



Công ty Cổ phần Đầu tư xây dựng Bình Chánh

Ngành: Kinh doanh BĐS

Lĩnh vực: Kinh doanh BĐS

Mã chứng khoán: BCI

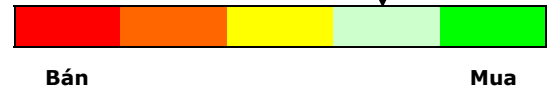
Khuyến nghị đầu tư: Nên mua

Giá mục tiêu: 76,000VNĐ

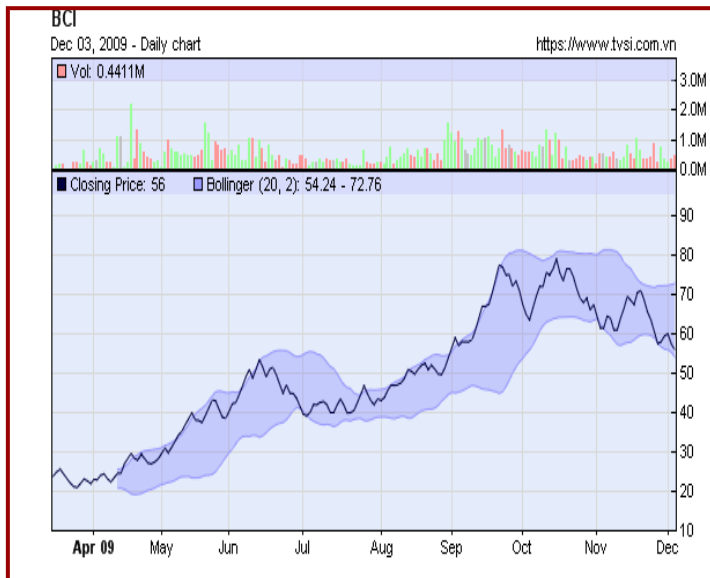
Giá hiện tại (ngày 03/12/2009): 56,000VNĐ

KL niêm yết	54,200,000 cp	Vốn điều lệ	542 tỷ VND
KL lưu hành	54,200,000 cp	EPS Trailing	3,033 VND
GTVH thị trường	3,035.2 tỷ VND	BVS	21,826* VND
Giá thấp nhất trong 52 tuần	21,000 VND	P/E	18.48
Giá cao nhất trong 52 tuần	79,000 VND	P/B	2.57

Khuyến nghị của TVSI



Thông tin cơ bản về cổ phiếu



Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

Tên công ty:	CTCP Đầu tư Xây dựng Bình Chánh
Tên viết tắt:	BCCI
Tên quốc tế:	Binh Chanh Construction Investment Shareholding Company
Trụ sở chính:	550 Kinh Dương Vương, P. An Lạc, Q. Bình Tân, Tp. HCM
Điện thoại:	(84.8) 38753021
Fax:	(84.8) 38753552
Website	www.bcci.com.vn

Lĩnh vực hoạt động chính

- Kinh doanh nhà ở, đất ở, hạ tầng cơ sở khu công nghiệp
- Môi giới bất động sản và cung cấp các dịch vụ cho dự án

Chỉ tiêu tài chính

ĐV: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	9T2009
Doanh thu	260,486.96	484,851.71	301,293.35
Lợi nhuận gộp	92,064.86	215,846.22	161,626.70
Lợi nhuận HDSXKD	77,099.22	177,126.33	158,475.52
LNST (triệu đồng)	72,001.16	125,530.18	144,847.33
Tổng tài sản	2,478,119.71	2,470,275.07	2,771,557.36
ROE (%)	6.75	11.64	12.25
ROA (%)	2.91	5.08	5.23
EPS (VNĐ)	1,328	2,314	2,674
Giá trị sổ sách (VNĐ)	19,666	19,888	21,826

Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
Phương pháp chiết khấu luồng tiền (DCF)		
Kịch bản lạc quan	83,500 VND	25%
Kịch bản thận trọng	64,000 VND	25%
Phương pháp hệ số tương đối		
P/E	88,000 VND	25%
P/BV	69,000 VND	25%

Thông tin chính liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
27/11/2009	BCI: Chi trả cổ tức đợt 1 năm 2009 với tỷ lệ 10% bằng tiền mặt	www.tvsi.com.vn
02/11/2009	BCI: Giải trình chênh lệch kết quả kinh doanh hợp nhất quý III/2009	www.tvsi.com.vn
30/10/2009	BCI: Kết quả giao dịch cổ đông nội bộ	www.tvsi.com.vn
16/10/2009	BCI: Kết quả giao dịch của người có liên quan đến cổ đông nội bộ	www.tvsi.com.vn
15/09/2009	BCI: Công bố thông tin dự án	www.tvsi.com.vn

*: Cơ sở dữ liệu được định dạng theo chuẩn quốc tế

VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

Tác động từ phía cung - danh mục dự án đang thực hiện

Tên dự án	Quy mô (ha)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Vị trí	Thời gian	Tiến độ thực hiện
Dự án đất					
KDC Phong Phú 4	84	2,515	H. Bình Chánh	2003-2010	Hoàn thành thu hồi 78.1% quy mô dự án
KDC Phong Phú 2	133	1,250	H. Bình Chánh	2007-2012	Hoàn thành thu hồi trên 70% quy mô dự án
KDC 11A	16.6	535	H. Bình Chánh	2001-2010	Hoàn thành thu hồi 76.5% quy mô dự án
Khu trung tâm dân cư Tân Tạo	330	3,280	Q. Bình Tân	2007-2012	Hoàn thành thu hồi 34.8% quy mô, đang chờ phê duyệt hồ sơ quy hoạch 1/500
Dự án cao ốc và nhà chung cư					
Cao ốc An Lạc Plaza	5.9	594	Q. Bình Tân	2008-2011	Khởi công ngày 19/08/2009
Cao ốc văn phòng 15 tầng BCCI	1.6	47	Q. Bình Tân	2008-2010	Đang thực hiện thiết kế cơ sở, dự kiến khởi công vào đầu năm 2010
Chung cư BCCI	2.1	70	Q. Bình Tân	2008-2010	Đang làm hồ sơ quy hoạch và thiết kế cơ sở, dự kiến khởi công vào đầu năm 2010
Chung cư Nhất Lan 12 tầng	2.3	166	Q. Bình Tân	2008-2010	Đang xây dựng
Chung cư Tân Tạo 1	7.2	574	Q. Bình Tân	2009-2011	Khởi công ngày 18/06/2009
Khu phức hợp Đầm Sen	5.9	3,778	Q.11	2008-2013	Đang lập hồ sơ quy hoạch 1/500
Dự án khu công nghiệp					
KCN Lê Minh Xuân mở rộng	109	467	Q. Bình Tân	2008-2010	Hoàn thành thu hồi 61.7% quy mô dự án
KCN Phong Phú	148	1,129	Q. Bình Tân	2001-2010	Hoàn thành thu hồi 82.42% dự án

Với quỹ đất hiện tại gần 900ha trong đó phân nửa là đất "sạch" (đã giải tỏa) BCI có điều kiện thực hiện rất nhiều dự án. Một danh mục các dự án đang thực hiện (cả phân khúc nhà giá thấp, trung bình, cao) và dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2010—2012 hứa hẹn mang đến nguồn cung lớn cho thị trường.

Nếu so về quỹ đất so với các doanh nghiệp bất động sản trên địa bàn cả nước thì BCI đứng thứ 3 sau HAG và DIG. Quỹ đất này cùng với nỗ lực tạo thêm quỹ đất cho mình bằng những cách làm rất riêng sẽ là điều kiện thuận lợi để BCI phát triển các dự án cũng như duy trì thời gian hoạt động cho mình.

