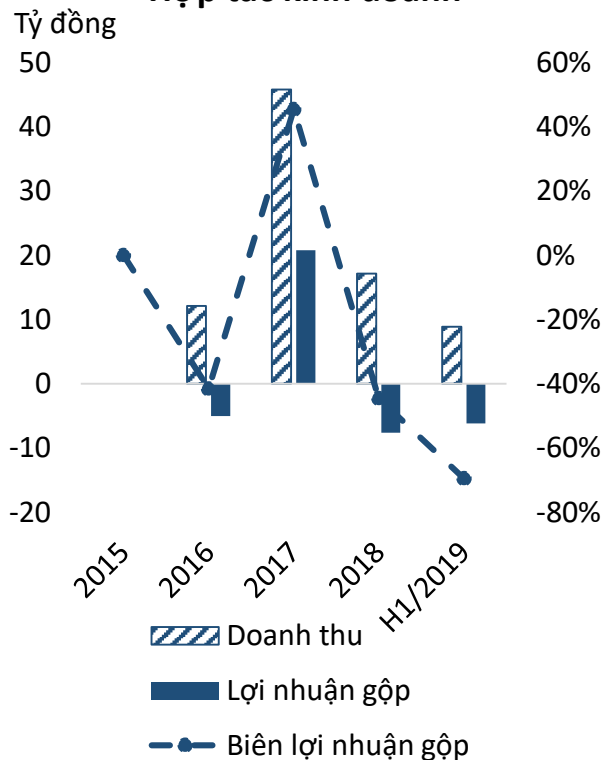


### 3.3 Hoạt động xây dựng

Hoạt động xây dựng đang là mảng kinh doanh có biên lợi nhuận gộp ngày càng giảm sút. Tính đến nửa đầu năm 2019, hoạt động này đem về 46,1 tỷ đồng doanh thu nhưng chi phí lại rất lớn, lên tới 47,1 tỷ đồng dẫn đến biên lợi nhuận của mảng kinh doanh này bị âm tới 1,9%.

Do những khó khăn trong hoạt động xây dựng cũng như phải chịu nhiều rủi ro liên quan đến biến động giá nên IJC cũng không còn quá tập trung vào mảng kinh doanh này. Vì vậy mà doanh thu và tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu của IJC từ mảng hoạt động xây dựng cũng có sự giảm sút qua từng năm. Doanh thu nửa đầu năm 2019 giảm mạnh tới 29,4% so với cùng kỳ năm 2018.

### Hợp tác kinh doanh

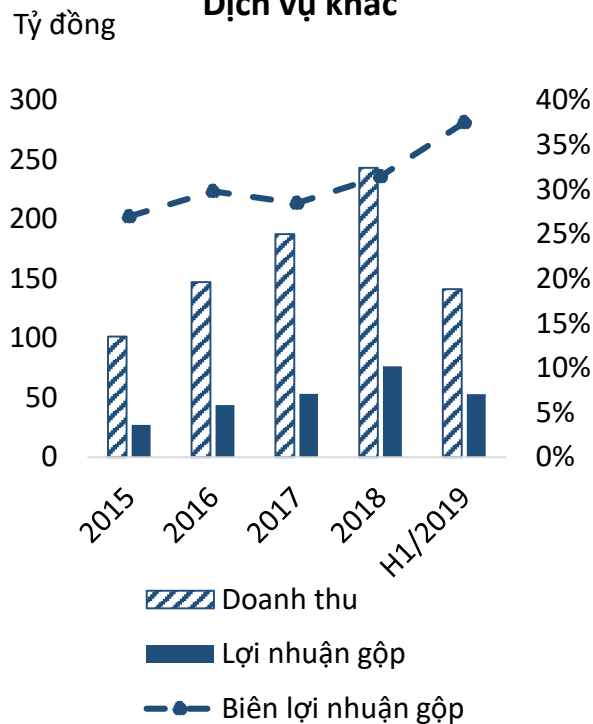


### 3.4 Hoạt động Hợp tác kinh doanh

Hoạt động Hợp tác kinh doanh chủ yếu là các hoạt động mà IJC hợp tác với công ty mẹ Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp – CTCP. Tuy nhiên, do việc luôn cần phải ưu tiên bán giá ưu đãi cho Công ty mẹ nên biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh này cũng giảm dần trong những năm gần đây. Kết thúc nửa đầu năm 2019, biên lợi nhuận gộp mảng hợp tác kinh doanh của IJC đạt giá trị âm 69,5%.



