



PVA – Công ty Cổ phần Xây dựng Dầu khí Nghệ An
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **20.784 VNĐ/ cổ phiếu**.

TIÊU ĐIỂM

- **Lợi thế về đất đai** sẽ giúp PVA trở thành doanh nghiệp bất động sản hàng đầu tại Nghệ An và khu vực Trung Bộ. Hiện Công ty đang sở hữu hơn 40,000 m² đất ở Nghệ An, chủ yếu là những mảnh đất rộng có vị trí mặt đường lớn của thành phố Vinh – đô thị loại I trực thuộc tỉnh Nghệ An và trong tương lai sẽ trở thành một trung tâm thương mại lớn và sầm uất tại miền Trung.
- **Tiềm lực tài chính vững mạnh.** Tính tại thời điểm 31/12/2009, tổng tài sản của PVA là 518.86 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu là 129.32 tỷ đồng chiếm gần 25% tổng tài sản cao hơn mức trung bình của các công ty tương đương trong ngành (22.2%). Lợi thế này cho phép PVA có thể mở rộng quy mô sử dụng đòn bẩy tài chính trong tương lai.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PVA vào khoảng 20,784 VNĐ/ cổ phiếu (sau khi tăng vốn lên 600 tỷ đồng).** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 4 phương pháp định giá chính (FCFE, FCFF, P/E, P/B). Mức giá trên tương đương với mức P/E khoảng 16,89 lần năm 2010.
- **Khuyến nghị:** Mức giá 20.784 là mức giá sau khi tăng vốn của PVA. Vì vậy nhà đầu tư cần xem xét mua cổ phiếu tại mức giá hiện tại là mức giá chưa pha loãng do phát hành thêm cổ phiếu gây ra. Mức giá chưa pha loãng vào khoảng 71.500 VNĐ/cổ phần.

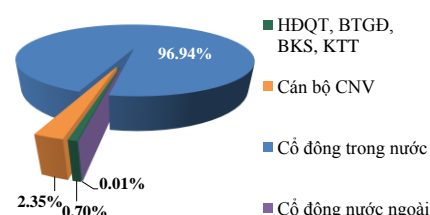
KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

Giá kỳ vọng:	20.784
Giá thị trường:	N/A
Cao nhất 52 tuần:	N/A
Thấp nhất 52 tuần:	N/A

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	10.000.000
	0
Giá trị thị trường (tỷ VNĐ):	N/A
EPS 2009 (VNĐ)	2,666

THÔNG TIN SỞ HỮU



MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	YoY	2010E	YoY
Doanh thu thuần (tr đồng)	74,732	173,093	238,991	38.07%	1,017,255	326%
Lợi nhuận sau thuế (tr đồng)	2,069	6,310	26,656	322.47%	73,805	177%
Tổng tài sản (tr đồng)	107,342	270,699	518,862	91.67%	1,969,850	280%
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	48,074	52,409	129,325	146.76%	666,011	415%
ROA	1.93%	2.33%	5.14%	-	3.99%	-
ROE	4.30%	12.04%	20.61%	-	11.79%	-
EPS (đồng)	460	1,402	2,666	90.11%	1,230	-54%

Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

TÓM TẮT THÔNG TIN

Đơn vị: Triệu đồng

Tiền thân là Công ty Xây dựng số 1 Nghệ An thành lập năm 1961, chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần vào năm 2005.

Tháng 3/1007, trở thành thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN). Đến tháng 10/2007, PVN chuyển toàn bộ số cổ phần, tương đương 51% phần vốn mà PVN đang nắm giữ tại PVA sang cho Tổng Công ty Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVC). PVA trở thành đơn vị thành viên của Tổng Công ty PVC với vốn điều lệ 100 tỷ đồng. Tháng 4/2010, PVC đã thoái toàn bộ vốn khỏi PVA.

Lĩnh vực hoạt động chính:

- Lĩnh vực xây lắp nhà cao tầng
- Lĩnh vực sản xuất sản phẩm công nghiệp và sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng
- Lĩnh vực đầu tư khu công nghiệp, đô thị và kinh doanh bất động sản
- Lĩnh vực kinh doanh các ngành nghề dịch vụ khác.

