

BCI - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 16/03/2016)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	23.800
KLGD TB 10 ngày	105.677
Vốn hoá (tỷ đồng)	2.064
Số lượng CPLH	86.720.144
% sở hữu nước ngoài	9,82%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Đức Anh
ndanh@vcbs.com.vn
+84 8 3820 0790 ext. 643

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

BCI: KQKD 2015 KHẢ QUAN

KQKD 2015 tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ xuất phát từ hoạt động chuyển nhượng dự án, hoàn nhập chi phí đã ghi nhận của Phong Phú 4 và tái ký hợp đồng khu tiêu thụ công nghiệp Lê Minh Xuân. Cơ cấu cổ đông mới bước đầu đem lại những thay đổi tích cực thông qua việc hoàn thiện và có lộ trình cụ thể hoàn tất thủ tục pháp lý các dự án. Tập trung phát triển dự án có quy mô lớn và cải thiện dòng tiền với việc chuyển nhượng các dự án nhỏ. *DTT 2015 đạt 463 tỷ đồng (+92% yoy, 122% KH), LNST đạt 293 tỷ đồng (+201% yoy, 244% KH). EPS 2015 đạt 3.378 đồng.*

2016 là một năm bận rộn với việc triển khai hàng loạt các dự án đã bị trì hoãn trong thời gian qua. BCI sẽ ưu tiên hoàn tất công tác đền bù tại các dự án có tính khả thi trong ngắn hạn: KCN Lê Minh Xuân mở rộng và Corona city. *DTT 2016 ước đạt 408 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 138 tỷ đồng, EPS cơ bản từ HĐKD cốt lõi là 1.594 đồng.*

Với mức giá 23.800 đồng/CP tại ngày 16/03/2016, BCI đang được giao dịch ở mức chiết khấu 16,8% so với giá trị hợp lý ước tính là 28.600 đồng/CP, do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** như báo cáo cập nhật trước.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015
DTT (tỷ đồng)	199	350	241	463
+/- yoy (%)	-8%	75%	-31%	92%
LNST (tỷ đồng)	173	96	97	293
+/- yoy (%)	111%	-45%	2%	201%
VCSH (tỷ đồng)	1.797	1.753	1.771	2.025
Nợ/TTS (%)	14%	15%	14%	14%
TS LN gộp (%)	n/a	36%	48%	83%
ROA – TTM (%)	4%	3%	3%	9%
ROE – TTM (%)	10%	5%	6%	15%
EPS - TTM (đồng)	2.397	1.324	1.346	3.378
BVPS (đồng)	24.865	24.264	24.505	23.353

KẾT QUẢ KINH DOANH 2015

KQKD tăng trưởng vượt bậc; tiến độ pháp lý tại các dự án được đẩy mạnh

KQKD 2015 tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ xuất phát từ hoạt động chuyển nhượng dự án, hoàn nhập chi phí đã ghi nhận của Phong Phú 4 và tái ký hợp đồng khu tiểu thủ công nghiệp Lê Minh Xuân. Cơ cấu cổ đông mới bước đầu đem lại những thay đổi tích cực thông qua việc hoàn thiện và có lộ trình cụ thể hoàn tất thủ tục pháp lý các dự án. Tập trung phát triển dự án có quy mô lớn và cải thiện dòng tiền với việc chuyển nhượng các dự án nhỏ.

Chỉ tiêu	Q4.2015	2015	So với 2014	% KH
DTT (tỷ đồng)	346	463	+92%	122%
LNST (tỷ đồng)	100	293	+201%	244%

Nguồn: BCI, VCBS.

