



Công ty Cổ phần Xây dựng Dầu khí Nghệ An (HNX: PVA)

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 47,000 VND/ cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 4 phương pháp định giá chính (FCFE, FCFF, P/E, P/B).

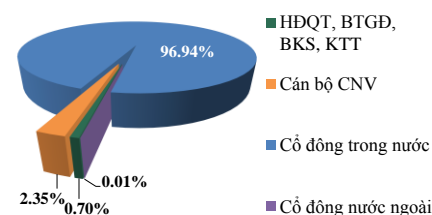
KHUYẾN NGHỊ

Giá kỳ vọng :	47,000
Giá thị trường :	45,200
Cao nhất 52 tuần :	119,400
Thấp nhất 52 tuần :	21,100

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch :	HNX
Mệnh giá :	10,000
Số lượng CP :	10,000,000
Vốn hóa (tỷ VND) :	456.0
EPS 2009 (VND) :	2,666

THÔNG TIN SỞ HỮU



MỘT SỐ CHỈ TIÊU SO SÁNH

	2008	2009	YoY	2010E	YoY
Doanh thu thuần (tr đồng)	173,093	238,991	38.07%	347,291	45%
Lợi nhuận sau thuế (tr đồng)	6,310	26,656	322.47%	26,244	-2%
Tổng tài sản (tr đồng)	270,699	518,862	91.67%	709,711	37%
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	52,409	129,325	146.76%	178,527	38%
ROA	2.33%	5.14%	-	3.93%	-
ROE	12.04%	20.61%	-	15.64%	-
EPS basic (VND)	1,402	2,666	90.11%	2,624	-2%

Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Số liệu 2008, 2009: theo báo cáo tài chính của PVA; Số liệu 2010: theo dự báo tài chính dựa trên số liệu Quý I & II/2010; Số liệu 2011-2015: dự báo dựa theo kế hoạch của PVA và chưa bao gồm chi tiết các dự án do chúng tôi chưa thu thập đủ thông tin từ phía doanh nghiệp. Do kế hoạch tăng vốn của PVA tới thời điểm này vẫn chưa có thời điểm cụ thể nên chúng tôi tạm giả định mức vốn điều lệ vào cuối năm nay vẫn là 100 tỷ đồng.

TÓM TẮT THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

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.

LÝ DO ĐẦU TƯ

Lợi thế về quỹ đất lớn và có vị trí đắc địa. 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, 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 Hội 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

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, đặc biệt trong mảng xây dựng cơ bản ngành dầu khí vốn có nhiều tiềm năng và dư địa tăng trưởng.

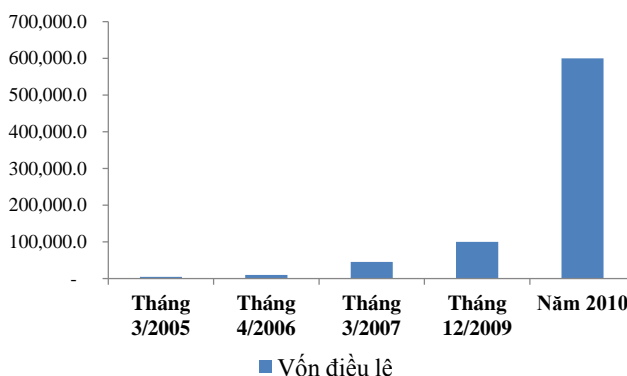
Lĩnh vực xây dựng chịu ảnh hưởng lớn bởi **sự biến động giá cả của các nguyên vật liệu đầu vào** như xi măng, sắt, thép ... tác động đến chi phí vận chuyển cũng như chi phí sản xuất các loại nguyên vật liệu xây dựng trong nước, đẩy giá thành các dự án tăng.