Chỉ tiêu	2008	2009	2010E
Doanh thu thuần	173,093	238,991	1,017,255
Giá vốn hàng bán	161,974	217,799	915,530
Lợi nhuận gộp	11,119	21,191	101,726
Doanh thu tài chính	4,780	10,153	26,794
Chi phí tài chính	4,418	6,952	16,009
Chi phí bán hàng	16	8	125
Chi phí quản lý DN	4,477	18,598	43,947
LN thuần từ HĐKD	6,988	5,786	68,439
Lợi nhuận khác	349	24,678	36,249
LN trước thuế	7,337	30,464	104,689
Lợi nhuận sau thuế	6,310	26,656	78,516
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	4,711
LN sau thuế của công ty mẹ	6,310	26,656	73,805
TỔNG TÀI SẢN	270,699	518,862	1,969,850
Tài sản ngắn hạn	205,292	366,982	1,276,599
Tiền và tương đương tiền	5,128	69,016	141,239
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4,130	12,608	61,035
Phải thu ngắn hạn	135,725	211,151	702,527
Hàng tồn kho	49,452	69,315	335,944
Tài sản ngắn hạn khác	10,857	4,892	35,854
Tài sản dài hạn	65,407	151,880	693,252
Phải thu dài hạn	-	-	-
TSCĐ hữu hình	44,536	58,164	82,680
TSCĐ vô hình	74	44	15
Chi phí xây dựng dở dang	16,459	70,569	233,312
Đầu tư tài chính dài hạn	1,719	20,000	352,443
Tài sản dài hạn khác	2,619	3,102	24,801
TỔNG NGUỒN VỐN	270,699	518,862	1,969,850
Nợ phải trả	218,290	389,537	1,276,151
Nợ ngắn hạn	208,567	258,003	1,068,821
Nợ dài hạn	9,723	131,534	207,330
Nguồn vốn chủ sở hữu	52,409	129,325	666,011
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	45,000	100,000	600,000
Lợi nhuận chưa phân phối	5,271	26,647	22,091
Nguồn kinh phí và quỹ khác	105	178	178
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	27,689
Nhóm chỉ tiêu thanh toán			
Khả năng thanh toán nhanh	0.75	1.15	0.88
Khả năng thanh toán hiện hành	0.98	1.42	1.19
Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn			
Hệ số nợ/ Vốn CSH	416.5%	301.2%	191.6%
Nợ/ Tổng tài sản	80.6%	75.1%	64.8%
Nhóm chỉ tiêu hoạt động			
Vòng quay hàng tồn kho	3.28	3.14	2.73
Vòng quay các khoản phải trả	0.79	0.61	0.80
Vòng quay các khoản phải thu	1.28	1.13	1.45
Nhóm chỉ tiêu sinh lời			
Lợi nhuận ròng/ DT	3.65%	11.15%	7.72%
Lợi nhuận hoạt động/DT	4.04%	2.42%	6.73%
ROA	2.33%	5.14%	3.99%
ROE	12.04%	20.61%	11.79%

Nguồn: PVA, PSI tổng hợp Estimates

LÝ DO ĐẦU TƯ

Lợi thế về đất đai: Hiện nay, PVA đang sở hữu hơn 40,000 m² đất ở thành phố Vinh - Nghệ An, chủ yếu là những mảnh đất rộng có vị trí mặt đường lớn của thành phố Vinh – đô thị loại I trực thuộc tỉnh Nghệ An và trong tương lai sẽ trở thành một trung tâm thương mại lớn và sầm uất tại miền Trung. Tổng diện tích đất của các dự án mà PVA làm chủ đầu tư hiện nay đạt khoảng hơn 15,434,000 m².

Năng lực tài chính vững mạnh: Tính tại thời điểm 31/12/2009, tổng tài sản của PVA là 518.86 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu là 129.32 tỷ đồng chiếm gần 25% tổng tài sản cao hơn mức trung bình của các công ty tương đương trong ngành (22.2%). Tỷ lệ này cho thấy PVA có lợi thế về năng lực tài chính cho phép công ty đáp ứng các quy định về an toàn vốn, tăng khả năng đáp ứng nhu cầu vốn cho các dự án và có thể cùng lúc triển khai nhiều dự án, đáp ứng nhu cầu của khách hàng và đảm bảo đúng tiến độ thời gian thực hiện các dự án.

Tính khả thi của các dự án kinh doanh bất động sản (đặc biệt là các dự án Khu công nghiệp): Do chủ trương chính sách mở rộng phát triển hạ tầng cơ sở trong đó bao gồm cả khu công nghiệp của tỉnh Nghệ An với nhiều ưu đãi về thuế và thông thoáng về thủ tục nên hiện nay các dự án khu công nghiệp đã thu hút được khá nhiều nhà đầu tư trong và ngoài nước quan tâm. Cụ thể, tại KCN Hoàng Mai đã có các công ty nước ngoài vào đầu tư như Nhật Bản, Singapore, Đài Loan ... Dự kiến, dự án KCN Đông Hồi do PVA làm chủ đầu tư được triển khai vào cuối năm 2010 sẽ đem về cho PVA khoản doanh thu trung bình 510 tỷ đồng/năm, tương ứng khoảng 34 tỷ đồng lợi nhuận/năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về cạnh tranh: Mặc dù ngành xây dựng và bất động sản có nhiều yếu tố cạnh tranh từ yếu tố đầu vào như xin dự án, xin cấp phép đầu tư dự án đến yếu tố đầu ra như giá chào bán trên thị trường, giá cho thuê, chất lượng dịch vụ ... Nhưng lợi nhuận khá hấp dẫn nên số lượng các công ty trong ngành ngày càng gia tăng. Để cạnh tranh doanh nghiệp phải giảm giá dịch vụ, sản phẩm nhưng vẫn phải đảm bảo chất lượng để giữ uy tín với khách hàng, trong khi, các chi phí liên quan đến nhân công và chi phí đầu vào khác luôn biến động do lạm phát khiến cho việc quản lý các chi phí để đảm bảo hoàn thành các công trình theo đúng tiến độ trở nên gặp khó khăn. Hơn nữa, thông tin việc Tổng Công ty PVC thoái toàn bộ vốn khỏi PVA cuối tháng 4/2010 theo chúng tôi đánh giá sẽ làm giảm sức cạnh tranh của PVA trong tương lai.

Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào: Lĩnh vực xây dựng chịu ảnh hưởng lớn bởi sự biến động giá cả của các nguyên vật liệu đầu vào như xi măng, sắt, thép ... tác động đến chi phí vận chuyển cũng như chi phí sản

xuất các loại nguyên vật liệu xây dựng trong nước, đẩy giá thành các dự án tăng.

