



**PVL – Công ty Cổ phần Bất động sản Điện lực Dầu khí Việt Nam**

Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **29.200 VNĐ/ cổ phiếu**.

**TỔNG QUAN**

- **Giá cho thuê văn phòng tại TP HCM** tiếp tục giảm ở cả 3 phân hạng A, B, C. Tỷ lệ trống giảm ở hạng A và C nhưng lại tăng ở hạng B. Giá bán nhà ổn định ở phân khúc hạng sang và cao cấp trong khi phân khúc trung cấp và bình dân có xu hướng tăng nhẹ. Lượng yêu cầu mua nhà cũng tăng ở các sàn giao dịch. Giá trị vốn không thay đổi và tiếp tục đã tăng nhẹ ở phân khúc trung cấp và bình dân.
- **Hai dự án Petrovietnam Land Mark và chung cư Linh Tây, Thủ Đức** sẽ là nguồn thu chính trong cơ cấu doanh thu của PVL năm 2010 (dự kiến chiếm khoảng 732 tỷ đồng tương đương 84% tổng doanh thu).
- **Doanh thu từ hoạt động khác** chiếm khoảng 148 tỷ đồng (16%), trong đó chiếm tỷ trọng lớn có nhiều khả năng từ hoạt động tài chính với kế hoạch thoái vốn tại dự án Nam Đàn Plaza trong quý II/2010.
- **Một số dự án tiềm năng khác** đang trong quá trình lập dự án và xin cấp phép như: dự án Tây Nam Hà Nội, khu công nghiệp Dân Tiến – Khoái Châu – Hưng Yên, khu đô thị mới Lê Minh Xuân – Bình Chánh – TP HCM, ...
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PVL vào khoảng 29.200 VNĐ/ 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 26,79 lần năm 2009, và 18,42 lần năm 2010.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu PVL khi giá cổ phiếu về vùng giá dưới 27.000 VNĐ/cổ phần.

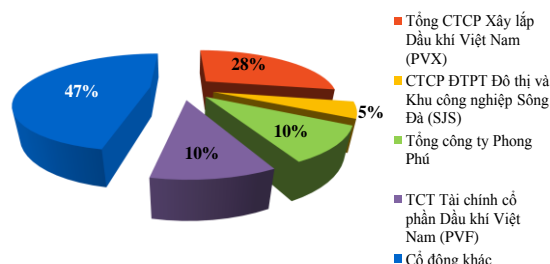
**KHUYẾN NGHỊ: BÁN**

Giá kỳ vọng (đ/cp):	<b>29,200</b>
Giá hiện tại (đ/cp):	28,000
Cao nhất 52 tuần:	39,900
Thấp nhất 52 tuần:	31,300

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch:	HOSE
Mệnh giá (đ/cp):	10,000
Số lượng CP:	50,000,000
GT thị trường (tỷ đ):	1,400
EPS 2009 (đ)	1,090

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**



Nguồn: PVL

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU SO SÁNH**

Mã CK	Tổng tài sản 2009 (nghìn đồng)	Vốn chủ sở hữu 2009 (nghìn đồng)	SLCP lưu hành 2009 (cp)	LNST2009 (nghìn đồng)	LNST2010 kế hoạch (nghìn đồng)	PE2009 (lần)	PE2010 (lần)	PB 2009 (lần)	ROA 2009	ROE 2009
ASM	746,595,824	286,842,824	9,912,600	60,462,153	70,000,000	9.6	8.3	2.0	8.1%	21.1%
D2D	692,168,085	253,856,645	10,700,000	51,424,644	101,600,000	13.7	7.0	2.8	7.4%	20.3%
HDC	773,633,003	205,682,701	8,128,000	77,325,492	90,000,000	6.1	5.2	2.3	10.0%	37.6%
KHA	383,259,810	285,197,718	14,120,309	47,541,326	45,000,000	7.8	8.2	1.3	12.4%	16.7%
LGL	369,648,523	134,929,005	8,000,000	36,957,471	48,000,000	9.6	7.4	2.6	10.0%	27.4%
SZL	787,273,775	478,133,796	10,000,000	43,833,947	50,250,000	9.1	8.0	0.8	5.6%	9.2%
KDH	1,167,428,818	764,449,546	33,200,000	45,790,649	200,000,000	37.7	8.6	2.3	3.9%	6.0%
NIL	1,161,651,688	530,744,741	16,400,000	392,955,832	525,000,000	7.1	5.3	5.3	33.8%	74.0%
TIH	1,077,068,298	421,404,434	12,000,000	51,258,417	69,000,000	13.9	10.3	1.7	4.8%	12.2%
VC3	1,265,800,077	192,566,737	8,000,000	30,937,051	33,150,000	18.4	17.1	2.9	2.4%	16.1%
VPH	1,296,323,736	260,373,596	20,083,285	86,366,634	114,000,000	13.5	10.2	4.5	6.7%	33.2%
PVL	761,387,183	576,472,690	50,000,000	54,517,107	75,000,000	33.5	24.3	3.2	7.2%	9.5%

