



PVX – Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam

Company Update

TIÊU ĐIỂM

- Năm 2011 PVX sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu ước tính tăng 146,6% so với năm 2010. Tính chung bình quân tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2005 – 2011 là 138,8%/năm. Đây được coi là giai đoạn tăng trưởng nóng của PVX. Lợi nhuận sau thuế của PVX cũng tăng mạnh trong thời gian qua với mức tăng 222,4% trong năm 2010 và tăng trưởng bình quân 239% trong giai đoạn 2006 – 2010.
- Trong năm 2011, PVX triển khai nhiều hợp đồng lớn với giá trị cao như Nhiệt điện Thái Bình 2 (1,2 tỷ USD), Vũng Áng 1 (1.900 tỷ đồng), Nhà máy xơ xoi Đình Vũ (1.100 tỷ đồng), Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 (1.200 tỷ đồng), nhà máy Ethanol phía Bắc (1.171 tỷ đồng),... với tổng giá trị xây lắp đã ký kết ước khoảng trên 40.000 tỷ đồng.
- Trong năm 2011, doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động bất động sản của PVX sẽ tăng mạnh do hợp nhất báo cáo tài chính với một số công ty chuyên kinh doanh bất động sản là PVR, PTL, PFL, PVC Land với nhiều dự án tiềm năng như: Dự án Khu đô thị Dầu khí Hoài Đức – Hà Nội (190ha), Khu đô thị Đại học Dầu khí – Vĩnh Phúc (72ha), Tổ hợp khách sạn 5 sao Mỹ Đình – Hà Nội (3,82ha), Khu đô thị dầu khí Vũng Tàu (69,4ha), Khu du lịch sinh thái Tân Viên – Hà Nội (184ha), khu du lịch sinh thái tây Hạ Long (1.024ha),...
- Rủi ro với cổ phiếu PVX đến từ việc PVX tăng vốn rất nhanh thời gian qua và trong tương lai với kế hoạch tăng lên 10.000 tỷ đồng trong năm 2015. Việc tăng vốn này sẽ tác động mạnh đến lượng cổ phiếu lưu hành cũng như EPS của PVX trong thời gian tới.
- Định giá:** Cổ phiếu PVX được định giá dựa trên phương pháp DCF, P/E và EV/EBITDA. Mức giá chúng tôi xác định vào khoảng **17.300 VNĐ/cổ phần**. Mức P/E forward năm 2011 vào khoảng 7,57 lần đây là mức PE tương đối hấp dẫn trong so với các Công ty hoạt động trong cùng ngành đang niêm yết tại Việt Nam cũng như cả công ty tại khu vực Đông Nam Á. Mức giá trên là giá xác định sau pha loãng khi PVX tăng vốn từ 2.500 tỷ đồng lên 5.000 tỷ đồng trong năm 2011.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá kỳ vọng:	17.300
Giá giao dịch:	13.000
Cao nhất 52 tuần:	30.600
Thấp nhất 52 tuần:	9.300

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	250.000.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	3.225
EPS 2010 (VNĐ)	2.903

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVN	41,21%
CTCP QLQ Lộc Việt	4,16%
PVFC	3,74%
Cổ đông khác	50,89%



MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	4,072	7,296	17,996	22,994	27,993	31,992	34,991
Tăng trưởng DT (%)	125.2%	79.2%	146.7%	27.8%	21.7%	14.3%	9.4%
LNST (tỷ VNĐ)	229	742	1,344	1,820	2,307	2,601	2,882
EPS (VNĐ)	1,383	2,903	2,285	2,579	2,801	2,763	2,450
EPS growth (lần)	8.8%	224.2%	-21.3%	12.9%	8.6%	-1.3%	-11.3%
PE	12.50	5.96	7.57	6.71	6.18	6.26	7.06
PB	1.48	1.48	1.49	1.39	1.29	1.21	1.20
EV/EBITDA	20.70	11.57	7.07	6.36	5.51	5.28	5.17

Nguồn: PVX, PSI tổng hợp và dự báo

TỔNG HỢP BÁO CÁO

Chúng tôi đánh giá cao về tốc độ tăng trưởng rất nhanh chóng của PVX trong thời gian qua và trong các năm tới. Với tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm trung bình giai đoạn 2005 – 2010 đạt mức 137,2%/năm là một tốc độ tăng trưởng đáng ngạc nhiên và liên tục trong nhiều năm của PVX. Điều này theo đánh giá của chúng tôi đến từ việc lợi thế của PVX là Tổng công ty xây lắp chủ lực trong Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) nên PVX được hưởng những lợi thế mà không một doanh nghiệp xây lắp nào có được nhờ chế độ chỉ định thầu của PVN trong các công trình trong ngành dầu khí, cũng như việc ưu tiên sử dụng dịch vụ nhà thầu vụ là PVX và các đơn vị thành viên nếu các tổng thầu là các công ty nước ngoài.

Cùng với tốc độ tăng trưởng doanh thu thần kỳ trong thời gian qua, hiệu quả kinh doanh của PVX cũng đã có sự cải thiện đáng kể. Từ mức lợi nhuận -112 tỷ đồng năm 2005 tăng lên mức 742,3 tỷ đồng năm 2010 và lợi nhuận đã vượt qua được nhiều Tổng công ty xây lắp lớn hoạt động lâu năm như Viglacera, Licogi, Coma,... và vươn lên là một trong vài công ty xây dựng lớn hàng đầu Việt Nam về doanh thu và lợi nhuận. Tốc độ tăng trưởng EPS bình quân của PVX đạt mức 41,9%/năm, riêng năm 2010 EPS tăng trưởng 109,8% so với năm 2009. Tốc độ tăng trưởng vốn chủ sở hữu cũng tăng mạnh trong thời gian qua từ mức 150 tỷ đồng năm 2006 tăng lên mức 2.500 tỷ đồng năm 2010 với tốc độ tăng trưởng 1.566,67%. Mặc dù vốn đầu tư của chủ sở hữu tăng mạnh nhưng tốc độ tăng trưởng EPS của PVX đã đáp ứng được sự tăng trưởng về vốn tăng lên trong thời gian qua.

Trong thời gian qua PVX đã hoàn thành nhiều công trình lớn như: Nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất, tòa nhà viện Dầu khí, tòa nhà Tài chính Dầu khí, kho LPG Cù Lao Tào, nhà máy xơ sợi Polyester Đình Vũ,... đó là những công trình lớn hàng trăm triệu USD đã được PVX hoàn thành đúng tiến độ và chất lượng. Thêm vào đó hiện PVX đang đảm nhiệm EPC nhiều dự án lớn trọng điểm quốc gia như: Nhiệt điện Thái Bình 2 (1,2 tỷ USD), Nhiệt điện Vũng Áng 1 cùng Lilama (1.900 tỷ đồng), Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 (750 MW – 1.200 tỷ đồng),... đều là các công trình lớn tầm cỡ quốc gia mà PVX là đơn vị thi công chính. Thời gian tới, khi các dự án lớn về Nhiệt điện, nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn, nhà máy lọc hóa dầu Long Sơn, các kho chứa dầu ngầm,... sẽ không thể thiếu phần đóng góp của PVX trong đó. Giá trị các công trình PVX đã ký để thi công trong thời gian tới đã lên tới hơn 40.000 tỷ đồng và đảm bảo cho kế hoạch doanh thu của PVX đạt được trong tương lai.

Ngoài hoạt động xây lắp, PVX cũng đang xây dựng nhiều nhà máy công nghiệp lớn như nhà máy ống thép dầu khí, khu công nghiệp dầu khí, các dự án bất động sản lớn tại các khu vực trung tâm sẽ đóng góp ngày một lớn trong tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận cho PVX trong tương lai.

Theo đánh giá của chúng tôi, PVX là một trong những cổ phiếu đáng để đầu tư tại thời điểm hiện tại. Mặc dù có những nghi ngại về việc PVX tăng vốn quá nhanh trong thời gian ngắn, nhưng với tốc độ tăng trưởng EPS của PVX đủ để bù đắp cho việc tăng vốn nóng của PVX thì PVX vẫn là một trong những cổ phiếu hấp dẫn nhất cho các nhà đầu tư tham gia thị trường chứng khoán Việt Nam. Mức giá PVX chúng tôi xác định vào

khoảng 18.000 VNĐ/cổ phiếu. Mức giá này là mức giá sau khi điều chỉnh tăng vốn từ 2.500 tỷ đồng lên 5.000 tỷ đồng vào năm 2011.

LÝ DO ĐẦU TƯ

Chúng tôi tin rằng PVX sẽ là một trong một số Tổng công ty Xây lắp lớn nhất Việt Nam trong thời gian tới. PVX cũng tạo ra một rào cản lớn cho các đối thủ cạnh tranh trong nước khi muốn gia nhập vào lĩnh vực xây lắp công nghiệp dầu khí, xây lắp các công trình trong ngành dầu khí do lợi thế từ việc được chỉ định thầu hầu hết các công trình mà có PVN tham gia và chiếm tỉ lệ chi phối. Với doanh thu ước khoảng 18.000 tỷ đồng trong năm 2011, theo đánh giá của chúng tôi thì PVX đã nằm trong top 5 trong các công ty xây lắp tại Việt Nam hiện nay.

Với kinh nghiệm hoạt động 27 năm trong ngành, PVX là đơn vị hoạt động xây lắp lâu năm nhất và lớn nhất trong ngành dầu khí Việt Nam. Hầu hết các công trình dầu khí lớn mà PVN triển khai xây dựng đều có PVX tham gia. Với tốc độ phát triển mở mới, quy hoạch đầu tư trong và ngoài nước của PVN, chỉ tiêu hàng năm cho hoạt động xây lắp dầu khí vào khoảng 16.000 – 20.000 tỉ đồng thì PVX sẽ ngày càng có cơ hội mở rộng hoạt động kinh doanh, gia tăng doanh thu, lợi nhuận trong thời gian tới.

Trong thời gian từ 2006-2010, tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của PVX đạt 137,2%/năm, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đạt 181,7%/năm. Tốc độ tăng trưởng của PVX vào loại nhanh nhất trong ngành xây lắp của Việt Nam trong thời gian vừa qua và tăng trưởng liên tục từ khi cổ phần hóa doanh nghiệp đến nay. Điều này thể hiện việc thay đổi chiến lược kinh doanh và lợi ích của việc cổ phần hóa đem lại. Trong thời gian tới với việc mở rộng hoạt động tổng thầu EPC các dự án nhà máy nhiệt điện, thủy điện, sản xuất công nghiệp và xây lắp nhà máy lọc dầu, tốc độ tăng trưởng của PVX sẽ tiếp tục tăng mạnh với tốc độ lên tới trên 30%/năm tới năm 2015.

Ngoài hoạt động xây lắp truyền thống thời gian vừa qua, PVX đang có hàng loạt dự án mở rộng sản xuất kinh doanh sang mảng sản xuất công nghiệp, cơ khí chế tạo, kinh doanh bất động sản. Hàng loạt dự án lớn đánh dấu bước ngoặt trong quá trình phát triển của PVX trong các lĩnh vực mới như: Dự án khu công nghiệp dầu khí Tiền Giang (hơn 1.220 ha), dự án nhà máy sản xuất ống thép dầu khí (vốn đầu tư 1.490 tỉ đồng), Dự án khu đô thị Dầu khí Hoài Đức – Hà Nội (190 ha), Dự án khu đô thị Đại học Dầu khí (72 ha), dự án trung tâm tài chính, khách sạn Mỹ Đình (3,82 ha), khu đô thị dầu khí Vũng Tàu (69,4 ha), khu du lịch sinh thái Tân Viên (184 ha), khu Đô thị sinh thái Tây Hạ Long (1.130 ha),...

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về khả năng triển khai các dự án mở rộng hoạt động kinh doanh: Hiện nay với hàng loạt dự án PVX đang triển khai và nghiên cứu đầu tư nhưng hầu hết các dự án đang chậm tiến độ. Một số dự án đã động thổ nhưng chưa tiến hành xây dựng được do các vướng mắc về giải phóng mặt bằng. Điều này dẫn tới các kế hoạch tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận có thể không đạt được như kỳ vọng ban đầu. Những lo ngại này chủ yếu do quá trình đền bù giải phóng mặt bằng, thu hồi đất đai cho dự án tại Việt Nam và đặc biệt khu vực phía Bắc diễn ra rất chậm chạp, vì vậy có cơ sở cho các lo

ngại này.

Rủi ro về năng lực thi công: Xét về quy mô doanh thu trong ngành xây lắp hiện nay thì PVX thuộc nhóm 5 Công ty có doanh thu xây lắp lớn nhất Việt Nam. Tuy nhiên doanh thu phần lớn đến từ lợi thế do được chỉ định thầu trong Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. Vì vậy có những lo ngại về khả năng cạnh tranh của PVX khi quy mô xây lắp gia tăng tới mức nhất định thì các công trình xây lắp trong nội bộ tập đoàn không đủ đáp ứng tốc độ tăng trưởng quy mô của PVX. Khi đó, PVX sẽ phải đi cạnh tranh đấu thầu với các đơn vị bên ngoài Tập đoàn và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn.

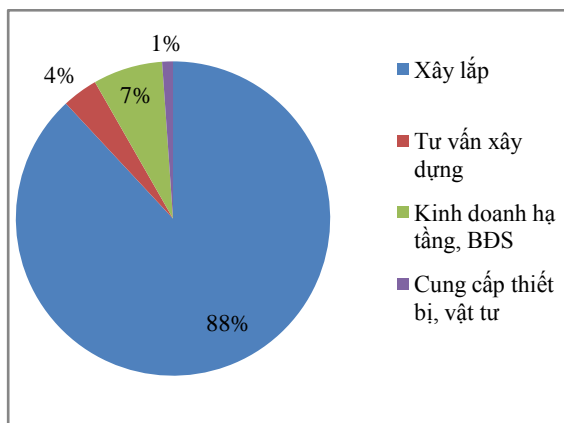
Rủi ro pha loãng cổ phiếu: Cùng với tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận rất nhanh của PVX thì kế hoạch tăng vốn của PVX cũng rất mạnh. Năm 2008 vốn điều lệ của PVX tăng 10 lần từ 150 tỷ lên 1.500 tỷ. Năm 2010 tăng 66,67% từ 1.500 tỷ lên 2.500 tỷ đồng. Năm 2011 kế hoạch tăng 100% lên 5.000 tỷ đồng và dự kiến đến 2015 vốn điều lệ của PVX là 10.000 tỷ đồng. Với tốc độ tăng vốn nhanh như hiện nay và việc PVN thoái dần vốn ở PVX về tỷ lệ dưới 20% sẽ làm số cổ phiếu giao dịch tăng rất mạnh cũng như ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng EPS trong các năm tới.

ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PVX

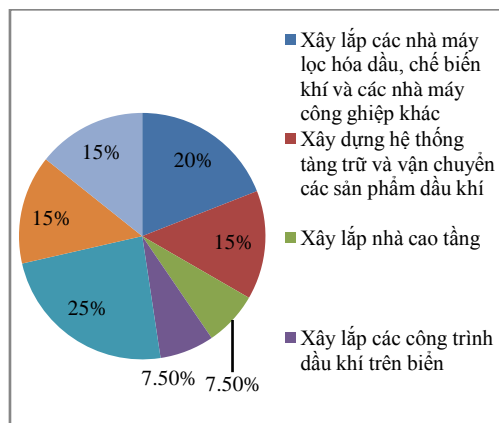
Tổng quan về Tổng Công ty Cổ phần xây lắp dầu khí Việt Nam (PVX): Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam tiền thân là Xí nghiệp Liên hợp xây lắp Dầu khí được thành lập năm 1983. Năm 1995 Xí nghiệp Liên hợp xây lắp Dầu khí đổi tên thành Công ty Thiết kế và Xây dựng Dầu khí (PVECC). Năm 2005, Công ty Thiết kế và Xây dựng Dầu khí được cổ phần hóa và lấy tên là Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí với số vốn điều lệ ban đầu là 150 tỷ đồng. Từ năm 2007, Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam hoạt động theo mô hình công ty mẹ - công ty con trong đó công ty mẹ là Tổng Công ty Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVX) được hình thành trên cơ sở chuyển đổi và sắp xếp lại các công ty cổ phần có vốn góp của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Năm 2008, PVX tăng vốn từ 150 tỷ đồng lên 1.500 tỷ đồng. Năm 2010, Công ty đã tăng vốn lên 2.500 tỷ đồng.

Hoạt động kinh doanh của Công ty

Hoạt động xây lắp của PVX bình quân đóng góp 93% trong tổng cơ cấu doanh thu của PVX trong thời gian qua và có xu hướng giảm tỷ trọng khi các lĩnh vực khác như kinh doanh bất động sản, sản xuất công nghiệp, thương mại,... ngày càng đóng góp nhiều hơn trong tỷ trọng tổng doanh thu của Công ty. Trong doanh thu xây lắp thì doanh thu chủ yếu tập trung vào xây lắp trong nội bộ Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam với tỷ trọng khoảng 70%.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu năm 2010


Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

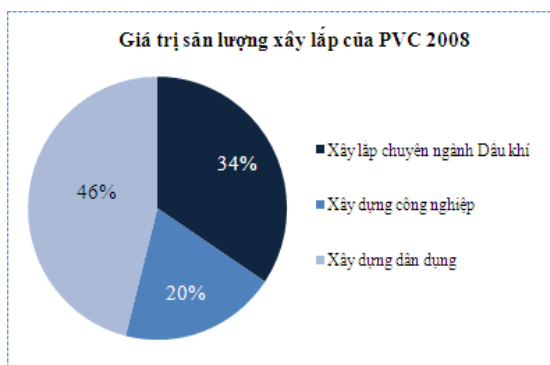
Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu năm 2015


Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

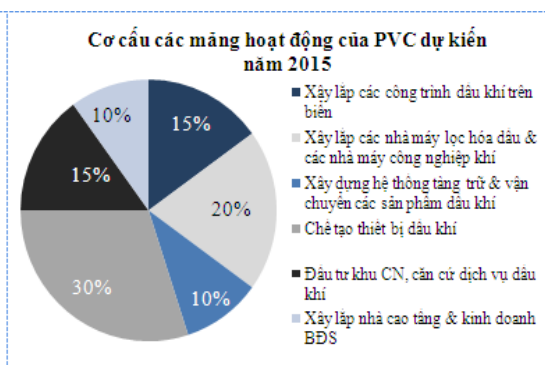
Hoạt động Xây lắp của PVX tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới.

Hiện nay PVX có hàng loạt dự án đang triển khai hoạt động xây lắp mà chủ yếu đến từ các đơn vị trong Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. Cơ cấu doanh thu xây lắp đến từ trong ngành vào khoảng trên 70% trong tổng cơ cấu doanh thu xây lắp. Doanh thu xây lắp chuyên ngành dầu khí chiếm 34% tổng doanh thu xây lắp, xây lắp công nghiệp chiếm 20% còn lại là xây lắp dân dụng chiếm 46%. Cơ cấu doanh thu từ hoạt động xây lắp sẽ dần thay đổi khi hoạt động xây lắp các công trình dầu khí PVX sẽ dần trở thành nhà thầu thi công chính, tổng thầu EPC cho các dự án.

Trong giai đoạn 2010-2015, PVX sẽ thay đổi cơ cấu doanh thu rất nhanh. Tới năm 2015, doanh thu hoạt động xây lắp công trình dầu khí trên biển chiếm 15% tổng cơ cấu doanh thu, tương đương với doanh thu khoảng gần 5.250 tỉ đồng. Doanh thu từ hoạt động xây lắp nhà máy lọc dầu & các nhà máy công nghiệp dầu khí chiếm 20% tổng doanh thu xây lắp, tương đương với doanh thu khoảng 7.000 tỉ đồng. Doanh thu từ hoạt động xây dựng hệ thống tàng trữ, vận chuyển sản phẩm dầu khí chiếm khoảng 10% tổng doanh thu tương đương với 3.500 tỉ đồng.

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu hoạt động xây lắp


Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu xây lắp năm 2015


Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

PVX cũng là 1 trong 3 nhà thầu EPC lớn nhất Việt Nam cùng với Tập đoàn Công nghiệp Sông Đà và Tổng công ty lắp máy (Lilama). Điều này giúp đơn vị nâng cao năng lực thiết kế, thi công các công trình lớn hơn trong tương lai tại Việt Nam cũng như tại khu vực. Cùng với việc nâng cao khả năng thiết kế các công trình, khả năng thi công thì PVX đang phấn đấu

vươn lên thành một trong hai nhà thầu EPC lớn nhất Việt Nam trong thời gian tới, đặt biệt trong các dự án về xây lắp các công trình dầu khí trên biển, nhà máy lọc hóa dầu, sản xuất hóa chất, nhà máy điện, kho bãi chứa dầu, đường ống dẫn khí,...

Hiện nay, PVX cũng đã ký được những hợp đồng thi công lớn với giá trị lên tới hơn 40.000 tỉ đồng. Các hợp đồng này đã và đang triển khai trong giai đoạn 2008-2011 và hàng loạt các dự án đầu tư mới của Tập đoàn mà PVX sẽ là nhà thầu thi công chính đang sắp triển khai dựa theo tiến độ triển khai các dự án của PVX và các đơn vị thành viên của PVX làm chủ đầu tư.

Trong năm 2011, PVX sẽ có doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ dự án Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2 (doanh thu dự kiến hơn 1.000 tỷ đồng, lợi nhuận hơn 100 tỷ), Nhà máy xơ sợi Đình Vũ, Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2, Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1, Tòa nhà Hanoi Time Tower, Nhà máy nhiên liệu sinh học Phía Bắc,...

Bảng 1: Một số dự án xây lắp lớn PVX đã và đang triển khai

STT	Dự án	Giá trị (tr đồng)
1	EPC nhà máy nhựa Polypropylen – Dung Quất	557.000
2	Kho xăng dầu Cù Lao Tào	351.852
3	San lắp hạ tầng nhà máy Lọc hóa Dầu Nghi Sơn	345.560
4	Viện Dầu khí	809.068
5	Tòa nhà Dầu khí Nghệ An	451.698
6	Dự án Trung tâm thương mại tài chính dầu khí Phú Mỹ Hưng	570.000
7	Nhiệt điện Thái Bình 2 – san lấp mặt bằng, đường vào dự án	383.309
8	Dự án NM Điện chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2	1.277.975
9	Nhà máy sợi tổng hợp Polyester Đình Vũ	1.103.850
10	Công trình trụ sở Bộ nội vụ	395.058
11	Nhà máy sản xuất cồn và nhiên liệu sinh học phía Bắc	1.171.705
12	Nhiệt điện Vũng Áng 1	1.900.000
13	Nhiệt điện Thái Bình 2	1,2 tỷ USD
14	Nhà máy thủy điện Đakdring	150 tr USD
15	Tòa nhà Hanoi Time Tower	1.454.000
16	Nam Côn Sơn GD2	440 tr USD

Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

Đánh giá tình hình đầu tư mới trong ngành Dầu khí

Với định hướng lấy Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam là trung tâm, sự phát triển của PVX sẽ gắn liền với định hướng và sự phát triển của PVN. Hiện nay, PVN đang triển khai hàng loạt các dự án đầu tư lớn trên nhiều lĩnh vực như: Hóa dầu, sản xuất phân đạm, tơ sợi, điện, cơ khí chế tạo, vận tải, bất động sản,... Với danh mục dự án đầu tư lên tới gần 70 tỉ USD thì đây là thị trường chính cho hoạt động xây lắp của PVX có điều kiện tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai. Trong các dự án này PVX sẽ tham gia vào nhiều dự án và có thể tiếp nhận thêm như dự án hệ thống đường ống Nam Côn Sơn 2, các nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2, Nhơn Trạch 2, Vũng Áng 1, các hệ thống giàn khai thác các mỏ mới, nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn, nhà máy lọc hóa dầu Long Sơn,...

Bảng 2: Danh mục dự án lớn mà PVN dự kiến đầu tư trong thời gian tới

Dự án		Giá trị (tr USD)	Tiến độ triển khai
Dự án mở rộng khai thác dầu, khí			
1	Mỏ Chim Sáo, Lan Đỏ, Diamond, Hải Sư Đen/Hải Sư Trắng, Tê Giác Trắng		Năm 2011
2	Mỏ Hoa Mai, Sư Tử Trắng, Hải Thạch – Mộc Tinh,		Năm 2012
3	Mỏ Sư Tử Nâu, Thăng Long, Kim Long, Cá Voi, Ác Quỷ		Năm 2013
4	Mỏ Đông Đô, Thiên Ưng		Năm 2014
5	Đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn	1.000	Triển khai 2009-2011
6	Đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2	440	Hoạt động năm 2014
7	Đường ống kết nối Đông – Tây Nam Bộ		
Dự án hóa dầu, chế biến, xử lý dầu, nhiên liệu sinh học		25.008	
1	Nhà máy lọc dầu Dung Quất	3.053	Xong giai đoạn 1, đang triển khai các công trình phụ trợ còn lại
2	Nhà máy lọc dầu Dung Quất mở rộng	1.159	Triển khai trong thời gian từ 2011-2016
3	Nhà máy lọc dầu Long Sơn (NM lọc dầu số 3)	7.000– 8.000	Hoàn thành từ 2016 - 2020
4	Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NM lọc dầu số 2)	6.000	Triển khai từ 2008-2014
5	Nhà máy Đạm Cà Mau	900,2	Triển khai được 50% khối lượng xây lắp, dự kiến 2012 đi vào hoạt động
6	Kho chứa dầu ngầm Dung Quất	340	Đã hoàn thành Pre-FS dự án. Triển khai từ 2010-2016
7	Kho chứa dầu ngầm Long Sơn	310	Đang trình thiết kế 1/500, triển khai từ 2009-2015
8	Kho chứa dầu ngầm Nghi Sơn	300	Hoàn thành Pre-FS dự án. Triển khai từ 2010-2016
9	Kho chứa dầu ngầm Vũng Đô	400	Hoàn thành Pre-FS dự án. Triển khai từ 2010-2016
10	Nhà máy nhiên liệu sinh học Phú Thọ	60	Triển khai 2009-2012
11	Nhà máy sơ xối Polyeste Đình Vũ – Hải Phòng	325	Triển khai 2009-2012
12	Nhà máy nhiên liệu sinh học Quảng Ngãi	80	Triển khai 2009-2012
13	Nhà máy nhiên liệu sinh học Bình Phước	81	Triển khai 2010-2012
14	Tổ hợp hóa dầu Miền Nam	4.000	Triển khai từ 2009-2014, tại KCN Long Sơn – Vũng Tàu
15	Kho nổi FSO cho Biển Đông POC	350	Triển khai 2010-2012
Dự án Điện		10.808	
1	Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2	700	Triển khai từ 2009-2011
2	Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1	1.588	Khởi công tháng 6/2009
3	Nhà máy nhiệt điện Quảng Trạch 1 – Quảng Bình	1.500	Khởi công năm 2011

4	Nhà máy thủy điện Luang Prabang	1.800	Khởi công năm 2011
5	Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2	1.669	Khởi công năm 2010
6	Nhà máy nhiệt điện Long Phú 1 – Sóc Trăng	1.463	Khởi công năm 2010
7	Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1	1708	Khởi công năm 2011
8	Nhà máy thủy điện Hòa Na	230	Khởi công 3/2008
9	Nhà máy thủy điện Đakdring	150	Khởi công năm 2010
10	Nhà máy phong điện Phú Quý		Khởi công năm 2010
Dự án cảng biển		933,2	
1	Cảng Phước An	846,6	Triển khai 2010-2012
2	Cảng quốc tế PVTRANS	37,3	Triển khai 2011-2015
3	Cảng Hòn La – Quảng Bình	21,2	Đang mở rộng cầu cảng giai đoạn 2 hoàn thành 2011
4	Cảng Nghi Sơn – Thanh Hóa	28,1	Đang hoạt động 150% công suất và chuẩn bị mở rộng

Nguồn: PVN, PSI tổng hợp

Ngoài các hoạt động xây lắp chuyên ngành công nghiệp dầu khí, các đơn vị thành viên của PVX còn tham gia nhiều vào hoạt động xây lắp ngoài ngành dầu khí. Các lĩnh vực xây lắp dân dụng và công nghiệp hiện nay chiếm khoảng 60% trong tổng cơ cấu doanh thu hoạt động xây lắp. Tuy nhiên do hoạt động xây lắp chuyên ngành dầu khí và xây lắp công nghiệp sẽ tăng mạnh trong thời gian tới nên tỉ trọng xây lắp chuyên ngành dầu khí và xây lắp công nghiệp sẽ tăng mạnh trong tương lai ít nhất đến 2015. Điều này giúp cho PVX cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp do hoạt động xây lắp chuyên ngành và xây lắp công nghiệp có mức biên lợi nhuận thường trên 10% so với mức biên lợi nhuận gộp từ hoạt động xây lắp dân dụng khoảng 7-8%.

