

Chuyên viên phân tích

Trịnh Thị Hồng - hongtt@msi.com.vn

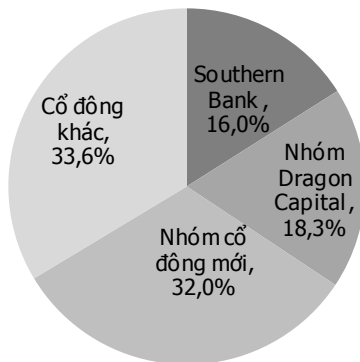
KHUYẾN NGHỊ:

Mua

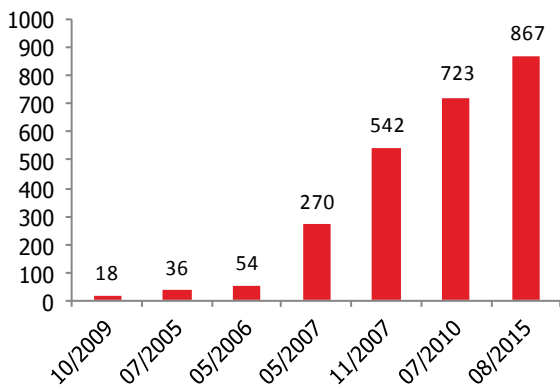
Thông tin cổ phiếu	
Giá cổ phiếu (VND)	20.100
Giá mục tiêu (VND)	36.700
Tiềm năng tăng/giảm (%)	83%
Tăng trưởng giá cổ phiếu (%) - Y/Y	6,3%
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.743
SLCP lưu hành (triệu cp)	86,7
Tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu (2015)	10%
P/E (x)	17,7
P/B (x)	0,8

Nguồn: BCI, MSI tổng hợp

Cơ cấu cổ đông (cập nhật tới tháng 8/2015)



Quá trình tăng vốn (tỷ đồng)



Nguồn: MSI thống kê

GIỚI THIỆU VỀ BCI

CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh (BCI) là một trong những công ty Bất Động Sản (BDS) có kinh nghiệm hơn 15 năm trong lĩnh vực phát triển các dự án bất động sản. BCI hoạt động trong các lĩnh vực kinh doanh chính: (1) Đầu tư xây dựng khu dân cư, dịch vụ bất động sản, khu công nghiệp; xây dựng khu căn hộ cao tầng, xây dựng chợ, nhà trẻ, mẫu giáo; (2) Kinh doanh bất động sản: nhà ở, đất ở và khu căn hộ; xây dựng các công trình: dân dụng, công nghiệp, giao thông, thủy lợi; (3) Cung cấp dịch vụ môi giới, mua bán nhà và chuyển nhượng quyền sử dụng đất.

Hiện tại, BCI đang là chủ đầu tư của 24 dự án với tổng diện tích đất được giao gần 4 triệu m2 (tương đương 400ha), tổng mức đầu tư 2.773 tỷ đồng với hơn 22.048 nền nhà và căn hộ. Trong thời gian tới, BCI sẽ tập trung vào nhà thấp tầng, chung cư, Khu công nghiệp, bất động sản thương mại và đầu tư có chọn lọc nhà ở xã hội vùng ven thành phố. Năm 2015, BCI đặt kế hoạch doanh thu 381 tỷ đồng doanh thu và lãi sau thuế 120 tỷ đồng, chia cổ tức 10%.

Thay đổi cơ cấu cổ đông:

Trong các tháng gần đây, BCI có sự thay đổi mạnh trong cơ cấu cổ đông. Tổng Công ty Tài chính Nhà nước TP HCM (HFIC) đã hoàn tất bán toàn bộ 24,19 triệu cổ phiếu BCI, tương ứng gần 28% vốn, thu về trên 400 tỉ đồng. Quỹ Đầu tư Red River Holding cũng đã bán toàn bộ gần 3,6 triệu cổ phiếu và hoàn tất việc thoái vốn tại BCI. Trước đó, Quỹ Vietnam Infrastructure Strategic Limited cũng thông báo đã bán hết 1,9 triệu cổ phiếu BCI. Gần đây nhất, quỹ Norges Bank đã mua thêm 815.780 cổ phiếu BCI, nâng tỷ lệ sở hữu của nhóm Dragon Capital lên 18,33%.

Đến thời điểm hiện tại, cổ đông chính của BCI gồm: Ngân hàng TMCP Phương Nam (SouthernBank) sở hữu gần 16%, nhóm Dragon Capital là 18,33% và những nhóm cổ đông mới nhận chuyển nhượng từ HFIC và Red River Holdings là 32,03% .

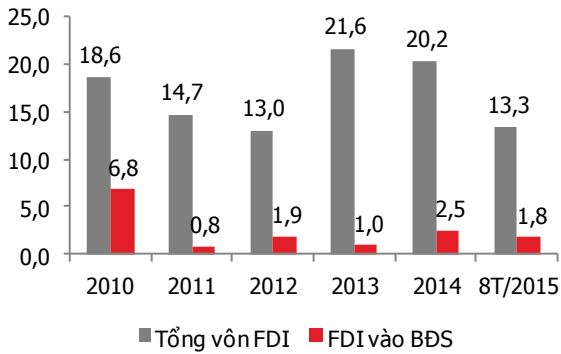
Bộ máy lãnh đạo của BCI cũng có những sự thay đổi: Sau khi Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước TP.HCM (HFIC) bán hết 24,19 triệu cổ phiếu BCI thì 2 đại diện phần vốn của HFIC tại BCI là ông Nguyễn Văn Lệ đã từ nhiệm vị trí Chủ tịch HĐQT, BCI đã thay thế bằng ông Trần Ngọc Henri và bà Cẩm Nhung từ nhiệm vị trí thành viên HĐQT, và tạm thời thay thế là bà Trương Tú Hà.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Dựa trên phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản ròng (NAV), chúng tôi đánh giá giá trị cổ phiếu BCI vào khoảng 36.700 đồng/CP, cao hơn giá hiện tại 83%. **Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu BCI cho mục tiêu trung và dài hạn**, dựa trên những lý do sau:

- Hiện tại, BCI đang giao dịch ở mức giá 20.100 đồng/cp, P/E forward 2015 là 8,9x, thấp hơn so với P/E thị trường là 12x.
- Lợi nhuận năm 2015 ước tính tăng trưởng mạnh 85% y/y và vượt kết hoạch 50%, và tiềm năng tăng trưởng mạnh và đột biến từ năm 2016.
- BCI có quỹ đất sạch rất lớn tại các vị trí đắc địa đầy tiềm năng ở TP. Hồ Chí Minh.
- Kỳ vọng sự thay đổi về sở hữu và cổ đông mới sẽ tạo động lực mới cho Ban Điều hành BCI đẩy nhanh tiến độ các dự án có sẵn của Công ty.
- Triển vọng tích cực từ thị trường BĐS nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ, đồng thời các dự án của BCI có thể sẽ mở bán và ghi nhận doanh thu trong các năm tới.
- Cơ cấu nguồn thu đa dạng: Từ chuyển nhượng BĐS, dịch vụ và cho thuê đất, lợi nhuận từ liên doanh với Big C.

Vốn FDI đầu tư và Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: FIA, MSI thống kê

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN VIỆT NAM

Bất động sản thu hút vốn đầu tư lớn

Sau khi gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), bất động sản trở thành một trong những ngành phát triển nhanh nhất tại Việt Nam. Thị trường bất động sản tại Việt Nam có nhiều tiềm năng phát triển trong trung hạn và dài hạn. Với dân số cả nước hơn 90 triệu người tạo ra nhu cầu rất lớn về nhà ở, đặc biệt là ở các thành phố lớn với mật độ dân số cao như Hà Nội và TP HCM. Theo đó, bất động sản là ngành lớn thứ hai về việc thu hút vốn FDI tại Việt Nam. Theo nghiên cứu của Cushman Wakefield, nguồn vốn FDI đăng ký vào Việt Nam trong vòng 6 tháng đầu năm 2015 đạt 5,49 tỷ USD (-19,8% y/y). Tuy nhiên, nguồn vốn FDI được giải ngân tăng 9,6% y/y, đạt 6,3 tỷ USD. Ngành công nghiệp sản xuất và chế biến là một trong những lĩnh vực đang bùng nổ ở Việt Nam, chiếm 76,2% tổng vốn FDI đăng ký. Kế tiếp là ngành bất động sản với 8,5% tổng số vốn FDI đăng ký, nhờ vào việc sửa đổi luật pháp qua đó cho phép người nước ngoài sở hữu nhà ở tại Việt Nam, dẫn đến việc nhà đầu tư nước ngoài gia nhập vào thị trường bất động sản thông qua nguồn vốn FDI.

Nhu cầu nhà ở tăng cao

Thị trường đang chứng kiến sự trở lại mạnh mẽ của nhiều dự án có quy mô lớn với quy hoạch phức tạp hơn. Giá ở cả hai khu vực trung tâm và vùng ngoại ô của TP. Hồ Chí Minh đã tăng nhẹ mặc cho ảnh hưởng tiêu cực từ cuộc khủng hoảng kinh tế và nguồn cung tăng. Đây có thể là kết quả của những thay đổi lớn trong cơ cấu của nền kinh tế và dân số của Việt Nam. Một trong những yếu tố chính là mật độ nhân khẩu bình quân trong 1 hộ gia đình, giảm từ 4,7 người mỗi hộ gia đình từ năm 1995 xuống còn 3,6 người vào năm 2014. Những người trẻ tuổi độc lập hơn trong cuộc sống, là tác nhân chính và có hiệu ứng tích cực đến sự phát triển các dự án căn hộ chung cư.

Yếu tố thứ hai là Việt Nam đang đô thị hoá nhanh chóng về không gian cũng như dân số, theo đó những người di cư đến các thành phố tăng từ 20% trong năm 1995 lên 34% vào năm 2014.

Ngoài ra, chính phủ đã ban hành nhiều chính sách khuyến khích đầu tư vào lĩnh vực bất động sản này. Nhiều quy định mới hoặc sửa đổi đã mở ra quyền mua tài sản và đất đai cho người nước ngoài, kích thích dòng vốn nước ngoài vào thị trường bất động sản Việt Nam, đưa Việt Nam trở thành một điểm đến đầu tư hấp dẫn. Quan trọng hơn nữa là việc sửa đổi Luật Nhà ở của Việt Nam bây giờ cho phép người nước ngoài sở hữu không hạn chế bất động sản ở Việt Nam cho các mục đích khác nhau như cho thuê lại, thể chấp. Luật này sẽ bao gồm các cá nhân nước ngoài cũng như các tổ chức như các quỹ đầu tư, ngân hàng và các công ty, và được xem như là một động lực chính cho các dự án khu dân cư, đặc biệt là phân khúc bất động sản cao cấp đó có tới 10% là doanh nghiệp dự đoán đến từ nước ngoài đầu tư.

Điều kiện thị trường hiện nay

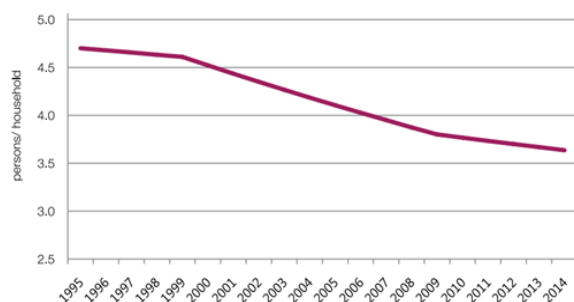
Theo báo cáo của Savills cho biết phân khúc căn hộ tại TP.HCM có khoảng 5.000 căn hộ đã được bán ra trong tổng 26.000 căn được rao bán trong Q2/2015, tương đương với tỷ lệ hấp thụ là 19%. Đây là khối lượng giao dịch cao nhất kể từ Q4/2010, với mức tăng 96%. Trong khi đó, tại Hà Nội, có hơn 4.630 căn hộ đã được bán ra trong tổng 121.400 căn được rao bán. Số lượng bán hàng được duy trì ở mức cao phản ánh sự niềm tin của người mua nhà khi có sự đảm bảo tài chính từ các ngân hàng khi tín dụng ngân hàng là nguồn tài trợ chính.