Rủi ro không tiêu thụ được sản phẩm: Đối với các dự án nhà chung cư, nhà ở, khu thương mại, văn phòng: Nhu cầu về nhà ở tại Nghệ An là khá lớn, theo khảo sát mới nhất, chỉ tính riêng TP Vinh và Thị xã Cửa Lò với tổng dân số hiện có là 350,000 người, trong đó hơn 65,000 người là cán bộ, công chức và khoảng 10% trong số này là có nhu cầu nhà ở. Thêm vào đó, việc ra đời nhiều khu công nghiệp lớn dẫn tới nhu cầu về nhà ở cho hàng nghìn công nhân lao động tăng cao. Tuy nhiên, những người có nhu cầu lại là cán bộ, công chức và công nhân lao động tiền lương ít ỏi nên khả năng các dự án không tiêu thụ được hoặc tiêu thụ chậm là tương đối lớn. Các khu công nghiệp mở ra rất nhiều tại khu vực Nghệ An có thể khó thu hút được nhiều nhà đầu tư vào khu công nghiệp do diện tích đất tại khu vực Thanh Hóa – Nghệ An – Hà Tĩnh khá lớn dẫn tới các nhà đầu tư sẽ nghiên cứu các khu vực có chi phí thấp nhất để đầu tư.

ĐÁNH GIÁ TIỀM NĂNG NGÀNH

Sau giai đoạn trầm lắng cuối năm 2009, thị trường BĐS TP Vinh trong những tháng đầu năm 2010 đang có dấu hiệu ấm dần do làn sóng các nhà đầu tư nhiều nơi đổ về mua đất cũng như nhu cầu thực sự về nhà ở của người dân tăng... Một số khu vực ven TP Vinh như: Đông Vinh, Nghi Đức, Nghi Liên, Nghi Phú, Nghi Kim... giá đất liên tục tăng từ 50 - 100%, giá dao động khoảng 1.5 - 13 triệu đồng/m². Sự tăng giá này không chỉ riêng khu vực dân cư vùng ven TP mà làn sóng giao dịch nhà đất mặt tiền ở các tuyến đường chính trong nội đô TP, các khu chung cư cũng sôi động không kém.

Các trục đường lớn có khả năng kinh doanh cao như: Nguyễn Văn Cừ, Hà Huy Tập, Trần Phú, Trường Chinh, Lê Hồng Phong... dao động từ 20 - 80 triệu đồng/m² tùy vào vị trí cũng như diện tích. Các chung cư có vị trí đẹp được nhiều nhà đầu tư cũng như người dân quan tâm, đặc biệt là đối với chung cư có mức giá thấp phù hợp với túi tiền của người dân có mức thu nhập trung bình sau khi xây dựng xong đều được mua hết ngay. Đặc biệt là những dự án có vị trí đẹp, đắc địa trên trục đường Quang Trung, Đại lộ Lê Nin như dự án KĐT Nam Nguyễn Sỹ Sách giá cũng tăng nhanh chóng mặt, năm 2008 giá đất của KĐT được chủ đầu tư bán với giá 3.8 triệu đ/m², đến thời điểm hiện nay giá của dự án này tăng lên gấp 3 - 4 lần, giao dịch đất của dự án này trên thị trường khoảng 14 - 18 triệu đ/m².

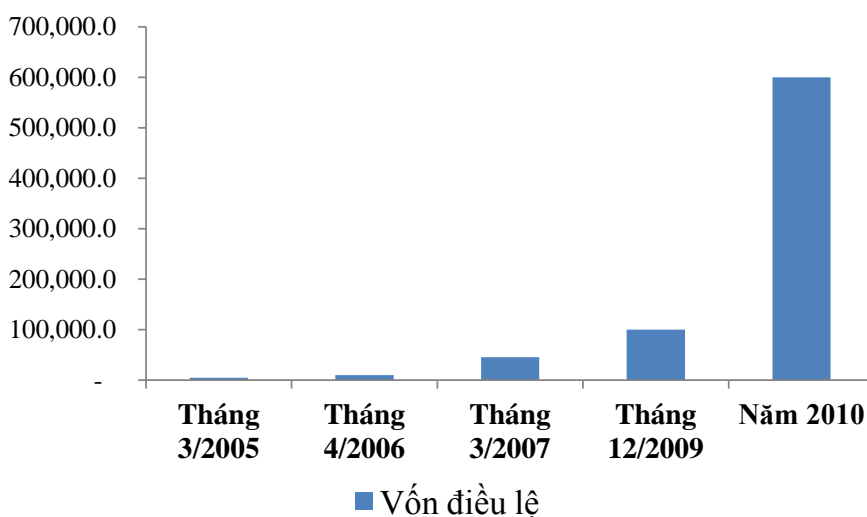
Việc nâng cấp hệ thống hạ tầng đô thị và quy hoạch TP được mở rộng, các xã vùng giáp ranh được sáp nhập vào TP cũng khiến nhiều nhà đầu

tư đổ xô ra các khu vực này mua nhà đất. Bởi vậy, giá nhà đất ở các xã vùng ven đô như: Nghi Liên, Nghi Đức, Nghi Kim, Hưng Lợi... đều tăng nhanh. Sự giao dịch sôi động này là một dấu hiệu tích cực cho thị trường BĐS tiềm năng và lớn nhất khu vực Bắc Miền Trung.

DÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Quy mô vốn điều lệ của Công ty tăng lên nhanh chóng từ khi bắt đầu hoạt động dưới mô hình CTCP (năm 2005) tới thời điểm này. Công ty vừa hoàn thành đợt tăng vốn lên 100 tỷ đồng vào tháng 12 năm 2009 và dự kiến sẽ tăng lên 600 tỷ đồng trong năm nay (đã được ĐHCĐ Công ty thông qua). Yêu cầu tăng vốn đối với Công ty là yêu cầu thiết yếu trong bối cảnh Công ty định mở rộng hoạt động của mình sang lĩnh vực đầu tư Bất động sản. Bên cạnh hoạt động đầu tư vào các dự án Bất động sản và thi công các dự án lớn, hiện nay Công ty đang có hướng triển khai hoạt động liên danh, liên kết, thực hiện góp vốn đầu tư vào các dự án xây dựng như xây dựng Thủy điện, góp vốn vào các dự án của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và các đơn vị thành viên khác. Quá trình tăng vốn lên 600 tỷ hoàn tất trong năm nay sẽ giúp Công ty có đủ tiềm lực tài chính để triển khai các kế hoạch của mình.

Biểu 1 – Tăng trưởng vốn điều lệ



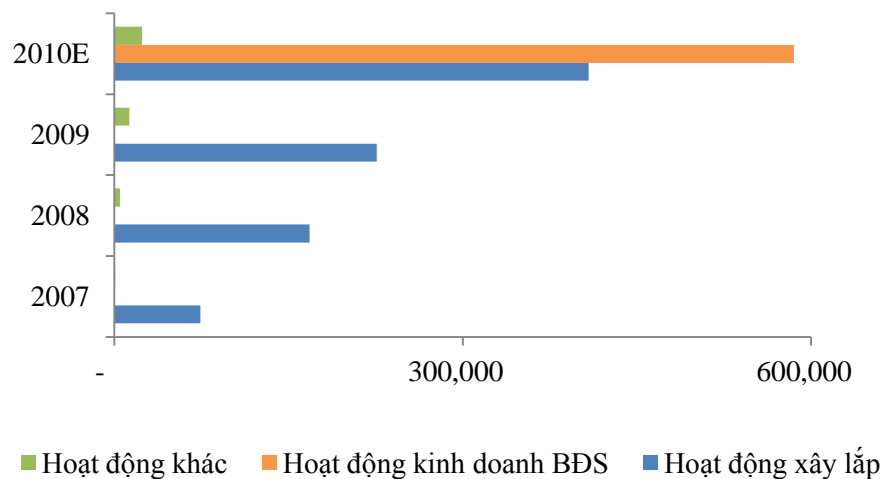
Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Hoạt động kinh doanh chính của PVA là hoạt động thi công xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp, giao thông, công trình thủy lợi, điện năng (đường dây, trạm biến áp đến 500KV) và các công trình hạ tầng kỹ thuật. Doanh thu từ hoạt động này thường chiếm hơn 90% trong

tổng doanh thu của PVA.

Đặc biệt, khi trở thành thành viên của Tổng công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam năm 2007, PVA có được lợi thế hơn hẳn so với các công ty khác trong ngành, được đảm nhận thi công nhiều công trình lớn trong Tập đoàn và Tổng công ty PVC tại khu vực miền Trung như: dự án san lấp mặt bằng Khu liên hợp lọc hóa dầu Nghi Sơn, nhà máy nhựa Polypropylene Dung Quất, dự án Hạ tầng khu công nghiệp Hoàng Mai-Quỳnh Lưu, Tòa nhà Dầu khí Nghệ An ... Vì vậy, doanh thu trong lĩnh vực này đã tăng trưởng trung bình gần 81% trong 3 năm gần đây.

Biểu 2 - Cơ cấu doanh thu



Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của hoạt động xây lắp cũng tăng đều đặn qua các năm từ 5.28% năm 2007 lên 8.8% năm 2009, dự kiến sẽ đạt khoảng 10% trong năm 2010 do PVA đã và đang triển khai một số dự án công nghiệp như dự án mỏ đá Thanh Chương, dự án mỏ đá Cảnh Sặt hay góp vốn đầu tư vào công ty cổ phần Xi măng Dầu khí. Trong khi tình hình nguyên vật liệu trên thế giới và trong nước diễn biến phức tạp như hiện nay thì các dự án này sẽ không những góp phần đảm bảo ổn định nguồn nguyên vật liệu mà còn làm giảm giá vốn và tăng lợi nhuận cho PVA trong tương lai.

