

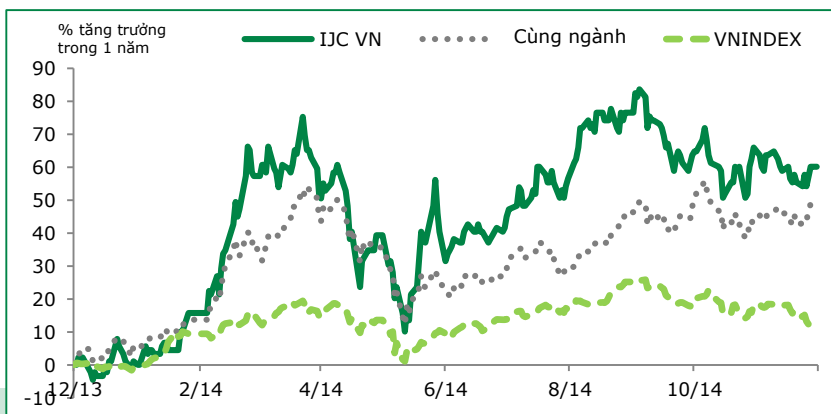
CTCP PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG KỸ THUẬT (IJC)

Ngày 3 tháng 12 năm 2014

BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Gía hiện tại (1/12/2014):	đồng	13.600
Giá mục tiêu:	đồng	13.200
Khuyến nghị ngắn hạn		NĂM GIỮ
Ngưỡng kháng cự	đồng	14.000
Ngưỡng hỗ trợ	đồng	13.000
Mã Bloomberg: IJC VN	Sàn giao dịch: HSX	
Ngành:	Bất động sản	
Bê ta	1,3	
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	15.600/7.900	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	274	
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.729	
Số lượng cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)	58	
KLGDBQ 6 tháng (cổ phiếu)	1.673.934	
Sở hữu nước ngoài (%) *	11,9%	



Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NĂM GIỮ** trong dài hạn, nhưng giảm mức giá mục tiêu cho 12 tháng tới xuống **13.200** đồng/cổ phiếu dựa trên những luận điểm sau:

Doanh thu bán vé cầu đường tăng nhẹ như dự kiến: IJC hiện đang thu phí tại hai trạm: Vĩnh Phú và Suối Giũa. Trong 9T2014, doanh thu và lợi nhuận gộp từ phân khúc này tăng nhẹ lần lượt 2,5% và 3,3% so với cùng kỳ. Kết quả này tương đối tốt hơn dự đoán của chúng tôi trong Báo cáo lần đầu phát hành vào ngày 17/7/2014. Chúng tôi cho rằng doanh thu quý 4 năm 2014 từ mảng này sẽ tiếp tục được cải thiện 4% so với cùng kỳ do tình hình kinh tế khả quan hơn.

Dự án Mỹ Phước - Tân Vạn bị trì hoãn: Trong Báo cáo lần đầu, chúng tôi kỳ vọng IJC có thể bắt đầu thu phí từ dự án này kể từ quý 3 năm 2014. Tuy nhiên cho đến nay, việc giải phóng mặt bằng các hộ dân vẫn chưa được giải quyết triệt để. Chúng tôi kỳ vọng vấn đề này sẽ được giải quyết vào cuối năm nay, như vậy dự án dự kiến sẽ bắt đầu thu phí vào quý 1 năm 2015 và sẽ giúp doanh thu bán vé cầu đường tăng 10% vào năm 2015.

Tiến độ và giá bán bất động sản thấp hơn dự kiến: Chúng tôi hạ mức dự báo của mình đối với mảng kinh doanh bất động sản trong quý 4 năm 2014 và năm 2015 của IJC khi tiến độ bán không đạt như mong đợi. Tiến độ bán các dự án hiện tại (Đồng Đô Đại Phố, Sunflower, IJC@VSIP, Prince Town) đã không cải thiện nhiều so với cuối năm 2013. Đáng chú ý là dự án Rosemary - Bến Cát đã không được mở bán trong quý 3 năm 2014 như chúng tôi kỳ vọng.

Trong quý 3 năm 2014, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu tăng từ 22% trong quý trước lên mức 52%: Tính đến ngày 30/9/2014, tổng số nợ vay (cả ngắn hạn và dài hạn) của IJC là 1.504 tỷ đồng, tăng 133% so với quý trước, chủ yếu được dùng cho dự án Sunflower Mở rộng, Đồng Đô Đại Phố và Prince Town.