Hơn nữa, cùng chung nhận định với Savills, Cushman Wakefield đã nhấn mạnh trong nghiên cứu của họ rằng thị trường nhà ở đang cho thấy dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ với khối lượng giao dịch trong Q2/2015 đã tăng nhẹ 1% so với quý trước, nhưng đã tăng 236% so với cùng kỳ năm ngoái. Các căn hộ hạng C tiếp tục đạt được doanh số bán hàng cao nhất trong thị trường bất động sản, qua đó là chiếm hơn 40% tổng khối lượng giao dịch, và căn hộ hạng B đạt mức 37%.

Tiềm năng của thị trường bất động sản của Việt Nam trong dài hạn

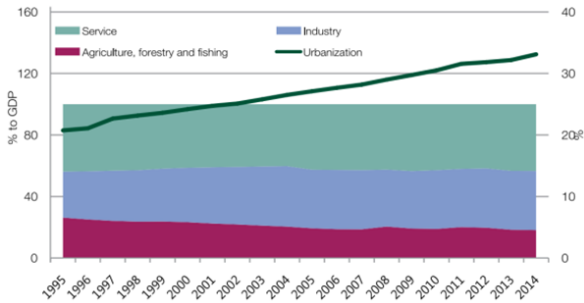
Thị trường bất động sản của Việt Nam có tiềm năng rất cao cho sự phát triển lâu dài, nơi có dân số trẻ và năng động với một nguồn thu nhập tầng lớp trung lưu ngày càng tăng có mong muốn mạnh mẽ cho quyền sở hữu nhà. Tỷ lệ đô thị hóa cao kết hợp với việc cải thiện cơ sở hạ tầng nhanh chóng và giảm lãi suất cho vay mua nhà cũng làm cho nhu cầu nhà ở mạnh mẽ hơn. Ngoài ra, thị trường bất động sản Việt Nam cũng được dự báo sẽ có bước phát triển vượt bậc sau khi Luật Nhà ở sửa đổi có hiệu lực vào ngày 01/07/2015, cho phép quyền sở hữu tài sản nước ngoài.

Giá nhà Việt Nam từ 1995-2014



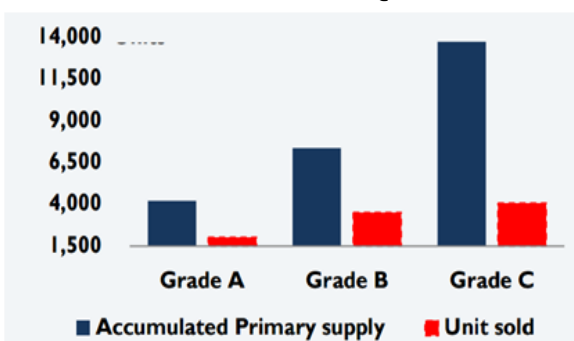
Nguồn: Savills, Tổng cục Thống kê

Vietnam's GDP Structure & Urbanization



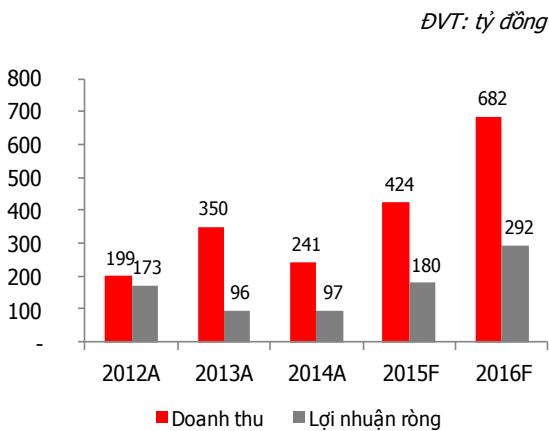
Nguồn: General Statistic Office of Vietnam

Vietnam Residential Market Q2.2015



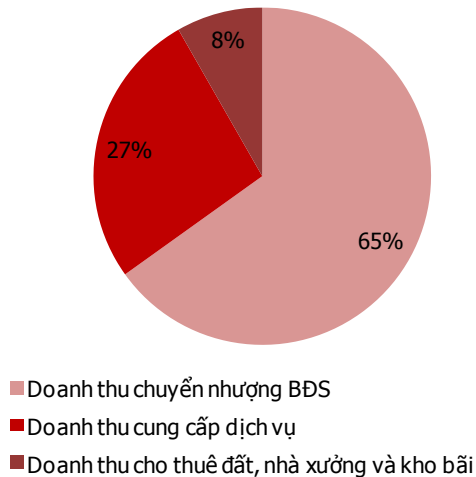
Nguồn: Cushman Wakefield

Doanh thu & Lợi nhuận (2012A-2016F)

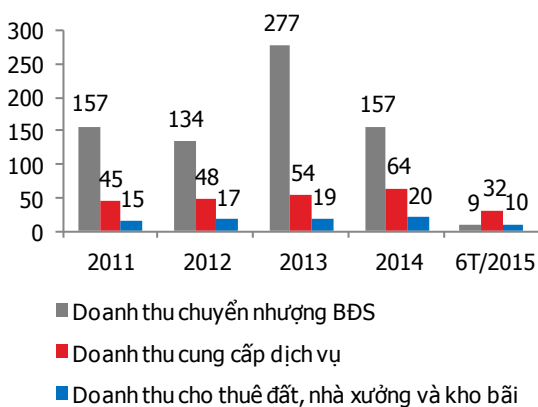


Nguồn: MSI thống kê

Tỷ trọng cơ cấu doanh thu của BCI năm 2014



Cơ cấu doanh thu của BCI (2011 - 6/2015)



Nguồn: MSI thống kê

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2015&2016

Kết quả 6T/2015 và ước tính năm 2015

Kết quả kinh doanh của BCI sụt giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm 2015. Doanh thu thuần chỉ đạt hơn 51 tỷ đồng, giảm 69% so với cùng kỳ năm 2014; lợi nhuận sau thuế cũng giảm 37%, chỉ đạt 26 tỷ đồng. So với kế hoạch 380 tỷ đồng doanh thu và 120 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế mà BCI đặt ra trong năm 2015, kết thúc 6 tháng đầu năm, BCI mới chỉ hoàn thành được 13,4% kế hoạch doanh thu và 21,7% kế hoạch LNST.

