



**PVR – Công ty Cổ phần Dịch vụ Cao cấp Dầu khí Việt Nam**  
 Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **27.328 VNĐ/ cổ phiếu**.

**TIÊU ĐIỂM**

- **Các dự án bất động sản bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2011:** Trong 3 năm 2007-2009 Công ty chưa có doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính do đặc thù hoạt động đầu tư bất động sản thì giai đoạn chuẩn bị dự án kéo dài từ 3-5 năm. Vì vậy, trong giai đoạn 2007-2009 doanh thu của Công ty đều đến từ hoạt động tài chính, mà cụ thể là hoạt động tiền gửi ngân hàng. Từ năm 2010, một số dự án của đơn vị mới bắt đầu ghi nhận khoản trả trước của khách hàng, tuy nhiên khó có khả năng ghi nhận doanh thu trong năm 2010. Chúng tôi ước tính doanh thu từ bất động sản sẽ đến từ năm 2011.
- **Danh mục dự án lớn:** Công ty có 9 dự án bất động sản với quỹ đất rất lớn với những dự án tầm cỡ như dự án khu du lịch Suối Hai - Hà Nội – 1.204,8ha, dự án khu du lịch sinh thái Hạ Long – 1.131ha, cùng với nhiều dự án nằm tại các vị trí đắc địa tại Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh, Hạ Long, ... Tuy nhiên các dự án cũng có độ trễ nhất định trong quá trình triển khai do các vướng mắc về thủ tục đầu tư, đền bù, giải phóng mặt bằng cũng như quy hoạch.
- **Nguồn vốn đầu tư sẽ dần căng thẳng:** Với danh mục dự án nhiều như hiện nay PVR sẽ gặp khó khăn về vốn đối ứng trong các dự án. Vì vậy, các dự án của đơn vị sẽ được chọn lọc triển khai dần dần nhằm cân đối được nguồn vốn đầu tư vào từng dự án. Việc Công ty có kế hoạch tăng vốn lên 600 tỉ trong năm 2010 tạo áp lực lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2010 do chưa có dự án nào đem lại doanh thu.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PVR vào khoảng 27.328 VNĐ/ cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 3 phương pháp định giá chính theo NAV/share ở mức chiết khấu 75% so với NAV của Công ty. Theo FCFE, PCFF, P/E, P/B theo mức trung bình của ngành bất động sản ở trên các sàn giao dịch chứng khoán hiện nay.

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

Giá kỳ vọng:	<b>27.328</b>
Giá niêm yết:	14.500
Cao nhất 52 tuần:	30.500
Thấp nhất 52 tuần:	13.600

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	30.000.000
Giá trị thị trường (tỷ VNĐ):	435
EPS 2009 (VNĐ)	212

**THÔNG TIN SỞ HỮU**

PVX	35,65%
PVI	10%
GPBank	10%
NETTRA	6,67%
PVS (PTSC)	5,31%
Khác	32,37%

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH**

	2007	2008	YoY	2009	YoY	H1/2010	QoQ
<b>Doanh thu thuần (tr đồng)</b>	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận gộp (tr đồng)	-	-	-	-	-	-	-
Doanh thu tài chính (tr đồng)	12.861	35.058	172%	25.269	-28%	14.221	
<b>Lợi nhuận sau thuế (tr đồng)</b>	<b>4.366</b>	<b>18.108</b>	<b>314%</b>	<b>6.372</b>	<b>-64%</b>	<b>5.879</b>	-
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	292.500	292.500	0%	300.000	2,56%	300.000	0%
ROA	1,43%	5,61%	292%	1,93%	-65%	1,75%	-
ROE	1,47%	5,77%	292%	1,95%	-65%	1,78%	-
<b>EPS (VNĐ)</b>	<b>149</b>	<b>619</b>	<b>315%</b>	<b>212</b>	<b>-65%</b>	<b>196</b>	-

## LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO PVR

**Đầu tư bất động sản** là một trong 3 kênh đầu tư hấp dẫn nhất hiện nay tại Việt Nam cùng với đầu tư chứng khoán và vàng. Vì vậy, với tốc độ tăng trưởng nhanh và mạnh của ngành sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho các công ty phát triển dự án bất động sản, nhất là tại các dự án tại các khu vực trung tâm kinh tế, thành phố lớn trên cả nước như Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh, Vũng Tàu, Quảng Ninh, Bình Dương, Đồng Nai, Đà Nẵng,...

**Hiện nay công ty có quỹ đất sạch đang triển khai ở trung tâm các đô thị lớn:** PVR có quỹ đất sạch để triển khai được dự án ngay tại khu CT15 – Khu đô thị Việt Hưng, quỹ đất tại dự án Cột Đồng Hồ - Hạ Long, Dự án km8 Giải Phóng, khu du lịch hồ Suối Hai, dự án CT10-11 Văn Phú, Duminium Vĩnh Hưng,... Các dự án này sẽ đem lại doanh thu, lợi nhuận trong năm 2011 do từ năm 2010 các dự án này mới khởi công.

**Dự án tạo sự đột phá cho công ty:** Với 2 dự án khu du lịch hồ Suối Hai, và khu du lịch văn hóa Hạ Long theo chúng tôi đánh giá sẽ là những dự án tạo ra sự đột phá cho hoạt động của Công ty nhờ vào xu thế đầu tư biệt thự nghỉ dưỡng đang tăng mạnh tại Việt Nam hiện nay. Vì vậy các dự án này sẽ tạo ra mức lợi nhuận lớn và trong thời gian dài cho Công ty khi giai đoạn 1 đi vào hoạt động. Trong giai đoạn 1 của cả 2 dự án đều tập trung vào phát triển các biệt thự nghỉ dưỡng để bán thu hồi vốn trước khi đầu tư các hạng mục dài hạn như sân golf, khách sạn, khu vui chơi giải trí,...

**Cơ cấu doanh thu thay đổi mạnh:** Trong thời gian từ khi thành lập đến nay, công ty tập trung phát triển các dự án từ đầu vì vậy chưa có doanh thu từ các dự án kinh doanh bất động sản mà chủ yếu doanh thu đến từ hoạt động tài chính. Nguyên nhân đến từ việc phát triển dự án tại Việt Nam thường phải mất thời gian từ 3-5 năm trước khi triển khai xây dựng chính thức. Tuy nhiên, nhờ việc triển khai dự án từ đầu sẽ giúp PVR thu được lợi nhuận lớn hơn từ các dự án kinh doanh bất động sản.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro kinh doanh:** Công ty thành lập ban đầu để triển khai dự án khu du lịch cao cấp Tân Viên, tuy nhiên trải qua gần 4 năm hoạt động dự án đã có thời gian dừng triển khai và vừa mới khởi động trở lại. Vì vậy, rủi ro về việc các dự án kinh doanh của đơn vị bị tạm dừng bởi các cơ quan chức năng là khá lớn.

**Rủi ro về tiến độ triển khai dự án:** Các dự án kinh doanh bất động sản có thể tiến độ thi công bị chậm hơn so với công bố và tính toán ban đầu rất nhiều. Việc chậm trễ này do nhiều nguyên nhân như: Thiếu vốn đầu tư, phải sửa quy hoạch dự án, nhà thầu thi công chậm trễ,... các yếu tố này có thể tác động lớn đến quá trình thu tiền của dự án, quá trình ghi nhận doanh thu, chi phí và lợi nhuận của các dự án. Và rủi ro này đang rất rõ nét ở các dự án kinh doanh bất động sản khi hầu như không có dự án nào triển khai đúng theo tiến độ chủ đầu tư cam kết ban đầu.

**Rủi ro về thị trường:** Các dự án dự kiến đem lại doanh thu cho đơn vị năm 2011 là các dự án bán chung cư, đất nền biệt thự nghỉ dưỡng và cho thuê dài hạn văn phòng, trung tâm thương mại. Trừ một số dự án đã kiếm được người mua, có 1 số dự án có thể gặp

khó khăn khi thị trường bất động sản khu vực phía bắc bị xì hơi sau quá trình tăng nóng trong giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 5 năm 2010 vừa qua. Ngoài ra xu hướng tiêu thụ sản phẩm cũng có những thay đổi nhanh chóng. Hiện nay, các căn hộ có giá bán dưới 1.000 usd/m<sup>2</sup> khá thu hút người mua, tuy nhiên các căn hộ có giá trên 1.500 usd/m<sup>2</sup> lại tiêu thụ khá chậm.

**Rủi ro vốn đầu tư:** Hiện nay vốn đầu tư cho các dự án kinh doanh bất động sản đang là vấn đề khó khăn cho các công ty phát triển dự án. Nguồn vốn vay từ ngân hàng cho hoạt động kinh doanh bất động sản bị hạn chế do các quy định về hạn chế tín dụng cho bất động sản, cũng như quy định vốn đối ứng của chủ sở hữu trong mọi dự án tối thiểu đạt 20% tổng vốn đầu tư. Vì vậy với danh mục dự án hiện nay, nguồn vốn chủ sở hữu 300 tỉ đồng của Công ty là quá ít so với nhu cầu vốn đối ứng cho mỗi dự án.

