



**PHH – Công ty Cổ phần Hồng Hà Dầu Khí**

Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **33.721 VNĐ/cổ phiếu**.

**TIÊU ĐIỂM**

- **PHH là doanh nghiệp có năng lực, uy tín và vị thế vững mạnh trong lĩnh vực xây lắp.** Điều đó được thể hiện với hơn 40 hợp đồng xây lắp mà Công ty đã trúng thầu với tổng giá trị xấp xỉ 1.800 tỷ đồng chỉ riêng trong năm 2008 và 2009.
- **Công ty có tiềm năng tăng trưởng tốt từ hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản.** Trong giai đoạn 2004 - 2009 vừa qua, PHH đã bước đầu triển khai thành công một số dự án bất động sản. Các dự án này đều có mức độ sinh lời cao hơn nhiều so với hoạt động xây lắp. Trong những năm tới, Công ty sẽ tiếp tục thực hiện các dự án hiện tại và phát triển thêm các dự án mới. Các dự án bất động sản này hứa hẹn sẽ mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận lớn cho PHH kể từ năm 2011 trở đi.
- **Công ty có thêm cơ hội phát triển khi trở thành đơn vị liên kết với Tổng Công ty cổ phần xây lắp dầu khí Việt Nam.** Trong năm 2009, PHH đã trở thành đơn vị liên kết với cổ đông chiến lược là Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu Khí. Đây là doanh nghiệp lớn, có năng lực và thương hiệu mạnh, có nhiều tiềm năng để giúp Công ty có thêm lợi thế trong việc ký các hợp đồng thực hiện các dự án xây dựng và bất động sản của ngành dầu khí.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PHH vào khoảng 33.721 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). Mức giá trên tương đương với mức P/E khoảng 15,24 lần.

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

Giá kỳ vọng:	<b>33.721</b>
Giá giao dịch:	29.500
Cao nhất 52 tuần:	67.000
Thấp nhất 52 tuần:	24.700

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá (đồng):	10.000
Số lượng CP niêm yết:	5.000.000
Vốn hóa (tỷ đồng):	147,5
EPS 2009 (đồng):	5.489
EPS dự báo 2010 (đồng):	2.212

**THÔNG TIN SỞ HỮU**

<b>Cổ đông trong nước</b>	<b>100.00%</b>
Tổng công ty CP xây lắp dầu khí	12.00%
Tổ chức khác	16.58%
Cá nhân trong và ngoài DN	71.42%
<b>Cổ đông nước ngoài</b>	<b>0.00%</b>
Tổ chức	0.00%
Cá nhân	0.00%
<b>Tổng cộng</b>	<b>100.00%</b>

**CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CỦA PHH GIAI ĐOẠN 2007 – 2009 VÀ DỰ BÁO 2010 – 2014**

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng TS (tr.đồng)	225,775	274,781	422,853	707,859	774,274	860,363	962,088	1,091,859
Vốn CSH (tr.đồng)	50,052	51,887	103,090	366,614	395,288	444,536	494,929	581,775
Vốn ĐL (tr.đồng)	20,000	20,000	50,000	200,000	200,000	220,000	220,000	220,000
<b>Doanh thu thuần (tr.đồng)</b>	<b>311,081</b>	<b>404,324</b>	<b>674,057</b>	<b>850,104</b>	<b>960,617</b>	<b>1,085,497</b>	<b>1,226,612</b>	<b>1,349,273</b>
Lợi nhuận gộp (tr.đồng)	23,186	28,878	50,835	70,736	99,181	129,368	187,112	258,548
Lợi nhuận trước thuế (tr.đồng)	9,856	7,868	24,120	37,762	64,679	90,381	143,056	210,087
<b>Lợi nhuận sau thuế (tr.đồng)</b>	<b>8,282</b>	<b>6,523</b>	<b>20,115</b>	<b>27,646</b>	<b>47,352</b>	<b>66,168</b>	<b>104,732</b>	<b>153,805</b>
EPS (đồng)	5,724	3,262	5,489	2,212	2,368	3,151	4,761	6,991
Tỉ lệ cổ tức/Mệnh giá CP	20%	20%	25%	15%	20%	25%	30%	30%

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

### 1. Thông tin chung

- Công ty CP Hồng Hà Dầu khí tiền thân là Công ty Xây dựng Hồng Hà được thành lập năm 1993 trực thuộc Công đoàn Xây dựng Việt Nam.
- Ngày 28/12/2004, Công ty được chuyển đổi từ Công ty Xây dựng Hồng Hà - Tổng Công ty Xây dựng Sông Hồng thành Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng Hồng Hà.
- Ngày 13/03/2009, Công ty được đổi tên từ “Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng Hồng Hà” thành “Công ty Cổ phần Hồng Hà Dầu khí” sau khi Tổng công ty CP xây lắp dầu khí Việt Nam tham gia góp 600.000 cổ phần.

### 2. Ngành nghề - lĩnh vực sản xuất kinh doanh

- **Xây lắp: nhận thầu thi công xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp, giao thông, hạ tầng kỹ thuật khu đô thị và khu công nghiệp.** Xây lắp là hoạt động chủ đạo của Công ty trong những năm vừa qua với tỉ trọng trên tổng doanh thu luôn đạt trên 90%.
- **Đầu tư bất động sản, kinh doanh phát triển nhà và văn phòng.** Hoạt động đầu tư, kinh doanh bất động sản là hoạt động tiềm năng của Công ty và dự kiến sẽ đem lại doanh thu, lợi nhuận cao trong những năm tới.

## LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO DOANH NGHIỆP

- **PHH là doanh nghiệp có năng lực, uy tín và vị thế vững mạnh trong lĩnh vực xây lắp.** Điều đó được thể hiện với hơn 40 hợp đồng xây lắp mà Công ty đã trúng thầu với tổng giá trị xấp xỉ 1.800 tỷ đồng chỉ riêng trong năm 2008 và 2009. Công ty đã thi công nhiều công trình là các tòa nhà văn phòng, trụ sở làm việc lớn, được chủ đầu tư đánh giá cao như Bộ Văn hóa Thông tin, Bộ Nội vụ, Bộ Y tế, Ngân hàng Công Thương... Các khách hàng đó vẫn tiếp tục tin tưởng lựa chọn Công ty là nhà thầu chính trong các dự án đầu tư xây dựng công trình của họ. Điều này sẽ đảm bảo sự tăng trưởng ổn định, bền vững trong hoạt động xây lắp của PHH trong những năm tới.
- **Tiềm năng phát triển khi trở thành đơn vị liên kết với Tổng Công ty cổ phần xây lắp dầu khí Việt Nam.** Trong năm 2009, PHH đã trở thành đơn vị liên kết với cổ đông chiến lược là Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu Khí Việt Nam. Đây là một doanh nghiệp lớn, có năng lực và thương hiệu mạnh, có nhiều tiềm năng để giúp Công ty có lợi thế trong việc ký được thêm nhiều hợp đồng thực hiện các dự án xây dựng và bất động sản của ngành dầu khí.
- **Tiềm năng thu được doanh thu và lợi nhuận lớn từ hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản.** Trong giai đoạn 2004 - 2009 vừa

qua, PHH đã bước đầu triển khai thành công một số dự án bất động sản. Các dự án này đều có mức độ sinh lời cao hơn nhiều so với hoạt động xây lắp. Trong những năm tới, Công ty sẽ tiếp tục thực hiện các dự án hiện tại và phát triển thêm các dự án mới. Các dự án bất động sản này hứa hẹn sẽ mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận lớn cho PHH kể từ năm 2011 trở đi.