Biểu 3 - Hiệu quả hoạt động xây lắp của PVA

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010E
Doanh thu hoạt động xây lắp	74,079,972,376	168,107,577,039	226,085,154,590	408,553,438,913

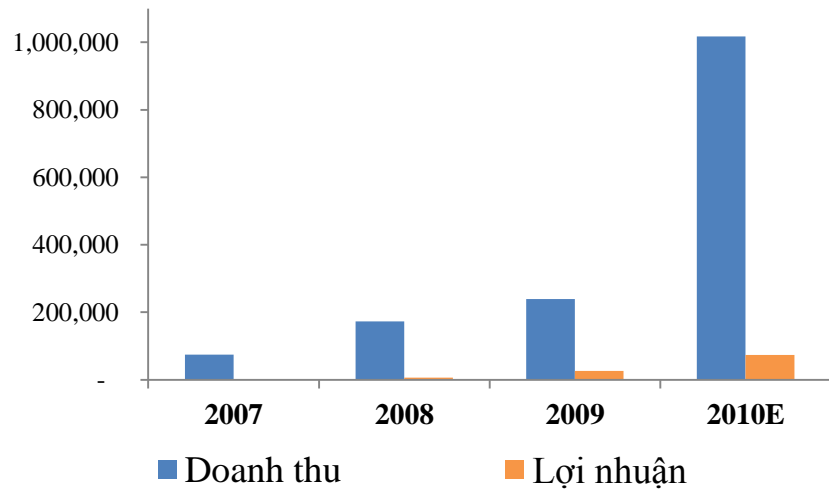
Giá vốn hoạt động xây lắp	70,167,960,367	158,910,354,578	206,118,950,829	367,698,095,022
Lợi nhuận gộp	3,912,012,009	9,197,222,461	19,966,203,761	40,855,343,891
Biên lợi nhuận gộp	5.28%	5.47%	8.83%	10.00%

Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Trong năm 2010, việc tăng vốn mở rộng đầu tư vào các dự án khu công nghiệp, khu đô thị và kinh doanh bất động sản được đánh giá sẽ tạo được nguồn doanh thu lớn cho công ty, dự kiến sẽ chiếm khoảng 57% tổng doanh thu trong năm nay của PVA. Ngoài khoản ứng trước của khách hàng đối với các dự án khu chung cư Trường Thi và dự án tổ hợp chợ Hiếu Hòa (ước tính khoảng 50 tỷ đồng), doanh thu lĩnh vực này tăng đột biến là do các khoản thu được từ dự án KCN Hoàng Mai. Hiện tại, KCN Hoàng Mai đã có 4 đơn vị thuê đất và đã đi vào sản xuất với tổng diện tích thuê là 13.97ha; có 3 đơn vị đã ký hợp đồng thuê đất và đang triển khai đầu tư xây dựng nhà máy trong đó có Công ty thép Kobe Nhật Bản đã ký hợp đồng thuê 40ha đất trong 48 năm để xây dựng nhà máy phôi thép với tổng vốn đầu tư là 1 tỷ USD. Tổng số tiền thuê là 44 triệu USD và được thanh toán 3 đợt, dự kiến trong năm 2010 sẽ đem về cho PVA 40% giá trị hợp đồng thuê (tương đương với 334.4 tỷ đồng), 60% giá trị còn lại sẽ được thanh toán vào năm 2011. Ngoài ra, còn có 3 đơn vị khác đang xúc tiến các thủ tục đầu tư và đàm phán ký kết hợp đồng thuê đất vào cuối năm nay gồm Công ty Đông Cường (Singapore), Công ty Ấn Độ và Công ty dệt may giày da (Đài Loan).

Trong năm 3 năm (2007, 2008 và 2009), PVA được hưởng ưu đãi về thuế đối với doanh nghiệp cổ phần hóa theo Nghị định 187/2004/NĐ-CP miễn giảm đến 50% số thuế phải nộp. Cùng với, lợi thế về các khoản vay dài hạn với lãi suất thấp (Khoản vay Chi nhánh NH Phát triển Nghệ An năm 2009, thời hạn vay là 10 năm với lãi suất 6,9%/năm) cũng là một trong những nguyên nhân khiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tương đối cao trung bình đạt 264% trong 3 năm.

Biểu 4 - Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận

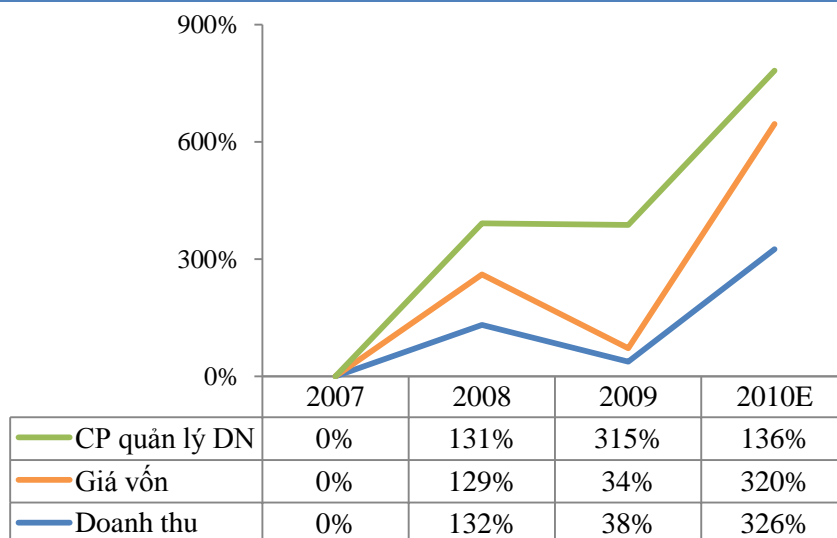


Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Cụ thể, năm 2008, doanh thu tăng trưởng mạnh đạt 131.62% so với năm 2007, trong đó doanh thu từ hoạt động xây lắp chiếm 97.12% tổng doanh thu của PVA, lợi nhuận thuần từ HĐKD đạt gần 7 tỷ đồng.