Do tính chất các dự án của BCI là thường ghi nhận lợi nhuận vào cuối năm nên mặc dù kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm không cao, chúng tôi vẫn kỳ vọng kết quả kinh doanh khả quan của Công ty trong năm 2015. Ước tính doanh thu sẽ đạt 424 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 180 tỷ đồng, lần lượt tăng 76% và 85% so với năm 2014.

Nguồn thu chính trong năm 2015 chủ yếu đến từ: (1) Thanh lý khu đất trên dự án Đại lộ Đông Tây, doanh thu khoảng hơn 150 tỷ, lợi nhuận khoảng 82 tỷ, dự kiến khoản này sẽ được ghi nhận trong Q3/2015; (2) khoảng 101 tỷ đồng đến từ bán dự án Phong Phú 4; (3) hơn 30 tỷ đồng từ dự án Nhật Lan 3; (4) Bán tiểu khu Lê Minh Xuân, (diện tích cả khu là 16,6ha, BCI có thể bán với giá 1,5-1,6 trđ/m²), và theo ước tính của chúng tôi, dự kiến BCI sẽ được ghi nhận 1 phần doanh thu trong Q4/2015 khoảng gần 50 tỷ đồng, phần còn lại sẽ ghi nhận trong năm 2016; (5) ngoài ra còn gần 40 tỷ đồng từ liên doanh Big C.

Theo đó, EPS năm 2015 ước đạt 2.264 VND/cp, với giá hiện tại là 20.100 VND/cp, P/E là 8,9x, thấp hơn so với mức P/E trung bình của thị trường là 12x.

Nguồn thu đột biến sẽ đến trong năm 2016:

Cùng với triển vọng của thị trường bất động sản, kết quả kinh doanh của BCI trong năm 2016 cũng được chúng tôi đánh giá sẽ có nhiều đột biến. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của BCI trong năm 2016 sẽ đạt 682 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế dự phóng đạt 292 tỷ đồng.

Cụ thể, BCI sẽ được ghi nhận thêm doanh thu nếu Ban Quản lý Khu Nam - TP.HCM bàn giao lại 14ha của dự án Phong Phú 4 cho BCI, Công ty dự tính sẽ xin chuyển hóa công năng từ nhà cao tầng thành đất nền và bán để ghi nhận doanh thu, giá tham khảo xung quanh dự án Phong Phú 4 là 10 - 11 trđ/m². Theo đánh giá của chúng tôi, việc này sẽ sớm được giải quyết và BCI có thể ghi nhận doanh thu này trong năm 2016. Chúng tôi ước tính doanh thu từ Phong Phú 4 sẽ đóng góp 357 tỷ đồng. Ngoài ra, BCI sẽ được ghi nhận khoảng 199 tỷ đồng còn lại từ bán tiểu khu công nghiệp Lê Minh Xuân. Doanh thu từ dịch vụ ước đạt hơn 70 tỷ và 40 tỷ đến từ liên doanh Big C sẽ là các nguồn đóng góp chính của BCI trong năm 2016.

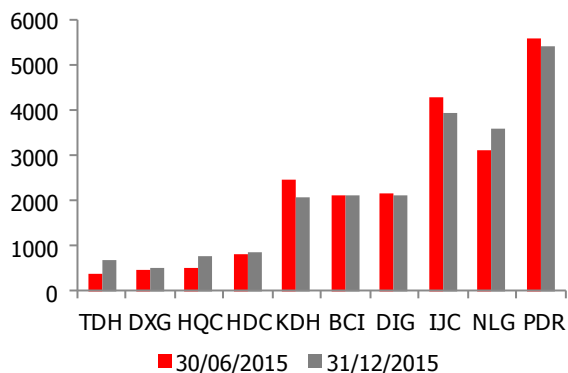
Các dự án khác như Corora City, An Lạc Plaza dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ năm 2017.

Cơ cấu doanh thu

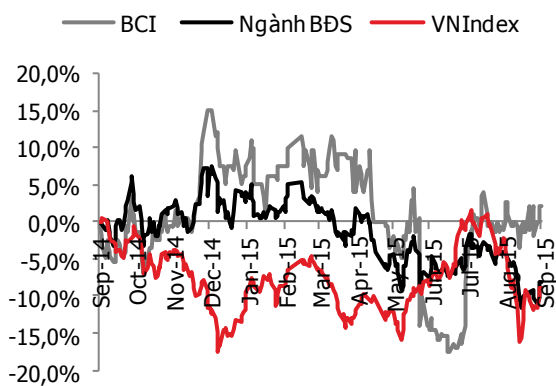
Doanh thu trong 6T/2015 có sự thay đổi lớn khi mảng chuyển nhượng BĐS không còn là nguồn thu chính, thay vào đó là từ mảng cung cấp dịch vụ với doanh thu đạt 32 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ 2014. Nguyên nhân của sự dịch chuyển này là do trong các tháng đầu năm, số lượng đất nền, căn hộ bàn giao cho khách hàng giảm sút khiến doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm mạnh 93%, chỉ đạt 9 tỷ đồng so với cùng kỳ năm trước là 126 tỷ đồng. Đối với lĩnh vực cho thuê đất, nhà xưởng và kho bãi cũng đạt kết quả kinh doanh ổn định, đạt hơn 10 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng đến cuối năm 2015, doanh thu sẽ quay lại mảng BĐS nhờ việc chuyển nhượng các dự án Phong Phú 4, Nhật Lan 3, thanh lý khu đất Lê Minh Xuân sẽ có thể được ghi nhận trong 2 quý cuối năm 2015.