- **Tiềm năng phát triển từ việc đa dạng hoá hoạt động kinh doanh.** Trong năm 2010, PHH sẽ mở rộng hoạt động sang lĩnh vực khai khoáng với việc góp vốn thành lập Công ty cổ phần kinh doanh tổng hợp Việt Lào để thực hiện dự án khai thác mỏ đồng tại Lào. Dự án có tổng đầu tư 31 triệu USD, trong đó PHH sẽ tham gia 20% vốn tự có. Dự kiến dự án này sẽ đem lại lợi nhuận khả quan cho PHH trong giai đoạn sắp tới.

#### RỦI RO ĐẦU TƯ VÀO DOANH NGHIỆP

- **Rủi ro biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào.** Đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây dựng nói chung và Công ty nói riêng, nguyên vật liệu thường chiếm 70 - 80% giá thành công trình, do vậy rủi ro biến động giá cả nguyên vật liệu trên thị trường ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận của PHH.
- **Rủi ro tiến độ thi công.** Tiến độ thi công của một số công trình mà Công ty đã nhận thầu xây lắp bị chậm lại do chủ đầu tư sửa đổi thiết kế, phải làm thủ tục để các cấp có thẩm quyền phê duyệt, do chủ đầu tư chưa giải phóng xong mặt bằng dự án, hoặc do chưa đảm bảo đủ vốn.
- **Rủi ro kinh doanh do năng lực tài chính còn hạn chế.** Việc đẩy mạnh hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản đòi hỏi nhu cầu về vốn rất lớn. Với hạn chế về vốn điều lệ của Công ty hiện nay, cũng như trong bối cảnh các ngân hàng vẫn chưa mở rộng cửa với lĩnh vực bất động sản, hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản của Công ty trong những năm tới sẽ gặp khó khăn không nhỏ.

#### PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

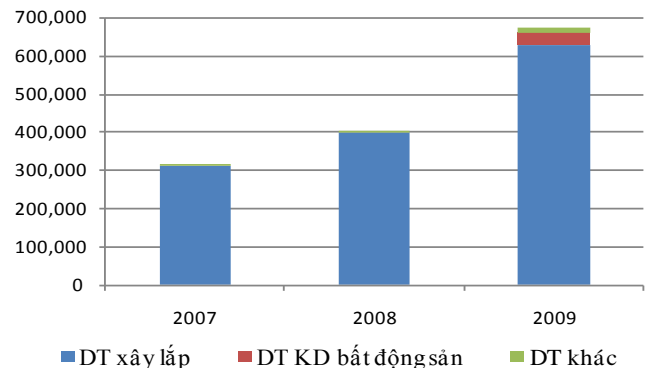
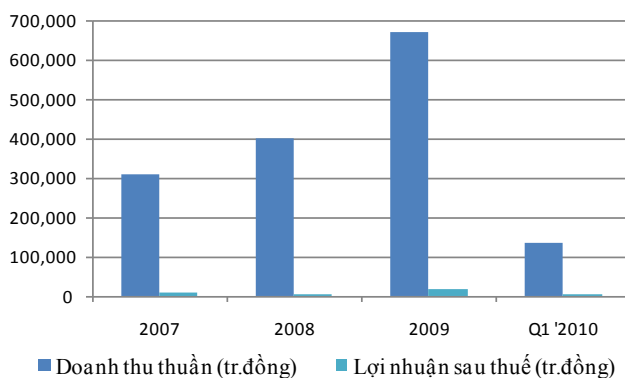
- **Doanh thu của PHH tăng trưởng tích cực kể từ sau khi cổ phần hoá đến nay.** DT trong năm 2005 và 2006 đều đạt hơn 200 tỷ đồng, năm 2007 đạt hơn 300 tỷ. Năm 2008, mặc dù chịu tác động mạnh mẽ của khó khăn do khủng hoảng tài chính song hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty vẫn tăng trưởng tốt, DT cả năm của Công ty đạt hơn 400 tỷ đồng, tăng gần 30% so với năm 2007. Năm 2009 hoạt động kinh doanh xây lắp của Công ty tiếp tục khả quan. Công ty đã ký được 23 hợp đồng thi công với tổng giá trị là 1.131 tỷ đồng. Nhờ vậy DT năm 2009 đạt 674 tỷ đồng, tăng mạnh (66,71%) so với năm 2008.
- **Hoạt động xây lắp trong những năm qua là hoạt động chủ đạo của Công ty với tỉ trọng doanh thu trên 90%.** Xét về cơ cấu DT theo hoạt động, DT xây lắp chiếm tỷ trọng lớn trong DT thuần (năm

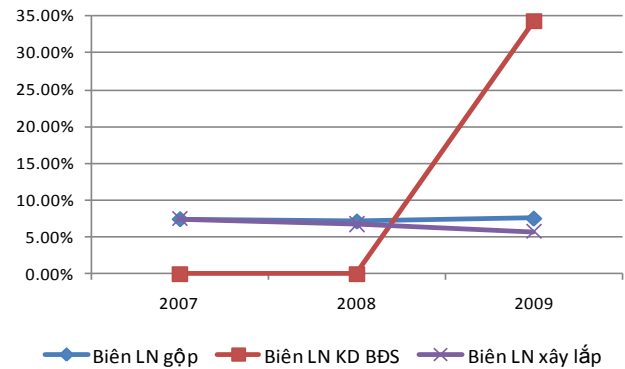
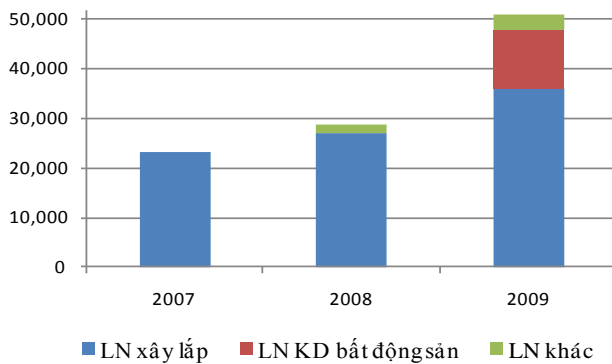
2007 chiếm 99,95%, năm 2008 là 99,02% và năm 2009 chiếm 93,13%). Năm 2009, DT kinh doanh bất động sản đạt 35,156 tỷ đồng, chỉ chiếm 5,22% DT thuần, tuy nhiên do biên lợi nhuận gộp của hoạt động này khá cao (34,26%) nên đã đem lại tỉ trọng lợi nhuận lên tới 23,69% tính trên lợi nhuận gộp.

