

PVV (HNX)

CTCP ĐẦU TƯ XÂY DỰNG VINACONEX – PVC

Giá hiện tại: 29,000 đ/cp

Giá hợp lý : 29,000 – 32,000 đ/cp

Nguyễn Thị Kiều – kieunt@hbse.com.vn



NGÀY NIÊM YẾT

09/09/2010

Bảng 2: Một số chỉ số tài chính

CHỈ SỐ	
BV	11,650 đ
EPS dự kiến	1,963 đ
P/E dự kiến	14.77
P/B	2.49

Nguồn: HBS Research

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

KẾ HOẠCH 2010

Bảng 1: Thông tin chung

Tên pháp định:	Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Vinaconex - PVC
Tên quốc tế:	Vinaconex – PVC Construction investment Joint Stock Company
Tên viết tắt:	Vinaconex – PVC.,JSC
Vốn điều lệ:	50 tỷ đồng
Trụ sở chính:	Tầng 10, toà nhà CT3 – 3, khu đô thị Mỹ Trì Hạ, huyện Từ Liêm, Hà Nội
Điện thoại:	(84 - 4) 3787 5938
Fax:	(84 - 4) 3787 5937
Website	http://www.vinaconex-pvc.com.vn

Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex - PVC

Bảng 3: Các chỉ tiêu tài chính cơ bản năm 2007 - 2009

	2008	2009	6 tháng đầu năm 2010
TTS (tỷ đồng)	25.516	209.385	553.149
DTT (tỷ đồng)	9.283	100.399	100.638
LNST (tỷ đồng)	-1.057	4.258	3.803
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức	0%	24.66%	0%

Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex - PVC

Bảng 4: Một số chỉ tiêu kế hoạch

	2010
VĐL(tỷ đồng)	50.000
DTT(tỷ đồng)	700.500
LNST(tỷ đồng)	18.000
LNST/DTT	2.57%
LNST/VĐL	36.00%
Tỷ lệ cổ tức	15% -20%

Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex - PVC

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

Tiền thân của Công ty Cổ phần Đầu tư xây dựng Vinaconex – PVC là Công ty Cổ phần Đầu tư phát triển và Xây dựng công trình giao thông Miền Bắc theo đăng ký kinh doanh lần đầu vào ngày 15/01/2007 tại sở Kế hoạch và đầu tư thành phố Hà Nội.

Tháng 5 năm 2007, với sự tham gia góp vốn của Vinaconex, Công ty đã chính thức thành công ty con của Vinaconex và đổi tên thành CTCP Đầu tư và Phát triển giao thông Vinaconex 39.

Tháng 1/2009, với sự tham gia góp vốn của Tổng công ty Cổ phần Xây lắp dầu khí Việt Nam (PVC), Công ty đã chính thức thành công ty liên kết giữa hai Tổng Công ty Vinaconex và PVC, đổi tên mới thành Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC.

Bảng 5: Quá trình tăng vốn điều lệ

	Thời gian tăng vốn	Số vốn tăng	Vốn điều lệ
1	Thời điểm thành lập (1/2007)	10 tỷ	10 tỷ
2	21/04/2007	10 tỷ	20 tỷ
3	27/11/2009	30 tỷ	50 tỷ (*)

Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC

(*): Chưa góp vốn đủ nên vốn điều lệ thực góp là 45 tỷ

Năm 2010, PVV dự kiến tăng vốn điều lệ lên 300 tỷ đồng.

Các công tư dự kiến là đối tác chiến lược của PVV trong đợt tăng vốn điều lệ năm 2010 bao gồm:

- Công ty Cổ phần chứng khoán Thăng Long
- Ngân hàng TMCP Đại Dương – Ocean Bank
- Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam – BIDV

....

Năm 2011 – 2012, PVV dự kiến tăng vốn điều lệ từ 400 – 500 tỷ đồng.

Giai đoạn 2013 – 2015, PVV dự kiến tăng vốn điều lệ lên 800 tỷ đồng.