Hàng tồn kho của một số DN BĐS phía Nam phân khúc trung bình khá (tỷ đồng)



Tăng trưởng giá cổ phiếu trong 1 năm (so với VN-Index và ngành BĐS)



Nguồn: MSI thống kê

Tình hình tài chính

BCI đang cơ cấu lại nợ vay với lãi suất tốt hơn. Các doanh nghiệp BĐS thường sử dụng nguồn vay nợ rất lớn, BCI cũng không ngoại lệ (tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu thường lớn 80%), trong năm 2014, nợ phải trả của Công ty đã giảm 8% do Công ty trả nợ gốc vay, ngoài ra, cơ cấu và trả trước một phần nợ trái phiếu (300 tỷ đồng) của MB Bank đến hạn trả trong năm 2014 và 2015 sang OCB thành khoản vay trung và dài hạn với lãi suất 9,2%/năm cho thời hạn 5 năm. Với việc cơ cấu lại khoản nợ này sẽ giảm áp lực thanh toán cho BCI trong ngắn hạn.

Hàng tồn kho: Tính đến thời điểm cuối quý II/2015, hàng tồn kho của BCI ở mức 2.142 tỷ đồng (chiếm tỷ trọng 63% tổng tài sản), khá thấp so với các công ty BĐS khác thuộc phân khúc trung bình khá. Hàng tồn kho đa phần các tài sản này đều là chi phí đầu tư sơ hạ tầng thuộc các dự án: Khu dân cư Tân Tạo (556,2 tỷ đồng), khu định cư Phong Phú 4 (397,2 tỷ đồng), khu dân cư 11A-Corora City (365,9 tỷ đồng), khu dân cư Phong Phú 2 (197,4 tỷ đồng), An Lạc Plaza (275,3 tỷ đồng), 158 An Dương Vương (195,4 tỷ đồng), khác (154,6 tỷ đồng).

Tiền và tương đương tăng khá cao. Tính đến 30/06/2015, tiền và tương đương tiền của BCI là 213 tỷ đồng, tăng gấp 2,4 lần so với mức 87 tỷ cuối năm 2014. Trong đó có 208 tỷ đồng là khoản tương đương tiền, đây là tiền gửi ngắn hạn dưới 3 tháng, lãi suất tiền gửi khoảng 4,3%/năm. Nguyên nhân nguồn tiền gia tăng tại thời điểm 30/06/2015 là do BCI đã bán dự án Đại Lộ Đông Tây và các dự khác và thu bằng tiền mặt.

So sánh các công ty trong ngành Bất động sản:

BCI có quỹ đất sạch rất lớn tại các vị trí đặc địa đầy tiềm năng ở TP. Hồ Chí Minh. Tổng quỹ đất tính đến nay của 24 dự án bất động sản mà BCI đang triển khai là 3,996 triệu m² (tương đương gần 400 ha), so với một số doanh nghiệp kinh doanh bất động sản khác tại TP. Hồ Chí Minh như Hoàng Quân (35ha), Đất Xanh Group (330ha), Khang Điền (115ha)..., quỹ đất của BCI đều lớn hơn khá nhiều.

Lợi thế của BCI là đa số dự án của Công ty là đất thấp tầng và đất sạch sẵn sàng để bán có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ngay.

Ngoài ra, BCI có chỉ số đòn bẩy tài chính khá thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành trong bảng phân tích bên dưới. Cụ thể, chỉ số nợ vay trên tổng tài sản và trên vốn chủ sở hữu lần lượt là 0,14 lần và 0,25 lần. Nhìn chung, cơ cấu tài chính của BCI khá tốt so với các công ty cùng ngành khác.

So sánh với một số doanh nghiệp Bất động sản trong ngành

DVT: tỷ đồng

Chỉ tiêu	DXG	BCI	IJC	DIG	NTL	KBC	NBB	NLG	KDH	HDG	TĐH
Vốn hóa thị trường	2.125.860	1.743.070	2.467.750	2.403.590	859.960	6.153.860	1.285.820	2.944.701	2.620.800	1.680.970	583.310
Hàng tồn kho	808.453	2.142.066	4.315.424	2.160.947	1.043.324	8.097.484	2.519.488	3.107.064	2.512.547	1.170.127	387.667
Vốn chủ sở hữu	1.526.177	1.861.839	2.899.703	2.436.880	881.355	7.684.952	1.256.356	2.069.060	2.488.112	1.187.185	1.352.476
Hàng tồn kho/VCSH	0,53	1,15	1,49	0,89	1,18	1,05	2,01	1,50	1,01	0,99	0,29
Hàng tồn kho/Vay nợ	3,30	4,67	2,32	1,53	-	2,58	2,13	5,67	1,85	10,70	0,82
Tiền/vay nợ	2,70	0,46	0,05	0,06	-	0,04	0,03	0,38	0,46	2,94	0,12
Vay nợ/Tổng tài sản	0,08	0,14	0,25	0,29	-	0,23	0,37	0,13	0,32	0,04	0,35
Vay nợ/VCSH	0,16	0,25	0,64	0,58	-	0,41	0,94	0,27	0,55	0,09	0,35
EPS	2.298	1.137	943	277	813	1.290	975	1.368	2.187	2.015	1.014
BVPS	14.365	21.470	10.574	13.373	13.858	16.155	21.592	15.387	19.719	12.701	32.449
P/B	1,16	0,94	0,09	0,90	1,02	0,81	1,02	1,35	1,05	2,03	0,43
P/E	7,2	17,7	1,0	43,7	17,3	10,2	22,7	17,0	9,5	12,8	13,7

Nguồn: MSI thống kê

CẬP NHẬT TIẾN ĐỘ VÀ TÌNH HÌNH KINH DOANH CÁC DỰ ÁN

BCI hiện đang sở hữu 24 dự án tập trung ở các huyện Bình Tân, Bình Chánh. Trong năm 2015, năm bắt chu kỳ hồi phục của thị trường BĐS, BCI sẽ tập trung nguồn lực vào hoạt động bất động sản cốt lõi: nhà thấp tầng, chung cư, khu công nghiệp, bất động sản thương mại và đầu tư có chọn lọc nhà ở xã hội ở vùng ven gần TP. Hồ Chí Minh.