Hoạt động xây lắp dân dụng sẽ đến từ các dự án phát triển dự án bất động sản của các Công ty thành viên trong PVX làm chủ đầu tư, cũng như các dự án các công ty thành viên tham gia liên doanh, góp vốn đầu tư và các dự án tham gia đấu thầu xây lắp. Tuy nhiên việc đấu thầu xây lắp các công trình dân dụng chúng tôi nhận thấy ở PVX và các công ty thành viên sẽ không diễn ra mạnh cho đến ít nhất năm 2015 do các công trình hiện tại của PVN và các đơn vị thành viên rất lớn đủ để cho PVX và các đơn vị thành viên thi công trong một thời gian dài.

Đánh giá thị trường xây lắp Việt Nam

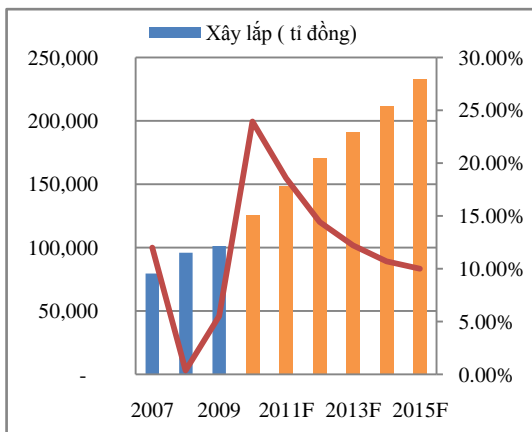
Trong các năm gần đây, ngành xây lắp Việt Nam đóng góp đáng kể vào quá trình tăng trưởng kinh tế. Giá trị sản xuất của ngành xây dựng ước đạt gần 6 tỉ USD năm 2009, chiếm khoảng 5,2% tổng GDP của Việt Nam. Mặc dù quy mô ngành trong GDP không nhiều nhưng ngành đã tạo ra động lực cho quá trình tăng trưởng của các ngành như: Bất động sản, sản xuất vật liệu xây dựng, Sản xuất nguyên liệu cơ bản, cũng như tất cả các ngành khác khi có nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh.

Tốc độ tăng trưởng của ngành thường rất cao ở mức trên 15%/năm trong thời gian dài vừa qua cũng như trong tương lai. Điều này tại điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong ngành có thể phát triển trong thời gian tới. Tốc độ tăng trưởng mạnh của ngành xây dựng còn phụ thuộc vào mức độ tăng trưởng tổng mức đầu tư xã hội, biến

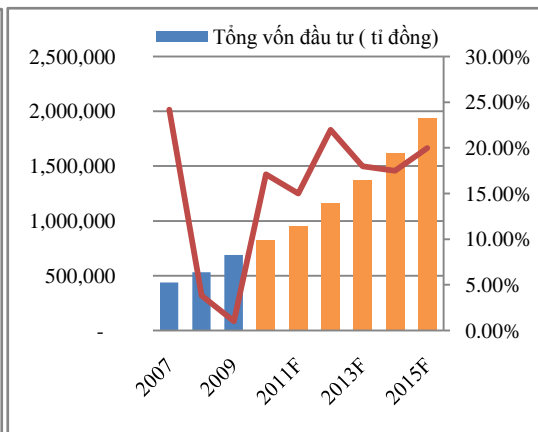
động giá cả nguyên liệu đầu vào, biến động của thị trường bất động sản. Trong các năm qua, vốn đầu tư cả trong và ngoài nước đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng trung bình 6%/năm, đầu tư thường chiếm 34% GDP hàng năm.

Trong năm 2010, dự kiến tốc độ tăng trưởng tổng mức đầu tư vào khoảng 17,1% lên mức 830.300 tỉ đồng, tổng giá trị ngành xây dựng khoảng 125.500 tỉ đồng, tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng trong năm nay dự kiến khoảng 23,93% do sự phục hồi của nền kinh tế mà lĩnh vực xây dựng là lĩnh vực đi đầu trong sự phục hồi mạnh mẽ.

Biểu đồ 5: Giá trị và tốc độ tăng trưởng ngành xây lắp tại Việt Nam



Biểu đồ 6: Giá trị và tốc độ tăng trưởng đầu tư tại Việt Nam



Nguồn: BMI, Tổng cục thống kê, PSI Tổng hợp

Trong năm 2011, giá cả nguyên liệu đầu vào cũng có những biến động rất mạnh ở giá xi măng (tăng 36,7%) so với đầu năm, sắt thép tăng 6,1%. Có nhiều đợt tăng giá liên tục đã tác động mạnh tới tiến độ thi công các công trình xây dựng. Trong khi xi măng tại khu vực phía bắc dư thừa thì giá vẫn tiếp tục tăng do chi phí sản xuất của cả nền kinh tế tăng vì yếu tố lạm phát, giá nhiên liệu đầu vào, tỷ giá tăng tác động đến giá thành sản xuất các doanh nghiệp. Lượng thép xây dựng tồn kho tháng 5/2011 vào khoảng 402.044 tấn sẽ tạo áp lực giảm giá thép khi mà các dự án xây dựng bị đình hoãn do thiếu vốn và chi phí cao, hàng hóa bị tồn đọng nhiều ảnh hưởng đến cả chủ đầu tư, nhà thầu thi công, đơn vị cung cấp vật liệu xây dựng.

Bảng 3: Diễn biến giá nguyên liệu đầu vào tác động đến ngành xây dựng.

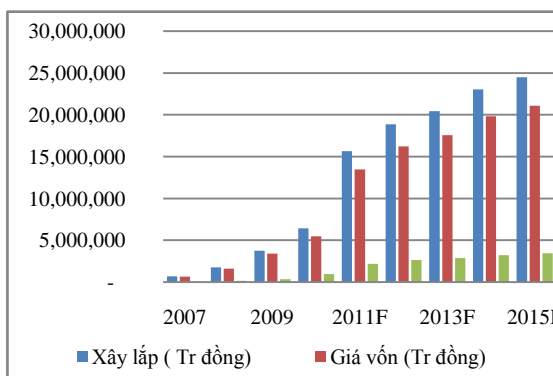
Nguyên liệu đầu vào	T6-07	T12-07	T6-08	T12-08	T6-09	T12-09	T6-10	T12-10	T6-11
Xi măng PC40 (VNĐ/kg)	1,055	1,120	1,400	1,000	1,065	1,100	1,250	1,460	2,000
% tăng giảm		6.2%	25.0%	-28.6%	6.5%	3.3%	13.6%	16,8%	36,7%
Thép xây dựng(VNĐ/kg)	10,300	15,900	18,900	13,000	11,500	12,000	14,000	15,270	16,200
% tăng giảm		54.4%	18.9%	-31.2%	-15.0%	8.6%	16.7%	9,1%	6,1%

Nguồn: PSI tổng hợp

Đánh giá các dự án PVN triển khai và tiềm năng phát triển ngành xây lắp và vị thế của PVX, chúng tôi xây dựng một kế hoạch doanh thu hoạt động xây lắp trong thời gian tới như biểu đồ dưới đây. Mức tăng doanh thu tăng mạnh trong giai đoạn 2009-2011 do việc mở rộng kinh doanh của hàng loạt đơn vị thành viên của PVX cũng như việc PVX làm tổng thầu EPC các dự án nhận được hàng loạt dự án mới do PVX bắt đầu khởi công trong giai đoạn 2009-2011. PVX có lợi thế so với các công ty xây lắp khác

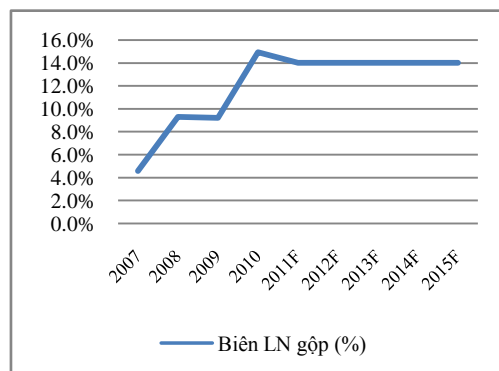
bởi tiền độ đầu tư của PVN là rất lớn và các dự án chính mà PVX tham gia thi công đều không bị đình hoãn hay gián tiến độ, vì vậy có thể đảm bảo kế hoạch doanh thu, lợi nhuận của PVX trong năm 2011 và đảm bảo an toàn hơn so với các công ty xây lắp khác.

Biểu đồ 7: Dự báo doanh thu hoạt động xây lắp các năm



Nguồn: PVX, PSI dự báo

Biểu đồ 8: Biên lợi nhuận gộp của hoạt động xây lắp



Nguồn: PVX, PSI dự báo

Bảng 4: Dự báo doanh thu – giá vốn và lợi nhuận gộp hoạt động xây lắp

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Xây lắp (Tr đồng)	694,117	1,754,000	3,731,410	6,415,074	15,660,000	18,860,000	20,440,000	23,040,000	24,500,000
Giá vốn (Tr đồng)	662,262	1,591,155	3,387,444	5,457,710	13,467,600	16,219,600	17,578,400	19,814,400	21,070,000
LN gộp (Tr đồng)	31,855	162,845	343,966	957,364	2,192,400	2,640,400	2,861,600	3,225,600	3,430,000

Nguồn: PVX, PSI dự báo

Hoạt động cơ khí chế tạo - sản xuất công nghiệp

Hiện nay hoạt động sản xuất công nghiệp mới chiếm 1,5% trong tổng cơ cấu doanh thu của PVX và giảm mạnh trong năm 2010 còn 0,08% tổng cơ cấu doanh thu do một số nhà máy công nghiệp như xi măng đã chuyển nhượng cho đơn vị khác. Tuy nhiên, với việc mở rộng hoạt động cơ khí chế tạo, sản xuất ống dẫn dầu, ống thép công nghiệp, vật liệu xây dựng... thì tỉ trọng lĩnh vực sản xuất công nghiệp sẽ ngày càng tăng mạnh trong tổng cơ cấu doanh thu của PVX trong tương lai và dự kiến chiếm 15% trong tổng doanh thu của PVX vào năm 2015.

Sự chuyển dịch cơ cấu doanh thu đến chủ yếu từ việc PVN đưa vào khai thác các mỏ dầu, mỏ khí mới trong kế hoạch phát triển mỏ giai đoạn 2010-2015 trong đó giai đoạn này sẽ phát triển thêm 14 mỏ mới. Trong đó nhu cầu chế tạo chân đế giàn khai thác, đường ống dẫn dầu - khí, chế tạo khối thượng tầng, chế tạo giàn khoan, các hệ thống đường ống công nghệ trong nhà máy lọc dầu – hóa chất là rất lớn, nhu cầu về chế tạo đường ống lên tới 292.179 tấn trong giai đoạn 2010-2015 và 298.271 tấn trong giai đoạn 2016-2025.

Trong thời gian vừa qua, hệ thống đường ống của Việt Nam đã được triển khai với hệ thống PM3-Cà Mau dài 298km, hệ ống nhập kho xăng dầu Cù Lao Tào dài 12,8km sử dụng ống bọc bê tông nhập khẩu. Dự kiến với các dự án sản xuất và chế tạo ống dẫn sẽ giúp PVX vươn ra lĩnh vực cơ khí chế tạo, sản xuất vật liệu xây dựng cho ngành Dầu khí.

Ngoài ra, PVX sẽ thành lập các nhà máy cơ khí phục vụ hoạt động đóng mới, sửa chữa giàn khoan nước sâu (tới 350m), chế tạo các kết cấu siêu cường, siêu trọng, nhà máy chế tạo ống Dầu khí, nhà máy chế tạo van Dầu khí, nhà máy chế tạo bồn, bể chứa, nhà máy bọc ống cách

hiệt, gia tải,... Dự án còn tập trung vào công tác đóng mới tàu chuyên dụng chứa dầu, sản phẩm dầu khí, kho chứa nổi, tàu giếng khoan, kho cảng chứa dầu khí, cảng trung chuyển dầu khí,...

Ngày 15/7/2010, Nhà máy Bọc ống Dầu khí đã chính thức khánh thành đưa vào hoạt động với hệ thống đường ống đầu tiên thực hiện là 1,5km ống đường kính 16” cho dự án dây chuyền cấp khí nhà máy điện Nhơn Trạch 2. Hiện nay, nhà máy bọc ống đang triển khai sản xuất 30km đường ống với đường kính 12” cho dự án đường ống Hải Sư Trắng/Tê Giác Trắng – Bạch Hổ, đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn, tuyến ống dẫn khí Thiên Ưng – Nam Côn Sơn 2 với giá trị ký kết đạt trên 250 triệu USD.

Với việc mở rộng dịch vụ cơ khí chế tạo, PVX sẽ cùng với PVS là 2 đơn vị chi phối thị trường cơ khí chế tạo trong ngành Dầu khí tại Việt Nam và các dự án mà PVN làm chủ đầu tư trong và ngoài nước.

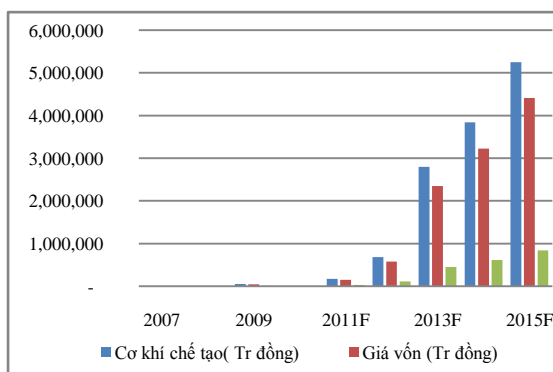
Bảng 5: Một số dự án sản xuất công nghiệp lớn đơn vị đang triển khai:

Tên dự án	Diện tích (ha)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ
Nhà máy chế tạo cơ khí và sản xuất vật liệu xây dựng – Nghi Sơn – Thanh Hóa	10	148	Khởi công tháng 3/2010, hoàn thành ngay trong năm 2010
Nhà máy sản xuất ống thép Dầu khí – Sao Mai-Bến Đình – Vũng Tàu	8,5	1.490	Công suất 100.000 tấn/năm, khởi công trong năm 2010
Dự án nhà máy bọc ống – KCN Phú Mỹ 1	15	517,44	Đã hoàn thành và đưa vào hoạt động 2010, tổng giá trị các hợp đồng đã ký kết đạt 250 triệu USD
Nhà máy sản xuất kết cấu thép và bê tông Bình Phú, Thạch Thất, Hà Nội	1,0	148,53	Trạm trộn bê tông 380.000 tấn/năm, khởi công năm 2010
Nhà máy bê tông dự ứng lực PVC-FECON, Kim Bảng, Hà Nam	2,5	300	Khởi công tháng 2/2010 dự kiến hoàn thiện vào tháng 12/2010.

Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

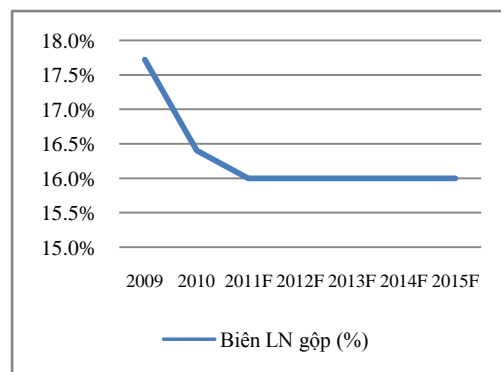
Với việc các dự án sản xuất ống thép công nghiệp, ống bọc dầu, chế tạo chân đế giàn khoan, khối thượng tầng, chân đế giàn khai thác, kho chứa nổi, cơ khí chế tạo trong ngành Dầu khí thì mức tăng trưởng doanh thu sẽ tăng mạnh trong thời gian tới. Dưới đây là biểu đồ tăng trưởng doanh thu của PVX trong thời gian tới.

Biểu đồ 9: Dự báo doanh thu hoạt động Sản xuất công nghiệp



Nguồn: PVX, PSI dự báo

Biểu đồ 10: Dự báo doanh thu hoạt động Sản xuất công nghiệp



Nguồn: PVX, PSI dự báo

Bảng 6: Dự báo doanh thu – giá vốn và lợi nhuận gộp hoạt động cơ khí chế tạo và sản xuất công nghiệp

(Tr đồng)	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Dân xuất công nghiệp	-	-	60,518	5,630	180,000	690,000	2,800,000	3,840,000	5,250,000
Giá vốn (Tr đồng)	-	-	49,793	4,707	151,200	579,600	2,352,000	3,225,600	4,410,000
LN gộp (Tr đồng)	-	-	10,725	924	28,800	110,400	448,000	614,400	840,000

Nguồn: PVX, PSI dự báo

Đánh giá về hoạt động kinh doanh bất động sản tại Việt Nam

Việt Nam là đất nước với dân số trẻ và tốc độ tăng trưởng kinh tế vào loại cao nhất ở khu vực. Với dân số 85,7 triệu người (vào ngày 1/4/2009) và dân số tập trung tới 43% tại đồng bằng sông Hồng (19,5 triệu người) và đồng bằng sông Cửu Long (17,1 triệu người). Đây cũng là những vùng có mật độ dân cư đông nhất Việt Nam, đặc biệt tại các thành phố lớn là trung tâm của khu vực. Cũng theo thống kê, dân số sống tại thành thị năm 2009 tăng lên 25,3 triệu người, chiếm 29,6% tổng dân số. Tốc độ đô thị hóa ngày càng nhanh và mạnh trong thời gian vừa qua đã tác động mạnh đến hoạt động kinh doanh bất động sản tại các khu vực.

Khu vực Hà Nội dân số đạt 6,4 triệu người, dân số sống ở khu vực thành thị của Hà Nội đạt 40,8%. Dân số TP.Hồ Chí Minh đạt 7,1 triệu người, dân số ở khu vực thành thị của TP.Hồ Chí Minh đạt 83,2%. Tại một số địa phương khác như tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu có dân số đạt 994.837 người, trong đó dân số thành thị đạt 49,7%, tỉnh Quảng Ninh dân số 1,1 triệu người trong đó dân số thành thị đạt 19,6%.

Trong thời gian qua, GDP/người của Việt Nam cũng tăng mạnh lên hơn 1.040 USD/người và đặc biệt tại các thành phố lớn như Hà Nội (GDP/người đạt 2.000 USD), tại TP.Hồ Chí Minh (GDP/người đạt 2.800 USD), tại Bà Rịa – Vũng Tàu (GDP/người đạt 4.000 USD), tại Quảng Ninh (GDP/người đạt 1.500 USD),... Đây là những địa bàn triển khai các dự án kinh doanh bất động sản chính mà PVX đang nhắm tới.

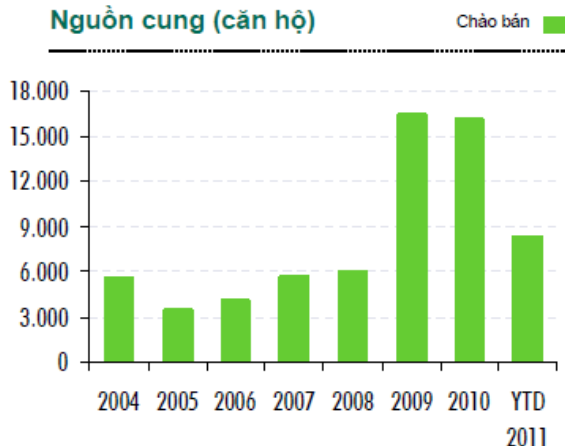
Trong các hoạt động kinh doanh bất động sản, PVX dự kiến kinh doanh trên 5 lĩnh vực gồm: phát triển khu đô thị - nhà để bán; trung tâm thương mại; văn phòng cho thuê; khách sạn – khu nghỉ dưỡng và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp.

Hoạt động kinh doanh nhà ở để bán, căn hộ để bán

Hoạt động kinh doanh căn hộ để bán trong các năm vừa qua chính là hoạt động thu hút nhất với các công ty phát triển và các nhà đầu tư bất động sản. Tổng số lượng căn hộ đã bán ra thị trường giai đoạn 2004 - 2009 đạt 42.778 căn. Trong đó nguồn cung tập trung chủ yếu tại 2 thành phố lớn nhất cả nước là TP.Hồ Chí Minh và Hà Nội. Giá căn hộ cũng biến động mạnh trong thời gian vừa qua với mức sụt giảm tới gần 50% ở các căn hộ hạng sang tại TP.Hồ Chí Minh giai đoạn 2008-2009 và phục hồi nhẹ vào năm 2010. Trong khi tại Hà Nội, giá căn hộ bán ra hầu như không giảm. Nhu cầu tiêu thụ các căn hộ hạng trung cấp và hạng bình dân có giá bán dưới 1.500 USD/m² tương đối tốt ở Hà Nội, đặc biệt các căn hộ có giá bán dưới 1.000 USD/m².

Biểu 11: Thống kê số lượng căn hộ bán ra thị trường Hà Nội:

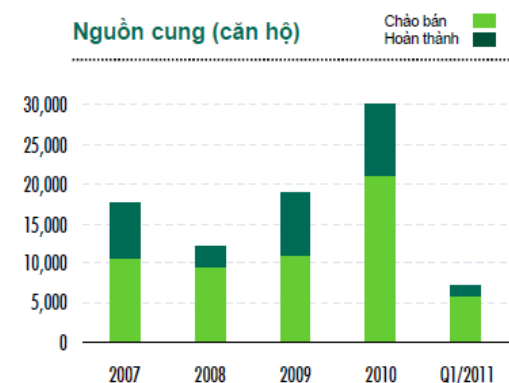
Nguồn cung (căn hộ)



Nguồn: CBRE, PSI tổng hợp

Biểu 12: Thống kê số lượng căn hộ bán ra thị trường Hồ Chí Minh:

Nguồn cung (căn hộ)



Nguồn: CBRE, PSI tổng hợp

Trong quý 1/2011, thị trường căn hộ sơ cấp cung cấp ra thị trường khoảng 8.200 căn hộ trong đó chủ yếu đến từ 2 dự án lớn là Times City và Royal City của Vincom với lượng cung chiếm 50% tổng lượng cung ra thị trường. Tốc độ bán của phân khúc cao cấp được cải thiện đáng kể nhờ việc sản phẩm của Royal city bán tương đối tốt và cải thiện đáng kể so với năm 2010. Tuy nhiên, sự thành công của Vincom không thể che lấp được những khó khăn chung trên thị trường bất động sản Hà Nội thời gian qua và sự khó khăn này ngày càng lớn. Các dự án chào bán sau Vincom liên tiếp thất bại, các chủ đầu tư phải dời thời điểm chào bán, giảm giá bán so với giá công bố ban đầu (Ecopack giảm giá 10 – 12%),...

Tương tự với thị trường bất động sản tại Hồ Chí Minh, các căn hộ có giá rẻ từ 700-900 USD/m² cũng rất thu hút khách hàng cũng như chiếm đa số ở nguồn cung. Các căn hộ giá trung bình chiếm 66,3% tổng nguồn cung căn hộ tại HCM trong quý 1/2011. Tổng nguồn cung tại HCM là 5.827 căn được chào bán vào quý 1/2011 vừa qua.

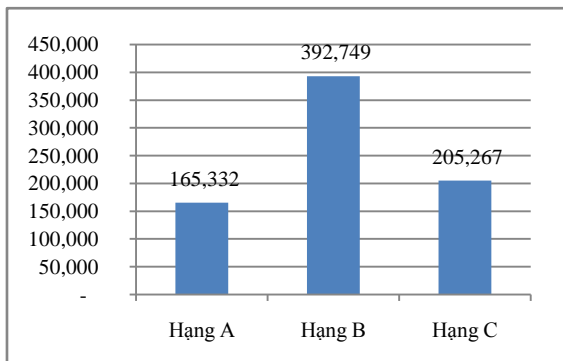
Trong năm 2011 sẽ là năm rất khó khăn với bất động sản nói chung và các dự án căn hộ nói riêng. Các dự án liên tục giảm giá hàng bán để thu hút khách hàng đặc biệt tại khu vực Hồ Chí Minh, Bình Dương đặc biệt ở các dự án xa trung tâm thành phố. Hàng loạt dự án bị kéo dài thời gian thi công, giãn tiến độ thi công do thiếu vốn và không huy động được vốn từ ngân hàng, các dự án mới gặp khó khăn do khách hàng hạn chế mua do tâm lý chờ đợi giảm giá,...

Hoạt động kinh doanh văn phòng cho thuê

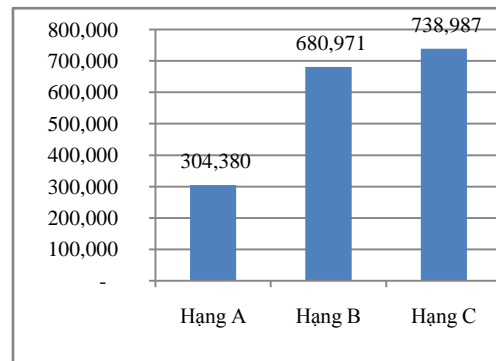
Thị trường văn phòng cho thuê hiện nay đang chứng kiến cảnh dư cung do việc hàng loạt các dự án văn phòng cho thuê đã và sắp đi vào hoạt động dẫn tới nguồn cung tăng mạnh, trong khi tình hình nền kinh tế phục hồi chưa mạnh mẽ dẫn tới nhu cầu thuê tăng nhẹ. Theo thống kê thì nguồn cung văn phòng cho thuê tại Hà nội hiện nay có 14 tòa văn phòng hạng A với diện tích 165.332 m², văn phòng hạng B có 39 tòa với diện tích 392.749 m² và văn phòng hạng C có 52 tòa với diện tích 205.267 m². Dự kiến từ 2010-2011, hàng loạt dự án tại khu vực phía Tây Hà Nội sẽ đi vào hoạt động và cung cấp thêm cho thị trường văn phòng cho thuê như dự án Sentinel Place và Grand Plaza (60.000 m²), Keangnam Landmark Tower (90.000 m²), Song Da Twin (50.000 m²), EVN Tower (16.000 m²), MIPEC Tower (23.000 m²), Pearl Phương Nam (65.000 m²),... dẫn tới dư thừa nguồn cung khoảng 150.000 m². Tỷ lệ trống của văn phòng hạng A có thể tăng lên 18%, trong khi hạng B lên 11%.

Khu vực TP.Hồ Chí Minh tình trạng cũng tương tự Hà Nội với sự dư thừa nguồn cung do

hàng loạt dự án mới đi vào hoạt động. Tỷ lệ trống đã tăng lên 15,6% với văn phòng hạng A, 11,4% với văn phòng hạng B và 14% với văn phòng hạng C trong quý 1/2010 và giá thuê đã giảm 31% so với cùng kỳ năm 2009. Nguồn cung tăng thêm dự kiến ở hạng A là 304.380 m² và hạng B là 680.971 m² và diện tích văn phòng hạng C là 738.987 m².

Biểu 13: Thống kê VP cho thuê tại Hà Nội:


Nguồn: CBRE, PSI tổng hợp

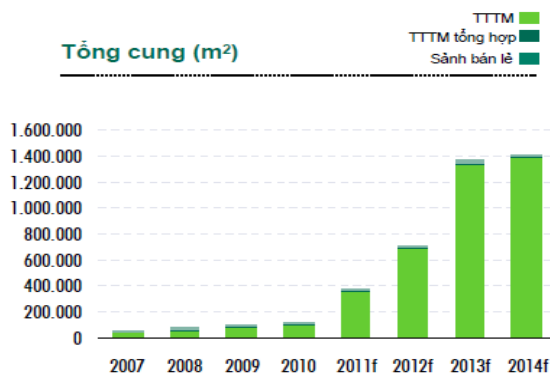
Biểu 14: Thống kê VP cho thuê tại Hồ Chí Minh:


Nguồn: CBRE, PSI tổng hợp

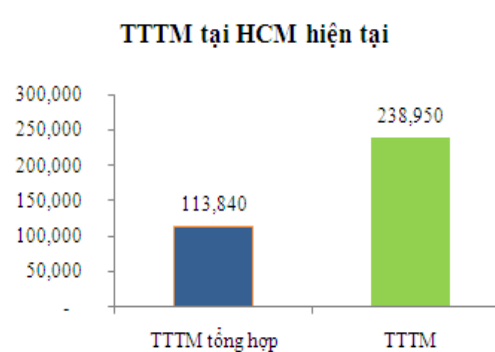
Hoạt động kinh doanh trung tâm thương mại

Lĩnh vực kinh doanh trung tâm thương mại, đặc biệt mặt bằng trung tâm thương mại lớn, loại sang trọng tại trung tâm đang có dấu hiệu ế ẩm do ảnh hưởng chung của nền kinh tế cũng như sự cạnh tranh của các trung tâm thương mại ở ngoại ô. Tại Hà Nội, diện tích trung tâm thương mại tại khu trung tâm là 49.197 m² và tại khu vực ngoại vi là 54.379 m². Dự kiến thời gian tới khi các tòa nhà phức hợp tại khu vực phía Tây Hà Nội đi vào hoạt động nguồn cung sẽ tăng mạnh và giá cả sẽ giảm so với hiện nay, đặc biệt từ dự án Grand Plaza và Keangnam Landmark Tower.