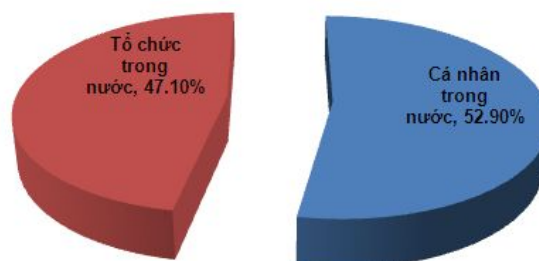
Bảng 6: Các công ty con của PVV

ST T	Tên công ty	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Tỷ lệ góp (tỷ đồng)
1	CTCP đầu tư vật liệu Vina – Petro	7.000	70%
2	CTCP xây dựng công nghiệp Vina – Petro	7.000	70%
3	CTCP Kiến trúc Vina - Petro	7.000	70%
4	CT TNHH Xuất nhập khẩu xây dựng Đông Thành	3.200	100%

Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông đến ngày 10/06/2010



Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC

Bảng 7: Danh sách cổ đông nắm giữ trên 5% vốn điều lệ đến ngày 10/06/2010

STT	Danh mục	Cổ phần	Tỷ lệ %
1	Tổng CTCP Xây lắp dầu khí Việt Nam	500,000	11.1%
2	Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng và Kỹ thuật (Vinaconex)	1,620,000	36%

Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Lĩnh vực xây dựng có mối quan hệ thuận chiều với sự phát triển của nền kinh tế. Khi nền kinh tế phát triển, đầu tư vào cơ sở hạ tầng ngày càng nhiều. Sau giai đoạn khủng hoảng kinh tế, nhu cầu xây dựng ngày càng lớn, do đó đây là cơ hội để có thể ký kết nhiều hợp đồng xây lắp có giá trị lớn.

Với lợi thế là một Công ty thuộc Tập đoàn Dầu khí, Công ty có cơ hội tham gia nhiều dự án mà ngành dầu khí đang triển khai.

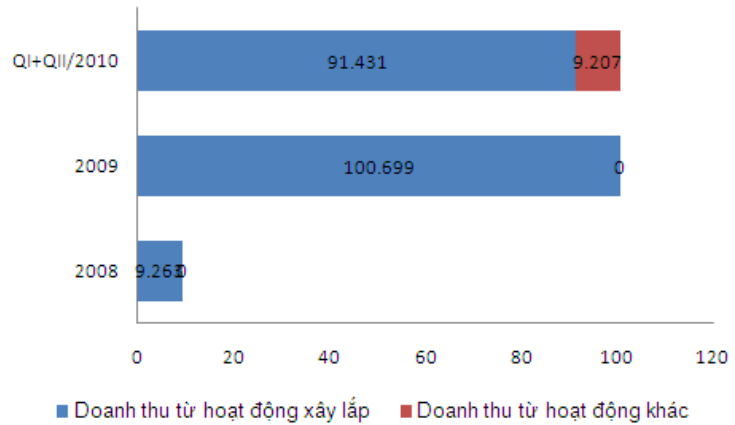
Với chiến lược mở rộng sản xuất kinh doanh sang lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản, triển vọng của ngành bất động sản có tác động đáng kể đối với sự phát triển của Công ty. Trong giai đoạn 2010 – 2020 nhu cầu về nhà ở ngày càng tăng cao, do đó đầu tư vào ngành kinh doanh bất động sản là một lợi thế của công ty.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Sản phẩm dịch vụ chính

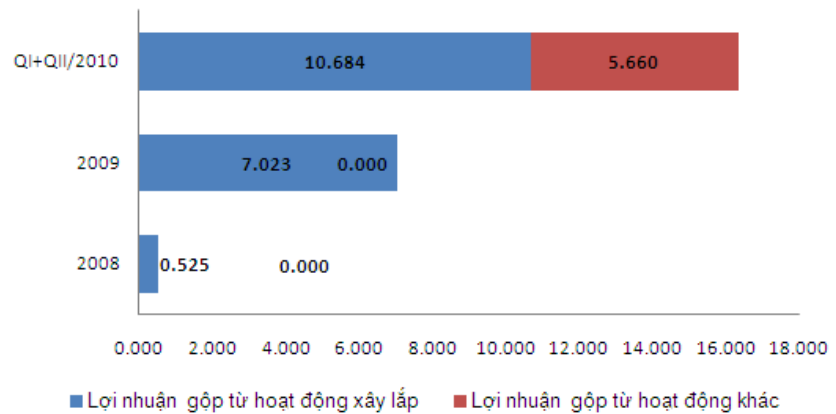
- Xây dựng nhà máy, các công trình của ngành dầu khí
- Lĩnh vực thi công nhà cao tầng
- Lĩnh vực thi công hạ tầng và giao thông
- Đầu tư kinh doanh bất động sản

