



**PVV – Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Vinaconex-PVC**  
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **26.600 VNĐ/ cổ phiếu**.

### TIÊU ĐIỂM

- **Doanh thu, lợi nhuận từ hoạt động xây lắp tăng mạnh.** Doanh thu trong giai đoạn 2008-2010 của PVV tăng trưởng trung bình 395%/năm, lợi nhuận tăng trưởng 390%/năm. Trong năm 2010, dự kiến doanh thu tăng trưởng 419,8% và lợi nhuận tăng trưởng 4112,2%. Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của PVV hoàn toàn có thể vượt kế hoạch đề ra ban đầu là 18 tỉ đồng. Lợi nhuận sau thuế của PVV trong năm 2010 theo chúng tôi đánh giá đạt khoảng 21,8 tỉ đồng.
- **PVV có lợi thế lớn từ sự hỗ trợ của 2 tổng công ty xây lắp thuộc nhóm có doanh thu lớn nhất Việt Nam:** Với sự hỗ trợ từ Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVX) và Tổng Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (Vinaconex - VCG) chúng tôi đánh giá rất cao sự hỗ trợ của 2 Tổng công ty này cho PVV. Các dự án hiện nay PVV đang thi công phần lớn nhận thầu lại từ 2 Tổng công ty là cổ đông lớn của PVV.
- **Tiềm năng từ các dự án bất động sản lớn:** Ngoài hoạt động xây lắp truyền thống thì PVV hiện nay đang làm chủ đầu tư cũng như liên danh trong rất nhiều dự án bất động sản tiềm năng tại khu vực Hà Nội, Tp.Hồ Chí Minh như: Dự án cao ốc văn phòng Tập chí Cộng sản – TP. Hồ Chí Minh (đầu tư 93 tỉ đồng, lợi nhuận dự kiến 35,4 tỉ đồng), Chung cư cao tầng quận 9 – TP.Hồ Chí Minh (đầu tư 235 tỉ, lợi nhuận dự kiến 45,4 tỉ), Khu đô thị sinh thái Cừu Long – Hòa Bình (60ha), Tổ hợp văn phòng, nhà ở - Hà Nội (diện tích sàn 53.244m2), Chung cư CT2-A – Hà Nội (đầu tư 260 tỉ đồng, lợi nhuận dự kiến 58 tỉ), Tổ hợp thương mại, văn phòng, chung cư cao áp 60B Nguyễn Huy Tưởng – Hà Nội (diện tích sàn 27.800m2, đầu tư 387 tỉ),...
- **Định giá:** Cổ phiếu PVV được định giá dựa trên 4 phương pháp FCFE, FCFF, P/E và P/B. Mức giá chúng tôi xác định vào khoảng **26.600 VNĐ/cổ phần**. Mức giá trên tương đương với mức P/E năm 2010 vào khoảng 7,32 lần đây là mức P/E tương đối hấp dẫn so với các Công ty hoạt động trong cùng ngành tại Việt Nam.

### KHUYẾN NGHỊ

Giá kỳ vọng:	<b>26.600</b>
Giá giao dịch:	16.500
Cao nhất 52 tuần:	23.260
Thấp nhất 52 tuần:	11.950

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	14.500.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	226
EPS 2009 (VNĐ)	1.417

### THÔNG TIN SỞ HỮU

CTCP ĐTXD & Kỹ Thuật Vinaconex	36%
PVX	11,1%
Cổ đông khác	52,9%

### MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	2007	2008	YoY	2009	YoY	9T/2010
<b>Doanh thu thuần (tr đồng)</b>	-	<b>9.282</b>	<b>100%</b>	<b>100.699</b>	<b>984,9%</b>	<b>260.992</b>
Lợi nhuận gộp (tr đồng)	-	524	100%	7.022	1240%	36.933
<b>Lợi nhuận sau thuế (tr đồng)</b>	<b>-635</b>	<b>-1.057</b>	<b>-66,4%</b>	<b>4.258</b>	<b>5028%</b>	<b>9.067</b>
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	10.000	10.500	5%	30.056	186,2%	50.000
ROA	-4,97%	-4,14%	-16,7%	2,03%	149,0%	1,19%
ROE	-6,78%	-12,01%	-77,1%	13,05%	208,6%	14,40%
<b>EPS (VNĐ)</b>	<b>-635</b>	<b>-1.007</b>	<b>-58,6%</b>	<b>1.417</b>	<b>240,7%</b>	<b>2.018</b>

Nguồn: PVV

## LÝ DO ĐẦU TƯ

**Chúng tôi tin rằng PVV sẽ là một công ty xây lắp mạnh trong ngành xây dựng Việt Nam.** Với việc ký kết được nhiều hợp đồng thi công lớn trong thời gian vừa qua với tổng giá trị đạt hơn 1.200 tỉ đồng thì PVV đã chứng minh được năng lực thi công của mình mặc dù mới thành lập năm 2007.

**PVV là công ty trẻ với tốc độ tăng trưởng cực nhanh.** Với tốc độ tăng trưởng doanh thu đáng kinh ngạc trong giai đoạn 2008-2010 với tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2009 đạt 984%, tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2010 dự kiến đạt 595% thì PVV chính là một điển hình cho công ty nhỏ, tăng trưởng nhanh và mạnh cho giới đầu tư quan tâm và chú ý.

**Ngoài hoạt động xây lắp truyền thống, PVV đang có hàng loạt dự án kinh doanh bất động sản.** Hàng loạt dự án lớn đánh dấu bước ngoặt trong quá trình phát triển của PVV trong các lĩnh vực mới như: Dự án tổ hợp thương mại, văn phòng, chung cư cao cấp 60B Nguyễn Huy Tưởng, dự án khu nghỉ dưỡng An Cư Tân – Lăng Cô – Huế, dự án chung cư CT2-A, dự án khu đô thị sinh thái Cừu Long,... hứa hẹn đem lại thay đổi lớn trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của PVV. Ngoài ra chúng tôi đánh giá cao khả năng tìm kiếm các cơ hội đầu tư trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản của PVV so với các Công ty khác trong ngành.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro về khả năng triển khai các dự án kinh doanh bất động sản:** Hiện nay với hàng loạt dự án PVV đang triển khai và nghiên cứu đầu tư đều đang ở giai đoạn đầu triển khai dự án. Chủ yếu các dự án đang lập quy hoạch 1/500, 1/2000 và xin chủ trương cấp phép đầu tư nên rủi ro tiến độ bị chậm trễ là tương đối lớn, nhất là thị trường kinh doanh bất động sản của PVV phụ thuộc vào thị trường phía bắc – đặc biệt là thị trường Hà Nội, 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.

**Rủi ro về tiến độ thu tiền:** Ngoài các hợp đồng thi công cho các công trình ngành dầu khí thì PVV còn tham gia xây lắp các công trình nhà ở cao tầng, đường giao thông ngoài ngành dầu khí. Vì vậy, khả năng thu tiền của các dự án ngoài ngành dầu khí là tương đối khó khăn do nhiều chủ đầu tư không đủ năng lực tài chính thực hiện các dự án.

## ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PVV

**Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Vinaconex-PVC (PVV):** Được thành lập ngày 15/1/2007 với tên gọi Công ty Đầu tư Phát triển và Xây dựng Công trình Giao thông Miền Bắc với số vốn điều lệ 10 tỉ đồng. Tháng 5/2007, Công ty trở thành công ty thành viên của Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Việt Nam (Vinaconex - VCG). Năm 2009, Tổng công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVX) đã tham gia góp vốn vào Công ty và Công ty đổi tên thành Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Vinaconex-PVC với vốn điều lệ

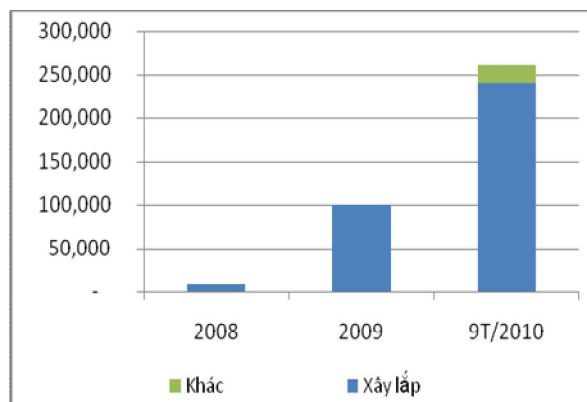
hiện tại là 45 tỷ đồng.