Giới thiệu về công ty:

- IJC, tiền thân là công ty con của Tổng công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (Becamex IDC), được thành lập từ dự án cổ phần hóa Đại lộ Bình Dương vào tháng 6 năm 2007. Công ty chính thức niêm yết trên sàn HSX vào tháng 4 năm 2010, hiện đang hoạt động với vốn điều lệ là 2.742 tỷ đồng và Becamex IDC nắm 78,8% quyền sở hữu.

- IJC hoạt động trong hai mảng chính, bao gồm bán vé cầu đường trên Đại lộ Bình Dương (56% tổng doanh thu 9T2014) và kinh doanh bất động sản tại tỉnh Bình Dương (28%).

- Kết quả 9T2014: Doanh thu thuần: 264,9 tỷ đồng, Lợi nhuận ròng: 50,5 tỷ đồng, Vốn chủ sở hữu: 2.889 tỷ đồng.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

CẬP NHẬT THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

Luật Nhà ở (sửa đổi) vào ngày 25 tháng 11 năm 2014 - Một bước tích cực để mở cửa thị trường bất động sản Việt Nam

Quốc hội đã thông qua Luật Nhà ở (sửa đổi) vào ngày 25/11/2014, và luật này sẽ có hiệu lực thi hành từ ngày 1/7/2015. Mặc dù văn bản chính thức chưa được ban hành nhưng chúng tôi nhận thấy một số điểm thay đổi đáng lưu ý so với Luật Nhà ở năm 2005 như sau.

Đối tượng được sở hữu nhà ở tại Việt Nam	Luật Nhà ở (năm 2005)	Luật Nhà ở (sửa đổi)
Người Việt Nam định cư ở nước ngoài	Người Việt Nam định cư ở nước ngoài cư trú với thời hạn được phép từ sáu tháng trở lên được sở hữu một nhà ở riêng lẻ hoặc một căn hộ.	Người Việt Nam định cư ở nước ngoài được phép nhập cảnh vào Việt Nam thì có quyền sở hữu nhà ở mà không bị hạn chế về số lượng và loại nhà ở được sở hữu
Người nước ngoài	Không được phép sở hữu	<ul style="list-style-type: none">- Người được quyền sở hữu nhà ở tại Việt Nam: doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, chi nhánh, văn phòng đại diện của doanh nghiệp nước ngoài, quỹ đầu tư nước ngoài không có chức năng kinh doanh bất động sản và chi nhánh ngân hàng nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam; cá nhân nước ngoài được phép nhập cảnh vào Việt Nam- Tổng số lượng sở hữu không quá 30% số căn hộ trong một tòa chung cư hoặc không quá 250 nhà trong một phường.- Thời hạn sở hữu nhà: Đối với cá nhân nước ngoài thì được sở hữu nhà ở tối đa 50 năm, và có thể được gia hạn thêm nếu có nhu cầu. Đối với tổ chức nước ngoài thì được sở hữu nhà ở tối đa không vượt quá thời hạn ghi trong Giấy chứng nhận đầu tư cấp cho tổ chức đó.

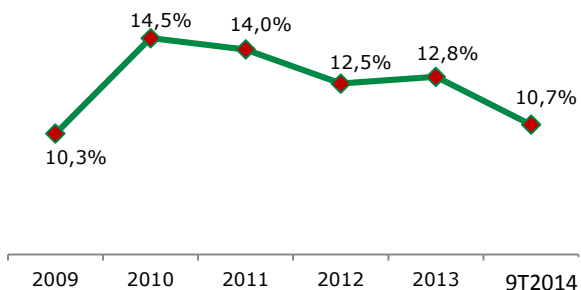
Chúng tôi kỳ vọng những điểm mới này sẽ có tác động tích cực trong dài hạn, giúp cho thị trường bất động sản phát triển ổn định, và cũng có tác dụng giải quyết một phần hàng tồn kho và nợ xấu bất động sản hiện nay.

Người nước ngoài sống và làm việc tại Việt Nam thường chọn các căn hộ cao cấp, Luật Nhà ở (sửa đổi) chính thức có hiệu lực sẽ có tác động tích cực đến tỷ lệ hấp thụ phân khúc này. Một số công ty niêm yết có các dự án căn hộ thuộc phân khúc trung cao hiện đang triển khai là VIC (Vinhomes Central Park, Quận 1), PDR (Everich 2&3, Quận 7), VPH (Lacasa, Quận 7), HAG (Hoàng Anh Thanh Bình, Quận 7), SCR (Jamona Riverside, Quận 7), PET (Petrosetco SSG Tower, Quận Bình Thạnh), NBB (Diamond Riverside, Quận 8) có dự án tại TP.HCM, và HDG (Hado Park View, Quận Cầu Giấy) tại Hà Nội.