Tác động từ phía cầu

Dự án	Phân khúc	Khách hàng	Số lượng đăng ký mua
Chung cư Nhất Lan	Nhà ở tái định cư	Dân cư	> 50%
KDC Phong Phú 4	Phục vụ nhu cầu tái định cư	Ban quản lý khu Nam	50%
Chung cư Tân Tạo 1	Nhà ở tái định cư	Sở xây dựng TP. HCM	> 50%

UBND Thành phố là khách hàng lớn trong phân khúc nhà giá thấp và trung bình

Với chiến lược đầu tư vì an cư cộng đồng và vì những người dân có nhu cầu nhà ở thực sự, BCI nhận được sự quan tâm rất lớn đối với các sản phẩm của mình, trong đó UBND TP HCM được coi là khách hàng lớn và thường xuyên của BCI với các chương trình nhà tái định cư và nhà ở xã hội. Các dự án nhà giá trung bình của BCI phân nửa được UBND Tp đặt mua từ trước còn lại cũng được người mua quan tâm thể hiện qua các khoản khách hàng trả tiền trước rất lớn. Mới đây, dự án Phong Phú 4 đã tiến hành bán ra đợt 1 và đã nhận được rất nhiều sự quan tâm từ phía khách hàng, trong đó 50% diện tích đất được bán cho ban quản lý khu Nam còn lại bán ra ngoài cho người dân, mặc dù vào thời điểm quý III giá đất nền đã tăng lên rất nhiều (khoảng 2 triệu / m2 so với quý trước) tuy nhiên lượng khách hàng đặt mua vẫn rất lớn. Tương tự với dự án khu căn hộ BCCI - Tân Tạo 1 (dự án thứ 3 mà BCI dành phần lớn số căn hộ để bán cho chương trình tái định cư sau khu căn hộ Nhất Lan và Da Sà cũng nằm trên địa bàn quận Bình Tân) vừa mới được khởi công hồi cuối tháng 6/2009 và đã được Sở Xây dựng Tp.HCM đặt hàng phần lớn số căn hộ của dự án để tái định cư cho người dân trên địa bàn thành phố với giá mua theo giá thị trường tại thời điểm BCI công bố bán sản phẩm, phần còn lại được bán cho người có thu nhập trung bình. **Theo nhận định của ông Đức - Tổng giám đốc BCI - thì hiện Tp.HCM đang cần khoảng 300,000 căn hộ tái định cư và đó chính là một lực lượng cầu lớn đảm bảo vững chắc cho đầu ra của công ty.**

VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

Số lượng các doanh nghiệp bất động sản ngày càng gia tăng cùng với sự phục hồi của nền kinh tế tạo áp lực cạnh tranh rất lớn.

Là một doanh nghiệp bất động sản hoạt động trên địa bàn Tp. HCM - khu vực kinh tế phát triển sôi động nhất đất nước, BCI chịu sự cạnh tranh rất lớn từ các doanh nghiệp trong ngành hoạt động trên cùng địa bàn. Theo thống kê, hiện Tp.HCM có khoảng 19,000 doanh nghiệp đăng ký kinh doanh bất động sản, tuy nhiên đa số là doanh nghiệp nhỏ, thiếu kinh nghiệm, vốn ít nên chỉ đầu tư những dự án nhỏ lẻ. Thị trường sôi động chủ yếu phụ thuộc vào trên 1,000 doanh nghiệp kinh doanh bất động sản có dự án thường xuyên.

Với địa bàn hoạt động khá hẹp, chủ yếu trên địa bàn quận Bình Tân và huyện Bình Chánh, BCI chịu sức ép cạnh tranh với một số doanh nghiệp bất động sản lớn như: Tổng công ty địa ốc Sài Gòn, CTCP đầu tư kinh doanh nhà (Intresco), CTCP đầu tư kinh doanh nhà Tân Đoàn Việt,... trong phân khúc căn hộ cao cấp. Với mảng kinh doanh truyền thống (kinh doanh nhà ở giá trung bình và thấp), BCI có được lợi thế hơn các doanh nghiệp cùng ngành do có được sự quan tâm của UBND TP và vì vậy áp lực cạnh tranh trong phân khúc này là không lớn. Thời gian vừa qua BCI liên tục nhận được nhiều những giải thưởng uy tín (Sao vàng đất Việt, Cup vàng ngành xây dựng) cùng với việc thực hiện các dự án theo đúng kế hoạch đã tạo dựng được niềm tin nơi khách hàng. Với quỹ đất lớn, chi phí vốn thấp, BCI cần có chiến lược khai thác và sử dụng hiệu quả hơn nhằm phát huy lợi thế của mình.

Khu vực phía Tây thành phố đang có được lợi thế lớn khi rất nhiều các tuyến đường giao thông quan trọng được khởi công qua, tiêu biểu như cầu Phú Mỹ, đại lộ Đông - Tây, đây sẽ là điểm đến của các doanh nghiệp bất động sản khác trên địa bàn TP. Vì vậy, thời gian tới sự cạnh tranh sẽ gay gắt và ngày càng gay gắt hơn cùng với sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường bất động sản. Do đó, BCI sẽ chịu áp lực nhiều hơn và phải phấn đấu nhiều hơn, hoạt động hiệu quả hơn.

Rào cản thị trường và các sản phẩm thay thế

Tham gia thị trường bất động sản hiện nay không phải dễ dàng bởi chịu nhiều rào cản không chỉ về khung pháp lý mà còn là những yêu cầu để duy trì được hoạt động: tiềm lực tài chính, mối quan hệ, quỹ đất lớn, kinh nghiệm hoạt động.

Với một doanh nghiệp muốn tham gia hoạt động trong lĩnh vực bất động sản hiện nay không phải là vấn đề dễ dàng. Bởi đây là một lĩnh vực rất nhạy cảm với tình hình kinh tế, chịu nhiều những quy định chặt chẽ không chỉ từ các bộ luật quy định đối với một doanh nghiệp thông thường nói chung mà còn liên quan đến một số bộ luật khác như luật đất đai, luật nhà ở,... . Mặc dù trên thị trường có rất nhiều doanh nghiệp bất động sản hoạt động nhưng hầu hết là các doanh nghiệp nhỏ, để có thể mở rộng quy mô và tạo uy tín trên thị trường thì vấn đề nằm ở 3 tiêu chí: kinh nghiệm, các mối quan hệ và tiềm lực tài chính. Kinh nghiệm để có thể nắm bắt tình hình thị trường nhạy bén và đưa ra những quyết định đầu tư hợp lý. Các mối quan hệ đặc biệt là với các UBND TP nơi công ty hoạt động là rất quan trọng vì liên quan đến vấn đề được cấp đất để thực hiện dự án, cấp sổ đỏ đối với đất dự án. Tiềm lực tài chính cũng là một yếu tố hết sức quan trọng bởi giá trị của các dự án bất động sản là vô cùng lớn do đó nếu doanh nghiệp không có đủ tiềm lực tài chính hoặc sự chứng minh về tiềm lực tài chính thì khó có thể thực hiện dự án cũng như vay vốn thực hiện dự án.

Với BCI, hiện quy mô tài sản được xếp vào top các doanh nghiệp bất động sản có quy mô lớn, tình hình tài chính khá lành mạnh, với 10 năm kinh nghiệm hoạt động dưới mô hình công ty cổ phần, có mối quan hệ tốt với UBND TP, ban lãnh đạo có trình độ trong lĩnh vực hoạt động, nhạy bén với những xu thế của thị trường và đặc biệt là rất cẩn trọng, tuy nhiên hiện nay với những quy định về thuế chuyển nhượng bất động sản, các quy định liên quan đến đền bù, giải tỏa, thủ tục hành chính còn rắc rối, phiền hà, cung cầu thị trường mất cân đối là những khó khăn, rào cản lớn đối với không chỉ BCI mà còn đối với tất cả các doanh nghiệp bất động sản khác đã, đang và sẽ gia nhập ngành.

Tp. HCM là khu vực hoạt động kinh doanh bất động sản sôi động nhất cả nước do đó áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm thay thế là rất lớn.

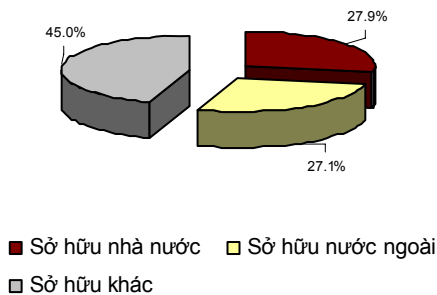
Tp. HCM là khu vực sầm uất nhất và hoạt động kinh doanh bất động sản sôi động nhất cả nước, áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm thay thế luôn đặt ra những thách thức to lớn đối với BCI trong chiến lược kinh doanh để có thể duy trì và nâng cao uy thế trên thị trường.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Chiến lược phát triển và triển vọng

BCI đặt mục tiêu không ngừng nâng cao giá trị cho cộng đồng lên trên hết trong chiến lược phát triển của mình

Biểu đồ 2: Cơ cấu sở hữu tại ngày 03/12/09



Tên cổ đông lớn (*)	Số CP	Tỷ lệ
HIFU	15,120,000	27.9%
Trần Ngọc Henri	3,613,480	6.67%
PNB	4,319,240	7.97%

Họ tên	Chức vụ	Tỷ lệ
Ô. Nguyễn Văn Lệ	CT HĐQT	19.04%
Ô. Trần Ngọc Henri	Phó CT HĐQT	6.67%
Ô. Phạm Minh Đức	TGĐ	1.14%
Bà. Trương Mỹ Linh	Phó TGĐ	-
Ô. Mai Hữu Tài	Phó TGĐ	0.54%
Ô. Nguyễn Hoàng Thúc	Phó TGĐ	0.81%
Bà. Thái Kim Lệ	KT trưởng	0.01%
Ô. Trần Ngọc Tiến	Trưởng BKS	0.07%

% sở hữu trên VDL

Năm	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Hình thức
2007	-	-
2008	15%	Tiền mặt
2009F	17% (**)	Tiền mặt

(*): tại ngày 01/12/2008

(**): ngày 25/12/09 BCCI thanh toán cổ tức đợt 1 với tỷ lệ 10% bằng tiền mặt

- BCI được đánh giá là một trong những doanh nghiệp bất động sản có được chiến lược và bước đi khá phù hợp trong giai đoạn vừa qua. BCI chủ trương đầu tư vào các dự án dành cho người có thu nhập trung bình và thấp bởi **theo nhận định của Ban lãnh đạo công ty, phân khúc dành cho người có nhu cầu để ở sẽ không bao giờ đóng băng**. Thời gian gần đây, để đa dạng hóa cũng như bắt kịp xu hướng thị trường, BCI cũng đã triển khai một số dự án cao cấp như An Lạc Plaza, Khu phức hợp Đầm Sen, Khu đô thị Tân Tạo, KDC Phong Phú 2... . Theo kế hoạch từ Ban Giám đốc công ty thì hầu hết các dự án trên sẽ được hoàn thành vào năm 2015.