### Dịch vụ khác



### 3.4 Dịch vụ kinh doanh khác

Mảng kinh doanh dịch vụ khác của IJC chủ yếu là kinh doanh khách sạn, nhà hàng, bất động sản nghỉ dưỡng, trung tâm thương mại. Nhờ mức sống và nhu cầu nghỉ dưỡng của người dân của Bình Dương đang tăng trưởng nhanh mà doanh thu và lợi nhuận của mảng kinh doanh này tăng trưởng mạnh qua từng năm. Kết thúc nửa đầu năm 2019, dịch vụ khác đem về cho IJC 141,27 tỷ đồng doanh thu, tăng mạnh 35,6% so với cùng kỳ năm 2018. Trong khi đó, lợi nhuận gộp lại tăng trưởng mạnh hơn 11% lên mức 52,9 tỷ đồng.

Cùng với tốc độ tăng của doanh thu và lợi nhuận, biên lợi nhuận gộp của IJC trong hoạt động kinh doanh này cũng được cải thiện đáng kể. Năm 2018, biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh này chỉ đạt 31,5% thì đến hết nửa đầu năm 2019, biên lợi nhuận đã tăng mạnh lên mức 37,5%.

	Vị trí	Diện tích	Kết cấu	Nguyên giá	Hao mòn	Tình trạng
4 tầng Becamex Tower (TTTM)	TP. TDM – Bình Dương			185,090 tỷ	22,868 tỷ	Đang kinh doanh
Phố thương mại IJC	KDT, KCN Mỹ Phước 3	8,5 ha	500 căn nhà phố 1 trệt 2 lầu			Đã cho thuê
Phố thương mại Princetown	TP. TDM – Bình Dương	2,2ha				Đã xây xong và cho thuê 129 căn

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

### 1. Quan điểm dự phóng

- Doanh thu từ hoạt động mua bán và cho thuê bất động sản sẽ tiếp tục tăng cao do nhu cầu nhà ở của người lao động quanh các KCN ngày càng lớn. Biên lợi nhuận sẽ tiếp tục được giữ ở mức cao do sàn giao dịch bất động sản cắt giảm được đáng kể chi phí môi giới.
- Hoạt động thu phí đường bộ sẽ tiếp tục đem lại doanh thu và lợi nhuận ổn định.
- Hoạt động thương mại và dịch vụ quanh các Khu dân cư, Khu tái định cư, Khu thương mại sẽ tiếp tục phát triển mạnh.
- Hoạt động xây dựng và hợp tác đầu tư của IJC sẽ dần được cắt giảm tỷ trọng.

### 2. Quan điểm dự phóng

Với những quan điểm dự phóng như trên, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận các mảng kinh doanh của IJC trong năm 2019 như sau:

- Thu phí đường bộ ổn định với doanh thu cả năm ước đạt 276,3 tỷ đồng (+3,9% YoY) và lợi nhuận gộp ước đạt 227,9 tỷ đồng (+6,4% YoY).
- Hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ sôi động trở lại khi dòng vốn FDI thu hút vào tỉnh Bình Dương đang tăng nhanh chóng, đặc biệt là vào các khu công nghiệp; đồng thời, biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục được cải thiện mạnh. Doanh thu cả năm ước đạt 651,8 tỷ đồng (+4,7% YoY) và lợi nhuận gộp ước đạt 227,9 tỷ đồng (+27% YoY).
- Mảng kinh doanh dịch vụ khác cũng vẫn sẽ giữ vững được tốc độ tăng trưởng với doanh thu cả năm ước đạt 282,5 tỷ đồng (+16% YoY) và lợi nhuận gộp ước đạt 105,9 tỷ đồng (+38,6% YoY).
- Mảng hoạt động xây dựng và hợp tác kinh doanh nhiều khả năng nửa cuối năm sẽ không có gì biến chuyển so với nửa đầu năm do các hợp đồng xây dựng và hợp tác đã ký kết. Doanh thu 2 mảng kinh doanh này ước đạt 110,1 tỷ đồng trong khi lợi nhuận gộp vẫn sẽ giữ ở mức âm khoảng 10 tỷ đồng.

