Biến cơ hội thành giá trị

Công ty Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Báo cáo phân tích

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG DẦU KHÍ NGHỆ AN (PVNC)

Phòng Phân tích

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

Cán bộ thực hiện:

Phạm Ngọc Bách

bach.pn@shs.com.vn

Cán bộ duyệt:

Nguyễn Hải Dương

duong.nh@shs.com.vn

Hà Nội

Tháng 6 - 2010

I. NHỮNG ĐIỂM NỔI BẬT

MÃ CHỨNG KHOÁN: **PVA**

DỮ LIỆU DOANH NGHIỆP

Vốn điều lệ (tỷ đồng)	100
Số ổ phần lưu hành	10.000.000

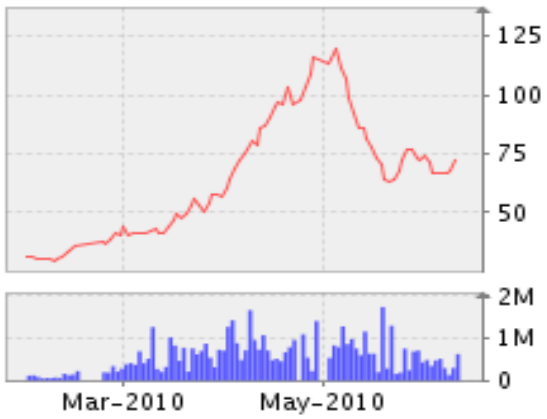
CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Năm	**2008**	**2009**
Doanh thu (tỷ đồng)	173	238
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6	26
EPS (đồng)	1.402	5.465
ROE (%)	12,1%	20,6%
ROA (%)	2,3%	5,1%

CƠ CẤU SỞ HỮU

Nhà nước	0%
Nhà đầu tư nước ngoài	0,4%
Cổ đông khác	99,6%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU PVA



CƠ HỘI

- Là một trong những đơn vị xây lắp có quy mô, uy tín hàng đầu tại tỉnh Nghệ An và khu vực miền Trung, nên PVNC được hưởng nhiều ưu đãi của địa phương trong việc tiếp cận và thực hiện các dự án có quy mô lớn.
- Hoạt động kinh doanh bất động sản có nhiều thuận lợi do được sự ủng hộ và hỗ trợ từ chính quyền địa phương cũng như các đơn vị thành viên trong Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam (PVN). Các dự án bất động sản của PVNC có chi phí đầu tư khá thấp, một số dự án được cấp đất sạch mà không phải chịu chi phí đền bù, giải phóng mặt bằng.
- Với kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực xây lắp, PVNC luôn đảm nhận vai trò là nhà thầu chính trong các công trình do PVNC trực tiếp đầu tư hoặc tham gia góp vốn, vì vậy PVNC có thể chủ động về chi phí, tiến độ cũng như đảm bảo chất lượng công trình.
- Dòng tiền từ các dự án bất động sản của PVNC dự kiến sẽ tập trung vào giai đoạn 2010 - 2015; do đó trong giai đoạn này doanh thu và lợi nhuận của PVNC sẽ có mức tăng trưởng đột biến so với những năm trước đây.

RỦI RO

- Biến động giá nguyên vật liệu xây dựng tăng lên có thể sẽ ảnh hưởng tới chi phí xây dựng tại các dự án của PVNC.
- Khả năng tiêu thụ đối với các sản phẩm nhà chung cư có thể sẽ là một rủi ro bởi sức cầu trên địa bàn tỉnh Nghệ An đối với phân khúc sản phẩm này chưa cao, đồng thời nguồn cung chung cư cũng đang có xu hướng tăng nhanh trong một vài năm tới.
- Diễn biến thất thường của lãi suất tín dụng là một rủi ro đáng quan tâm và có thể sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của PVNC.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

*Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu PVA ở mức **106.771 đồng/cổ phần**. Đây là mức giá được tính toán, xác định trên cơ sở kết hợp phương pháp định giá RI và NAV với các giả định khá thận trọng và chặt chẽ. Trên cơ sở đó chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu PVA cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.*

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG DẦU KHÍ NGHỆ AN (PVNC)

Công ty Cổ phần Xây dựng Dầu khí Nghệ An (PVNC) là một trong những đơn vị xây lắp và kinh doanh bất động sản có quy mô và uy tín hàng đầu tại tỉnh Nghệ An và khu vực miền Trung. PVNC hiện có quy mô vốn điều lệ là 100 tỷ đồng.