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 HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT - 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. Qua 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



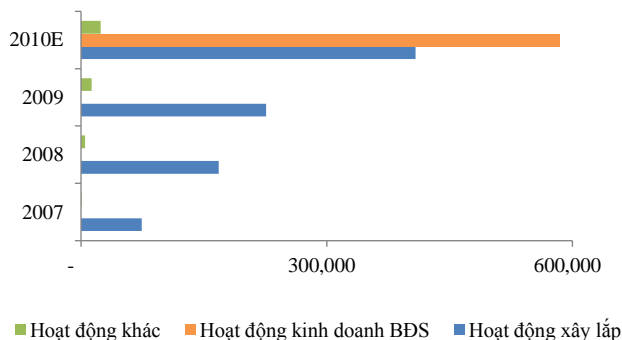
Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

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.

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 Cánh 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
Doanh thu hoạt động xây lắp	74,079,972,376	168,107,577,039	226,085,154,590
Giá vốn hoạt động xây lắp	70,167,960,367	158,910,354,578	206,118,950,829
Lợi nhuận gộp	3,912,012,009	9,197,222,461	19,966,203,761
Biên lợi nhuận gộp	5.28%	5.47%	8.83%

Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

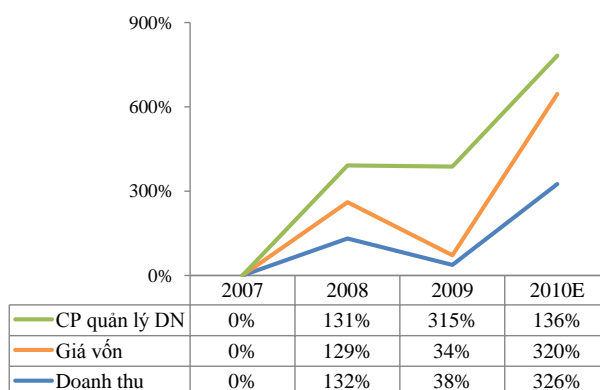
Trong năm 2010, việc tăng vốn mở rộng đầu tư vào các dự án khu công nghiệp, khu đô thị và kinh doanh bất động sản được đánh giá sẽ tạo được nguồn doanh thu lớn cho công ty, dự kiến sẽ chiếm khoảng 57% tổng doanh thu trong năm nay của PVA. Ngoài khoản ứng trước của khách hàng đối với các dự án khu chung 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.

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.

Biểu 4 - Tốc độ tăng trưởng doanh thu, giá vốn, chi phí



Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

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).

Cập nhật KQKD

Quý III/2010, PVA đạt 69,84 tỷ đồng doanh thu và 44,77 tỷ đồng LNST hợp nhất. So với mức 81,38 tỷ đồng doanh thu và 3,81 tỷ đồng LNST đạt được cùng kỳ năm 2009, doanh thu

quý III/2010 giảm 14,18% nhưng LNST tăng mạnh. Cơ cấu doanh thu Q3/2010 và Q3/2009. Doanh thu và lợi nhuận trong quý III của PVA có được chủ yếu từ mảng hoạt động tài chính. Lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh trong quý III giảm 82,85% so với cùng kỳ 2009. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010, PVA đạt 47,93 tỷ đồng LNST tương đương hoàn thành 66,47% so với kế hoạch 72,09 tỷ đồng LNST cả năm 2010.

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 chỉ 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.

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 Vĩnh, 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

BDS tiềm năng và lớn nhất khu vực Bắc Miền Trung.

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Biểu 5 - 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