Từ những kết quả dự phóng như trên, chúng tôi ước tính doanh thu toàn cả năm của IJC ước đạt 1320,7 tỷ đồng (+6% YoY) trong khi LNST ước đạt 272,6 tỷ đồng (+17% YoY).

#### Dự phóng kết quả kinh doanh và định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
<b>DT thuần (tỷ)</b>	971,2	1.245,8	<b>1.320,7</b>	1.357,3	1.513,0	1.715,9	1.872,1
<b>Tăng trưởng %</b>	-51%	28%	<b>6%</b>	3%	11%	13%	9%
<b>Giá vốn hàng bán (tỷ)</b>	546,4	777,1	<b>792,4</b>	814,4	907,8	1.029,5	1.123,3
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ)</b>	424,8	468,7	<b>528,3</b>	542,9	605,2	686,4	748,8
<b>EBIT (tỷ)</b>	297,7	351,0	<b>396,2</b>	407,2	453,9	514,8	561,6
<b>Lợi nhuận trước thuế (tỷ)</b>	224,3	282,3	<b>328,2</b>	340,2	387,9	449,8	497,6
<b>Thuế TNDN (tỷ)</b>	38,4	49,3	<b>55,8</b>	57,8	65,9	76,5	84,6

LNST (tỷ)	185,8	233,0	<b>272,4</b>	282,4	322,0	373,3	413,0
Số lượng cp lưu hành (triệu)	53,779	53,779	<b>53,779</b>	53,779	53,779	53,779	53,779
EPS (VNĐ)	1.355	1.699	<b>1.987</b>	2.060	2.348	2.723	3.013

Risk-free Rate	<b>6,5%</b>
Chi phí Vốn chủ sở hữu (Re)	<b>17,18%</b>
Chi phí Vốn vay (Rd)	<b>9,5%</b>
Chi phí vốn bình quân WACC	<b>8,8%</b>
Giá trị doanh nghiệp	<b>3.938,5 tỷ đồng</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	<b>137,097</b>
Giá trị hợp lý (VNĐ)	<b>28.728</b>

### Định giá

Do IJC kinh doanh khá nhiều lĩnh vực nên rất khó xác định được P/E thông qua việc so sánh với các doanh nghiệp trong ngành. Vì vậy, người viết giữ nguyên mức P/E mà thị trường đang đánh giá IJC là 7 lần để định giá doanh nghiệp

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
P/E	<b>14.000</b>	<b>60%</b>
FCFF	<b>28.000</b>	<b>40%</b>
Trung bình		<b>19.600 VNĐ</b>

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** và **NẮM GIỮ** mã **IJC** cho mục tiêu đầu tư **DÀI HẠN** với giá mục tiêu **19.600 VNĐ/cổ phiếu**.

KẾT QUẢ HĐKD	2015A	2016A	2017A	2018A
Doanh thu thuần	686,2	1.970,6	971,2	1.245,8
Giá vốn	413,0	1.614,9	546,4	777,1
Lãi gộp	<b>273,1</b>	<b>355,7</b>	<b>424,8</b>	<b>468,7</b>
Chi phí bán hàng	37,3	37,1	34,6	42,8
Chi phí quản lý	23,6	48,1	55,3	48,7
DT HĐ tài chính	3,1	3,3	3,3	5,2
Chi phí tài chính	84,2	116,2	118,8	114,1
Lợi nhuận khác	16,6	2,8	4,9	14,0
LN Công ty LD, LK	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	<b>147,7</b>	<b>160,5</b>	<b>224,3</b>	<b>282,3</b>
Thuế TNDN hiện hành	25,7	32,5	38,4	49,3
Thuế TNDN hoãn lại	0,0	0,0	0,0	0,0
LN sau thuế	<b>122,0</b>	<b>128,0</b>	<b>185,8</b>	<b>233,0</b>
LNST cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>LNST (Công ty mẹ)</b>	<b>122,0</b>	<b>128,0</b>	<b>185,8</b>	<b>233,0</b>

