

BCI (HSX)

CTCP ĐẦU TƯ XÂY DỰNG BÌNH CHÁNH

BẤT ĐỘNG SẢN

NẮM GIỮ

TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ

20.800

Chuyên viên: Võ Thu Thủy

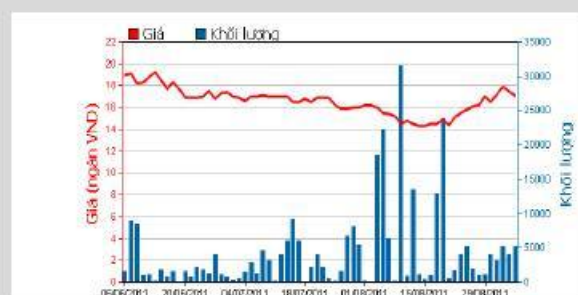
Email: thuy.vt@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (05/09/2011)	17.500
Giá cao nhất (52 tuần)	42.810
Giá thấp nhất (52 tuần)	14.300
Số CP đang lưu hành	72.267.000
KLGDQ/phiên (1 tháng gần nhất)	58.746
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.265
Trailing P/E (x)	4,3
Forward P/E 2011 (x)	4,4
P/BV (31/03/2011)	0,7

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010	6T/11*	2011P	2011F
DT	797	108	1.284	1.068
LNTT	367	33	397	380
LNST	283	25	305	285
VĐL	542	723		723
TTS	3.025	3.462		4.223
VCSH	1.189	1.662		1.862
ROA	7,3%	0,7%		6,7%
ROE	16,3%	1,5%		15,3%
EPS (VND)	4.583			3.942
GTSS (VND)	21.941	22.988		25.767
Tỷ lệ cổ tức	17		20	20

(* BCTC CT mệ

Nguồn: BCTC BCI, Rong Viet Securities ước tính

Báo cáo này là bản cập nhật "Báo cáo phân tích BCI, VDSC phát hành ngày 28/10/2010". Trước những thay đổi của thị trường bất động sản hiện tại, cùng với những diễn biến của kinh tế vĩ mô và một số quy định mới về tín dụng được xem là gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong ngành, chúng tôi phát hành báo cáo này nhằm mục đích cập nhật một số thông tin về tiến độ triển khai các dự án của BCI, cũng như tình hình hoạt động kinh doanh của công ty và từ đó xác định lại giá trị cổ phiếu BCI.

BCI kết thúc năm 2010 với kết quả kinh doanh tương đối sát với những dự báo tại báo cáo ngày 28/10/2010 của chúng tôi. Cụ thể, tổng doanh thu năm vừa qua của BCCI đạt 797 tỷ đồng, tăng 81% so với năm 2009 và chỉ cao hơn 4% so với mức 764 tỷ đồng doanh thu ước tính của chúng tôi. Đồng thời, công ty cũng đạt mức lợi nhuận sau thuế là 283 tỷ đồng, tăng 36% so với năm 2009 và vượt 9% so với con số 259 tỷ đồng lợi nhuận ròng dự kiến của chúng tôi. Như vậy, nếu so với kế hoạch kinh doanh đặt ra ban đầu (doanh thu 900 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 280 tỷ đồng) thì năm 2010 BCI không đạt được kế hoạch doanh thu nhưng lại hoàn thành kế hoạch lợi nhuận. Nguyên nhân chính là do trong năm 2010 các dự án của BCI có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến.

Trên cơ sở phân tích và ước tính thận trọng các kết quả kinh doanh trong năm nay của BCI, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ trong TRUNG HẠN đối với cổ phiếu này. Theo nhận định của chúng tôi giá trị hợp lý của BCI vào thời điểm này xoay quanh mức 20.800 đồng/CP, tương ứng với mức vốn hóa 1.265 tỷ đồng, cao hơn 19% so với mức giá tham chiếu ngày 05/09/2011. Trong điều kiện thị trường bất động sản cũng như thị trường chứng khoán hiện tại chưa xác định xu hướng rõ ràng, mức giá trên chưa thực sự hấp dẫn vì vậy chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu BCI. Tuy nhiên, khi giá thị trường điều chỉnh thấp hơn (25%-30%) so với mức định giá, các quý nhà đầu tư có thể cân nhắc đầu tư dựa trên một số luận điểm như sau:

Kết quả kinh doanh năm 2011 của BCI được dự báo sẽ ghi nhận mức doanh thu là 1.068 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 285 tỷ đồng. Như vậy, theo những phân tích thận trọng của chúng tôi, trong năm nay BCI có thể sẽ không hoàn thành kế hoạch kinh doanh được đặt ra. Tuy nhiên, nếu so sánh với các doanh nghiệp khác trong ngành thì mức lợi nhuận 285 tỷ đồng, tương ứng với ROA là 6,7% và ROE là 15,2%, của BCI là một điểm sáng.

