

CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật

Mã giao dịch: IJC

Reuters: IJC.HM

Bloomberg: IJC VN

Ngắn hạn còn nhiều rủi ro, nhưng định giá hấp dẫn trong trung hạn

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **25.163**

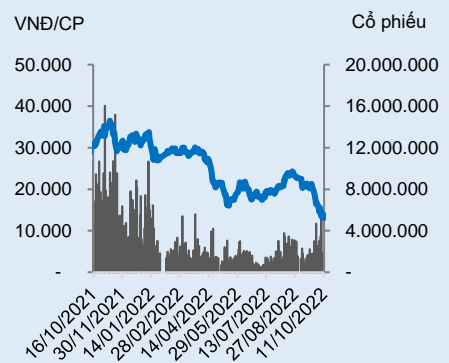
Giá thị trường (11/10/2022) **13.050**

Lợi nhuận kỳ vọng **92,8%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	13.050-36.500
Vốn hóa	2.833 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	217.097.323
KLGD bình quân 10 ngày	2.391.197
% sở hữu nước ngoài	5,95%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,9

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
IJC	-59,3%	-37,4%	-33,2%	-40,0%
VNIndex	-34,0%	-18,9%	-14,5%	-26,6%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

ngocnch@bvsc.com.vn

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

Chúng tôi đánh giá cao đóng góp của hoạt động thu phí cho hoạt động kinh doanh chung của IJC trong thời gian qua. Bên cạnh đóng góp về lợi nhuận, nguồn thu phí giúp trang trải cho chi phí hoạt động, chi phí tài chính và đảm bảo chi trả cổ tức cho cổ đông. Điều này giúp IJC đảm bảo sự an toàn về tài chính, thanh khoản nếu thị trường bất động sản bị suy giảm. Đây là điểm quan trọng hiện tại khi bối cảnh thị trường bất động sản đang gặp nhiều khó khăn.

Danh mục quỹ đất tốt nhưng năng lực triển khai vẫn hạn chế

Hiện tại, các quỹ đất của IJC cũng đa dạng hơn về vị trí với sản phẩm bình dân, trung bình lẫn cao cấp. Điều này giúp hoạt động bất động sản của IJC được ổn định và nắm bắt cơ hội tốt hơn. Theo thống kê của BVSC, quỹ đất sạch của IJC khoảng 49ha trong đó khoảng 30ha tập trung ở TPM.Bình Dương. Tuy nhiên, năng lực bán hàng và phát triển dự án của IJC chưa thật sự tốt. Điều này thể hiện ở i) quỹ đất không chủ động phát triển mà phụ thuộc BCM; ii) cấu trúc sản phẩm chưa phù hợp; và iii) chưa có đội ngũ bán hàng chuyên nghiệp.

Kết quả kinh doanh 2022 có khả năng không hoàn thành kế hoạch

Tính đến 30.6, doanh thu đạt 1.238 tỷ, -37% yoy. Lợi nhuận ròng là 363 tỷ, -22% yoy và hoàn thành 53% kế hoạch. Xét cả năm, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng sẽ không hoàn thành kế hoạch lợi nhuận. Thị trường bất động sản chậm lại đáng kể từ cuối quý 2 làm ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của doanh nghiệp bất động sản nói chung và IJC. Ngoài ra, quan sát số dư doanh thu chưa thực hiện (người mua trả tiền theo tiến độ) tại 30.6 là 223 tỷ, giảm đáng kể so với mức 710 tỷ vào đầu năm. Do đó, công ty không bán sỉ đất cho BCM như mọi năm thì doanh thu từ bán lẻ bất động sản cho 2H.2022 sẽ không còn nhiều dư địa ghi nhận. Kết quả, BVSC dự phóng doanh thu đạt 1.965 tỷ, -25% yoy. LN ròng là 537 tỷ, -13% yoy.

Triển vọng dài hạn dự báo sẽ khả quan hơn vào 2024-2025

Với chính sách tiền tệ đang kiểm soát để ổn định kinh tế vĩ mô, BVSC cho rằng các doanh nghiệp bất động sản sẽ đối mặt với thách thức hơn trong những tháng cuối năm. Đối với IJC, doanh số bán hàng chịu tác động sẽ là khó khăn lớn nhất, và gián tiếp ảnh hưởng đến triển vọng kết quả kinh doanh. Với kịch bản FED chấm dứt quá trình tăng lãi suất vào 1H.2023, quan điểm chính sách tiền tệ sẽ linh hoạt hơn vào nửa cuối 2023. Theo đó, thị trường bất động sản kỳ vọng sẽ cải thiện hơn vào nửa sau 2023 và phục hồi vào 2024.

Giá cổ phiếu chiết khấu nhanh giúp định giá hấp dẫn. BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần IJC.

Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **25.163 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư 92,8% so với giá thị trường ngày 11.10.2022.

Khuyến nghị:

Từ những phân tích trên, chúng tôi cho rằng IJC nói riêng & doanh nghiệp BDS nói chung đang có những áp lực từ nay đến nửa đầu 2023. Các rủi ro này đã và đang phản ánh sớm lên giá cổ phiếu IJC. Kết quả kinh doanh không lạc quan sau đó sẽ thể hiện nhiều hơn vào lợi nhuận trong 1-2 quý tới.