- Ngoài việc kinh doanh bất động sản thuần túy, BCI còn mở rộng hoạt động sang các lĩnh vực có liên quan như: môi giới bất động sản, kinh doanh các dịch vụ trong khu công nghiệp (cung cấp điện, nước) và kinh doanh siêu thị. Việc kinh doanh dịch vụ trong khu công nghiệp và kinh doanh siêu thị, BCI kết hợp với một số doanh nghiệp, tập đoàn lớn trong và ngoài nước như Tập đoàn Casino (Pháp), CTCP KCN Phong Phú, Cty TNHH Thương mại và Dịch vụ Siêu thị An Lạc,... . Riêng với hoạt động môi giới bất động sản, đến nay BCI đã mở hai sàn giao dịch, một tại quận Bình Tân (3/2008) và một tại quận 3 (10/2009). Các sàn giao dịch hoạt động tỏ ra khá hiệu quả với các dịch vụ khá ưu việt cung cấp đến khách hàng. Thời gian tới, BCI có kế hoạch tiếp tục mở thêm các sàn giao dịch mới tại các khu vực khác như: quận 2, quận 7, Nam Sài Gòn,... nhằm minh bạch hóa thị trường và cung cấp những sản phẩm tiện ích đến giới đầu tư.

- Với định hướng trở thành một trong những doanh nghiệp hàng đầu về đầu tư - kinh doanh bất động sản tại Việt Nam, hiện BCI đang nỗ lực đưa ra thị trường danh mục các sản phẩm đa dạng nhất và đang có xu hướng dịch chuyển sang phân khúc cao cấp trong đó có dự án có thể cạnh tranh với Phú Mỹ Hưng. Riêng mảng kinh doanh đất nền (chủ chốt trong thời gian qua), theo nhận định của các nhà kinh doanh bất động sản, hầu hết khách hàng mua với mục tiêu đầu cơ là chính, mục tiêu để xây nhà chỉ là phụ và một trong những yếu tố thu hút khách hàng đến nhận đất nền đó là khu đất đó đã được cấp sổ đỏ (chứng nhận quyền sở hữu). Hiện BCI cũng đã thu xếp xin cấp sổ đỏ cho hầu hết các dự án đất của mình

Quan hệ với cổ đông chiến lược

BCI có được những đối tác chiến lược quan trọng trong hoạt động kinh doanh của mình, cụ thể, BCI hợp tác chiến lược với 3 quỹ đầu tư lớn là Vina Capital, Dragon Capital và Temasek (Singapo). Ba đối tác chiến lược này cam kết đầu tư lâu dài để giúp công ty nâng tầm hoạt động.

Theo thông tin từ phía BCI thì hiện tại ngân hàng Phương Nam (PNB) chỉ là cổ đông bình thường mặc dù tại thời điểm 01/12/2008 PNB là một trong những cổ đông lớn.

Cơ cấu cổ đông và thành viên ban điều hành

Với cơ cấu ban lãnh đạo hiện tại phần lớn là những cử nhân kinh tế, có nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực hoạt động trên địa bàn nên rất am hiểu về ngành và nhạy bén với tình hình thực tế. CT HĐQT và PCT HĐQT là những cổ đông lớn và cam kết nắm giữ cổ phần lâu dài mặc dù thời gian gần đây cổ đông nội bộ và những người có liên quan đăng ký bán ra rất nhiều.

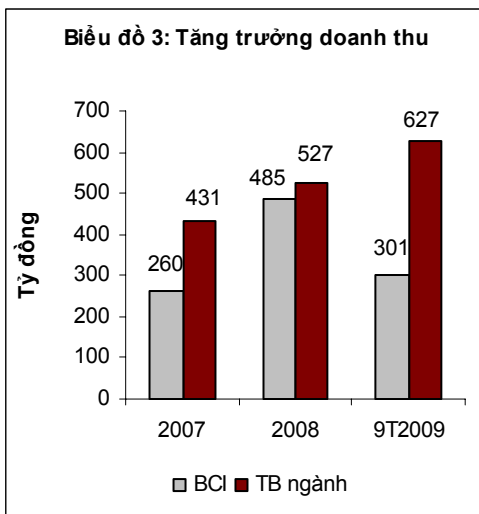
Chiến lược chi trả cổ tức

BCI vừa chi trả cổ tức đợt 1/2009 với tỷ lệ 10% bằng tiền mặt trong kế hoạch chi trả cả năm thấp nhất là 17%. Các năm tiếp theo BCI sẽ nâng dần tỷ lệ cổ tức và chuyển sang hình thức chi trả bằng cổ phiếu.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty

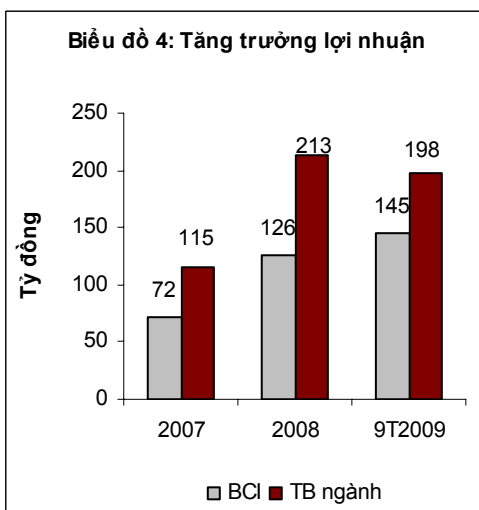
Biểu đồ 3: Tăng trưởng doanh thu



Nhìn chung BCI có sự tăng trưởng mạnh về doanh thu theo thời gian. Năm 2008 thời điểm mà thị trường bất động sản trầm lắng thì doanh thu mang lại cho BCI vẫn rất lớn do đặc trưng của sản phẩm mà BCI cung cấp hướng đến nhu cầu thực sự của người dân. **9 tháng đầu năm 2009, với khoản doanh thu trên 301 tỷ đồng, BCI đã hoàn thành 52.9% kế hoạch năm - đây là mức khá thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành**, bởi một số doanh nghiệp bất động sản đã đạt và vượt chỉ tiêu kế hoạch cả năm. Điển hình như HAG, SC5, NBB,... đã gia tăng con số kế hoạch lên đáng kể.

Trong báo cáo tài chính quý III, BCI có khoản doanh thu chưa thực hiện là 295.8 nếu thực hiện được thì con số doanh thu cho cả năm sẽ lên đến 596.8 tỷ, tăng 4.8% so với kế hoạch đề ra. Dường như chỉ tiêu kế hoạch của BCI ngày càng thận trọng hơn do năm 2008 đã không đạt được mức kế hoạch. Và với những diễn biến thuận lợi của thị trường bất động sản thời gian qua **BCI cũng không có kế hoạch tăng doanh thu như một số doanh nghiệp khác**. Điều này cho thấy được sự thận trọng và chắc chắn ở mức cao của ban giám đốc công ty.