BCI là doanh nghiệp có nhiều thế mạnh trong ngành bất động sản. Cụ thể, BCI có quỹ đất lớn (khoảng 820 ha), tỷ lệ đất sạch cao (trên 480 ha), giá vốn thấp do hầu hết quỹ đất của BCI đã được mua tích lũy từ lâu. Thêm vào đó, hoạt động bất động sản của BCI chủ yếu tập trung ở phân khúc trung bình ít chịu ảnh hưởng từ những biến động của thị trường bất động sản.

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn của BCI là rất lớn. Hiện công ty đang sở hữu nhiều dự án triển vọng sẵn sàng tung ra thị trường khi nền kinh tế nói chung và thị trường bất động sản nói riêng có dấu hiệu phục hồi. Chẳng hạn như các dự án cao ốc An Lạc Plaza, cao ốc BCCI, chung cư BCCI, khu dân cư Phong Phú 2, trung tâm dân cư Tân Tạo... đều nằm tại các khu dân cư hiện hữu, gần khu công nghiệp và có mật độ dân số cao. Do vậy, khi các dự án được chào bán khả năng tiêu thụ là rất lớn.

Rủi ro: Về cơ bản, BCI phải đối mặt với 2 rủi ro lớn là rủi ro bán hàng và rủi ro lãi suất. Do hàng hóa của ngành bất động sản là những hàng hóa có giá trị cao và có tính chất đầu cơ nên thường chịu ảnh hưởng lớn từ những chính sách vĩ mô của chính phủ. Ngoài ra, tại thời điểm cuối quý 2 năm 2011 với tổng dư nợ ngắn hạn và dài hạn là 695 tỷ đồng, chiếm khoảng 28% tổng nguồn vốn, BCI cũng sẽ phần nào chịu tác động của biến động lãi suất. Do đó, sự chậm trễ trong tiêu thụ hàng hóa hay thanh lý các khoản phải thu sẽ có ảnh hưởng đến hoạt động của BCI thông qua việc tăng gánh nặng lãi vay và áp lực đáo hạn tín dụng.

Công Ty Cổ Phần Đầu Tư Xây Dựng Bình Chánh

550 Kinh Dương Vương, Phường An Lạc

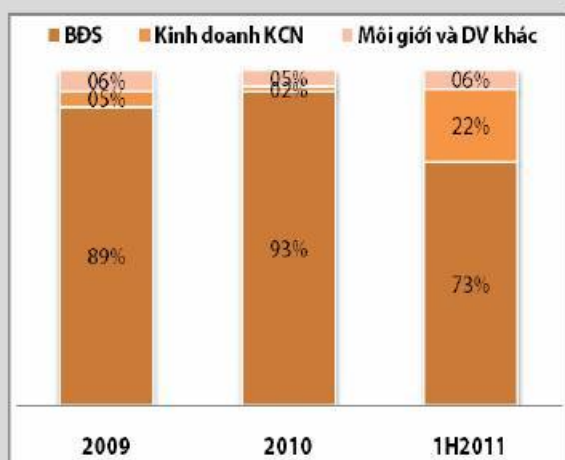
Q.Bình Tân, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (8408) 38753021

Fax: (8408) 38753552

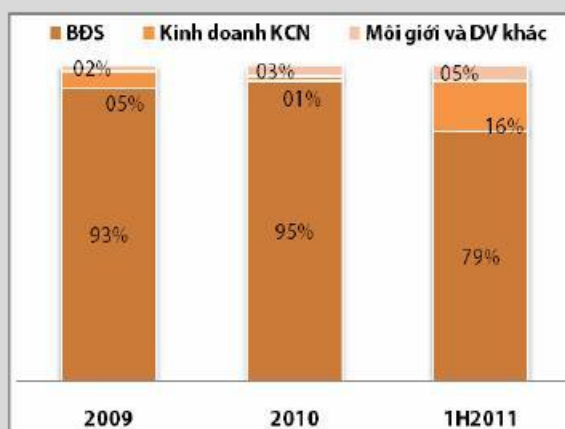
Website: www.bcci.com.vn

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: BCI

Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: BCI

I. PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG

Doanh thu và lợi nhuận năm 2011 của BCI chủ yếu đến từ hoạt động đầu tư khai thác các dự án đất nền, xây dựng chung cư, căn hộ. Bên cạnh đó, một phần nhỏ doanh thu sẽ đến từ hoạt động kinh doanh các khu công nghiệp và hoạt động xây dựng, cung cấp dịch vụ bất động sản.