Trong giai đoạn 2007-2009, PVNC chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực xây lắp với tỷ trọng doanh thu xây lắp chiếm khoảng 99% tổng doanh thu. Đến nay, PVNC đang chuyển hướng sang hoạt động đầu tư và kinh doanh bất động sản, PVNC đang thực hiện nhiều dự án đầu tư xây dựng khu công nghiệp, nhà chung cư, nhà liền kề, khu đô thị, resort và trung tâm thương mại… Nhằm chuẩn bị nguồn lực cho quá trình chuyển hướng kinh doanh, PVNC đang triển khai kế hoạch phát hành thêm 50 triệu cổ phần để tăng vốn điều lệ từ 100 tỷ đồng lên 600 tỷ đồng ngay trong năm 2010.

HOẠT ĐỘNG XÂY LẮP

PVNC là một trong những doanh nghiệp xây lắp có uy tín tại tỉnh Nghệ An và khu vực miền Trung. Tiền thân là đơn vị thành viên trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam, PVNC luôn nhận được sự hậu thuẫn mạnh mẽ của Tập đoàn cũng như các đơn vị thành viên đối với các dự án đầu tư xây dựng tại tỉnh Nghệ An và khu vực miền Trung. Một số dự án lớn PVNC sẽ tham gia thi công trong thời gian tới như một số hạng mục hạ tầng của Nhà máy Nhựa Polypropylene Dung Quất, hạng mục hạ tầng Khu liên hợp Dầu khí Nghi sơn và Cảng tại Nhà máy Sắt xốp Kobelco…

PVNC còn là nhà thầu xây lắp của hầu hết các dự án bất động sản mà Công ty trực tiếp làm chủ đầu tư và các dự án đầu tư của các công ty con, công ty liên kết như PVIT, PVCOM ...

Với những lợi thế nêu trên, sản lượng xây lắp của PVNC được đánh giá sẽ duy trì được mức tăng trưởng ổn định trong những năm tới.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN.

Năm 2010 là năm quan trọng đối với hoạt động kinh doanh bất động sản của PVNC, Công ty hiện đang triển khai đồng thời nhiều dự án có quy mô lớn như Khu công nghiệp Hoàng Mai, dự án Tòa nhà Dầu khí Nghệ An và dự án cải tạo Khu A - Quang Trung.

Các dự án bất động sản đã được Công ty triển khai và lên kế hoạch triển khai *(bao gồm cả dự án của các công ty con mà PVNC nắm cổ phần chi phối)***:**

Bảng các dự án đang triển khai của PVNC.

TT	Tên dự án	DT đất toàn khu (m^2)	Vốn ĐT (Tỷ đồng)	% vốn của PVNC	Tiến độ thực hiện	Dự kiến hoàn thành
1	Khu công nghiệp Hoàng mai	2.800.000	812	51%	Đã giải phóng mặt bằng 90% và hoàn thiện song song cơ sở hạ tầng .	2013
2	Khu chung cư nhà liền kề Trường Thi	3.339	120	100%	Đã bắt đầu góp vốn giai đoạn 1 từ quý 2/2010	Đầu 2011
3	Khu chung cư nhà liền kề Nghi Phú	12.975	131	81%	Đã thu tiền góp vốn giai đoạn 1 từ quý 2/2010	Đầu 2011
4	Tòa nhà Dầu khí	4.585	515	81%	Hoàn thành đến tầng nổi thứ 19	Cuối 2010
5	Cải tạo khu A - Quang Trung	43.000	1.600	100%	Đã được phê duyệt và chuẩn bị GPMB	Cuối 2015

Nguồn : PVNC

Khu Công nghiệp Hoàng Mai: Dự án do PVCOM (Công ty liên doanh giữa PVNC và Công ty VIP của Nhật Bản, trong đó PVNC nắm 51% cổ phần) làm chủ đầu tư. Dự án có vị trí khá thuận lợi, nằm ven Quốc lộ 1A, cách thành phố Vinh 80 km, cách cảng biển nước sâu Nghi Sơn 12 km, cách ga Hoàng Mai 1 km và cách sân bay Vinh 75 km. Chủ đầu tư được UBND tỉnh Nghệ An hỗ trợ toàn bộ chi phí đền bù, giải phóng mặt bằng và được BIDV cấp hạn mức vay 520 tỷ đồng với lãi suất 6,9%/năm. Dự án này do chính PVNC làm tổng thầu xây lắp nên PVNC có thể chủ động về mặt tiến độ và chi phí đầu tư.