Nguồn: PSI tổng hợp

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH TÓM TẮT

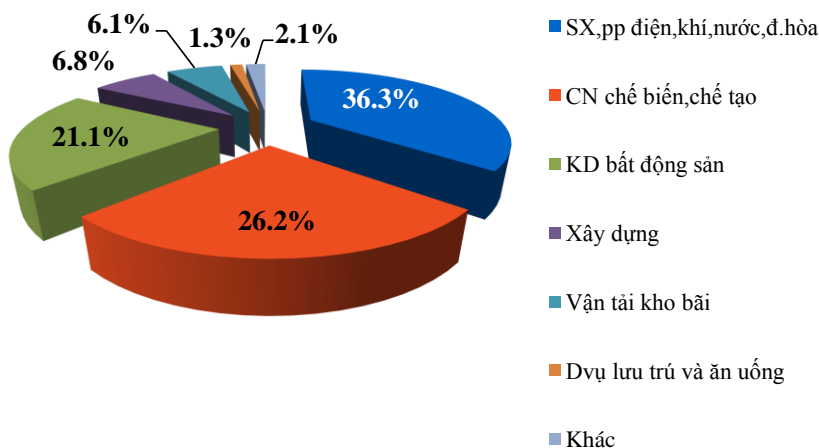
	2008	2009	2010F
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	193,555,370,047	264,502,698,569	384,735,602,787
Tiền và các khoản tương đương tiền	97,713,980,814	74,551,885,827	85,734,668,701
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	18,125,751,400	23,171,538,728	26,647,269,537
Các khoản phải thu ngắn hạn	44,738,560,557	111,043,796,871	207,879,564,653
Hàng tồn kho	5,608,545,222	21,100,500,255	26,375,625,319
Tài sản ngắn hạn khác	27,368,532,054	34,634,976,888	38,098,474,577
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	376,117,884,810	496,884,484,062	497,401,432,979
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	41,997,467,970	31,092,287,211	31,597,166,013
1. Tài sản cố định hữu hình	18,135,997,822	16,782,121,211	17,287,000,012
2. Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-
3. Tài sản cố định vô hình	14,310,166,000	14,310,166,000	14,310,166,001
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	9,551,304,148	-	-
Bất động sản đầu tư	-	23,659,933,305	23,610,641,777
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	940,340,882	613,616,436	674,978,080
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	569,673	569,673	569,673
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	71,628,130,891	183,637,948,008	246,333,915,237
Nợ ngắn hạn	62,165,560,141	183,604,735,008	246,299,705,847
1. Vay và nợ ngắn hạn	-	124,412,175,550	136,853,393,105
2. Phải trả cho người bán	2,129,126,574	26,916,735,868	30,954,246,248
4. Người mua trả tiền trước	15,204,174,000	4,197,375,000	48,840,123,326
Nợ dài hạn	9,462,570,750	33,213,000	34,209,390
1. Vay và nợ dài hạn	4,429,357,750	0	0
2. Phải trả hạn người bán	-	-	-
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	498,045,123,966	577,749,234,623	635,803,120,529
Vốn chủ sở hữu	498,045,123,966	576,472,690,297	634,462,748,986
1. Vốn đầu tư của chủ sở hữu	473,745,200,000	500,000,000,000	500,000,000,000
9. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	24,299,923,966	69,475,540,818	134,462,748,986
Nguồn kinh phí và quỹ khác	-	1,276,544,326	1,340,371,542
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	569,673,254,857	761,387,182,631	882,137,035,766
	2008	2009	2010F
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	31,757,874,586	75,628,187,410	880,000,000,000
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	-	-	-
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	31,757,874,586	75,628,187,410	880,000,000,000
4. Giá vốn hàng bán	46,880,375,151	42,324,359,154	756,800,000,000
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	(15,122,500,565)	33,303,828,256	123,200,000,000
6. Doanh thu hoạt động tài chính	50,009,243,245	47,343,497,371	17,600,000,000
Lãi suất tiền gửi ngắn hạn	-	-	-
7. Chi phí tài chính	-	2,901,571,768	11,612,700,000
Trong đó: Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-
Trong đó: Chi phí lãi vay	-	2,901,571,768	11,612,700,000
8. Chi phí bán hàng	-	-	6,000,000,000
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	12,563,712,117	13,349,642,696	32,000,000,000
10. Lợi nhuận (lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh	22,323,030,563	64,396,111,163	91,187,300,000
11. Thu nhập khác	8,592,412,693	1,830,332,780	5,211,372,737
12. Chi phí khác	342,098,183	88,887,264	253,082,210
13. Lợi nhuận (lỗ) khác	8,250,314,510	1,741,445,516	4,958,290,527
14. Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	30,573,345,073	66,137,556,679	96,145,590,527
15. Chi phí thuế TNDN hiện hành	6,398,380,129	11,620,449,455	16,892,897,639
16. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	-
17. Lãi (lỗ thuần) trong công ty liên doanh/liên kết	-	-	-
18. Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN	24,174,964,944	54,517,107,224	79,252,692,888
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty Mẹ	24,174,964,944	54,517,107,224	79,252,692,888
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	510	1,090	1,585

Nguồn: PVL, PSI tổng hợp

## ĐÁNH GIÁ ĐẦU TƯ

**Công ty hoạt động trong lĩnh vực đầy tiềm năng tại Việt Nam.** Theo chiến lược đô thị hóa, nhu cầu xây dựng nhà ở đến năm 2010 phải đạt chỉ tiêu diện tích nhà ở bình quân 10-12 m<sup>2</sup>/người và đến năm 2020 là 18-20 m<sup>2</sup>/người. Như vậy có thể thấy nhu cầu về nhà ở từ nay đến năm 2020 ở các đô thị còn rất lớn, đây là yếu tố thuận lợi cho hoạt động của PVL trong tương lai. Ngoài ra, bất động sản cũng là một lĩnh vực thu hút dòng vốn FDI tại Việt Nam hiện nay, tính trong 4 tháng đầu năm 2010, lĩnh vực bất động sản đứng thứ 3 trong thu hút vốn đầu tư nước ngoài với tỷ lệ hơn 21% trong tổng số vốn đăng ký mới và đăng ký thêm từ đầu năm.