Năm 2011, BCI đặt kế hoạch doanh thu 1.284 tỷ đồng và 305 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế; trong đó ước tính 90% doanh thu và lợi nhuận sẽ đến từ mảng kinh doanh bất động sản. Tính đến hết quý 2 năm 2011, doanh thu và lợi nhuận ròng lũy kế dự kiến của BCI lần lượt khoảng 108 tỷ đồng và 25 tỷ đồng. Nhìn chung kết quả kinh doanh này thấp hơn rất nhiều so với cùng kỳ năm 2010 và còn cách rất xa so với mục tiêu kế hoạch. Tuy nhiên, ngành bất động sản có đặc thù là doanh nghiệp có thể điều tiết doanh thu và lợi nhuận hàng quý thông qua hạch toán, phân bổ nguồn thu và thường ghi nhận cao vào thời điểm cuối năm. Cho nên, kết quả kinh doanh trên chưa phản ánh được thực lực của BCI trong năm nay.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận gộp của BCI năm 2011

Hoạt động đầu tư khai thác các dự án đất nền, xây dựng chung cư, căn hộ.

Mảng kinh doanh này thường chiếm tỉ trọng rất lớn khoảng 85-90% trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của BCI. Trong năm 2010, mảng hoạt động này mang về cho BCI 745 tỷ đồng doanh thu và 390 tỷ đồng lãi gộp, tăng gần 190% và 64% so với kết quả trên năm 2009.

Nhìn chung trong lĩnh vực bất động sản, BCI có nhiều lợi thế hơn các doanh nghiệp khác như: 1) sở hữu một quỹ đất lớn tại quận Bình Tân và huyện Bình Chánh, TP.HCM, với vị trí thuận lợi chỉ cách trung tâm thành phố khoảng 15km - 20km và được mua tích lũy trong thời gian dài với nguồn vốn đầu tư ban đầu khá thấp; 2) hoạt động đầu tư kinh doanh đất ở, xây dựng chung cư, căn hộ, cao ốc của BCI chủ yếu hướng vào phân khúc trung bình và thấp, chịu ảnh hưởng ít từ sự sụt giảm của thị trường bất động sản giai đoạn hiện nay. Tuy nhiên, do nguồn cung tín dụng cho ngành bất động sản hiện đang khan hiếm cũng như “đắt đỏ” và được dự báo vẫn chưa khả quan trong nửa năm còn lại khi lộ trình cắt giảm tín dụng phi sản xuất của các ngân hàng thương mại tiếp tục xuống mức 16%. Thêm vào đó là tâm lý chờ giá giảm (do “xả hàng”) của người tiêu dùng nên chúng tôi cho rằng mảng hoạt động kinh doanh này của BCI trong thời gian tới sẽ còn gặp nhiều khó khăn.

Tính tới thời điểm hiện tại, BCI đang đầu tư 9 dự án khu dân cư, chung cư và cao ốc với tổng quy mô khoảng 153 ha. Trên nguyên tắc thận trọng, chúng tôi cho rằng trong năm nay BCI sẽ có nguồn thu từ 4 dự án sau đây:

Dự án khu dân cư phong phú 4

Dự án có tổng diện tích đất 84ha nằm phía Nam Đô Thị Nam Thành Phố thuộc xã Phong Phú, Huyện Bình Chánh, Thành phố Hồ Chí Minh với tổng vốn đầu tư là 2.516 tỷ đồng. Đây là dự án biệt thự và căn hộ với tổng diện tích đất có thể kinh doanh là 26,4 ha. Tính đến tháng 6/2010, ĐBGH hơn 90% diện tích, hiện dự án đang xây dựng cơ sở hạ tầng 80% khối lượng.

Dự án được bán một nửa cho ban quản lý khu Nam, với mức giá đang được BCI và các cơ quan ban ngành thương lượng (có thể dự kiến sẽ thấp hơn giá thị trường 5%). Một nửa diện tích thương mại còn lại của dự án hiện đã được BCI tiêu thụ khoảng 50% với mức giá bình quân từ 12 -19 triệu/m². Khi tiến hành khảo sát dự án chúng tôi thấy hiện tại dự án đã có một số nhà xây dựng và mức giá trên so với khu vực lân cận là tương đối hợp lý.

Theo nhận định của chúng tôi, việc hoàn tất thương lượng với ban quản lý

Kinh doanh BĐS

	2009	2010	1H11
Doanh thu	393	745	79
Lợi nhuận gộp	238	390	51

Nguồn: BCI

khu Nam về mức giá cũng như tiến độ thu khoản tiền này trong năm 2011 là không cao nên về cơ bản đối với dự án này BCI chỉ có khả năng ghi nhận doanh thu từ phần diện tích thương mại đã bán. Với giả định ghi nhận 70% doanh thu từ phần diện tích thương mại đã bán, chúng tôi cho rằng trong năm nay BCI có khả năng ghi nhận khoảng 623,70 tỷ đồng doanh thu từ dự án này.