Hoạt động kinh doanh hiện nay của PVV gồm một số hoạt động chính bao gồm: Xây lắp công trình, buôn bán thiết bị, sản xuất vật liệu xây dựng, kinh doanh hạ tầng, bất động sản và đầu tư tài chính.

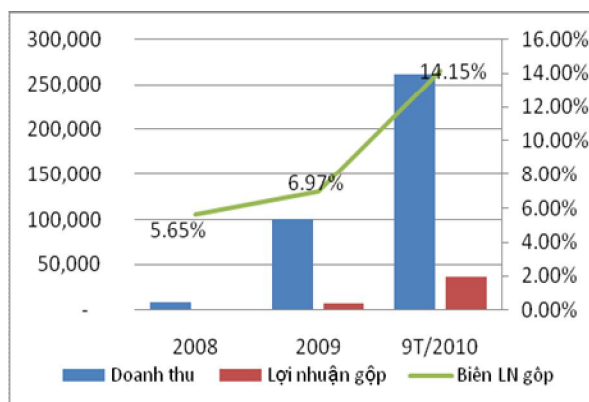
### Hoạt động kinh doanh của Công ty

Hoạt động xây lắp của PVV trong các năm vừa qua đóng góp 100% trong tổng cơ cấu doanh thu của Công ty trong giai đoạn từ 2009 trở về trước. Từ năm 2010, trong cơ cấu doanh thu của PVV đã có những thay đổi đáng kể khi đã có doanh thu từ các hoạt động khác như hoạt động tư vấn thiết kế, thương mại (chiếm 8,05% trong 9T/2010) và dự kiến từ năm 2011 có thể sẽ có doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản khi các dự án đang triển khai được hoàn thiện trong năm 2011.

**Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu các năm qua**



**Biểu đồ 2: Doanh thu, LN gộp, biên LN gộp**



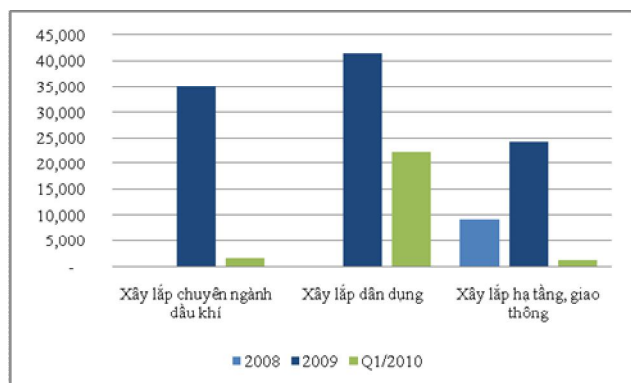
*Nguồn: PVV, PSI tổng hợp*

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

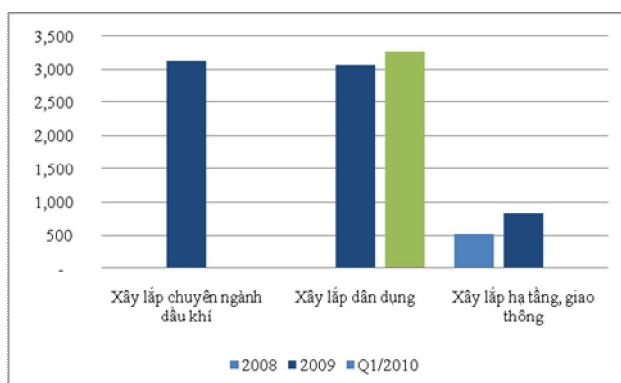
Năm 2008, PVV bắt đầu đi vào hoạt động chính thức với doanh thu năm đạt 9,2 tỉ đồng, lợi nhuận biên đạt 524 triệu đồng và biên lợi nhuận năm đạt 5,65%. Trong năm 2009, doanh thu của PVV tăng mạnh lên hơn 100 tỉ đồng do các hợp đồng đến từ 2 cổ đông chính là Vinaconex và PVX đem lại. Lợi nhuận gộp năm 2009 đạt 7 tỉ đồng với mức biên lợi nhuận gộp đạt 6,97%. Trong 9T/2010, doanh thu của PVV đạt 239,99 tỉ đồng tăng trưởng 778% so với cùng kỳ, mức biên lợi nhuận tăng mạnh lên 13,86% so với mức 7,61% của cùng kỳ năm 2009.

Cơ cấu doanh thu trong hoạt động xây lắp bao gồm: Doanh thu từ xây lắp chuyên ngành dầu khí, doanh thu xây lắp dân dụng và doanh thu xây lắp hạ tầng giao thông. Trong đó doanh thu xây lắp chuyên ngành dầu khí năm 2009 đạt 35 tỉ đồng chiếm 34,8% tổng doanh thu xây lắp. Doanh thu xây lắp dân dụng đạt 41,2 tỉ đồng chiếm 41,1% tổng doanh thu xây lắp. Còn lại là doanh thu xây lắp hạ tầng và giao thông đạt 24,19 tỉ đồng chiếm 24,1% tổng doanh thu xây lắp của PVV. Đóng góp chính và lợi nhuận gộp của PVV năm 2009 là lợi nhuận gộp từ hoạt động xây lắp chuyên ngành dầu khí chiếm 44,5% và lợi nhuận gộp từ hoạt động xây lắp dân dụng chiếm 43,6%. Lợi nhuận gộp từ hoạt động xây lắp hạ tầng, giao thông thường chiếm tỉ trọng nhỏ dưới 10% trong cơ cấu lợi nhuận.

Biểu đồ 3: Cấu trúc doanh thu xây lắp



Biểu đồ 4: Cấu trúc lợi nhuận gộp



Nguồn: PVV, PSI tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của hoạt động xây lắp cũng có những biến động mạnh trong thời gian vừa qua. Mức biên lợi nhuận gộp của hoạt động xây lắp chuyên ngành dầu khí vào khoảng 8,9% trong năm 2009, của lĩnh vực xây lắp dân dụng vào khoảng 7,4% trong năm 2009 và tăng mạnh lên 13,86% trong 9 tháng năm 2010. Mức biên lợi nhuận lĩnh vực xây dựng hạ tầng, giao thông thấp nhất ở mức khoảng 4%.

Hiện nay, PVV cũng đã ký được những hợp đồng thi công lớn trong lĩnh vực xây lắp chuyên ngành dầu khí, xây lắp dân dụng và xây lắp hạ tầng, giao thông cho giai đoạn 2010-2011. Giá trị xây lắp các công trình đã ký lên tới gần 1.400 tỉ đồng.

Bảng 1: Một số dự án xây lắp lớn PVV đã và đang triển khai trong năm 2010

STT	Dự án	Giá trị (trđồng)
1	Khách sạn Lam Kinh- Thanh Hóa	270.647
2	Bãi đỗ xe ngầm và dịch vụ thương mại Thành Công	138.997
3	Nhà máy Polyester Đình Vũ-Hải Phòng(các hạng mục xây dựng)	132.576
4	Đường cao tốc Nội Bài – Lào Cai	130.793
5	Chung cư Phú Đạt- TP Hồ Chí Minh	106.433
6	Nhiệt điện Vũng Áng (trạm bơm)	100.791
7	Đường vào nhà máy nhiệt điện Thái Bình	57.000
8	Quốc lộ số 3 - Thái Nguyên	55.523
9	Nâng cấp cải tạo QL 21-1 Nam Định- Lạc quân	47.966
10	Mương thoát nước mặt bằng khu Lọc hóa dầu Nghi Sơn	42.852
11	Nhà máy Polyester Đình Vũ- Hải Phòng (đắp cát gia tải)	33.654
12	Khu nhà ở và dịch vụ phục vụ Lọc hóa dầu Nghi Sơn	32.671
13	Khu đô thị mới Bắc An Khánh- Sơn nền	25.760
14	Khu đô thị mới Bắc An Khánh- Đắp cát các ô 7+13	22.050
15	Gia công lắp đặt bồn bể nhà máy Ethanol	20.537
16	Trung tâm thương mại Dầu khí - Nghệ An	20.000
17	Trung tâm Hải Quan tại TCS	19.793
18	Mở rộng và hoàn thiện đường Láng- Hòa Lạc (Phú Đô)	19.157
19	Chung cư cao tầng CT8	16.415