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu qua các năm



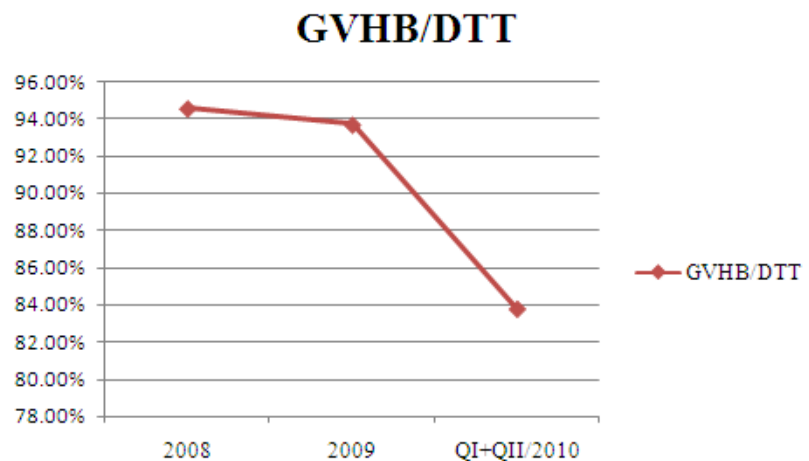
Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC

Biểu đồ 3: Cơ cấu lợi nhuận gộp qua các năm



Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC

Biểu đồ 4: Tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu qua các năm



Nguồn: Bản công bố thông tin CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC

Năm 2008

Năm 2008, Công ty đã triển khai một số hợp đồng. Song, do đặc thù của ngành xây dựng, hợp đồng thường kéo dài nên doanh thu từ các hợp đồng này phần lớn được hạch toán vào năm 2009 và các năm tiếp theo. Hơn nữa, chịu ảnh

hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế nên lợi nhuận năm 2009 âm.

Năm 2009

Từ năm 2009, hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty được mở rộng với nhiều hợp đồng có giá trị được ký kết. Do đó, Công ty đã có lợi nhuận dương trong năm 2000 đủ bù đắp cho các khoản lỗ lũy kế của năm 2007, 2008 và đảm bảo đủ lợi nhuận để trả cổ tức cho cổ đông năm 2009 với tỷ lệ 7%.

Tỷ lệ giá vốn hàng bán/ doanh thu của PVV năm 2008, 2009 và 6 tháng đầu năm có xu hướng giảm qua các năm, cho thấy tình hình quản lý chi phí của PVV ngày càng tốt.

Năm 2010

Năm 2010, ngoài doanh thu từ hoạt động xây lắp, PVV còn có doanh thu từ hoạt động tư vấn thiết kế và thương mại. 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu thuần tương đương năm 2009. Lợi nhuận gộp cao gấp đôi so với năm 2009 cho thấy mở rộng sản xuất kinh doanh ngoài hoạt động xây lắp của công ty là có hiệu quả, và một phần doanh thu thu được từ các dự án xây dựng trong các năm trước.

Định hướng phát triển từ năm 2011 – 2015

Trong các năm tới PVV dự kiến tăng vốn điều lệ, mở rộng sản xuất kinh doanh, đảm bảo tỷ lệ lợi tức từ 15% - 25%. Dự kiến năm 2010, PVV sẽ có doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản.

VỊ THẾ CÔNG TY

Bảng 8: Một số chỉ tiêu của doanh nghiệp cùng ngành năm 2009

	PVV	L10	ICG	DCC
TTS (Tỷ đồng)	209.385	489.016	417.550	362.560
VCSH (Tỷ đồng)	32.621	125.733	191.590	201.611
VĐL (Tỷ đồng)	45.000	89.000	150.000	103.000
DTT (Tỷ đồng)	100.399	480.847	171.691	404.267
LNST (Tỷ đồng)	4.258	23.976	34.012	21.113
LNST/DTT	4.24%	4.99%	19.81%	5.22%
LNST/VĐL	9.46%	26.94%	22.67%	20.50%
ROA	2.03%	4.90%	8.15%	5.82%
ROE	13.05%	19.07%	17.75%	10.47%

Nguồn: Tổng hợp

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành xây lắp, PVV có quy mô tương đối nhỏ.

Xét về hiệu quả sinh lời thông qua chỉ tiêu ROA và ROE cho thấy hiệu quả đầu tư và hiệu quả sử dụng vốn chủ của PVV tương đối tốt, ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành.

