

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

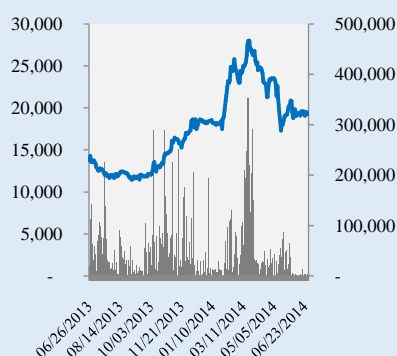
Tháng 6, 2014

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	24.800
Giá thị trường (27/06/2014)	19.400
Lợi nhuận kỳ vọng	27,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	11.400-28.000
Vốn hóa	1.402 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	72.267.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	3.362 CP
% sở hữu nước ngoài	36,37%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,2%
Beta	1,06

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BCI	41,00%	-6,73%	-23,02%	46,56%
VN-Index	22,24%	3,95%	-0,86%	4,57%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 8) 3914 6888 ext: 492

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ XÂY DỰNG BÌNH CHÁNH

Mã giao dịch: BCI

Reuters: BCI.HM

Bloomberg: BCI VN

Hoạt động kinh doanh ổn định với quỹ đất lớn và cổ tức đều bằng tiền mặt

Điểm nhấn đầu tư.

Trong các công ty bất động sản niêm yết hiện tại, BCI là số ít doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định và chi trả cổ tức đều hàng năm bằng tiền mặt. Điểm tích cực của BCI là quỹ đất lớn với tổng diện tích đất đã đền bù 367ha trên tổng số 667ha toàn danh mục dự án. Nguồn thu từ dịch vụ KCN và khoản đầu tư Big C mang dòng tiền đều đặn hàng năm cho công ty. Cơ cấu cổ đông chặt chẽ với các tổ chức lớn trong và ngoài nước giúp cho tính minh bạch của BCI luôn được nhà đầu tư đánh giá cao. Tuy nhiên, BCI cho thấy những hạn chế khi định hướng phát triển trong tương lai chưa rõ ràng khi các dự án lớn như KDC Tân Tạo, Lê Minh Xuân mở rộng, Phong Phú 2 triển khai rất chậm. Các dự án căn hộ bình dân như An Lạc Plaza, Nhất Lan 5 kỳ vọng mang lại nguồn thu ổn định chứ chưa tạo ra sự tăng trưởng mạnh trong dài hạn cho BCI. Ngoài ra, thanh khoản thấp cũng là điểm hạn chế giảm sức hấp dẫn cổ phiếu BCI đối với nhà đầu tư.

Mặc dù vậy, BVSC vẫn khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BCI trong ngắn hạn. Khuyến nghị này hình thành trên cơ sở: (1) Với giả định thận trọng, kết quả định giá BCI là 24.800 đồng/cp, cao hơn 27,8% so với giá thị trường ngày 27/6; (2) Kết quả kinh doanh quý 2 dự báo tăng trưởng tốt so với quý 2/2013 (3) BCI còn 10% cổ tức tiền mặt năm 2013 chưa chi trả. Do đó, các nhà đầu tư giá trị không ưu thích rủi ro có thể tích lũy dần cổ phiếu BCI thời gian nắm giữ từ 3 – 6 tháng. **Đối với quan điểm dài hạn**, BVSC duy trì đánh giá trung lập về triển vọng của BCI do định hướng phát triển không rõ ràng, ban điều hành chưa quyết liệt trong thúc đẩy sự tăng trưởng của công ty và cấu trúc tài chính thay đổi theo hướng gia tăng sử dụng nợ vay.