Mảng chuyển nhượng BĐS tăng trưởng mạnh, DT đạt 281 tỷ đồng (+79% yoy) với việc ghi nhận sản phẩm tồn đọng tại các dự án cũ và một phần kết quả từ việc chuyển nhượng dự án Phong Phú 4 cho 4 nhà đầu tư thứ cấp; trong năm BCI không phát triển dự án mới nào, biên LNG ở mức 95% do ghi nhận giá vốn âm của dự án Phong Phú 4 (92,5 tỷ đồng, chi phí đầu tư thực tế thấp hơn chi phí đã ghi nhận trong quá khứ). Doanh thu từ KCN Lê Minh Xuân tăng đột biến, ở mức 146 tỷ đồng (+145% yoy), biên LNG tăng lên 64% so với mức 49% của năm 2014 do tái ký hợp đồng khu tiểu thủ công nghiệp Lê Minh Xuân (DT ước tính khoảng 62 tỷ đồng). Các hoạt động khác (bao gồm công ty BCCI và cung cấp dịch vụ điện, nước...) đóng góp không đáng kể vào KQKD của BCI, đạt 36 tỷ đồng. Các loại chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh so với 2014, ở mức 131 tỷ đồng, +145% yoy; các loại chi phí trên sẽ ổn định khi BCI không còn các khoản doanh thu đột biến như 2015. LN từ chuyển nhượng khu đất tại đại lộ Đông Tây trong Q3.2015 (97 tỷ đồng) góp phần đưa LNST 2015 của BCI đạt 293 tỷ đồng, +201% yoy.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Dòng tiền cải thiện từ chuyển nhượng các dự án nhỏ; dự địa vay nợ lớn.

TTS tăng trưởng nhẹ so với cuối năm 2014, +4% yoy chủ yếu từ chuyển nhượng các dự án có giá vốn thấp; tiền và các khoản tương đương tiền tăng lên 197 tỷ đồng so với mức 87 tỷ đồng cuối 2014. Hàng tồn kho đạt 2.196 tỷ đồng, chiếm 65% TTS tập trung tại các dự án KDC Tân Tạo, Phong Phú 4 và Corona city (1.308 tỷ đồng). Các dự án trên đã bị trì hoãn nhiều năm, có giá vốn thấp và hầu hết chưa hoàn tất công tác đền bù.

Nợ vay thay đổi không đáng kể, ở mức 457 tỷ đồng trong đó có 356 tỷ đồng vay dài hạn. Lãi vay bình quân ở mức 9,2%/năm. Trong năm BCI cũng đã tái cơ cấu các khoản vay tại NH Quân Đội sang NH Phương Đông (306 tỷ đồng) nhằm tài trợ cho dự án An Lạc plaza và khách hàng mua nhà. Nợ vay/VCSH ở mức 0,23 lần. Với việc nợ vay đang ở mức thấp hơn nhiều so với bình quân các doanh nghiệp BĐS khác (0,82 lần) thì BCI sẽ tăng cường sử dụng vốn vay để phát triển các dự án.

Dòng tiền cải thiện tích cực xuất phát từ việc: 1) chuyển nhượng các dự án nhỏ; 2) tái ký hợp đồng cho thuê 40 năm khu tiểu thủ công nghiệp và 3) mở bán dự án An Lạc plaza sau nhiều năm xin giấy phép điều chỉnh diện tích căn hộ.

DỰ ÁN

Quy đất lớn chờ hiện thực hóa tiềm năng. Hướng đến sản phẩm biệt thự/nhà phố

BCI cung cấp ra thị trường các sản phẩm chung cư thuộc phân khúc trung bình và đất nền tại các khu dân cư có quy mô lớn. Tuy nhiên các sản phẩm của BCI không thực sự nổi bật và tạo dấu ấn so với các công ty cùng phân khúc khác, lợi thế lớn nhất của BCI là quỹ đất được tích lũy với giá vốn rẻ.

BCI có quỹ đất sạch sẵn sàng để phát triển lớn nhất tại khu vực phía Tây của Tp. HCM (350ha) tuy nhiên tiềm năng của quỹ đất trên chưa được chú trọng khai thác trong thời gian vừa qua. Cơ cấu cổ đông cũ với HFIC chi phối đã không thực sự “nhảy” và không tận dụng được các biến động tích cực của thị trường BĐS, BCI không triển khai dự án mới nào trong suốt 2013 – 2015.

Trong thời gian tới, BCI có thể sẽ đẩy mạnh phát triển sản phẩm biệt thự/nhà phố khép kín (compound) theo mô hình của KDH nhằm tận dụng sự bội cung của sản phẩm chung cư cũng như sự ủng hộ về mặt pháp lý/nguồn vốn (dễ dàng vay vốn từ NH để mua nhà có sổ hồng riêng biệt).