EBIT	218,8	238,1	297,7	351,0
EBITDA	255,6	274,5	335,9	389,1

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2015A	2016A	2017A	2018A
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	-34%	187%	-51%	28%
Lợi nhuận gộp	-31%	30%	19%	10%
EBITDA	-28%	7%	22%	16%
EBIT	-175%	9%	25%	18%
Lợi nhuận sau thuế	-47%	5%	45%	25%
Tổng tài sản	9%	25%	-12%	1%
Vốn chủ sở hữu	-4%	0%	-44%	5%

Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	40%	18%	44%	38%
LN HĐKD / Doanh thu	31%	14%	34%	30%
EBITDA / Doanh thu	37%	14%	35%	31%
EBIT / Doanh thu	32%	12%	31%	28%
LNST / Doanh thu	18%	6%	19%	19%
ROA	2%	1%	2%	3%
ROE	4%	4%	11%	13%

Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay phải thu	0,8	1,2	0,7	1,6
Vòng quay HTK	0,1	0,3	0,1	0,2
V/q khoản phải trả	0,5	1,0	0,2	0,3

Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	2,40	2,13	1,56	1,15
Nhanh	0,03	0,02	0,02	0,04

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	1,48	2,08	3,83	3,69
Vay NH/ Vốn CSH	0,12	0,15	0,36	0,89
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,51	0,46	0,73	0,06

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2015A	2016A	2017A	2018A
Tiền & tương đương	76,6	71,9	72,8	206,0
Đầu tư TC NH	1,3	11,2	17,5	31,2
Phải thu NH	369,8	2376,7	709,5	926,6
Tồn kho	4.391,7	5.020,6	5.334,8	5.110,4
TSNH khác	136,1	22,7	9,2	3,2
<b>Tài sản NH</b>	<b>5.475,6</b>	<b>7.503,1</b>	<b>6.143,9</b>	<b>6.277,4</b>
Phải thu DH	872,4	698,1	982,6	677,5
TS cố định	590,9	558,9	561,9	533,8
TS dở dang DH	197,3	183,6	155,1	468,7
BĐS đầu tư	174,3	170,6	166,9	163,2
Đầu tư TC DH	0,2	0,2	0,2	-
TS DH khác	19,9	20,1	21,1	17,5
Lợi thế thương mại	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Tài sản DH</b>	<b>590,9</b>	<b>558,9</b>	<b>561,9</b>	<b>533,8</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>7.330,7</b>	<b>9.134,7</b>	<b>8.031,8</b>	<b>8.138,2</b>

Phải trả người bán	1.502,4	3.443,5	3.420,8	3.611,6
Phải trả NLD	5,5	6,3	7,0	9,4
Vay & nợ NH	365,8	451,3	603,1	1.553,4
Phải trả dài hạn khác	1.494,3	1.354,5	1.219,8	104,9
DT chưa thực hiện	8,4	8,1	76,9	160,4

<b>Tổng nợ</b>	<b>4.372,5</b>	<b>6.166,4</b>	<b>6.370,5</b>	<b>6.401,5</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.958,3</b>	<b>2.968,3</b>	<b>1.661,2</b>	<b>1.736,7</b>

Vốn ĐT CSH	2.741,9	2.741,9	1.370,9	1.371,0
Thặng dư	10,4	10,4	10,4	10,4
Lợi nhuận chưa phân pp	120,2	127,0	181,1	241,7
Quỹ đầu tư phát triển	85,7	88,9	98,8	109,5
Các quỹ khác	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-