Công ty sẽ rút bớt vốn đầu tư vào các chung cư cao tầng, thay vào đó đầu tư vào phân khúc thấp tầng là lĩnh vực mạnh của BCI. Việc đầu tư vào phân khúc thấp tầng cũng giúp BCI giải phóng được hàng tồn kho. Các sản phẩm bất động sản phân khúc trung bình mà BCI sẽ tập trung gồm: Corona City, Khu dân cư Phong Phú 4, Phong Phú 2, cao ốc An Lạc Plaza, Khu căn hộ Nhất Lan 5, Khu đô thị Tân Tạo... Tuy nhiên, đến nay các dự án của BCI vẫn đang thực hiện khá chậm, chúng tôi dự kiến nguồn thu từ các dự án sẽ bắt đầu đến từ năm 2016/2017.

Chúng tôi cũng kỳ vọng sự thay đổi về cấu trúc sở hữu, và những cổ đông mới của BCI sẽ thúc đẩy Ban Điều hành Công ty triển khai nhanh và sớm có kết quả từ những dự án tiềm năng hiện tại của BCI.

Các dự án chính của BCI gồm có:**Phong Phú 4:**

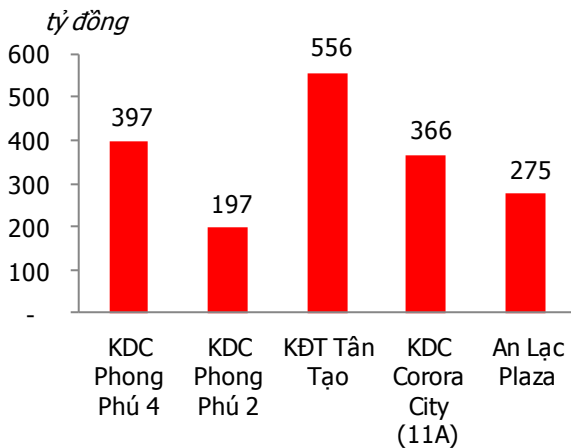
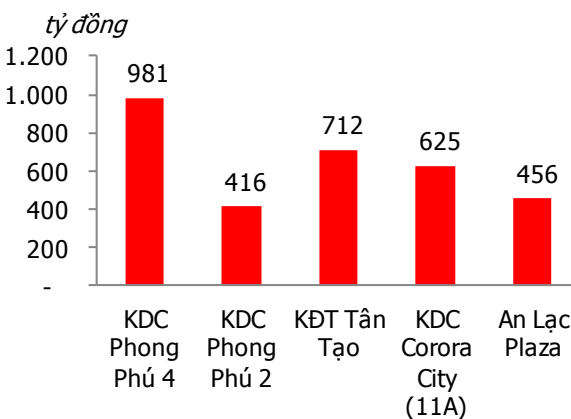
- **Phần tự kinh doanh (bán ra bên ngoài - 16ha):** Hiện tại, BCI đã bán được 10ha, trong đó 8ha đã ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các năm trước, 2ha còn lại đã thu tiền nhưng chưa được ghi nhận doanh thu (khoản này là khoảng 202 tỷ đồng - người mua trả tiền trước); Còn lại 6ha sẽ mở bán trong năm 2015 và các năm còn lại. Giá bán ở khoảng 9,5 trđ/m² (giá đất xung quanh khu vực Phong Phú 4 là 10—11 trđ/m²). Các năm gần đây tiến độ kinh doanh của dự án này khá chậm, tuy nhiên chúng tôi ước tính từ năm 2015 doanh thu sẽ tăng cao hơn.
- **Phần bán cho Nhà nước:** 24ha bán cho Ban quản lý khu Nam, trong đó: 10ha là đất nền đã nhận tiền tạm ứng với giá 2,7 trđ/m², tuy nhiên khoản này vẫn chưa được ghi nhận doanh thu, lợi nhuận. Còn 14ha đất cao tầng nếu được Ban Quản lý Khu Nam— TP.HCM trả lại BCI dự tính sẽ xin chuyển hóa công năng từ chung cư cao tầng thành đất nền và kinh doanh để ghi nhận thêm doanh thu.

An Lạc Plaza: Đây là một trong những dự án trọng tâm của BCI trong các năm tới. BCI đã xây xong móng và đang chờ phê duyệt giấy phép điều chỉnh diện tích căn hộ (diện tích căn hộ mới là từ 50 - 60 m²/căn) để nhằm đến phân khúc khách hàng thu nhập trung bình và thấp. Số căn hộ sau điều chỉnh sẽ nâng từ 283 căn lên 463 căn. Dự kiến sẽ mở bán trong Q4/2015 với giá bán quanh khu vực hiện nay là 20 - 21 trđ/m², chúng tôi dự kiến BCI sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án này trong năm 2017.

Khu dân cư Corona City (11A): Đã đền bù được 97% và được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/2000 để trình duyệt tại UBND Thành phố, đồng thời nộp hồ sơ để xin làm chủ đầu tư khu dân cư 1 thuộc khu 11A. Giá bán ở các khu vực lân cận là khoảng 20 - 22 trđ/m², chúng tôi dự kiến dự án sẽ được mở bán từ năm 2017 và có thể sẽ có khoảng 60 tỷ đồng doanh thu được ghi nhận.

Nhất Lan 5: Là dự án nhà bình dân với diện tích căn hộ từ 45 - 75m², và quy mô khoảng 299 căn, khu đất này đã có quyền sử dụng đất. Tuy nhiên BCI chưa có kế hoạch triển khai cụ thể.