DỰ ÁN

Các dự án đang thực hiện đầu tư

Dự án 1: Dự án cao ốc văn phòng Tạp chí Cộng Sản

- Chủ đầu tư: PVV và Tạp chí Cộng sản (Hai bên Hợp tác kinh doanh đầu tư xây dựng: Tạp chí Cộng sản góp vốn bằng quyền sử dụng đất, PVV góp vốn bằng toàn bộ số tiền đầu tư vào dự án. Sau khi xây dựng xong, PVV được phép sử dụng toà nhà để kinh doanh văn phòng trong vòng 20 năm (trừ 1 tầng lầu làm trụ sở chính cho Tạp chí Cộng sản và 1 phần tầng hầm).
- Địa điểm: 19 Phạm Ngọc Thạch, quận 3, Tp.HCM
- Qui mô: Đầu tư xây dựng mới Cao ốc Văn phòng với 02 tầng hầm, 1 tầng trệt và 10 tầng nổi
- Tổng mức đầu tư dự kiến: 66 tỷ đồng
- Lợi nhuận sau thuế dự kiến: 21 tỷ đồng
- Thời gian thực hiện: khởi công vào QII/2010, dự kiến đưa vào hoạt động trong Quý II/2011.



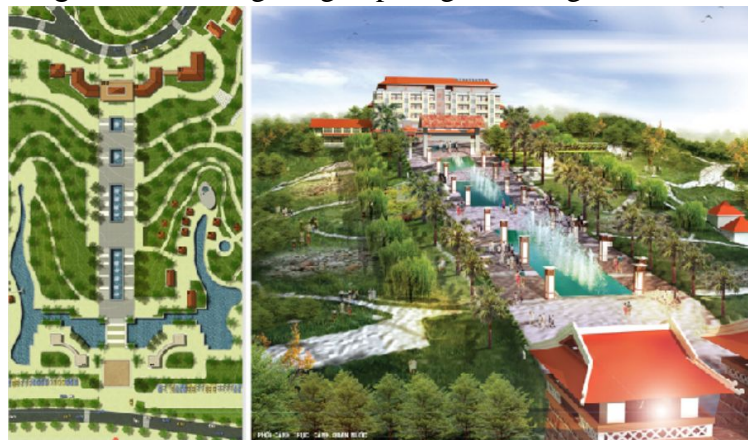
Dự án 2: Dự án Đầu tư Xây dựng Chung cư cao tầng Quận 9 Tp.HCM

- Chủ đầu tư: PVV và CT TNHH Thành Phố Xanh, PVV góp 51% vốn và CT TNHH Thành Phố Xanh góp 49%
- Địa điểm: Phường Phú Hữu, Quận 9, TP. HCM
- Qui mô: Xây dựng 03 toà Chung cư Cao tầng cao cấp với chiều cao 19 – 25 tầng
- Tổng diện tích khu đất: 17.514 m²
- Tổng diện tích xây dựng 68,000 m²
- Tổng mức đầu tư dự kiến: 700 tỷ đồng
- Tổng lợi nhuận sau thuế dự kiến: 140 tỷ đồng
- Thời gian thực hiện: Từ quý 3 năm 2010 đến quý 2 năm 2012, dự kiến đưa vào sử dụng trong quý 3 năm 2012
- Tình hình triển khai: Đang chờ phê duyệt lại quy hoạch 1/500 do có sự điều chỉnh. Dự kiến sẽ hoàn tất trong tháng 06/2010 và khởi công làm hạ tầng trong quý III/2010



Dự án 3: Dự án Khu đô thị sinh thái Cửu Long

- Chủ đầu tư: PVV và Công ty Cổ phần Đầu tư Sông Đà Toàn cầu (Hai bên ký kết hợp đồng hợp tác kinh doanh 60% diện tích đất dự án, Công ty CP Sông Đà Toàn Cầu được quyền khai thác, kinh doanh 40% diện tích đất dự án)
- Địa điểm: Nhuận Trạch, Tân Vinh, Lương Sơn, Hoà Bình
- Qui mô dự án: Dự án Đầu tư khu Đô thị Sinh Thái với Diện tích 60ha
- Tổng mức đầu tư dự kiến: 382 tỷ đồng
- Thời gian thực hiện: Từ quý 3 năm 2010 đến quý 2 năm 2012
- Tình hình triển khai: Đã phê duyệt quy hoạch 1/500. Hiện nay đang tiến hành công tác giải phóng mặt bằng.