### ĐÁNH GIÁ CÁC DỰ ÁN CỦA PVR

Hiện nay với cơ sở hạ tầng ở trình độ phát triển thấp, tỷ lệ dân cư đô thị thấp, diện tích nhà ở/đầu người thấp cũng như GDP/đầu người tăng nhanh hàng năm, Việt Nam đang là một trong những thị trường bất động sản được quan tâm nhất tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương cùng với Trung Quốc, Ấn Độ.

Để đánh giá giá trị doanh nghiệp của PVR, chúng tôi sử dụng phương pháp NAV để định giá giá trị từng dự án mà PVR đang triển khai cũng như dự báo NAV trong dài hạn phụ thuộc vào triển vọng chung của nền kinh tế Việt Nam, triển vọng phát triển ngành cũng như tiềm lực của doanh nghiệp.

**Các dự án chúng tôi đề cập ở đây gồm có:**

1. Dự án CT15 – Việt Hưng
2. Dự án trung tâm thương mại, văn phòng và khách sạn Cột Đồng hồ, Hạ Long
3. Dự án khu du lịch quốc tế cao cấp Tản Viên
4. Dự án trung tâm thương mại, nhà ở, căn hộ Megastar Duminium – Vĩnh Hưng
5. Dự án trung tâm thương mại, văn phòng, nhà ở km8 Giải Phóng
6. Dự án khu phức hợp quận 9, TP Hồ Chí Minh
7. Dự án CT10-11 Văn Phú – Hà Đông
8. Dự án khu du lịch văn hóa tây Hạ Long
9. Dự án giai đoạn 2 khu B Kim Liên

#### *1. Dự án CT15 – Việt Hưng – Long Biên – Hà Nội*

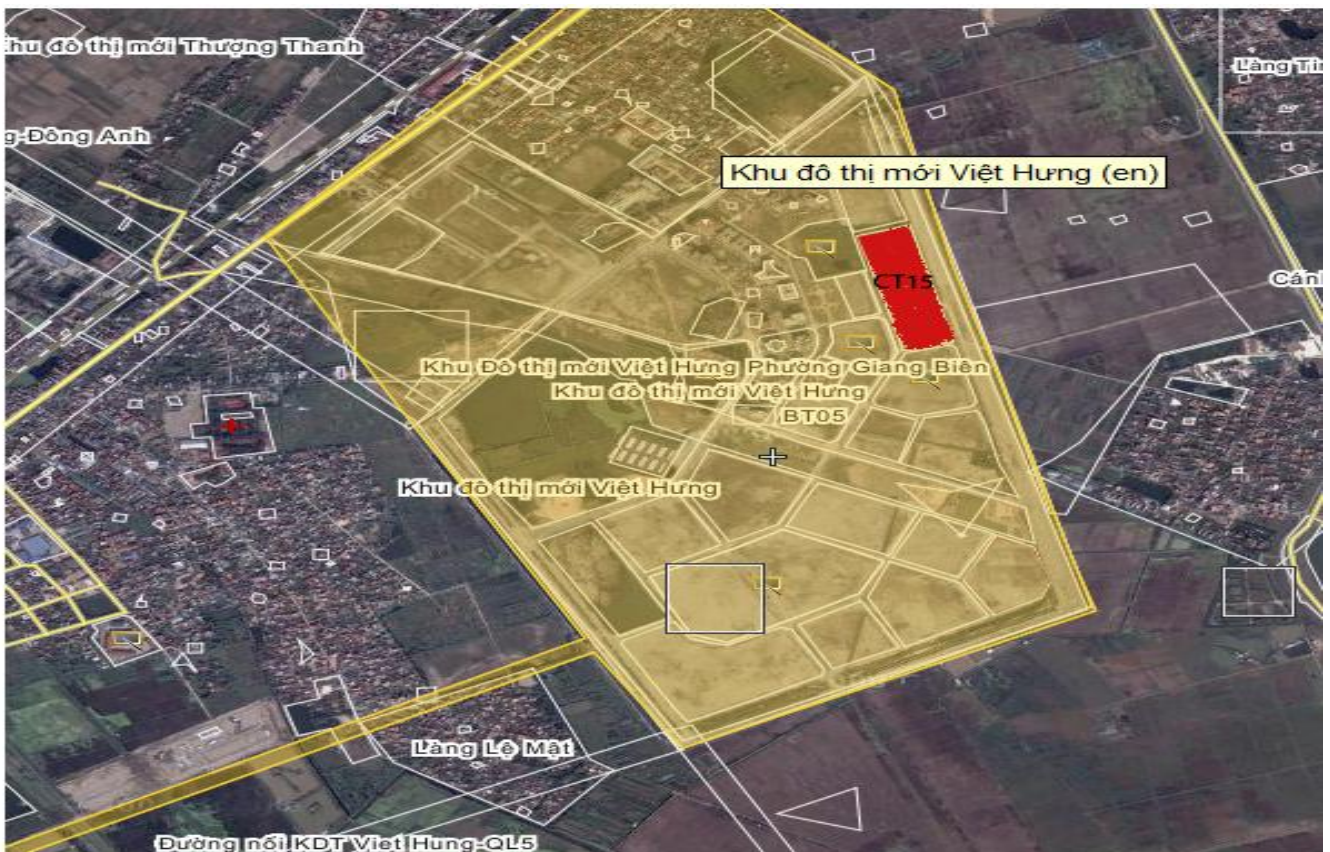
Dự án được xây dựng trên diện tích đất đấu giá lô CT15 – thuộc khu đô thị mới Việt Hưng (lô đất này đấu giá thành công theo quyết định số 6696/QĐ-STC ngày 30/12/2009 của Sở tài chính Hà Nội phê duyệt kết quả trúng đấu giá quyền sử dụng đất để xây dựng nhà chung cư các lô đất CT15, CT19B, CT21B Khu đô thị mới Việt Hưng – Long Biên – Hà Nội) do HUT làm chủ đầu tư. Tổng diện tích khu đất là 29.405 m<sup>2</sup> trong đó diện tích đất xây dựng là 13.250 m<sup>2</sup>. Tổng diện tích 2 tầng hầm



là 26.500 m<sup>2</sup>, diện tích tầng 1 và 2 làm trung tâm thương mại là tầng là 26.500 m<sup>2</sup>, còn lại 22 tầng nổi làm chung cư có diện tích 224.840 m<sup>2</sup>.

Dự án bao gồm tòa tháp đôi với 2 tầng hầm, 24 tầng nổi với diện tích xây dựng 13.250 m<sup>2</sup>, tổng diện tích sàn 277.840 m<sup>2</sup>. Dự án được thực hiện bởi hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) gồm PVR, Văn Phú Land và Công ty TNHH Đầu tư NNP với tỷ lệ nắm giữ của PVR trong BCC trên là 20% và sẽ phải đóng góp vốn 20% trong tổng vốn dự án, được hưởng 20% diện tích sàn của dự án để tự kinh doanh. Tổng chi phí đầu thầu đất là 195 tỉ đồng, tổng vốn đầu tư 2.561 tỉ, trong đó vốn chủ sở hữu 203 tỉ đồng, vốn ứng trước của khách hàng 2.100 tỉ và vốn vay thương mại 258 tỉ đồng. Giá thành xây dựng chung tính cả tầng hầm vào khoảng 11.390.000 VNĐ/m<sup>2</sup> và không tính tầng hầm vào khoảng 12.580.000 VNĐ/m<sup>2</sup>.

**Biểu đồ 1: Vị trí khu đất CT15 – Việt Hưng**



*Nguồn: PSI tổng hợp*

Hiện nay, dự án đã khởi công nhưng chưa đóng cọc móng và xây dựng. Vì vậy chúng tôi đánh giá ít nhất năm 2011 dự án mới đem lại doanh thu cho PVR. Giá cơ sở bán căn hộ là 15.000.000 VNĐ/m<sup>2</sup>, tiến độ thu tiền dự kiến 30% năm 2011, 30% năm 2012, 20% năm 2013, 10% năm 2014 và 10% năm 2015. Tiến độ thu tiền khu trung tâm thương mại, diện tích cho thuê tỉ lệ lấp đầy vào khoảng 40% ở năm 2013 và tăng lên mức 80% khi hoạt động ổn định với giá cho thuê 18USD/m<sup>2</sup>/tháng. Cho thuê chỗ đặt máy ATM 150 USD/máy/tháng, cho thuê sân tennis 5 USD/m<sup>2</sup>/tháng còn lại là kinh doanh chỗ để xe ở tầng hầm.