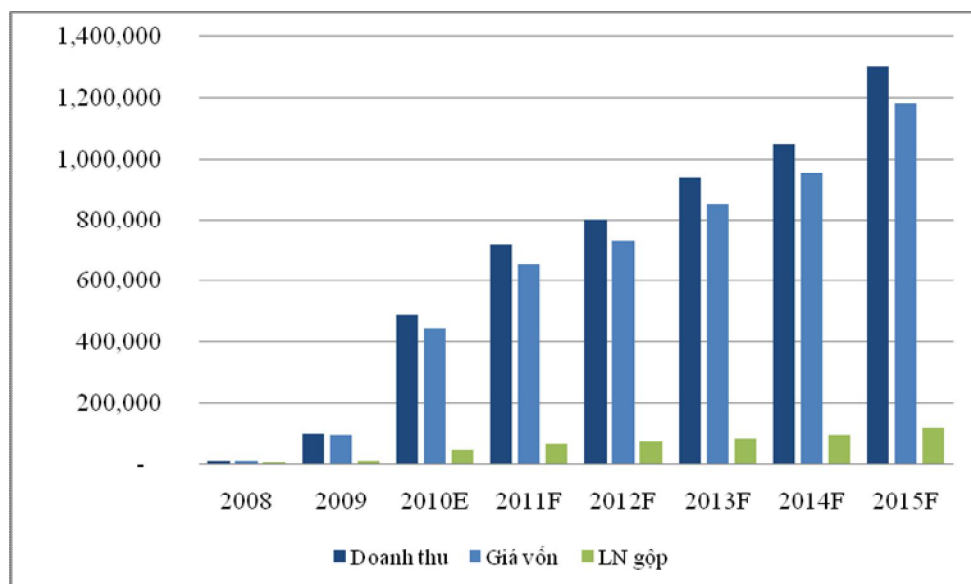
<b>20</b>	Khu nhà ở & dịch vụ NM Lọc hóa dầu Nghi Sơn(đường nội bộ)	13.973
<b>21</b>	Nhà ở văn phòng 9A-B Phan Chu Trinh - Hà Nội	11.800
<b>22</b>	Khu nhà ở thí điểm cho CN KCN Bắc Thăng Long	11.590
<b>23</b>	Cao ốc văn phòng số 20 Phạm Ngọc Thạch- HCM (phần ngầm)	10.390
<b>24</b>	Khu tái định cư và kinh doanh Phú Thượng – Tây Hồ	7.915
<b>TỔNG GIÁ TRỊ XÂY LẬP</b>		<b>1.359.037</b>

Nguồn: PVV, PSI tổng hợp

Với định hướng phát triển dựa trên sự hỗ trợ của 2 cổ đông lớn là Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVX) và Tổng Công ty Cổ phần Xây dựng Việt Nam (VCG) làm nòng cốt phát triển. Sự phát triển của PVV sẽ gắn liền với định hướng và sự phát triển của PVX và VCG trong thời gian tới với việc tập trung vào 2 mảng hoạt động chính là xây lắp và kinh doanh bất động sản. Trong hoạt động xây lắp tập trung vào xây lắp chuyên ngành dầu khí với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ PVX và xây lắp dân dụng, hạ tầng, giao thông với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ VCG.

Đánh giá các dự án PVN triển khai và tiềm năng phát triển ngành xây lắp và vị thế của PVV, 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 PVV thông qua mở rộng các đội sản xuất và nhận được các hợp đồng thi công lớn các công trình trong ngành dầu khí mà cổ đông lớn PVX đem lại.

**Biểu đồ 5: Dự báo doanh thu hoạt động xây lắp các năm tới**



Nguồn: PVV, PSI dự báo

**Bảng 2: Dự báo doanh thu – giá vốn và lợi nhuận gộp hoạt động xây lắp**

	9T/2010	2010E	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Doanh thu (Tr đồng)</b>	<b>239,142</b>	<b>489,142</b>	<b>717,500</b>	<b>800,000</b>	<b>937,500</b>	<b>1,050,000</b>	<b>1,300,000</b>
<b>Giá vốn (Tr đồng)</b>	<b>206,736</b>	<b>446,472</b>	<b>652,925</b>	<b>728,000</b>	<b>853,125</b>	<b>955,500</b>	<b>1,183,000</b>

<b>Giávốn/DT (%)</b>	86.45%	91.3%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%
<b>LN gộp (Tr đồng)</b>	<b>32,406</b>	<b>42,670</b>	<b>64,575</b>	<b>72,000</b>	<b>84,375</b>	<b>94,500</b>	<b>117,000</b>
<b>Biên LN gộp (%)</b>	13.55%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

*Nguồn: PVV, PSI dự báo*

### **Đánh giá tình hình đầu tư mới trong ngành Dầu khí**

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. Trong bản thân PVX và các công ty thành viên của PVX cũng đang triển khai các dự án đầu tư với quy mô đầu tư lên tới hơn 70.000 tỉ đồng. Đây là thị trường chính cho hoạt động xây lắp chuyên ngành dầu khí, xây lắp dân dụng của PVV trong tương lai. Các dự án xây lắp chuyên ngành dầu khí mà PVV nhắm tới cũng tập trung vào các hạng mục công trình liên quan đến hoạt động xây dựng thuần túy. Thường là các công trình phụ trợ như san lấp mặt bằng, xây dựng hệ thống đường bao, hệ thống xử lý nước, nhà điều hành, nhà kho, bến bãi,...

Ngoài các hoạt động xây lắp trong ngành dầu khí thì PVV còn tham gia nhiều vào hoạt động xây lắp dân dụng và hạ tầng giao thông. Các lĩnh vực xây lắp dân dụng và hạ tầng giao thông hiện nay chiếm khoảng 65,2% trong tổng cơ cấu doanh thu hoạt động xây lắp. Tỉ trọng các hoạt động xây lắp trong tương lai sẽ tương đối ổn định do PVV sẽ phát triển xây lắp trên cả 3 lĩnh vực với tỉ trọng ngoài ngành dầu khí khoảng 60%.

Hoạt động xây lắp dân dụng sẽ chủ yếu đến từ các dự án phát triển hạ tầng giao thông. Trong tương lai hoạt động xây lắp công trình nhà cao tầng sẽ là trọng tâm trong cơ cấu xây dựng ngoài ngành dầu khí của PVV.

### **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 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.

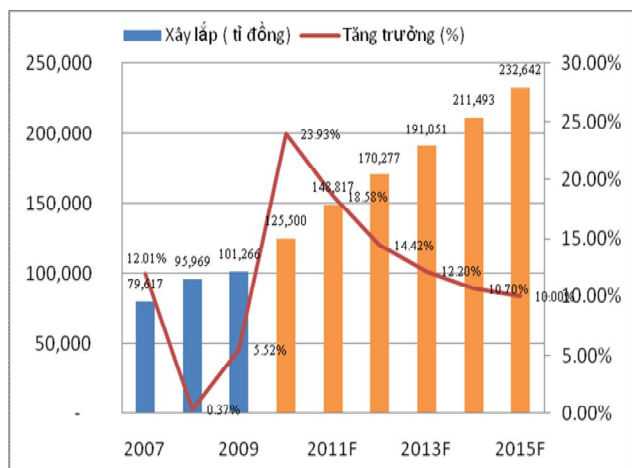
Tốc độ tăng trưởng của ngành thường rất cao ở mức trên 10%/năm trong thời gian dài vừa qua cũng như trong tương lai. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong ngành có thể phát triển trong thời gian tới. Tốc độ tăng trưởng mạnh của ngành xây dựng còn phụ thuộc vào mức độ tăng trưởng 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 3% lên mức 624.392 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

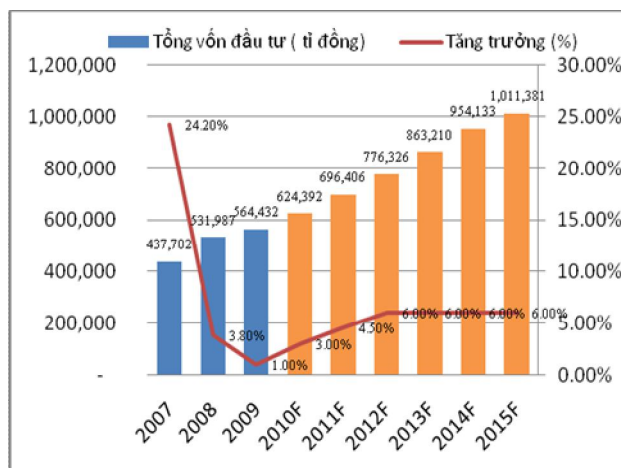


lĩnh vực xây dựng là lĩnh vực đi đầu trong sự phục hồi mạnh mẽ.