**Lợi nhuận sau thuế năm 2007 - 2009 biến động mạnh, lợi nhuận năm 2009 tăng đột biến nhờ hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản có mức sinh lời cao.** Mặc dù DT năm 2008 tăng 30% tuy nhiên lợi nhuận ròng năm 2008 giảm 20,24% so với năm 2007. Nguyên nhân chủ yếu do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế năm 2008, hoạt động kinh doanh khó khăn đã khiến chi phí bán hàng tăng mạnh, cũng như việc lãi suất ngân hàng cao làm đội chi phí của các khoản vốn vay ngân hàng. Năm 2009, lợi nhuận ròng của Công ty đạt trên 20 tỷ đồng, tăng rất mạnh (208,35%) so với năm 2008. Nguyên nhân là do Công ty tiếp tục duy trì tốt mảng hoạt động xây lắp (lợi nhuận gộp hoạt động xây lắp tăng 32,41% so với năm 2008). Bên cạnh đó với việc Công ty bắt đầu đẩy mạnh hoạt động kinh doanh BĐS, Công ty đã thu được trên 12 tỷ đồng lợi nhuận gộp từ hoạt động này trong năm 2009.

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	Q1 '2010
DT thuần (triệu đồng)	311,081	404,324	674,057	134,880
LN gộp (triệu đồng)	23,186	28,878	50,835	10,146
LN sau thuế (triệu đồng)	8,282	6,523	20,115	1,450

Chỉ tiêu	2007	2008	2009
Tổng DT (triệu đồng)	311,081	404,324	674,057
LN gộp (triệu đồng)	23,186	28,878	50,835
<b>Biên LN gộp</b>	<b>7.45%</b>	<b>7.14%</b>	<b>7.54%</b>
DT xây lắp (triệu đồng)	310,921	400,360	627,761
LN xây lắp (triệu đồng)	23,186	27,122	35,912
<b>Biên LN xây lắp</b>	<b>7.46%</b>	<b>6.77%</b>	<b>5.72%</b>
DT KD BĐS (triệu đồng)	0	0	35,156
LN KD BĐS (triệu đồng)	0	0	12,045
<b>Biên LN KD BĐS</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>34.26%</b>
DT khác (triệu đồng)	160	3,964	11,140
LN khác (triệu đồng)	0	1,756	2,878
<b>Biên LN khác</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>25.83%</b>





Chỉ tiêu	2007			2008		2009		
	Giá trị (tr.đồng)	Tỉ trọng	Giá trị (tr.đồng)	% +/-	Tỉ trọng	Giá trị (tr.đồng)	% +/-	Tỉ trọng
Giá vốn hàng bán	287,895	94.74%	375,446	30.41%	94.44%	623,222	65.99%	95.28%
CP tài chính	3,166	1.04%	5,543	75.10%	1.39%	2,883	-48.00%	0.44%
CP bán hàng	-	0.00%	-	0.00%	0.00%	-	0.00%	0.00%
CP quản lý DN	11,096	3.65%	16,259	46.53%	4.09%	26,810	64.89%	4.10%
CP khác	1,707	0.56%	320	-81.23%	0.08%	1,195	272.95%	0.18%
<b>Tổng CP</b>	<b>303,864</b>	<b>100.00%</b>	<b>397,569</b>	<b>30.84%</b>	<b>100.00%</b>	<b>654,109</b>	<b>64.53%</b>	<b>100.00%</b>
<b>Tổng DT</b>	<b>313,720</b>		<b>405,437</b>	<b>29.24%</b>		<b>678,229</b>	<b>67.28%</b>	

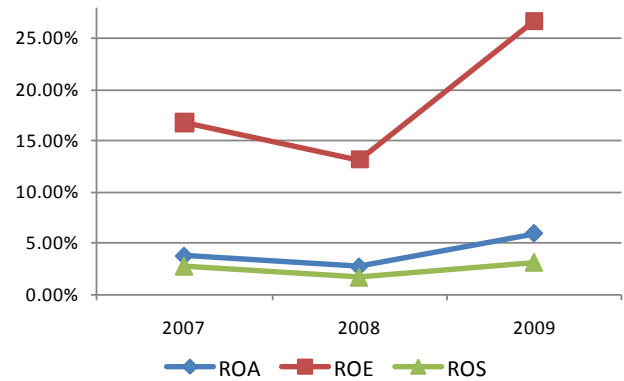
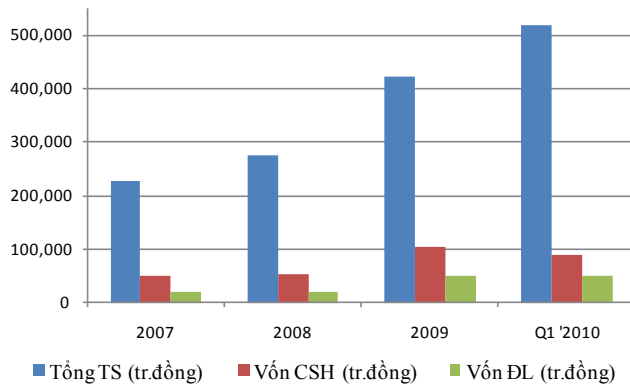
Nguồn: BCTC kiểm toán PHH 2007 - 2009, Q1/2010