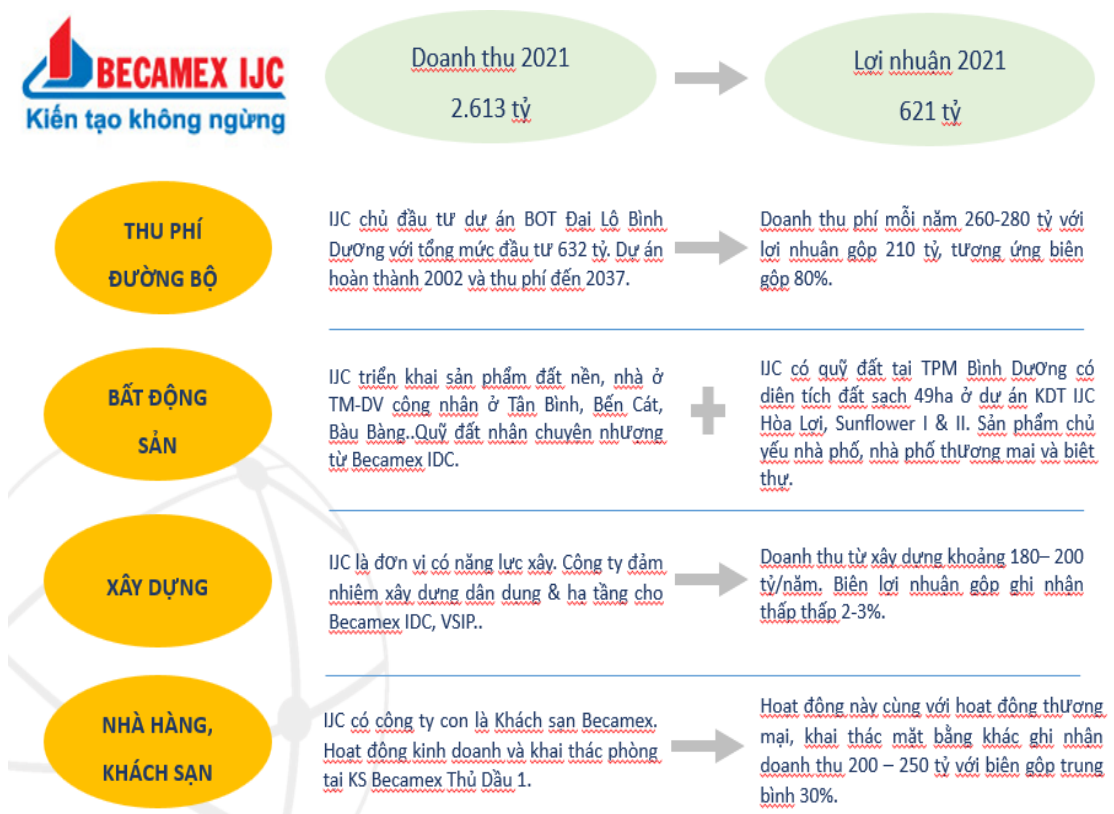
Tuy nhiên, xét trên quan điểm quỹ đất và định giá, chúng tôi cho rằng cơ hội tích lũy cho mục tiêu trung và dài hạn đang mở ra. Và sự phục hồi diễn ra sớm hoặc cần thời gian sẽ phụ thuộc nhiều vào kiểm soát soát lạm phát, và cụ thể là quan điểm điều hành chính sách tiền tệ. Kịch bản chính sách tiền tệ sẽ linh hoạt hơn vào nửa sau 2023. Hoạt động kinh doanh của IJC sẽ phục hồi do i) quỹ đất sẵn sàng kinh doanh; và ii) thị trường bất động sản TPM. Bình Dương thanh khoản hơn với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài như Capitaland, Gamuda, VSIP...

Và quan trọng hơn, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu IJC vẫn đang định giá thấp so với giá trị hợp lý của Công ty. Theo ước tính thận trọng của BVSC, giá hợp lý mỗi cổ phần IJC là **25.163 VNĐ/cp**, cao hơn 92,8% giá thị trường ngày 11.10.2022. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu IJC cho mục tiêu đầu tư trung hạn. **Rủi ro:** chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài hơn kịch bản.

Tổng quan hoạt động kinh doanh của IJC

Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (IJC) thành lập năm 2007 từ phương án cổ phần hóa dự án Dự án BOT quốc lộ 13 từ Tổng công ty Becamex IDC. Sau hơn 10 năm hoạt động, vốn điều lệ Công ty tăng từ 337 tỷ lên 2.170 tỷ. Cổ đông lớn duy nhất là Becamex IDC với tỷ lệ sở hữu 49,76% và còn lại là cổ đông khác dưới 5%. Hoạt động kinh doanh của IJC hiện tại chủ yếu từ i) hoạt động thu phí; và ii) kinh doanh bất động sản dân dụng.

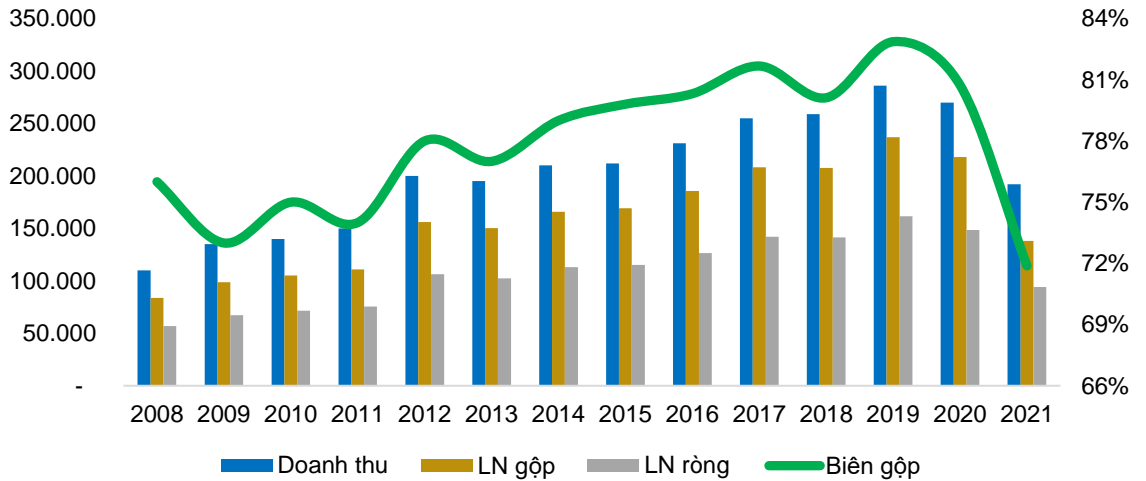
Hoạt động thu phí đóng góp lợi nhuận ổn định, trong khi hiệu quả kinh doanh bất động sản dần cải thiện do triển vọng lạc quan hơn ở TPM.Bình Dương. Chúng tôi tóm tắt hoạt động của IJC như sau:



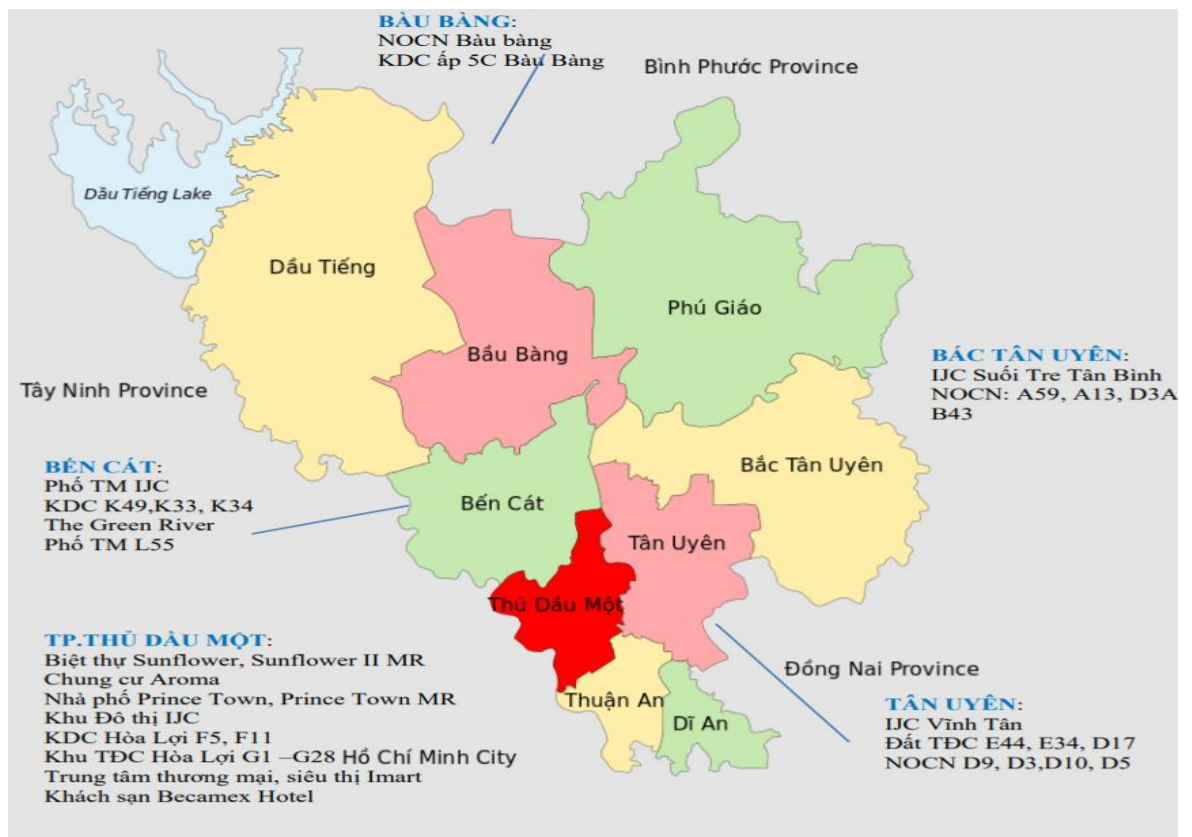
Hoạt động thu phí: là hoạt động chính của IJC từ khi thành lập. Công ty quản lý và khai thác thu phí tại dự án BOT Đại lộ Bình Dương (QL13). Dự án có vốn đầu tư 683 tỷ được triển khai từ 2002 với thời gian thu phí kéo dài đến năm 2037. Hiệu quả khai thác dự án tính đến hiện tại rất tốt với lưu lượng xe đạt khoảng 18 triệu lượt/năm. Tốc độ tăng lưu lượng xe nhìn chung ở mức bão hòa với trung bình khoảng 2-3%/năm. Năm 2021, do ảnh hưởng từ dịch Covid 19, doanh thu phí bị sụt giảm còn 190 tỷ. Năm 2022, công ty kỳ vọng hoạt động thu phí sẽ quay trở lại mức bình thường. Theo đó, hoạt động thu phí mang lại cho Công ty là 260-270 tỷ doanh thu với lợi nhuận gộp biên trung bình các năm khoảng 80%.

Thống kê doanh thu - LN hoạt động thu phí

Nguồn: IJC, BVSC tổng hợp. ĐVT: triệu VNĐ



Kinh doanh bất động sản: của IJC tập trung 2 phân khúc chính là cao cấp với các dự án ở TPM.Bình Dương; sản phẩm bình dân được phát triển ở quỹ đất liền kề khu công nghiệp của Becamex như Hòa Lợi, Tân Bình, Bến Cát... Hiện tại, quỹ đất sạch của IJC theo ước tính của chúng tôi khoảng 45-50ha, trong đó, tập trung ở TPM.Bình Dương, Hòa Lợi và Khu vực Bàu Bàng.



Doanh thu từ kinh doanh bất động sản có sự bứt tốc nhanh từ năm 2019 đến năm 2021, từ mức 904 tỷ (2019) lên 2.096 tỷ (2021). Sự gia tăng này đến từ i) hoạt động bán hàng tốt hơn các dự án tồn như Sunflower, chung cư Aroma; ii) IJC chuyển nhượng lại các quỹ đất KDT IJC cho Becamex; và iii) mở bán mới các quỹ đất ở KDT Hòa Lợi. Sản phẩm mà IJC đã và đang triển khai như:

Đất nền/nhà ở TM-DV công nhân



- ❑ Giá trị sản phẩm khoảng 1-1,5 tỷ/đất nền và 2-2,5 tỷ/căn nhà.
- ❑ Công ty triển khai kinh doanh chủ yếu tại quỹ đất ở KDC Bàu Bàng, Thới Hòa.
- ❑ Biên lợi nhuận gộp trung bình 40-45%.

Nhà phố, biệt thự ở TPM Bình Dương



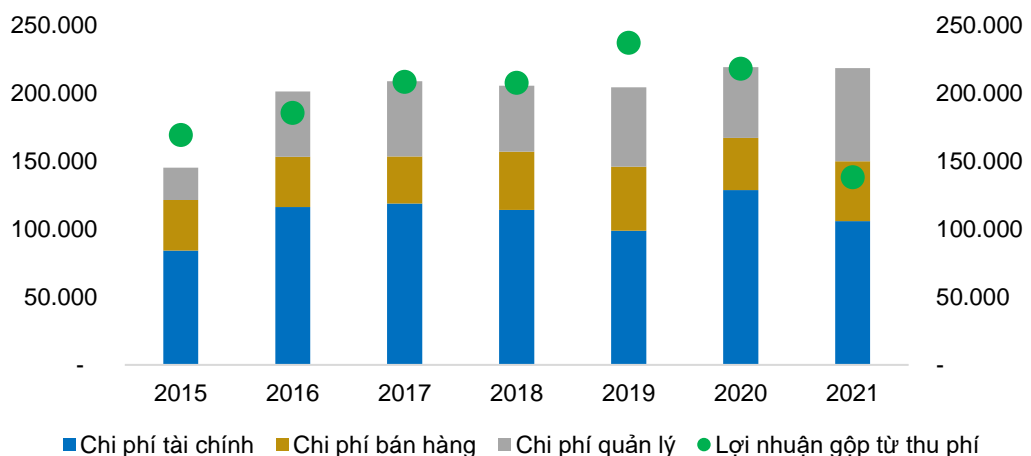
- ❑ Quỹ đất sạch của IJC ở TPM Bình Dương khoảng 29-30ha với các dự án trọng điểm là Sunflower MR, Prince Town MR, KDT IJC Hòa Lợi, các lô tái định cư Hòa Lợi.
- ❑ Giá trị sản phẩm trung bình 5-6 tỷ/nhà phố, 10 tỷ/biệt thự, đất nền 3-4 tỷ/nền.
- ❑ Biên lợi nhuận gộp khoảng 30-35%.