Các dự án khác như Khu đô thị Tân Tạo, Phong Phú 2, Lê Minh Xuân mở rộng vẫn được BCI theo dõi sát tiến độ thực hiện và sẽ chọn thời điểm thích hợp để triển khai.

Giá trị hàng tồn kho các dự án tại thời điểm 30/06/2015**Giá trị hàng tồn kho sau khi đánh giá lại theo phương pháp NAV**

Nguồn: MSI thống kê và dự phóng

DANH MỤC CÁC DỰ ÁN TRỌNG TÂM CỦA BCI

Tên dự án	Vị trí	Mô tả	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích	Tiến độ	Thời điểm ghi nhận DT
-----------	--------	-------	--------------	-----------	---------	-----------------------

KHU DÂN CƯ

- KDC Phong Phú 4	Khu đô thị mới Nam SG, Phong Phú, Bình Chánh.	Khu dân cư, công ty đầu tư hạ tầng, phân lô bán.	100%	839.997	- 40,6ha đất ở, trong đó đã bán 24ha cho nhà nước (Ban quản lý khu nam – MASD), đã nhận tiền tạm ứng cho 10ha đất nền với giá 2,7 triệu đồng/m2 nhưng chưa ghi nhận doanh thu. 14ha đất khu chung cư tái định cư nếu được trả lại sẽ xin chuyển thành đất nền để kinh doanh. - 16ha bán cho dân cư, đã bán 10ha, 6ha còn lại sẽ bán tiếp trong các năm tới.	Năm 2010
- Corona City (KDC 11A)	Khu đô thị mới Nam SG, Bình Hưng, Bình Chánh.	Khu dân cư, công ty đầu tư hạ tầng, phân lô bán.	100%	181.600	Đã đền bù xong 97% và đã được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/2000 để trình duyệt tại UBND Thành phố, đồng thời nộp hồ sơ để xin làm chủ đầu tư khu dân cư 1 thuộc khu 11A.	Dự kiến từ 2017
- KDC Phong Phú 2	Phong Phú, Bình Chánh	Khu dân cư, công ty đầu tư hạ tầng, phân lô bán.	100%	1.329.200	Đền bù được 50% (65/138ha).	Dự kiến từ 2016
- Khu Đô Thị Tân Tạo	Tân Tạo A, Bình Tân, TPHCM	Khu dân cư, công ty đầu tư hạ tầng, phân lô bán.	100%	3.299.624	Đã giải toả 50% diện tích đất	Dự kiến từ 2017

CĂN HỘ- VĂN PHÒNG

- Nhất Lan 5	Tân Tạo, Bình Tân, TPHCM	299 căn hộ	100%	4701	Hoàn tất điều chỉnh quy hoạch, đang triển khai tiếp xin chủ trương đầu tư và giấy phép xây dựng,	
- Nhất Lan 3	Tân Tạo, Bình Tân, TPHCM	347 căn hộ. Giá bán từ 12-13 trđ/m2.	100%	6.148	Đã bán 340/347 căn. Đã bàn giao thêm 46 căn từ đầu năm đến nay (tổng số căn đã bàn giao là 286 căn),	2013 - 2015
- An Lạc Plaza	An Lạc A, Bình Tân, TPHCM	463 căn hộ. Giá bán từ 18-20 trđ/m2.	100%	7.990	Đã xây xong móng và đang chờ phê duyệt giấy phép điều chỉnh diện tích căn hộ (diện tích căn hộ mới là từ 50 - 60 m2/căn). Số căn hộ sau điều chỉnh sẽ nâng từ 283 căn lên 463 căn. Dự kiến sẽ mở bán trong Q4/2015.	Dự kiến từ 2017
- 510 Kinh Dương Vương	Bình Tân	Trung tâm thương mại, văn phòng, nhà ở	69%	4.000	Đã trả phí sử dụng đất, đang tạm ngưng. Đã cho thuê làm kho, nhà xưởng,	
- 158A An Dương Vương	Bình Tân	Nhà ở xã hội, quy mô khoảng 2500 – 3.000 căn hộ	100%	59.238	Hoàn tất phương án nhà ở xã hội, tiếp tục trình hồ sơ tại Sở Quy hoạch Kiến trúc. Giấy phép dự kiến vào tháng 10/2015, sớm nhất sẽ khởi công vào đầu năm 2016.	

KHU CÔNG NGHIỆP

- Lê Minh Xuân	Lê Minh Xuân, Bình Chánh	Khu công nghiệp tập trung.	100%	1.000.000	Đã cho thuê toàn bộ. Giá cho thuê bình quân 44.000 đồng/m2	0
- Lê Minh Xuân mở rộng	Lê Minh Xuân, Bình Chánh	Khu công nghiệp tập trung.	100%	1.090.000	Đang tạm dừng	0

Chi phí sử dụng vốn bình quân

WACC

COE	16,0%
COD	9,9%
Tax Rate	20,0%
WACC	14,5%

Phương pháp giá trị tài sản ròng

ĐVT: trđ

Chi tiêu	30/06/2015	Đánh giá lại
Tiền và tương đương tiền	212.584	212.584
Đầu tư tài chính ngắn hạn	30.000	30.000
Các khoản phải thu	214.670	214.670
Hàng tồn kho	2.142.066	3.460.751
Tài sản ngắn hạn khác	8.855	8.855
Tài sản cố định	466.719	466.719
Bất động sản đầu tư	92.894	92.894
Đầu tư tài chính dài hạn	201.045	201.045
Tài sản dài hạn khác	4.713	4.713
TỔNG TÀI SẢN	3.373.545	4.692.230
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	1.511.706	1.511.706
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	1.861.839	3.180.523
CỔ PHIẾU LƯU HÀNH	86.720	86.720
NAV/cổ phiếu		36.700
Giá hiện tại		20.100
% tăng/giảm		83%

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ:

BCI có hơn 15 kinh nghiệm trong lĩnh vực phát triển các dự án bất động sản với quỹ đất sạch rất lớn tại khu vực xung quanh TP. Hồ Chí Minh. Với tình hình tích cực chung của thị trường Bất động sản cùng với tiềm năng tăng trưởng từ các dự án sẽ đóng góp nguồn thu đáng kể trong năm 2015 và các năm tiếp theo. Chúng tôi dự kiến BCI sẽ vượt kế hoạch đề ra trong năm 2015, năm 2016 sẽ có thêm nguồn thu đột biến được ghi nhận từ bán đất cho Ban quản lý khu Nam.