- ❑ **BCI sở hữu quỹ đất khá lớn ở khu vực Bình Tân, Bình Chánh** với các dự án lớn như Phong Phú 4 (84ha), KDC Tân Tạo (320ha), Phong Phú 2 (132ha), KCN Lê Minh Xuân mở rộng (109ha), Corona City (18ha)..Tổng quỹ đất đã đền bù là **367ha**.
- ❑ **BVSC ước tính doanh thu của BCI trong quý 2** ước khoảng **79** tỷ đồng, tăng 2,2 lần và lợi nhuận sau thuế theo đó đạt **15,9** tỷ đồng, tăng 4,5 lần so với quý 2/2013. Lũy kế 6 tháng, BCI đạt 37 tỷ đồng lợi nhuận hoàn thành 39% kế hoạch năm 2014.
- ❑ **Định giá BCI bằng phương pháp NAV và P/B** cho thấy giá trị cổ phiếu BCI là **24.800 đồng/cp**. Mức giá này hiện cao hơn giá thị trường (27/06/2014) là 27,8%. Trong đó, định giá lại tài sản cho ra giá trị của BCI khoảng 33.000 đồng/cp. Phương pháp P/B với chỉ số trung bình ngành 0,7 lần cho kết quả đạt 17.000 đồng/cp.

Một số chỉ số tài chính của BCI

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	217	199	350	310
EBITDA	Tỷ VND	109	337	129	
EBIT	Tỷ VND	82	173	96	74
LNST	Tỷ VND	82	173	96	74
EPS	VND	1.138	2.397	1.324	1.062
P/E	x	17,1	8,1	14,7	18,4
P/B	x	0,8	0,8	0,8	0,8
ROA	%	2%	4%	3%	-
ROE	%	5%	10%	5%	-

Báo cáo cập nhật Q2/2014
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	27,9%
Sở hữu nước ngoài	36,37%
Sở hữu khác	35,73%

CƠ ĐỒNG LỚN

HFIC	27,9%
Nguyễn Văn Lệ	18,97%
Southern Bank	12,93%
Hoàng Đình Thắng	8,93 %
Trần Ngọc Henri	6,67 %
Wareham Group Limited	5,23 %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	797	217	199	350	310
Giá vốn	387	99	305	224	203
Lợi nhuận gộp	410	118	(106)	126	106
Doanh thu tài chính	9	22	468	19	11,6
Chi phí tài chính	13	22	85	34	28,8
Lợi nhuận sau thuế	283	82	173	96	74

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	179	295	338	175	
Các khoản phải thu ngắn hạn	301	227	209	251	
Hàng tồn kho	2.136	2.462	2.245	2.147	
Tài sản cố định hữu hình	1.014	1.060	526	524	
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	95	131	149	179	
Tổng tài sản	3.851	4.294	3.571	3.440	
Nợ ngắn hạn	288	387	110	332	
Nợ dài hạn	476	416	376	183	
Vốn chủ sở hữu	1.730	1.734	1.797	1.753	
Tổng nguồn vốn	3.851	4.294	3.571	3.440	

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng	80,7%	-72,8%	-8,0%	75,3%	
Tăng trưởng doanh thu (%)	48,7%	-73,6%	166,7%	-62,8%	-11%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)					-23%
Chỉ tiêu sinh lời	51,4%	54,4%	-53,1%	35,9%	
Lợi nhuận gộp biên (%)	35,4%	37,9%	86,8%	27,4%	34%
Lợi nhuận thuần biên (%)	8,2%	2,0%	4,4%	2,7%	24%
ROA (%)	19,4%	4,7%	9,8%	5,4%	
ROE (%)					
Chỉ tiêu cơ cấu vốn	0,50	0,55	0,47	0,47	
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	1,12	1,37	0,94	0,91	
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)					
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần	3.909	1.138	2.397	1.324	
EPS (đồng/cổ phần)	23.933	23.988	24.865	24.264	1.062
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	80,7%	-72,8%	-8,0%	75,3%	24.291