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

Chúng tôi đánh giá cao đóng góp hoạt động thu phí cho hoạt động kinh doanh của IJC trong thời gian qua. Bên cạnh đóng góp về lợi nhuận, nguồn thu phí giúp trang trải cho chi phí hoạt động, chi phí tài chính và đảm bảo chi trả cổ tức cho cổ đông. Điều này giúp IJC đảm bảo sự an toàn về tài chính, thanh khoản nếu thị trường bất động sản bị suy giảm. Đây là điểm quan trọng hiện tại khi bối cảnh chung thị trường bất động sản đang gặp nhiều khó khăn.

Lợi nhuận từ thu phí đủ thanh toán các chi phí phát sinh

Nguồn: IJC, BVSC tổng hợp ; Đvt: triệu VNĐ



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

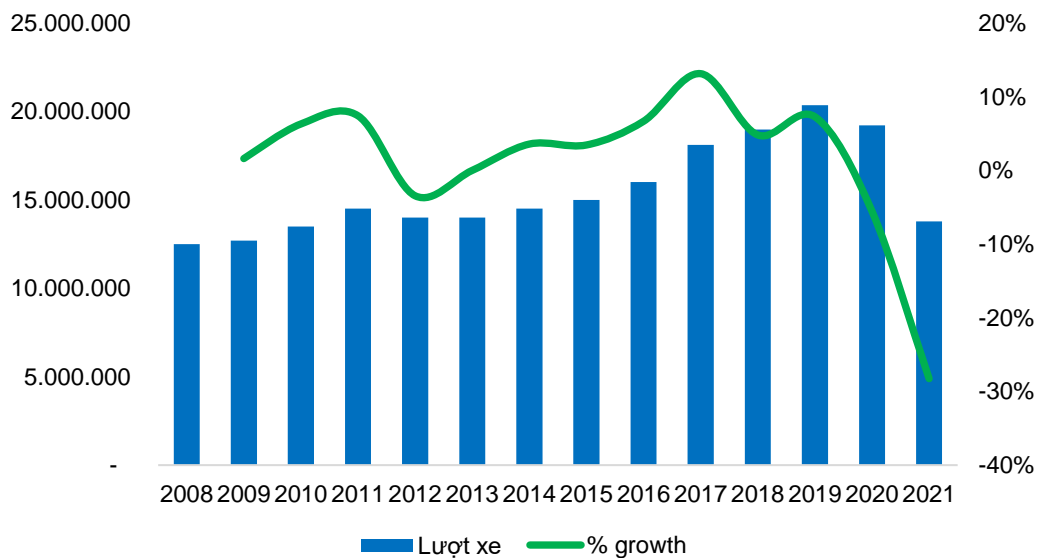
Ngày 26/4/2022, UBND tỉnh Bình Dương với Tổng công ty Becamex khởi công dự án mở rộng QL13 với tổng mức đầu tư **1.367 tỷ** (chưa bao gồm chi phí đền bù). Công tác đền bù theo đánh giá Becamex IDC sẽ thuận lợi do chỉ mở rộng bên phải hướng từ TP.HCM nên số hộ dân chịu ảnh hưởng giảm so với mở rộng 2 bên. Hiện tại, Becamex IDC – cổ đông lớn của IJC – là đơn vị triển khai dự án. Nếu dự án được Becamex IDC giao cho IJC triển khai thì đây là yếu tố tích cực hỗ trợ cho IJC. Tuy nhiên, hiện tại tỷ lệ sở hữu của BCM ở IJC dưới 51%, chúng tôi cho rằng việc nhận lại dự án sẽ phức tạp hơn khi IJC không còn là công ty con. IJC có thể sẽ phải mua lại quyền khai thác khi dự án được hoàn thành.

Hoạt động thu phí ổn định với chi phí phát sinh thấp giúp đảm bảo biên lợi nhuận ở mức cao.

Về lưu lượng xe, tốc độ tăng trưởng nhìn chung duy trì ổn định với mức tăng nhẹ 1-2%/năm. Công ty đã áp dụng thu phí không dừng từ sớm do đó việc triển khai của Chính Phủ với các dự án hạ tầng từ 2022 sẽ không ảnh hưởng gì đến IJC. Chúng tôi cũng cho rằng việc tăng giá thu phí trong tương lai cũng sẽ không khả thi khi i) hiệu quả dự án là tốt ii) và việc tăng phí sẽ ít nhận được sự đồng thuận của người dân. Do đó, chi phí bảo trì, sửa chữa được tiết giảm là yếu tố chính đảm bảo biên lợi nhuận cho IJC. Với dự án mở rộng, nâng cấp QL13 đang triển khai, IJC có thể tiết kiệm chi phí bảo trì lớn cho dự án QL13 mà chuyển thành chi phí đầu tư cho dự án mới.

Thống kê lượt xe qua từng năm

Nguồn: IJC, BVSC tổng hợp



Danh mục quỹ đất tốt nhưng năng lực triển khai vẫn hạn chế

Trong giai đoạn 2012-2018, sự trầm lắng ở phân khúc cao cấp ở Bình Dương mang lại khó khăn lớn cho Công ty. Tuy nhiên, từ năm 2019, tình hình bất động sản Bình Dương ghi nhận tín hiệu tích cực bắt đầu ở khu vực lân cận HCM như Dĩ An, Lái Thiêu... sau đó lan sang các khu vực khác như Thủ Dầu Một, Bến Cát... Điều này giúp hoạt động kinh doanh bất động sản của IJC có những cải thiện khả quan từ năm 2019.