### So sánh kết quả kinh doanh của PHH với một số doanh nghiệp trong ngành

STT	Tên công ty	Mã CK	Sở GDCK	Doanh thu '09 (VND)	LN sau thuế '09 (VND)	EPS '09 (VND)	Biên LN ròng
1	Công ty CP XD số 5	SC5	HOSE	1,093,654,269,684	39,165,307,028	3,795	3.58%
2	Công ty CP Sông Đà 10	SDT	HNX	845,358,204,269	96,989,697,439	8,439	11.47%
3	Công ty CP XD số 3	VC3	HNX	340,093,605,136	30,937,050,907	3,849	9.10%
4	Công ty CP Sông Đà 7	SD7	HNX	858,962,220,259	45,916,673,752	5,102	5.35%
5	Công ty CP XD Sông Hồng	ICG	HNX	347,589,582,630	36,219,562,294	2,415	10.42%
6	Công ty CP Sông Đà 5	SD5	HNX	1,174,966,939,530	68,321,327,118	7,594	5.81%
7	Công ty CP XD số 2	VC2	HNX	747,949,687,038	38,800,155,037	4,895	5.19%
8	Công ty CP Sông Đà 11	SJE	HNX	541,691,150,397	23,697,245,567	5,044	4.37%
9	Công ty CP ĐT và TM DIC	DIC	HOSE	734,781,762,073	18,227,117,414	1,528	2.48%
10	Cty CP ĐT PT nhà và đô thị IDICO	UIC	HOSE	896,791,239,314	17,768,370,108	2,123	1.98%
11	Công ty CP Vinaconex 25	VCC	HNX	314,093,365,810	8,688,351,718	2,257	2.77%
12	Công ty CP XD số 15	V15	HNX	155,058,712,541	11,243,215,745	1,409	7.25%
13	Công ty CP Sông Đà 6	SD6	HNX	592,478,315,486	29,990,645,180	4,997	5.06%
14	Công ty CP XD số 7	VC7	HNX	304,085,925,239	11,846,977,088	1,580	3.90%
15	Công ty CP ĐT PT Sông Đà	SIC	HNX	132,178,013,107	15,791,556,111	3,158	11.95%
	<b>Công ty CP Hồng Hà Dầu khí</b>	<b>PHH</b>	<b>HNX</b>	<b>674,056,740,948</b>	<b>20,114,996,205</b>	<b>5,489</b>	<b>2.98%</b>

Nguồn: BCTC kiểm toán PHH 2009, PSI

## PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH



### Tài sản:

Tính đến hết quý I/2010, tổng tài sản là 518 tỷ đồng, tăng 22,5% so với 31/12/2009. Tài sản ngắn hạn là 377 tỷ đồng chiếm tỉ trọng lớn trong tổng tài sản của Công ty (73%), còn lại là tài sản dài hạn khoảng 140 tỷ đồng. Nhìn chung cơ cấu tài sản phù hợp với đặc thù hoạt động chủ đạo là xây lắp của PHH.

Trong cơ cấu tài sản ngắn hạn, các khoản phải thu và hàng tồn kho chiếm tỉ trọng chủ yếu với 48% và 31% tài sản ngắn hạn. Giá trị các khoản phải thu (phải thu khách hàng, trả trước cho người bán và phải thu khác) là 183 tỷ đồng và hàng tồn kho (dưới dạng chi phí sản xuất kinh doanh dở dang của các công trình mà PHH đang thi công cho khách hàng) là 118 tỷ đồng.

Đối với tài sản dài hạn, khoản mục lớn nhất là các khoản đầu tư dài hạn khoảng 102 tỷ đồng - là các khoản góp vốn vào các công ty con, công ty liên kết (chiếm khoảng 73% tài sản dài hạn) của PHH với mục tiêu chính để thực hiện các dự án bất động sản của PHH. Tài sản cố định có giá trị khoảng 30 tỷ, phần lớn là máy móc, phương tiện vận tải phục vụ hoạt động xây lắp của Công ty.

### Nguồn vốn:

Tính đến hết quý I/2010, tổng nợ của PHH là 424 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu là 89 tỷ đồng. Hệ số nợ/tổng nguồn vốn của PHH so với 31/12/2009 tăng khá mạnh từ 0,74 lần lên 0,83 lần. Nguyên nhân là do Công ty đã thực hiện phát hành trái phiếu dài hạn với giá trị 100 tỷ đồng để huy động vốn tài trợ cho các dự án bất động sản và góp vốn vào dự án khai thác mỏ đồng tại Lào mà Công ty sẽ thực hiện trong thời gian tới. So với các doanh nghiệp trong cùng ngành, hệ số nợ của Công ty hiện tại vẫn ở mức khá cao, tuy nhiên đây cũng là điều bình thường do PHH đang trong giai đoạn bắt đầu đầu tư các dự án. Trong năm 2010, năng lực tự chủ tài chính của PHH sẽ được cải thiện khi Công ty tăng vốn điều lệ từ 50 tỷ đồng lên 200 tỷ đồng.

Về cơ cấu nợ, nợ ngắn hạn là 287 tỷ đồng, chiếm khoảng 68% tổng nợ, tuy nhiên các khoản nợ ngắn hạn với ngân hàng chỉ có 14 tỷ đồng,



chiếm tỷ trọng rất nhỏ, trong khi các khoản tín dụng thương mại (người mua trả tiền trước, phải trả người bán) rất lớn với giá trị gần 246 tỷ đồng. Điều này cho thấy uy tín với các đối tác cũng như khả năng tận dụng vốn của khách hàng, các nhà cung cấp của PHH là rất tốt. Nợ dài hạn của PHH là 136 tỷ đồng, trong đó nợ ngân hàng 36 tỷ đồng và trái phiếu phát hành là 100 tỷ đồng.

Nhìn chung xét về cơ cấu nguồn vốn, PHH đang sử dụng khá tốt các nguồn vốn để tài trợ cho tài sản. Vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn đủ tài trợ cho tài sản dài hạn giúp Công ty đảm bảo được khả năng thanh toán và an toàn tài chính.

#### Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản của doanh nghiệp năm 2007 – 2009 và dự báo 2010 - 2014