Cập nhật KQKD Q1.2014

Theo BCTC hợp nhất Q1/2014, BCI đạt doanh thu 74 tỷ đồng, tăng 2,4 lần yoy và hoàn thành 18,8% kế hoạch năm. Doanh thu tăng trưởng mạnh do BCI tiếp tục ghi nhận khoảng 80/217 căn còn lại của dự án Nhất Lan 3, trong khi, cùng kỳ doanh thu bất động sản chỉ đạt 17 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp của dự án Nhất Lan 3 khoản 20%. Hoạt động cung cấp dịch vụ khu công nghiệp vẫn giữ ổn định khi doanh thu tăng nhẹ 2,5% yoy, tương ứng đạt 13,1 tỷ. Lợi nhuận gộp biên cải thiện so với cùng kỳ khi tăng từ 50,5% lên 52,6%. Doanh thu từ cho thuê đất đóng góp 3,6 tỷ đồng, mặc dù chiếm 4,8% tổng doanh thu nhưng biên lợi nhuận cho thuê khá tốt đạt 81%. Ngoài ra, BCI đang có 17ha nhà xưởng đang cho thuê và các hợp đồng thuê sẽ hết hạn vào năm 2016 (thời hạn cho thuê 10 năm, giá thuê thời điểm đó là 25USD/m2/kỳ thuê). Doanh thu ghi nhận hằng năm khoản 6 – 8 tỷ đồng. BCI kỳ vọng các hợp đồng ký mới từ 2016 với giá thuê cao hơn sẽ đóng góp nhiều hơn vào doanh thu cho Công ty. Giá thuê thị trường hiện từ 2 - 2.5USD/m2/tháng (thời hạn thuê tối thiểu 3 năm).

CHỈ TIÊU (tỷ đồng)	2013 KH	2013 TH	% KH	2014 KH	Quý 1	% KH
Doanh thu thuần	458	349	76%	394	74	18,8%
LNTT	100	96,5	96,5%	100,5	21	20,9%
LNST	90	95,6	99,5%	96	21	21,8%

Nguồn: BVSC tổng hợp

Từ các hoạt động trên, lợi nhuận gộp trong kỳ đạt 21,4 tỷ đồng, tăng 52% yoy. Doanh thu tài chính đóng góp 2,9 tỷ, giảm 46% yoy do lượng tiền mặt giảm từ 175 tỷ (Q1/2013) còn 83 tỷ (Q1/2014). Mặc dù vậy, tổng chi phí phát sinh cũng giảm 4 tỷ đồng, trong đó, chi phí lãi vay giảm mạnh (-10 tỷ đồng) và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng (6 tỷ đồng). Chi phí bán hàng ghi nhận mức thay đổi không đáng kể khi giảm 171 triệu đồng. Kết quả là lợi nhuận hoạt động kinh doanh đạt 10 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh so với cùng nhưng chưa thật sự ấn tượng.

Lợi nhuận liên doanh liên kết (Big C) tiếp tục là nguồn thu quan trọng cho hoạt động của BCI góp cải thiện kết quả lợi nhuận chung toàn công ty. Quý 1, công ty ghi nhận lãi liên doanh là 10,5 tỷ đồng, tăng nhẹ so với 9,1 tỷ của cùng kỳ. Với khoản thu nhập này, lợi nhuận sau thuế của BCI đạt 21,2 tỷ, hoàn thành 21,8% kế hoạch lợi nhuận 2014.

Triển vọng 2014 – Dự báo của BVSC

Triển vọng năm 2014

Chúng tôi giữ quan điểm ổn định đối với triển vọng của BCI trong năm 2014. Theo đó, kết quả kinh doanh của BCI chưa có thay đổi rõ tốt hơn so với thực hiện năm 2013. Mạng kinh doanh dịch vụ khu công nghiệp và nguồn thu từ liên doanh Big C mang đến lợi nhuận gộp 60 tỷ đồng/năm. Trong khi đó, hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ tiếp tục ghi nhận 217 căn còn lại của Nhất Lan, một số nền đất còn tồn các dự án cũ (Bắc Lương Bèo, KDC Huyện Ủy..) và dự án Phong Phú 4 đã kinh doanh chưa ghi nhận. Phần diện tích 24ha bán cho BQL Khu Nam vẫn đang gặp vướng mắc trong việc thống nhất phương pháp xác định giá đất với các cơ quan nhà nước. Hiện tại, BCI đang xây dựng lại Phương án giá đất để trình Sở Tài chính xem xét nên vẫn chưa thể ghi nhận được trong năm 2014.

Về hoạt động đầu tư, dự án An Lạc Plaza đang xin điều chỉnh thiết kế sang căn hộ nhỏ từ 45 – 70m² và dự kiến sẽ triển khai trong quý 3/2014. Trong khi đó, Nhất Lan 5 đang chờ chấp thuận quy hoạch nên khả năng sẽ sang năm 2015 mới triển khai. Tương tự, Corana City đang điều chỉnh quy hoạch 1/500 theo hướng giảm tỷ lệ đất cao tầng và tăng diện tích đất nền. Các dự án KDC Trung tâm Tân Tạo, Phong Phú 2, Lê Minh Xuân mở rộng..đang tạm dừng do bối cảnh thị trường không thuận lợi và chi phí đền bù đòi hỏi nguồn vốn rất lớn.