CẬP NHẬT THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN BÌNH DƯƠNG

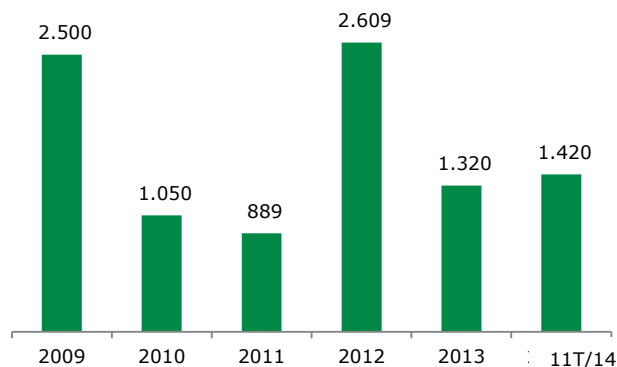
Trong 11 tháng đầu năm 2014, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Việt Nam đã giải ngân hơn 11,2 tỷ USD vốn FDI, tăng 6,2% so với cùng kỳ năm trước, trong đó, 1,42 tỷ USD vào Bình Dương, còn Thái Nguyên và TP.HCM đã thu hút lần lượt 3,27 tỷ USD và 3,01 tỷ USD. Nhật Bản là nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất với 30 dự án cấp mới (129 triệu USD) và 18 dự án tăng vốn (256 triệu USD), chiếm 27% tổng vốn FDI tại Bình Dương.

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



Nguồn: MPI, VPBS tổng hợp

Vốn FDI đã đăng ký vào Bình Dương (triệu USD)



Nguồn: MPI, VPBS tổng hợp

Tại hội thảo về thị trường bất động sản Bình Dương vào ngày 17 tháng 10, ông Marc Townsend, Giám đốc điều hành của CBRE Việt Nam, cho biết xu hướng dòng vốn FDI từ các các nhà đầu tư Châu Á như Ma-lai-xi-a, Hàn Quốc, Nhật Bản, Xinh-ga-po, v.v. vào thị trường bất động sản Bình Dương đã liên tục tăng lên. Điều này cho thấy sự hấp dẫn của địa phương này, đặc biệt là những dự án căn hộ phục vụ cho các chuyên gia, các nhà quản lý nước ngoài làm việc tại các khu công nghiệp ở đây. Cho đến nay, có hàng loạt các tập đoàn lớn trên thế giới đã rót vốn vào Bình Dương, như là Tokyu Corporation (Nhật Bản) thông qua Becamex IDC đầu tư 1,2 tỷ USD để phát triển Tokyu Binh Duong Garden City (110 ha) ở khu công nghiệp mới Bình Dương; Công ty TNHH Thiết kế và Xây dựng Phú Thăng Long (Đài Loan) với dự án 300 ha có tổng vốn đầu tư 1,7 tỷ USD, Công ty TNHH Setia Lái Thiêu (Ma-lai-xi-a) đã đầu tư 177 triệu USD để xây dựng dự án Setia Becamex. Các công ty liên doanh của Hàn Quốc, các nhà đầu tư Singapore và CTCP Tổ chức Nhà Quốc gia đã đầu tư vào dự án Bình Dương First Home Premium; và Tập đoàn VSIP của Singapore "bắt tay" với Becamex IJC trong dự án đầu tư Khu đô thị thương mại dịch vụ IJC@VSIP khoảng 1.024 tỷ đồng ở khu công nghiệp mới Bình Dương.

Việc ngưng triển khai các dự án không có giấy phép sử dụng đất sẽ tác động lớn đến Becamex IDC và các công ty con

Vào giữa tháng 3 năm 2014, ông Lê Thanh Cung, Chủ tịch Ủy ban Nhân dân tỉnh Bình Dương, đã yêu cầu Tổng Công ty Becamex IDC và công ty con (CTCP Kinh doanh và Phát triển Bình Dương-TDC) tạm dừng việc chuyển giao các lô đất cho khách hàng, cho đến khi các dự án được cấp giấy phép sử dụng đất hợp pháp. Điều này có nghĩa rằng chỉ những dự án hoàn thành nghĩa vụ thuế đối với Nhà nước mới được mở bán. Trong bối cảnh hiện nay, quyết định này sẽ gây không ít khó khăn cho các công ty bất động sản hoạt động ở Bình Dương nhưng lại là tin tốt cho các dự án đã nằm "sổ đỏ" trong tay.