Tại TP.Hồ Chí Minh, giá cho thuê cũng có dấu hiệu chững lại tại các khu vực trung tâm thương mại chính của thành phố. Một số nơi tuy giá cho thuê tăng mạnh như Vincom Center tới hơn 200 USD/m² nhưng nhìn chung tỷ lệ lấp đầy cũng không quá tốt. Hầu hết các địa điểm khác giá không tăng hoặc giảm nhẹ trong thời gian tới. Nguồn cung trong tương lai sẽ tiếp tục tăng mạnh, tuy nhiên trong giai đoạn trước mắt cầu về mặt bằng thương mại vẫn rất nóng tại Hồ Chí Minh.

Biểu 15: Thống kê TTTM tại Hà Nội:


Nguồn: CBRE, PSI tổng hợp

Biểu 16: Thống kê TTTM tại Hồ Chí Minh:


Nguồn: CBRE, PSI tổng hợp

Hoạt động kinh doanh Khu công nghiệp - Bất động sản của PVX

Hiện nay hoạt động kinh doanh hạ tầng – bất động sản mới chiếm gần 5% trong tổng cơ cấu

doanh thu của PVX. Tuy nhiên với việc mở rộng hoạt động kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp – bất động sản sẽ giúp PVX gia tăng mạnh doanh thu, lợi nhuận của mình từ hoạt động kinh doanh đầy tiềm năng này.

Bảng 7: Một số dự án kinh doanh khu công nghiệp, BĐS của PVX và các đơn vị thành viên đang triển khai:

STT	Tên dự án	Vốn đầu tư (tỉ VNĐ)	Diện tích (ha)	Tiến độ thực hiện
1	Khu đô thị Đại học Dầu khí - Vĩnh Phúc	4.000	72,21	Dự án đã được phê duyệt quy hoạch 1/500 và chuẩn bị khởi công chính thức giai đoạn 1 vào cuối năm 2010. Giai đoạn 1 từ 2010-2013, giai đoạn 2 từ 2014-2019.
2	Khu đô thị Hoài Đức - Hà Nội	2.000	190	Giai đoạn 1 san lấp hạ tầng đầu tư 450 tỉ đồng, đã phê duyệt quy hoạch 1/2000 và dự kiến phê duyệt quy hoạch 1/500 trong năm 2010, năm 2011 bắt đầu khởi công xây dựng dự án.
3	Tổ hợp khách sạn 5 sao Mỹ Đình	7.373	25	Dự án nằm trong diện tích 25ha tại Mỹ Đình của PVN, đang chuẩn bị đầu tư dự kiến hoàn thành vào quý 4/2012
4	Khu đô thị Dầu khí Vũng Tàu	1.500	69,4	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500, Dự kiến khởi công cuối năm 2010, dự án kéo dài từ 2010-2020.
5	Tổ hợp văn phòng, thương mại và nhà ở đường 30/4 Vũng Tàu	920	1,61	Khởi công vào quý 1/2010 và dự kiến hoàn thiện vào năm 2012.
6	Khu thương mại, văn phòng và căn hộ cao cấp Cột Đồng Hồ, Hạ Long	800	1,02	Khởi công ngày 3/2/2010, dự kiến công trình hoàn thành vào năm 2012, năm 2010 bắt đầu ghi nhận doanh thu.
7	Khu đô thị du lịch sinh thái văn hóa Hạ Long	1.500	1.130	Đang hoàn thiện đồ án quy hoạch 1/2000, dự kiến cấp thép vào quý 3/2010, khởi công cuối quý 4/2010 hoàn thành vào năm 2020. Dự án nằm trong quần thể dự án khu du lịch sinh thái Hạ Long rộng 8.000ha.
8	Khu du lịch sinh thái cao cấp Tân Viên	825	184	Giai đoạn 1 của dự án dự kiến đầu tư 825 tỉ đồng, dự án đang trong giai đoạn đền bù, giải phóng mặt bằng. Dự án khởi công lại vào quý 2/2010 và dự kiến hoàn thành vào năm 2020.
9	Khu công nghiệp Dầu khí Tiền Giang	1.217	3.560	Đã hoàn thành quy hoạch 1/2000, dự án đang trong quá trình hoàn tất hồ sơ và sẽ khởi công vào năm 2011.
12	Khu công nghiệp Hòa Cẩm giai đoạn 1,2	362	266	Đã triển khai xong giai đoạn 1 và tỉ lệ lấp đầy gần 100%, đang chuẩn bị triển khai giai đoạn 2 của dự án
13	Khu đô thị mới Chí Linh – Cửa Lấp	4.000	69	Đã phê duyệt quy hoạch 1/500 và đang chuẩn bị khởi công
14	Hanoi Times City	1.700	0.5	Đang thi công hầm

Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

- Dự án khu đô thị Đại học Dầu khí Vĩnh Phúc** được thực hiện tại trung tâm thành phố Vĩnh Yên, là một trong 6 khu đô thị vệ tinh quanh Hà Nội. Với tổng vốn đầu tư toàn dự án hơn 4.000 tỉ đồng, dự án có thể đem lại lợi nhuận gần 1.000 tỉ đồng trong tương lai. Thị trường bất động sản tại Vĩnh Phúc, Vĩnh Yên, Mê Linh với 23 dự án khu đô thị mới đã và đang triển khai với diện tích quy hoạch 1.154,48 ha, các khu dân cư mới với diện tích quy hoạch 251,3 ha. Ngoài dự án khu đô thị Đại học Dầu khí thì tại khu vực dự án còn có các dự án tương tự gồm: Khu đô thị Đàm Cối - TMS Land diện tích 151 ha (vốn đầu tư 2.200 tỉ đồng), khu đô thị chùa Hà Tiên – Công ty CP Xây dựng Lạc Hồng với diện tích 59,7 ha (vốn đầu tư 298 tỉ đồng), khu đô thị mới Hà Phong – Công ty CP Hà Phong với diện tích 37,06 ha (vốn đầu tư 57 triệu USD), khu đô thị mới Quang Minh – Long Việt do Công ty CP Đầu tư Xây dựng Long Việt đầu tư với diện tích 45 ha (vốn đầu tư 600 tỉ đồng).
- Khu đô thị Dầu khí Hoài Đức – Hà Nội:** Đây là một dự án đầy tiềm năng của PVX khi đất tại khu vực phía tây Hà Nội, đặc biệt tại khu vực huyện Hoài Đức đang cực kỳ thu hút nhà đầu tư. Với diện tích quy hoạch dự án 190 ha, dự kiến vốn đầu tư ban đầu giai đoạn 1 là 450 tỉ, của toàn dự án khoảng 2.000 tỉ đồng, chúng tôi ước tính đem về cho PVX khoảng lợi nhuận khoảng 3.500 tỉ đồng

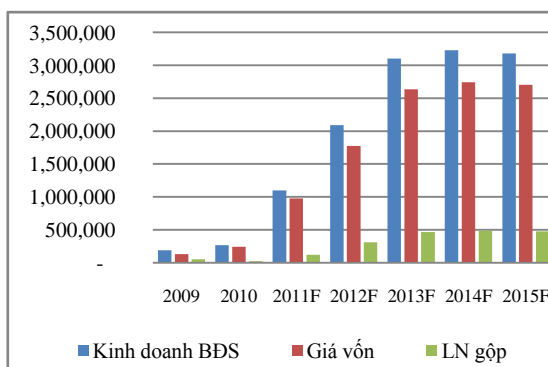
sau khi hoàn thiện dự án. Tại khu vực phía Tây Hà Nội đang có hàng trăm dự án khu đô thị mới triển khai, trong đó đáng chú ý là dự án khu đô thị Bắc An Khánh (Vinaconex – Posco E&C), khu đô thị Nam An Khánh (SUDICO), khu đô thị mới Mỹ Đình, khu đô thị mới Vân Canh, khu đô thị mới bắc quốc lộ 32,... và các dự án này đều khả năng bán hàng rất nhanh và đem lại lợi nhuận lớn cho các chủ đầu tư.

3. **Một số dự án khác:** Đây là các dự án mà các công ty con, công ty liên kết của PVX triển khai cũng hứa hẹn đem lại lợi nhuận lớn như Khu đô thị Dầu khí Vũng Tàu, khu đô thị mới Chí Linh – Cửa Lấp, khu du lịch sinh thái Tây Hạ Long, khu du lịch Sinh thái Tân Viên, khu công nghiệp Dầu khí Tiên Giang,...

Với những dự án hiện có và các dự án trong thời gian tới sắp công bố, chúng tôi đánh giá PVX có rất nhiều tiềm năng trong hoạt động kinh doanh bất động sản. Đặc biệt từ các đơn vị thành viên của PVX như: Công ty CP Dịch vụ Cao cấp Dầu khí Việt Nam (PVR), Công ty CP Bất động sản Tài Chính Dầu khí Việt Nam (PFL), Công ty CP Đầu tư Hạ tầng và Đô thị Dầu khí (PTL),... trong đó riêng năm 2011 công ty PVR có thể đóng góp vào cho PVX hơn 1.000 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản do PVR đã là công ty con của PVX và lập báo cáo hợp nhất.

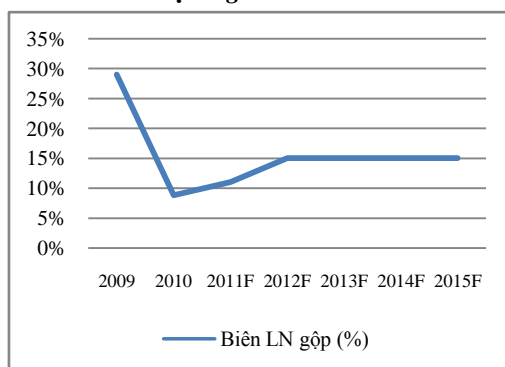
Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng doanh thu của hoạt động kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp – bất động sản của PVX như bảng dưới đây.

Biểu 17: Dự báo doanh thu hoạt động Kinh doanh hạ tầng – bất động sản:



Nguồn: PVX, PSI tổng hợp và dự báo

Biểu 18: Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh BDS – hạ tầng:



Nguồn: PVX, PSI tổng hợp và dự báo

Bảng 8: Dự báo doanh thu – giá vốn và lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp và bất động sản

(Tr đồng)	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Kinh doanh BDS	-	-	187,285	266,987	1,098,000	2,088,400	3,102,400	3,225,600	3,178,000
Giá vốn	-	-	133,008	243,439	977,220	1,775,140	2,637,040	2,741,760	2,701,300
LN gộp	-	-	54,277	23,548	120,780	313,260	465,360	483,840	476,700

Nguồn: PVX, PSI dự báo

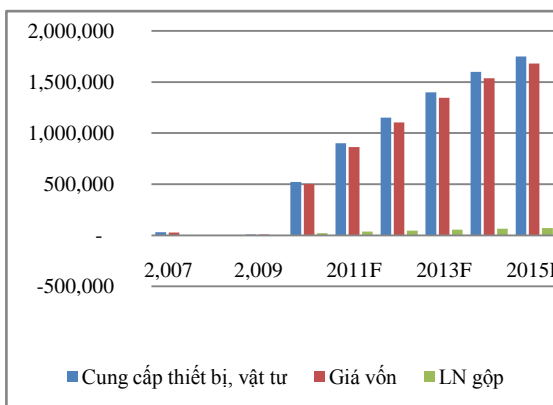
Hoạt động cung cấp thiết bị, vật tư

Hoạt động này trong năm 2010 đến từ công ty thành viên PVX mới nhận về là Công ty CP Máy và Thiết bị Dầu khí (PV Machino) là công ty chuyên hoạt động trong lĩnh vực nhập khẩu máy móc thiết bị, nguyên vật liệu sản xuất, xuất khẩu nông nghiệp như nhập khẩu sắt thép, thiết bị điện, thiết bị thi công công nghiệp,... Trong năm 2011 và

các năm tiếp theo thì hoạt động sẽ được thực hiện bởi nhiều công ty thành viên khác khi PV Machino được chuyển nhượng về cho Tổng công ty Năng lượng Công nghệ Dầu khí Việt Nam. Hoạt động này được hỗ trợ mạnh nhờ việc PVX là tổng thầu EPC các dự án lớn và đảm đương cả các công việc mua sắm thiết bị, vật tư phục vụ cho thi công lắp đặt.

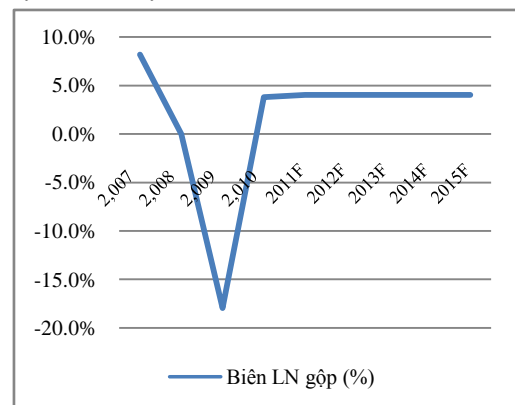
Biểu đồ 16: Dự báo doanh thu hoạt động cung cấp thiết bị, vật tư

Biểu 19: Dự báo doanh thu hoạt động cung cấp vật tư, thiết bị:



Nguồn: PVX, PSI dự báo

Biểu 20: Biên lợi nhuận hoạt động cung cấp vật tư, thiết bị:



Nguồn: PVX, PSI dự báo

Bảng 9: Dự báo doanh thu – giá vốn và lợi nhuận gộp hoạt động thương mại

(Tr.đồng)	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Cung cấp thiết bị, vật tư	28,519	-	6,231	521,681	900,000	1,150,000	1,400,000	1,600,000	1,750,000
Giá vốn	26,188	-	7,351	501,855	864,000	1,104,000	1,344,000	1,536,000	1,680,000
LN gộp	2,331	-	-1,119	19,826	36,000	46,000	56,000	64,000	70,000

Nguồn: PVX, PSI dự báo

Hoạt động đầu tư tài chính

Với việc cổ phần hóa hàng loạt công ty TNHH thành viên của PVX trong thời gian gần đây và việc sắp xếp lại các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây lắp – kinh doanh bất động sản – sản xuất vật liệu xây dựng – cơ khí chế tạo đã giúp số lượng công ty con, công ty liên kết và các khoản đầu tư tài chính dài hạn của PVX gia tăng mạnh mẽ. Với việc thoái vốn ở 1 số đơn vị trong năm 2009-2010 đã giúp PVX thu được lợi nhuận lớn từ hoạt động tài chính.