Năm 2009, doanh thu đạt gần 240 tỷ đồng (tăng 38% so với 2008), nhưng lợi nhuận thuần từ HĐKD chỉ đạt 5.7 tỷ đồng. Nguyên nhân là chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm tăng cao do tính chất đặc thù của ngành Xây dựng với mỗi dự án lại có một ban quản lý để giám sát thi công tiến độ thực hiện. Với số lượng dự án gia tăng trong năm 2009 thì chi phí này tăng cao là điều khó tránh khỏi. Tuy nhiên, nhờ vào khoản lãi từ hoạt động khác (chuyển quyền thuê mua đất số 7 Quang Trung) nên lợi nhuận sau thuế của PVA đạt được khoảng 26.7 tỷ đồng (tăng 322.5% so với năm 2008).

Biểu 5 - Tốc độ tăng trưởng doanh thu, giá vốn, chi phí



Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Phân tích tỷ số tài chính:

Dựa vào các chỉ tiêu tài chính, có thể thấy *khả năng thanh toán* của Công ty trong năm 2009 được cải thiện đáng kể so với năm 2008 do tài sản lưu động tăng 79% trong khi nợ ngắn hạn chỉ tăng 24%.

Hệ số nợ/Tổng tài sản và nợ/Vốn CSH giảm nhẹ so với năm 2008 chứng tỏ công ty đang cơ cấu lại nguồn vốn bằng cách giảm dần tỷ trọng nợ và tăng dần tỷ trọng vốn chủ sở hữu nhưng vẫn giữ được tỷ suất lợi nhuận ROE và ROA ở mức cao, đều tăng gần gấp 2 lần so với năm 2008 và cao hơn mức trung bình hiện tại của các công ty tương đương với PVA trong ngành là ROA = 3.6% và ROE = 16.02% cho thấy chính sách giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính trong năm 2009 đã giúp PVA một mặt giảm được mức độ rủi ro về nợ, mặt khác vẫn đảm bảo được khả năng gia tăng lợi nhuận cho cổ đông của công ty.

Tuy nhiên, so với năm 2008, *lợi nhuận sau thuế/DT thuần* tăng gần gấp 2 lần trong khi LN hoạt động KD/DT thuần lại giảm gần một nửa cùng với việc chi số về năng lực hoạt động của Công ty giảm. Điều này chứng tỏ, hoạt động kinh doanh chính của PVA năm 2009 không đem lại hiệu quả cao, lợi nhuận tăng cao chủ yếu lại là thu được từ các hoạt động khác.

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ

PVA hiện có 6 dự án thi công xây lắp lớn đang thực hiện hoặc đã được ký kết và sẽ được thực hiện trong năm 2010:

TT	Nội dung	Giá trị (tỷ đồng)	Thời hạn thực hiện
1	Công trình đường nối QL 8A và nhà máy điện Hương Sơn	11,340	2010
2	Thi công xây dựng công trình "Toà nhà Dầu khí Nghệ An" tại số 7 Quang Trung - TP Vinh - Nghệ An	378,581	2009-2010
3	Thi công công trình gói 16 (XL-02): Xây lắp công trình thuộc công trình Tổng kho khí hóa lỏng Bắc Trung Bộ (giai đoạn 1)	28,707	2010-2010
4	Khu nhà dành cho CBCNV giai đoạn quản lý, vận hành thuộc dự án: Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng	49,498	2009-2012
5	Thi công một số hạng mục xây dựng thuộc Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng I	121,068	2009-2011
6	Hợp đồng thi công đập phụ, đường thi công và vận hành TC11, TC12, VH5 CT Thủy điện Hòa Na	36,347	2009-2011

Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Trong năm 2010, PVA thực hiện tăng vốn từ 100 tỷ đồng lên 600 tỷ đồng và theo kế hoạch sẽ đầu tư vào 3 dự án bất động sản:

TT	Dự án	Vốn (tỷ đồng)	Quy mô	Thời hạn thực hiện
1	KCN Hoàng Mai	812	289.67 ha	11/2008–11/2011
2	Chung cư, nhà ở liền kề Trường Thi	178	3,339.6 m ²	Q II/2010 – Q IV/2011
3	Tổ hợp Chợ Hiếu - Thị xã Thái Hòa	106	8.736,6 m ²	5/2010 - 8/2011

Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Ngoài ra, PVA sẽ triển khai thực hiện một số dự án kể từ cuối năm 2010 đến năm 2015:

TT	Dự án	Vốn (tỷ đồng)	Quy mô	Thời gian thực hiện
1	Resort Cửa Lò	1,831	27.1ha	1/2010 - 8/2014
2	Khu đô thị Dầu khí Hoàng Mai	792.36	75.45ha	7/2010 - 12/2014
3	Khu Công nghiệp Đông Hồi	5,562	1,436ha	05/2010-12/2015
4	Cải tạo khu A – Khu nhà ở chung cư Quang Trung	2,500	4.3ha	1/ 2010- 12/2015

Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

(i) **Dự án KCN Hoàng Mai** có vị trí rất thuận lợi, nằm ngay trên tuyến đường Quốc lộ 1A, đường sắt Bắc Nam và gần cảng biển Nghi Sơn, Thanh Hoá và có diện tích quy hoạch là gần 300 ha với chủ đầu tư là CTCP Đầu tư Dầu khí VIP Việt Nam - PVCOM (trong đó PVNC góp vốn 51% và nắm quyền chi phối).