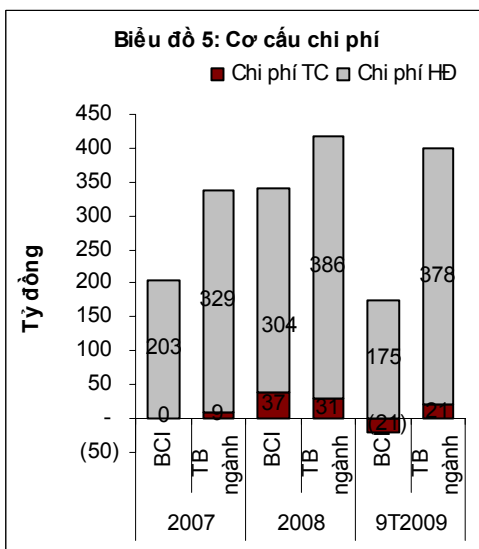
Biểu đồ 4: Tăng trưởng lợi nhuận



So với trung bình ngành thì doanh thu của BCI có thể coi là thấp và luôn thấp hơn trung bình ngành qua các năm. Với quỹ đất lớn như hiện tại thì có thể thấy BCI chưa khai thác hiệu quả lợi thế của mình. Chiến lược kinh doanh của BCI khá thận trọng, BCI đầu tư lâu dài với chiến lược thủ hàng chờ giá lên. Với dự án Phong Phú 4, BCI đã bán ra đợt 1 trong quý III và doanh thu thu được cao hơn 2 triệu/m² so với thời điểm trước đó nhưng vẫn nhận được sự quan tâm khá lớn từ phía khách hàng. Trong quý IV BCI tiếp tục bán ra một số dự án trong kế hoạch (Phong Phú 4, Phong Phú 5,...) sẽ kỳ vọng ở con số doanh thu đột biến hơn. **Và mặc dù hoạt động chưa thực sự hiệu quả so với ngành nhưng lại tương đối ổn định với danh mục lớn các dự án đang thực hiện nên tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn là rất lớn.**

Về lợi nhuận thì cũng liên tục tăng lên theo thời gian và riêng **9 tháng đầu năm con số lợi nhuận đã vượt quá lợi nhuận cả năm 2008 và gấp đôi lợi nhuận 2007**. Có được con số lợi nhuận cao đó chủ yếu là do trong quý III BCI bán dự án Phong Phú, dự án khu dân cư Nam Hùng Vương - Bắc Trần Văn Kiểu với giá cao và việc quản lý chi phí đã chặt chẽ và hiệu quả hơn. Cũng như doanh thu, lợi nhuận của BCI cũng không phải ở mức hấp dẫn so với ngành, nhưng theo thời gian khoảng cách chênh lệch sẽ dần được rút ngắn lại.

Biểu đồ 5: Cơ cấu chi phí



Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

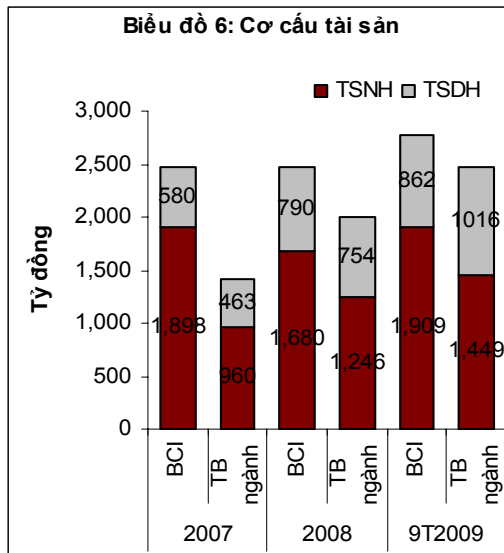
Tương tự như các doanh nghiệp bất động sản khác, chi phí hoạt động mà trong đó là chi phí trực tiếp (giá vốn) luôn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí. Năm 2007 đến 2008 tổng chi phí nói chung và chi phí hoạt động nói riêng tăng nhanh tuy nhiên 9 tháng năm 2009 tổng chi phí giảm mạnh do giảm chi phí tài chính mà đặc biệt là trong quý III. Với danh mục đầu tư chứng khoán chủ yếu vào các doanh nghiệp bất động sản cùng ngành (TDH, CII) và cổ phiếu OTC của ngân hàng phát triển nhà, thời điểm quý III thị trường chứng khoán khởi sắc, giá cổ phiếu đã tăng đáng kể so với thời điểm quý II do đó BCI đã ghi nhận khoản hoàn nhập lên tới 14.9 tỷ. **Quý IV dự kiến chi phí sẽ tăng mạnh do rất nhiều dự án được khởi công mà mới đây nhất là dự án đường D7 - khu trung tâm dân cư Tân Tạo, xây dựng trong thời gian ngắn (140 ngày) với tổng vốn đầu tư 42.89 tỷ đồng và một số dự án khác (tăng chi phí đền bù, giải tỏa theo nghị định 69 mới ban hành) sẽ làm gia tăng chi phí hoạt động cho BCI.**

So với trung bình ngành thì chi phí hoạt động của BCI ở mức khá thấp do có lợi thế về quỹ đất lớn với giá vốn thấp được mua ở thời điểm giá rẻ.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tình hình tài sản của doanh nghiệp

Quy mô tổng tài sản đang có xu hướng tăng cùng với việc mở rộng đầu tư dự án, gia tăng các khoản tồn kho và các khoản phải thu



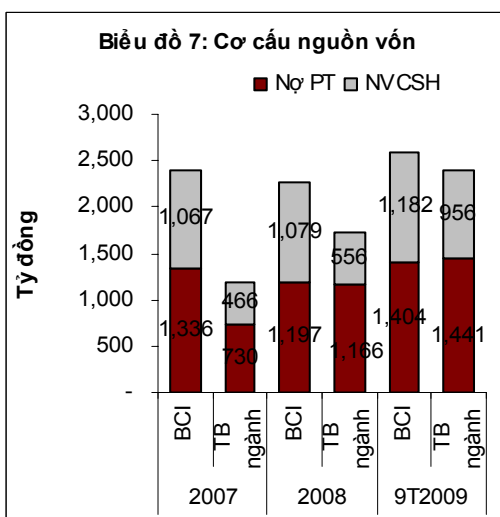
Có thể thấy, quy mô tài sản của BCI lớn hơn khá nhiều so với trung bình ngành xét cả về tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn.

Cùng với quá trình phát triển, tổng tài sản của BCI không ngừng tăng lên. Đóng góp vào sự tăng trưởng đó là sự mở rộng quy mô tài sản ngắn hạn mà chủ yếu là hàng tồn kho và các khoản phải thu. Trong cơ cấu hàng tồn kho thì chủ yếu là chi phí đầu tư cơ sở hạ tầng với những dự án đất đang thực hiện của công ty. Phần chiếm tỷ trọng thứ 2 trong tài sản ngắn hạn là các khoản phải thu, trong đó chủ yếu là các khoản trả trước nhà cung cấp dịch vụ và phải thu từ các đối tác kinh doanh. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và tiền chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ. Với lượng tiền mặt lớn thu được từ đợt phát hành cổ phiếu trong những năm trước đã được sử dụng vào các dự án đầu tư, lượng tiền mặt còn lại khá khiêm tốn, một bộ phận trong tiền gửi ngân hàng đang bị phong tỏa do chưa hoàn tất sổ đỏ cho khách hàng thuê đất tại khu công nghiệp Lê Minh Xuân.

Về tài sản dài hạn, với đặc thù doanh nghiệp bất động sản, tỷ trọng tài sản cố định mà trong đó chi phí xây dựng cơ bản dở dang chiếm tỷ trọng lớn nhất tiếp đến là bất động sản đầu tư. Về các khoản đầu tư dài hạn, BCI đầu tư vào một số công ty con như: CTCP KCN Phong Phú, CTCP Kinh doanh bất động sản Bách Bình, và đầu tư vào một số công ty liên doanh, liên kết như: CTTNHH BigC, CTCP đầu tư và bất động sản Sài Gòn Châu Á,... . Các công ty liên doanh liên kết trong quý III bao gồm CTCP đầu tư và bất động sản Sài Gòn Châu Á và CTTNHH thương mại và dịch vụ siêu thị An Lạc với tỷ lệ thực góp lần lượt là 20% và 16%. Với các khoản đầu tư dài hạn khác chủ yếu là đầu tư chứng khoán với danh mục các cổ phiếu bất động sản hoạt động khá hiệu quả như như TDH, CII và một cổ phiếu OTC (HDB). Ngoài ra BCI vẫn giữ khoản đầu tư vào một số công ty khác trong danh mục của mình như: công ty cung cấp nước Dầu Tiếng, công ty cổ phần thủy sản SJ1, đầu tư vào khu công nghiệp Phong Phú và chợ Tân Túc.

Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

Sự gia tăng nguồn vốn chủ yếu đến từ sự gia tăng các khoản nợ ngắn hạn trong đó chiếm tỷ trọng lớn là các khoản người mua trả tiền trước và sự gia tăng mạnh mẽ của lợi nhuận sau thuế



Cũng như các doanh nghiệp trong ngành bất động sản khác, trong cơ cấu nguồn vốn của BCI chủ yếu là nợ phải trả (ngoại trừ lợi ích cổ đông thiểu số). Nếu so với trung bình ngành thì tỷ lệ nợ của BCI là thấp hơn (mức cao nhất mới là 50% tổng tài sản). Như vậy có thể thấy tình hình tài chính của BCI là khá lành mạnh.