**Biểu 1 - FDI phân theo ngành từ đầu năm 2010**



Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

**Lợi thế từ các cổ đông sáng lập.** Các cổ đông sáng lập của PVL là những pháp nhân có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực mà PVL hoạt động cũng như những lĩnh vực có thể hỗ trợ tốt cho hoạt động của PVL. CTCP Đầu tư phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (HOSE: SJS) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực bất động sản tại miền Bắc. Tổng công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (HNX: PVX) là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất và có ưu thế dẫn đầu trong mảng hoạt động xây lắp và tổng thầu EPC có thể hỗ trợ PVL trong các hoạt động thi công các hạng mục trong dự án bất động sản. Tổng công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí (HOSE: PVF) có thể hỗ trợ cho PVL trong các hoạt động kêu gọi vốn đầu tư tài trợ cho các dự án trong tương lai của PVL.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Công tác giải phóng mặt bằng là rủi ro hàng đầu** trong thực hiện các dự án bất động sản hiện nay ở Việt Nam. Nhu cầu về đất xây dựng đô thị, nhà ở, văn phòng,... ngày càng tăng trong khi quỹ đất lại có hạn. Phần lớn đất quy

hoạch cho các dự án là đất đang sử dụng do vậy công tác giải phóng mặt bằng tại các khu vực này thường khá phức tạp. *Chi phí giải phóng mặt bằng thường chiếm 70% - 80% tổng đầu tư của các dự án bất động sản.*

**Rủi ro từ thị trường đầu ra** khi thời gian qua thị trường bất động sản có phần trầm lắng cùng với việc các ngân hàng hạn chế trong giải ngân vốn vay kinh doanh bất động sản cũng là những rủi ro mà PVL phải đối mặt trong hoạt động của mình.

**Rủi ro từ khoản đầu tư của PVL vào CTCP Dịch vụ Xuyên Thái Bình Dương** nhằm nhắm tới dự án Nam Đàn Plaza do công ty này làm chủ đầu tư. Giá trị khoản đầu tư này lên tới hơn 445 tỷ đồng theo như hợp đồng ký kết giữa các bên. Đến thời điểm này PVL đã thực hiện chuyển nhượng số cổ phần trị giá gần 178 tỷ cho các đối tác trong năm 2009 và ghi nhận khoản lợi nhuận hoạt động tài chính gần 51 tỷ đồng. Thời gian gần đây do những tranh cãi từ dự án này xung quanh việc một cổ đông cùng góp vốn trong dự án đang bị các nhà đầu tư khiếu nại đã khiến cho kế hoạch ban đầu của PVL thay đổi. Theo đó, *những khả năng trong quý II/2010, PVL sẽ thực hiện chuyển nhượng nốt phần còn lại trong số cổ phần đã mua của CTCP Dịch vụ Xuyên Thái Bình Dương nhằm thoái hết vốn tại dự án này.*

Hiện tại ngoài hai dự án Petrovietnam Land Mark và chung cư Linh Tây, Thủ Đức đã triển khai công tác bán hàng, ngoài ra các dự án khác của PVL vẫn đang trong giai đoạn xây dựng dự án và xin cấp phép đầu tư. Nếu so với các công ty bất động sản lớn trong ngành thì **quỹ đất của PVL là rất khiêm tốn**, Công ty cũng đã có những kế hoạch nhằm triển khai mở rộng quỹ đất của mình trong thời gian tới để tăng cường khả năng cạnh tranh trên thị trường vốn đã rất khốc liệt.

## **ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH – ĐẦU TƯ**

**PVL hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản.** Hoạt động chính của PVL là đầu tư, kinh doanh bất động sản do vậy các yếu tố đầu vào chính của PVL là các quỹ đất nằm trong các dự án được quy hoạch, cơ sở kỹ thuật và các công trình xây dựng trên đất (các căn hộ, biệt thự, nhà vườn, ...) và các loại vật liệu xây dựng. Chi phí của nguồn đầu vào này chủ yếu là tiền đền bù, hỗ trợ giải phóng mặt bằng cho người dân, giá trị các hợp đồng ký kết với các nhà thầu, các đối tác về tư vấn thiết kế và thi công các công trình xây dựng trong dự án.