**Biểu đồ 6: Giá trị và tốc độ tăng trưởng ngành xây lắp tại Việt Nam**



**Biểu đồ 7: Giá trị và tốc độ tăng trưởng đầu tư tại Việt Nam**



Nguồn: BMI, PSI Tổng hợp

Trong năm 2010, giá cả nhiên liệu đầu vào cũng có những biến động rất mạnh ở giá sắp thép. Có nhiều đợt tăng giá và giảm giá liên tục đã tác động mạnh tới tiến độ thi công các công trình xây dựng. Đến tháng 12/2010 giá xi măng PC40 đã tăng 32,7% so với cuối năm 2009, giá thép xây dựng tăng 27,3% so với cuối năm 2009. Những diễn biến bất lợi này tác động mạnh đến ngành xây dựng hiện nay.

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

Nguyên liệu đầu vào	T6-2007	T12-2007	T6-2008	T12-2008	T6-09	T12-2009	T12-2010
Xi măng PC40 (VNĐ/kg)	1,055	1,120	1,400	1,000	1,065	1,100	1,460
% tăng giảm		6.2%	25.0%	-28.6%	6.5%	3.3%	32,7%
Thép xây dựng(VNĐ/kg)	10,300	15,900	18,900	13,000	11,500	12,000	15,270
% tăng giảm		54.4%	18.9%	-31.2%	-15.0%	8.6%	27,3%

Nguồn: PSI tổng hợp

### Hoạt động thương mại, tư vấn

Cùng với hoạt động xây lắp thì từ năm 2010 PVV có thêm doanh thu từ hoạt động kinh doanh thương mại và tư vấn thiết kế. Trong đó đặc biệt doanh thu tăng mạnh trong quý 3/2010 và riêng quý 3/2010 chiếm 58,25% của cả 3 quý năm 2010. Trong đó doanh thu của hoạt động thương mại 9 tháng đạt 20,44 tỉ đồng, doanh thu từ hoạt động cung cấp dịch vụ đạt 1,41 tỉ đồng. Mức biên lợi nhuận gộp của hoạt động thương mại đạt 15,68%, mức biên lợi nhuận gộp của hoạt động cung cấp dịch vụ đạt 93,96%. Lợi nhuận hoạt động thương mại có mức biên cũng rất cao ở mức 15,68% tập trung chủ yếu vào cung cấp đầu vào cho ngành xây lắp. Hoạt động cung cấp dịch vụ ở đây là cung cấp về dịch vụ tư vấn thiết kế có mức biên lợi nhuận cực kỳ cao do chi phí chủ yếu là chi phí nhân lực thấp nên có mức biên lợi nhuận lớn như vậy.

Trong các năm tiếp theo dự báo tốc độ tăng trưởng mảng thương mại, tư vấn thiết kế sẽ tiếp tục tăng trưởng với doanh thu, lợi nhuận theo bảng sau:

**Bảng 4: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp hoạt động thương mại, dịch vụ**

	9T/2010	2010E	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Doanh thu (Tr đồng)</b>	<b>21,850</b>	<b>34,350</b>	<b>42,500</b>	<b>50,000</b>	<b>62,500</b>	<b>75,000</b>	<b>100,000</b>
Giá vốn (Tr đồng)	17,323	27,480	36,125	42,500	53,125	63,750	85,000
Giá vốn/ Doanh thu (%)	79.3%	80.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
<b>LN gộp (Tr đồng)</b>	<b>4,527</b>	<b>6,870</b>	<b>6,375</b>	<b>7,500</b>	<b>9,375</b>	<b>11,250</b>	<b>15,000</b>
Biên LN gộp (%)	20.7%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

Nguồn: PVV, PSI dự báo

### Hoạt động kinh doanh Khu công nghiệp - Bất động sản của PVV

Hiện nay hoạt động kinh doanh hạ tầng – bất động sản vẫn đang trong quá trình chuẩn bị đầu tư và chưa đem lại doanh thu ít nhất đến hết năm 2010. Chúng tôi ước tính doanh thu từ kinh doanh bất động sản của PVV sẽ bắt đầu có từ năm 2011 với tỉ trọng chiếm 5% trong tổng cơ cấu doanh thu của PVV. Tuy nhiên với việc mở rộng hoạt động kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp – bất động sản sẽ giúp PVV gia tăng mạnh doanh thu, lợi nhuận của mình từ hoạt động kinh doanh đầy tiềm năng này trong tương lai.

**Bảng 5: Một số dự án kinh doanh khu công nghiệp, BĐS của PVV và các đơn vị thành viên đang triển khai:**

STT	Tên dự án	Vốn đầu tư (tỉ VNĐ)	Diện tích (m2)	Tiến độ thực hiện
1	Cao ốc văn phòng Tạp chí Cộng Sản, 19 Phạm Ngọc Thạch, Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh	66	324,36	- Đang triển khai thi công phần thô dự án - Thực hiện từ Q2/2010 – Q1/2011 - Doanh thu dự kiến 66 tỉ đồng, lợi nhuận dự kiến cả đời dự án là 21 tỉ đồng - Tạp chí cộng sản góp bằng đất, PVV góp bằng tiền xây dựng, kinh doanh văn phòng 20 năm từ tầng 2-10
2	Chung cư cao tầng quận 9 – TP. Hồ Chí Minh	235	17.541	- PVV góp 51%, Công ty CP Thành phố Xanh góp 49% - Đang chờ phê duyệt quy hoạch 1/500, dự kiến khởi công trong quý 3/2010. Dự án gồm 3 block nhà với diện tích 68.000 m2 bao gồm 550 căn hộ. - Triển khai từ Q3/2010 – Q2/2012 - Doanh thu dự kiến 700 tỉ đồng, lợi nhuận dự kiến 140 tỉ đồng.
3	Khu đô thị sinh thái Cửu Long, Lương Sơn – Hòa Bình	172	600.000	- PVV góp 60%, Công ty CP Sông Đà Toàn cầu góp 40% - Đã phê duyệt quy hoạch 1/500, đang tiến hành chuẩn bị giải phóng mặt bằng - Triển khai từ Q3/2010 – Q2/2012 - Doanh thu dự kiến 382 tỉ đồng, lợi nhuận dự kiến 96 tỉ đồng.
4	Tổ hợp văn phòng, nhà ở cao tầng Dịch Vọng Hậu - Cầu Giấy - Hà Nội	592	4.932	- Tổng diện tích sàn xây dựng 53.244 m2, 2 tầng hầm, 40 tầng nổi - Đang nghiên cứu lập báo cáo đầu tư - Lợi nhuận dự kiến 140 tỉ đồng.
5	Chung cư CT2-A Cổ Nhuế - Từ Liêm – Hà Nội	260	4.096	- Đang lập báo cáo tiền khả thi, quy hoạch 1/2000 - Dự án xây khối chung cư với 1 tầng hầm, 16 tầng nổi, diện tích sàn 22.710 m2 - Lợi nhuận dự kiến 58 tỉ đồng.
6	Khu nghỉ dưỡng cao cấp An Tân – Lăng Cô – Huế	17,5	6.000	- Đang lập báo cáo nghiên cứu tiền khả thi, quy hoạch 1/2000 - Triển khai từ 2010-2012, xây dựng 40 căn biệt thự nghỉ dưỡng tại khu đất. - Lợi nhuận dự kiến 11,7 tỉ đồng.
7	Tổ hợp thương mại, văn phòng, chung cư cao cấp 60B Nguyễn Huy Tưởng – Thanh Xuân – Hà Nội	387,4	2.670	- Đang lập báo cáo nghiên cứu tiền khả thi, quy hoạch 1/2000 - PVV góp bằng tiền, Tổng công ty Dược góp bằng quyền sử dụng đất. Xây dựng 2 tầng hầm, 22 tầng nổi tổng diện tích xây dựng 27.800 m2. - Lợi nhuận dự kiến 17,3 tỉ đồng.
8	Chung cư Phát Đạt, 48/5B Ung Văn Khiêm – P25, quận Bình Thạnh – TP. Hồ Chí Minh	70	3.030	- Dự kiến thực hiện trong 2010-2011.