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
<b>Chỉ tiêu về khả năng thanh toán</b>								
Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.08	1.00	1.03	1.36	1.35	1.42	1.46	1.59
Hệ số thanh toán nhanh	0.82	0.72	0.73	0.94	0.97	1.02	1.06	1.19
<b>Chỉ tiêu về Tài sản - Nguồn vốn</b>								
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.82	0.79	0.68	0.54	0.55	0.57	0.59	0.62
Tài sản dài hạn/Tổng tài sản	0.18	0.21	0.32	0.46	0.45	0.43	0.41	0.38
Hệ số nợ/Tổng tài sản	0.77	0.80	0.74	0.47	0.48	0.47	0.48	0.46
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	3.49	4.26	3.05	0.91	0.94	0.92	0.93	0.86
<b>Chỉ tiêu về năng lực hoạt động</b>								
Vòng quay tổng tài sản	1.38	1.62	1.93	1.50	1.30	1.33	1.35	1.31
Vòng quay các khoản phải thu	2.66	3.55	4.95	4.73	4.48	4.43	4.52	4.45
Vòng quay các khoản phải trả	1.78	2.04	2.52	2.62	2.72	2.78	2.83	2.82
Vòng quay hàng tồn kho	6.37	7.11	8.58	7.64	7.17	7.42	7.14	6.72
<b>Chỉ tiêu về khả năng sinh lời</b>								
LN sau thuế/DTT (ROS)	2.70%	1.66%	3.08%	3.33%	5.05%	6.24%	8.75%	11.68%
LN sau thuế/Vốn chủ sở hữu (ROE)	16.80%	13.15%	26.77%	12.06%	12.73%	16.14%	22.84%	29.27%
LN sau thuế/Tổng TS (ROA)	3.72%	2.68%	5.95%	5.01%	6.55%	8.29%	11.77%	15.34%
LN từ hoạt động SXKD/DTT	3.10%	1.92%	3.59%	4.32%	6.61%	8.21%	11.54%	15.45%
<b>Chỉ tiêu liên quan đến cổ phần</b>								
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	5,724	3,262	5,489	2,212	2,368	3,151	4,761	6,991
Giá trị sổ sách của cổ phần (B/V)	24,914	25,435	20,425	18,227	19,566	19,906	22,006	25,674

Nguồn: BCTC kiểm toán PHH 2007 - 2009, Kế hoạch SXKD PHH 2010 - 2014, PSI dự báo

#### So sánh các chỉ tiêu tài chính của PHH với một số doanh nghiệp trong ngành

STT	Tên công ty	Mã CK	Sở GDCK	Tổng TS '09 (triệu VND)	Vốn CSH '09 (triệu VND)	Vốn ĐL '09 (triệu VND)	ROA	ROE	EPS '09 (VND)	B/V '09 (VND)
1	Công ty CP XD số 5	SC5	HOSE	1,428,608	212,272	103,200	2.74%	18.45%	3,795	20,569
2	Công ty CP Sông Đà 10	SDT	HNX	1,124,654	413,364	117,000	8.62%	23.46%	8,439	35,330
3	Công ty CP XD số 3	VC3	HNX	1,265,800	192,567	80,000	2.44%	16.07%	3,849	24,071
4	Công ty CP Sông Đà 7	SD7	HNX	1,215,446	352,322	90,000	3.78%	13.03%	5,102	39,147
5	Công ty CP XD Sông Hồng	ICG	HNX	469,271	189,903	150,000	7.72%	19.07%	2,415	12,660
6	Công ty CP Sông Đà 5	SD5	HNX	819,924	175,820	90,000	8.33%	38.86%	7,594	19,536
7	Công ty CP XD số 2	VC2	HNX	712,968	209,936	78,437	5.44%	18.48%	4,895	26,765
8	Công ty CP Sông Đà 11	SJE	HNX	795,420	131,802	50,000	2.98%	17.98%	5,044	26,360
9	Công ty CP ĐT và TM DIC	DIC	HOSE	407,760	126,991	80,000	4.47%	14.35%	1,528	15,874
10	Cty CP ĐT PT nhà và đô thị IDICO	UIC	HOSE	460,737	128,972	80,000	3.86%	13.78%	2,123	16,121
11	Công ty CP Vinaconex 25	VCC	HNX	258,813	57,246	40,000	3.36%	15.18%	2,257	14,312
12	Công ty CP XD số 15	V15	HNX	369,176	79,915	60,000	3.05%	14.07%	1,409	13,319
13	Công ty CP Sông Đà 6	SD6	HNX	695,449	196,306	60,000	4.31%	15.28%	4,997	32,718
14	Công ty CP XD số 7	VC7	HNX	407,155	91,489	75,000	2.91%	12.95%	1,580	12,199
15	Công ty CP ĐT PT Sông Đà	SIC	HNX	479,844	109,123	50,000	3.29%	14.47%	3,158	21,825
	<b>Công ty CP Hồng Hà Dầu khí</b>	<b>PHH</b>	<b>HNX</b>	<b>422,853</b>	<b>102,125</b>	<b>50,000</b>	<b>4.76%</b>	<b>19.70%</b>	<b>5,489</b>	<b>20,425</b>

Nguồn: BCTC kiểm toán PHH 2009, PSI

#### ▪ Khả năng thanh toán:

Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của PHH trong những năm qua được duy trì ở mức khả quan so với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng - bất động sản: hệ số thanh toán ngắn hạn lớn hơn 1 lần, hệ số thanh toán nhanh hơn 0,7 lần. Nhìn chung đối với đặc thù hoạt động chính là xây dựng, khả năng thanh toán của Công ty là tương đối an toàn.

#### ▪ Năng lực hoạt động:

Các chỉ tiêu về năng lực hoạt động của Công ty như vòng quay tổng tài sản, vòng quay các khoản phải thu, vòng quay các khoản phải trả và vòng quay hàng tồn kho đều được cải thiện trong những năm vừa qua, đặc biệt trong năm 2009. Đặt trong tương quan với việc các chỉ tiêu về khả năng sinh lời tăng lên, biến động tích cực của các chỉ tiêu về năng lực hoạt động cho thấy hoạt động sản xuất kinh doanh của PHH đang phát triển tốt.

#### ▪ Khả năng sinh lời:

Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời của PHH trong những năm trước ở mức trung bình khá so với các doanh nghiệp trong cùng ngành. Năm 2009, do lợi nhuận sau thuế của Công ty gia tăng mạnh so với năm 2008 nên các chỉ tiêu này được cải thiện đáng kể: Tỷ suất Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản (ROA) và Tỷ suất lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu (ROE) đều tăng gấp đôi so với năm 2008 và ở mức khá cao so với các doanh nghiệp hoạt động xây dựng - bất động sản khác.