Quỹ đất đô thị tập trung chủ yếu ở TPM.Bình Dương và ở các khu công nghiệp do Becamex, VSIP phát triển. Các quỹ đất này chủ yếu được nhận chuyển nhượng lại từ Becamex IDC, và liên doanh VSIP. Hai doanh nghiệp này có quỹ đất rất lớn do đó IJC không mất thời gian để phát triển quỹ đất. Đây cũng là điểm lợi thế cho IJC khi công tác đền bù hiện rất phức tạp, mất nhiều thời gian. Bù lại, IJC ít nhiều chịu sự chi phối từ Becamex IDC trong việc nhận chuyển nhượng dự án. Trong một số giai đoạn, dự án nhận chuyển nhượng với sản phẩm chưa phù hợp cũng đã tạo ra khó khăn cho IJC như trường hợp các dự án tại TPM.Bình Dương. Hiện tại, các quỹ đất của IJC cũng đa dạng hơn về vị trí với sản phẩm bình dân, trung bình lẫn cao cấp. Điều này giúp hoạt động bất động sản của IJC được ổn định và nắm bắt cơ hội tốt hơn. Theo thống kê của BVSC, quỹ đất sạch của IJC khoảng 49ha trong đó khoảng 30ha tập trung ở TPM.Bình Dương.

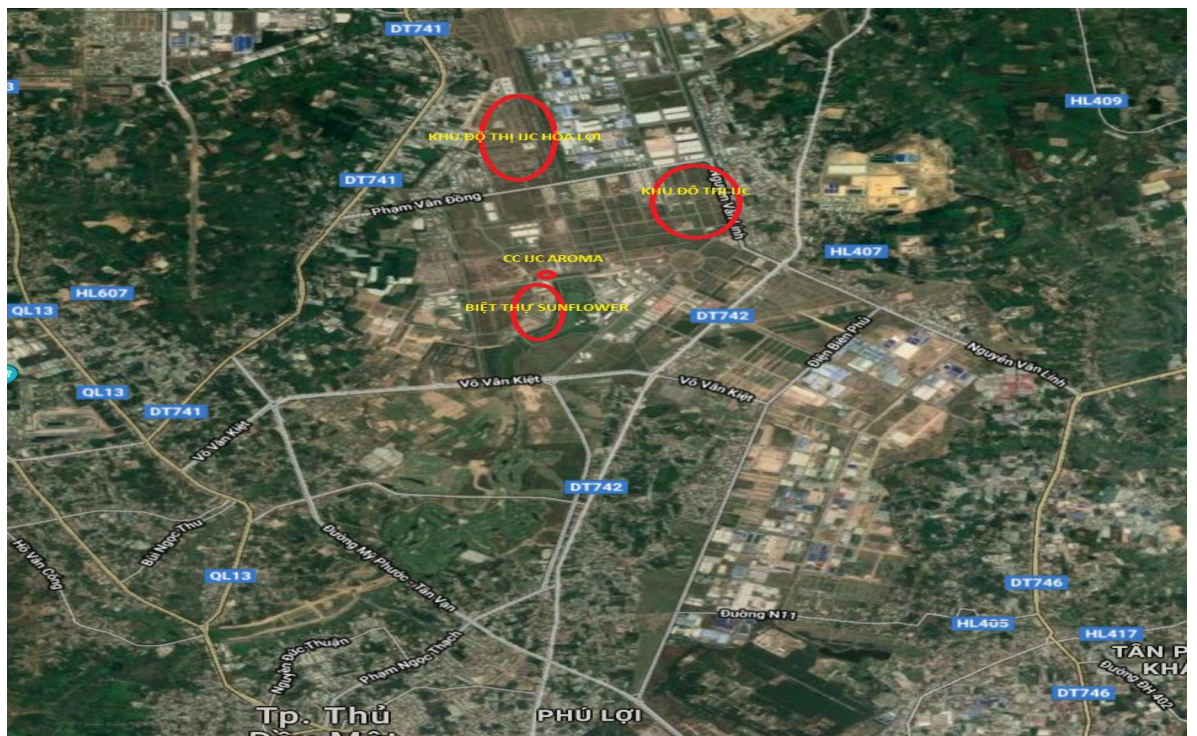
Thông tin cụ thể về quỹ đất như sau:

STT	Dự án	Quy mô (ha)	Đất TP còn lại (ha)	Tiến độ dự án
1	IJC Hòa Lợi	54,47	8	Dự án đã kinh doanh từ 2019 đến nay. Quỹ đất thương phẩm còn lại khoảng 8ha, tương đương 400-430 nền.
2	Sunflower MR	11,71	5,3	Dự án có 95 nền biệt thự (khoảng 3,6ha) và lô đất xây chung cư 18 tầng.
3	Prince Town MR	8,07	3,6	Dự án có 370 căn nhà phố với quỹ đất nhận chuyển nhượng từ BCM.
4	TDC Hòa Lợi ABC	14,73	6,6	Đất tái định cư, sẽ chuyển sang thương mại để kinh doanh. Quy mô 400-420 nền.
5	TDC Hòa Lợi lô G	N/A	2,6	Đất tái định cư, sẽ chuyển sang thương mại để kinh doanh. Quy mô 180-190 nền.
6	KDC Ấp 5 C Bàu Bàng	31,87	14,3	Dự án đang hoàn thiện pháp lý. Công ty dự kiến bán vào 2024 với quy mô 900-920 nền.
7	CC Aroma (CDE)	N/A	2,2	Dự án còn 2 block căn hộ, và khối thương mại với quy mô 384 căn. IJC dự kiến bán 2022. Hiện tại, BVSC cho thấy thông tin về mở bán lại dự án.
Tổng		120ha	42ha	

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Theo kế hoạch, các quỹ đất này sẽ kinh doanh trong 2022-2026. Công ty tập trung khai thác dự án có thanh khoản tốt như KDT Hòa Lợi, các lô tái định cư Hòa Lợi. Các dự án có giá trị lớn như Prince Town MR, Sunflower mở rộng sẽ triển khai song song nhưng tốc độ bán hàng sẽ không còn thuận lợi như giai đoạn 2019-2021.