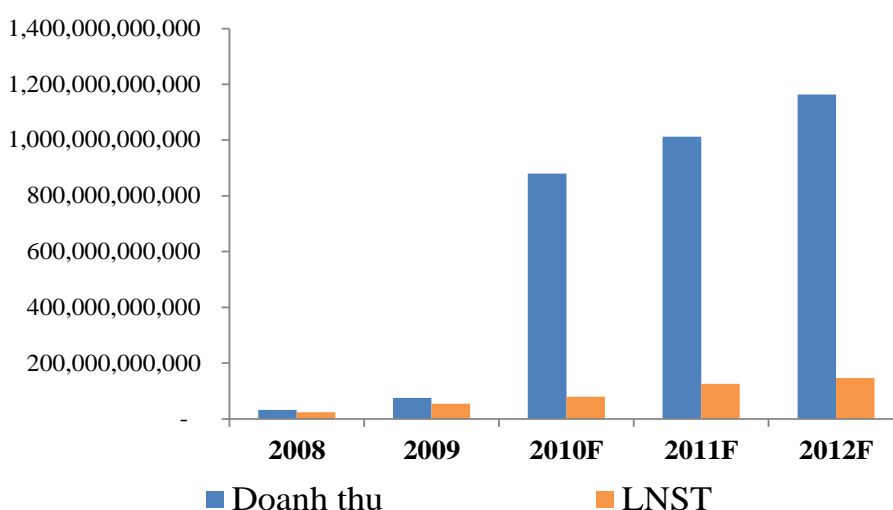
Các khoản tiền đền bù hiện nay được xác định dựa trên khung giá đất theo quy định của UBND địa phương nơi có các dự án. Tùy vào từng khu vực của mỗi dự án mà chi phí đền bù là khác nhau (có thể chiếm từ 30% đến 70% tổng đầu tư dự án). Chi phí đền bù của PVL khá ổn định thời gian qua và không ảnh hưởng đến các khoản đầu tư của Công ty.

Chi phí xây dựng chịu nhiều ảnh hưởng bởi thị trường, bởi sự biến động giá

cả vật liệu xây dựng như sắt, thép, đá, xi măng, cát, sỏi, ... và có ảnh hưởng trực tiếp tới chi phí của Công ty.

**Hiện tại PVL đang là chủ đầu tư hai dự án Petrovietnam Land Mark và dự án chung cư Linh Tây, Thủ Đức, TP HCM.** Đây là hai dự án trọng điểm của PVL trong năm 2010, cả hai dự án đều bao gồm khối chung cư, nhà ở để bán cùng với khối văn phòng và trung tâm thương mại. Dự án Petrovietnam Land Mark hiện đã triển khai công tác bán hàng trong khi dự án chung cư Linh Tây, Thủ Đức cũng cơ bản hoàn thành phần móng và dự kiến triển khai công tác bán hàng từ cuối quý II/2010.

**Biểu 2 - Tăng trưởng doanh thu**

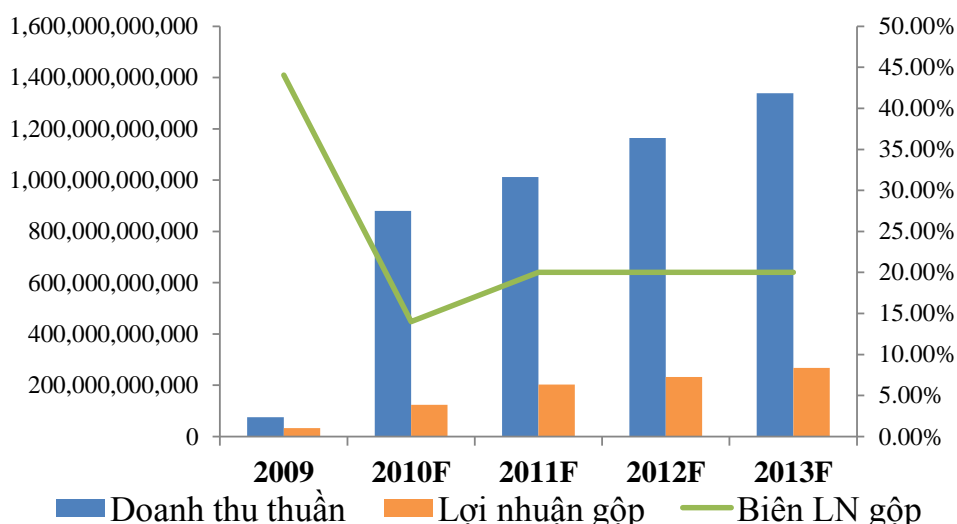


Nguồn: PVL, PSI tổng hợp

Đi vào hoạt động từ cuối năm 2007, **các dự án của PVL trong giai đoạn này chủ yếu đang ở tình trạng lập hồ sơ xin cấp phép đầu tư và thiết kế cơ sở.** Giá vốn hàng bán của công ty trong giai đoạn này chủ yếu là chi phí của các loại vật liệu xây dựng mà Công ty kinh doanh trong giai đoạn này.

**Đặc điểm của các dự án bất động sản** là chi phí đầu tư thường rơi vào các năm đầu trong khi doanh thu và lợi nhuận thường chỉ phát sinh từ giữa cho đến cuối đời dự án. Năm 2008, tổng doanh thu của Công ty đạt hơn 91,7 tỷ đồng trong khi tổng chi phí là hơn 80,6 tỷ đồng, tỷ trọng Tổng chi phí/Tổng doanh thu của Công ty ở mức 87,9%. Đây là mức trung bình trong ngành tuy nhiên do đặc điểm ngành chúng tôi nêu ở trên có thể thấy tỷ trọng này của PVL là khá thấp và là lợi thế của Công ty trong các giai đoạn về sau của dự án. Tuy nhiên do trong năm 2008 Công ty chủ yếu tiến hành đầu tư các dự án (chưa mang lại doanh thu) dẫn đến lợi nhuận gộp trong năm 2008 của Công ty âm.