### PHÂN TÍCH NGÀNH



## 1. Tiềm năng phát triển của các doanh nghiệp trong ngành

- Với sự phát triển của nền kinh tế và thị trường bất động sản, nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng, các công trình công nghiệp và dân dụng sẽ ngày càng tăng, đem đến triển vọng phát triển khả quan cho các doanh nghiệp trong ngành xây dựng. Theo nghiên cứu của BMI, ngành xây dựng Việt Nam năm 2010 sẽ tăng trưởng 21,86% so với năm 2009 và đạt giá trị là 134.526 tỷ đồng, chiếm 6,90% GDP. Tốc độ tăng trưởng trung bình ngành giai đoạn 2010 - 2014 được dự báo sẽ ở mức khá cao 16,07%/năm.
- Đầu tư kinh doanh bất động sản là một lĩnh vực giàu tiềm năng và đầy sức hút đối với các doanh nghiệp trong ngành này. Với tốc độ đô thị hóa và sự gia tăng dân số nhanh chóng khiến cho cầu về nhà ở của Việt Nam cũng đang tăng rất nhanh trong thời gian gần đây. Theo số liệu của Vietnam Report, từ nay đến năm 2020 dự kiến dân số sống tại thành thị là 35,1 triệu người và nông thôn là 65,3 triệu dân. Giai đoạn từ 2010 đến 2020 Việt Nam sẽ cần có thêm 364 triệu m2 nhà ở mới tại thành thị và 304,6 triệu m2 nhà ở tại khu vực nông thôn. Theo dự báo của các chuyên gia, thị trường bất động sản Việt Nam sẽ sôi động trở lại trong năm 2011, phân khúc nhà giá thấp sẽ sôi động trong năm 2010 và có thể sẽ là điểm tựa để kéo thị trường hồi phục trong thời gian tới. Bên cạnh đó, với sự chuyển dịch cơ cấu kinh tế mạnh mẽ theo hướng phát triển mạnh công nghiệp, dịch vụ, nhu cầu về khu công nghiệp, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê, khách sạn, khu nghỉ dưỡng... cũng ngày càng lớn hơn, đem lại nhiều cơ hội phát triển cho các doanh nghiệp trong ngành.

## 2. Rủi ro, thách thức của các doanh nghiệp trong ngành

- Thách thức do cạnh tranh khốc liệt trong ngành xây lắp và bất động sản. Việc thành lập mới các doanh nghiệp trong ngành xây dựng là tương đối dễ dàng, do rào cản gia nhập ngành thấp và nhu cầu lớn về xây dựng cơ sở hạ tầng, các công trình dân dụng và công nghiệp. Do đó, cạnh tranh trong lĩnh vực này rất lớn, điều này sẽ làm giảm sức hấp dẫn của ngành. Với thị trường bất động sản, có thể sẽ có nguồn cung lớn và cạnh tranh khốc liệt ở các phân khúc sản phẩm như nhà ở cao cấp, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê và khu công nghiệp.
- Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào khi mặt bằng giá đang có xu hướng tăng. Đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây dựng, nguyên vật liệu thường chiếm tỉ trọng chủ yếu trong giá thành công trình, do vậy rủi ro biến động giá cả nguyên vật liệu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp, nhất là trong bối cảnh nền kinh tế trong nước và trên thế giới đang hồi phục, mặt bằng giá cả nguyên vật liệu đang có xu hướng tăng trở lại.

- **Khó khăn do chính sách tiền tệ đối với lĩnh vực bất động sản chưa được nói lỏng và hạn chế về nguồn lực tài chính dành cho các dự án.** Chính sách tiền tệ chưa thúc sự nói lỏng, khả năng tiếp cận vốn vay ngân hàng còn nhiều khó khăn, nhất là đối với lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản có thể sẽ kìm hãm sự phát triển của thị trường cũng như sự quan tâm của các nhà đầu tư vào lĩnh vực này, hạn chế các giao dịch, tăng áp lực giảm giá nhà trong nhiều phân khúc, qua đó ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản cũng như các doanh nghiệp xây dựng. Bên cạnh đó, việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu huy động vốn của các doanh nghiệp cũng chưa thể thực hiện dễ dàng trong bối cảnh thị trường chứng khoán chưa hồi phục vững chắc và thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn kém phát triển. Các nguồn tài chính bị thiếu hụt trong năm 2010 có thể dẫn tới việc các công ty bất động sản gặp nhiều khó khăn trong việc thu xếp vốn để tài trợ cho các dự án bất động sản trong năm 2010 và thậm chí trong các năm tiếp theo.

## KẾ HOẠCH SẢN XUẤT KINH DOANH – DỰ BÁO TÀI CHÍNH

### 1. Định hướng phát triển sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp

- Tiếp tục duy trì và nâng cao năng lực hoạt động, giữ vững uy tín và thương hiệu của Công ty trên thị trường trong lĩnh vực xây lắp.
- Đẩy mạnh liên doanh, hợp tác với các đối tác để phát triển các dự án bất động sản.
- Trong giai đoạn 2010 – 2014, theo kế hoạch sản xuất kinh doanh của Công ty, tỉ trọng doanh thu kinh doanh bất động sản sẽ tăng dần và đạt khoảng 45%, tỉ trọng doanh thu xây lắp sẽ giảm dần và đạt khoảng 50% vào năm 2014.

### 2. Kế hoạch phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ năm 2010

Đại hội cổ đông năm 2010 của PHH đã thông qua phương án phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ từ 50 tỷ đồng lên 200 tỷ đồng trong năm 2010 như sau:

Đợt 1: Chào bán chứng khoán ra công chúng, số lượng 5.250.000 cổ phần, bao gồm:

- Phát hành cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1 (cổ đông sở hữu 1 cổ phần cũ được mua thêm 1 cổ phần mới), số lượng cổ phần phát hành 5.000.000 cổ phần, giá phát hành là 12.000 đồng/1 CP.
- Phát hành cho người lao động trong Công ty, thành viên HĐQT, BKS, số lượng 250.000 cổ phần, giá phát hành là 12.000 đồng/1 CP.

Việc phát hành cổ phiếu đợt 1 đang được Công ty thực hiện trong tháng 6/2010.

Đợt 2: Số lượng cổ phần phát hành là 9.750.000 cổ phần.

- Phát hành cho người lao động trong Công ty, thành viên

*HDQT, BKS, số lượng 500.000 cổ phần, giá phát hành dự kiến 12.000 đồng/1 CP.*

- *Phát hành thông qua đấu giá tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), số lượng đấu giá 9.250.000 cổ phần.*

Số tiền dự kiến PHH thu được từ đợt phát hành là 250 tỷ đồng.