Biểu 6 - 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

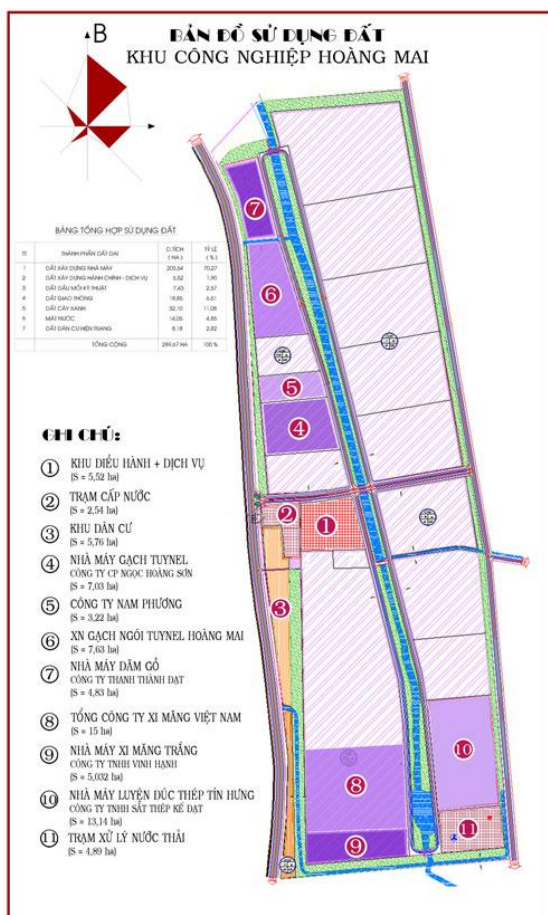
Nguồn: PVA, PSI tổng hợp

Biểu 7 - 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 Việt Nam - PVCOM (trong đó PVA 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, PVA có thể ghi nhận

được một khoản doanh thu (trong trường hợp BCTC của PVCOM được hợp nhất vào cuối năm) 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. Trường hợp nếu không hợp nhất BCTC từ PVCOM, PVA sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận tương ứng với số cổ phần đóng góp vào PVCOM (51%). Mặt khác, việc PVA 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. Hiện tại, công ty TNHH sắt thép Kế Đạt của Trung Quốc cũng đã thuê 13.14ha để xây dựng nhà máy luyện đúc thép. 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 trong đó có 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 thời gian qua PVA đã tiến hành ký kết hợp đồng với các đối tác trong và ngoài nước như Nhật Bản, Trung Quốc, Singapore, Ấn Độ,... đầu tư vào khu công nghiệp với các lĩnh vực như thép, phốt pho, nguyên liệu hoá mỹ phẩm... với tổng diện tích hơn 75% Khu công nghiệp. Giá cho thuê các khu đất đã xây dựng cơ sở hạ tầng của dự án dự kiến có giá từ 1.5 USD đến 2.0 USD/1m2/năm.

(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, PVA 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 PVA. 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 PVA 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 1,000 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.

(iv) Khu Resort Cửa Lò: Hơn 1,000 tỷ đồng được dự kiến đầu tư cho dự án Khu du lịch cao cấp Dầu khí Cửa Lò. Dự án dự kiến khởi công vào quý 1/2011 và hoàn thành vào quý 1/2016. Công ty CP đầu tư Đô thị Dầu khí Cửa Lò - PVICOM (công ty thành viên PVNC nắm 49% vốn điều lệ) vừa công bố QHCT 1/500 Dự án Khu du lịch cao cấp Dầu khí Cửa Lò. Dự án Khu du lịch cao cấp Dầu khí Cửa Lò có tổng mức đầu tư 1.005 tỷ đồng, được xây dựng trên khu đất có diện tích 27,15 ha được quy hoạch thành 7 khu chức năng chính bao gồm 22 hạng mục đầu tư. Địa điểm xây dựng tại Phường Nghi Hải - TX Cửa Lò - Nghệ An, gồm có khu nghỉ dưỡng Villa cao cấp, nhà nghỉ ven biển – Bungalow, khách sạn, hội thảo, dịch vụ tổng hợp,...

Các công ty con mới được thành lập, mua lại

(i) Tổng CTCP Xây lắp Dầu khí Nghệ An - PVNC (mã CK: PVA) quyết định thành lập CTCP Đầu tư và Xây lắp Dầu khí Hà Tĩnh (PVNC - HT) với vốn điều lệ 36 tỷ đồng. PVNC-HT có vốn điều lệ là 36 tỷ đồng trong đó PVNC nắm giữ 51%, và các cổ đông khác nắm giữ 49%. Lĩnh vực hoạt động của PVNC-HT là Đầu tư xây dựng, xây lắp các công trình công nghiệp, dân dụng; Đầu tư kinh doanh khu công nghiệp, khu đô thị, thủy điện; Kinh doanh bất động sản; Gia công chế tạo thiết bị... Việc thành lập PVNC-HT góp phần đa dạng hóa loại hình kinh doanh của PVNC, nhằm mở rộng địa bàn hoạt động và đầu tư dự án của PVNC tại Hà Tĩnh gồm các dự án như:

- Dự án Khu đô thị Dầu khí tại Hà Tĩnh, diện tích 158ha, dự kiến sẽ triển khai vào Quý I năm 2011;
- Dự án Khu đô thị Dầu khí Tại Phường Nguyễn Du – Thành phố Hà Tĩnh, diện tích 9,5ha, dự kiến triển khai vào Quý IV năm 2010;
- Dự án Khu đô thị nhà chung cư, biệt thự cao cấp tại lô đất TT02 thuộc Khu đô thị Kỳ Long – Kỳ Liên – Kỳ Phương, diện tích 9,51 ha, dự kiến tổng mức đầu tư 500 tỷ đồng và sẽ triển khai vào Quý IV năm 2010;
- Dự án Khu chung cư đô thị, biệt thự, nhà hàng, khách sạn cao cấp tại Khu trung tâm thuộc Khu kinh tế Vũng Áng, diện tích 20,04ha, Dự kiến tổng mức đầu tư 1000 tỷ đồng và sẽ triển khai vào Quý I năm 2011.

(ii) Công ty đã sử dụng 28,6 tỷ đồng mua cổ phần công ty Hoàng Mai Ngọc. PVA mua lại cổ phần của 2 cổ đông tại Hoàng Mai Ngọc với giá nhận chuyển nhượng là 28.985,5 đồng/cp theo Nghị quyết HĐQT ngày 1/12 về việc góp vốn vào CTCP Hoàng Mai Ngọc. Hình thức góp vốn: PVA mua lại cổ phần của 2 cổ đông tại Hoàng Mai Ngọc với giá nhận chuyển nhượng là 28.985,5 đồng/cp gồm:

- Mua lại 967.725 cổ phần tương đương 28,05 tỷ đồng của CTCP Đầu tư dầu khí V.I.P Việt Nam.
- Mua lại 18.975 cổ phần tương đương 550 triệu đồng của ông Lê Đức Doanh.

DỰ PHÓNG VÀ 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.

Biểu 8 - Tốc độ tăng trưởng doanh thu, giá vốn, chi phí

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tổng doanh thu	238,990,649,672	347,290,901,335	689,597,356,874	1,448,304,707,266	1,749,604,475,863	2,435,924,435,420	3,287,839,396,850
Xây lắp	226,085,154,590	156,090,901,335	190,812,056,874	221,574,957,266	264,079,995,863	292,336,555,420	323,616,566,850
Bất động sản	-	167,200,000,000	462,785,300,000	1,190,729,750,000	1,449,524,480,000	2,107,587,880,000	2,928,222,830,000
Giá vốn	217,799,219,480	312,561,811,201	-	-	-	-	-
LNST	26,656,186,637	26,244,417,574	44,246,118,063	76,892,969,149	96,578,451,984	130,419,335,947	172,229,849,546
EPS	2,666	2,624	737	1,282	1,610	2,174	2,870

Số liệu 2011-2015: dự báo dựa theo kế hoạch của PVA và giả định của chúng tôi, chưa bao gồm chi tiết các dự án do chúng tôi chưa thu thập đủ thông tin từ phía doanh nghiệp.

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 47,000 VNĐ/cổ phần.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFE	51,243	25%	12,811
FCFF	43,288	25%	10,822
PE	49,182	25%	12,295
PB	44,587	25%	11,147
Giá bình quân			47,075