**Biểu 3 - Tăng doanh thu và LNST**

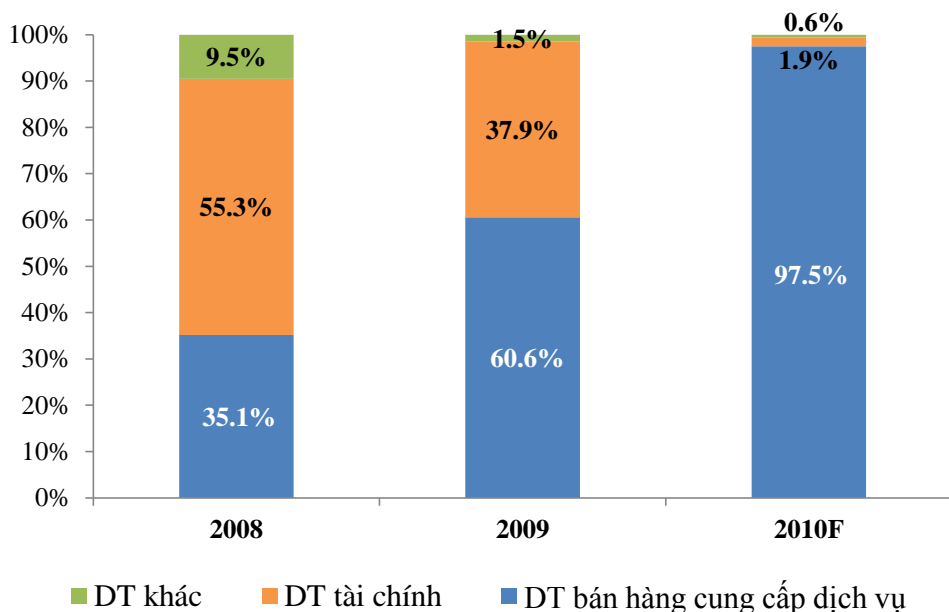


Nguồn: PVL, PSI tổng hợp

Vốn điều lệ lên tới 500 tỷ đồng cũng là lợi thế của Công ty trong giai đoạn đầu triển khai các dự án, đặc biệt trong năm 2008 khi mà mặt bằng lãi suất ở mức rất cao (trung bình 18%/năm), việc vay vốn đầu tư dự án giai đoạn này không những khó khăn về nguồn huy động mà còn đẩy chi phí vốn vay trong giai đoạn này lên quá mức chịu đựng của nhiều doanh nghiệp.

Năm 2010 theo công bố của PVL và dự báo của chúng tôi, ngoài phần tiền bán hàng thu được từ hai dự án Petrovietnam Land Mark và chung cư Linh Tây, Thủ Đức thì **phần doanh thu từ hoạt động tài chính cũng sẽ chiếm phần không nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PVL trong năm nay**. Hiện tại Công ty đang có kế hoạch thoái vốn phần còn lại của khoản đầu tư mua lại cổ phần của CTCP Dịch vụ Xuyên Thái Bình Dương, đây là công ty được giao làm chủ dự án Nam Đàn Plaza vốn khá tốn giấy mực của báo chí thời gian qua. Tuy nhiên những rắc rối phát sinh từ các đồng chủ đầu tư của dự án này đã khiến cho PVL thay đổi kế hoạch của mình và dự kiến thoái hết vốn đã đầu tư vào CTCP Dịch vụ Xuyên Thái Bình Dương.

**Biểu 4 - Cơ cấu doanh thu**



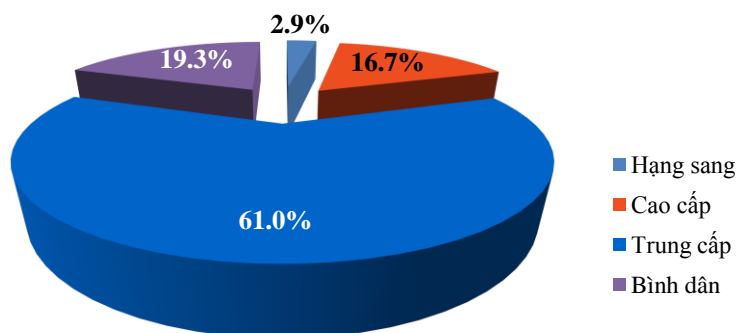
Nguồn: PVL, PSI tổng hợp

## ĐÁNH GIÁ NGÀNH

**Ngành bất động sản vẫn còn rất nhiều tiềm năng tại Việt Nam.** Nhu cầu về nhà ở được dự báo sẽ tiếp tục tăng nhanh trong thời gian tới. Dự báo tới năm nay, dân số cả nước là 93 triệu người. Dự kiến dân cư đô thị sẽ tăng khoảng 1.14 triệu người/năm, nâng tổng số dân đô thị cả nước lên 30.4 triệu người, chiếm 33% dân số cả nước. Đất xây dựng đô thị sẽ là 243,200 ha, chiếm 0.74% diện tích đất tự nhiên cả nước, mức bình quân là 80 m2/người. Tới năm 2020 dân số cả nước là 103 triệu, trong đó dân số đô thị 46 triệu người, chiếm 45% dân số cả nước, bình quân tăng 1.56 triệu người/năm. Đất xây dựng đô thị sẽ là 460,000 ha, chiếm 1.40% diện tích đất tự nhiên cả nước, bình quân đầu người tăng lên 100 m2.