Cùng với xu hướng của ngành, quy mô nguồn vốn không ngừng được mở rộng. Trong đó có sự đóng góp của sự gia tăng nợ phải trả. Sự gia tăng các khoản nợ phải trả chủ yếu đến từ sự tăng lên mạnh mẽ của các khoản ứng trước của khách hàng thể hiện mức độ quan tâm của khách hàng đối với sản phẩm của BCI là rất cao và sự gia tăng các sản phẩm cũng như chất lượng sản phẩm là rất đáng kể. Mặc dù cả nợ phải trả và vốn chủ sở hữu năm 2008 có sự giảm sút chút ít so với năm 2007 do ảnh hưởng của khủng hoảng nhưng 9 tháng năm 2009 đã tạo ra sự đột biến, về nợ phải trả tăng lên chủ yếu là do BCI gia tăng các khoản nợ vay ngắn hạn ngân hàng, phòng tài chính huyện Bình Chánh và vay thương mại (tăng khoảng 96 tỷ so với thời điểm cuối năm 2008) và các khoản người mua trả tiền trước cũng đã tăng lên so với cuối năm 2008 (khoảng 80 tỷ). Tiếp đến sự gia tăng vốn chủ sở hữu chủ yếu đến từ sự gia tăng mạnh mẽ của lợi nhuận sau thuế do đó mà chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế chưa phân phối tăng lên mạnh mẽ, so với thời điểm cuối năm 2008, 9 tháng đầu năm 2009 lợi nhuận sau thuế tăng 64 tỷ. Công ty đã tiến hành trả cổ tức xong cho năm 2008 với tỷ lệ 15% và mới tạm ứng cổ tức đợt 1 năm 2009 bằng tiền mặt với tỷ lệ 10% do đó kết quả kinh doanh quý IV được dự báo có sự tăng đột biến so với quý III và sự gia tăng các khoản vay cho dự án sẽ là nhân tố làm gia tăng nguồn vốn.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số khả năng thanh toán

Chỉ tiêu	Đơn vị	2008				9T2009			
		BCI	SJS	TDH	VPH	BCI	SJS	TDH	VPH
Khả năng thanh toán ngắn hạn	Lần	1.96	0.70	3.50	1.44	1.78	1.27	2.51	1.52
Khả năng thanh toán nhanh	Lần	0.49	0.62	1.53	0.26	0.45	1.22	1.21	0.39
Khả năng thanh toán bằng tiền	Lần	0.06	0.03	0.52	0.05	0.07	0.34	0.32	0.10

Nhìn chung khả năng thanh toán ngắn hạn của BCI đang giảm dần theo thời gian do xu thế nợ ngắn hạn tăng nhanh hơn tài sản ngắn hạn.

Khả năng thanh toán nhanh cũng có xu hướng giảm dần và ở mức khá thấp. Thông thường hệ số thanh toán nhanh ở mức 0.5 trở lên thì được coi là an toàn. **Với lượng hàng tồn kho lớn và có xu hướng tăng sẽ ảnh hưởng rất lớn đến khả năng thanh toán nếu không có chính sách bán hàng hợp lý.** Khả năng thanh toán bằng tiền được cải thiện chút ít do lượng tiền mặt tăng lên đáng kể chủ yếu là do tăng tiền gửi ngân hàng. Nếu so sánh với một số doanh nghiệp cùng ngành, cùng quy mô vốn thì khả năng thanh toán của BCI có phần tốt hơn so với VPH và SJS nhưng thấp hơn nhiều so với TDH.

Tỷ số năng lực hoạt động

Chỉ tiêu	Đơn vị	2008				9T2009			
		BCI	SJS	TDH	VPH	BCI	SJS	TDH	VPH
Vòng quay hàng tồn kho	Lần	0.21	4.99	0.73	0.20	0.10	2.81	0.41	0.59
Vòng quay các khoản phải thu	Lần	1.53	1.79	4.87	3.64	0.76	1.71	1.52	3.56
Kỳ thu tiền bình quân	Ngày	234.56	201.08	73.86	98.89	471.35	210.48	236.73	101.00
Vòng quay tổng tài sản	Lần	0.20	0.20	0.42	0.21	0.11	0.14	0.22	0.43
Vòng quay tài sản cố định	Lần	0.78	0.30	7.82	89.96	0.45	0.27	5.49	206.57
Vốn lưu động / DT	Lần	1.70	(0.30)	0.84	1.35	2.77	0.59	1.30	0.68
Nợ Phải trả / DT	Lần	2.47	1.41	0.69	4.18	4.66	3.52	1.48	1.89

Các chỉ số năng lực hoạt động cũng cho thấy sự suy giảm năng lực hoạt động theo thời gian của BCI. Cùng với sự gia tăng mạnh của hàng tồn kho và các khoản phải thu, hệ số vòng quay hàng tồn kho và vòng quay các khoản phải thu rất thấp và có xu hướng giảm và luôn thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành, cùng quy mô. **Đối với các khoản phải thu ngắn hạn thì trung bình số ngày để thu hồi được thì cũng mất đến gần 1 năm thậm chí đã chuyển thành dài hạn (trên 1 năm).** Như vậy khả năng thu hồi nợ của BCI là thấp và thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp trong ngành, đây cũng là một bất lợi đối với những khoản đầu tư cần vốn lớn khi mà chưa thu hồi được các khoản phải thu. Vòng quay tổng tài sản của BCI cũng ở mức thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành thể hiện hiệu quả sử dụng tài sản nhằm tạo ra doanh thu là không cao.

Với lượng hàng tồn kho lớn từ việc xây dựng các dự án dở dang, các dự án đất nền đã hoàn thành và khách hàng chưa đến nhận, các khoản nợ tăng nhanh cùng với quá trình đầu tư dự án do đó vốn lưu động cũng như các khoản nợ phải trả chiếm trên tổng doanh thu của BCI là rất lớn (lớn hơn các doanh nghiệp cùng ngành) mặc dù trước đó BCI hầu như rất ít đi vay

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số cơ cấu vốn

Chỉ tiêu	Đơn vị	2008				9T2009			
		BCI	SJS	TDH	VPH	BCI	SJS	TDH	VPH
Nợ phải trả/VCSH	Lần	1.11	0.39	0.41	6.51	1.19	0.92	0.48	4.42
Nợ phải trả/TTS	Lần	0.48	0.28	0.29	0.87	0.51	0.48	0.32	0.82

Hệ số nợ của BCI ở mức thấp nếu xét theo đặc thù của doanh nghiệp bất động sản, tuy nhiên, đem so sánh BCI với các doanh nghiệp cùng ngành, có quy mô vốn điều lệ tương đương thì hệ số nợ của BCI vẫn cao hơn SJS và TDH - hai doanh nghiệp bất động sản hoạt động khá hiệu quả, nhưng lại thấp hơn khá nhiều so với VPH. Cũng như các doanh nghiệp bất động sản khác, theo thời gian hệ số nợ tăng lên cùng với quá trình mở rộng kinh doanh, đầu tư thêm các dự án mới cũng như giải tỏa thêm đất. Các khoản vay ngân hàng hầu hết được thế chấp bằng quyền sử dụng đất, cầm cố cổ phiếu, giá trị nhà xưởng để thực hiện một số dự án như: đầu tư cơ sở hạ tầng tại KCN Lê Minh Xuân, thực hiện dự án đầu tư xây dựng chung cư Nhất Lan,... . Với một loạt các dự án mới trong kế hoạch thì hệ số nợ sẽ ngày càng có xu hướng gia tăng.

Tỷ số khả năng sinh lời

Chỉ tiêu	Đơn vị	2008				9T2009			
		BCI	SJS	TDH	VPH	BCI	SJS	TDH	VPH
Lãi gộp/Doanh thu	%	44.52	61.13	52.02	28.10	53.64	69.19	53.74	13.43
Lợi nhuận KD/D.Thu	%	36.53	57.25	44.89	12.20	52.60	109.91	60.15	10.75
Lãi ròng/Doanh thu	%	25.89	37.84	35.37	8.58	48.08	90.72	58.68	9.96
ROA	%	5.08	7.47	14.80	1.78	5.23	12.34	12.71	4.30
ROE	%	11.64	10.35	21.18	13.35	12.25	23.69	18.96	23.30

Khả năng sinh lời của BCI thấp hơn hai doanh nghiệp sử dụng ít nợ là SJS và TDH nhưng cao hơn doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ là VPH và có xu hướng tăng theo thời gian.

Tỷ lệ lãi gộp/ Doanh thu ở mức trung bình nhưng đang có xu hướng tăng do chi phí đã được giảm thiểu dưới ảnh hưởng của gói kích cầu đến chi phí các nguyên liệu đầu vào. Tỷ lệ giá vốn / Tổng doanh thu giảm đáng kể từ mức 55.5% năm 2008 xuống còn 46.3% trong 9 tháng đầu năm 2009.

Tỷ lệ lợi nhuận hoạt động kinh doanh trên doanh thu tăng mạnh và ở mức khá cao và các khoản đầu tư vào công ty con giảm như vậy có thể thấy 9 tháng đầu năm BCI hoạt động khá hiệu quả với hoạt động chính của mình.