Tiến độ kinh doanh	2022	2023	2024	2025	2026
KDT IJC (lô F5,6,7,8,9)					
Sunflower MR					
PrinceTown MR					
Tái định cư Hòa Lợi (A, B, C)					
Tái định cư Hòa Lợi (G)					
Ấp 5 C Bà Bằng					
CC Aroma (C, D, E)					



(Nguồn: IJC, BVSC tổng hợp)

Năng lực bán hàng chưa phải là điểm mạnh của Công ty

Đây là điểm mà chúng tôi cho rằng IJC vẫn còn hạn chế so với các đơn vị phát triển khác. Điều này dẫn đến i) giá bán sản phẩm không cao hơn so với mặt bằng; và ii) sẽ gặp khó khăn trong giai đoạn thị trường trầm lắng. Ngoài ra, công ty không có sự chủ động trong phát triển quỹ đất. Do đó, quy hoạch và cấu trúc sản phẩm chưa phù hợp với nhu cầu thị trường, cụ thể, nhà phố cao tầng (4-5 lầu) và đất nền diện tích lớn (150-180m²). Với quy chuẩn trên, giá bán trung bình mỗi sản phẩm của IJC cao dẫn đến hạn chế sức mua khách hàng. Hiện tại, thị trường bất động sản khu vực Thành phố Mới, và khu xa hơn như Bà Bằng, Mỹ Phước chưa có nhiều sự tham gia của các đơn vị phát triển có kinh nghiệm. Do đó, các sản phẩm của công ty vẫn là lựa chọn cho nhà đầu tư. Xét dài hạn, sự cạnh tranh sẽ gia tăng và nếu công ty chậm thay đổi sẽ chịu áp lực hơn.

Tình hình tài chính chưa rủi ro nhưng các khoản phải thu kéo dài

Tính đến 30.6.2022, tiền và tương đương tiền là 171 tỷ, chiếm 3% tổng tài sản. Mặc dù tỷ lệ tiền mặt không cao, cấu trúc vốn của IJC ít thâm dụng nợ khi Tổng nợ vay/Tổng tài sản là 16%. Do đó, áp lực tài chính với IJC vẫn trong kiểm soát. Các chỉ số khả năng thanh toán nhìn chung không vượt trội so với doanh nghiệp trong ngành nhưng ở mức phù hợp. Cụ thể:

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	30.6.2022
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,04	0,01	0,09	0,08	0,09
Tỷ số thanh toán nhanh	0,21	0,19	0,33	0,39	0,42
Khả năng thanh toán lãi vay	5,11	7,14	7,20	8,61	12,40

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

Tính đến 30.6.2022, khoản phải thu khách hàng khác là 658 tỷ, chiếm 10% tổng tài sản. Đây là khoản thu từ kinh doanh bất động sản ghi nhận từ những năm trước nhưng chưa thu được. Theo đánh giá của công ty, khoản phải thu khách hàng không thuộc bên liên quan quá hạn là 310 tỷ và chưa được trích lập dự phòng. Do đó, đây là điểm rủi ro có thể ảnh hưởng kết quả kinh doanh của IJC. Mặc dù vậy, phương án xử lý các khoản phải thu này vẫn hiện hữu khi IJC thu hồi sản phẩm để kinh doanh lại.

Kết quả kinh doanh 2022 có khả năng không hoàn thành kế hoạch

Tính đến 30.6, doanh thu đạt 1.238 tỷ, -37% yoy. Lợi nhuận ròng là 363 tỷ, -22% yoy và hoàn thành 53% kế hoạch. Xét cho cả năm, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng sẽ không hoàn thành kế hoạch lợi nhuận. Thị trường bất động sản chậm lại đáng kể từ cuối quý 2 làm ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của doanh nghiệp bất động sản nói chung và IJC. Ngoài ra, quan sát số dư doanh thu chưa thực hiện (người mua trả tiền theo tiến độ) tại 30.6 là 223 tỷ, giảm đáng kể so với mức 710 tỷ vào đầu năm. Do đó, công ty không bán sỉ đất cho BCM như mọi năm thì doanh thu từ bán lẻ bất động sản cho 2H.2022 sẽ không còn nhiều dư địa ghi nhận. Kết quả, BVSC dự phóng doanh thu đạt 1.965 tỷ, -25% yoy. Lợi nhuận ròng là 537 tỷ, -13% yoy.

Chi tiết dự phóng doanh thu như sau:

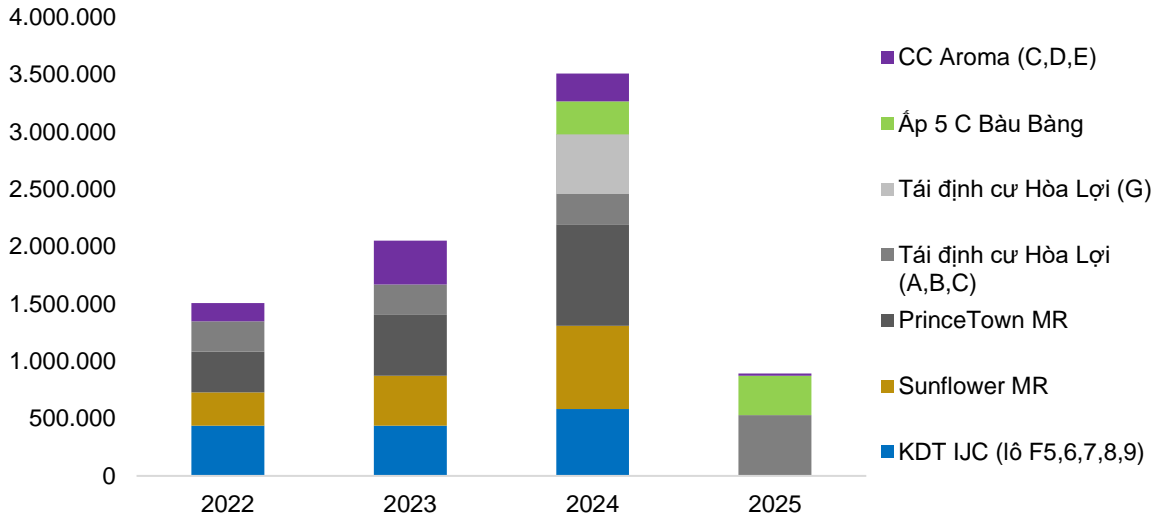
Khoản mục	2021	2022F	% yoy	Diễn giải
Doanh thu	2.613.082	1.956.837	-25%	
- Thu phí	192.240	268.800		- Hoạt động thu phí về mức trước Covid với 19,3 triệu lượt xe.
- Bất động sản	2.096.237	1.347.342		- Theo kế hoạch, doanh thu chủ yếu từ các dự án đang triển khai. - Các dự án đóng góp là KDT IJC Hòa Lợi (437 tỷ); Sunflower MR (291 tỷ); Prince Town MR (353 tỷ); Tái định cư Hòa Lợi (265 tỷ).
- Xây dựng	86.250	80.000		
- Khác (HDHT, dịch vụ)	238.355	260.695		
Lợi nhuận gộp	1.002.361	878.362		
- Thu phí	137.799	212.099		- GPM về mức 80% so với 72% năm 2021.
- Bất động sản	814.226	612.524		- GPM dự phóng 45,5% so với mức 39% năm 2021. GPM cao hơn do năm 2021 có doanh thu chuyển nhượng đất cho BCM. GPM phần doanh thu này không cao so với bán lẻ.
- Xây dựng	1.656	1.600		
- Khác (HDHT, dịch vụ)	48.680	52.139		- GPM duy trì ổn định như 2021.
Thu tài chính ròng	(98.823)	(101.466)		- Chi phí tài chính chủ yếu là chi phí lãi vay, trái phiếu. Hiện tại, dự án của IJC đều đủ điều kiện bán hàng. Dự báo dài hạn chi phí tài chính của IJC sẽ không tăng đột biến, mà sẽ giảm dần.
Chi phí bán hàng	43.961	40.420		- IJC kiểm soát tương đối tốt chi phí bán hàng. Tỷ lệ % doanh thu là 3%.
Chi phí quản lý	68.560	75.416		
Lợi nhuận khác	3.165	10.716		
LNTT	782.818	671.775		
LNST công ty mẹ	621.100	537.420	-13%	
EPS (VNĐ/cp)	2.861	2.475		