**Bảng 1: Doanh thu – chi phí – lợi nhuận dự án CT15 – Việt Hưng**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Doanh thu dự án</b>	<b>125,730,528,000</b>	<b>526,125,600,000</b>	<b>468,879,558,800</b>	<b>545,655,665,200</b>	<b>653,288,202,860</b>
<i>Bán căn hộ</i>	125,730,528,000	526,125,600,000	468,879,558,800	503,101,984,000	595,124,499,200
<i>Doanh thu từ khối để</i>	-	-	-	38,098,523,880	52,377,986,340
<i>Cho thuê đặt máy ATM</i>	-	-	-	19,957,320	19,957,320
<i>kinh doanh tầng hầm</i>	-	-	-	4,435,200,000	5,765,760,000
Tổng chi phí	100,634,018,409	417,423,467,591	372,059,360,611	405,133,332,916	480,241,144,956
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>18,822,382,193</b>	<b>81,526,599,307</b>	<b>72,615,148,642</b>	<b>105,391,749,213</b>	<b>129,785,293,428</b>
Doanh thu của PVR (20%)	25,146,105,600	105,225,120,000	93,775,911,760	109,131,133,040	130,657,640,572
Lợi nhuận của PVR (20%)	3,764,476,439	16,305,319,861	14,523,029,728	21,078,349,843	25,957,058,686

*Nguồn: PVR, PSI dự báo*

**NAV của dự án CT15 – Việt Hưng đạt 81.504.084.008 đồng, IRR vào 22,35%, thời gian hoàn vốn dự kiến 6 năm.**

Khu đất xây dựng dự án nằm trong khu đô thị mới Việt Hưng, một khu đô thị kiểu mẫu tại phía Bắc của thủ đô Hà Nội. Giá căn hộ chung cư tại khu đô thị mới Việt Hưng đã tăng mạnh từ mức 10 triệu đồng/m<sup>2</sup> trong giai đoạn đầu lên 16-18 triệu đồng/m<sup>2</sup> hiện nay và có thể tiếp tục tăng lên trên 20 triệu đồng/m<sup>2</sup> trong thời gian tới. Xung quanh vị trí dự án có khá nhiều các khu chung cư đang xây dựng ngay tại khu đô thị như khu chung cư cao cấp Happy House Garden nằm trong khu đô thị mới Việt Hưng (giá giao dịch 19 triệu/m<sup>2</sup>, giá gốc 9,4 triệu/m<sup>2</sup>), khu K – Việt Hưng (giá giao dịch 17 triệu/m<sup>2</sup>, giá gốc 9,2 triệu/m<sup>2</sup>), cũng như tại các khu đô thị lân cận như khu đô thị mới Sài Đồng (giá giao dịch 15 triệu /m<sup>2</sup>, giá gốc 9,3 triệu /m<sup>2</sup>), khu đô thị mới Đặng Xá (10 - 12 triệu đồng/m<sup>2</sup>), khu chung cư cao cấp 45 Nguyễn Sơn (giá giao dịch 16,5 triệu/m<sup>2</sup>, giá gốc 10 triệu/m<sup>2</sup>),... cũng rất thu hút người mua do khoảng cách từ Việt Hưng vào trung tâm thành phố với vị trí là Hồ Gươm là tương đối thuận lợi so với những khu chung cư tại khu vực phía Tây Hà Nội và cũng thuận lợi hơn so với các khu đô thị Đặng Xá, Sài Đồng trên địa bàn.

## **2. Dự án trung tâm thương mại, văn phòng và khách sạn Cột Đồng Hồ, Hạ Long**

Dự án Cột Đồng Hồ - Hạ Long được khởi công vào ngày 3/2/2010 và đang trong giai đoạn san lấp mặt bằng do nền đất xây dựng là đất thuộc khu nấn biển của tỉnh Quảng Ninh. Thêm vào đó việc điều chỉnh diện tích dự án tăng lên gấp đôi từ mức 5.108 m<sup>2</sup> lên mức hơn 10.000 m<sup>2</sup>. Diện tích tăng thêm chủ yếu dùng làm quảng trường trung tâm của thành phố Hạ Long. Diện tích xây dựng không có thay đổi đáng kể so với thiết kế ban đầu của dự án.

### **Biểu đồ 2: Phối cảnh tổng thể dự án Cột Đồng Hồ – Hạ Long**



*Nguồn: PVR*

Vị trí của khu đất thuộc loại đẹp nhất tại TP. Hạ Long – Quảng Ninh hiện nay với giá lên tới gần 80.000.000/m<sup>2</sup>. Tại khu vực quanh dự án hầu như chưa có chung cư cao cấp. Dự án được đánh giá là cung cấp căn hộ cao cấp nhất tại Hạ Long – Quảng Ninh khi hoàn thành. Tổng mức đầu tư dự kiến 900 tỉ đồng bao gồm 1 tòa tháp đôi cao 21 tầng nổi và 2 tầng hầm với tổng diện tích 31.705 m<sup>2</sup> với thời hạn thuê đất 50 năm. 1 bên tháp sẽ là chung cư cao cấp nhất tại Hạ Long, tháp còn lại là khách sạn 4 sao hiện đại nhất tại Hạ Long cho tới lúc dự án hoàn thành. Tầng đế gồm 5 tầng nổi 2 bên tháp với nhau sẽ là trung tâm thương mại lớn tại thành phố Hạ Long.

- Tháp A là khu căn hộ cao cấp với tổng diện tích hơn 12.000 m<sup>2</sup> với 120 căn hộ cao cấp với giá bán dự kiến từ 20 – 25 triệu/m<sup>2</sup>.
- Có 3.000 m<sup>2</sup> làm văn phòng cho thuê, theo phía PVR thì Ngân hàng Quốc tế (VIB) đã đồng ý thuê lại toàn bộ diện tích 3.000 m<sup>2</sup> văn phòng trong dài hạn.
- Tháp B là khách sạn từ tầng 7 – 21 là khách sạn bao gồm 255 phòng đạt tiêu chuẩn 4 sao với giá cho thuê bình quân 70 USD/ngày. Theo thảo sát của chúng tôi thì tại Hạ Long công suất sử dụng phòng bình quân có thể đạt 65%. Diện tích tầng 1 của khách sạn gồm 718 m<sup>2</sup> làm sảnh chính, phòng đợi, tầng 4 gồm 1.490 m<sup>2</sup> là khu vực nhà hàng tầng kỹ thuật (Doanh thu hoạt động ăn uống, nhà hàng bằng 35% doanh thu buồng, doanh thu các dịch vụ giặt là, điện thoại bằng 3,5% doanh thu buồng), tầng 5 gồm 583 m<sup>2</sup> là khu sauna, yoga, massage, tầng 6 gồm 409 m<sup>2</sup> là phòng họp, thể dục thẩm mỹ, karaoke, câu lạc bộ (doanh thu dịch vụ này bằng khoảng 10% doanh thu phòng khách sạn). Tầng mái trên cùng là quán bar, bể bơi với diện tích 1.155 m<sup>2</sup> (doanh thu hoạt động giải khát đồ uống bằng 7,5% doanh thu buồng). Tầng hầm là bãi gửi xe của khách sạn với diện tích 3.120 m<sup>2</sup>.
- Trung Tâm thương mại bao gồm Các tầng 2-3 của tháp B, toàn bộ tầng 1-5 của tháp A, phần chân đế nối 2 tháp với nhau và 1 phần tầng hầm. Diện tích trung tâm thương mại dự kiến cho thuê được vào khoảng 13.000 m<sup>2</sup> với giá cho thuê



khoảng 19 triệu/m<sup>2</sup> chưa bao gồm các lệ phí, dịch vụ cung cấp cho trung tâm thương mại. Hiện nay Big C đang đàm phán với PVR để thuê lại toàn bộ diện tích trung tâm thương mại của tòa nhà để mở Trung tâm thương mại Big C Quảng Ninh với hợp đồng thuê dài hạn 48 năm từ khi tòa nhà đi vào vận hành.

**Bảng 2: Doanh thu – chi phí – lợi nhuận dự án Cột Đồng Hồ - Hạ Long**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Doanh thu dự án</b>	<b>213,028,800,000</b>	<b>551,872,000,000</b>	<b>394,984,125,000</b>	<b>91,794,150,000</b>	<b>103,203,075,938</b>
<b>Doanh thu từ bán căn hộ</b>	105,600,000,000	264,000,000,000	158,400,000,000	-	-
<b>Trung tâm thương mại</b>	83,428,800,000	227,872,000,000	125,143,200,000	-	-
<b>Văn phòng cho thuê</b>	24,000,000,000	60,000,000,000	36,000,000,000	-	-
<b>Tầng hầm, khác</b>			8,870,400,000	8,870,400,000	8,870,400,000
<b>Khách sạn</b>			66,570,525,000	82,923,750,000	94,332,675,938
<b>Tổng chi phí</b>	75,920,000,000	186,800,000,000	112,880,000,000	13,058,768,209	17,117,374,048
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>102,831,600,000</b>	<b>273,804,000,000</b>	<b>211,578,093,750</b>	<b>59,051,536,343</b>	<b>64,564,276,417</b>
<b>Lợi nhuận của PVR (51%)</b>	<b>20,566,320,000</b>	<b>54,760,800,000</b>	<b>42,315,618,750</b>	<b>11,810,307,269</b>	<b>12,912,855,283</b>

*Nguồn: PVR, PSI dự báo*

**NAV của dự án Cột Đồng Hồ – Hạ Long đạt 142.989.143.204 đồng, thời gian hoàn vốn dự kiến 4 năm.**

Dự án Cột Đồng Hồ nằm tại vị trí đắc địa đẹp nhất thành phố Hạ Long hiện nay do 1 mặt tiếp giáp với trung tâm thương mại của thành phố Hạ Long, một mặt nhìn ra bờ biển Vịnh Hạ Long. Tại địa bàn thành phố Hạ Long hiện nay chưa có khu chung cư cao cấp có quy mô tương đương với dự án. Ngoài ra, thu nhập đầu người của tỉnh Quảng Ninh hiện nay đạt 1.400 USD/người/năm, với dân số khoảng 1,1 triệu người. Chúng tôi đánh giá thị trường bất động sản tại tỉnh Quảng Ninh là thị trường rất tiềm năng cho hoạt động kinh doanh của PVR.