Đánh giá: *Mức giá cho thuê dự kiến khoảng 1,3 - 1,5USD/m^2/năm, tương đương với mặt bằng giá cho thuê của các khu công nghiệp khác trên địa bàn, đây là dự án có tính khả thi cao.*

Hiện PVNC đã cho thuê được 50ha trong đó đối tác Trung Quốc thuê 10ha với giá 0,75USD/m^2/năm và đối tác KOBE của Nhật bản thuê 40ha với giá khoảng 2,3USD/m^2/năm. Khoản lợi nhuận thu được từ 2 hợp đồng cho thuê này có khả năng sẽ được hạch toán một phần trong năm nay theo tiến độ thanh toán của đối tác.

Dự kiến đến năm 2013, Khu công nghiệp sẽ cho thuế hết 150ha còn lại (50ha đã cho thuê tương đương 25% diện tích đất công nghiệp của dự án), với tiến độ đó dự án có thể sẽ mang lại cho Công ty khoản lợi nhuận trung bình 174 tỷ đồng mỗi năm từ 2010 - 2013.

Khu chung cư nhà liền kề Trường Thi: Đây là dự án do chính PVNC làm chủ đầu tư và được xây dựng trên diện tích đất của PVNC tại đường Trần Quang Diệu - thành phố Vinh. PVNC dự kiến dự án này sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2011 và hiện nay Công ty đã bắt đầu cho tiến hành góp vốn giai đoạn 1.

Đánh giá: *Mức giá bán của dự án tương đương với mặt bằng tại vị trí phường Trường Thi (khoảng 11 triệu/m^2 chung cư và 13 triệu/m^2 nhà liền kề). Dự kiến, PVNC sẽ thu được khoảng 30% tiền góp vốn giai đoạn 1 cho chung cư và 50% cho nhà liền kề ngay trong năm nay, và nếu thị trường thuận lợi thì đến năm 2011 dự án sẽ lấp đầy được khoảng 90% diện tích. Lợi nhuận của toàn dự án ước đạt khoảng 17,5 tỷ đồng.*

Khu chung cư, nhà liền kề Nghi Phú: Đây là dự án do PVIT (công ty con PVNC chiếm 81% cổ phần) làm chủ đầu tư, dự án được xây dựng trên lô đất thuộc quyền sử dụng của PVIT. Dự kiến dự án cũng sẽ hoàn thành vào quý 1/2011, hiện dự án này cũng đã bắt đầu tiến hành góp vốn giai đoạn 1.

Đánh giá: *PVIT gần như không mất chi phí đền bù giải phóng mặt bằng tại lô đất này, do vậy chi phí đầu tư của dự án là khá thấp. PVIT dự kiến sẽ dành 80% quỹ đất thương mại để phân lô bán đất nền với mức giá bán dự kiến khoảng 7 triệu/m^2, đây là mức giá tương đối thấp so với mặt bằng giá đất ở vị trí tương tự (ở khu vực này có thể bán với giá từ 10 - 12 triệu/m^2). Phần diện tích đất còn lại sẽ xây dựng 2 tòa chung cư 11 tầng. Theo khảo sát của PVIT, khu đất xây nhà liền kề có khả năng sẽ được đăng ký góp vốn khoảng 90% trong giai đoạn 1 và khu chung cư khoảng 20% đến 30%. Dự án mang lại tổng lợi nhuận ước tính khoảng 33 tỷ đồng cho PVNC.*

Tòa nhà Dầu khí Nghệ An: Đây là dự án được xây dựng ngay tại mặt đường Quang Trung, đây là vị trí trung tâm nhất thành phố Vinh và có giá bất động sản cao nhất thành phố. Dự án có tổng mức đầu tư khoảng 515 tỷ đồng và PVNC góp vốn 81%. Dự án này cũng do PVNC trực tiếp đảm nhận xây lắp và hiện nay đã hoàn thành đến tầng nổi thứ 19.