Về mặt tỉ suất sinh lời, dự án được ước tính có mức sinh lời là 50% cho phần diện tích thương mại được BCI tiêu thụ, và 10% cho phần diện tích bán cho ban quản lý khu Nam. Trong năm nay do giả định doanh thu ghi nhận chủ yếu từ phần đất thương mại được BCI tiêu thụ, cộng với ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng lợi nhuận gộp của phần doanh thu này sẽ là 261,95 tỷ đồng, tương ứng với tỉ lệ lãi gộp là 42%.

Dự án 11A

Dự án 11A (tên thương mại Corona city, diện tích kinh doanh 6,7 ha) đã đến bù hơn 92%, dự kiến tháng 9/2011 sẽ bán và ghi nhận doanh thu với giá bán từ 20-22 triệu/m². Theo khảo sát và nhận định của chúng tôi đây là dự án đất nền có vị trí giao thông thuận lợi. Thêm vào đó, với thông tin khởi công xây dựng cầu Bình Tiên vào dịp lễ quốc khánh 2-9 sắp tới (tuyến cầu đường băng qua đại lộ Đông Tây kết nối với đường Nguyễn Văn Linh, khá gần với 2 dự án 11A) nên chúng tôi có cơ sở tin rằng khả năng trong năm nay BCI có thể bán khoảng 25% diện tích thương mại của dự án 11A. Tuy nhiên, do dự án hiện chưa xây dựng cơ sở hạ tầng nên chúng tôi cho rằng BCI chỉ có thể ghi nhận khoảng 70% tổng nguồn thu này, tương ứng 200,21 tỷ đồng.

Trên cơ sở phân tích tổng doanh thu và tổng vốn đầu tư của toàn dự án, chúng tôi ước tính suất sinh lời của dự án khoảng 53%, tương đương với suất sinh lời của phần diện tích thương mại mà BCI tiêu thụ ở dự án Phong Phú 4. Với lập luận này, BCI sẽ ghi nhận khoảng 106,41 tỷ đồng lợi nhuận gộp từ dự án 11A trong năm 2011.

Chung cư Tân Tạo 1

Chung cư Tân Tạo 1, bao gồm 02 block với 240 căn hộ, được xây dựng trên diện tích khu đất là 12.621m². Trong đó, tổng diện tích sàn xây dựng là 57.868m² với 4 tòa nhà cao 16 tầng dành cho 480 hộ gia đình. Đây là dự án có sở hữu 50% của phía BCI. BCI dự tính dành 120 căn hộ cho tái định cư (Sở xây dựng thành phố đã đặt mua với giá khoảng 13,5 triệu/m²); 120 căn hộ thương mại còn lại, BCI đã bán được 80 căn hộ với giá bán trung bình là 14,5 triệu/m². Hiện dự án đã thi công xong phần thô và dự kiến bàn giao cho khách hàng vào quý IV/2011.

Theo khảo sát và nhận định của chúng tôi, khả năng tiêu thụ của các căn hộ thuộc Chung cư Tân Tạo sẽ khá tốt, do 1) vị trí đẹp (mặt tiền đường quốc lộ); 2) mức giá khá hấp dẫn (nhằm đối diện với chung cư Nhất Lan, nhưng mức giá bán trung bình của chung cư Tân Tạo 1 nhìn chung thấp hơn khu chung cư Nhất Lan dù khu Nhất Lan không phải ở mặt tiền đường). Trên cơ sở những lập luận này, chúng tôi cho rằng trong năm nay dự án này có thể mang về cho BCI 198,92 tỷ đồng, bao gồm 1) 50% doanh thu từ việc bán 120 căn hộ cho Sở Xây dựng thành phố, 2) doanh thu từ 80 căn hộ thương mại đã bán. Với ước tính thận trọng, chúng tôi giả định rằng trong năm BCI chỉ ghi nhận 70% tổng nguồn doanh thu này, khoảng 139,24 tỷ đồng. Tương ứng với phần doanh thu này, mức lợi nhuận gộp sẽ ghi nhận trong năm sẽ khoảng 38,79 tỷ đồng, dựa trên cơ sở ước tính suất sinh lời là 28%.