Nguồn: PVV, PSI dự báo

Ngoài dự án cao ốc văn phòng tạp chí Cộng sản tại số 19 Phạm Ngọc Thạch – Tp. Hồ Chí Minh đang hoàn thiện phần thô thì hầu hết các dự án của PVV đều đang trong quá trình nghiên cứu tiền khả thi và xin chủ trương đầu tư. Vì vậy, chúng tôi chưa có các

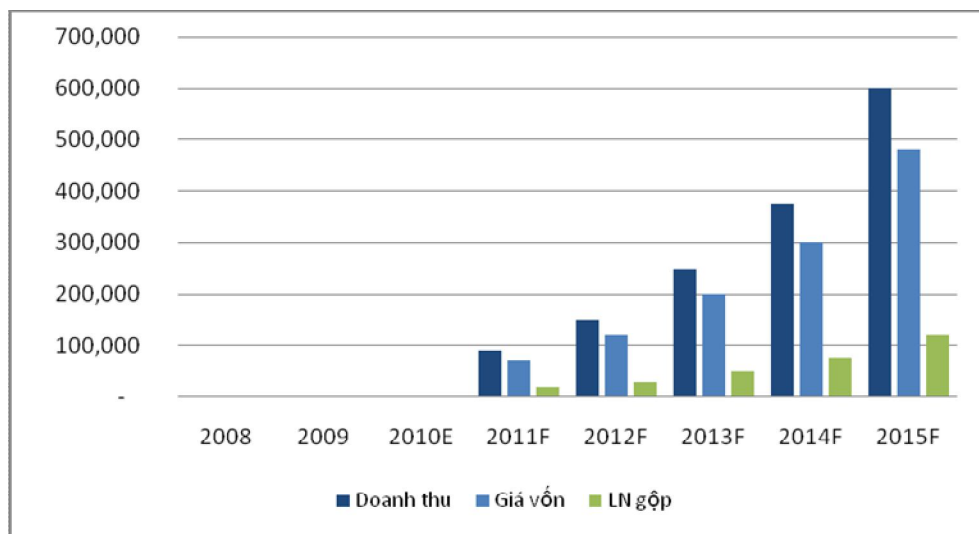


thông tin cụ thể về dự án một cách chi tiết hơn nhằm đánh giá chính xác thông tin về doanh thu, chi phí, lợi nhuận của dự án.

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

*(Các dự án bất động sản của PVV chủ yếu trong giai đoạn đầu của đầu tư nên chúng tôi chưa có đủ thông tin chính xác để xác định NAV của từng dự án nhằm đánh giá chính xác giá trị NAV/Share nhằm xác định mức giá phù hợp nhất với PVV)*

**Biểu đồ 8: Dự báo doanh thu hoạt động Kinh doanh hạ tầng – bất động sản**



Nguồn: PVV, PSI dự báo

**Bảng 6: Dự báo doanh thu – giá vốn và lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp và bất động sản**

	2010E	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Doanh thu (Tr đồng)</b>	-	<b>90,000</b>	<b>150,000</b>	<b>250,000</b>	<b>375,000</b>	<b>600,000</b>
<b>Giá vốn (Tr đồng)</b>	-	72,000	120,000	200,000	300,000	480,000
<i>Giá vốn/Doanh thu (%)</i>		80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
<b>LN gộp (Tr đồng)</b>	-	<b>18,000</b>	<b>30,000</b>	<b>50,000</b>	<b>75,000</b>	<b>120,000</b>
<i>Biên LN gộp (%)</i>		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

Nguồn: PVV, 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),... Đây là những địa bàn triển khai các dự án kinh doanh bất động sản chính mà PVV đang nhắm tới.

Trong các hoạt động kinh doanh bất động sản, PVV 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; 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/m<sup>2</sup> tương đối tốt ở Hà Nội, đặc biệt các căn hộ có giá bán dưới 1.000 USD/m<sup>2</sup>.

***Bảng 7: Thống kê số lượng căn hộ bán ra thị trường Hà Nội và Hồ Chí Minh trong các năm qua:***

Hạng	2008	2009	2010F
Cao cấp và sang	6,008	7,292	15,911
Trung cấp	7,141	10,290	15,787
Bình dân	2,068	6,186	5,130
<b>Tổng số</b>	<b>15,217</b>	<b>23,768</b>	<b>36,828</b>

*Nguồn: CBRE*

Trong quý 1/2010, thị trường căn hộ sơ cấp tại Hà Nội có tới 73% số căn hộ bán ra nằm ở loại trung bình và bình dân với mức giá bán khởi điểm từ 700-900 USD/m<sup>2</sup>. Trong đó nguồn cung chủ yếu đến từ các dự án tại khu vực Hoài Đức và Hà Đông chiếm 71% nguồn cung ra thị trường. Hiện nay, các dự án khu đô thị mới vẫn chủ yếu tập trung tại 2 khu vực này cả về số lượng lẫn tổng nguồn cung do các lợi thế về giao thông đô thị, quy hoạch phát triển thủ đô và xu hướng đầu tư, di dân đô thị tại Hà Nội. Thị trường nhà ở tại Hà Nội khá sôi động trong giai đoạn vừa qua.

Tương tự với thị trường bất động sản tại Hồ Chí Minh, các căn hộ có giá rẻ từ 700-900 USD/m<sup>2</sup> cũng rất thu hút khách hàng, trong khi các căn hộ có giá từ 1.500 USD/m<sup>2</sup> trở lên khá khó bán. Thị trường căn hộ tại Hồ Chí Minh vẫn khá trầm lắng.

Trong tương lai, thị trường kinh doanh nhà ở tiếp tục là thị trường hấp dẫn nhất với các đơn vị phát triển dự án bất động sản, đặc biệt là các doanh nghiệp phát triển dự án tại Hà Nội và Hồ Chí Minh.

#### ***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 137.000 m<sup>2</sup>, văn phòng hạng B có 37 tòa với diện tích 330.000 m<sup>2</sup> và văn phòng hạng C có 57 tòa với diện tích 200.000 m<sup>2</sup>. 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 m<sup>2</sup>), Keangnam Landmark Tower (90.000 m<sup>2</sup>), Song Da Twin (50.000 m<sup>2</sup>), EVN Tower (16.000 m<sup>2</sup>), MIPEC Tower (23.000 m<sup>2</sup>), Peal Phuong Nam (65.000 m<sup>2</sup>),... dẫn tới dư thừa nguồn cung khoảng 150.000 m<sup>2</sup>. 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 110.000 m<sup>2</sup> và hạng B là 75.000 m<sup>2</sup>.

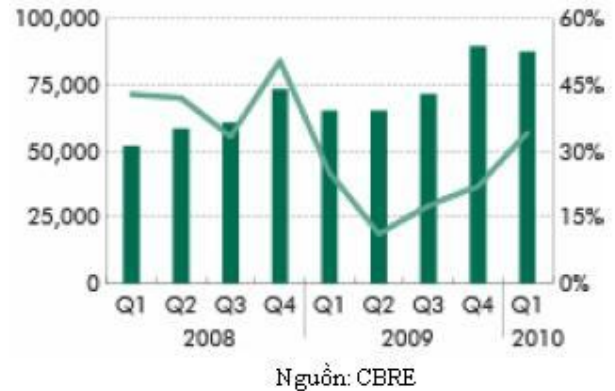
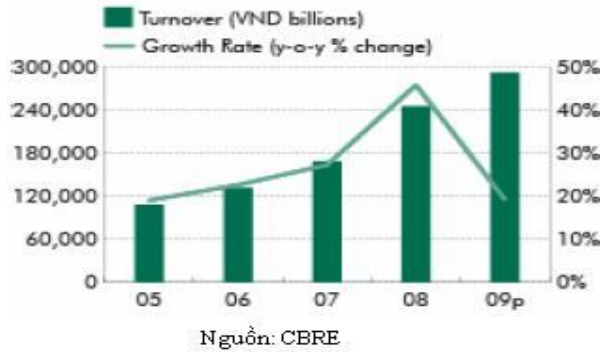
#### ***Hoạt động kinh doanh trung tâm thương mại***

Lĩnh vực kinh doanh trung tâm thương mại, đặc biệt mặt bằng trung tâm thương mại lớn, loại sang trọng tại trung tâm đang trở nên rất khan hiếm và giá cho thuê tăng mạnh trong thời gian vừa qua. Tại Hà Nội, diện tích trung tâm thương mại tại khu trung tâm là 49.197 m<sup>2</sup> và tại khu vực ngoại vi là 54.379 m<sup>2</sup>. 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 đôi chút so với hiện nay, đặc biệt từ dự án Grand Plaza và Keangnam Landmark Tower.