Hiện tại, KCN Hoàng Mai đã có 3 đơn vị thuê đất và đã đi vào sản xuất với tổng diện tích thuê là 15.5 ha; có 3 đơn vị đã ký hợp đồng thuê đất và đang triển khai đầu tư xây dựng nhà máy với tổng diện tích thuê là 56 ha trong đó có Công ty thép Kobe Nhật Bản đã ký hợp đồng thuê 40ha đất trong 48 năm để xây dựng nhà máy sản xuất sắt xộp với tổng vốn đầu tư là 1 tỷ USD. Tổng số tiền thuê là 44 triệu USD sẽ được thanh toán làm 3 đợt. Theo nội dung hợp đồng thì trong vòng 30 ngày kể từ ngày ký kết, PVCOM sẽ nhận được khoản tiền 8,8 triệu USD (tương ứng 20% giá trị hợp đồng); 20% giá trị hợp đồng tiếp theo trong vòng 30 ngày sau khi KOBE STEEL LTD ký hợp đồng mua quặng sắt cho dự án; và 60% giá trị còn lại sẽ được thanh toán trong vòng 30 ngày kể từ ngày PVCOM bàn giao mặt bằng có cơ sở hạ tầng cho KOBE STEEL LTD.

Vừa qua, ngày 6/3/2010, CTCP Sắt Thạch Khê và KOBE STEEL LTD đã ký biên bản ghi nhớ về việc Thạch Khê cung cấp toàn bộ quặng sắt cho nhà máy. Ngày 29/4/2010, PVCOM đã nhận được khoản tiền 8.8 triệu USD của đợt 1 đồng thời bằng biên bản đã được ký kết, KOBE STEEL LTD giao cho PVA làm tổng thầu thi công nhà máy sắt xộp tại Hoàng Mai. Theo dự kiến, lễ khởi công dự án Nhà máy này sẽ diễn ra vào tháng 7/2010.

Như vậy theo đánh giá của chúng tôi, trong BCTC hợp nhất năm 2010, PVNC có thể ghi nhận được một khoản doanh thu khoảng 334.4 tỷ đồng (40% giá trị hợp đồng) tương đương 34% tổng doanh thu dự kiến của công ty. Còn 60% giá trị còn lại tương đương khoảng 501.6 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong năm 2011 sau khi PVCOM bàn giao mặt bằng cho

KOBE. Mặt khác, việc PVNC được giao làm tổng thầu thi công nhà máy (dự kiến khởi công tháng 7/2010) được đánh giá sẽ đóng góp một phần đáng kể vào doanh thu từ hoạt động xây lắp của công ty trong năm nay và năm tới do hoạt động xây lắp thường kéo dài từ 1-2 năm.

Ngoài ra, hiện nay còn có 3 đơn vị khác đang xúc tiến các thủ tục đầu tư và đàm phán ký kết hợp đồng thuê đất vào cuối năm nay gồm Công ty Đông Cường (Singapore) và Công ty dệt may giày da (Đài Loan) với tổng diện tích thuê khoảng 30ha. Như vậy, dự tính đến cuối năm 2010, tỷ lệ lấp đầy của dự án đạt khoảng 36%. Với tiến độ thu hút đầu tư như vậy, chúng tôi dự báo trong khoảng 3 – 5 năm tới tỷ lệ lấp đầy của dự án sẽ đạt 100% và ước tính sẽ đem về cho PVA trung bình khoảng 200 tỷ đồng/năm trong vòng 20 năm tới.

(ii) Dự án chung cư, nhà ở liền kề Trường Thi, Tp Vinh có tổng vốn đầu tư 178 tỷ đồng, tổng diện tích khu đất là 3,340 m² trong đó diện tích khu đất xây dựng nhà liền kề là 2,162 m² và diện tích khu đất xây dựng nhà cao tầng là 1,178 m². Dự án đã được khởi công vào tháng 4/2010, dự kiến thi công xây dựng trong 18 tháng và hoàn thành vào quý IV/2011. Doanh thu của dự án bao gồm cho thuê kinh doanh tầng hầm (5USD/m²/tháng), chuyển quyền sử dụng đất nhà ở liền kề (13 triệu đồng/m²), bán căn hộ chung cư (11 triệu đồng/m²) và bán nhà ở liền kề (3 triệu đồng/m²).

Theo chúng tôi đánh giá, trong năm 2010 bằng việc hạch toán khoản ứng trước 20% của khách hàng từ việc bán nhà chung cư như một khoản doanh thu, PVNC sẽ ghi nhận được khoảng hơn 10 tỷ đồng doanh thu. 80% giá trị tiền bán còn lại sẽ được trả vào 2 năm kế tiếp sẽ đem về khoảng 21 tỷ đồng mỗi năm cho PVNC. Doanh thu từ hoạt động chuyển nhượng đất nhà ở liền kề và bán nhà ở liền kề sẽ bắt đầu đem lại doanh thu cho PVNC kể từ cuối năm 2011 khi dự án chuẩn bị hoàn thành.