Cơ sở hạ tầng của tỉnh Bình Dương tiếp tục được cải thiện. Đường cao tốc Mỹ Phước - Tân Vạn dự kiến sẽ được phép lưu thông từ Thủ Dầu Một đến vòng xoay An Phú vào đầu năm 2015. Hiện nay, dự án này là một dự án giao thông trọng điểm ở Bình Dương, không chỉ giúp rút ngắn thời gian di chuyển, khoảng cách và chi phí vận chuyển, mà còn góp phần phát triển kinh tế xã hội của địa phương.

Trong tháng 5 năm 2014, BECAMEX TOKYU BUS đã vận hành chiếc xe buýt Shuttle đầu tiên với tuyến 20 km kết nối thành phố Thủ Dầu Một và khu công nghiệp mới Bình Dương để phục vụ cho hơn 3.000 lao động ở đây, và cũng đáp ứng nhu cầu đi lại của người dân và các doanh nghiệp đến làm việc tại trung tâm chính trị - hành chính của tỉnh Bình dương. Trong tương lai, tuyến xe này sẽ đi qua vùng đô thị của dự án IJC@VSIP.

Vào ngày 28 tháng 8 năm 2014, Ủy ban Nhân dân tỉnh Bình Dương đã tổ chức lễ khởi công xây dựng bệnh viện gồm 1.500 giường bệnh. Bệnh viện này dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2016 và sẽ cải thiện dịch vụ y tế trên địa bàn tỉnh cũng như các vùng lân cận. Diện tích xây dựng là 20.355 m², cao 19 tầng, tổng vốn đầu tư 2.000 tỷ đồng được trích từ ngân sách nhà nước và của tỉnh. Trung tâm thương mại AEON Calary Bình Dương vừa được khai trương vào ngày 1 tháng 11 năm 2014 tại khu công nghiệp VSIP1, thị xã Thuận An. Trung tâm có diện tích 6 ha với chi phí đầu tư là 95 triệu USD và tổng diện tích cho thuê là 45.000 m². Sau khi hoàn thành, AEON Calary sẽ mang lại công ăn việc làm ổn định cho hơn 1.500 lao động địa phương.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2014

Trong quý 3 năm 2014, IJC đã công bố kết quả hợp nhất với doanh thu thuần đạt 75,8 tỷ đồng, tăng 65,4% so với cùng kỳ do hàng bán trả lại ghi nhận trong quý 3 năm 2013 là 23,6 tỷ đồng so với 5,6 tỷ đồng trong quý 3 năm 2014. Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 38,1% so với cùng kỳ đạt 18,9 tỷ đồng trong quý 3 năm 2014 nhờ biên lợi nhuận gộp từ mảng thu phí tăng (từ 79,1 % trong quý 3 năm 2013 lên 80,3%). Ngoài ra, lợi nhuận gộp từ các mảng khác (siêu thị, môi giới bất động sản, v.v.) trong quý 3 năm 2014 cũng tăng mạnh 56,7% so với cùng kỳ.

Tỷ đồng	Quý 3/2013	Quý 3/2014	% so với cùng kỳ	9T2013	9T2014	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	45,8	75,8	65,4%	193,7	264,9	36,8%
<i>Bán vé cầu đường</i>	48,8	51,6	5,6%	145,8	149,5	2,5%
<i>Kinh doanh bất động sản</i>	(18,2)	3,1	n/m	(6,1)	59,5	n/m
<i>Bất động sản đầu tư</i>	4,0	4,5	12,0%	12,9	13,7	5,7%
<i>Khác</i>	11,2	16,6	48,6%	41,1	42,2	2,9%
Lợi nhuận gộp	36,4	43,0	18,1%	109,6	133,3	21,6%
<i>Bán vé cầu đường</i>	38,6	41,4	7,1%	114,2	118,0	3,3%
<i>Kinh doanh bất động sản</i>	(4,2)	(3,2)	n/m	(11,6)	6,2	n/m
<i>Bất động sản đầu tư</i>	(0,8)	0,6	n/m	(0,8)	0,4	n/m
<i>Khác</i>	2,7	4,2	56,7%	7,7	8,7	12,2%
Biên lợi nhuận gộp	79,4%	56,7%		56,6%	50,3%	
Doanh thu tài chính	0,3	0,5	90,3%	2,4	1,2	-49,1%
Lãi vay	6,9	10,0	43,4%	18,5	27,2	47,3%
Lợi nhuận sau thuế	13,6	18,9	38,1%	43,5	50,5	16,1%
Lợi nhuận ròng	13,6	18,9	38,1%	43,5	50,5	16,1%
EPS (đồng)	50,0	69,0	38,0%	159,0	184,0	15,7%

Trong 9T2014, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 264,9 tỷ đồng và 50,5 tỷ đồng, tăng tương ứng 36,8% và 16,1% so với cùng kỳ, hoàn thành 19,5% kế hoạch doanh thu và 16,4% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cho cả năm.