Dự án khách sạn tại Tháp B của tòa nhà cũng tỏ ra rất có hiệu quả kinh tế khi mà Quảng Ninh là trung tâm văn hóa – Du lịch lớn của các tỉnh phía Bắc với Vịnh Hạ Long được xếp hạng kỳ quan thiên nhiên thế giới. Lượng khách du lịch hàng năm đến Hạ Long đạt 4,2 triệu lượt người, trong đó khách quốc tế đạt 2,35 triệu, doanh thu hoạt động du lịch ước đạt 2.800 tỉ đồng/năm. Cạnh tranh tại các khách sạn tại Hạ Long hiện nay với cùng đẳng cấp 4 sao đến từ 10 khách sạn đang hoạt động hiện nay gồm:

**Bảng 3: Khách sạn 4 sao tại Hạ Long**

STT	Tên khách sạn	Địa chỉ	Số phòng	Giá phòng (USD)
1	Hạ Long - Plaza ****	Số 8, đường Hạ Long, Bãi Cháy, Hạ Long	185	<b>140-350</b>
2	Heritage Hạ Long ****	Số 88, đường Hạ Long, Bãi Cháy, Hạ Long	101	<b>70 - 150</b>
3	Sài Gòn Hạ Long ****	Đường Hạ Long, Bãi Cháy, Hạ Long	228	<b>70-150</b>
4	Hạ Long Dream ****	Số 10, đường Hạ Long, Bãi Cháy, Hạ Long	184	<b>108-278</b>
5	Hoàng Gia Casino ****	Đường Hạ Long, Bãi Cháy, Hạ Long	134	<b>130-280</b>

6	Grand Hạ Long ****	Đường Hạ Long, Bãi Cháy, Hạ Long	117	95-300
7	Hạ Long Pearl ****	Đường Hạ Long, Bãi Cháy, Hạ Long	184	120-230
8	Asean Hạ Long ****	Khu 4B, đường Hậu Cần, Bãi cháy, Hạ Long	101	120-240
9	Mithrin Hạ Long ****	Đông Hùng Thắng, Bãi Cháy, Hạ Long	88	85-160
10	Khách sạn Novotel ****	<b>Đường Hạ Long, p. Bãi Cháy, tp. Hạ Long</b>	<b>214</b>	<b>90-190</b>

Nguồn: PSI tổng hợp

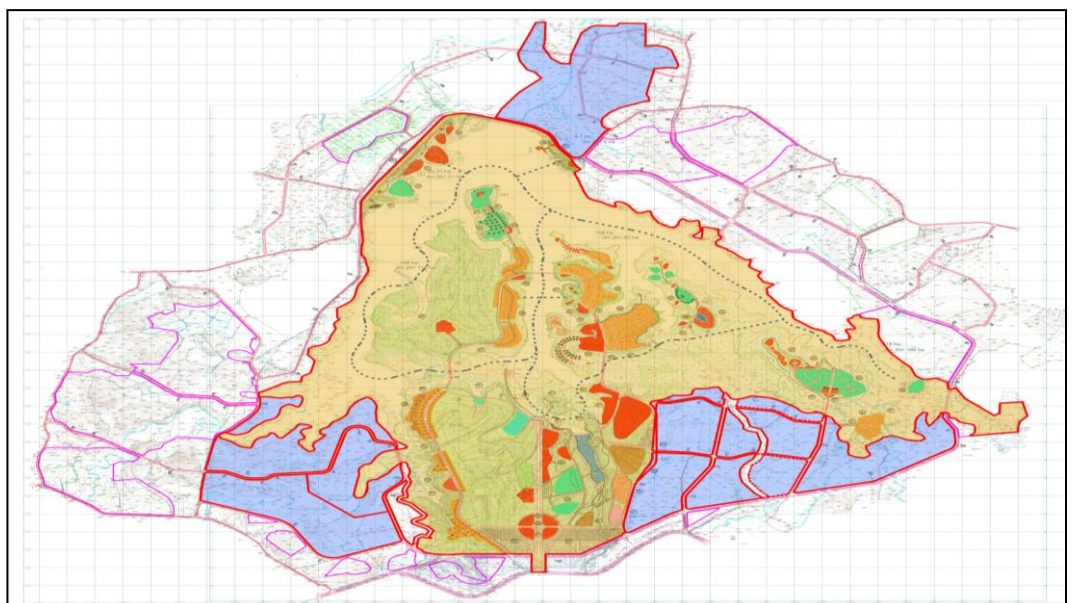
Tỉ lệ lấp đầy của các khách sạn 4 sao tại Hạ Long theo khảo sát hiện nay đạt khoảng 50-55% bình quân trong năm. Và tỉ lệ này ngày càng tăng cao do nhu cầu ở khách sạn sang trọng ngày càng tăng so với nhu cầu ở khách sạn hàng trung bình và thấp. Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh khách sạn tương đối tốt tại các trung tâm du lịch.

### 3. Dự án khu du lịch quốc tế cao cấp Tân Viên

Khu du lịch hồ quốc tế cao cấp Tân Viên thuộc địa bàn 4 xã thuộc huyện Ba Vì – Hà Nội. Với tổng diện tích quy hoạch toàn khu 1.024,8 ha trong đó diện tích mặt nước là 730,09ha, diện tích mặt đất trên bờ là 291,51 ha và 183,2 ha là diện tích đất trên đảo. Dự án sẽ được xây dựng làm 3 giai đoạn với tổng mức đầu tư gần 5.100 tỉ đồng và giai đoạn 1 dự kiến đầu tư hơn 825 tỉ đồng.

Tuy nhiên, dự án đã bị tạm dừng từ năm 2007 do những tranh chấp, vướng mắc về thu hồi đất ở các diện tích đất nông trường, trại gà nằm trong diện tích đất thu hồi cho dự án không thống nhất được với chủ cũ. Năm 2010, dự án mới bắt đầu khởi động trở lại, hiện nay dự án đang trong giai đoạn kiểm đếm đất và đền bù, giải phóng mặt bằng. Ít nhất năm 2011 dự án mới có khả năng đem lại doanh thu. Dự án được miễn tiền thuê đất 50 năm và có thể được gia hạn thêm 50 năm tiếp theo. Ngoài ra, chúng tôi vẫn còn nhiều quan ngại về tiến độ triển khai dự án do tiến độ đền bù, giải phóng mặt bằng diễn ra rất chậm chạp.

**Biểu đồ 3: Quy hoạch chi tiết dự án Tân Viên – Ba Vì - Hà Nội**



Nguồn: PVR



**Bảng 4: Quy hoạch chung diện tích xây dựng toàn khu Tản Viên**

TT	Loại đất	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Diện tích sàn (m <sup>2</sup> )
I	Khu trung tâm dịch vụ đón tiếp và vui chơi giải trí phía Bắc	30.249	
1	Khu dịch vụ và vui chơi giải trí	9.658	1.576
2	Khu trung tâm đón tiếp	16.733	6.205
II	Khu công viên văn hóa ẩm thực	221.855	
1	Làng nướng	24.066	13.537
2	Khu thủy vọng lâu	16.252	9.142
3	Khu dịch vụ tổng hợp	56.834	29.032
4	Khách sạn	7605	4278
5	Công viên đá và hoa	23.315	1.749
6	Cây xanh vườn hoa	18.845	
7	Đường giao thông	4.950	
III	Khu đảo Thanh Niên	83.517	
1	Biệt thự	49.718	32 căn
	Bungalow cao cấp	8.662	16 căn
2	Nhà hàng, câu lạc bộ đêm	16.796	4.409
3	Câu lạc bộ, massage, thể dục thẩm mỹ	872	425
4	Sân tennis	2.113	
5	Khu trung tâm đón tiếp, thông tin, nhà hàng	2.250	1.547
6	Giao thông	21.277	
IV	Khu đảo Yên Bình	196.845	
1	Biệt thự		25 căn
	Biệt thự cao cấp	44.559	10 căn
2	Khách sạn cao cấp	13.627	9.369
3	Khu bungalow		30 căn
4	Khu dịch vụ công cộng		25.786
5	Trung tâm dịch vụ thương mại	6.910	5.614
6	Đất cây xanh cảnh quan	31.938	
7	Giao thông	33.218	
V	Khu đảo Yên Tĩnh	245.296	
1	Biệt thự	10.241	95 căn
2	Khách sạn cao cấp	27.630	37.991