Tỷ lệ lãi ròng (LNST)/Doanh thu tăng khá mạnh trong 9 tháng đầu năm 2009 so với năm 2008, điều này không chỉ được giải thích là do tỷ lệ giá vốn/ tổng doanh thu giảm mà còn do tỷ lệ chi phí tài chính, chi phí khác trên tổng doanh thu cũng giảm đáng kể.

Với quy mô tổng tài sản khá lớn nhưng lợi nhuận đạt được không cao nên các chỉ tiêu sinh lời tổng tài sản và vốn chủ sở hữu nhìn chung ở mức thấp so với ngành tuy nhiên khi các dự án dần đi vào hoạt động sẽ mang lại giá trị lớn hơn cho BCI và sẽ đẩy khả năng sinh lời lên cao hơn nữa.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số giá trị thị trường

Chi tiêu	Đơn vị	2008				9T2009			
		BCI	SJS	TDH	VPH	BCI	SJS	TDH	VPH
Giá trị sổ sách	VNĐ	19,888	28,822	39,877	11,676	21,826	35,649	48,439	13,625
EPS	VNĐ	2,316	2,991	8,567	1,559	2,674	8,447	9,151	3,184
P/E	Lần	-	3.55	1.73	-	2.20	3.00	1.36	5.93
P/B	Lần	-	34.20	8.04	-	17.95	12.64	7.18	25.38

Nếu so về giá trị sổ sách trên cổ phiếu cũng như lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu thì một cổ phiếu BCI có giá trị thấp hơn một cổ phiếu SJS và TDH nhưng cao hơn VPH. Tuy vậy các giá trị này đang ngày càng gia tăng và hứa hẹn mang lại khoản lợi ích nhiều hơn cho những cổ đông nắm giữ cổ phiếu BCI.

Với hệ số P/E, P/B được tính cho giai đoạn 9 tháng năm 2009 (năm 2008 do không có dữ liệu về giá nên không áp dụng tính) với mức giá được tính trung bình cho giai đoạn từ đầu năm đến nay và EPS là giá trị lợi nhuận sau thuế lũy kế 9 tháng trên một cổ phiếu cho thấy cổ phiếu BCI đang được định giá khá hợp lý so với giá trị thực tế của nó trong khi VPH có vẻ khá đắt, SJS và TDH vẫn còn khá rẻ.

Với những lợi thế về quỹ đất và tiềm năng từ các dự án đã và đang thực hiện, kỳ vọng giá trị mà cổ phiếu BCI mang lại cho nhà đầu tư sẽ ngày càng lớn hơn.

Phân tích Dupont

Chi tiêu	Đơn vị	2008				9T2009			
		BCI	SJS	TDH	VPH	BCI	SJS	TDH	VPH
LNST biên	%	25.89	37.84	35.37	8.58	48.08	90.72	58.68	9.96
Vòng quay TTS	%	19.63	19.74	41.84	20.74	10.87	13.60	21.67	43.17
Hệ số nhân vốn chủ	Lần	2.29	1.39	1.43	7.51	2.34	1.92	1.49	5.42
ROE	%	11.64	10.35%	21.18%	13.35	12.25	23.69	18.96	23.30

Nhận thấy, khả năng sinh lợi vốn chủ của BCI ở mức khá thấp so với các doanh nghiệp trong ngành, mặc dù có được sự tăng lên theo thời gian nhưng tốc độ tăng là không đáng kể. Góp phần vào sự tăng lên đó chủ yếu đến từ hệ số LNST biên tăng lên nghĩa là một đồng doanh thu của BCI ngày càng tạo ra nhiều đồng lợi nhuận hơn hay việc quản lý chi phí đã có hiệu quả hơn trong 9 tháng đầu năm 2009. Điều này cũng hoàn toàn tương tự với các doanh nghiệp khác.

Trong cơ cấu khả năng sinh lợi vốn chủ, tỷ lệ lợi nhuận sau thuế biên chiếm tỷ trọng lớn do đó để tăng ROE vấn đề về kiểm soát chi phí được đặt lên hàng đầu. Với quy mô tổng tài sản lớn nhưng chưa được sử dụng một cách hiệu quả nên doanh thu mang lại chưa tương xứng do đó sẽ ảnh hưởng khá lớn đến ROE. Quý IV/2009 được kỳ vọng lợi nhuận tăng đột biến do đó tỷ lệ LNST biên sẽ có những cải thiện đáng kể và vì vậy ROE có cơ hội tăng trưởng mạnh hơn.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

Lợi thế về quỹ đất lớn được mua ở thời điểm giá rẻ và có được nhiều thành tựu trong lĩnh vực hoạt động của mình

- Lợi thế lớn nhất của BCI so với các doanh nghiệp cùng ngành là có quỹ đất lớn (chỉ sau DIG và HAG) và là doanh nghiệp bất động sản có quỹ đất lớn nhất trên địa bàn Tp. HCM mà đặc biệt là quỹ đất sạch lớn lại được mua ở thời điểm giá rẻ. Ở bất kỳ thời điểm nào doanh nghiệp bất động sản có quỹ đất lớn là có lợi thế và duy trì thời gian hoạt động lâu dài.
- Tình hình tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ thấp
- Chiến lược hoạt động “vì an cư cộng đồng” với những dự án nhà ở xã hội và nhà cho người có thu nhập thấp thời gian qua được hưởng lợi nhiều từ chính sách hỗ trợ của Chính phủ.
- Có được uy tín trong lĩnh vực xây dựng, thường xuyên nhận được nhiều giải thưởng danh giá: cúp vàng ngành Xây dựng 2009, Giải thưởng Sao vàng đất Việt 2009.

Điểm yếu

Chịu tác động chi phối của rất nhiều bộ luật, tình hình kinh tế và địa bàn hoạt động không phải vị trí đặc địa

- Hoạt động kinh doanh chịu sự điều chỉnh của rất nhiều văn bản pháp luật khác nhau trong khi các văn bản luật còn thiếu nhất quán ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động kinh doanh của công ty.
- Địa bàn hoạt động chủ yếu là quận Bình Tân và huyện Bình Chánh nên khả năng mở rộng thâm nhập các thị trường tiềm năng khác là không cao, mặc dù tại hai khu vực này quỹ đất nông nghiệp còn khá lớn vấn đề chỉ là chi phí đền bù, giải tỏa.

Cơ hội

Đất ở khu vực phía Tây thành phố ngày càng “có giá” hơn khi rất nhiều các tuyến đường giao thông huyết mạch đã và đang khởi công chạy qua

- Khu vực phía Tây thành phố đang trong quá trình phát triển nhanh chóng, tốc độ đô thị hóa đang diễn ra mạnh mẽ, giao thông thuận lợi với rất nhiều những tuyến đường mới liên tỉnh chạy qua. Cụ thể là dự án Đại lộ Đông Tây đi xuyên tâm thành phố, tuyến đường đi qua các quận 1, 2, 4, 5, 6, 8, Bình Tân và huyện Bình Chánh, điểm đầu nối với quốc lộ 1A, huyện Bình Chánh, điểm cuối giao với xa lộ Hà Nội (Quận 2). Dự án đang trong quá trình thực hiện và sắp hoàn thành (2010) và là tuyến đường đô thị hiện đại nhất Tp. HCM. Đây là cơ hội rất tốt cho các dự án BĐS của BCI.
- Thị trường bất động sản đang ấm dần lên, đặc biệt là đối với phân khúc nhà ở giá thấp và trung bình

Thách thức

Chi phí đền bù giải tỏa đang có xu hướng tăng lên sau nghị định số 69/2009/NĐ-CP của Chính phủ

- Theo nghị định số 69/2009/NĐ—CP của Chính phủ về việc quy hoạch sử dụng đất, giá đất, thu hồi đất, bồi thường, hỗ trợ và tái định cư thì giá bồi thường đất nông nghiệp bị giải tỏa làm dự án tăng lên đến gấp rưỡi. Đây là một thách thức lớn với các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản thuộc địa bàn ngoại thành khi mà quỹ đất chưa giải tỏa chủ yếu là đất nông nghiệp.
- Các dự án có thể bị chậm kế hoạch do chi phí đền bù tăng, tiến độ giải phóng mặt bằng chậm