<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>7.330,7</b>	<b>9.134,7</b>	<b>8.031,8</b>	<b>8.138,2</b>
-----------------------	----------------	----------------	----------------	----------------

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2015A	2016A	2017A	2018A
Tiền thu từ bán hàng	147,7	160,5	224,3	282,3
Tiền trả người cung cấp	36,7	36,4	38,2	38,2
Tiền trả người lao động	71,1	77,6	73,4	68,6
Chi phí lãi vay	-61,0	-153,4	1.143,0	85,4
Thuế TNDN	<b>1.155</b>	<b>4.311</b>	<b>1.988</b>	<b>3.588</b>
Thu khác từ HĐKD	-7,1	-6,1	-7,6	-25,6
Chi khác cho HĐKD	-0,2	-9,9	-6,3	-13,5
Lưu chuyển tiền thuần	3,0	3,0	2,7	4,2

<b>Tiền thuần từ HĐ ĐT</b>	<b>162,0</b>	<b>27,9</b>	<b>58,1</b>	<b>97,7</b>
Chi cho TSCĐ	-	-	-1.371	-
Vay/trả nợ gốc vay	-112,4	-54,2	17,0	-164,6
Cổ tức, LN đã trả	-112,4	-55,7	-109,8	-137,0

<b>Tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>-224,7</b>	<b>-109,9</b>	<b>-1.463</b>	<b>-301,5</b>
---------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Tiền thuần trong kỳ	-37,2	-4,8	967,0	133,2
---------------------	-------	------	-------	-------

<b>Tiền đầu năm</b>	<b>113,8</b>	<b>76,6</b>	<b>71,9</b>	<b>72,8</b>
---------------------	--------------	-------------	-------------	-------------

Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>76,6</b>	<b>71,9</b>	<b>72,8</b>	<b>206,0</b>

(Đơn vị: tỷ đồng)

(Nguồn: BCTC IJC)

**Thông tin liên hệ**

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẠI NAM**  
**DAINAM SECURITIES JOINT STOCK COMPANY**

Giám Đốc Nghiên Cứu Phân Tích  
Ts. Đỗ Thái Hưng  
Email: hungdt@dnse.com.vn

Chuyên Viên  
Hồ Thanh Toàn  
Email: toanht@dnse.com.vn

Trụ sở: Tầng 5 - HACC1 Complex Building- 35 Lê Văn  
Lương - Nhân Chính - Thanh Xuân - Hà Nội  
Tel: 024.710 89234  
Fax: 024.7304 7304  
Website: [www.dnse.com.vn](http://www.dnse.com.vn)

**1. CƠ SỞ KHUYẾN NGHỊ**

Với thời hạn đầu tư dài hạn (>12 tháng), DNSE Research đưa ra khuyến nghị MUA, NẮM GIỮ hoặc BÁN dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của các cổ phiếu so sánh với tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường là 16% (\*).

Khuyến nghị MUA khi cổ phiếu dự kiến sẽ tăng tuyệt đối từ 16% trở lên, khuyến nghị BÁN khi cổ phiếu dự kiến giảm từ 8% trở lên và khuyến nghị NẮM GIỮ khi tỷ lệ sinh lợi dự kiến trong khoảng -8% đến 16%.

*\* Tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường được tính toán dựa trên lợi tức trái phiếu Chính phủ 1 năm và phần bù rủi ro thị trường sử dụng phương pháp độ lệch chuẩn của thị trường cổ phiếu.*

**2. TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin trong báo cáo này được Công ty Cổ phần chứng khoán Đại Nam đưa ra dựa trên nguồn thông tin mà chúng tôi coi là đáng tin cậy. Tuy nhiên, DNSE không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ và cập nhật của những thông tin này.

Các nhận định được đưa ra trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích. Các nhà đầu tư sử dụng báo cáo này như nguồn tư liệu tham khảo tự chịu trách nhiệm cho quyết định đầu tư của mình.