	Khu bungalow		38 căn
	Khu trung tâm công cộng	12.708	3.971
	Cây xanh cảnh quan	19.919	
	Giao thông	50534	
<b>VI</b>	<b>Khu tổ hợp khách sạn và giải trí cao cấp</b>		
	Khu khách sạn, casino và dịch vụ	46.177	75.038
	Câu lạc bộ, DV thể thao...	1.995	5.463
	Khu biệt đảo	21.925	8 căn
	Cây xanh cảnh quan	26144	
	Giao thông	14.165	
<b>VII</b>	<b>Khu đảo Bãi Cháy</b>	<b>185.650</b>	
	Khu biệt thự	50.847	70 căn
	Khu bar, café, CLB,...	9.028	4315
	Lâu đài thiên đường	33.314	10.411
	Cây xanh cảnh quan	21.317	
	Giao thông	67.798	
<b>VIII</b>	<b>Đảo Toàn Mai</b>	<b>42.595</b>	
	Biệt thự	32.863	29 căn
	Cây xanh cảnh quan	999	
	Giao thông	8.118	
<b>IX</b>	<b>Đảo II.G</b>	<b>11.682</b>	
	Biệt thự	8.291	6 căn
	Công trình dịch vụ thương mại	3.391	2.204
<b>X</b>	<b>Khu tổ hợp du lịch phía Nam</b>	<b>2.704.639</b>	
<b>A</b>	<b>Khu sân golf số 2</b>		
	Biệt thự sân golf	145.958	136 căn
	Khu spa nghỉ dưỡng, CLB...	28.037	9.462
<b>B</b>	<b>Khu tổ hợp dịch vụ</b>		80.900
	Khách sạn trung tâm	81.664	71.456
	Trung tâm dịch vụ thể thao mặt nước đa năng	12.062	2.261
<b>C</b>	<b>Giao thông</b>	<b>94.607</b>	
<b>XI</b>	<b>Khu sân golf I đảo 73</b>	<b>1.078.178</b>	
	Biệt thự sân golf I đảo 73	109.977	95 căn
	Câu lạc bộ golf, khu trị liệu		10.153
	Khu kỹ thuật, nghỉ dưỡng...	1.389	17.761

Cây xanh cảnh quan	55.087
Giao thông	37.661

*Nguồn: PVR*

Chúng tôi đánh giá cao triển vọng của dự án Tản Viên với những lợi thế từ việc phát triển dự án khu du lịch tại Ba Vì – Hà Nội. Kế hoạch doanh thu lợi nhuận của dự án như sau:

**Bảng 5: Kế hoạch doanh thu – lợi nhuận khu du lịch Tản Viên**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Tổng mức đầu tư</b>	2,244	442,876	1,936,117	1,619,152	799,021	387,796	-
<b>Doanh thu</b>	-	-	<b>852,945</b>	<b>1,459,997</b>	<b>1,381,643</b>	<b>999,715</b>	872,987
<b>Chi phí</b>	-	-	64,047	117,136	159,451	162,648	178,240
<b>Khấu hao</b>	-	-	-	57,874	129,851	129,851	212,238
<b>Trả lãi vay</b>	-	2,087	8,906	6,517	4,494	264,058	264,058
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	-	-	<b>2,087</b>	<b>779,992</b>	<b>1,278,470</b>	<b>1,087,848</b>	<b>218,451</b>

*guồn: PVR, PSI dự báo*

**NAV của dự án khu du lịch cao cấp Tản Viên chúng tôi ước tính vào khoảng 1.913.220.000.000 VNĐ.**

Dự án Khu du lịch cao cấp Tản Viên nằm tại vị trí rất đẹp thuộc dãy núi Ba Vì – Hà Nội với diện tích mặt nước lớn, có các đảo lớn nằm trên mặt hồ cảnh quan thiên nhiên rất thuận lợi để phát triển dự án du lịch sinh thái, khu nghỉ dưỡng sinh thái, sân golf tự nhiên. Thêm vào đó, việc đầu tư phát triển các dự án du lịch tại dãy núi Ba Vì đã thu hút được nhiều nhà đầu tư và nhiều dự án đã, đang triển khai như: Khu du lịch Khoang Xanh, Khu du lịch Ao Vua, khu du lịch Suối Ngọc – Vua Bà, khu du lịch Suối Tiên, Tản Đà Resort, Asian Resort, V-Resort,... đã và đang thu hút rất nhiều du khách đặc biệt là các khách du lịch tại Hà Nội lên nghỉ dưỡng cuối tuần và vào các ngày lễ tết.

Thêm vào đó nhu cầu mua nhà nghỉ dưỡng sinh thái hiện nay cũng đang tăng mạnh đặc biệt là các khu nghỉ dưỡng ven biển do điều kiện thuận lợi. Các khu nghỉ dưỡng trên núi, mặt hồ cũng đã được phát triển và chủ yếu tập trung tại Phía Bắc do khu vực phía Bắc biển nằm xa khu vực trung tâm và biển khu vực phía Bắc không hấp dẫn du khách bằng biển khu vực phía Nam.

Theo thống kê chưa đầy đủ của CBRE thì hiện nay ở Miền Bắc cung cấp biệt thự nghỉ dưỡng có 3 sân golf và 3 khu sinh thái với tổng số 970 biệt thự và 566 căn hộ. Khu vực miền trung có 4 sân golf và 18 khu sinh thái với tổng số 1.085 biệt thự, 511 căn hộ. Tại khu vực miền Nam có 8 sân golf và 17 dự án khu sinh thái với tổng số 5.104 căn biệt thự đã cung cấp ra thị trường. Gần đây có dự án. Trong đó nổi tiếng nhất tại khu vực phía Bắc là Tuần Châu Residences tại Quảng Ninh, Flamengo Đại Lải – Mê Linh – Vĩnh Phúc, Cát Bà Amatina – Hải Phòng,...

Nhu cầu biệt thự sinh thái giai đoạn 2007-2009 tăng mạnh, tuy nhiên đến nửa cuối năm 2010, chúng tôi nhận thấy xu hướng đã chững lại, sự tăng trưởng của phân khúc nhà nghỉ dưỡng đã không còn mạnh mẽ như thời gian trước đây.

**4. Dự án trung tâm thương mại, nhà ở, căn hộ Megastar Duminium – Vĩnh Hưng**

Dự án được xây dựng trên diện tích 6.054,9 m<sup>2</sup> bao gồm 4.285,2 m<sup>2</sup> đất thuộc Công ty Điện tử Hà Nội (Hanel) và 1.769,7 m<sup>2</sup> thuộc Công ty TNHH Kinh doanh Nhà Vĩnh Hưng (NVH), toàn bộ diện tích đất đã phá dỡ công trình và hoàn thành giải phóng mặt bằng chờ bàn giao đất. Diện tích xây dựng của dự án là 2.660 m<sup>2</sup>, tổng diện tích xây dựng bao gồm cả tầng hầm là 96.112 m<sup>2</sup> bao gồm 3 tầng hầm và 35 tầng nổi. Từ tầng 1-4 được thiết kế là trung tâm thương mại, từ tầng 5-35 là căn hộ để ở, 3 tầng hầm là nơi để xe của tòa nhà. Tổng diện tích thực tế căn hộ là 57.614 m<sup>2</sup> với số căn hộ thực tế là 728 căn. Trong đó 696 căn hộ phòng thông từ tầng 5-33, và 32 căn hộ cao cấp ở tầng 34 và 35.

PVR dự kiến sẽ mua lại sàn các tầng 7, 10, 13-15, 21-30 tức 15 tầng với tổng diện tích sàn là 36.000 m<sup>2</sup> dưới hình thức nhà đầu tư thứ cấp để kinh doanh. Giá vốn dự án bao gồm cả VAT vào khoảng 16 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

Dự án hiện nay đã khởi công tuy nhiên tiến độ đã bị chậm so với kế hoạch ban đầu, doanh thu từ tiền ứng trước 1 phần của dự án PVR đã thu của khách hàng nhưng chưa thể ghi nhận doanh thu do dự án chưa hoàn thành phần móng công trình.

**Biểu đồ 4: Phối cảnh tòa nhà Duminium Vĩnh Hưng – Hà Nội**



Nguồn: PVR

**Bảng 6: Dự báo kết quả tài chính dự án Duminium Vĩnh Hưng**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Doanh thu dự án</b>	<b>64,440,000,000</b>	<b>124,920,000,000</b>	<b>283,932,000,000</b>	<b>151,308,000,000</b>	<b>35,100,000,000</b>
Bán căn hộ, biệt thự	64,440,000,000	124,920,000,000	283,932,000,000	151,308,000,000	35,100,000,000
Tầng hầm, khác	-	-	-	-	-
<b>Tổng chi phí</b>	<b>144,892,800,000</b>	<b>119,093,724,000</b>	<b>231,686,433,000</b>	<b>86,400,000,000</b>	<b>-</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>- 60,339,600,000</b>	<b>4,369,707,000</b>	<b>39,184,175,250</b>	<b>48,681,000,000</b>	<b>26,325,000,000</b>

Nguồn: PVR, PSI dự báo



**NAV của dự án Duminium Vĩnh Hưng đạt 17.520.837.471 VNĐ.**

Tại khu vực trên dọc đường Lĩnh Nam, chúng tôi đánh giá có dự án Căn hộ cao cấp Lilama cao 27 tầng đại số 49 Lĩnh Nam là đối thủ cạnh tranh chính, ngoài ra còn có tổ hợp căn hộ của Vinaconex 3 tại Mai Động khá gần vị trí dự án đang triển khai.

Tuy nhiên, nhu cầu về căn hộ để ở tại khu vực Hà Nội, đặc biệt tại các khu vực trung tâm và sát trung tâm vẫn rất lớn. Xét về giao thông thì khu vực dự án Duminium Vĩnh Hưng vào các quận trung tâm đặc biệt khu vực hồ Hoàn Kiếm là tương đối thuận lợi hơn so với các dự án tại phía Tây Hà Nội. Theo khảo sát của chúng tôi, giá căn hộ tại khu vực này giai đoạn đầu vào khoảng 17,5-18 triệu đồng/m<sup>2</sup>, căn hộ đã hoàn thiện vào khoảng 20-22 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Vì vậy, việc đầu tư sản căn hộ của PVR là tỏ ra có hiệu quả kinh tế khi tiến độ thanh toán của PVR cho chủ đầu tư NVH theo tiến độ xây dựng, PVR cũng chủ động thu được tiền ứng trước của khách hàng mua căn hộ mà PVR bán ra.