Nguồn: PSI Research

PHỤ LỤC

Đơn vị: triệu đồng

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Doanh thu thuần	173,093	238,991	347,291	689,597	1,448,305
Giá vốn hàng bán	161,974	217,799	312,562	620,638	1,303,474
Lợi nhuận gộp	11,119	21,191	34,729	68,960	144,830
Doanh thu tài chính	4,780	10,153	9,148	22,168	48,744
Chi phí tài chính	4,418	6,952	5,465	13,558	25,644
Chi phí bán hàng	16	8	43	57	116
Chi phí quản lý DN	4,477	18,598	15,004	33,764	82,063
LN thuần từ HĐKD	6,988	5,786	23,365	43,748	85,752
Lợi nhuận khác	349	24,678	13,861	15,247	16,772
LN trước thuế	7,337	30,464	37,226	58,995	102,524
Lợi nhuận sau thuế	6,310	26,656	27,920	44,246	76,893
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	1,675	-	-
LN sau thuế của công ty mẹ	6,310	26,656	26,244	44,246	76,893
TỔNG TÀI SẢN	270,699	518,862	709,711	1,577,554	2,402,626
Tài sản ngắn hạn	205,292	366,982	32,793	1,018,530	1,667,422
Tiền và tương đương tiền	5,128	69,016	48,219	105,106	280,026
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4,130	12,608	20,837	41,376	86,898
Phải thu ngắn hạn	135,725	211,151	(135,148)	625,575	787,977
Hàng tồn kho	49,452	69,315	86,644	219,248	466,564
Tài sản ngắn hạn khác	10,857	4,892	12,240	27,225	45,957
Tài sản dài hạn	65,407	151,880	676,918	559,025	735,204
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
TSCĐ hữu hình	44,536	58,164	82,680	74,750	66,820
TSCĐ vô hình	74	44	15	15	15
Chi phí xây dựng dở dang	16,459	70,569	233,312	119,756	289,446
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	1,719	20,000	352,443	352,443	352,443
Tài sản dài hạn khác	2,619	3,102	8,467	12,061	26,480
TỔNG NGUỒN VỐN	270,699	518,862	709,711	1,577,554	2,402,626
Nợ phải trả	218,290	389,537	503,495	927,077	1,747,770
Nợ ngắn hạn	208,567	258,003	364,895	780,753	1,591,807
Nợ dài hạn	9,723	131,534	138,599	146,324	155,963
Nguồn vốn chủ sở hữu	52,409	129,325	178,527	650,477	654,855
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	45,000	100,000	100,000	600,000	600,000
Lợi nhuận chưa phân phối	5,271	26,647	38,629	7,062	5,328
Nguồn kinh phí và quỹ khác	105	178	178	178	178
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	27,689	-	-

Nguồn: PVS, PSI Research

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Nhóm chỉ tiêu thanh toán					
Khả năng thanh toán nhanh	0.75	1.15	-0.15	1.02	0.75
Khả năng thanh toán hiện hành	0.98	1.42	0.09	1.30	1.05
Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Hệ số nợ/ Vốn CSH	416.5%	301.2%	282.0%	142.5%	266.9%
Nợ/ Tổng tài sản	80.6%	75.1%	70.9%	58.8%	72.7%
Nhóm chỉ tiêu hoạt động					
Vòng quay hàng tồn kho	3.28	3.14	3.61	2.83	2.79
Vòng quay các khoản phải trả	0.79	0.61	0.69	0.74	0.83
Vòng quay các khoản phải thu	1.28	1.13	-2.57	1.10	1.84
Nhóm chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận ròng/ DT	3.65%	11.15%	8.04%	6.42%	5.31%
Lợi nhuận hoạt động/DT	4.04%	2.42%	6.73%	6.34%	5.92%
ROA	2.33%	5.14%	3.93%	2.80%	3.20%
ROE	12.04%	20.61%	15.64%	6.80%	11.74%

Nguồn: PVA, PSI Research

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

Giám đốc phụ trách Ban

Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

Chuyên viên Phân tích: Trương Trần Dũng – dungtt@psi.vn

Đặng Thanh Xuân – xuandt@psi.vn

Nghiên cứu thị trường và KT vĩ mô

Ninh Quang Hải
hainq@psi.vn

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Ngô Hồng Đức
ducnh@psi.vn

Ngô Thị Khánh Chi
chintk@psi.vn

Phân tích ngành, công ty

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Hồ Thị Thanh Hoàn
hoanhtt@psi.vn

Nguyễn Anh Tuấn
tuanna1@psi.vn