Đối với dự án BT xây dựng đường Bình Tiên giai đoạn 2, BCI đang lập hồ sơ đấu thầu cho dự án này. Tổng vốn dự kiến 1.000 – 1.200 tỷ đồng với hình thức đổi đất lấy hạ tầng. BCI đã được Thành phố giới thiệu một số khu đất nhưng Công ty vẫn đang cân nhắc. Tuy nhiên, BVSC cũng khá quan ngại về kế hoạch này khi: (1) Tổng vốn đầu tư dự án lớn sẽ gây áp lực cho cấu trúc tài chính của BCI; (2) Vị trí khu đất mà Thành phố sẽ đổi cho BCI; (3) BCI sẽ đầu tư thêm lượng vốn lớn để khai thác khu đất giá trị hơn 1.000 tỷ này.

Dự báo KQKD 2014 của BVSC

BVSC dự phóng doanh thu năm 2014 của BCI là 310 tỷ đồng, hoàn thành 79% kế hoạch doanh thu. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 74 tỷ, theo đó, hoàn thành 77% lợi nhuận đề ra. Kết quả này thấp hơn so với thực hiện 2013 do dự án Bắc Lương Bèo chỉ còn ghi nhận 50 tỷ doanh thu (năm 2013 ghi nhận 150 tỷ). Các hoạt động kinh doanh khác nhìn chung không thay đổi nhiều so với thực hiện 2013.

Báo cáo cập nhật Q2/2014
Dự báo kết quả kinh doanh năm 2014

Chỉ tiêu	2013	2014F	% yoy	Giải thích
Doanh thu (tỷ đồng)	349.754	310.521	-11,2%	
<i>Kinh doanh bất động sản</i>	<i>276.731</i>	<i>232.036</i>	<i>-16%</i>	<ul style="list-style-type: none"> Ghi nhận xong 217 căn Nhất Lan 3 với giá bán bình quân là 654 triệu/căn. Lợi nhuận gộp biên 20%. Ghi nhận 50 tỷ doanh thu còn lại của Bắc Lương Bèo. Lợi nhuận biên gộp 50%. Ghi nhận doanh thu từ dự án Phong Phú 4. Lợi nhuận gộp ước 10 tỷ đồng.
<i>Doanh thu cho thuê đất</i>	<i>11.576</i>	<i>14.560</i>	<i>25,8%</i>	<ul style="list-style-type: none"> Dự kiến ổn định như quý 1/2014. Lãi gộp biên: 76%
<i>Cho thuê nhà xưởng</i>	<i>7.103</i>	<i>8.925</i>	<i>25,7%</i>	<ul style="list-style-type: none"> Phân bổ doanh thu 17ha nhà xưởng, giá thuê 25USD/m2/10 năm. Tỷ giá USD/VNĐ: 21.000 đồng. Lợi nhuận gộp biên: 82%
<i>Dịch vụ công nghiệp</i>	<i>54.344</i>	<i>55.000</i>	<i>1,2%</i>	<ul style="list-style-type: none"> Ổn định như 2013. LNGB là 45%.
Lợi nhuận gộp	125.674	106.541	-15%	
Doanh thu tài chính	18.900	11.672	-38%	
Chi phí tài chính	36.368	28.805	-21%	<ul style="list-style-type: none"> Ước tính tổng nợ vay giảm 69 tỷ trong năm 2014. Tỷ lệ lãi vay/tổng nợ giả định giảm từ 6,3% xuống 6%.
Chi phí bán hàng	11.915	6.210	-48%	<ul style="list-style-type: none"> Chiếm 2% doanh thu.
Chi phí QLDĐ	42.358	45.000	6%	<ul style="list-style-type: none"> Tương đương với năm 2013
Thuế TNDN	0	0		<ul style="list-style-type: none"> Công ty còn 87 tỷ lỗ chưa kết chuyển nên không chịu thuế TNDN trong 2014.