Ngoài ra với lợi thế lớn từ việc thi công các công trình trong tập đoàn, vì vậy hoạt động thu tiền từ các công trình tương đối thuận lợi giúp lượng tiền mặt dùng cho đầu tư của PVX khá dồi dào. Đây là một trong những lợi thế lớn của PVX so với các đơn vị trong ngành trong việc quản lý và sử dụng tiền nhàn rỗi.

Bảng 10: Danh mục các đơn vị PVX đang nắm giữ vốn

STT	Công ty con	Mã công ty	Vốn CSH (tỉ)	Tỉ lệ PVC góp
1	Công ty CP Xây lắp Dầu khí Miền Trung (PVC MT)	PXM	150.00	51.00%
2	Công ty CP Xây lắp Đường ống Bể chứa Dầu khí (PVC PT)	PXT	200.00	51.00%
3	Công ty CP Xây dựng Công nghiệp và Dân dụng Dầu khí (PVC IC)	PXI	300.00	51.00%
4	Công ty CP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí (PVC MS)	PXS	400.00	54.37%
5	Công ty CP Xây lắp Dầu khí Hà Nội (PVC HN)	PVC HN	300.00	35.83%

6	Công ty CP Thi công Cơ giới và Lắp máy Dầu khí (PVC ME)	PVC ME	500.00	40.00%
7	Công ty CP Máy và Thiết bị Dầu khí (PV Machino)	PV Machino	386.38	36.00%
8	Công ty CP Xây lắp Dầu khí Thanh Hóa (PVC TH)	PVC TH	210.00	36.00%
9	Công ty CP Dịch vụ Cao Cấp Dầu khí Việt Nam (PVR)	PVR	531.10	30.72%
10	Công ty CP Bất động sản Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVC Land)	PVC Land	250.00	50.00%
11	Công ty CP Phát triển Đô thị Dầu khí (PVC Mekong)	PVC Mekong	100.000	50.00%
12	Công ty CP Sản xuất Ống thép Dầu khí (PIPE)	PV PIPE	586.54	52.00%
13	Công ty CP Đầu tư Hạ tầng Đô thị Dầu khí (Petroland)	PTL	1,000.00	33.54%
14	Công ty CP BDS Tài chính Dầu khí Việt Nam (PVFC Land)	PFL	500.00	30.50%
15	Công ty CP TNHH Du lịch Dầu khí Thái Bình	PVC TB	80.00	40.50%
Công ty liên kết				
1	Công ty liên doanh Vietubes	Vietubes	130.00	30,00%
2	Công ty CP Thiết kế Quốc tế Heerim PVC	PVC-HEERIM	8.50	44.00%
3	Công ty CP Cơ điện Dầu khí	PVME	10.00	26.00%
4	Công ty CP Đầu tư Xây dựng và KD Dịch vụ nhà Dầu khí - SSG	PVC-SSG	400.00	25.00%
5	Công ty CP Bê tông Dự ứng lực PVC-FECON	PVC-FECON	150.00	25.00%
6	Công ty CP Dầu khí Đầu tư Khai thác cảng Phướng An	PAP	1,000.00	40.00%
7	Công ty CP Trang trí nội thất Dầu khí	PV ID	50.00	40.00%
8	Công ty CP Xây lắp Dầu khí Duyên Hải	PVC DH	200.000	31.95%
9	Công ty CP Đầu tư Xây lắp Dầu khí Kinh Bắc	PVC KB	123.68	19.00%
10	Công ty CP Xây lắp Dầu khí Sài Gòn (PVC SG)	PSG	200.00	31.06%
Đầu tư dài hạn khác				
1	Công ty CP Đầu tư Xây dựng Dầu khí Sông Hồng	ICG	200.00	1.08%
2	Công ty CP Đầu tư Xây dựng KCN DK IDICO Long Sơn (PIVLS)	PXL	827.22	16.00%
3	Công ty CP Xi măng Hạ Long	HLCC	982.00	15.00%
4	Công ty CP Đầu tư bê tông công nghệ cao SOPEWACO	SOPEWACO	80.00	12.75%
5	Công ty CP Hồng Hà Dầu khí	PHH	200.00	6.00%
6	Công ty CP Xây lắp Dầu khí 4	PVC4	250.00	1.00%
7	Công ty CP Quản lý và Khai thác Tài sản Dầu khí	PSA	N/A	N/A
8	Công ty CP PV-Inconess	PVIN	250.00	2.66%
9	Công ty CP Thiết bị nội ngoại thất Dầu khí	PVC METAL	70.00	10.00%
10	Công ty CP Đầu tư XD Công nghiệp Luyện kim và Đô thị IMICO	PVC-IMICO	200.00	6.25%
11	Công ty CP Xây lắp Dầu khí Thái Bình Dương	PVC TBD	50.00	4.00%
12	Công ty CP Đầu tư Xây lắp Dầu khí Hòa Bình (PVC 5)	PVC HB	50.00	10.00%
13	Công ty CP Đầu tư Xây dựng Vinaconex – PVC	PVV	300.00	10.00%
14	Công ty CP Đầu tư Dầu khí Nha Trang	PVIN	300.00	11.23%
15	Công ty CP BDS Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power Land)	PVL	500.000	14.00%
16	Công ty CP Xây lắp Dầu khí Việt Nam	PVCI	100.00	15.00%
17	Công ty CP Xây lắp Dầu khí Trường Sơn	PVC TS	500.00	6.00%
18	Công ty CP Chế tạo Giàn khoan Dầu khí (PV Shipyard)	PV Shipyard	700.00	N/A
19	Công ty CP Đầu tư Xây lắp Dầu khí 3C	PVC 3C	N/A	N/A

Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

Với khoản đầu tư vào Công ty con, công ty liên kết, đầu tư dài hạn với giá trị 3.037 tỉ đồng và đầu tư tài chính ngắn hạn cổ phiếu trị giá 33,56 tỷ đồng. Phần lớn các cổ phiếu này PVX mua ở mức giá 10.000 VNĐ/cổ phần, có một số ít được mua ở mức giá 11.000 – 12.000 VNĐ/cổ phần. Theo quan sát của chúng tôi thì các công ty thành viên của PVX đang niêm yết hiện hầu hết có giá giao dịch dưới 10.000 VNĐ/cổ phần. Điều này dẫn tới các khoản thua lỗ và trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán ở các khoản chứng khoán niêm yết nếu trích lập dự phòng đầy đủ. Tuy nhiên, theo báo cáo tài chính thì các khoản dự phòng trích lập là chưa đầy đủ cho các khoản thua lỗ do giá chứng khoán giảm dưới mệnh giá.

Hoạt động đầu tư tài chính giúp đơn vị có doanh thu trong năm 2010 tương đối lớn và đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của PVX do trong năm 2010 PVX đã rất thành công trong việc thoái vốn ở một số đơn vị thành viên mà tiêu biểu là vụ thoái vốn tại PVA, PVL, PVE,... Kế hoạch doanh thu của PVX đến từ hoạt động đầu tư tài chính chúng tôi dự báo phụ thuộc vào tình hình thoái vốn tại các đơn vị thành viên, nhận cổ tức từ các khoản đầu tư góp vốn, chênh lệch tỷ giá, ký quỹ và gửi tiền gửi ngắn hạn.

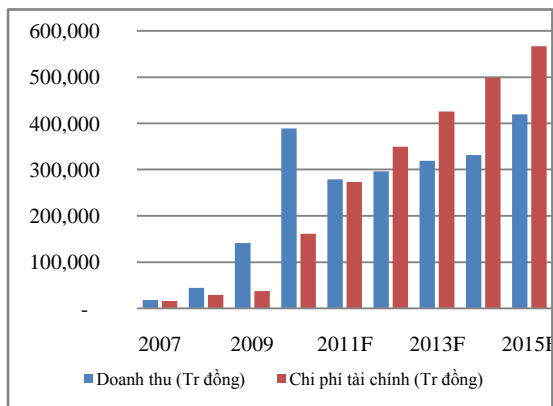
Trong năm 2011, kế hoạch tăng vốn từ 2.500 tỷ đồng lên 5.000 tỷ đồng thông qua việc phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 100:75 bằng mệnh giá, trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 100:5, bán cho CBCNV 2,5% và bán cho đối tác chiến lược số lượng 1.000 tỷ đồng (20%) gặp phải sự phản đối của giới đầu tư bởi kế hoạch sử dụng vốn từ đợt phát hành của PVX chưa hợp lý. Số tiền từ đợt phát hành dự kiến sử dụng 2.266,56 tỷ đồng cho việc mua cổ phần tại 15 công ty con nhằm đảm bảo tỷ lệ sở hữu 51% tại mỗi công ty và mua cổ phần trị giá 86 tỷ tại 5 công ty liên kết đã không thuyết phục được các nhà đầu tư. Vì vậy, việc tăng vốn gấp 2 lần này là một yếu tố làm giảm tính hấp dẫn của PVX trong mắt các nhà đầu tư.

Bảng 11: Doanh thu – chi phí hoạt động tài chính của PVX trong các năm tới

Đầu tư tài chính	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu (Tr đồng)	18,192	44,174	140,835	834.283	278,555	296,375	319,197	331,153	419,495
Chi phí tài chính (Tr đồng)	16,016	29,026	37,601	107.787	273,600	349,600	425,600	498,078	566,736
Lợi nhuận tài chính (Tr đồng)	2,176	15,147	103,233	227,798	4,955	-53,225	-106,403	-166,926	-147,242

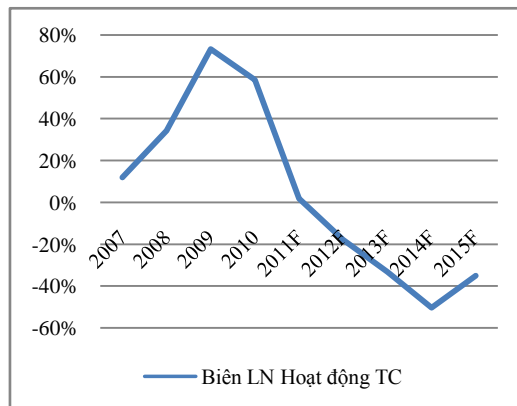
Nguồn: PVX, PSI dự báo

Biểu 21: Dự báo doanh thu hoạt động tài chính:



Nguồn: PVX, PSI dự báo

Biểu 22: Biên lợi nhuận hoạt động tài chính:



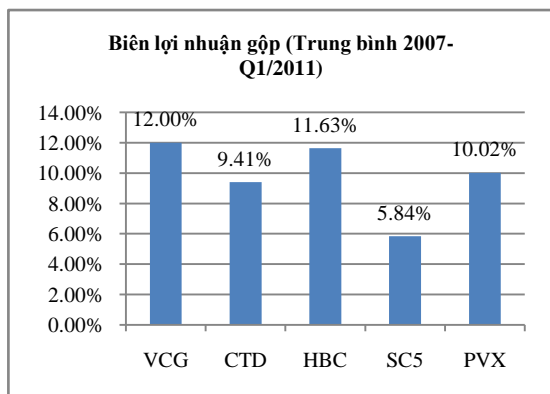
Nguồn: PVX, PSI dự báo

Đánh giá hoạt động kinh doanh của PVX với một số Công ty hoạt động trong ngành xây lắp đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán.

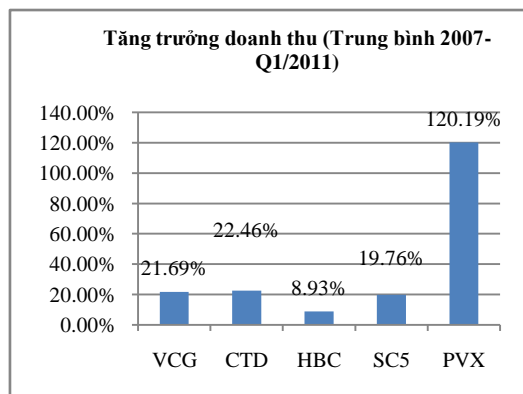
Trong giai đoạn 2007-2009 chứng kiến PVX có mức tăng trưởng doanh thu rất nhanh với mức tăng trung bình 128,83%/năm, cao hơn rất nhiều so với các đơn vị có quy mô tương đương trong ngành.

Các chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động thấp hơn so với mức trung bình của ngành. Hiện các chỉ tiêu tài chính của PVX như ROE, ROA, biên lợi nhuận đạt mức trung bình so với các công ty có quy mô lớn trên thị trường xây dựng Việt Nam hiện nay. Trong đó mức biên lợi nhuận gộp, LNST/Doanh thu, ROE ở mức trung bình trong giai đoạn 2007-2009 do PVX năm 2007 mới bắt đầu cổ phần hóa và sắp xếp lại. Đến năm 2009,

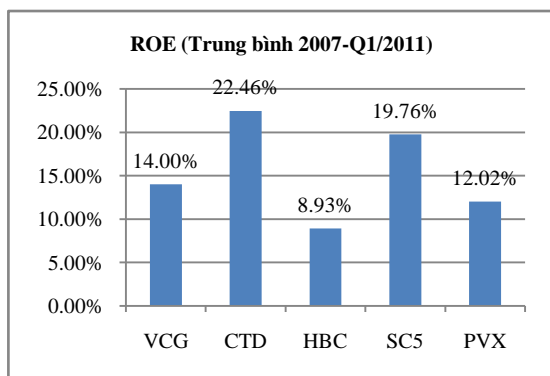
các chỉ tiêu sinh lời của PVX đã đạt mức tương đương với các doanh nghiệp lớn hàng đầu ngành đang niêm yết như VGC, CTD,...