Triển vọng dài hạn dự báo sẽ khả quan hơn vào 2024-2025

Với chính sách tiền tệ đang kiểm soát để ổn định kinh tế vĩ mô, BVSC cho rằng các doanh nghiệp bất động sản sẽ đối mặt với thách thức hơn trong những tháng cuối năm. Đối với IJC, doanh số bán hàng chịu tác động sẽ là khó khăn lớn nhất, và gián tiếp, ảnh hưởng đến triển vọng kết quả kinh doanh. Với kịch bản FED chấm dứt quá trình tăng lãi suất vào 1H.2023, quan điểm chính sách tiền tệ sẽ linh hoạt hơn vào nửa cuối 2023. Theo đó, triển vọng thị trường bất động sản kỳ vọng sẽ cải thiện hơn vào nửa sau 2023 và phục hồi vào 2024. Từ kịch bản đó, BVSC dự phóng doanh số bán hàng & doanh thu của IJC đến 2025 như sau:

Doanh số bán hàng 2022-2025

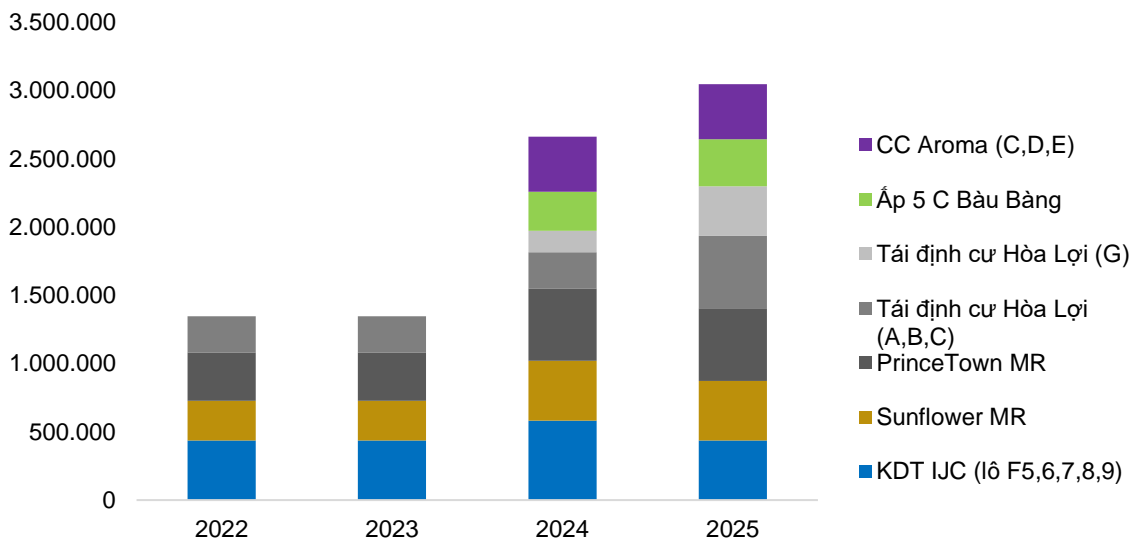
Nguồn: BVSC dự phóng; Đvt: nghìn VNĐ



Doanh thu sẽ gia tăng trở lại vào 2024-2025. Với dự báo doanh số bán hàng như trên, BVSC cho rằng LNST 2023 đi ngang (đạt 542 tỷ, tăng 1% yoy) và sẽ tăng trở lại vào 2024-2025. Chi tiết doanh thu như sau:

Doanh thu dự kiến 2022-2025

Nguồn: BVSC dự phóng; Đvt: nghìn VNĐ



Rủi ro lớn trong dài hạn vẫn là chính sách tiền tệ thắt chặt

BVSC cho rằng “Yếu tố rủi ro được xem là trọng tâm với thị trường bất động sản là lạm phát. Lạm phát gia tăng nhanh sẽ làm cho dư địa duy trì ổn định chính sách tiền tệ, cũng như giải ngân đầu tư công sẽ bị ảnh hưởng. Khi các công cụ điều tiết quan trọng lớn bị gián đoạn, thị trường bất động sản chắc chắn sẽ đối mặt nhiều thách thức và rủi ro hơn”.

Hiện tại, chính sách tiền tệ Việt Nam đang diễn ra theo chiều hướng thắt chặt để đối phó tình trạng lạm phát cao diễn ra trên thế giới & ổn định kinh tế vĩ mô. Điều này đang có những ảnh hưởng đến thị trường bất động sản bao gồm i) Sức mua khách hàng; ii) Nguồn vốn để phát triển dự án; và iii) Tình hình tài chính doanh nghiệp BĐS. Hiện tại, BVSC cho rằng sự kiểm soát này là cần thiết trong bối cảnh phức tạp của kinh tế toàn cầu và sự mạnh lên của đồng USD. Áp lực từ gia tăng mạnh đồng USD có thể tiếp tục duy trì cho đầu năm 2023 khi tốc độ tăng lãi suất chậm lại. Theo đó, lãi suất điều hành của NHNN vẫn có xác suất tăng thêm 1 lần vào cuối năm 2022, và duy trì chờ sự ổn định trở lại của các nền kinh tế lớn.