Đánh giá: *Dự án có vị trí trung tâm và thuận lợi. Hiện đã có 6 trên 19 tầng làm văn phòng được đặt mua hoặc thuê. Dự kiến năm 2011 dự án sẽ lấp đầy đến 80% khối văn phòng do các đơn vị thành viên thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam thuê. Đối với sản phẩm nhà chung cư, giá bán dự kiến ở mức khoảng 15 triệu/m^2, cao hơn so với các khu vực lân cận nên thời gian bán sản phẩm có thể sẽ kéo dài hơn so với dự kiến. Dự án này sau khi hoàn thành sẽ mang lại cho PVNC tổng mức lợi nhuận khoảng 249 tỷ đồng.*

Cải tạo khu A - Chung cư Quang Trung: Đây là dự án tái định cư cho người dân ở chung cư Quang Trung, do chính quyền thành phố Vinh kêu gọi PVNC làm chủ đầu tư. PVNC sẽ xây dựng một tổ hợp gồm chung cư, nhà liền kề và khu thương mại trên nền đất của chung cư cũ và sẽ tổ chức tái định cư cho người dân vào một phần của khu vực chung cư mới xây dựng lại. Phần còn lại của tổ hợp, PVNC được phép bán và thu lợi nhuận. Dự kiến tháng 7/2010 PVNC sẽ bắt đầu tiến hành giải phóng mặt bằng và triển khai dự án.

Đánh giá: *Đây là dự án khá tầm cỡ và có vị trí nằm ở ngay trung tâm thành phố Vinh với tổng giá trị đầu tư tạm tính ban đầu khoảng 1.600 tỷ đồng, dự kiến dự án sẽ hoàn thành vào khoảng năm 2015. Ước tính nếu hoàn thành thì tổng lợi nhuận của dự án có thể sẽ mang lại lợi nhuận khá lớn cho PVNC.*

Hoạt động đầu tư và kinh doanh bất động sản của PVNC nhìn chung có một số thuận lợi - khó khăn như sau:

Thuận lợi:

- Các dự án bất động sản đều được xây dựng trên quỹ đất của PVNC và các công ty thành viên (được mua và cấp từ những năm trước với chi phí đầu tư thấp).

- Một số dự án như Khu công nghiệp Hoàng Mai, khu chung cư và nhà liền kề Nghi Phú được chính quyền sở tại hỗ trợ gần như toàn bộ chí phí đền bù, giải phóng mặt bằng.
- Các dự án đều có được sự hỗ trợ tích cực về pháp lý từ chính quyền UBND tỉnh Nghệ An. Có một số dự án được tỉnh kêu gọi đầu tư do doanh nghiệp được đánh giá cao về uy tín cũng như có tiềm lực tài chính tốt. Đổi lại, doanh nghiệp sẽ có được nhiều thuận lợi khi đầu tư các dự án mới khác trong vấn đề làm thủ tục xin cấp đất.
- Các dự án hầu như do chính PVNC đảm nhận thi công nên sẽ thuận lợi trong tiến độ, kiểm soát giá thành và đảm bảo kế hoạch của dự án.
- Khu vực hoạt động của PVNC hiện nay nằm trong khu vực kinh tế Nam Thanh - Bắc Nghệ, được Chính phủ quan tâm và dành nhiều ưu tiên phát triển, đặc biệt là đối với các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng, khu công nghiệp và khu đô thị.

Khó khăn:

- Điều kiện địa lý của khu vực này không mấy thuận lợi, diện tích đất trống cao và mật độ dân cư không dày. Bên cạnh đó, mức sống và thu nhập người dân tại khu vực Nghệ An chưa cao nên theo đánh giá thực tế thì nhu cầu về nhà ở, đặc biệt là nhà chung cư cao cấp ở Vinh nói riêng và tỉnh Nghệ An nói chung là chưa nhiều.
- Trong một vài năm trở lại đây, số lượng dự án về nhà chung cư bùng nổ ở thị trường này khiến cho cung vượt quá cầu, chênh lệch đã làm cho giá bán ở mức thấp, cũng như tính cạnh tranh cao, thị trường nhà chung cư kém sôi động.

NHẬN XÉT TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH

Năm 2010 là năm chuyển hướng hoạt động kinh doanh của PVNC sang hoạt động đầu tư và kinh doanh bất động sản. Dự báo doanh thu và lợi nhuận những năm tới của PVNC sẽ đến chủ yếu từ mảng hoạt động này, đồng thời cơ cấu vốn và các chỉ số tài chính cũng sẽ thay đổi đáng kể do việc thực hiện các dự án lớn. Cụ thể các khoản vay sẽ ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu vốn, doanh thu và biên lợi nhuận gộp cũng sẽ cao hơn nhiều do sự đóng góp của các dự án bất động sản, cùng với đó là chi phí từ lãi vay cũng sẽ tăng cao hơn.

Kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2010 của PVNC

Các chỉ tiêu tài chính	2009A	2010E
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	274.3	974.4
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	26.7	72.1
EPS (đồng)	2,665.0	7,209.0

Trên cơ sở phân tích các dự án PVNC đang triển khai và dự kiến tiến độ ghi nhận doanh thu - lợi nhuận, chúng tôi đánh giá PVNC có khả năng hoàn thành vượt mức kế hoạch kinh doanh năm 2010 đã đề ra.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU PVA

1. Phương pháp Residual Income (RI):

Phương pháp RI cho rằng giá trị doanh nghiệp là tổng của giá trị sổ sách và giá trị hiện tại của dòng lợi nhuận mà doanh nghiệp có thể mang lại trong tương lai.

Theo quan điểm thận trọng, chúng tôi chỉ tính giá trị hiện tại của dòng thu nhập ròng trong 7 năm từ 2010 - 2016 và giả định lợi nhuận ròng bình quân từ năm 2017 trở về sau sẽ chỉ là 6 tỷ đồng mỗi năm (lợi nhuận này chỉ đến từ hoạt động xây lắp). Tuy nhiên, trên thực tế thì doanh nghiệp có thể sẽ còn tiếp tục triển khai nhiều dự án trong tương lai và do đó giả định này được đánh giá là hết sức chặt chẽ.

Kết quả định giá theo phương pháp RI:

WACC	**16%**					ĐVT: tỷ đồng		
Năm	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017 về sau**
RI	205.976	273.421	424.482	424.482	182.432	182.432	182.432	6.000
Giá trị hiện tại của RI	88.783	218.849	292.896	252.969	93.549	80.645	69.522	18.815
Vốn chủ sở hữu	129.146	-	-	-	-	-	-	-
Tổng giá trị hiện tại của dòng RI	961.689	-	-	-	-	-	-	-
Tổng giá trị doanh nghiệp	1.090.835	-	-	-	-	-	-	-
Giá cổ phần (đồng)	**109.084**							

Nguồn: SHS Research

2. Phương pháp NAV:

Phương pháp NAV được tính trên cơ sở tổng hợp NAV của các dự án PVNC đang thực hiện. Tuy nhiên có một số rủi ro sau đây có thể sẽ ảnh hưởng tới tính chính xác của việc định giá:

- ***Khả năng và thời gian bán sản phẩm của doanh nghiệp:*** Rất khó dự báo chính xác về khả năng cũng như thời điểm mà các dự án bất động sản có thể bán được hết 100%, đặc biệt là các dự án lớn và dài hạn như Khu công nghiệp Hoàng Mai và cải tạo chung cư Khu A - Quang Trung.
- ***Xu hướng của thị trường bất động sản:*** Thị trường bất động sản tại thành phố Vinh và tỉnh Nghệ An hiện chưa thực sự nóng, và rất khó để có thể dự báo về xu hướng cũng như thời điểm bùng nổ nhu cầu về nhà ở, nhà chung cư cũng như trung tâm thương mại tại khu vực này. Điều này cũng có nghĩa là giá thị trường của các sản phẩm bất động sản của PVNC cũng có thể có những thay đổi trong vài năm tới.

Trên quan điểm phân tích thận trọng, chúng tôi đưa ra tỷ lệ chiết khấu **50%** đối với NAV từ các dự án của PVNC nhằm hạn chế ảnh hưởng của những rủi ro nêu trên tới phương pháp định giá này. Tổng lợi nhuận thuộc về PVNC sau chiết khấu tương ứng khoảng **916,8 tỷ đồng**.

Kết quả định giá theo phương pháp NAV

	ĐVT	Giá trị
NAV từ các dự án	Tỷ đồng	1.834
NAV từ các dự án sau chiết khấu	Tỷ đồng	917
Vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	129
Tổng NAV	Tỷ đồng	1.046
Giá cổ phiếu (đồng/CP)	**đồng/cp**	**104.598**

Nguồn: SHS Research

3. Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp định giá	Trọng số	Kết quả
RI	50%	52.229
NAV	50%	54.542
Trung bình		**106.771**

KẾT LUẬN

Trên cơ sở kết hợp 2 phương pháp định giá NAV và RI, chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu PVA ở mức **106.771 đồng/cổ phần** - Đây là mức giá được tính toán, xác định trên các giả định khá thận trọng và chặt chẽ. Với mức giá giao dịch hiện nay dao động trong khoảng 70.000 - 80.000 đồng/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu PVA cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo.

SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH SHS