Tại TP.Hồ Chí Minh, giá cho thuê đã tăng mạnh lên 108,8 USD/m<sup>2</sup> tại các khu vực trung tâm thương mại chính của thành phố và giá lên tới hơn 200 USD/m<sup>2</sup> như tại tòa nhà Vincom Center. 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 đồ 9: Doanh thu, tỉ lệ tăng trưởng cho thuê trung tâm thương mại tại TP. Hồ Chí Minh***

***Biểu đồ 10: Nguồn cung, tốc độ tăng trưởng diện tích cho thuê thương mại tại TP. Hồ Chí Minh***



### Hoạt động kinh doanh khu sinh thái - nghỉ dưỡng

Thị trường kinh doanh khách sạn thời gian gần đây đã có sự khởi sắc nhờ lượng khách du lịch phục hồi do nền kinh tế đã bớt khó khăn. Tuy nhiên ấn tượng nhất thời gian gần đây là ở phân khúc biệt thự nghỉ dưỡng với hàng loạt dự án được triển khai và chào bán rất hút nhà đầu tư. Trong năm 2008 có 8 dự án mới chào bán là: Tuần Châu Residences, The Mongomerie Links, Mui Ne Domaine, Sanctuary Hồ Tràm, Long Thành Golf, Lagura Long Hải, Evason Hideaway Côn Đảo, Sea Links Phan Thiết với tổng số 1.882 căn biệt thự. Trong năm 2009 có 3 dự án chào bán là Hyatt Regency Residences, Ocean View Villa, Casalle's Hill Phan Thiết chào bán 174 căn hộ, 196 biệt thự và 124 đất nền biệt thự. Trong năm 2010, có một số dự án mới chào bán như: Cát Bà amalina, The First Villas & Resort, Ecopark, Grand Arena Hill, Six Senses Saigon River,...

### Hoạt động kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp

Đến cuối năm 2009, cả nước có 249 khu công nghiệp đã được cấp phép hoạt động với diện tích 63.173 ha trong đó diện tích đất công nghiệp có thể cho thuê là 38.858 ha chiếm 61,5% tổng diện tích. Trong đó có 174 khu công nghiệp đã đi vào hoạt động với diện tích 38.804 ha và 74 khu công nghiệp đang trong giai đoạn đền bù, giải phóng mặt bằng với diện tích 14.792 ha. Tỷ lệ lấp đầy bình quân các khu công nghiệp tại Việt Nam hiện nay đạt 48%.

Các khu công nghiệp đã thu hút được 3.600 dự án vốn đầu tư nước ngoài với tổng vốn đăng ký đạt 46,9 tỉ USD và 3.200 dự án trong nước với vốn đăng ký 254.000 tỉ đồng. Các khu công nghiệp tập trung chủ yếu tại các khu vực TP.Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu, Long An, Hà Nội, Vĩnh Phúc, Hưng Yên, Hải Dương, Bắc Ninh,... Giá thuê đất tại khu công nghiệp cũng biến động theo vùng. Giá thuê khu công nghiệp tại TP.Hồ Chí Minh và Hà Nội là cao nhất cả nước với mức giá trung bình đạt 2,5 USD/m<sup>2</sup>/năm. Trong khi tại các tỉnh thành khác giá thuê trung bình vào khoảng 1,0 – 2 USD/m<sup>2</sup>/năm.

Với tốc độ tăng trưởng kinh tế hiện nay, lĩnh vực khu công nghiệp sẽ tiếp tục phát triển đặc biệt tại các trung tâm sản xuất lớn của cả nước như: Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu, Long An, Tiền Giang, Hưng Yên, Bắc Ninh, Hải Dương, Vĩnh Phúc,... khi mà tại các thành phố lớn như TP.Hồ Chí Minh, Hà Nội các khu công nghiệp dần bị thay thế bởi các khu đô thị, dân cư, cũng như sự di chuyển các nhà máy sản xuất ra các thành phố ven trung tâm, thuận tiện giao thông đường thủy phục vụ xuất khẩu.

**Hoạt động đầu tư tài chính**

Hiện nay công ty chủ yếu đầu tư vào việc

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 PVV khá dồi dào. Đây là một trong những lợi thế lớn của PVV so với các đơn vị trong ngành trong việc quản lý và sử dụng tiền nhàn rỗi.

**Bảng 8: Danh mục các đơn vị PVV đang nắm giữ vốn**

	Công ty con	Vốn góp của PVV ( tỉ)	Tỉ lệ PVV góp
<b>1</b>	Cty CP Sản xuất Vật liệu Xây dựng Vina-Petro	4.9	87.5%
<b>2</b>	CTCP Công nghiệp và Dân dụng Vina - Petro	4.9	75.2%
<b>3</b>	CTCP Nội ngoại thất Vina - Petro	1.5	62.5%
<b>4</b>	CTCP tư vấn thiết kế Vina - Petro	3.2	100%

*Nguồn: PVV, PSI tổng hợp*

Hoạt động đầu tư tài chính chưa đóng góp đáng kể vào hoạt động kinh doanh của PVV trong thời gian hiện tại và một vài năm tới. Chúng tôi chưa có cơ sở đánh giá tiềm năng của hoạt động đầu tư tài chính tại PVV. Vì vậy, doanh thu hoạt động đầu tư tài chính chúng tôi tính toán dựa trên doanh thu tiền gửi của PVV tại các tổ chức tín dụng là chính. Lợi nhuận từ các công ty thành viên, công ty liên kết, đầu tư dài hạn là chưa có tại PVV.

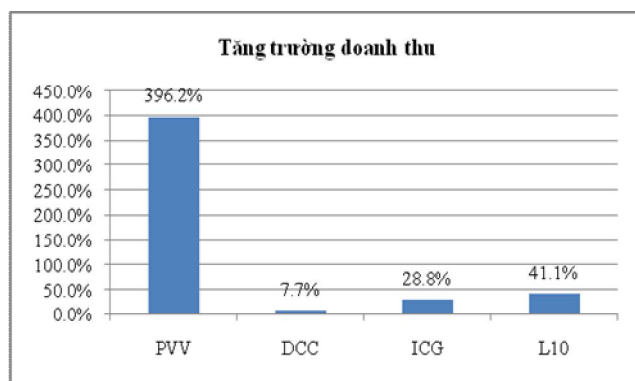
**Đánh giá hoạt động kinh doanh của PVV với một số Công ty hoạt động trong ngành xây lắp đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán.**

Trong giai đoạn 2008-2009 PVV vừa mới thành lập nhưng đã có những bước tiến dài trên con đường phát triển. Từ một công ty có quy mô rất nhỏ trong ngành xây lắp với doanh thu gần 10 tỉ đồng năm 2008 đã tăng lên hơn 100 tỉ trong năm 2009 và dự kiến đạt doanh thu gần 700 tỉ trong năm 2010. Có thể nói đây là tốc độ tăng trưởng cực kỳ nhanh trong ngành xây lắp tại Việt Nam. Nguyên nhân đến từ việc Công ty đã liên tiếp trúng thầu và được giao thầu các công trình lớn trong ngành Dầu khí từ PVX và các công trình từ VCG giao thầu lại.

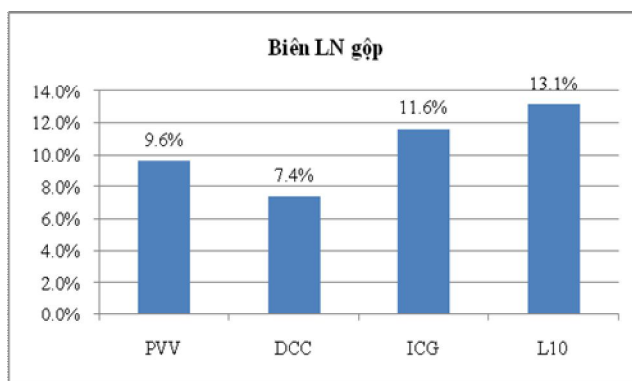
Mức biên lợi nhuận của PVV hiện nay còn thấp do mới đang trong quá trình phát triển, thiết bị còn thiếu và phải thuê ngoài để thi công nghiên cứu, vốn kinh doanh ít và phải sử dụng nhiều vốn vay cũng như việc nhận lại thầu dẫn tới biên lợi nhuận chưa cao. Từ năm 2010, chúng tôi đánh giá mức biên lợi nhuận của PVV sẽ được cải thiện và đạt mức trung bình của ngành vào khoảng gần 10%.