Trong quý 3 năm 2014, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu tăng từ mức 22% trong quý trước lên 52%. Tính đến ngày 30 tháng 9 năm 2014, tổng dư nợ của IJC (gồm cả nợ vay ngắn hạn và nợ vay dài hạn) là 1.504 tỷ đồng, tăng 133%, tương đương 859 tỷ đồng so với 645 tỷ đồng trong quý 2 năm 2014.

Nợ vay tăng chủ yếu do phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu với lãi suất 12,2% cho năm đầu tiên, và với lãi suất tham chiếu + 4% biên độ trong những năm tiếp theo. Trái phiếu này sẽ được sử dụng để triển khai các dự án Sunflower Mở rộng, Đông Đô Đại Phố và Prince Town.

Nợ vay (tỷ đồng)	Quý 2/2014	Quý 3/2014	Ghi chú
Ngắn hạn	417	425	
BIDV – Bình Dương	117	125	
Trái phiếu kỳ hạn	300	300	lãi suất tham chiếu + 3,5%
Dài hạn	228	1.079	
Vietcombank – Bình Dương	28	29	
Vietcapital Bank - Bình Dương	-	150	
SeaBank - Bình Dương	-	100	
Trái phiếu (đáo hạn vào 6/2015)	200	200	phát hành 12/2010 lãi suất tham chiếu +3,5%
Trái phiếu (đáo hạn vào 9/2019)	-	600	phát hành 9/2014 lãi suất tham chiếu + 4,0% (năm đầu: 12,2%)
Tổng nợ vay	645	1.504	
Nợ vay/VCSH	22%	52%	

ĐIỀU CHỈNH DỰ BÁO CHO NĂM 2014 VÀ NĂM 2015

Chúng tôi điều chỉnh dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu của mảng thu phí cầu đường năm 2014 từ 1% lên 3%, dựa trên tốc độ tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm tốt hơn kỳ vọng. Bên cạnh đó, chúng tôi hạ mức dự phóng cho phân khúc bất động sản do tiến độ bán không được như kỳ vọng. Tiến độ bán các dự án hiện tại (Đông Đô Đại Phố, Sunflower, IJC@VSIP, Prince Town) không có nhiều tiến triển so với cuối năm 2013. Đáng chú ý, dự án Rosemary - Bến Cát đã không được mở bán trong quý 3 năm 2014 như chúng tôi kỳ vọng. Với tiến độ bán trong năm 2014 trì trệ hơn dự kiến, chúng tôi tiếp tục đưa ra những dự phóng thấp hơn cho năm 2015.

	VPBS dự báo trong Báo cáo lần đầu		VPBS điều chỉnh dự báo	
	2014E	2015E	2014E	2015E
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	366	530	194	234
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	292	420	167	201
EPS (đồng)	1.064	1.532	610	734

Nguồn: VPBS dự báo

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính NAV của IJC sẽ tăng so với Báo cáo lần đầu, do WACC thấp hơn và IJC đã đầu tư mở rộng dự án Sunflower trong quý 3 năm 2014. Cụ thể, WACC của IJC đã giảm từ mức 16,9% xuống 15,2%, chủ yếu nhờ vào lợi tức trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm thấp hơn (từ 6,9% xuống còn 5,7%), và tỷ trọng nợ vay lớn hơn do sự thay đổi theo biến động của thị trường. Chúng tôi cũng đã điều chỉnh giá định lãi suất cho vay dài hạn từ 10% lên 11% do lãi suất năm đầu tiên của 600 tỷ đồng trái phiếu là 12,2%.

Chúng tôi đã hạ mức EPS dự phóng cho năm 2014 của IJC từ 1.064 đồng xuống còn 610 đồng do tiến độ bán chậm hơn dự kiến.

Ngoài ra, diễn biến thị trường đã thay đổi hệ số P/E và P/B của nhóm tương đương cùng ngành.