**5. Dự án trung tâm thương mại, văn phòng, nhà ở km8 Giải Phóng**

Dự án được xây dựng trên diện tích khu đất 3.648 m<sup>2</sup> trong đó diện tích xây dựng là 1.824 m<sup>2</sup>, dự án bao gồm 2 tầng hầm và 25 tầng nổi với tổng diện tích 55.045 m<sup>2</sup> bao gồm cả 2 tầng hầm. Chi phí trả tiền thuê đất là 91,189 tỉ đồng với giá khoảng 50 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Giá vốn vào khoảng 13,7 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Trong đó 2 tầng hầm với diện tích 9.450 m<sup>2</sup>, diện tích 5 tầng trung tâm thương mại là 9.119 m<sup>2</sup>, và diện tích tầng căn hộ là 36.457 m<sup>2</sup>.

Dự án hiện nay vẫn đang trong quá trình hoàn tất thủ tục để chuẩn bị khởi công xây dựng. Chúng tôi ước tính ít nhất năm 2011 dự án mới đem lại doanh thu.

**Bảng 7: Dự báo kết quả tài chính dự án km8 Giải Phóng**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Doanh thu dự án</b>	<b>23,362,685,850</b>	<b>248,578,977,444</b>	<b>329,413,870,485</b>	<b>382,127,985,231</b>	<b>2,054,088,000</b>
<b>Bán căn hộ, biệt thự</b>	23,362,685,850	248,578,977,444	329,413,870,485	380,544,777,231	-
<b>Tầng hầm, khác</b>	-	-	-	1,583,208,000	2,054,088,000
<b>Tổng chi phí</b>	<b>14,348,971,759</b>	<b>142,533,059,512</b>	<b>188,720,501,796</b>	<b>218,157,329,108</b>	<b>787,572,320</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>5,531,142,738</b>	<b>65,073,631,458</b>	<b>86,334,567,150</b>	<b>100,618,357,166</b>	<b>777,180,076</b>

*Nguồn: PVR, PSI dự báo*

**Chúng tôi ước tính NAV của dự án đạt 158.602.941.646 VNĐ.**

Hiện nay, khu vực Giải Phóng và quanh khu vực có khá nhiều khu đô thị và chung cư như: Khu đô thị mới Định Công, Khu đô thị mới Linh Đàm, dọc xuống cuối đường Giải Phóng có các khu đô thị mới tại khu vực Tứ Hiệp, Văn Điển,... Vì vậy, mức độ cạnh tranh tại khu vực khá cao. Lợi thế của dự án là nằm tại mặt đường Giải Phóng, rất thuận tiện cho hoạt động thương mại, giao thông thuận lợi và khoảng cách vào khu vực trung tâm gần hơn so với các khu đô thị mới tại địa bàn huyện Thanh Trì.

**6. Dự án khu phức hợp quận 9, TP Hồ Chí Minh**

Dự án là sự hợp tác kinh doanh dưới hợp đồng BCC giữa Công ty Cổ phần Thương mại Kim Thái Dương (KTD) với PVR với tỉ lệ góp vốn 50:50. Trong đó KTD góp vốn bằng quyền sử dụng đất, PVR góp vốn để triển khai dự án. Khu đất có diện tích 23.651 m<sup>2</sup> bao gồm 2 lô đất có diện tích lần lượt là 10.185 m<sup>2</sup> và 13.466 m<sup>2</sup>.

Toàn bộ khu đất hiện nay là đất trống và đất nông nghiệp được ghép từ nhiều lô nhỏ lại mà thành. Tổng diện tích xây dựng 9.311 m<sup>2</sup> với tổng diện tích sàn xây dựng nổi 24 tầng là 190.015 m<sup>2</sup>, diện tích 2 tầng hầm là 19.430 m<sup>2</sup>. Diện tích căn hộ thực tế là 104.320 m<sup>2</sup>, diện tích giao thông, hành lang 6.775 m<sup>2</sup>, diện tích trung tâm thương mại – dịch vụ là 46.630 m<sup>2</sup>, còn lại là diện tích tầng hầm. Tổng mức đầu tư của dự án là 1.942 tỉ đồng, trong đó vốn chủ sở hữu là 385 tỉ đồng, vốn huy động của khách hàng 1.106 tỉ đồng và vốn vay ngân hàng 450 tỉ đồng.

**Biểu đồ 5: Phối cảnh dự án Phường Phương Long B – Quận 9 – TP. Hồ Chí Minh**



Nguồn: PVR

**Bảng 8: Dự báo kết quả tài chính dự án**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Doanh thu dự án</b>	<b>68,050,500,000</b>	<b>480,269,088,360</b>	<b>1,290,099,091,439</b>	<b>183,242,658,283</b>	<b>13,720,437,963</b>
<b>Bán căn hộ, biệt thự</b>	68,050,500,000	480,269,088,360	1,290,099,091,439	170,644,738,990	-
<b>Tầng hầm, khác</b>	-	-	-	12,597,919,293	13,720,437,963
<b>Tổng chi phí</b>	<b>65,883,635,782</b>	<b>465,093,723,674</b>	<b>1,247,562,925,496</b>	<b>167,962,821,635</b>	<b>4,610,970,053</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,625,148,164</b>	<b>11,381,523,515</b>	<b>31,902,124,457</b>	<b>11,459,877,486</b>	<b>6,832,100,933</b>
<b>LNST của PVR (50%)</b>	<b>812.574.082</b>	<b>5.690.761.757</b>	<b>15.951.062.229</b>	<b>5.729.938.743</b>	<b>3.416.050.466</b>

Nguồn: PVR, PSI dự báo

**Chúng tôi ước tính NAV của dự án vào khoảng 33.475.725.316 VND.**

Dự án sẽ chào bán với mức giá khởi điểm là 13,68 triệu đồng/m<sup>2</sup> và mức giá khi hoàn thiện là 14,52 triệu đồng/m<sup>2</sup>, giá bán trung bình là 14 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Đây sẽ là giá tương đối hấp dẫn so với các dự án hiện nay đang có tại khu vực.

Hiện nay tại địa bàn quận 9 – TP. Hồ Chí Minh có khá nhiều dự án đang triển khai như

E.Home Đông Sài Gòn 1 đã hoàn thiện và bán 13,4 triệu đồng/m<sup>2</sup>; Dự án E.Home Đông Sài Gòn 2 tọa lạc tại Nam Long – Phước Long B với giá bán từ 11,8 - 14 triệu đồng/m<sup>2</sup>; Green Building tại Nam Hòa – Phước Long với giá bán trung bình 19 triệu đồng/m<sup>2</sup>,...

Tuy nhiên, các dự án tại Tp.Hồ Chí Minh hiện nay mức độ thu hút khách hàng không cao do thị trường bất động sản trầm lắng thời gian dài từ 2008 tới nay. Dự án khu phức hợp của PVR phối hợp với KTD có thể sẽ hấp dẫn được khách hàng hơn các dự án khác bởi giá chào bán của dự án thuộc loại trung bình thấp với mức giá chào bán vào khoảng 720 USD/m<sup>2</sup> là mức tương đối hấp dẫn đối với khách hàng. Thêm vào đó vị trí của dự án đi vào trung tâm thành phố mất khoảng 40' đi xe nên sẽ khá hấp dẫn với các khách hàng có thu nhập vừa và thấp.

### 7. Dự án CT10-11 Văn Phú – Hà Đông

Dự án CT10-11 Văn Phú – Hà Đông được PVR nhận chuyển nhượng lại của Công ty Cổ phần Đầu tư Văn Phú (VPI) – chủ đầu tư dự án khu đô thị mới Văn Phú – Hà Đông. PVR đã đàm phán xong với PVI và đang chờ Đại hội đồng cổ đông PVR thông qua phương án nhận chuyển nhượng dự án. Dự án được hợp tác đầu tư dưới hình thức PVI góp vốn bằng quyền sử dụng đất, PVR góp vốn đầu tư xây dựng và kinh doanh dự án, sau đó trả lại cho PVI phần vốn góp bằng quyền sử dụng đất và chi phí nhận chuyển nhượng dự án.

Diện tích đất của dự án là 7.023 m<sup>2</sup>, trong đó đất xây dựng là 3.490 m<sup>2</sup>. Công trình có 2 tầng hầm với diện tích 13.494 m<sup>2</sup>, và 39 tầng nổi với diện tích 96.191 m<sup>2</sup> (trong đó diện tích kinh doanh thương mại là 7.955 m<sup>2</sup>, diện tích kinh doanh căn hộ là 62.088 m<sup>2</sup>). Tổng vốn đầu tư của dự án là 1.454 tỉ đồng, trong đó vốn chủ sở hữu là 245,499 tỉ đồng, vốn ứng trước của khách hàng là 919,719 tỉ đồng và vốn vay thương mại là 239,926 tỉ đồng.