Dự án Nhất Lan

Khu chung cư Nhất Lan 12 tầng bao gồm 02 block với 166 căn hộ, được bán với giá trung bình 15 triệu/m². Hiện dự án đã hoàn thành và đưa vào sử dụng. Tính đến thời điểm tháng 6 năm 2011, BCI đã bán được 136 căn hộ. Vì các căn hộ thuộc dự án này có diện tích và giá cả khá phù hợp với nhu cầu của phân khúc trung bình (từ 73 – 90 m²/căn hộ, tương đương từ 1 đến 1,3 tỷ đồng/căn hộ), lại nằm ở vị trí khá thuận lợi về mặt giao thông nên chúng tôi cho rằng khả năng từ giờ đến cuối năm BCI sẽ bán hết số lượng căn hộ còn lại. Chúng tôi ước tính năm 2011 BCI sẽ ghi nhận 42,53 tỷ doanh thu từ dự án này; bao gồm: 1) doanh thu 5 căn hộ đã bán năm 2010; 2) bán hết và ghi nhận doanh thu 30 căn hộ còn lại trong năm 2011. Trên cơ sở phân tích tổng doanh thu và tổng vốn đầu tư chúng tôi sử dụng tỉ lệ lãi gộp là 12% cho dự án này, tương ứng với 4,99 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế sẽ được ghi nhận trong năm nay.

Hoạt động kinh doanh và cho thuê các khu công nghiệp

Hiện nay BCI đang đầu tư và kinh doanh 3 dự án khu công nghiệp là KCN Lê Minh Xuân, KCN Phong Phú và dự án KCN Lê Minh Xuân mở rộng. Tuy nhiên, khả năng nguồn thu trong năm nay sẽ đến chủ yếu từ KCN Lê Minh Xuân. Do KCN Phong Phú (148 ha) tuy đã hoàn tất việc giải phóng mặt bằng nhưng hiện đang được BCI nộp đơn xin đổi hình thức kinh doanh khu đất này thành khu dân cư, do: 1) vị trí khu dân cư Phong Phú 2 nằm phía sau KCN Phong Phú làm giảm lợi thế vị trí của khu dân cư Phong Phú 2; 2) vị trí đẹp của KCN Phong Phú, trên mặt tiền đường Nguyễn Văn Linh). Bên cạnh đó, dự án KCN Lê Minh Xuân mở rộng hiện đã đến bù giải tỏa 60% và đang được BCI chủ trương giãn tiến độ.

Tính đến thời điểm quý 2 năm 2011, hoạt động này đã mang về cho BCI tổng doanh thu và lợi nhuận gộp lũy kế là 24 tỷ đồng và 10 tỷ đồng. Do dự báo không có nguồn thu bất thường từ hoạt động trong 2 quý còn lại của năm nên chúng tôi ước tính trong năm nay BCI sẽ thu về khoảng 50 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động này. Mức tỉ lệ lãi gộp sẽ tương đương năm 2010 ở mức 50%, tương ứng với lợi nhuận trước thuế là 25 tỷ đồng.

Hoạt động xây dựng và cung cấp dịch vụ bất động sản

Tính đến thời điểm cuối quý 2 năm 2011, hoạt động xây dựng và cung cấp dịch vụ bất động sản đã đóng góp khoảng 6 tỷ đồng doanh thu và 3 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho BCI. Trong năm nay, dự kiến các mảng hoạt động này sẽ mang về cho BCI khoảng 12 tỷ đồng doanh thu và 6 tỷ đồng lợi nhuận gộp, tương ứng với suất sinh lời của năm 2010 là 35%.

Như vậy, năm 2011 BCI được dự đoán sẽ có doanh thu khoảng 1.068 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế khoảng 443 tỷ đồng.

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp dự phóng năm 2011 của BCI như sau:

Kinh doanh KCN

	2009	2010	1H11
Doanh thu	20	12	24
Lợi nhuận gộp	13	6	10

Nguồn: BCI

Dịch vụ khác

	2009	2010	1H11
Doanh thu	28	40	6
Lợi nhuận gộp	5	14	3

Nguồn: BCI

Đv: tỷ đồng

Nguồn	Doanh thu	Lợi nhuận gộp
Kinh doanh BĐS	1005,68	412,16
Phong Phú 4	623,70	261,95
11A	266,95	141,89
Tân Tạo 1	139,24	38,79
Nhất Lan	42,53	4,99
Kinh doanh KCN	50	25
Dịch vụ khác	12	6
Tổng	1.067,68	443,16