**Tại Hà Nội,** nguồn cung tương lai theo dự báo sẽ chú trọng hơn vào mảng nhà ở bình dân (giá dưới 1,000 USD/m2) do mảng thị trường này đang thiếu nguồn cung mà nhu cầu khá lớn. Cơ sở hạ tầng và hệ thống giao thông công cộng hoàn thiện hơn sẽ mở rộng nguồn cung đất đai về nhà ở, làm tăng tính cạnh tranh. Người mua có thể ra quyết định dựa trên các tiện ích công cộng dịch vụ và chất lượng. Trong tương lai gần, giá sơ cấp và giá thứ cấp sẽ khá ổn định. Giới đầu cơ/đầu tư sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong hầu hết các dự án.

**Biểu 5 - Cơ cấu nguồn cung căn hộ tại Hà Nội năm 2010**

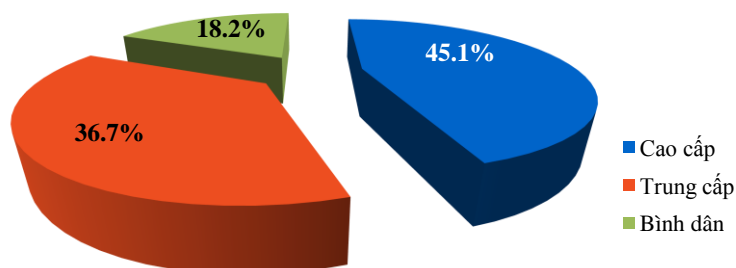


Nguồn: CBRE Vietnam

Thị trường văn phòng sẽ đón nhận thêm nhiều dự án văn phòng có chất lượng tốt hơn ở khu vực Trung tâm và khu vực phía Tây trong năm 2010. Tại khu vực phía Tây, tỷ lệ trống dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên trong năm 2010 và năm 2011, đặc biệt với sự gia nhập thị trường của Hanoi Grand Plaza trong năm 2010 và Keangnam Landmark Tower trong năm 2011. Dự thừa cung văn phòng có thể trở thành hiện thực. Tỷ lệ trống vào cuối năm 2010 có thể ở mức 150.000 m<sup>2</sup>. Tổng diện tích cho thuê mới trong quý này đạt khoảng 8.000 m<sup>2</sup>. Tỷ lệ cho thuê mới dự kiến sẽ được cải thiện trong các quý tới. Giá thuê văn phòng thực sẽ tiếp tục giảm trong năm 2010 và sẽ không tăng cho đến khi tiến trình xây dựng chậm lại trong 3 năm tới. Cho thuê dài hạn trở thành lựa chọn đáng kể đối với các công ty có kế hoạch dài hạn ở Hà Nội.

Thị trường căn hộ **tại TP HCM** có những tín hiệu khá tích cực trong bối cảnh nền kinh tế chung còn nhiều khó khăn. Nhìn chung, giá trị vốn của các dự án bất động sản không thay đổi nhiều và tiếp tục đà tăng nhẹ ở phân khúc trung cấp và bình dân. Các chủ đầu tư, và lần đầu tiên nhà đầu tư, nhận thấy tiềm năng của các sản phẩm nhà trung cấp và bình dân. Cơ hội phát triển cho các phân khúc cao cấp hơn vẫn còn tuy nhiên các chủ đầu tư tỏ ra khá thận trọng trong bối cảnh người mua hiểu rõ thế nào là sản phẩm tốt, và quan trọng là vị trí dự án. Thị trường được kỳ vọng sẽ tiếp tục phát triển khi các sản phẩm đã bị đóng cửa và tiền Đồng tiếp tục mất giá.

**Biểu 6 - Cơ cấu nguồn cung căn hộ tại TP HCM năm 2010**



Nguồn: CBRE Vietnam

Tổng cầu căn hộ trong năm 2010 - 2011 vào khoảng 75.000 căn hộ, một số

dự án căn hộ cao cấp như: Hoàng Anh River View và Phú Hoàng Anh do HAGL Group làm chủ đầu tư cũng được khách hàng quan tâm và mua nhiều sau khi đơn vị này giảm giá bán so với thời gian đã công bố trước đây.

Giá thuê các mặt bằng trọng điểm trong khu trung tâm tiếp tục tăng. Có khả năng xuất hiện xu hướng dịch chuyển ra ngoài khu trung tâm – Quận 7 là nơi tiềm năng nhất trong thời điểm hiện tại.

Dịch vụ căn hộ cho thuê có dấu hiệu phục hồi tuy nhiên nguồn cung được dự báo tăng trong thời gian tới có thể khiến mức giá bình quân có xu hướng giảm.