**Bảng 9: Bảng đánh giá tài chính dự án CT10-11 Văn Phú – Hà Đông**

STT	Nội dung	Đơn vị	Giá trị
1	Tổng mức đầu tư dự kiến	đồng	1.454.542.839.700
2	Doanh thu hàng năm	đồng	67.444.923.884
3	Chi phí vận hành hàng năm	đồng	48.961.239.968
4	Tổng lợi nhuận sau thuế sau 25 năm	đồng	202.650.000.601
5	NPV	đồng	21.532.765.595
6	IRR	%	17.07%
7	Mức doanh lợi vốn đầu tư	lần	0,14
7	Thời gian thu hồi vốn dự kiến	năm	8,75

*Nguồn: PVR*

Dự kiến dự án nhanh nhất có thể thu được 1 phần doanh thu khi dự án xong được phần móng năm 2011. Dự án có tính khả thi cao do các căn hộ tại phía Tây Hà Nội hiện nay vẫn rất thu hút khách hàng do xu hướng dịch chuyển dân số sang phía Tây, nhất là những gia

đình làm việc tại phía Tây của Thành Phố.

Tại địa bàn dự án, đang có hàng loạt các dự án khu đô thị mới lớn đã và đang triển khai như khu đô thị mới Văn Quán, khu đô thị mới Văn Phú, khu đô thị mới USilk city, khu làng quốc tế Châu Âu,... với nguồn cung rất lớn hàng chục triệu m2 sàn căn hộ trong thời gian tới. Tuy nhiên, với mức giá khởi điểm vào khoảng 18,5 triệu đồng/m2, chúng tôi đánh giá dự án sẽ tiêu thụ hàng tương đối tốt, do theo khảo sát tại khu đô thị mới Văn Quán, giá bán 1 căn hộ đã vào khoảng 23-24 triệu đồng/m2. Chỉ có một số ít dự án có giá giao dịch dưới 20 triệu đồng/m2 trên địa bàn quận Hà Đông.

**8. Dự án khu du lịch văn hóa tây Hạ Long**

Dự án Khu đô thị du lịch sinh thái, văn hoá Hạ Long nằm trên địa phận 03 xã: Đại Yên, Việt Hưng thuộc TP Hạ Long và xã Hoàng Tân thuộc huyện Yên Hưng của tỉnh Quảng Ninh. Diện tích quy hoạch toàn khu là 8.000 ha, trong đó PVR đang nghiên cứu triển khai trên diện tích 1.1310ha. Dự án đã được phê duyệt quy hoạch 1/2000 và đang làm quy hoạch chi tiết 1/500.

Trong quy hoạch dự án PVR sẽ xây dựng 1 sân golf 18 lỗ trên diện tích 190 ha, xây dựng khu biệt thự sinh thái, dịch vụ khách sạn, casino, du lịch biển... trên diện tích 864 ha trong đó diện tích mặt đất là 754 ha, diện tích nước là 377 ha. Tổng mức đầu tư dự kiến 5.131 tỉ đồng, trong đó vốn tự có của chủ sở hữu và vốn huy động trước của khách hàng là 3.698 tỉ đồng, vốn vay thương mại là 1.432 tỉ đồng, NAV của dự án vào khoảng 800 tỉ đồng.

**Bảng 10: Bảng đánh giá tài chính dự án Khu du lịch văn hóa Tây Hạ Long**

STT	Nội dung	Đơn vị	Giá trị
I	Tổng mức đầu tư dự kiến	đồng	5.131.272.324.499
1	Khu sân golf	đồng	1.534.126.022.050
2	Khu Đảo Việt Móng Rồng	đồng	2.804.831.046.520
3	Khu Biệt đảo	đồng	13.800.000.000
4	Lãi vay trong thời gian xây dựng	đồng	343.239.549.072
5	Chi phí dự phòng	đồng	435.275.706.857
II	Tổng doanh thu dự kiến	đồng	9.933.928.323.271
III	Tổng lợi nhuận dự kiến	đồng	3.125.363.485.307
IV	Mức doanh lợi vốn đầu tư	lần	0,61
V	Thời gian thu hồi vốn dự kiến	năm	4
VI	NAV	đồng	800.000.000.000

Nguồn: PVR

**9. Dự án giai đoạn 2 khu B Kim Liên**

Dự án dự kiến được triển khai với sự hợp tác của PVR với Công ty Cổ phần Xây dựng Sông



Hồng (ICG) dưới hình thức hợp tác kinh doanh (BCC) với tỉ lệ góp vốn 50:50.

Diện tích toàn khu B Kim Liên là 52.070 m<sup>2</sup>, trong đó giai đoạn 1 ICG đã triển khai trên diện tích 12.924,8 m<sup>2</sup> bao gồm các nhà B4, B7, B10 và B14. Dự kiến giai đoạn 2 sẽ được triển khai trên diện tích 39.145,2 m<sup>2</sup> gồm các dãy nhà B còn lại trong toàn Khu tập thể Kim Liên cũ.

Diện tích xây dựng công trình thực tế là 7.058 m<sup>2</sup> với tổng diện tích sàn xây dựng dự kiến 279.994 m<sup>2</sup> trong đó có 3 tầng hầm với diện tích 27.000 m<sup>2</sup>, diện tích phần nổi là 252.994 m<sup>2</sup>. Các công trình cao từ 27-42 tầng. Dự án đem lại NAV cho PVR vào khoảng 65 tỉ đồng.

**Bảng 11: Bảng đánh giá tài chính dự án Khu B Kim Liên giai đoạn 2**

STT	Các chỉ tiêu chủ yếu	ĐVT	Giá trị
<b>I</b>	<b>Tổng vốn đầu tư</b>	<b>đồng</b>	<b>2.000.000.000.000</b>
1	Chi phí xây dựng	đồng	1.900.000.000.000
2	Lãi vay trong thời gian xây dựng	đồng	100.000.000.000
II	Lợi nhuận trước thuế	đồng	350.000.000.000
III	Thuế TNDN	đồng	87.500.000.000
<b>IV</b>	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>đồng</b>	<b>212.500.000.000</b>
<b>V</b>	<b>NPV</b>	<b>đồng</b>	<b>65.000.000.000</b>

Nguồn: PVR

### Đánh giá tổng hợp

Qua xem xét các dự án PVR đang triển khai, chúng tôi đánh giá năm 2010, hoạt động kinh doanh chính của PVR sẽ chưa thể đem lại doanh thu, doanh thu năm 2010 vẫn chủ yếu đến từ hoạt động tài chính. Từ năm 2011, chúng tôi kỳ vọng sẽ có doanh thu từ một loạt các dự án Công ty khởi công trong năm 2010 và cơ cấu doanh thu sẽ thay đổi so với thời gian từ 2007 – 2010.

**Bảng 12: Dự báo doanh thu, lợi nhuận của PVR trong các năm tới**

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>Doanh thu (tr VND)</b>	-	<b>494.612</b>	<b>1.931.766</b>	<b>2.767.310</b>	<b>1.651.129</b>	<b>1.807.366</b>
Giá vốn (tr VND)	-	401.679	1330.944	2.152.909	1.140.712	1.302.757
Tỉ trọng giá vốn/DT	-	81,2%	68,9%	77,8%	69,0%	72,1%
<b>Lợi nhuận gộp (tr VND)</b>	-	<b>92.933</b>	<b>600.822</b>	<b>614.400</b>	<b>513.417</b>	<b>504.609</b>
Lợi nhuận gộp/DT	-	18,8%	31,1%	22,2%	31,0%	27,9%
<b>LNST (tr VND)</b>	<b>11.578</b>	<b>45.091</b>	<b>424.026</b>	<b>432.010</b>	<b>351.094</b>	<b>341.435</b>
Lợi nhuận sau thuế/DT	-	9,1	22,0%	15,6%	21,2%	18,9%
ROA	1,68%	4,73%	24,65%	18,53%	12,72%	10,88%
ROE	1,82%	5,96%	32,64%	24,67%	16,81%	14,82%

Vốn điều lệ (tr VND)	600.000	700.000	1.000.000	1.200.000	1.400.000	1.500.000
EPS (VND)	193	644	4.240	3.600	2.508	2.276

*Nguồn: Kế hoạch PVR, PSI dự báo*

### Đánh giá tình hình tài chính

Công ty mới hoạt động năm 2007 và hoạt động dưới dạng Công ty đầu tư. Vì vậy doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính là kinh doanh bất động sản chưa hình thành do các dự án đang trong giai đoạn triển khai. Các số liệu tài chính đặc biệt là số liệu về hiệu quả kinh doanh của đơn vị rất thấp so với các doanh nghiệp trong ngành bất động sản.

**Bảng 13: Các chỉ tiêu tài chính của PVR**

		2007	2008	2009	1H/2010
<b>Lợi nhuận</b>	Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	-	-	-	-
	ROA	1,43%	5,61%	1,93%	1,75%
	ROE	1,47%	5,77%	1,95%	1,78%
<b>Cơ cấu vốn</b>	Hệ số nợ/Tổng tài sản	3,10%	2,75%	1,05%	1,87%
	Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	3,20%	2,84%	1,06%	1,87%

*Nguồn: PVR*

### MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ KHÁC

Ngoài các dự án BĐS đang triển khai, PVR còn đang triển khai dự án nhà máy sản xuất gỗ nhựa làm nguyên liệu đầu vào cho các dự án xây dựng bất động sản của đơn vị. Doanh thu sau 10 năm của dự án dự kiến đạt 408 tỉ đồng, NPV ước đạt 9,7 tỉ đồng.