Về doanh nghiệp, BVSC lưu ý về **Kế hoạch tăng vốn cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 2:1 với giá 10.000 VNĐ/cp**. Thời điểm thực hiện quyền chưa xác định. Bối cảnh thị trường chứng khoán đang suy yếu, IJC thực hiện tăng vốn sẽ tạo ra áp lực tài chính lên cổ đông. Theo đó, nhà đầu tư sẽ có xu hướng bán ra một phần lượng cổ phiếu nắm giữ để thực hiện quyền.

Giá cổ phiếu chiết khấu nhanh giúp định giá hấp dẫn

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần IJC. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **25.163 đồng/cp**, tương ứng với mức thặng dư 92,8% so với giá thị trường ngày 11.10.2022.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Target	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
NAV		24.719	50%	12.359
P/B2022	1,5x	26.460	25%	6.615
P/E2022	10x	24.755	25%	6.189
Giá bình quân (VNĐ/cp)				25.163

Định giá theo phương pháp NAV

Đối với phương pháp NAV, chúng tôi định giá quỹ đất và dự án BOT QL13 để xác định giá trị của Công ty. Kết quả, giá trị mỗi cổ phần theo NAV là **24.719 VNĐ/cp**. Một số giả định cụ thể như sau:

- Quỹ đất sạch hiện hữu: BVSC định giá lại bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF.
- Dự án BOT quốc lộ 13: thời gian thu phí kéo dài đến 2037. Chúng tôi giả định dự án sẽ không có đại tu lớn.
- Chiết khấu 20% các khoản phải thu khách hàng khác, không phải từ các bên liên quan.
- Hiện giá dòng tiền hoạt động thu phí: **1.078 tỷ**.
- Giá trị thặng dư tăng thêm từ bất động sản: **1.253 tỷ**.

Kết quả chi tiết:

Nội dung (Đvt: triệu VNĐ)	30.6.2022
Tổng tài sản sau khi định giá lại	8.195.088
Nợ phải trả	2.828.674
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu	5.366.414
Discount/Premium	0%
Giá trị thị trường của VCSH điều chỉnh	5.366.414
Số lượng cổ phần	217.097.323
Giá cổ phần (VNĐ/cp)	24.719

Định giá theo phương pháp so sánh

BVSC theo dõi lịch sử PB, PE của IJC trong các giai đoạn nở lồng tiền tệ và thắt chặt. Giai đoạn nở lồng như 2014-2017 & 2020-2021 thì PE, PB của IJC dao động trong khoảng 10-15x (PE) và 1,3-2,2x (PB). Giai đoạn chính sách tiền tệ kiểm soát hơn như 2018-2019 thì lần lượt là 6-8x (PE) và 0,6-0,8x (PB). Hiện tại, chính sách tiền tệ đang thắt chặt và cổ phiếu IJC đã chiết khấu về mức thấp tương đương 2018. Với kịch bản trung lập là chính sách tiền tệ sẽ điều tiết linh hoạt hơn vào nửa sau 2023, BVSC lựa chọn mức PE và PB hợp lý cho IJC là 10x và 1,5x. Tính đến hết năm 2022, giá trị sổ sách của IJC là **17.640 VNĐ/cp**.

Nhận định và khuyến nghị:

Từ những phân tích trên, chúng tôi cho rằng IJC nói riêng và doanh nghiệp BĐS nói chung đang có những áp lực từ nay đến nửa đầu 2023. Các rủi ro này đã và đang phản ánh sớm lên giá cổ phiếu IJC. Kết quả kinh doanh không lạc quan sau đó sẽ thể hiện nhiều hơn vào lợi nhuận trong 1-2 quý tới.

Tuy nhiên, xét trên quan điểm tài chính và quỹ đất và định giá, chúng tôi cho rằng cơ hội tích lũy cho mục tiêu trung và dài hạn đang mở ra. Và sự phục hồi diễn ra sớm hoặc cần thời gian sẽ phụ thuộc nhiều vào kiểm soát lạm phát, và cụ thể là quan điểm điều hành chính sách tiền tệ. Kịch bản chính sách tiền tệ sẽ linh hoạt hơn vào nửa sau 2023. Hoạt động kinh doanh của IJC sẽ phục hồi do i) quỹ đất sẵn sàng kinh doanh; và ii) thị trường bất động sản TPM. Bình Dương thanh khoản hơn với sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài như Capitaland, Gamuda, VSIP...

Và quan trọng hơn, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu IJC vẫn đang định giá thấp so với giá trị hợp lý của Công ty. Theo ước tính thận trọng của BVSC, giá hợp lý mỗi cổ phần IJC là **25.163 VNĐ/cp**, cao hơn 92,8% giá thị trường ngày 11.10.2022. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu IJC cho mục tiêu đầu tư trung hạn.

Rủi ro: chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài hơn kịch bản.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2018	2019	2020	2021
Doanh thu thuần	1.246	1.600	2.141	2.602
Giá vốn	(777)	(1.062)	(1.479)	(1.611)
Lợi nhuận gộp	469	538	662	991
Doanh thu tài chính	5	10	3	7
Chi phí tài chính	(114)	(99)	(129)	(106)
Lợi nhuận sau thuế	233	284	370	621

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2018	2019	2020	2021
Tiền & khoản tương đương tiền	206	56	290	147
Các khoản phải thu ngắn hạn	896	824	626	464
Hàng tồn kho	5.110	4.780	3.654	4.026
Tài sản cố định hữu hình	528	519	541	517
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	8.138	7.547	6.642	6.809
Nợ ngắn hạn	5.453	5.031	3.184	1.940
Nợ dài hạn	948	684	1.387	1.525
Vốn chủ sở hữu	1.737	1.832	2.070	3.344
Tổng nguồn vốn	8.138	7.547	6.642	6.809

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	31,4%	28,4%	33,8%	21,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	26,4%	22,1%	30,0%	67,9%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	37,6%	33,6%	30,9%	38,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	18,7%	17,8%	17,3%	23,9%
ROA (%)	2,9%	3,6%	5,2%	9,2%
ROE (%)	13,7%	15,9%	19,0%	22,9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	78,7%	75,7%	68,8%	50,9%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	368,6%	311,9%	220,8%	103,6%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.699	2.075	2.698	2.861
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.668	13.365	15.101	15.402

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

LIÊN HỆ

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoatl@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhhnm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón, Dầu khí
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm
minhtnn@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

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