Chúng tôi định giá lại các dự án của BCI theo phương pháp đánh giá lại giá trị tài sản ròng (NAV). Theo đó, chúng tôi đánh giá lại toàn bộ khoản mục hàng tồn kho của Công ty tại thời điểm cuối 30/06/2015 với chi tiết gồm 5 dự án chính gồm: KDC Phong Phú 4, KDC Phong Phú 2, Corora City, An Lạc Plaza, KĐT Tân Tạo. Trong phương pháp này, chúng tôi áp dụng WACC là 14,5% để xác định chi phí vốn thực sự của công ty. Theo đó, giá trị cổ phiếu BCI vào khoảng 36.700 đồng/CP, cao hơn giá hiện tại 83%.

Dựa trên kết quả định giá và phân tích trên, chúng tôi **khuyến nghị MUA** cổ phiếu BCI cho mục tiêu trung và dài hạn, dựa trên những lý do sau:

- Theo đánh giá của chúng tôi theo phương pháp NAV, cổ phiếu BCI đang giao dịch thấp hơn giá trị thật 45%.
- Hiện tại, BCI đang giao dịch ở mức giá 20.100 đồng/cp, P/E 2015 forward là 8,9x, thấp hơn so với P/E thị trường là 12x.
- BCI có quỹ đất sạch rất lớn tại các vị trí đặc địa đầy tiềm năng ở TP. Hồ Chí Minh. Tổng quỹ đất tính đến nay của 24 dự án bất động sản mà BCI đang triển khai là 3,996 triệu m² (tương đương gần 400 ha).
- Kỳ vọng sự thay đổi về sở hữu và cổ đông mới sẽ tạo động lực mới cho Ban Điều hành BCI đẩy nhanh tiến độ các dự án có sẵn của Công ty.
- Triển vọng tích cực từ thị trường BĐS nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ, đồng thời các dự án của BCI có thể sẽ mở bán và ghi nhận doanh thu trong các năm tới.
- Cơ cấu nguồn thu đa dạng: BCI ngoài nguồn thu từ hoạt động kinh doanh Bất động sản còn có nguồn thu ổn định từ hoạt động dịch vụ, cho thuê đất nhà xưởng, lợi nhuận từ liên doanh với Big C.

Những điểm cần lưu ý về rủi ro với cổ phiếu BCI:

- Tính thanh khoản: Khối lượng cổ phiếu BCI chủ yếu được nắm giữ bởi các cổ đông nội bộ và nhà đầu tư tổ chức (chiếm gần 80% số cổ phiếu lưu hành), vì vậy tính thanh khoản cổ phiếu BCI không cao.
- Hiệu quả các dự án chưa thực sự tích cực do việc triển khai vẫn chậm trễ, không thực sự mạnh mẽ.

Tóm tắt tài chính 2012-2014, kế hoạch 2015 và dự phóng 2015-2016

Nguồn: BCI, MSI dự phóng

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015F	Plan 2015	2016F
Doanh thu (tỷ VND)	199,5	349,7	240,8	423,8	381	681,7
% tăng trưởng	-8%	75%	-31%	76%	58%	61%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	173,2	95,7	97,2	180	120	292
% tăng trưởng	111%	-45%	2%	85%	23%	62%
Biên lợi nhuận ròng (%)	86,8	27,4	40,4	42,5	31,6	42,8
ROE (%)	10%	5%	5%	10%	N/A	14%
ROA (%)	5%	3%	3%	5%	N/A	8%
EPS (VND)	2.397	1.324	1.346	2.264		3.366
BVPS (VND)	24.865	24.264	24.505	21.470		21.638
Cổ tức (VND)	1.500	1.000	800	-	-	-
P/E (x)	6,4	14,5	16,3	8,9	N/A	N/A
P/B (x)	0,6	0,8	0,9	0,9	N/A	N/A

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Tòa nhà Sky City, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội.

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, Maritime Bank Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Các điểm mở tài khoản liên kết: Gần 200 điểm mở tài khoản trên toàn quốc tại các chi nhánh Ngân hàng MSB tại Hà Nội, TP HCM, Hải Phòng, Quảng Ninh, Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên, Ninh Bình, Thanh Hóa, Nghệ An, Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu, Tiền Giang, Tây Ninh và Cần Thơ.

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Nguyễn Mai Phương, CFA - Giám đốc Nghiên Cứu

Email: phuongnm@msi.com.vn

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư/Kinh tế gia trưởng

Email: khanhld@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Nghiên cứu

Email: hongtt@msi.com.vn

Phan Thị Ngọc Mai - Chuyên viên Nghiên cứu

Email: maiptn1@msi.com.vn

Nguyễn Ngọc Nam - Chuyên viên Nghiên cứu

Email: namnn1@msi.com.vn

PHỤ TRÁCH NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

Võ Văn Cường - Trưởng phòng

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên

Email: ductm1@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phan Nguyễn Hoàn Quân

Giám đốc Trung tâm Khách hàng Tổ chức

Email: quanpnh@msi.com.vn

Chu Thị Minh Phương - Chuyên viên

Email: phuongctm@msi.com.vn

Để nhận các sản phẩm nghiên cứu của MSI, vui lòng đăng ký qua email:

msi_research@msi.com.vn

Để đọc trực tuyến các sản phẩm nghiên cứu và tương tác trực tiếp với MSI, vui lòng truy cập:

Website: www.msi.com.vn

Facebook: <https://www.facebook.com/msi.com.vn?ref=hl>

Khuyến cáo: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin.

MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.