Sau khi điều chỉnh, mô hình định giá của chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý IJC là **13.200** đồng/cổ phiếu cho 12 tháng tới, giảm 3,6% so với mức giá 13.700 đồng trong Báo cáo lần đầu vào ngày 17 tháng 7 năm 2014.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Trung bình
Phương pháp NAV	13.500 đồng	50%	6.750 đồng
Phương pháp P/E	12.734 đồng	20%	2.547 đồng
Phương pháp P/B	12.859 đồng	30%	3.858 đồng
Giá trị hợp lý			13.200 đồng

Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV)

Dự án bất động sản	NAV (tỷ đồng)	Phương pháp NAV	NAV (tỷ đồng)
Căn hộ IJC AROMA	75	Danh mục bất động sản	3.330
Sunflower	1.152	Thu phí	1.228
Prince Town	27	Khác	173
IJC – Đông Đô Đại Phố	1.497	Giá trị tài sản gộp	4.731
IJC – Vĩnh Tân (IJC@VSIP)	71	Thặng dư NAV (5%)	4.967
Rosemary – Hòa Lợi	509	Tiền mặt (30/9/2014)	230
Tài sản khác	Giá vốn	Nợ vay (30/9/2014)	1.504
Becamex City Center (bốn tầng văn phòng)	173	Tổng	3.693
Tổng danh mục bất động sản	3.330	KLCP lưu hành	274.194.528
		NAV (đồng/cp)	13.500

Phương pháp so sánh (P/E, P/B)

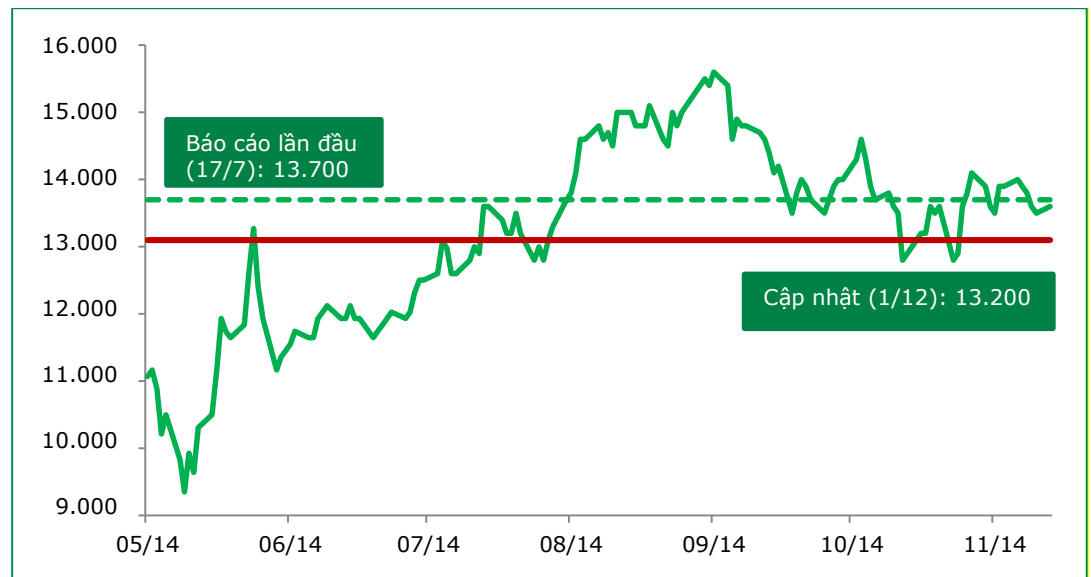
Trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi đã loại bỏ DIG ra khỏi nhóm tương đương cùng ngành vì hệ số P/E của DIG quá cao (67,1 lần) do lợi nhuận thấp (chủ yếu đến từ mảng xây dựng), và không thích hợp dùng để ước tính mức giá trị hợp lý cho cổ phiếu IJC. Bên cạnh đó, chúng tôi đã thêm vào KDH và SJS do những mã này có kết quả kinh doanh khả quan hơn trong 9T2014. Từ đó, chúng tôi ước tính chỉ số P/E và P/B của ngành lần lượt là 20,9 lần và 1,2 lần.

Chúng tôi đưa ra những dự báo thấp hơn trong năm 2014 và 2015. EPS năm 2014 là 610 đồng và BVPS năm 2014 là 10.779 đồng, dẫn đến giá trị hợp lý của IJC theo phương pháp so sánh lần lượt là 12.734 đồng/cổ phiếu và 12.859 đồng/cổ phiếu.