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

	2008	2009	2010F
<b>Chỉ tiêu về khả năng thanh toán</b>			
Hệ số thanh toán ngắn hạn	3.11	1.44	1.56
Hệ số thanh toán nhanh	3.02	1.33	1.45
<b>Chỉ tiêu về cơ cấu vốn</b>			
Hệ số nợ/Tổng tài sản	13%	24%	28%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	14%	32%	39%
<b>Chỉ tiêu về năng lực hoạt động</b>			
Vòng quay tổng tài sản	0.07	0.11	1.07
Vòng quay các khoản phải thu	1.39	0.97	5.52
Vòng quay các khoản phải trả	0.88	0.59	4.09
Vòng quay hàng tồn kho	16.72	3.17	31.88
<b>Chỉ tiêu về khả năng sinh lời</b>			
Hệ số LN sau thuế/DT thuần	76.12%	72.09%	9.01%
Hệ số LN sau thuế/Vốn chủ sở hữu	5.42%	10.14%	13.06%
Hệ số LN sau thuế/Tổng tài sản	5.01%	8.19%	9.64%
Hệ số LN từ hoạt động SXKD/DT thuần	70.29%	85.15%	10.36%
<b>Chỉ tiêu liên quan đến cổ phần</b>			
Thu nhập trên mỗi cổ phần	510	1,090	1,585
Giá trị sổ sách của cổ phần	10,513	11,529	12,689

*Nguồn: PVL, PSI tổng hợp*

**Khả năng thanh toán** của Công ty ở mức tốt. Hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh cho thấy Công ty đáp ứng tốt các nghĩa vụ trả nợ khi phát sinh. Có thể thấy với số vốn điều lệ lớn và khả năng tận dụng các nguồn vốn của đối tác và khách hàng thì khả năng thanh toán không phải là vấn đề đối với Công ty tại thời điểm này.

Với vốn điều lệ ban đầu lên tới 500 tỷ đồng, Công ty không chịu nhiều các áp lực về vốn. Điều này thể hiện một phần thông qua việc Công ty sử dụng ít nợ, **cơ cấu về nợ** chỉ chiếm 24% tổng tài sản vào cuối năm 2004. Năm 2010 chúng tôi dự báo chỉ số này ở mức 28% do Công ty sẽ triển khai nhiều dự án hơn và việc gia tăng sử dụng nợ cũng sẽ giúp Công ty tận dụng tốt hơn hiệu quả đòn bẩy tài chính.

Các chỉ tiêu về **năng lực hoạt động** sẽ được cải thiện từ 2010 do từ năm 2009 trở về trước Công ty mới ở giai đoạn đầu sau khi thành lập trong khi lĩnh vực bất động sản đòi hỏi một thời gian nhất định để đầu tư mới ra được sản phẩm

để kinh doanh.

Hai năm 2008 và 2009, doanh thu của Công ty chủ yếu là doanh thu tài chính trong khi đó doanh thu thuần về bán hàng và dịch vụ chiếm tỷ trọng ít. Từ năm 2010 trở đi, các chỉ tiêu về **khả năng sinh lời** của Công ty sẽ được cải thiện đáng kể. ROE năm 2010 dự kiến ở mức 13%, ROA vào khoảng 10% đây là mức trung bình trong ngành bất động sản.

## BỘ MÁY QUẢN LÝ VÀ LAO ĐỘNG

Với sự tham gia của các cổ đông chiến lược là Tổng công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVX) và CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp sông Đà (SJS) giúp cho Công ty có được Ban lãnh đạo và Hội đồng quản trị giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản.

Lực lượng lao động của Công ty tập trung chủ yếu đội ngũ cán bộ quản lý. Sở dĩ lực lượng công nhân kỹ thuật và lao động phổ thông của Công ty không nhiều là vì tính chất ngành nghề của Công ty là chủ đầu tư dự án không tham gia trực tiếp thi công các công trình.

## MỘT SỐ DỰ ÁN

STT	Các dự án	Địa điểm	Thời gian	Tổng mức đầu tư (tỷ đ)
1	Dự án Petrovietnam Land Mark	Phường An Phú, Quận 2, TPHCM	Q2/2010-Q1/2013	1,750
2	Dự án chung cư Linh Tây, Thủ Đức	Phường Linh Tây, Quận Thủ Đức, TPHCM	2010-2012	405.6

*Nguồn: PVL, PSI tổng hợp*

Dự kiến, tổng doanh thu năm 2010 của Công ty đạt khoảng 880 tỷ đồng, trong đó, doanh thu kinh doanh nhà: 732 tỷ đồng chiếm tỷ trọng 84%, doanh thu từ hoạt động khác 148 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 16%. Doanh thu năm 2010 đến từ 2 dự án hiện đang được triển khai của PVL là:

**Dự án Petrovietnam Land mark** : Kế hoạch thi công: Hoàn thành phần hầm Quý II/2010 và triển khai thi công phần thân, hoàn thiện; Phần M & E, dự kiến đến 31/12/2010 đạt 70 đến 75% khối lượng. Dự kiến trong năm 2010, bán hàng đạt 90% diện tích, thu tiền đạt 80% giá trị hợp đồng.