Nguồn: BCI, BVSC ước tính

Kết quả kinh doanh quý 2/2014

Căn cứ tiến độ bàn giao dự án Nhất Lan 3, BVSC ước tính doanh thu kinh doanh bất động sản là 58,9 tỷ đồng. Các dự án BCI đã kinh doanh trước đây (Bắc Lương Bèo, KDC huyện ủy) khả năng sẽ ghi nhận doanh thu trong hai quý sau khi các căn hộ Nhất Lan 3 bàn giao hết. Như vậy, doanh thu của BCI trong quý 2 ước khoảng **79** tỷ đồng, tăng 2,2 lần và lợi nhuận sau thuế theo đó đạt **15,9** tỷ đồng, tăng 4,5 lần so với quý 2/2013. Lũy kế 6 tháng, BCI đạt 37 tỷ đồng lợi nhuận hoàn thành 39% kế hoạch năm 2014.

Tình hình tài chính của BCI

- ❑ **Nguồn tiền mặt và tương đương tiền không còn dồi dào do cơ cấu giảm nợ vay và chi trả cổ tức cao bằng tiền mặt trong hai năm 2012 và 2013.** Tính đến 31/3/2014, tiền & tương đương tiền của BCI là 83 tỷ, giảm 254 tỷ so với cuối năm 2012. Số dư nợ vay theo đó giảm từ mức 800 tỷ về còn 500 tỷ (Q1/2014). Ngoài ra, nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh chính cũng được công ty sử dụng chi trả cổ tức đều đặn bằng tiền mặt. Chính vì thế, trong thời gian ngắn, nguồn tiền của BCI nhanh chóng sụt giảm và bắt đầu gặp khó khăn khi các khoản vay dài hạn đáo hạn. Theo BCTC quý 1, các khoản vay dài hạn đến hạn chi trả trong năm khoảng 317 tỷ đồng. Trước áp lực đó, BCI đã đàm phán gia hạn 150 tỷ trái phiếu phát hành cho MBB thêm 4 năm với lãi suất khoảng 11 – 12% năm. Điều này cho thấy vấn đề tài chính dồi dào sẽ không còn là điểm tích cực hỗ trợ cho BCI trong tương lai.
- ❑ **Nhóm chỉ số đòn bẩy tài chính thấp so với doanh nghiệp cùng ngành nhưng dự kiến sẽ tăng trở lại do nhu cầu vay nợ tài trợ dự án gia tăng.** Cụ thể, chỉ số nợ vay trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu lần lượt là 0,15 và 0,29 lần. Chỉ số thanh toán tiền mặt là 0,13 và thanh toán nhanh đạt 0,22 cao hơn so với một số công ty lớn như TDC, TDH, NTL, DIG. Tuy nhiên, theo tiến độ dự án hiện tại, nhu cầu vốn của BCI dự báo sẽ lớn hơn vào nửa cuối năm 2014 và năm 2015 do dự án An Lạc Plaza, Nhất Lan 5 sẽ được triển khai. Do đó, việc sử dụng nợ vay của công ty sẽ gia tăng trở lại do nguồn tiền nhàn rỗi không còn như trước đây. Điều này làm cho cấu trúc tài chính của BCI sẽ thay đổi theo hướng gia tăng sử dụng nợ và áp lực tài chính sẽ dần quay trở lại đối với BCI.

Định giá cổ phần

- ❑ **Phương pháp NAV:** BCI là doanh nghiệp kinh doanh bất động sản với quỹ đất lớn tập trung chủ yếu khu vực Bình Tân, Bình Chánh được phát triển từ đất nông nghiệp nên có giá vốn thấp. Nguồn quỹ đất này là yếu tố hỗ trợ cho cổ phiếu BCI dù hoạt động kinh doanh 2013 không thuận lợi. Để xác định giá cổ phiếu BCI, chúng tôi tiến hành đánh giá lại danh mục tài sản với những giả định thận trọng như sau:
 - Dự án Phong Phú 4 và Corona định giá lại theo giá các dự án lân cận có chiết khấu thêm 20% giá trị và trừ đi các chi phí mà BCI phải trả, bao gồm tiền đền bù phần còn lại, chi phí hạ tầng và chi phí quyền sử dụng đất. Riêng đối với 24ha dự án Phong Phú 4 bán cho Nhà nước giả định bằng 50% giá thị trường.