ReaEx Real Estate Trading Center VISUAL IMPRESSION 05

Bảng 9 :Các dự án đã được ký kết và đang triển khai trong năm 2010

STT	Dự án	Giá trị (tỷ đồng)
1	Khách sạn Lam Kinh – Thanh Hoá	270.647
2	Bãi đỗ xe ngầm và dịch vụ thương mại Thành Công	138.997
3	Nhà máy Polyester Đình Vũ – Hải Phòng (các hạng mục xây dựng)	132.576
4	Đường cao tốc Nội Bài – Lào Cai	130.793
5	Chung cư Phú Đạt – Tp. HCM	106.433
6	Nhiệt điện Vũng Áng (trạm bơm)	106.433

7	Đường vào nhà máy Nhiệt Điện Thái Bình	57.000
8	Quốc lộ số 3 – Thái Nguyên	55.523
9	Nâng cấp cải tạo QL 21 – 1 Nam Định - Lạc Quản	47.966
10	Mương thoát nước mặt bằng khu lọc Hoá dầu Nghị Sơn	42.852
11	Nhà máy Polyester Đình Vũ – Hải Phòng (đắp cát gia tải)	33.654
12	Khu nhà ở và dịch vụ phục vụ Lọc hoá dầu Nghi Sơn	32.671
13	Khu đô thị mới Bắc An Khánh – San nền	25.760
14	Khu đô thị mới Bắc An Khánh – Đắp cát các ô 7+13	22.050
15	Gia công lắp đặt bồn bể nhà máy Ethanol	20.537
16	Trung tâm thương mại Dầu khí – Nghệ An	20.000
17	Trung tâm Hải Quan tại TCS	19.793
18	Mở rộng và hoàn thiện đường Láng – Hoà Lạc (Phú Đô)	19.157
19	Chung cư cao tầng CT8	16.415
20	Khu nhà ở và dịch vụ NM Lọc hoá dầu Nghi Sơn (đường nội bộ)	13.973
21	Nhà ở Văn phòng 9A – B Phan Chu Trinh – Hà Nội	11.800
22	Khu nhà ở thí điểm cho Cn KCN Bắc Thăng Long	11.590
23	Cao ốc văn phòng số 20 Phạm Ngọc Thạch – HCM (phần ngầm)	10.390
24	Khu tái định cư và kinh doanh Phú Thượng – Tây Hồ	7.915
	Tổng giá trị xây lắp	1,359.037

NHẬN XÉT

Trong các năm vừa qua, và năm 2010 doanh thu của PVV chủ yếu là hoạt động xây lắp. So với các công ty cùng ngành, PVV có quy mô vốn tương đối nhỏ, tuy nhiên hiệu quả đầu tư của PVV được đánh giá là khá tốt.

PVV có lợi thế là công ty thuộc Tập đoàn dầu khí Việt Nam, do đó sẽ được ưu tiên thực hiện một số dự án của Tập đoàn.

Hiện nay PVV đã ký kết được rất nhiều hợp đồng, và có một số tổ chức lớn (như CTCP Chứng khoán Thăng Long, Ngân hàng TMCP Đại Dương, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam – BIDV v.v...) đã đăng ký là cổ đông chiến lược của PVV trong năm 2010, do đó chúng tôi kỳ vọng các dự án đang triển khai và các dự án đã được ký kết sẽ được hoàn thành đúng tiến độ.

Tính đến hết thời điểm 30/06/2010 với tổng giá trị ký kết là 1,279.637 tỷ đồng, công ty đã đưa ra kết hoạch cụ thể về lợi nhuận sau thuế năm 2010 đạt 18 tỷ đồng (trong đó các dự án đã thi công xong chờ quyết toán trong năm 2010 lợi nhuận đạt 0.028 tỷ, các công trình chuyển tiếp từ năm 2009 lợi nhuận đạt 10.322 tỷ đồng, các công trình thi công năm 2010 đạt 7.820 tỷ đồng).

Theo nghị quyết Đại hội cổ đông năm 2010, PVV đã thông qua phương án tăng vốn điều lệ từ 50 tỷ lên 300 tỷ, trong đó cổ đông hiện hữu được quyền mua thêm với tỷ lệ 1:2, chào bán 15 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược với giá

11,000đ/cp.

Với kịch bản PVV sẽ tăng vốn điều lệ vào tháng 10/2010, chúng tôi ước tính số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân năm 2010 của PVV vào khoảng 9.2 triệu cổ phiếu. EPS dự kiến điều chỉnh vào khoảng 1,936 đ/cp.