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Việc đưa ra nhận định đầu tư cổ phiếu BCI không chỉ dựa trên việc đánh giá hiệu quả hoạt động của BCI trong quá khứ và tiềm năng tăng trưởng trong tương lai mà còn cần đưa ra được mức giá hợp lý của cổ phiếu BCI, so sánh với mức giá hiện tại nhằm đưa ra được chiến lược đầu tư phù hợp. Với phương pháp chủ yếu áp dụng trong định giá là phương pháp so sánh ngang sử dụng các hệ số nhân P/E, P/B và qua phân tích hoạt động của BCI có thể thấy từ năm 2007 trở lại đây BCI có đòn bẩy tài chính khá ổn định và việc ước lượng dòng tiền là hoàn toàn thực hiện được, do đó chúng tôi áp dụng một phương pháp nữa trong định giá cổ phiếu BCI là phương pháp DCF mà cụ thể là phương pháp chiết khấu dòng tiền của vốn chủ sở hữu (FCFE). Trong phần định giá theo phương pháp DCF chúng tôi sẽ dựa trên hai kịch bản mà có khả năng xảy ra nhất với doanh nghiệp nhằm đưa ra mức giá hợp lý dựa trên các giả định đó.
- Kịch bản 1** dựa trên những nhận định lạc quan về tốc độ phát triển của nền kinh tế nói chung và ngành bất động sản nói riêng từ đó đưa ra những dự báo về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: doanh thu, chi phí,... để ước lượng dòng tiền theo thời gian của doanh nghiệp
- Kịch bản 2** dựa trên những nhận định có phần thận trọng hơn về điều kiện kinh tế vĩ mô, ngành để từ đó đưa ra những dự báo về hoạt động của doanh nghiệp từ nay đến cuối năm và những năm tiếp theo nhằm ước lượng dòng tiền theo thời gian đối với doanh nghiệp

Định giá theo phương pháp DCF

Kịch bản 1: Kịch bản lạc quan

Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô trong tương lai:

- Nền kinh tế phục hồi mạnh và tăng trưởng với tốc độ 5.5% cho năm 2009 và tăng dần trong các năm tiếp theo (2010: 6.5%, 2011: 7%)
- Gói kích cầu thứ hai sẽ tiếp nối gói kích cầu thứ nhất phát huy những tác động tích cực đối với nền kinh tế.
- Giá nguyên vật liệu không có những biến động mạnh
- Thị trường bất động sản sôi động hơn, nhu cầu xây dựng nhà ở, khu công nghiệp tăng cao dẫn đến nhu cầu mua đất nền cũng tăng theo.
- Các giao dịch bất động sản được hợp pháp hóa hơn bằng việc chính phủ quy định bắt buộc giao dịch qua sàn.
- Khu vực phía Tây thành phố Hồ Chí Minh ngày càng phát triển và mở rộng với tốc độ đô thị hóa ngày càng cao.

Với tất cả những giả định trên chúng ta tiến hành ước lượng dòng tiền với các giả định về tốc độ tăng trưởng. Ở đây, với quỹ đất hiện tại đủ để BCI khai thác trong vòng 10 năm với tốc độ triển khai dự án như hiện nay. Do đó sẽ tiến hành định giá cổ phiếu BCI theo phương pháp FCFE 2 giai đoạn trong đó giai đoạn đầu 10 năm với tốc độ tăng trưởng nhanh và giai đoạn sau dần đi vào ổn định hơn với tốc độ tăng trưởng thấp hơn

Dự báo từ nay đến cuối năm nguồn doanh thu sẽ tiếp tục đến từ các dự án đang thực hiện như: dự án chung cư Nhất Lan, Phong Phú 2, Phong Phú 4, Tân Tạo 1 và một số dự án đã thực hiện nhưng chưa ghi nhận hết doanh thu gồm: KDC Phong Phú 5, KDC Nam Hùng Vương - Bắc Trần Văn Kiếu, KDC Bắc Lương Bèo, Dự án Tây Tên Lửa trong đó hai dự án KDC Phong Phú 5 và KDC Nam Hùng Vương - Bắc Trần Văn Kiếu hoàn thành đã đóng góp doanh thu lớn vào doanh thu quý III/2009.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Bảng dự báo kết quả hoạt động kinh doanh trong 5 năm tới của BCI

Đơn vị: Tỷ đồng

	2010	2011	2012	2013	2014
Tổng DT	776	1,009	1,312	1,706	2,217
DTT	776	1,009	1,312	1,706	2,217
GVHB	427	555	722	938	1,264
LN gộp	349	454	590	767	953

Doanh thu

Sự kiện cầu Phú Mỹ khánh thành và dự án Đại lộ Đông Tây thông xe giai đoạn 1, các chuyên gia bất động sản dự báo giá đất tại khu vực đó sẽ tăng trung bình từ 3-5

Dự kiến doanh thu quý IV/2009 sẽ tiếp tục đến từ việc bán nền các khu dân cư, chung cư, với lượng hàng tồn kho rất lớn được giữ để chờ tăng giá trong năm 2008 và 9 tháng đầu năm 2009. Trong báo cáo tài chính quý III/2009, mục người mua trả tiền trước có ghi nhận các khoản tiền ứng trước của khách hàng cũng như khoản doanh thu chưa thực hiện là 295.8 tỷ. Khoản mục này có được chuyển sang ghi nhận vào doanh thu hay không còn tùy thuộc vào lượng khách hàng đến nhận đất nền thế nào. **Theo thông tin từ phía công ty thì cũng chưa chắc chắn và đảm bảo về khoản doanh thu chưa thực hiện đó có thực hiện được hay không trong quý IV mặc dù đất tại khu vực phía Tây thành phố đang có giá hơn.** Với triển vọng lạc quan của thị trường bất động sản và nhu cầu đất nền tăng cao, chúng tôi dự báo BCI sẽ bán được đất nền dự án với giá cao hơn kỳ vọng và khoản mục doanh thu chưa thực hiện sẽ không còn nằm trong cơ cấu nợ nữa mà sẽ được chuyển sang ghi nhận vào doanh thu quý IV. Tổng hợp lại, chúng tôi dự báo doanh thu cho năm 2009 ở mức 597 tỷ (cao hơn so với kế hoạch) và sẽ có tốc độ tăng trưởng 30% trong giai đoạn đầu.

Giá vốn hàng bán

Nghị định 69/2009/NĐ - CP mới được ban hành tác động trực tiếp đến hoạt động đền bù giải tỏa đất nông nghiệp của BCI. Theo dự báo, chi phí đền bù, giải tỏa có thể tăng lên từ gấp rưỡi đến gấp đôi so với thời điểm trước khi nghị định trên được công bố.

Dưới ảnh hưởng của gói kích cầu, chi phí đầu vào sẽ được giảm thiểu, do đó giá vốn với những dự án đã có sẵn đất "sạch" cũng sẽ giảm, tuy nhiên hiện BCI vẫn tiếp tục mở rộng và đền bù đất với một số dự án như Phong Phú 4, Khu đô thị Nam Thành phố,... do đó với quy định mới về việc đền bù, giải tỏa thì chi phí cho các dự án sẽ được đội lên đáng kể. Tuy vậy với kịch bản này chúng tôi vẫn kỳ vọng vào sự quản lý chi phí tốt hơn của BCI với tỷ lệ giá vốn/ doanh thu trung bình ở vào mức 55%.

Thu nhập từ hoạt động tài chính

Với khoản mục đầu tư chứng khoán dài hạn chủ yếu vào các cổ phiếu bất động sản, riêng 9 tháng đầu năm BCI đã thu về trên 31 tỷ từ khoản hoàn nhập dự phòng so với đầu năm, trong đó quý III hoàn nhập dự phòng 11.64 tỷ. Danh mục đầu tư chủ yếu vào các cổ phiếu trong ngành hoạt động rất hiệu quả và sóng bất động sản vẫn đang lên trong thời điểm thị trường có xu hướng giằng co như hiện nay do đó quý IV BCI sẽ tiếp tục có thêm một khoản hoàn nhập dự phòng nữa tuy không cao từ việc giá cổ phiếu tăng cao. Dựa trên ước lượng về tỷ lệ hoàn nhập dự phòng tương ứng với mức tăng giá các cổ phiếu bất động sản trong danh mục và dự báo mức giá cuối năm cho các cổ phiếu này, chúng tôi ước tính khoản hoàn nhập dự phòng đóng góp vào doanh thu hoạt động tài chính tăng lên trong quý IV là 13.8 tỷ.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Chi phí hoạt động tài chính

Trong báo cáo tài chính quý III, khoản mục chi phí tài chính là - 24.7 tỷ, theo giải trình từ Phòng tài chính - kế toán của công ty thì hầu hết là do hoàn nhập dự phòng đầu tư chứng khoán, các khoản mục khác phát sinh không đáng kể.

Với tiến độ thực hiện dự án như hiện tại và đòn bẩy tài chính còn ở mức thấp nên việc mở rộng nợ vay là hoàn toàn có thể. Hiện tại BCI vẫn còn khoản vay dài hạn tiếp tục phát sinh lãi và chưa phải trả gốc đó là khoản vay Quỹ đầu tư phát triển đô thị Tp. HCM trị giá 55.798 tỷ, tuy nhiên tại thời điểm cuối quý III chỉ còn trên 37 tỷ và một số khoản vay dài hạn cũng như ngắn hạn ngân hàng và các khoản vay thương mại khác. Chúng tôi dự báo chi phí lãi vay cho năm 2009 khoảng 4 tỷ.