Cập nhật tiến độ các dự án đang kinh doanh của BCI

Các dự án đang kinh doanh	% SH	Quy mô (m2)	VĐT (tỷ)	Tiến độ triển khai
KDC Phong Phú 4	100	840.000	1.612	Phía Bắc giáp đường Hương Lộ 7. Phía Nam giáp đường Tân Liêm. Tính đến tháng 6/2011, ĐBGT 90% diện tích. Hiện dự án đang xây dựng cơ sở hạ tầng, hoàn thành khoảng 80% khối lượng.
Chung cư Nhất Lan 12 tầng.	100	12.425	166	KDC áp 4 Tân Tạo. Dự án đang trong giai đoạn bàn giao, bắt đầu chào bán tháng 3/2010 và bàn giao căn hộ vào tháng 12/2010. Tổng cộng 166 căn hộ.
Khu chung cư Tân Tạo 1	50	12.621	574	Áp 1 Tân Tạo, Bình Tân. Hiện đang xây dựng phần thô lên tầng 8.
Cao ốc An Lạc Plaza	100	7.990	594	Phường An lạc A. Q.Bình Tân. Tính đến tháng 6/2011, hoàn thành công tác tường vữa và cọc khoan nhồi, xong phần móng và hầm. Công ty cho biết giá bán dự kiến 20 - 25 triệu/m ² . Đang chủ trương giãn tiến độ.
KDC Phong Phú 2 (Green Village)	100	1.329.200	4.122	Xã Phong Phú, Bình Chánh. Tính đến tháng 6/2011, ĐBGT 50% diện tích. Dự án chưa nộp tiền sử dụng đất. Đang xin duyệt quy hoạch 1/500.
KDC 11A (Corona city)	100	181.600	620	Xã Bình Hưng, Bình Chánh. ĐBGT 91,14%, đã đóng tiền sử dụng đất 14,5 tỷ hiện không nộp nữa chờ Nhà nước xác nhận các khoản khấu trừ. Dự án đang điều chỉnh quy hoạch 1/500.
Trung tâm dân cư Tân Tạo	100	3.200.000	3.280	Áp 2 Tân Tạo, Bình Tân. Tính đến tháng 6/2011, ĐBGT 34,8%, đang xin duyệt quy hoạch 1/500. đã đến bù 20 ha, giá đất 20 triệu/m ² .
Cao ốc văn phòng cho thuê BCCI 15 tầng	100	2.526	47	550 Kinh Dương Vương. Chưa khởi công, đang chờ thị trường.
Chung cư BCCI	100	21.000	70	- Chưa triển khai, đang chờ thị trường.
KCN Lê M Xuân mở rộng	100	1.090.000	467	Tính đến tháng 5/2011, GPMB 61.7%. Đã chi khoảng 200 tỷ tiền thu hồi đất. Chủ trương giãn tiến độ.
KCN Phong Phú	70	1.480.000	1.129	Xã Phong Phú, Bình Chánh. Công tác giải phóng mặt bằng hoàn thiện. BCI dự kiến sẽ xây dựng khu công nghiệp cao tầng. Hiện KCN Phong Phú đang điều chỉnh quy hoạch xin chuyển đổi.
Khu phức hợp Đầm Sen	100	59.238		P.3 Q11. Chưa triển khai. Đã GPMB 80%.

Nguồn: BCI, VDSC

Dự phóng doanh thu tài chính và các chi phí

Doanh thu tài chính trong năm nay của BCI chủ yếu là lãi tiền gửi, tiền vay, lãi trái phiếu. Kết thúc quý 2 năm 2011, BCI đạt khoảng 8,97 tỷ doanh thu tài chính và dự báo trong nửa năm còn lại không có khoản doanh thu tài chính bất thường nào nên chúng tôi ước tính doanh thu tài chính trong năm nay của BCI sẽ ở mức 14,43 tỷ đồng.

Tương tự, chi phí tài chính trong năm 2011 của BCI chủ yếu là chi phí lãi vay ngân hàng. Tính đến cuối quý 2 năm 2011 (tổng dư nợ vay cả ngắn hạn và dài hạn) của BCI là 695,14 tỷ đồng, chi phí tài chính trong quý được ghi nhận là 11,63 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính tổng chi phí tài chính của BCI trong năm sẽ là 27,03 tỷ đồng.

Chi phí bán hàng tính đến cuối quý 2 năm 2011 được ghi nhận khoảng 2,32 tỷ đồng và dự kiến sẽ tăng nhiều trong 2 quý cuối năm khi BCI đẩy mạnh hoạt động tiêu thụ sản phẩm. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí bán hàng cả năm sẽ ở mức 6,19 tỷ đồng.

Chi phí quản lý doanh nghiệp của 2 quý đầu năm 2011 là 24,12 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo khoản chi phí này sẽ không có biến động bất thường nên khả năng sẽ ở mức 42,71 tỷ đồng cho cả năm 2011.

Bảng dự phóng doanh thu tài chính và các chi phí:

	2009	2010	1H2011	2011E
Doanh thu tài chính	8,48	9,37	8,97	14,43
Chi phí tài chính	-16,52	12,73	11,63	27,03
Chi phí bán hàng	15,82	13,25	2,32	6,19
Chi phí quản lý	34,81	47,66	24,12	42,71

Như vậy, dựa trên những lập luận và dự báo thận trọng của chúng tôi, năm 2011 BCI có khả năng sẽ không hoàn thành kế hoạch doanh thu nhưng sẽ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận sau thuế. Cụ thể, doanh thu năm 2011 của BCI có thể sẽ ở mức 1.1068 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế khoảng 285 tỷ đồng. Với mức lợi nhuận này, EPS năm 2011 của BCI tương ứng là 3.942 đồng/CP (tính trên số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân là 72,267,000,000 cổ phiếu).

II. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp so sánh P/E và P/B để định giá cổ phiếu BCI. Các chỉ số P/E và P/B của ngành được điều chỉnh trên cơ sở những thông tin mới về các doanh nghiệp trong ngành. P/E và P/B trung bình ngành hiện tại đang ở mức 5,3 và 0,8 lần.

Diễn biến thị trường chứng khoán cũng như ngành bất động sản trong ngắn hạn dự báo sẽ đối mặt với không ít khó khăn và sẽ ảnh hưởng đến tình hình hoạt động kinh doanh cũng như chỉ số P/E và P/B của các doanh nghiệp, trong đó có BCI. Tuy BCI là một trong những doanh nghiệp có tổng tài sản và quỹ đất lớn, tiềm năng tăng trưởng là có thể thấy được nhưng trên nguyên tắc thận trọng chúng tôi cho rằng trong giai đoạn hiện nay, mức P/E và P/B của

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/03/11
KBC	4.229	7,1	1
SJS	3.050	6,1	1,3
ITA	3.563	6,6	0,6
DIG	1.927	3,2	0,7
BCI	1.294	3,8	0,6
NTL	1.429	1,8	0,6
HDG	753	3	0,5
ITC	947	8,1	0,5
NBB	804	5,6	0,8
TDH	716	2,8	0,4
LHG	686	4,1	1,2
HDC	468	3,8	0,7
TIX	420	3,8	0,8
TDC	830	3,6	0,8
Bình quân		5,3	0,8

Nguồn: Stox, ngày 05/09/2011

BCI lần lượt là 5,3 và 0,8 bằng với mức bình quân ngành là hợp lý.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	20.890	70%	14.623
P/BV	20.708	30%	6.212
Giá bình quân		100%	20.835

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 01/09/2011 (tỷ VND)	DT 2010 (tỷ VND)	LNST 2010 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 31/03/11 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 31/03/2011 (x)	6T/2011		LNST	
								Doanh thu (tỷ VND)	%KH	(tỷ VND)	% KH
SJS	3.050	1.067	457	4.210	21.022	7,3	1,5	98	2,77%	25	-
DIG	1.927	1.382	449	4.900	24.073	4,0	0,8	123	7,69%	28	5,60%
BCI	1.294	815	283	4.090	24.163	4,9	0,8	108	8,41%	25	8,22%
NTL	1.429	1.460	577	9.420	15.066	2,5	1,5	153	8,05%	48	-
HDG	753	967	271	5.370	14.729	3,5	1,3	21	-	8	-
TDH	716	706	249	6.730	35.675	2,8	0,5	142	17,11%	41	22,92%
NBB	804	580	122	7.640	55.287	5,9	0,8	40	6,30%	32	20,00%
HDC	468	454	101	4.680	23.738	4,3	0,8	161	32,20%	48	-

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2008	2009	2010	2011E
Doanh thu thuần	484,9	441,3	797,3	1.134,4
Giá vốn	269,0	185,1	387,4	755,3
Lãi gộp	215,8	256,1	409,9	478,6
Chi phí bán hàng	5,9	15,8	13,2	6,6
Chi phí quản lý	24,3	34,8	47,7	45,4
Lợi nhuận từ HĐKD	185,6	205,5	349,0	426,7
Lợi nhuận từ HĐTC	(8,4)	25,0	(3,4)	(12,9)
Lợi nhuận khác	6,6	17,3	21,2	(1,9)
EBIT	185,3	255,3	374,8	436,7
Lợi nhuận trước thuế	183,7	247,9	366,9	411,9
Thuế TNDN	58,2	40,8	85,7	103,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,1	(0,3)	(1,4)	-
Lợi nhuận sau thuế	125,4	207,4	282,5	308,9