**Dự án Linh Tây, Thủ Đức, TP. HCM**: Hoàn thành công tác thi công nhà mẫu Quý II/2010; Triển khai thi công xong phần móng Quý II/2010, thi công xong phần hầm Quý III/2010 và thi công xong khối đế Quý VI/2010. Triển khai ký hợp đồng mua bán căn hộ Quý III/2010. Dự kiến trong năm 2010, bán hàng đạt 60% diện tích, thu tiền đạt 50% giá trị hợp đồng. Phương thức bán hàng: thông qua Sàn giao dịch BĐS.

Ngoài ra Công ty cũng có kế hoạch đầu tư một số dự án thuộc trung và dài hạn như:

- Dự án Khu dân cư xã Phước Khánh, Nhơn Trạch, Đồng Nai (54.8

ha): Triển khai công tác bồi thường, GPMB, triển khai san lấp mặt bằng từ Quý III/2010.

- Dự án phía Tây Nam Hà Nội: Làm việc với các Sở ban ngành của TP. Hà Nội để hoàn thiện thủ tục làm Chủ đầu tư Dự án.
- Dự án KCN Dân Tiến, Khoái Châu, Hưng Yên (250ha): Tiếp tục triển khai công tác lập dự án đầu tư giai đoạn 1 (150 ha), xin giấy chứng nhận đầu tư để làm cơ sở hợp tác đầu tư với các nhà đầu tư thứ cấp.
- Dự án Khu đô thị mới Lê Minh Xuân, huyện Bình Chánh, TP. HCM (79.67ha): Hoàn thành công tác phê duyệt quy hoạch tỷ lệ 1/500 và triển khai công tác GPMB Quý III/2010.
- Dự án Khu đô thị sinh thái điện lực Dầu Khí, huyện Thạch Thất, Hà Nội: Đã có quyết định giao Chủ đầu tư, hiện đang chờ quy hoạch chung của Hà Nội mở rộng, dự kiến phê duyệt tháng 6/2010. Sau khi quy hoạch Hà Nội mở rộng được phê duyệt, Công ty sẽ điều chỉnh lại quy hoạch và tiếp tục triển khai đầu tư dự án.

Hiện tại chúng tôi vẫn chưa có thông tin chính thức về tiến độ các dự án này và có lẽ đến lúc các dự án này có thể phát sinh doanh thu để Công ty ghi nhận sẽ không phải ở năm 2010.

## **DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH**

Trên cơ sở đánh giá hiệu quả các dự án đầu tư bất động sản trong năm nay cùng với những đánh giá thận trọng về tốc độ tăng trưởng trong năm 2010, chúng tôi đưa ra các giả định sau:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu dựa trên kế hoạch của Công ty kết hợp với tiến độ các dự án hiện tại của Công ty mà chúng tôi có được.
- Chi phí bán hàng/DT duy trì mức thấp 0,01%
- Chi phí quản lý doanh nghiệp/DT ở mức trung bình 5%
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình khoảng 10-15 năm đối với các loại tài sản, phương pháp khấu hao theo đường thẳng.

Vốn đầu tư của chủ sở hữu là 500 tỷ đồng trong 2 năm 2010 - 2011 và dự kiến sẽ tăng lên 750 tỷ đồng vào năm 2012, sau đó giữ nguyên ở mức này tới hết năm 2015. Từ 2016, vốn điều lệ của Công ty dự kiến là 1,000 tỷ đồng.

Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Tổng tài sản (tỷ đồng)	570	761	882	1,004	1,194
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	498	578	636	730	890
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	32	76	880	1,012	1,164
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	24	55	79	125	146
EPS (đồng/CP)	510	1,090	1,585	2,510	1,953
ROA	4.2%	7.2%	9.0%	12.5%	12.3%
ROE	4.9%	9.5%	12.5%	17.2%	16.5%
P/E	54.87	25.68	17.67	11.16	14.34
P/B	2.66	2.43	2.21	1.92	2.36

Nguồn: PVL, PSI tổng hợp

### ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E và P/B để xác định mức giá kỳ vọng PVL. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu PVL có giá trị vào khoảng **29.200 VNĐ/cổ phần**.

Mô hình định giá	Giá
FCFE (g = 7%, COE=15.2% )	20.730 – 25.057
FCFF (g = 7%, WACC=12.2%)	23.726 – 30.479
PE	20.542 – 30.687
PB	27.315 – 40.803

Nguồn: PSI tổng hợp

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

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****Phó Giám đốc phụ trách Ban****Phạm Thái Bình - [binhpt@psi.vn](mailto:binhpt@psi.vn)****Chuyên viên Phân tích: Trương Trần Dũng – [dungtt@psi.vn](mailto:dungtt@psi.vn)****Nghiên cứu thị trường****Hoàng Anh Tuấn**  
[tuanha1@psi.vn](mailto:tuanha1@psi.vn)**Lê Thanh Tùng**  
[tunglt@psi.vn](mailto:tunglt@psi.vn)**Phân tích ngành, công ty****Nguyễn Minh Hạnh**  
[hanhnm@psi.vn](mailto:hanhnm@psi.vn)**Bùi Đức Hoàn**  
[hoanbd@psi.vn](mailto:hoanbd@psi.vn)**Trương Trần Dũng**  
[dungtt@psi.vn](mailto:dungtt@psi.vn)**Nghiên cứu kinh tế vĩ mô****Ninh Quang Hải**  
[hainq@psi.vn](mailto:hainq@psi.vn)