Biểu đồ 22: Biên lợi nhuận gộp


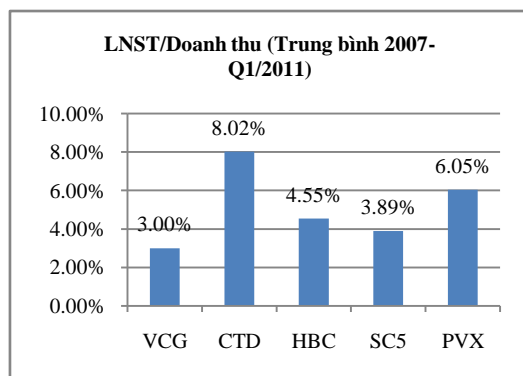
Nguồn: PSI tổng hợp

Biểu đồ 23: Tăng trưởng doanh thu


Nguồn: PSI tổng hợp

Biểu đồ 20: ROE


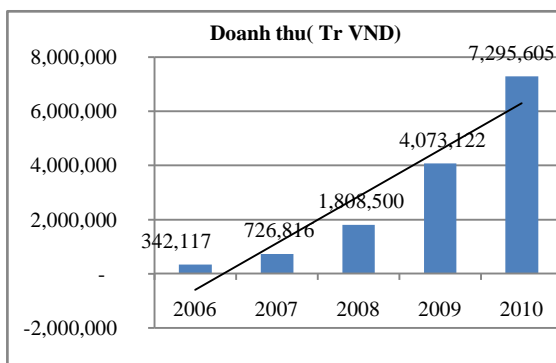
Nguồn: PSI tổng hợp

Biểu đồ 21: LNST/Doanh thu


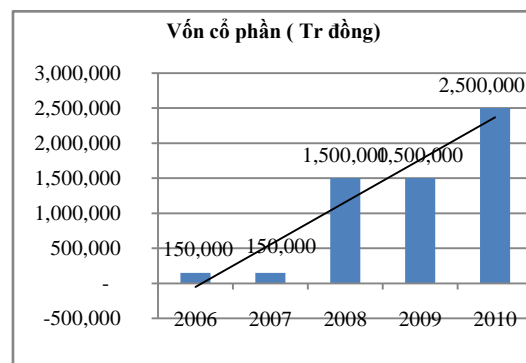
Nguồn: PSI tổng hợp

Đánh giá tình hình tài chính

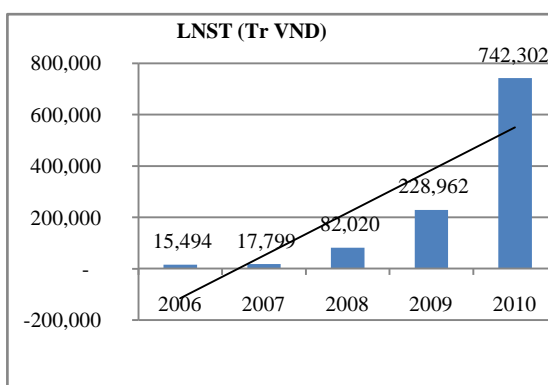
PVX có tình hình tài chính ổn định và lành mạnh hơn nhiều so với các đơn vị trong ngành xây lắp đặc biệt tại hoàn cảnh thị trường tiền tệ khó khăn hiện nay ảnh hưởng mạnh đến ngành khi mà các công ty trong ngành phần lớn đều có năng lực tài chính hạn chế, hoạt động xây lắp diễn ra trong thời gian dài, quá trình thu hồi vốn chậm. Trong năm 2010, tổng nợ vay thương mại có lãi suất của PVX vào khoảng 3.428,15 tỷ đồng (bao gồm nợ cả các công ty con) trong đó riêng nợ của công ty mẹ PVX là 1.436,91 tỷ đồng. Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu vào khoảng 117,4%. Trong quý 1/2011 tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu tăng mạnh lên 179% (trong đó tổng nợ thương mại của công ty mẹ là 57,65%). Như vậy các khoản nợ vay lớn chủ yếu rơi vào các công ty thành viên của PVX, riêng công ty mẹ tình hình tài chính rất lành mạnh.

Biểu 22: Tăng trưởng doanh thu của PVX


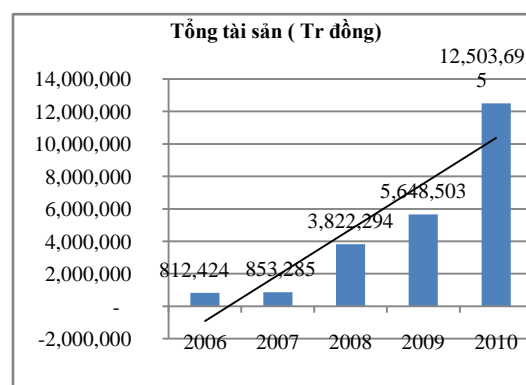
Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

Biểu 23: Tăng trưởng vốn của PVX


Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

Biểu 24: Tăng trưởng LNST của PVX


Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

Biểu 25: Tăng trưởng Tổng TS của PVX


Nguồn: PVX, PSI tổng hợp

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Giả định doanh thu, giá vốn, lợi nhuận:

Dựa trên các thông tin thu thập được về hoạt động kinh doanh của PVX, các dự báo về tình hình phát triển ngành xây lắp, sản xuất công nghiệp và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp, kinh doanh bất động sản, quy hoạch phát triển ngành dầu khí, cũng như tình hình phát triển thị trường bất động sản Hà Nội, Tp.Hồ Chí Minh, Vũng Tàu, Quảng Ninh,... chúng tôi dự báo một kết quả hoạt động kinh doanh của PVX một cách tương đối thận trọng như sau:

Doanh thu năm 2011, chúng tôi dựa trên kết quả các hợp đồng đã ký và mới ký cũng như tiến độ thu theo hợp đồng xây lắp để dự báo doanh thu, giá vốn xây lắp của đơn vị tương đối ổn định và có xu hướng giảm nhẹ do một phần nguyên liệu đầu vào đơn vị chủ động được: nguồn đá xây dựng, xi măng thương phẩm. Các hợp đồng lớn đóng góp chính như Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1, Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2, nhà máy xơ xoi PVTex Hải Phòng, nhà máy nhiên liệu sinh học miền Bắc,...

Hoạt động cơ khí chế tạo, sản xuất công nghiệp năm 2011 sẽ là năm bắt đầu tăng tốc trong giai đoạn 2010-2015 nhằm gia tăng doanh thu trong tổng cơ cấu doanh thu của PVX. Các hoạt động này tương đối thuận lợi nhờ việc ngành dầu khí đẩy mạnh quá trình thăm dò, khai thác tại Việt Nam cũng như một số nơi như Nga, Venezuela, Ai Cập,... cũng như chế tạo chân đế giàn khoan lớn nhất Việt Nam, chế tạo bồn bể, thiết

bị tàng trữ LPG, xăng dầu và đã khởi công các công trình sản xuất công nghiệp như nhà máy ống thép Dầu khí của PVPIPE, nhà máy bê tông PVC-FECON, cảng dịch vụ cơ khí Tiền Giang, nhà máy bao bì Propylend Dung Quat,...

Doanh thu hoạt động kinh doanh hạ tầng – bất động sản được PVX đến từ các dự án chính như: Hanoi Times Tower Văn Phú, Khu đô thị Đại học Dầu khí – Vĩnh Phú, khu đô thị Dầu khí – Hoài Đức, Dolphin Plaza, Khu đô thị Dầu khí – Vũng Tàu, Khu dịch vụ tài chính khách sạn 5 sao Mỹ Đình, Trung tâm tài chính Phú Mỹ Hưng,...

Doanh thu hoạt động tài chính được tính toán dựa vào tiến độ thoái vốn, đầu tư các cổ phiếu của các công ty thành viên trong PVX và lượng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng hàng năm trên bảng cân đối kế toán dự kiến.

Doanh thu từ công ty liên kết, liên danh là phân lợi nhuận từ việc nhận cổ tức của các công ty thành viên đem lại cho PVX, chúng tôi đánh giá đây là một khoản rất lớn do danh mục các công ty con, công ty liên kết của PVX là tương đối lớn.

Chi phí tài chính dựa trên lượng tiền vay ngắn hạn và vay dài hạn dự kiến hàng năm trên bảng cân đối kế toán.

Các giả định chi tiết

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2011 vào khoảng 146,7%, năm 2011 khoảng 27,8%, năm 2012 vào khoảng 27,8%, từ 2013 - 2015 trung bình vào khoảng 18,2%/năm. Ước tính cho cả giai đoạn dài hạn trong tương lai vào khoảng 10%/năm.
- Tỷ lệ giá vốn/doanh thu sẽ ở mức 86% - 87% trong giai đoạn 2010-2015, và ổn định vào khoảng 86% trong từ năm 2016 trở đi.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình chiếm 3,5% - 4%/tổng doanh thu bán hàng năm 2011-2012 và giảm dần về khoảng 3%/tổng doanh thu vào năm 2015.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình 5-7 năm với các loại tài sản, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn đăng ký sẽ tăng từ 2.500 tỉ đồng năm 2010 tỉ lên 10.000 tỉ năm 2015.
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức ở mức 15%/năm.

Bảng 12: Dự báo kết quả hoạt động kinh doanh của PVX trong các năm tới

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Sản lượng xây lắp	10.089.910	20.000.000	26.000.000	32.000.000	36.000.000	40.000.000
Doanh thu (tr VND)	7.295.605	17.995.547	22.994.310	27.993.073	31.992.084	34.991.342
Giá vốn (tr VND)	6.283.537	15.601.194	19.861.627	24.134.572	27.572.768	30.140.215
<i>Tỉ trọng giá vốn/DT</i>	86,1%	86,7%	86,4%	86,2%	86,2%	86,1%
Lợi nhuận gộp (tr VND)	1.012.068	2.394.353	3.132.684	3.858.502	4.419.316	4.851.127
<i>Lợi nhuận gộp/DT</i>	13,9%	13,3%	13,6%	13,8%	13,8%	13,9%
LNST (tr VND)	742.302	1.344.149	1.820.465	2.306.569	2.600.882	2.882.397
<i>Lợi nhuận sau thuế/DT</i>	10,2%	7,5%	7,9%	8,2%	8,1%	8,2%
ROA	5,94%	7,50%	8,22%	8,66%	8,43%	8,11%
ROE	25,42%	22,84%	23,87%	23,89%	22,03%	19,33%
Vốn điều lệ (tr VND)	2.500.000	5.000.000	6.000.000	7.000.000	8.000.000	10.000.000
EPS (VND)	2.903	2.419	2.731	2.966	2.926	2.594
<i>Nguồn: Kế hoạch PVX, PSI dự báo</i>						

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 3 phương pháp: DCF, EV/EBITDA và P/E để xác định mức giá kỳ vọng cho PVX. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành xây lắp, kinh doanh bất động sản, cơ khí chế tạo và các công ty xây lắp có quy mô tương tự tại Việt Nam và khu vực Đông Nam Á.

Giá trị mỗi cổ phần PVX theo chúng tôi sau pha loãng tăng vốn từ 2.500 tỷ đồng lên 5.000 tỷ đồng trong năm 2011 vào khoảng **17.300 VNĐ/cổ phần**. Giá tương đương với trước pha loãng vào khoảng **24.200 VNĐ/cổ phần**.

Bảng 13: Mô hình định giá theo DCF

Năm tài chính kết thúc ngày 31/12					
	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
EBIT	1,656,354	2,304,684	2,990,502	3,427,317	3,766,127
Giảm: Thuế TNDN	(417,577)	(565,740)	(724,525)	(819,098)	(909,096)
Lợi nhuận thuần	1,238,776	1,738,944	2,265,977	2,608,219	2,857,031
+ Khấu hao và điều chỉnh	101,576	131,695	172,213	195,372	308,405
- Mua sắm tài sản cố định	(531,865)	(1,218,305)	(927,787)	(1,014,628)	(1,022,595)
- Tăng giảm vốn lưu động	(1,144,703)	(11,142)	211,696	(401,077)	579,334
Unlevered Free Cash Flow	(336,217)	641,192	1,722,099	1,387,886	2,722,175

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 14: Tổng hợp mô hình định giá theo DCF

Tổng hợp định giá DCF năm 2011			
	Phương pháp DCF		
	Tăng trưởng	Tỷ số EV/EBITDA	
	5.0%	2.5x	3.0x
Giá trị hiện tại của dòng tiền thuần	3,238,523	3,238,523	3,238,523
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	10,864,125	4,646,099	5,575,319
Giá trị doanh nghiệp	14,102,648	7,884,622	8,813,842
Trừ: Nợ thuần (ngày 31/12/2011)	3,784,639	3,784,639	3,784,639
Giá trị doanh nghiệp	10,318,009	4,099,983	5,029,203
Cổ phần lưu hành	500,000,000	500,000,000	500,000,000
Giá cổ phiếu (VNĐ)	20,636	8,200	10,058

Nguồn: PSI dự báo

Phương pháp EV/EBITDA và P/E so sánh trong nước và nước ngoài

Bảng 15: Các công ty so sánh trong nước và nước ngoài tương tự PVX

Công ty	Định giá năm 2010						Định giá năm 2011			
	Giá trị DN	Vốn hóa	LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA	LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA
Các công ty trong nước:										
Vinaconex Group (VCG)	18,220,516	4,747,000	466,069	10.2x	1,589,466	11.5x	512,676	9.2x	1,430,519	3.3x
Hoa Binh Group (HBC)	1,143,999	594,443	139,769	4.3x	248,257	4.6x	160,735	3.7x	273,083	2.2x
Cotech Group (CTD)	1,638,138	1,337,625	240,327	5.6x	234,629	7.0x	288,393	4.6x	258,092	5.2x
Petro Vietnam Construction	6,778,148	3,350,000	742,302	4.5x	538,704	12.6x	1,252,732	2.7x	1,757,929	1.9x

(PVX)										
Tổng hợp trong nước	27,780,801	10,022,068	1,588,468	6.3x	2,611,056	10.6x	2,214,535	4.5x	3,719,623	3.1x
Các công ty nước ngoài:										
KKB Engineering Bhd (Malaysia)	375	477	77	5.9x	108	3.4x	77	6.2x	115	4.2x
Adhi Karya (Persero) Tbk PT (Indonesia)	2,090,743	1,369,003	189,480	7.1x	427,770	5.0x	323,560	4.2x	673,600	2.0x
United Engineering Ltd (Singapore)	1,245	631	186	3.8x	191	5.2x	223	3.8x	229	5.2x
Tổng hợp nước ngoài	2,104,937	1,384,821	190,177	5.6x	428,922	4.5x	324,547	4.7x	675,085	3.8x
Trung bình	29,885,738	11,406,889	1,778,645	6.0x	3,039,978	7.6x	2,539,082	4.6x	4,394,708	3.5x