Nhóm tương đương cùng ngành	Mã cp	Vốn hóa (tỷ đồng)	Chỉ số P/E trượt	Chỉ số P/B trượt
CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà	SJS	2.545	39,7	1,6
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG	1.922	18,4	2,5
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH	1.425	24,2	1,0
CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh	BCI	1.496	12,1	0,8
CTCP Đầu tư Năm Bầy Bầy	NBB	1.088	21,7	0,7
CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm	NTL	982	12,8	1,1
CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức	TDH	786	17,3	0,5
Trung bình			20,9	1,2

Nguồn: Báo cáo công ty, VPBS phân tích, dữ liệu đến ngày 1/12/2014

Diễn biến giá



Trong báo cáo lần đầu phát hành vào ngày 17 tháng 7 năm 2014, chúng tôi đã đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu IJC với giá mục tiêu là 13.700 đồng/cổ phiếu. Sau đó, IJC đã giảm xuống còn 12.800 đồng vào ngày 30 tháng 7, và phục hồi lại tạo đỉnh ở 15.500 đồng vào ngày 4 tháng 9 năm 2014.

Mức giá mục tiêu mới của chúng tôi là 13.200 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 2,2% so với giá thị trường vào ngày 1 tháng 12 năm 2014.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu IJC đã hình thành một xu hướng giảm điểm từ đỉnh cũ tại 15.800 đồng/cổ phiếu và phá vỡ đường MA50 vào ngày 22 tháng 9. Sau khi hình thành một hình Hai đáy đảo chiều trong tháng 10 năm 2014, giá cổ phiếu IJC đã phục hồi trở lại. Hiện tại, IJC đang giao dịch trên đường MA10 và đóng cửa tại đường MA50.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng IJC có thể tiếp tục tăng giá và hướng lên vùng đỉnh cũ tại 14.000 đồng/cổ phiếu. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu IJC tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Mã chứng khoán	IJC (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	15.800
Giá thấp nhất trong 3 tháng	12.500
Đường MA50 ngày	13.600
Đường MA100 ngày	13.900
Kháng cự trung hạn	14.000
Hỗ trợ trung hạn	13.000
Khuyến nghị	NẮM GIỮ



Nguồn: VPBS

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
Doanh thu	350.500	1.320.625	612.160	615.153	735.392	900.893
<i>% tăng trưởng</i>	<i>49,5%</i>	<i>276,8%</i>	<i>-53,6%</i>	<i>0,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>22,5%</i>
Giá vốn hàng bán	116.653	817.211	272.269	352.831	445.720	536.204
Lợi nhuận gộp	233.847	503.413	339.891	262.322	289.673	364.689
Chi phí bán hàng	44.517	91.565	86.077	62.539	73.239	104.814
EBIT	189.330	411.848	253.815	199.783	216.433	259.875
Khấu hao	26.549	28.165	29.199	35.421	35.421	36.068
EBITDA	215.878	440.013	283.013	235.204	251.854	295.942
Doanh thu tài chính	225.238	17.587	8.299	33.515	33.515	33.515
Chi phí tài chính	145.371	27.077	36.714	46.423	55.525	59.352
Lợi nhuận khác	150	617	1.376	(1.244)	0	0
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	0	0	0	0	0	0
EBT	269.348	402.976	226.775	185.631	194.424	234.037
Thuế	57.202	85.147	41.443	24.097	27.219	32.765
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,1%</i>	<i>18,3%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,0%</i>
Lợi nhuận sau thuế	212.146	317.829	185.332	161.533	167.204	201.272
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	212.146	317.829	185.332	161.533	167.204	201.272
<i>Biên LN ròng</i>	<i>60,5%</i>	<i>24,1%</i>	<i>30,3%</i>	<i>26,3%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,3%</i>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	3.869	1.380	676	589	610	734

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)**2010A****2011A****2012A****2013A****2014F****2015F****Tài sản ngắn hạn**

Tiền và các khoản tương đương tiền	364.467	101.669	79.036	45.583	97.935	122.046
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	1.166.945	844.359	282.150	355.531	1.168.569	1.357.510
Hàng tồn kho	1.360.411	2.283.808	2.530.859	2.606.302	2.808.644	2.365.174
Tài sản ngắn hạn khác	121.168	3.967	37.885	16.211	16.211	16.211
Tổng tài sản ngắn hạn	3.012.992	3.233.803	2.929.930	3.023.628	4.091.358	3.860.942