**Biểu đồ 11: Tăng trưởng doanh thu**

**Biểu đồ 12: Biên lợi nhuận gộp**

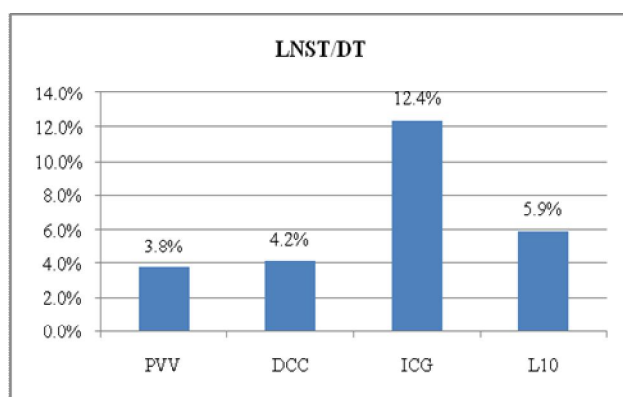


Nguồn: PSI Tổng hợp



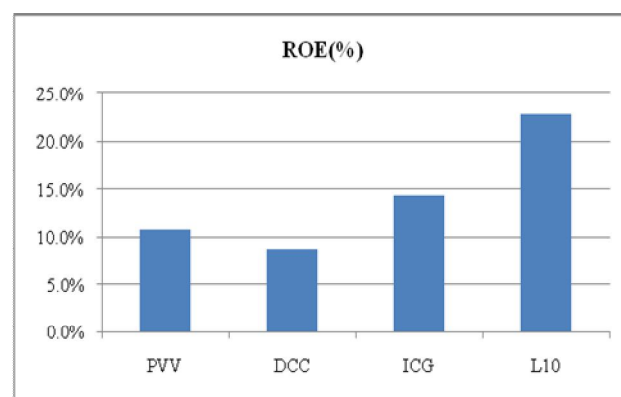
Nguồn: PSI Tổng hợp

**Biểu đồ 13: LNST/DT**



Nguồn: PSI Tổng hợp

**Biểu đồ 12: ROE**



Nguồn: PSI Tổng hợp

### Đánh giá tình hình tài chính

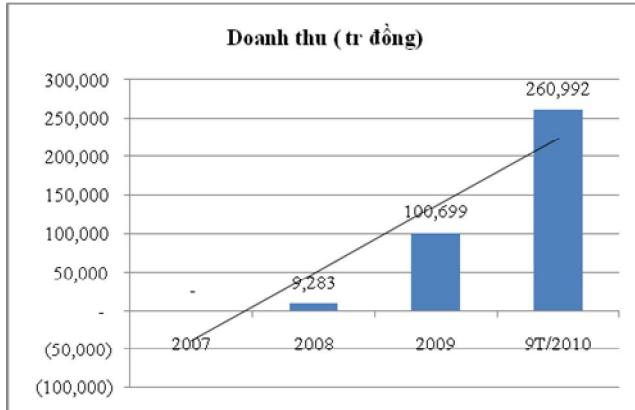
PVV có vốn điều lệ dự kiến 150 tỉ đồng vào đầu năm 2011 sau khi tiến hành tăng vốn tỉ lệ 1:2 vào tháng 12/2010. Năm 2007-2008 hoạt động kinh doanh lỗ và đến năm 2009 mới cơ bản hết lỗ lũy kế và làm ăn có lãi. Các chỉ tiêu tài chính về cơ bản ở mức trung bình và không quá nổi bật so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

Nợ vay ngắn và dài hạn của Công ty là 228,32 tỉ đồng. Tỉ lệ Nợ vay/vốn cổ phần là 456,6%. Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu là 1.104%, điều này cho thấy cơ cấu vốn hiện tại của PVV đang sử dụng quá nhiều nợ vay tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Điều này dẫn tới các rủi ro về tài chính đáng kể khi PVV chưa chủ động được về tài chính. Sau khi tăng vốn lên 150 tỉ đồng tỉ lệ nợ của PVV sẽ giảm đáng kể tuy nhiên so với quy mô tăng trưởng hiện tại thì vẫn ở mức rủi ro cao.

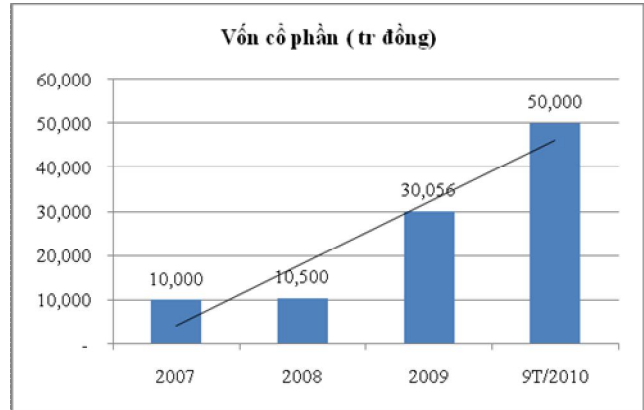
**Biểu 15: Doanh thu của PVV**

**Biểu 16: Vốn cổ phần của PVV**



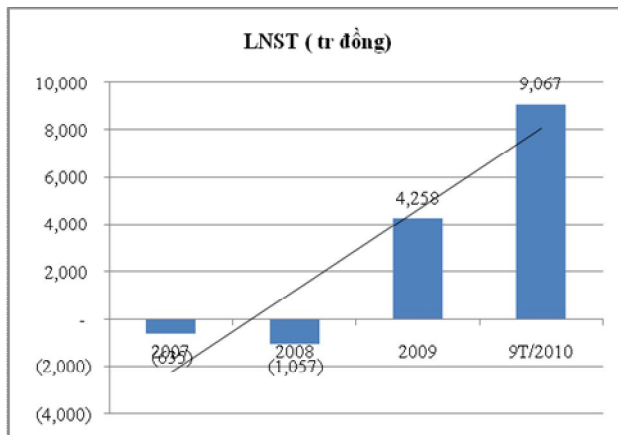


Nguồn: PVV, PSI tổng hợp



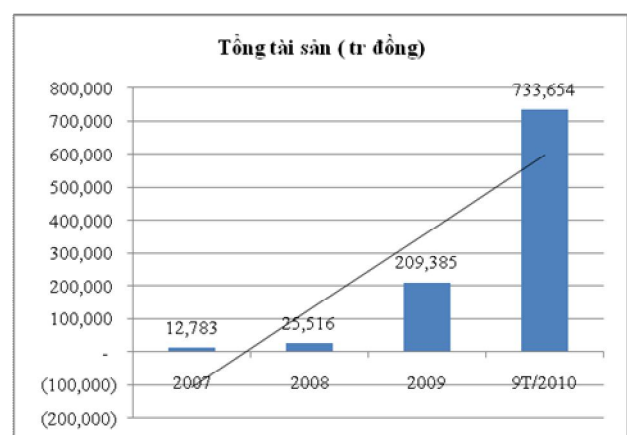
Nguồn: PVV, PSI tổng hợp

Biểu 17: LNST của PVV



Nguồn: PVV, PSI tổng hợp

Biểu 18: Tổng tài sản của PVV



Nguồn: PVV, 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 PVV, các dự báo về tình hình phát triển ngành xây lắp 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,... chúng tôi dự báo một kết quả hoạt động kinh doanh của PVV một cách tương đối thận trọng như sau:

Doanh thu năm 2010, 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 giảm nhẹ do việc đầu tư mới thiết bị thay vì thuê ngoài thiết bị, một phần nguyên liệu đầu vào đơn vị chủ động được: nguồn đá xây dựng, xi măng thương phẩm,...

Doanh thu hoạt động kinh doanh hạ tầng – bất động sản được PVV đẩy mạnh nhờ việc tập trung vào phát triển các dự án bất động sản được đề cập tại danh mục các dự án phía trên.

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 PVV 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 PVV, chúng tôi chưa đánh giá cao phần doanh thu này do PVV chưa có công ty liên kết, chưa có các khoản đầu tư dài hạn.