Dự án	Diện tích đất (m2)	Giá trị đã đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian phát triển	Tiến độ	Khu vực
KHU CÔNG NGHIỆP					
Lê Minh Xuân	1.000.000	n/a		- Đã cho thuê toàn bộ. Giá cho thuê bình quân 44.000 đồng / m2. - Diện tích kinh doanh: 105.027m2	Bình Chánh
Tiểu thủ công nghiệp Lê Minh Xuân	167.190	29	2015-2016	- Đang tái ký hợp đồng, giá thuê bình quân từ 2-2,2 triệu đồng/m2. - Đã tái ký 40%, thuê 40 năm đến 2055. - Diện tích kinh doanh: 662.278m2	Bình Chánh
Lê Minh Xuân mở rộng	1.099.138	210	2015-2017	- Đã đền bù 69,2 ha. Tiếp tục đền bù trong 2016. Tổng chi phí đền bù ước tính 333 tỷ đồng.	Bình Chánh
CĂN HỘ					
An Lạc Plaza (Western Dragon)	7.649	267	2015-2017	- Quy mô: 463 căn hộ, diện tích từ 45-112 m2/căn - Đã xong móng năm 2012. Đã có giấy phép điều chỉnh diện tích căn hộ. Đã tiêu thụ khoảng 11%. Giá bán bình quân khoảng 21 triệu đồng/m2. - Mua cổ phần của CTCP Bách Hóa miền Nam, tăng tỷ lệ sở hữu lên 100% trong 2015.	Bình Tân
510 Kinh Dương Vương	10.000	286	2016	- Đã trả phí sử dụng đất, đang tạm ngưng. - Dự định chuyển nhượng trong 2016.	Bình Tân
158A An Dương Vương	18.392	n/a	2016	- Đã cho thuê làm kho, nhà xưởng. - Dự định chuyển nhượng trong 2016.	Bình Tân
KHU DÂN CƯ					
Phong Phú 4	850.475	385	2009-2019	- Diện tích kinh doanh: 402.620m2 - 10,3ha bán cho 4 nhà đầu tư thứ cấp. Đã thỏa thuận xong giá bán. - 14ha xây dựng chung cư tái định cư: được cho phép điều chỉnh quy hoạch. - 5,4ha tự kinh doanh, còn lại trên 1ha sẵn sàng bán. Giá bán bình quân 11 triệu đồng/m2. - Còn 1,5ha chưa đền bù, thực hiện khi mức giá đền bù hợp lý.	Bình Chánh
Corona city	181.600	367	2016-2018	- Diện tích kinh doanh: 68.500m2 - Đang thiết kế 1/500, đã đền bù 16,5ha. Đã đóng 44 tỷ tiền sử dụng đất. Tiếp tục đền bù trong 2016.	Bình Chánh
Phong Phú 2	1.329.200	200	2016-2032	- Diện tích kinh doanh: 609.800m2 - Đã đền bù 57,4ha. Tiếp tục đền bù trong 2016. Tổng chi phí đền bù ước tính 1.200 tỷ đồng.	Bình Chánh
Tân Tạo	3.299.670	556	2016-2034	- Diện tích kinh doanh: 989.000m2 - Đã đền bù 138ha. Tiếp tục đền bù trong 2016. Tổng chi phí đền bù ước tính 1.500 tỷ đồng.	Bình Tân

TRIỂN VỌNG

2016 là một năm bận rộn với việc triển khai hàng loạt các dự án đã bị trì hoãn trong thời gian qua. BCI sẽ ưu tiên hoàn tất công tác đền bù tại các dự án có tính khả thi trong ngắn hạn: KCN Lê Minh Xuân mở rộng và Corona city (378 tỷ đồng). Tổng nguồn vốn để đền bù hoàn toàn các dự án của BCI ước tính ở mức 3.600 tỷ đồng. Dòng tiền tài trợ hoạt động đầu tư sẽ đến từ: 1) bán hàng dự án An Lạc plaza; 2) bán các dự án 510 Kinh Dương Vương, 158A An Dương Vương; 3) vay nợ ngân hàng. *DTT 2016 ước đạt 408 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 138 tỷ đồng, EPS cơ bản từ HĐKD cốt lõi là 1.594 đồng.*