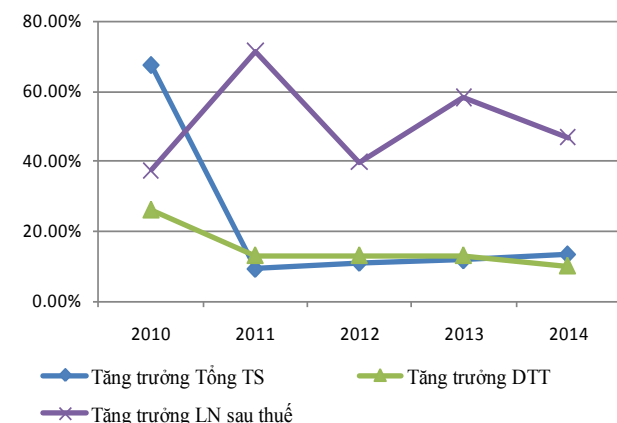
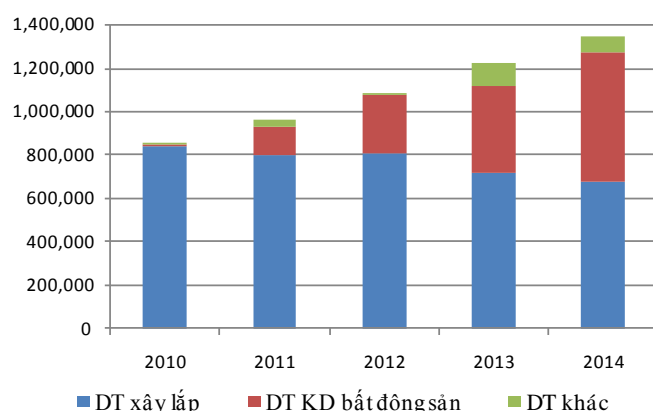
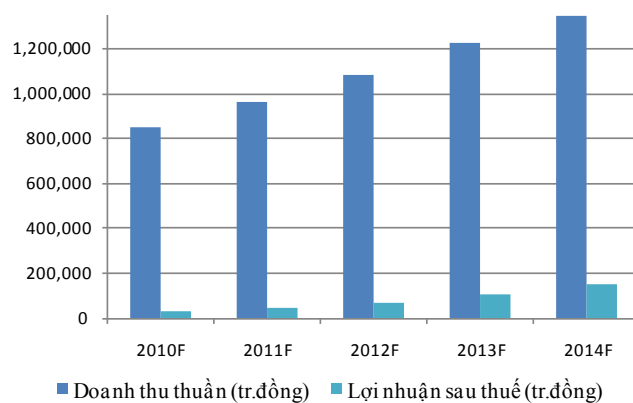
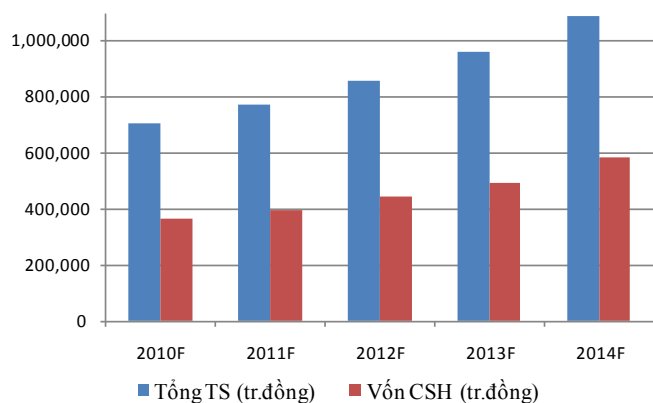
Phương án sử dụng số tiền thu được từ đợt phát hành cụ thể như sau:

STT	Nội dung công việc	Mức đầu tư dự kiến
1	Dự án toà nhà văn phòng 407 Nguyễn An Ninh, phường 9, Tp.Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu	40 tỷ đồng
2	Tiếp tục góp vốn vào Công ty CP Tứ Hiệp Hồng Hà Dầu Khí để đạt đủ số vốn điều lệ đăng ký góp.	70 tỷ đồng
3	Dự án Tòa nhà văn phòng K3B Thành Công, Ba Đình, Hà Nội	40 tỷ đồng
4	Đầu tư vào các công ty con, công ty liên kết	40 tỷ đồng
6	Bổ sung vốn lưu động	60 tỷ đồng
<b>Tổng cộng</b>		<b>250 tỷ đồng</b>

### 3. Dự báo tài chính

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng TS (tr.đồng)	225,775	274,781	422,853	707,859	774,274	860,363	962,088	1,091,859
Vốn CSH (tr.đồng)	50,052	51,887	103,090	366,614	395,288	444,536	494,929	581,775
Vốn ĐL (tr.đồng)	20,000	20,000	50,000	200,000	200,000	220,000	220,000	220,000
Nợ phải trả (tr.đồng)	174,814	221,065	314,765	334,941	371,863	407,778	458,063	500,078
<b>Doanh thu thuần (tr.đồng)</b>	<b>311,081</b>	<b>404,324</b>	<b>674,057</b>	<b>850,104</b>	<b>960,617</b>	<b>1,085,497</b>	<b>1,226,612</b>	<b>1,349,273</b>
Giá vốn hàng bán (tr.đồng)	287,895	375,446	623,222	779,368	861,436	956,129	1,039,500	1,090,725
Lợi nhuận gộp (tr.đồng)	23,186	28,878	50,835	70,736	99,181	129,368	187,112	258,548
Lợi nhuận trước thuế (tr.đồng)	9,856	7,868	24,120	37,762	64,679	90,381	143,056	210,087
<b>Lợi nhuận sau thuế (tr.đồng)</b>	<b>8,282</b>	<b>6,523</b>	<b>20,115</b>	<b>27,646</b>	<b>47,352</b>	<b>66,168</b>	<b>104,732</b>	<b>153,805</b>
EPS (đồng)	5,724	3,262	5,489	2,212	2,368	3,151	4,761	6,991
Tỷ lệ cổ tức/Mệnh giá CP	20%	20%	25%	15%	20%	25%	30%	30%

*Nguồn: Kế hoạch SXKD của PHH giai đoạn 2010 - 2014, PSI dự báo*



Nguồn: Kế hoạch SXKD của PHH giai đoạn 2010 - 2014, PSI dự báo

## MỘT SỐ DỰ ÁN BẤT ĐỘNG SẢN CỦA DOANH NGHIỆP

### 1. Dự án Khu đô thị mới Tứ Hiệp thuộc xã Tứ Hiệp, huyện Thanh Trì, TP. Hà Nội

- Chủ đầu tư: **Công ty Cổ phần Tứ Hiệp Hồng Hà Dầu Khí**. Công ty CP Tứ Hiệp Hồng Hà Dầu Khí có số vốn điều lệ 160 tỷ đồng, theo cam kết trong năm 2010 PHH sẽ góp đủ 81,6 tỷ đồng tương đương 51% vốn điều lệ của Chủ đầu tư.
- Vị trí địa lý: Giáp đường cao tốc Pháp Vân Cầu Giẽ, cách ngã ba Pháp Vân khoảng 1,0 km, đối diện với dự án Công viên Yên Sở, tiếp giáp với khu đô thị mới Pháp Vân - Tứ Hiệp (HUD).
- Tổng diện tích: 167.414 m<sup>2</sup>.
- Quy mô dân số dự kiến: 6.000 người.
- Tổng mức vốn đầu tư: trên 5.000 tỷ đồng.
- Dự án bao gồm Quy hoạch chi tiết 1/500 mới do UBND TP. Hà Nội chấp thuận đã cho phép điều chỉnh số tầng cao tối đa là 7 tầng (theo quy hoạch cũ) lên số tầng cao trung bình là 25 tầng, đặc biệt một số khối nhà có chiều cao tới 34 tầng.
- Tiến độ dự án: Hiện nay công tác đền bù giải phóng mặt bằng cho dự án đã hoàn tất, dự kiến dự án sẽ khởi công vào cuối năm 2010 và

bắt đầu bán hàng vào năm 2011.