Tài sản dài hạn

Tài sản cố định	584.358	614.054	617.673	641.019	621.379	601.092
Các khoản đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	397.587	538.120	1.064.909	1.143.035	1.179.805	1.269.894
Tổng tài sản dài hạn	981.945	1.152.174	1.682.582	1.784.054	1.801.184	1.870.986

Tổng tài sản

3.994.937	4.385.977	4.612.512	4.807.682	5.892.542	5.731.928
------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

Nợ ngắn hạn

Các khoản phải trả	26.685	84.743	388.404	376.986	376.986	376.986
Vay nợ ngắn hạn	2.277.809	117.790	62.059	130.750	425.300	382.770
Nợ ngắn hạn khác	214.559	393.212	525.190	698.445	998.445	998.445
Tổng nợ ngắn hạn	2.519.052	595.744	975.653	1.206.182	1.800.731	1.758.201

Nợ dài hạn

Vay nợ dài hạn	617.048	559.600	504.549	524.513	1.078.600	978.600
Nợ dài hạn khác	62.511	88.126	116.314	69.463	69.463	69.463
Tổng nợ dài hạn	679.559	647.726	620.863	593.976	1.148.063	1.048.063

Tổng nợ phải trả

3.198.611	1.243.470	1.596.516	1.800.157	2.948.794	2.806.264
------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

Vốn chủ sở hữu

Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	548.389	2.752.365	2.752.365	2.752.365	2.752.365	2.752.365
Lợi nhuận chưa phân phối	218.209	328.592	189.562	173.727	121.576	103.492
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0	0
Vốn khác	29.728	61.549	74.263	81.606	81.606	81.606

Tổng vốn chủ sở hữu

796.326	3.142.507	3.016.190	3.007.699	2.955.548	2.937.464
----------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

Lợi ích cổ đông thiểu số

0	0	0	0	0	0
---	---	---	---	---	---

Tổng nợ và vốn chủ sở hữu

3.994.937	4.385.977	4.612.706	4.807.856	5.904.342	5.743.728
------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu đồng)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(2.195.204)	(93.549)	169.818	(4.117)	(947.782)	417.145
LCTT từ hoạt động đầu tư	(19.028)	8.509	2.321	(75.491)	(102.000)	(204.000)
LCTT từ hoạt động tài chính	2.571.725	(177.758)	(194.771)	46.155	1.102.134	(189.033)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	357.493	(262.798)	(22.632)	(33.453)	52.352	24.111
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	6.975	364.467	101.669	79.036	45.583	97.935
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	364.467	101.669	79.036	45.583	97.935	122.046

Phân tích các chỉ số	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
Chỉ số sinh lời						
Biên LN gộp	66,7%	38,1%	55,5%	42,6%	39,4%	40,5%
Biên EBITDA	61,6%	33,3%	46,2%	38,2%	34,2%	32,8%
Biên LN hoạt động	54,0%	31,2%	41,5%	32,5%	29,4%	28,8%
Biên LN ròng	60,5%	24,1%	30,3%	26,3%	22,7%	22,3%
Tỷ số LN/tổng tài sản	8,4%	7,6%	4,1%	3,4%	3,1%	3,5%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	28,9%	16,1%	6,0%	5,4%	5,6%	6,8%
Chỉ số đòn bẩy						
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	1,3x	15,5x	6,9x	6,8x	5,7x	6,2x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	1,5x	16,5x	7,7x	8,1x	6,6x	7,0x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	78,4%	17,7%	15,8%	17,9%	33,7%	31,7%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	363,5%	21,6%	18,8%	21,8%	50,9%	46,3%
Chỉ số thanh khoản						
Hệ số vòng quay tài sản	0,1x	0,3x	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	0,3x	1,6x	2,2x	1,7x	0,6x	0,7x
Hệ số vòng quay các khoản phải trả	4,4x	9,6x	0,7x	0,9x	1,2x	1,4x
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	0,1x	0,4x	0,1x	0,1x	0,2x	0,2x
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2x	5,4x	3,0x	2,5x	2,3x	2,2x
Hệ số thanh toán nhanh	0,7x	1,6x	0,4x	0,3x	0,7x	0,9x

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

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

Lưu Bích Hồng

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

Nguyễn Quang Minh

Chuyên viên phân tích
minhng@vpbs.com.vn

Lê Thị Diệu Linh

Trợ lý phân tích
linhltd@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đức Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Hội sở Hà Nội

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh

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

Chi nhánh Đà Nẵng

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