Với kịch bản lạc quan này, chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng mạnh, chi phí vốn giảm đáng kể, doanh thu tài chính cũng như các hoạt động khác tăng, chi phí tài chính (chi phí lãi vay) và các chi phí khác tăng. Và trong năm 2009 BCI xin được miễn giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp, do đó, tổng hợp lại, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2009 được dự báo ở mức 240 tỷ.

Dựa trên đặc tính máy móc thiết bị hiện tại, thời gian sử dụng còn lại và phương pháp khấu hao theo đường thẳng, chúng tôi tiến hành ước lượng khấu hao cùng với những thay đổi vốn lưu động, nợ vay, chi tiêu vốn (mua sắm tài sản cố định, đầu tư góp vốn) do đó, dòng tiền qua các năm được dự báo theo bảng sau:

Đơn vị: Tỷ đồng

	2009	2010	2011	2012	2013
LNST	239.8	275.8	330.9	397.1	496.4
Khấu hao	26.3	27.1	27.6	29.6	31.6
Thay đổi VLĐR	11.8	13.0	13.6	14.3	15.0
Chi tiêu vốn	7.5	8.1	8.8	9.5	10.2
Thay đổi nợ	60.2	66.2	72.8	80.1	88.1
FCFE	307.0	348.0	409.0	483.0	590.9

Dựa trên tiềm lực hiện có, với một doanh nghiệp đã có được uy tín và thương hiệu trên thị trường, giả định tăng trưởng 2 giai đoạn, giai đoạn 1 tăng trưởng mạnh trong 10 năm tiếp theo với tốc độ tăng trưởng 11% và giai đoạn sau đi vào ổn định với tốc độ tăng trưởng 6%, chi phí vốn chủ sở hữu được giả định ở mức 12% (do doanh nghiệp bất động sản có mức độ biến động giá mạnh hơn thị trường). Chiết khấu dòng tiền về thời điểm cuối năm 2009, mỗi cổ phiếu BCI có mức giá hợp lý là **83,500 VNĐ**

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Kịch bản 2: Kịch bản thận trọng

Một số giả định

Kịch bản này dựa trên những giả định khá thận trọng về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế cũng như triển vọng của ngành bất động sản trong thời gian tới khi hiện tại cung cầu trên thị trường vẫn trong tình trạng mất ổn định và xu hướng chưa được xác định rõ ràng. Dòng vốn FDI vào Việt Nam không có sự gia tăng mạnh mẽ. Nhu cầu nhà ở không có sự gia tăng đột biến. Sự gia tăng cạnh tranh trong các phân khúc mà BCI kinh doanh ngày càng tăng do đó làm giảm đáng kể doanh thu cũng như lợi nhuận. Thời gian qua, trên các trang web về bất động sản liên tục rao bán các sản phẩm bất động sản với giá cạnh tranh - đó sẽ là thách thức lớn trong chiến lược bán hàng của BCI mà đặc biệt là trong phân khúc nhà ở và chung cư cao cấp. Khoản doanh thu chưa thực hiện 295.8 tỷ sẽ không thực hiện được toàn bộ do lượng khách hàng đến nhận đất nền không như kế hoạch. Do đó doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ có sự giảm sút hơn so với kịch bản lạc quan.

Thị trường chứng khoán không thực sự khởi sắc cùng với triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành chưa thực sự sáng sủa làm giảm sút giá cổ phiếu bất động sản trên thị trường, do đó khoản doanh thu từ hoạt động tài chính không chỉ lãi vốn kinh doanh mà khoản hoàn nhập dự phòng cũng sẽ giảm sút. Như vậy theo kịch bản này, doanh thu hoạt động tài chính trong quý IV sẽ thấp thậm chí giảm sút mạnh so với quý III.

Với cách thức dự báo dòng tiền tương tự kịch bản lạc quan dựa trên nhận định về triển vọng không mấy sáng sủa của thị trường bất động sản và hoạt động bán hàng của BCI, chúng tôi đưa ra bảng dự báo dòng tiền cho 5 năm kể từ năm 2009 như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng

	2009	2010	2011	2012	2013
LNST	215.2	247.5	297.0	356.4	445.5
Khấu hao	24.9	25.7	26.2	28.0	30.0
Thay đổi VLĐR	11.8	12.9	13.5	14.2	14.9
Chi tiêu vốn	6.8	7.3	7.9	8.6	9.3
Gốc vay	55.9	61.5	67.6	74.4	81.8
FCFE	277.4	314.4	369.3	436.0	533.1

Với kịch bản này, giai đoạn đầu tốc độ tăng trưởng được dự báo ở mức 8% và sau đó tăng trưởng ổn định với tốc độ 6% và chi phí vốn chủ sở hữu tiếp tục ở mức 12%. Tiến hành chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu về thời điểm cuối năm 2009 và với số lượng cổ phiếu lưu hành là 54,200,000 cổ phiếu do đó mỗi cổ phiếu BCI được định giá ở mức **64,000 VND**.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Theo phương pháp P/E

Định giá theo phương pháp P/E và P/B

Giá CP BCI: 88,000 VND

Phương pháp P/E

Bảng: Thống kê chỉ tiêu của các công ty cùng ngành

	BCI	HAG	NTL	TDH	ITA	SJS	STL	HDC
Giá hiện tại (02/12/2009)	57.50	65.00	141.00	90.50	36.60	76.00	60.90	63.50
Trailing EPS điều chỉnh	3.03	5.02	22.10	13.41	1.32	9.51	3.91	6.24
P/E điều chỉnh (trailing)	18.96	12.95	6.38	6.75	27.74	7.99	15.57	10.18
Giá trị vốn hóa	17,482	2,301	2,285	7,536	7,600	609	686	185
P/E điều chỉnh trung bình (*)	16.93							

Với số lượng cổ phiếu hiện tại đang lưu hành là 54.2 triệu cổ phiếu và hiện công ty không có kế hoạch phát hành thêm. Do đó chúng tôi giả định số lượng cổ phiếu cuối năm không thay đổi. Với lợi nhuận cả năm 2009 được dự báo ở mức **240 tỷ** do đó chúng tôi ước lượng EPS forward cho năm 2009 ở mức 4,400 VND. Với mức P/E ngành hiện tại ở mức 16.5x, tiến hành điều chỉnh với những đặc điểm hoạt động của BCI thì mức P/E dự báo cho năm 2009 ở mức 20.x. Như vậy mức giá hợp lý của cổ phiếu BCI sẽ ở mức **88,000 VND**

Phương pháp P/B

Bảng: Thống kê chỉ tiêu của các công ty cùng ngành

	BCI	HAG	NTL	TDH	ITA	SJS	STL	HDC
Giá hiện tại (02/12/2009)	57.5	65.0	141.0	90.5	36.6	76.0	60.9	63.5
BV	21.83	25.28	21.07	48.44	23.67	35.65	15.10	22.13
P/B	2.63	2.57	6.69	1.87	1.55	2.13	4.03	2.87
P/B trung bình (*)	2.53							

(*): Bảng số liệu chỉ mang tính tham khảo, hệ số trung bình ngành là trung bình có trọng số của các cổ phiếu có trong bảng, không phản ánh chỉ số ngành)

Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu cuối năm được kỳ vọng có sự gia tăng đáng kể so với thời điểm cuối quý III cùng với sự gia tăng mạnh mẽ của lợi nhuận sau thuế đóng góp vào chỉ tiêu lợi nhuận chưa phân phối, trong khi vốn điều lệ chưa có sự thay đổi do đó chúng tôi dự báo giá trị sổ sách trên một cổ phiếu BCI tại thời điểm cuối năm sẽ vào khoảng 23,000 VND. Với P/B hiện tại của ngành ở mức 2.6x tiến hành điều chỉnh với những đặc điểm của BCI chúng tôi dự báo P/B cho giai đoạn cuối năm 2009 sẽ ở mức 3.x. Như vậy mỗi cổ phiếu BCI theo phương pháp P/B sẽ có mức giá hợp lý là **69,000 VND**.

Theo phương pháp P/E

Giá CP BCI: 69,000 VND

Nhận định giá cổ phiếu

Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn. Chúng tôi tiến hành trung bình hóa các mức giá có được từ các phương pháp (P/E, P/B, hai kịch bản của phương pháp DCF) với tỷ trọng mỗi phương pháp là 25%, tổng hợp lại mỗi cổ phiếu BCI có mức giá hợp lý là **76,000 VND**. Với mức giá hiện tại của cổ phiếu BCI ở mức **56,000 VND**, do đó cơ hội đầu tư vào cổ phiếu còn khá lớn. Và với những triển vọng của các dự án mà công ty đang thực hiện cùng với những lợi thế từ việc mở rộng các tuyến đường giao thông đi qua, BCI luôn là cổ phiếu có thể đầu tư dài hạn với đặc tính hoạt động ổn định của mình.

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng lớn

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

Chuyên viên phân tích:

Vũ Thị Oanh

Email: oanhvt@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

- Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

- Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

- Báo cáo thông kê**

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home
I-trade Pro

- Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283