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 16: Định giá theo EV/EBITDA năm 2010

Định giá (tính trên EBITDA năm 2010)			
	Trong nước	Nước ngoài	Trung bình
EBITDA	538,704	538,704	538,704
EBITDA Multiple	10.6x	4.5x	7.6x
Giá trị doanh nghiệp	5,731,640	2,447,513	4,089,577
Trừ: Nợ thuần (ngày 31/12/2010)	1,906,686	1,906,686	1,906,686
Giá trị doanh nghiệp	3,824,955	540,827	2,182,891
Số cổ phiếu lưu hành	250,000,000	250,000,000	250,000,000
Giá cổ phần (VND)	15,300	2,163	8,732

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 17: Định giá theo EV/EBITDA năm 2011

Định giá (tính trên EBITDA năm 2011)			
	Trong nước	Nước ngoài	Trung bình
EBITDA	1,757,929	1,757,929	1,757,929
EBITDA Multiple	3.1x	3.8x	3.5x
Giá trị doanh nghiệp	5,528,099	6,640,934	6,084,517
Trừ: Nợ thuần (ngày 31/12/2010)	3,784,639	3,784,639	3,784,639
Giá trị doanh nghiệp	1,743,461	2,856,295	2,299,878
Số cổ phiếu lưu hành	500,000,000	500,000,000	500,000,000
Giá cổ phần (VND)	3,487	5,713	4,600

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 18: Định giá theo PE năm 2010

Định giá (tính trên LNST năm 2010)			
	Trong nước	Nước ngoài	Trung bình
LNST	742,302	742,302	742,302
P/E Multiple	6.3x	4.5x	5.4x
Giá trị doanh nghiệp	6,590,067	5,279,211	5,934,639
Trừ: Nợ thuần (ngày 31/12/2010)	1,906,686	1,906,686	1,906,686
Giá trị doanh nghiệp	4,683,382	3,372,525	4,027,954
Số cổ phiếu lưu hành	250,000,000	250,000,000	250,000,000
Giá cổ phần (VND)	18,734	13,490	16,112

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 19: Định giá theo PE năm 2011

Định giá (tính trên LNST năm 2011)			
	Trong nước	Nước ngoài	Trung bình
LNST	1,252,732	1,252,732	1,252,732
P/E Multiple	4.5x	4.7x	4.6x
Giá trị doanh nghiệp	9,453,983	9,722,918	9,588,450
Trừ: Nợ thuần (ngày 31/12/2010)	3,784,639	3,784,639	3,784,639
Giá trị doanh nghiệp	5,669,314	5,938,279	5,803,812
Số cổ phiếu lưu hành	500,000,000	500,000,000	500,000,000
Giá cổ phần (VND)	11,339	11,877	11,608

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 20: Tổng hợp định giá PVX

Định giá								
DCF				Phương pháp so sánh				Trung bình
			P/E Năm 2011		EV/EBITDA năm 2011			
DCF	EBITDA 2.0x	EBITDA 2.5x	Trong nước	Nước ngoài	Trong nước	Nước ngoài		
Giá trị doanh nghiệp	8,813,842	7,884,622	8,813,842	9,453,983	9,722,918	5,528,099	6,640,934	8,122,606
Trừ: Nợ thuần (31/12/2010)	3,784,639	3,784,639	3,784,639	3,784,639	3,784,639	3,784,639	3,784,639	3,784,639
Giá trị doanh nghiệp	5,029,203	4,099,983	5,029,203	5,669,344	5,938,279	1,743,461	2,856,295	4,337,967
Giá cổ phiếu (VND)	20,117	16,400	20,117	22,677	23,753	6,974	11,425	17,352

Nguồn: PSI dự báo

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Phụ lục 1: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

Triệu VND	Năm tài chính 31/12					
	2010A	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tổng doanh thu	7,297,823	18,000,000	23,000,000	28,000,000	32,000,000	35,000,000
Tăng trưởng (%)	79.2%	146.6%	27.8%	21.7%	14.3%	9.4%
Giảm trừ	2,217	4,452	5,689	6,926	7,915	8,658
% Doanh thu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Doanh thu thuần	7,295,605	17,995,548	22,994,311	27,993,074	31,992,085	34,991,342
Tăng trưởng (%)	79%	146.7%	27.8%	21.7%	14.3%	9.4%
Giá vốn	6,283,537	15,601,194	19,861,627	24,134,572	27,572,768	30,140,215
% Doanh thu	86%	86.7%	86.4%	86.2%	86.2%	86.1%
Lợi nhuận gộp	1,012,069	2,394,354	3,132,684	3,858,502	4,419,317	4,851,127
% Doanh thu	13.9%	13.3%	13.6%	13.8%	13.8%	13.9%
Chi phí bán hàng và quản lý	563,612	738,000	828,000	868,000	992,000	1,085,000
% Doanh thu	7.7%	4.1%	3.6%	3.1%	3.1%	3.1%
Chi phí quản lý	554,237	720,000	805,000	840,000	960,000	1,050,000
% Doanh thu	7.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
Chi phí bán hàng	9,375	18,000	23,000	28,000	32,000	35,000
% Doanh thu	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT (Lợi nhuận từ hoạt động)	448,456	1,656,354	2,304,684	2,990,502	3,427,317	3,766,127
% Doanh thu	6.1%	9.2%	10.0%	10.7%	10.7%	10.8%
Khấu hao và điều chỉnh	90,248	101,576	131,695	172,213	195,372	308,405
% of revenue	1.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.9%
EBITDA	538,704	1,757,929	2,436,379	3,162,715	3,622,689	4,074,532
%Doanh thu	7.4%	9.8%	10.6%	11.3%	11.3%	11.6%
Lợi nhuận tài chính	(227,798)	(4,955)	53,225	106,403	166,926	147,242
% Doanh thu	-3.1%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%
Lợi nhuận khác	(267,650)	(9,000)	(11,500)	(14,000)	(16,000)	(17,500)
% Doanh thu	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận trước thuế	943,904	1,670,309	2,262,959	2,898,099	3,276,391	3,636,385
% Doanh thu	12.9%	9.3%	9.8%	10.4%	10.2%	10.4%
Thuế TNDN	201,602	417,577	565,740	724,525	819,098	909,096
Thuế suất (%)	21.4%	25.0%	25.0%	13.3%	13.3%	15.0%
Lợi nhuận sau thuế	742,302	1,252,732	1,697,219	2,173,575	2,457,293	2,727,289
LNST/Doanh thu	10.2%	7.0%	7.4%	7.8%	7.7%	7.8%
Cổ tức	375,000	750,000	900,000	1,050,000	1,200,000	1,500,000
Tỷ lệ cổ tức	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

Phụ lục 2: Bảng cân đối kế toán

Năm tài chính 31/12						
(VND million)	2010A	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
TÀI SẢN						
Tiền và tương đương tiền	1,521,462	1,917,361	2,471,534	3,840,097	4,628,809	7,270,119
Đầu tư ngắn hạn	512,122	614,546	737,455	884,946	1,061,935	1,274,322
Các khoản phải thu ngắn hạn	3,843,648	6,409,373	8,189,755	9,970,136	11,394,441	12,462,670
Hàng tồn kho	1,653,077	2,992,010	3,537,002	3,967,327	4,532,510	4,954,556
Tài sản ngắn hạn khác	<u>254,382</u>	<u>635,955</u>	<u>826,741</u>	<u>1,000,357</u>	<u>1,180,421</u>	<u>1,298,463</u>
Tổng tài sản ngắn hạn	7,784,691	12,569,244	15,762,487	19,662,863	22,798,116	27,260,130
TSCĐ hữu hình	634,403	1,166,268	2,384,573	3,312,360	4,326,988	5,349,583
TSCĐ vô hình	112,497	134,996	161,995	194,394	233,273	279,928
TSCĐ thuê tài chính	49,304	73,955	73,955	73,955	73,955	73,955
Xây dựng cơ bản dở dang	1,084,926	2,386,837	3,102,888	3,754,494	4,430,303	4,873,334
Bất động sản đầu tư	181,591	217,910	217,910	217,910	217,910	217,910
Đầu tư dài hạn	2,019,022	4,281,588	5,180,880	5,734,096	6,335,361	7,014,466
Tài sản dài hạn khác	637,261	1,274,522	1,656,879	2,004,824	2,365,692	2,602,261
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	12,503,695	22,105,321	28,541,567	34,954,896	40,781,599	47,671,567
NGUỒN VỐN						
Phải trả ngắn hạn						
Phải trả người bán	1,397,433	2,992,010	3,809,079	4,628,548	5,287,928	5,780,315
Người mua trả tiền trước	1,317,227	1,712,395	2,226,113	2,893,947	3,762,131	4,890,771
Thuế và các khoản phải nộp NN	138,493	340,209	468,782	543,767	626,161	692,645
Phải trả người lao động	154,034	379,944	485,484	591,024	675,457	738,781
Chi phí phải trả	263,640	316,368	379,641	455,570	546,683	656,020
Vay và nợ ngắn hạn	<u>2,825,257</u>	<u>3,599,110</u>	<u>4,598,862</u>	<u>5,598,615</u>	<u>5,758,575</u>	<u>6,298,442</u>
Nợ ngắn hạn	6,096,084	9,340,035	11,967,962	14,711,471	16,656,935	19,056,973
Các khoản phải trả khác	694,873	694,873	694,873	694,873	694,873	694,873
Nợ dài hạn						
Nợ dài hạn khác	214,724	214,724	214,724	214,724	214,724	214,724
Nợ dài hạn	602,890	2,102,890	2,993,324	3,568,324	4,143,324	4,718,324
Tổng nợ dài hạn	817,614	2,317,614	3,208,047	3,783,047	4,358,047	4,933,047
NỢ PHẢI TRẢ	7,608,571	12,352,522	15,870,883	19,189,392	21,709,856	24,684,894
NGUỒN VỐN						
Vốn điều lệ	2,500,000	5,000,000	6,000,000	7,000,000	8,000,000	10,000,000
Thặng dư và vốn khác	5,847	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
Lợi nhuận để lại	382,604	885,336	1,682,555	2,806,129	4,063,423	5,290,712
Các quỹ	31,904	31,904	31,904	31,904	31,904	31,904
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,974,223	3,735,558	4,856,226	5,827,471	6,876,416	7,564,057
Tổng nguồn vốn	4,894,579	9,752,798	12,670,685	15,765,504	19,071,742	22,986,673
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	12,503,150	22,105,321	28,541,567	34,954,896	40,781,598	47,671,567

Phụ lục 3: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Năm tài chính 31/12						
Triệu VND	2010A	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
EBITDA	538,704	1,757,929	2,436,379	3,162,715	3,622,689	4,074,532
Trừ: Thuế TNDN	(201,602)	(417,577)	(565,740)	(724,525)	(819,098)	(909,096)
TRur: Trả lãi vay	227,798	(273,600)	(349,600)	(425,600)	(498,078)	(566,736)
Trừ: Đầu tư	-	(2,664,579)	(1,350,000)	(1,100,000)	(1,210,000)	(1,331,000)
Cộng: Thu nhập khác	267,650	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
Thay đổi vốn lưu động						
Đầu tư ngắn hạn	(375,568)	(102,424)	(122,909)	(147,491)	(176,989)	(212,387)
Các khoản phải thu ngắn hạn	(1,952,334)	(2,565,725)	(1,780,381)	(1,780,381)	(1,424,305)	(1,068,229)
Hàng tồn kho	(681,578)	(1,338,933)	(544,992)	(430,325)	(565,183)	(422,046)
Tài sản ngắn hạn khác	(137,678)	(381,573)	(190,786)	(173,616)	(180,064)	(118,042)
Phải trả người bán	682,335	1,594,577	817,069	819,469	659,380	492,387
Người mua trả tiền trước	75,436	395,168	513,718	667,834	868,184	1,128,639
Thuế và các khoản phải nộp NN	43,726	201,715	128,573	74,985	82,394	66,484
Phải trả người lao động	69,344	225,910	105,540	105,540	84,432	63,324
Chi phí phải trả	(28,049)	52,728	63,274	75,928	91,114	109,337
Nợ ngắn hạn	2,290,400	773,852	999,753	999,753	159,960	539,866
Thay đổi vốn lưu động dòng	(13,966)	(1,144,703)	(11,142)	211,696	(401,077)	579,334
Tiền thuần trước đầu tư	(2,733,530)	168,897	1,133,286	703,436	1,856,033	
Tăng/giảm vốn vay		1,500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
Tiền thuần sau thay đổi vốn vay	(1,233,530)	668,897	1,633,286	1,203,436	2,356,033	
Trả cổ tức	(750,000)	(900,000)	(1,050,000)	(1,200,000)	(1,500,000)	
Dòng tiền thuần sau trả cổ tức	(1,983,530)	(231,103)	583,286	3,436	856,033	
Tăng vốn chủ sở hữu	2,594,153	1,000,000	1,000,000	1,000,000	2,000,000	
Tiền thuần từ hoạt động	610,622	768,897	1,583,286	1,003,436	2,856,033	
Thay đổi phải trả	(214,724)	(214,724)	(214,724)	(214,724)	(214,724)	
Thay đổi trong năm	395,899	554,173	1,368,563	788,712	2,641,310	
Tiền mặt đầu năm	1,521,462	1,917,361	2,471,534	3,840,097	4,628,809	
Tiền mặt cuối năm	1,521,462	1,917,361	2,471,534	3,840,097	4,628,809	7,270,119

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.



PSI **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

BAN PHÂN TÍCH

Giám đốc Ban: Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Minh Hạnh – hanhnm@psi.vn

Nghiên cứu thị trường, Vĩ mô

Phân tích ngành, công ty

Đào Hồng Dương
duongdh@psi.vn

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Đoàn Thị Vân Anh
anhdtv1@psi.vn

Ngô Hồng Đức
ducnh@psi.vn

Hồ Thị Thanh Hoàn
hoanhtt@psi.vn

Nguyễn Anh Tuấn
tuanna1@psi.vn