## 2. Dự án công trình văn phòng cho thuê tại số 407 Nguyễn An Ninh, phường 9, thành phố Vũng Tàu

- Công trình được xây dựng trên diện tích đất là 673,9 m<sup>2</sup>.
- Dự án bao gồm 1 toà nhà cao 15 tầng với tổng diện tích sàn ước tính là 6.162 m<sup>2</sup>.
- Chủ đầu tư: **Công ty CP Hồng Hà Dầu Khí**.
- Tổng mức vốn đầu tư của dự án là 69,117 tỷ đồng.
- Tiến độ dự án: Chủ đầu tư dự kiến được cấp giấy chứng nhận đầu tư trong tháng 6/2010 và khởi công vào quý III/2010.



## 3. Dự án tòa nhà văn phòng cho thuê tại K3B Thành Công, Láng Hạ, Ba Đình, TP. Hà Nội

- Chủ đầu tư: **Công ty TNHH Hồng Hà Thành Công** là chủ đầu tư. Công ty TNHH Hồng Hà Thành Công có số vốn điều lệ 15 tỷ đồng và 100% số vốn điều lệ thuộc về Công ty CP Hồng Hà Dầu Khí.
- Quy mô tòa nhà gồm 2 tầng hầm và 11 tầng nổi trên tổng diện tích khu đất là 1.023m<sup>2</sup> và tổng diện tích sàn khoảng 4.900 m<sup>2</sup>.
- Tổng mức vốn đầu tư dự án: khoảng 90 tỷ đồng.
- Tiến độ dự án: Tính đến hết tháng 5/2010 chủ đầu tư đã hoàn thành phần hạ tầng của toà nhà (tầng hầm và cốt 0). Dự kiến cuối năm 2010 - đầu năm 2011 công trình sẽ được xây dựng xong và đưa vào khai thác. Sau khi đưa vào khai thác, PHH sẽ chuyển trụ sở về toà nhà và sử dụng từ 4 - 5 tầng, phần còn lại sẽ cho thuê.
- Lợi nhuận dự kiến: 50 - 60 tỷ đồng (chỉ tính trên phần diện tích cho thuê).

## KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

### 1. Giả định doanh thu, giá vốn, lợi nhuận

Dựa trên các thông tin về hoạt động kinh doanh của PHH hiện tại, kế hoạch và chiến lược hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai, các dự báo về triển vọng phát triển của nền kinh tế Việt Nam, ngành xây dựng và bất động sản, chúng tôi đưa ra các giả định đối với hoạt động kinh doanh của PHH một cách tương đối thận trọng như sau:

- Công ty đang ở giai đoạn tăng trưởng nên sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu khá cao trong khoảng 5 năm tới, sau đó tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần trong 3 năm tiếp theo và sẽ ổn định kể từ năm 2018 trở đi. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2010 vào

khoảng 26%, năm 2011 - 2013 bình quân khoảng 13%, năm 2014 khoảng 10%, năm 2015 - 2017 bình quân khoảng 8% và tăng trưởng đều 5% kể từ năm 2018 trở đi.

- Trong giai đoạn 2010 - 2014, theo định hướng sản xuất kinh doanh của Công ty, tỉ trọng doanh thu kinh doanh bất động sản sẽ tăng dần và đạt khoảng 45%, tỉ trọng doanh thu xây lắp sẽ giảm dần và đạt khoảng 50% vào năm 2010. Với biên lợi nhuận gộp cao từ hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản, tỷ lệ giá vốn/doanh thu sẽ giảm dần từ mức 92,1% hiện nay xuống 85% vào năm 2014 và đạt mức bình quân khoảng 81% kể từ năm 2010.
- Doanh thu hoạt động tài chính được tính toán dựa vào lượng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng hàng năm trên bảng cân đối kế toán dự kiến.
- CP lãi vay dựa trên lượng tiền vay ngắn hạn và vay dài hạn dự kiến hàng năm trên bảng cân đối kế toán. Lãi vay ngắn hạn bình quân khoảng 13%/năm, trung dài hạn bình quân khoảng 15%/năm kể từ năm 2010.
- CP quản lý doanh nghiệp và CP bán hàng trung bình chiếm khoảng 3,84%/tổng doanh thu hàng năm kể từ năm 2010.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn điều lệ sẽ tăng từ 50 tỷ đồng năm 2009 lên 200 tỷ đồng vào năm 2010 và khoảng 430 tỷ đồng vào năm 2020.
- Tỷ lệ trả cổ tức dự kiến năm 2010 là 15%, năm 2011 là 20%, năm 2012 là 25%, năm 2013 và 2014 là 30% và kể từ năm 2015 trở đi Công ty sẽ trả cổ tức đều đặn với tỉ lệ là 25%.

## 2. Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp định giá	Giá
FCFE (g = 5%; COE = 18,1%)	36,728
FCFF (g = 5%; WACC = 13,9%)	35,163
P/E (EPS 2010 = 2.212 VND; P/E = 12,0 lần)	26,540
P/B (B/V 2010 = 18.227 VND; P/B = 2,0 lần)	36,454
<b>Giá bình quân</b>	<b>33,721</b>

- Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E, P/B để xác định mức giá kỳ vọng cho PHH. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành xây dựng - bất động sản trên cơ sở các công ty có tính chất hoạt động và quy mô tương tự tại Việt Nam.
- Giá cổ phiếu PHH theo các phương pháp định giá chúng tôi xác định cho năm 2010 dao động từ khoảng **26.540 – 40.920** đồng, giá bình quân khoảng **33.721** đồng.



Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.



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

### **BAN PHÂN TÍCH**

**Phó Giám đốc phụ trách Ban**

**Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn**

**Chuyên viên Phân tích: Bùi Đức Hoàn – hoanbd@psi.vn**

**Nghiên cứu thị trường**

**Hoàng Anh Tuấn**  
tuanha1@psi.vn

**Lê Thanh Tùng**  
tunglt@psi.vn

**Phân tích ngành, công ty**

**Nguyễn Minh Hạnh**  
hanhnm@psi.vn

**Bùi Đức Hoàn**  
hoanbd@psi.vn

**Trương Trần Dũng**  
dungtt@psi.vn

**Nghiên cứu kinh tế vĩ mô**

**Ninh Quang Hải**  
hainq@psi.vn