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2008	2009	2010	2011E
Tăng trưởng				
Doanh thu	86,1%	-9,0%	80,7%	42,3%
Lợi nhuận HĐKD	172,4%	10,8%	69,8%	22,3%
EBIT	81,7%	37,8%	46,8%	16,5%
Lợi nhuận trước thuế	80,1%	34,9%	48,0%	12,3%
Lợi nhuận sau thuế	74,2%	65,3%	36,2%	9,3%
Tổng tài sản	-0,3%	22,4%	27,3%	11,3%
Vốn chủ sở hữu	1,1%	10,2%	46,2%	8,9%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	5,6%	11,9%	11,2%	9,8%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	44,5%	58,0%	51,4%	42,2%
LN HĐKD / Doanh thu	38,3%	46,6%	43,8%	37,6%
EBIT/ Doanh thu	38,2%	57,9%	47,0%	38,5%
LNTT/ Doanh thu	37,9%	56,2%	46,0%	36,3%
LNST/ Doanh thu	25,9%	47,0%	35,4%	27,2%
ROA	5,1%	6,9%	7,3%	7,2%
ROIC or RONA	7,8%	8,7%	9,3%	8,8%
ROE	11,6%	17,4%	16,3%	16,3%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	1,5	2,5	2,6	2,8
Vòng quay hàng tồn kho	0,2	0,1	0,2	0,3
Vòng quay khoản phải trả	0,4	0,4	0,6	1,4
Vòng quay TSCĐ	11,2	10,3	21,9	18,4
Vòng quay Tổng tài sản	0,2	0,1	0,2	0,3
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	2,0	3,0	2,7	3,9
Nhanh	0,5	0,6	0,5	0,8
Tiến mặt	0,1	0,3	0,2	0,2
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	110,9%	138,8%	120,7%	126,5%
Tổng nợ / Tổng tài sản	48,4%	54,6%	52,1%	55,8%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	10,0%	17,1%	16,6%	12,8%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	7,9%	23,5%	27,4%	52,8%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2008	2009	2010	2011
Tiền	49,8	181,3	179,2	190,7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	29,0	1,1	1,1	1,1
Các khoản phải thu	315,9	173,1	301,4	411,2
Tồn kho	1.259,9	1.554,7	2.135,7	2.417,0
Tài sản ngắn hạn khác	25,3	18,9	18,0	25,6
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.679,9	1.929,2	2.635,5	3.045,7
Tài sản cố định hữu hình	43,2	42,3	36,1	61,4
Nguyên giá	61,5	66,8	67,5	102,1
Khấu hao	(18,4)	(24,5)	(31,4)	(40,7)
Tài sản cố định vô hình	0,3	0,4	0,2	0,3
Nguyên giá	0,8	1,0	1,1	1,4
Khấu hao	(0,5)	(0,6)	(0,9)	(1,1)
Xây dựng cơ bản dở dang	575,2	874,2	977,8	977,8
Bất động sản đầu tư	106,0	109,3	105,7	105,7
Đầu tư tài chính dài hạn	65,5	67,1	95,1	95,1
Tài sản dài hạn khác	0,3	2,2	1,0	1,0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	790,3	1.095,4	1.216,0	1.241,3
TỔNG TÀI SẢN	2.470,3	3.024,6	3.851,5	4.286,9

Các khoản phải trả ngắn hạn	856,2	639,5	975,3	779,5
Tiền hàng phải trả và ứng trước	603,7	239,8	116,4	226,6
Khoản phải trả ngắn hạn khác	144,9	196,7	570,8	310,1
Vay và nợ ngắn hạn	107,7	203,0	288,2	242,8
Các khoản phải trong dài hạn	340,6	1.010,7	1.122,7	1.614,7
Vay và nợ dài hạn	84,7	279,2	475,7	1.000,0
Khoản phải trả dài hạn khác	255,9	731,5	647,0	614,7
Tổng nợ	1.196,8	1.650,2	2.098,0	2.394,2
Vốn chủ sở hữu	1.078,0	1.189,2	1.729,6	1.884,2
Vốn đầu tư của CSH	542,0	542,0	722,7	722,7
Thặng dư vốn	430,0	430,0	610,8	610,8
Cổ phiếu ngân quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	80,8	152,1	264,6	426,0
Quỹ đầu tư và phát triển	12,9	38,2	79,7	79,7
Quỹ dự phòng tài chính	11,7	24,4	45,1	45,1
Khác	81,4	154,6	271,3	426,0
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0,8	0,0	8,5	8,5
Nguồn vốn chủ sở hữu	1.078,8	1.189,2	1.738,1	1.892,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	194,6	185,2	192,6	-
TỔNG NGUỒN VỐN	2.470,3	3.024,6	4.028,7	4.286,9

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2008	2009	2010	2011E
SLCPDLH cuối năm	54,2	54,2	72,3	72,3
Giá trị thị trường cuối năm	-	31.300	61.000	-
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	2.314	3.826	3.909	3.942
Giá trị sổ sách (VND)	19.904	21.941	24.051	25.885
Cổ tức (tiền mặt) VND	1.200	1.200	1.200	1.700
P/E (x)	-	8,2	15,6	-
P/B (x)	-	1,4	2,5	-
Dividend Yield (%)	-	3,8%	2,0%	-

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành Loại báo cáo Khuyến nghị Giá tại ngày phát hành Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NĂM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2011.**