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 2010 vào khoảng 419,8%, năm 2011 khoảng 24,43%, năm 2012 vào khoảng 17,65%, từ 2013 - 2015 trung bình vào khoảng 20%/năm. Ước tính cho cả giai đoạn dài hạn từ 2016 trở đi vào khoảng 5%/năm.
- Tỷ lệ giá vốn/doanh thu sẽ ở mức 88% - 90%.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình chiếm 3,5%/tổng doanh thu bán hàng năm.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình 7 năm với các loại tài sản, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn đăng ký sẽ tăng lên 150 tỉ đồng năm 2010 và mỗi năm tăng 100 tỉ đồng từ năm 2013 trở đi.
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức ở mức 15%/năm.
- Cost of Equity của công ty vào khoảng 21,93%, WACC vào khoảng 19,74
- P/E chấp nhận cho ngành xây dựng Việt Nam vào khoảng từ 12-16 lần, chúng tôi lấy mức thận trọng nhất là 12 lần, P/B chúng tôi lấy mức thận trọng là 2 lần.

**Bảng 9: Dự báo kết quả hoạt động kinh doanh của PVV trong các năm tới**

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Sản lượng xây lắp	812.000	977.500	1.140.000	1.412.500	1.680.000	2.220.000
<b>Doanh thu (tr VND)</b>	<b>523.492</b>	<b>850.000</b>	<b>1.000.000</b>	<b>1.250.000</b>	<b>1.500.000</b>	<b>2.000.000</b>
Giá vốn (tr VND)	473.952	761.050	890.500	1.106.250	1.319.250	1.748.000
<i>Tỉ trọng giá vốn/DT</i>	<i>90,5%</i>	<i>89,5%</i>	<i>89,1%</i>	<i>88,5%</i>	<i>88,0%</i>	<i>87,4%</i>
<b>Lợi nhuận gộp (tr VND)</b>	<b>49.540</b>	<b>88.950</b>	<b>109.500</b>	<b>143.750</b>	<b>180.750</b>	<b>252.000</b>
<i>Lợi nhuận gộp/DT</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,6%</i>
<b>LNST (tr VND)</b>	<b>21.811</b>	<b>51.450</b>	<b>67.263</b>	<b>99.227</b>	<b>128.277</b>	<b>177.638</b>
<i>Lợi nhuận sau thuế/DT</i>	<i>4,2%</i>	<i>6,1%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,9%</i>
ROA	3,75%	5,54%	5,70%	6,58%	6,87%	7,49%
ROE	12,69%	19,77%	17,03%	18,75%	19,90%	22,73%
Vốn điều lệ (tr VND)	150.000	225.000	337.500	500.000	600.000	700.000
<b>EPS (VND)</b>	<b>3.635</b>	<b>3.049</b>	<b>2.657</b>	<b>2.624</b>	<b>2.443</b>	<b>2.842</b>
<i>Nguồn: Kế hoạch PVV, PSI dự báo</i>						

**ĐỊNH GIÁ**

### Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E, P/B để xác định mức giá kỳ vọng cho PVV. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành xây lắp, kinh doanh bất động sản và các công ty xây lắp có quy mô tương tự tại Việt Nam. Mức giá chúng tôi đánh giá tương đối thận trọng vào khoảng **26.600 VNĐ/cổ phần**.

Kết quả định giá	Giá (đồng)
<b>FCFE</b>	26.874
<b>FCFF</b>	35.319
<b>P/E</b>	29.081
<b>P/B</b>	15.176

*Nguồn: PSI dự báo*

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2008	2009	2010E	2011F	2012F
<b>Doanh thu thuần</b>	-	<b>100,699</b>	<b>523,492</b>	<b>850,000</b>	<b>1,000,000</b>
Giá vốn hàng bán	-	93,676	473,952	761,050	890,500
<b>Lợi nhuận gộp</b>	-	<b>7,023</b>	<b>49,540</b>	<b>88,950</b>	<b>109,500</b>
Doanh thu tài chính	36	2,414	7,902	14,005	23,688
Chi phí tài chính	-	198	5,857	10,033	11,481
Chi phí bán hàng	-	-	1,700	1,870	2,057
Chi phí quản lý DN	670	4,130	20,820	24,984	35,000
<b>LN thuần từ HĐKD</b>	<b>(633)</b>	<b>5,108</b>	<b>29,065</b>	<b>66,069</b>	<b>84,650</b>
Lợi nhuận khác	(2)	6	16	31	34
LN trước thuế	(635)	5,114	29,081	66,100	84,684
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(635)</b>	<b>4,258</b>	<b>21,811</b>	<b>51,450</b>	<b>67,263</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>12,783</b>	<b>209,385</b>	<b>586,489</b>	<b>929,469</b>	<b>1,180,492</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>6,533</b>	<b>176,533</b>	<b>464,163</b>	<b>721,459</b>	<b>794,694</b>
Tiền và tương đương tiền	4,633	49,964	79,400	115,408	83,754
<b>Phải thu ngắn hạn</b>	<b>287</b>	<b>80,346</b>	<b>295,302</b>	<b>479,485</b>	<b>564,100</b>
Hàng tồn kho	1,163	28,321	52,402	85,085	100,100
Tài sản ngắn hạn khác	451	17,903	37,061	41,481	46,741
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>6,250</b>	<b>32,852</b>	<b>122,326</b>	<b>208,010</b>	<b>385,798</b>
Tài sản cố định	30	20,278	90,675	109,675	204,698
TSCĐ hữu hình	14	20,254	86,914	87,145	80,591
Nguyên giá	15	20,880	95,880	110,880	120,880
Giá trị hao mòn lũy kế	(1)	(626)	(8,966)	(23,734)	(40,289)
<b>Đầu tư tài chính dài hạn</b>	-	-	4,900	54,900	130,000
Tài sản dài hạn khác	6,220	12,573	26,750	43,435	51,100
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>12,783</b>	<b>209,385</b>	<b>586,489</b>	<b>935,793</b>	<b>1,184,824</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,418</b>	<b>171,085</b>	<b>393,425</b>	<b>652,885</b>	<b>765,715</b>
Vay và nợ ngắn hạn	-	13,448	26,175	59,500	70,000
<b>Nợ dài hạn</b>	-	<b>5,678</b>	<b>21,254</b>	<b>22,636</b>	<b>24,107</b>
Vay và nợ dài hạn	-	5,678	21,254	22,636	24,107
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>9,365</b>	<b>32,622</b>	<b>169,630</b>	<b>257,700</b>	<b>391,638</b>
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	10,000	30,056	150,000	225,000	337,500
Lợi nhuận chưa phân phối	(635)	2,566	17,449	12,555	9,912
<b>Nguồn kinh phí, quỹ khác</b>	-	-	<b>2,181</b>	<b>2,572</b>	<b>3,363</b>
<b>Nhóm chỉ tiêu thanh toán</b>					
Khả năng thanh toán nhanh	1.57	0.84	0.99	0.94	0.88
Khả năng thanh toán hiện hành	1.91	1.03	1.18	1.11	1.04
<b>Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Hệ số nợ/ Vốn CSH	36.5%	541.9%	244.5%	262.1%	201.7%
Nợ/ Tổng tài sản	26.7%	84.4%	70.7%	72.7%	66.9%
<b>Nhóm chỉ tiêu hoạt động</b>					
Vòng quay hàng tồn kho	-	6.35	11.74	11.07	9.62
Vòng quay các khoản phải trả	-	4.01	6.29	5.53	4.81
Vòng quay các khoản phải thu	-	8.12	9.58	7.67	6.70
<b>Nhóm chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận ròng/ Doanh thu (GM)	-	7%	9%	10%	11%
Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu	-	3%	5%	7%	7%
<b>(Operating margin)</b>					
ROA	-5.0%	2.0%	3.7%	5.5%	5.7%
ROE	-6.8%	13.1%	12.7%	19.8%	17.0%

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 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**

**Lê Thanh Tùng**  
tunglt@psi.vn

**Nguyễn Minh Hạnh**  
[hanhnm@psi.vn](mailto:hanhnm@psi.vn)

**Trương Trần Dũng**  
dungtt@psi.vn

**Ninh Quang Hải**  
hainq@psi.vn

**Ngô Thị Khánh Chi**  
[chintk@psi.vn](mailto:chintk@psi.vn)

**Hồ Thị Thanh Hoàn**  
[hoanhth@psi.vn](mailto:hoanhth@psi.vn)

**Nguyễn Hồng Đức**  
[ducnh@psi.vn](mailto:ducnh@psi.vn)

**Nguyễn Anh Tuấn**  
[tuanna1@psi.vn](mailto:tuanna1@psi.vn)