P/E hiện tại của ngành xây dựng vào khoảng 11.6 lần. Tuy PVV nhận được nhiều lợi thế từ Vinaconex và PVX nhưng PVV là một công ty mới thành lập, và sau khi tăng vốn PVV vẫn được xếp vào doanh nghiệp có quy mô thấp so với trung bình ngành, do đó chúng tôi ước lượng P/E hợp lý năm 2010 của PVV ở mức thận trọng vào khoảng 9 – 10 lần.

Theo phương pháp P/E chúng tôi ước lượng giá của PVV sau khi tăng vốn vào khoảng 17,500 – 20,000 đ/cp.

Điều chỉnh về giá trước khi phát hành, giá hợp lý trước khi phát hành cổ phiếu của PVV vào khoảng 32,500 – 36,000 đ/cp.

Hiện tại P/B trung bình của ngành xây dựng vào khoảng 2.1 lần. Do rủi ro từ việc pha loãng cổ phần, chúng tôi ước lượng P/B hợp lý năm 2010 của PVV vào khoảng 1.7 – 1.9 lần. BV của PVV tính tới thời điểm 30/06/2010 vào khoảng 11,650 đ/cp. Theo phương pháp P/B giá hợp lý của PVV (chưa phát hành thêm cổ phần) vào khoảng 20,000 – 22,000 đ/cp.

Kết hợp hai phương pháp P/B và P/E theo tỷ lệ 30:70 chúng tôi ước lượng giá của PVV năm 2010 trước khi tăng vốn vào khoảng 26,000 – 29,000 đ/cp.

Phương pháp	Sau khi tăng vốn	Trước khi tăng vốn
P/E	17,500 – 20,000 đ/cp	32,500 – 36,000 đ/cp
P/B	-	20,000 – 22,000 đ/cp
Tổng hợp		29,000 – 32,000 đ/cp.

KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và lưu hành trong HBS, các chi nhánh và các khách hàng. Báo cáo này không hướng tới hoặc có ý định phân phối cho bất cứ cá nhân hay tổ chức là công dân hoặc sống tại những khu vực và lãnh thổ mà việc phân phối, xuất bản hoặc sử dụng nó trái với quy định và pháp luật của khu vực hoặc lãnh thổ đó.

Báo cáo không được coi là mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đặc biệt của người nhận được bản báo cáo. Thông tin và ý kiến trong báo cáo không và không nên được coi là một đề nghị, khuyến nghị thúc đẩy mua/bán một chứng khoán cụ thể, các thương vụ đầu tư liên quan hoặc các hoạt động đầu tư khác.

Thông tin trong bản báo cáo được lấy từ những nguồn được coi là chính xác và hợp lý tại thời điểm phát hành bản báo cáo. Chúng tôi không đảm bảo rằng bản báo cáo bao hàm tất cả những thông tin nhà đầu tư yêu cầu. HBS hoặc các chi nhánh không đảm bảo các thông tin và ý kiến trong báo cáo là hoàn toàn chính xác, hợp lý, toàn diện và không có sai sót. HBS và chi nhánh không chịu trách nhiệm pháp lý về hậu quả thua lỗ hoặc thiệt hại về tài chính do sử dụng bản báo cáo này.

Các quan điểm thể hiện trong báo cáo là quan điểm cá nhân của người phân tích về chứng khoán hoặc công ty được phân tích. Người phân tích không phải chịu trách nhiệm trực tiếp hoặc gián tiếp về kết luận hoặc khuyến nghị cụ thể nào trong bản báo cáo.

Nhà đầu tư nên tự tiến hành việc thẩm định thông tin trong báo cáo, bao gồm cả xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể, đồng thời tham khảo ý kiến của chuyên gia tư vấn tài chính của mình về các vấn đề luật pháp, kinh doanh, tài chính, thuế trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào liên quan tới các chứng khoán được nêu trong báo cáo.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HÒA BÌNH
HBS – HỢP TÁC CÙNG PHÁT TRIỂN

34 Hai Bà Trưng – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel.: (84 4) 39368866;

HBS RESEARCH

Trưởng phòng Phân tích và : Nguyễn Phúc Thịnh thinhnp@hbse.com.vn
Tư vấn

Chuyên viên phân tích : Lê Huy Cường cuonglh@hbse.com.vn
Trịnh Ngọc Duyên duyentn@hbse.com.vn
Vũ Thái Hà havt@hbse.com.vn
Nguyễn Thị Kiều kieunt@hbse.com.vn