- 1) **Mảng chuyển nhượng BĐS:** ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng 10,3ha đất nền tại dự án Phong Phú 4 cho 4 nhà đầu tư thứ cấp (Cty KCN Phong Phú và Cty phát triển CN Tân Thuận), và đất nền tự kinh doanh tại Phong Phú 4 (Việt Phú garden).
- 2) **Khu tiểu thủ CN Lê Minh Xuân và các dịch vụ liên quan tại KCN Lê Minh Xuân hiện hữu:** đóng góp 128 tỷ đồng vào KQKD với việc tiếp tục cho thuê lại 10,5ha diện tích đất thương phẩm (giá thuê bình quân từ 2-2,2 triệu đồng/m²).
- 3) **Các hoạt động khác** (công ty BCCI) và siêu thị big C: ổn định với đóng góp trên 40 tỷ đồng. Với việc Casino group dự định thoái vốn tại Big C Việt Nam trong đó Big C An Lạc là một trong 3 công ty có doanh thu lớn nhất (bên cạnh Big C Thăng Long và Big C Đồng Nai) trong hệ thống Big C tại Việt Nam thì BCI sẽ hưởng lợi từ hoạt động trên. Doanh thu 2014 của Big C An Lạc đạt trên 2.300 tỷ đồng, LNST ở mức 179 tỷ đồng; BCI đang sở hữu 20%, có giá trị 174 tỷ đồng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BCI luôn được nhắc đến là một doanh nghiệp BĐS có quỹ đất lớn nhưng vẫn ở dạng tiềm năng. Cơ cấu cổ đông cũ giúp BCI duy trì tình hình tài chính lành mạnh, hoạt động ổn định ngay cả trong giai đoạn thị trường BĐS đi xuống. Tuy nhiên khi thị trường có diễn biến tích cực, BCI dường như quá chậm trong việc “hiện thực hóa tiềm năng” của quỹ đất.

Với sự góp mặt của cổ đông mới – có kinh nghiệm tái cơ cấu thành công và phát triển các sản phẩm phù hợp với thị trường; BCI bước đầu có những thay đổi tích cực trong việc đẩy nhanh tiến độ pháp lý các dự án và mạnh dạn huy động các nguồn vốn để đầu tư. Do đó, BCI sẽ là một trong những cổ phiếu BĐS tiềm năng trong 2016 đến từ sự thay đổi tích cực về nền tảng doanh nghiệp. Giá trị hợp lý ước tính của BCI theo phương pháp NAV ở mức 28.600 đồng/CP.

Với mức giá 23.800 đồng/CP tại ngày 16/03/2016, BCI đang được giao dịch ở mức chiết khấu 16,8% so với giá trị hợp lý ước tính, do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần cân nhắc một số yếu tố dưới đây khi đầu tư vào BCI.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Tính thanh khoản và sở hữu cô đặc. Khối lượng cổ phiếu nắm giữ bởi cổ đông nội bộ và nhà đầu tư tổ chức chiếm hơn 81% số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Sự cô đặc trên một mặt sẽ giúp BCI theo đuổi kế hoạch dài hơi trong việc phát triển các dự án và ít chịu áp lực KQKD trong ngắn hạn. Tuy nhiên khả năng tiếp cận cổ phiếu của các nhà đầu tư mới sẽ hạn chế và giá có thể biến động mạnh vì lượng cung hạn chế. Khối lượng giao dịch bình quân trong 3 tháng gần nhất chỉ ở mức 62 ngàn CP/ngày, thấp hơn nhiều so với một số công ty BĐS khác như DXG (KLGD trung bình 3 tháng là 824 ngàn CP/ngày), VIC (1,34 triệu CP/ngày), PDR (527 ngàn CP/ngày).

Hiệu quả triển khai dự án. Các dự án của BCI có quy mô lớn, cần nguồn vốn dồi dào, thời gian triển khai dài cũng như khả năng hấp thụ của túi dân Bình Tân/Bình Chánh với sản phẩm compound sẽ cần nhiều thời gian để đánh giá/thử nghiệm trước khi dòng sản phẩm tối ưu được cung cấp ra thị trường. Do đó, hiệu quả từ sự hợp tác với KDH sẽ chỉ phản ánh trong trung và dài hạn.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Anh Tuấn, CFA

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên Phân tích

ndanh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771