(iii) Dự án khu thương mại thị xã Thái Hòa – Nghĩa Đàn có tổng vốn đầu tư 106 tỷ đồng, với quy mô 8,736.6 m². Dự án này hiện đã được UBND tỉnh Nghệ An phê duyệt quy hoạch 1/500 và đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục liên quan (đăng ký cấp GCCNĐT). Dự án được thực hiện từ tháng 5/2010 tới tháng 8/2011 và dự kiến doanh thu bình quân đem lại là 8.9 tỷ đồng/năm, lợi nhuận của dự án là 595 triệu đồng/năm từ hoạt động bán căn hộ liền kề, cho thuê chợ chính và chợ phụ trong 50 năm và các khoản thu từ dịch vụ trông giữ xe và phí từ các hộ kinh doanh nhỏ lẻ.

Thị xã Thái Hòa là một trong những Thị xã lớn nhất của tỉnh Nghệ An và là trung tâm kinh tế chính trị của Miền Tây Bắc, Nghệ An. Chợ Hiếu hiện nay là một chợ đầu mối hàng hóa của cả vùng Tây Bắc – Nghệ An, trong chợ có gần một nghìn hộ kinh doanh với một lượng hàng hóa rất

lớn. Giá trị thương mại của khu đất quy hoạch là rất cao. Việc đầu tư xây dựng khu thương mại mô hình phố chợ gồm các nhà phố liền kề vừa ở vừa kinh doanh kết hợp với một Trung tâm thương mại cho các hộ thuê kinh doanh được đánh giá là một dự án kinh doanh hấp dẫn, có tính khả thi cao.

ĐỊNH GIÁ

Trên cơ sở đánh giá hiệu quả các dự án đầu tư bất động sản trong năm nay cùng với những đánh giá thận trọng về tốc độ tăng trưởng trong năm 2010, chúng tôi đưa ra các giả định sau:

- Trong giai đoạn 2010 – 2014, tốc độ tăng trưởng doanh thu hoạt động xây lắp trung bình đạt 67%/năm; doanh thu hoạt động kinh doanh BĐS đạt tăng trưởng trung bình 43%/năm; Trong 5 năm tiếp theo tăng trưởng ổn định với tốc độ trung bình ngành khoảng 10.7%/năm, sau đó tăng trưởng ổn định vĩnh viễn với $g = 5\%$ /năm.
- Chi phí bán hàng/DT duy trì mức thấp 0,01%
- Chi phí quản lý doanh nghiệp/DT ở mức trung bình 5%
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình khoảng 10-15 năm đối với các loại tài sản, phương pháp khấu hao theo đường thẳng.
- Vốn đầu tư của chủ sở hữu là 600 tỷ đồng trong 2 năm 2010 - 2011 và dự kiến sẽ tăng lên 800 tỷ đồng vào năm 2012, sau đó giữ nguyên ở mức này.

Doanh thu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tổng doanh thu	1,017,255	1,593,457	2,067,858	3,434,894	4,283,350	5,314,749
Doanh thu từ hoạt động xây lắp	408,553	643,872	1,089,128	1,779,369	1,969,762	2,180,526
Tăng trưởng	80.71%	57.60%	69.15%	63.38%	10.70%	10.70%
Doanh thu từ dự án BĐS	584,701	913,585	942,729	1,619,524	2,277,587	3,098,222
KCN Hoàng Mai	534,400	701,600	200,000	200,000	200,000	200,000
Kobe	334,400	501,600				
Khác	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
DA chung cư Trường Thi	10,680	21,360	28,367	7,007	7,007	7,007
DA chợ Hiếu - Thái Hòa	39,621	40,625	15,752	48,731	2,725	2,725
DA KCN Đông Hồi	-	-	548,609	1,213,785	1,917,854	2,738,489
DA Khu đô thị Dầu Khí Hoàng Mai		150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Doanh thu khác	24,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
Mỏ đá Cảnh Sạt		12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
Mỏ đá Núi Voi	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Tổng doanh thu	1,017,255	1,593,458	2,067,859	3,434,894	4.283.350	5.314.749
Hoạt động xây lắp	408,553	643,872	1,089,129	1,779,370	1.969.762	2.180.526
Hoạt động kinh doanh BĐS	584,702	913,585	942,730	1,619,524	2.277.587	3.098.222
Giá vốn	915.529	1.434.111	1.861.072	3.079.039	3.839.595	4.764.141
Lợi nhuận gộp	101.725	159.345	206.785	342.115	426.621	529.349
Lợi nhuận sau thuế	73.805	131.950	187.911	286.082	356.747	442.649
EPS	1.230	2.199	2.349	3.576	4.459	5.533

Phương pháp định giá:

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E và P/B để xác định mức giá kỳ vọng PVA. Chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu PVA vào khoảng **20.784 VNĐ/cổ phần**

Tổng hợp kết quả định giá:

<i>Mô hình định giá</i>	<i>Giá</i>
FCFE	23.589 – 25.498
FCFF	15.254 – 20.226
PE	17.123 – 20.917
PB	20.030 – 24.469

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ BAN PHÂN TÍCH

Phó Giám đốc phụ trách Ban

Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

Chuyên viên Phân tích: Trương Trần Dũng – dungtt@psi.vn và Đặng Thanh Xuân – xuan_ftu2015@yahoo.com.vn

Nghiên cứu thị trường

Hoàng Anh Tuấn
tuanha1@psi.vn

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Phân tích ngành, công ty

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Bùi Đức Hoàn
hoanbd@psi.vn

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Nghiên cứu kinh tế vĩ mô

Ninh Quang Hải
hainq@psi.vn