- Dự án tạm dừng triển khai hoặc tỷ lệ đền bù < 80%, dự án đang điều chỉnh quy hoạch chưa xác định thời điểm triển khai thì bằng với giá trị sổ sách tại 31/3/2014.
- Kết quả định giá cổ phiếu BCI theo pp NAV: **32.716 đồng/cp.**

Chỉ tiêu	31/3/2014	Giá trị đánh giá lại
TỔNG TÀI SẢN	3.344.306	3.848.160
Tài sản ngắn hạn	2.534.967	3.038.821
Tiền & tương đương tiền	83.443	83.443
Đầu tư tài chính ngắn hạn	58.600	58.600
Hàng tồn kho	2.114.817	2.618.671
Tài sản ngắn hạn khác	8.108	8.108
Tài sản dài hạn	809.339	809.339
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	189.554	189.554
NỢ PHẢI TRẢ	1.483.881	1.483.881
GTST của vốn chủ sở hữu		2.364.279
Số lượng cổ phần		72.267.000
Giá cổ phần (đ/cp)		32.716

☐ **Phương pháp P/B:**

- P/B bình quân ngành tính toán trên số liệu các công ty có quy mô và đặc điểm kinh doanh tương đồng như SCR, VPH, TDC, DIG, NBB.
- Giá trị sổ sách năm 2014: 24.291 đồng/cp.
- P/B trung bình ngành: 0,7x
- Kết quả định giá theo pp P/B: **16.937 đồng/cp.**

☐ **Kết quả định giá cổ phiếu BCI: 24.826 đồng/cp**

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV	32.716	50%	16.358
P/B	16.937	50%	8.469
Giá bình quân			24.826

Khuyến nghị

Trong các công ty bất động sản niêm yết hiện tại, BCI là số ít doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định và chi trả cổ tức đều đặn hàng năm bằng tiền mặt. Điểm tích cực của BCI là quỹ đất lớn với tổng diện tích đất đã đền bù 367ha trên tổng số 667ha toàn danh mục dự án. Nguồn thu từ dịch vụ KCN và khoản đầu tư Big C mang dòng tiền đều đặn hàng năm cho công ty. Cơ cấu cổ đông chặt chẽ với các tổ chức lớn trong và ngoài nước giúp cho tính minh bạch của BCI luôn được nhà đầu tư đánh giá cao. Tuy nhiên, BCI cho thấy những hạn chế khi định hướng phát triển trong tương lai chưa rõ ràng khi các dự án lớn như KDC Tân Tạo, Lê Minh Xuân mở rộng, Phong Phú 2 triển khai rất chậm. Các dự án căn hộ bình dân như An Lạc Plaza, Nhất Lan 5 kỳ vọng mang lại nguồn thu ổn định chứ chưa tạo ra sự tăng trưởng mạnh trong dài hạn cho BCI. Ngoài ra, thanh khoản thấp cũng là điểm hạn chế giảm sức hấp dẫn cổ phiếu BCI đối với nhà đầu tư.

Mặc dù vậy, BVSC vẫn khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BCI trong ngắn hạn. Khuyến nghị này hình thành trên cơ sở: (1) Với giả định thận trọng, kết quả định giá BCI là 24.800 đồng/cp, cao hơn 27,8% so với giá thị trường ngày 27/6; (2) Kết quả kinh doanh quý 2 dự báo tăng trưởng tốt so với quý 2/2013; (3) BCI còn 10% cổ tức tiền mặt năm 2013 chưa chi trả. Do đó, các nhà đầu tư giá trị không ưu thích rủi ro có thể tích lũy dần cổ phiếu BCI thời gian nắm giữ từ 3 – 6 tháng. Đối với quan điểm dài hạn, BVSC duy trì đánh giá trung lập về triển vọng của BCI do định hướng phát triển không rõ ràng, ban điều hành chưa quyết liệt trong thúc đẩy sự tăng trưởng của công ty và cấu trúc tài chính thay đổi theo hướng gia tăng sử dụng nợ vay.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

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

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

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999