**Bảng 14: Dự án sản xuất gỗ nhựa PVC**

STT	CÁC CHỈ TIÊU VỀ DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN	DVT	
1	Tổng doanh thu trước thuế sau 10 năm hoạt động	đồng	408,436,400,000
2	Doanh thu bình quân năm	đồng/năm	40,843,600,000
3	Tổng chi phí trước thuế sau 10 năm hoạt động	đồng	322,599,800,000
4	Chi phí bình quân năm	đồng/năm	32,260,000,000
5	Tổng lợi nhuận thu được sau 10 năm hoạt động	đồng	53,763,200,000
6	Lợi nhuận bình quân năm	đồng/năm	5,376,300,000
7	Hiện số giá thu chi (NPV)	đồng	9,707,900,000
8	Suất thu lợi nội tại (IRR)	>r=17%	28.18%
9	Thời gian thu hồi vốn có tính tới hệ số chiết khấu	11 tháng	6 năm
10	Thời gian thu hồi vốn nhờ lợi nhuận và khấu hao	1 tháng	4 năm
11	Tỷ suất lợi nhuận/Tổng mức đầu tư		1.29
12	Tỷ lệ lợi nhuận/doanh thu hàng năm		0.13

*Nguồn: PVR*

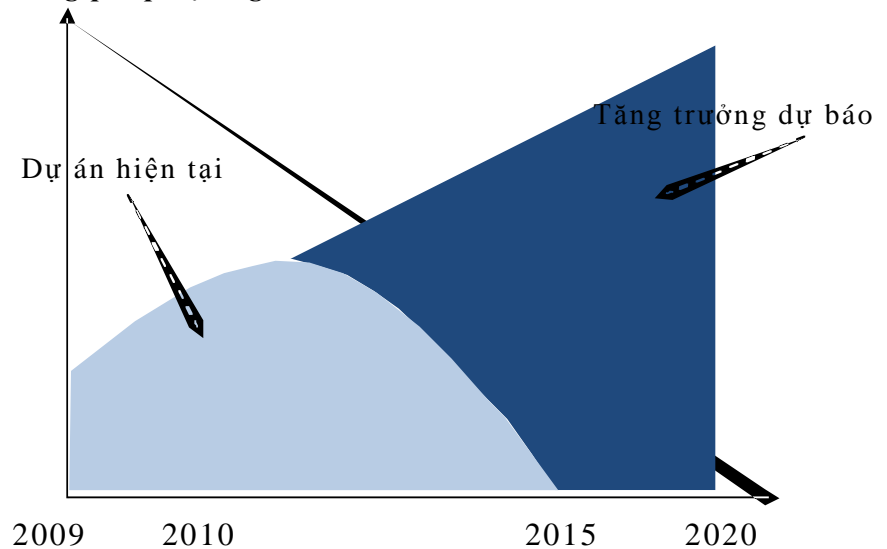
### ĐỊNH GIÁ

#### Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp NAV/cổ phiếu để xác định giá của cổ phiếu PVR. Ngoài ra chúng tôi sử dụng thêm 1 số phương pháp thường dùng khác để so sánh với các đơn vị cùng ngành như FCFE, FCFF, P/E và P/B.

**Phương pháp NAV/Share được tính toán như sau:**

**Biểu 6: Phương pháp định giá**



Nguồn: PSI Research

Từ 2016 chúng tôi dự báo với những giả định như sau:

- Tại các nước phát triển và có tốc độ tăng dân số thấp thì tỷ trọng đóng góp của BĐS/GDP chỉ khoảng 4%, còn tại các nước đang phát triển và dân số tăng nhanh thì tỷ lệ này cao hơn khá nhiều. Tỷ lệ này từ 6-10% tại Trung Quốc, Ấn Độ. Tỷ lệ đóng góp của ngành BĐS/GDP của Việt Nam cũng đang có sự thay đổi mạnh mẽ. Tốc độ tăng của ngành BĐS thường cao gấp 2-2.5 lần so với tốc độ tăng GDP hàng năm của Việt Nam từ nay cho tới năm 2020. Và tỷ trọng đóng góp của BĐS/GDP vào khoảng 5% trong tương lai,
- Mức tăng trưởng dự kiến từ 2016 trở đi vào khoảng 6%/năm
- Hệ số chiết khấu 15%/năm.

**NAV của công ty trong các năm tiếp theo từ 2016 trở đi vào khoảng 2.485.838.502.191 VNĐ.**

**Bảng 15: Tổng hợp NAV các dự án bất động sản của PVR**

Dự án	NAV (đồng)	NAV/Share
CT15 – Việt Hưng – Long Biên – Hà Nội	81.504.084.008	2.716,8
Cột Đồng Hồ - Hạ Long – Quảng Ninh	142.989.143.204	4.766,3
Khu du lịch cao cấp Tân Viên – Ba Vì – Hà Nội	1.913.220.000.000	63.774,0
Duminium Vĩnh Hưng – Hoàng Mai – Hà Nội	17.520.837.471	584,0
Km8 – Giải Phóng – Hai Bà Trưng – Hà Nội	158.602.941.646	5.286,7
Phường Phước Long B – Quận 9 – TP. HCM	33.475.725.316	1.115,8
CT10-11 Văn Phú – Hà Đông – Hà Nội	21.532.765.595	717,7

Khu du lịch sinh thái Tây Hạ Long – Quảng Ninh	800.000.000.000	26.666,7
Khu B Kim Liên giai đoạn 2 – Hà Nội	65.000.000.000	2.166,7
Từ 2016 trở đi	2.485.838.502.191	82.861,3
<b>TỔNG</b>	<b>5.719.683.999.431</b>	<b>190.656</b>

*Nguồn: PVR, PSI dự báo*

Tuy nhiên, theo khảo sát của PSI thì hiện nay thì các công ty Bất động sản đang niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán, đặc biệt là các công ty bất động sản lớn có mức chiết khấu giá theo NAV rất cao. Như SJS có mức chiết khấu lên tới 93%, VIC lên tới 85%, hầu hết các công ty bất động sản lớn có mức chiết khấu trên 75%, trong khi các công ty nhỏ hơn có mức chiết khấu thấp hơn và ở mức 50-70%.

Mức vốn hóa thị trường của PVR hiện nay đang ở mức 435 tỉ đồng, theo chúng tôi ước tính thì giá giao dịch của PVR hiện đang chiết khấu so với NAV ở mức 92,4%. Đây là mức tương đối cao hơn so với các doanh nghiệp bất động sản quy mô vừa và nhỏ ở giai đoạn đầu. Chúng tôi ước tính giá chiết khấu của PVR vào khoảng 85% so với NAV là mức giá hợp lý của cổ phiếu PVR.

Như vậy, mức giá định giá cổ phiếu PVR theo NAV của chúng tôi vào khoảng **28.598 VNĐ/cổ phần**

#### **Tổng hợp kết quả định giá khác**

Ngoài việc áp dụng phương pháp định giá theo NAV, chúng tôi định giá thêm bằng một số phương pháp khác bao gồm FCFE, FCFF, P/E, P/B thì mức giá bình quân vào khoảng **27.328 VNĐ/cổ phần**. Bảng tổng hợp định giá theo một số các phương pháp khác như sau:

**Bảng 16: Tổng hợp giá theo phương pháp FCFE, FCFF, P/E, P/B**

Phương pháp	Giá (đồng)
<b>FCFE</b>	52,808
<b>FCFF</b>	20,190
<b>P/E</b>	10,000
<b>P/B</b>	21,233

*Nguồn: PSI dự báo*

Mức giá hợp lý cho cổ phiếu PVR vào khoảng **27.328 VNĐ/cổ phần**.



**PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Doanh thu thuần</b>	-	-	<b>494,613</b>	<b>1,931,767</b>	<b>2,767,310</b>
Giá vốn hàng bán	-	-	401,679	1,330,944	2,152,909
<b>Lợi nhuận gộp</b>	-	-	<b>92,933</b>	<b>600,822</b>	<b>614,401</b>
<b>Doanh thu tài chính</b>	25,270	28,443	9,481	10,429	11,472
<b>Chi phí tài chính</b>	4,132	1,896	30,000	31,689	33,473
<b>Chi phí bán hàng</b>	-	-	-	-	-
<b>Chi phí quản lý DN</b>	13,988	11,677	13,429	15,443	17,760
<b>LN thuần từ HĐKD</b>	<b>7,151</b>	<b>14,870</b>	<b>58,985</b>	<b>564,119</b>	<b>574,640</b>
Lợi nhuận khác	576	568	1,136	1,250	1,375
<b>LN trước thuế</b>	<b>7,727</b>	<b>15,438</b>	<b>60,121</b>	<b>565,369</b>	<b>576,015</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6,372</b>	<b>11,578</b>	<b>45,091</b>	<b>424,027</b>	<b>432,011</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>330,238</b>	<b>687,791</b>	<b>953,979</b>	<b>1,720,524</b>	<b>2,331,221</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>288,349</b>	<b>553,886</b>	<b>643,787</b>	<b>1,279,132</b>	<b>1,694,393</b>
Tiền và tương đương tiền	40,684	409,979	435,973	1,051,849	1,448,193
<b>Đầu tư tài chính ngắn hạn</b>	<b>233,348</b>	<b>133,700</b>	<b>133,700</b>	<b>138,178</b>	<b>138,178</b>
Phải thu ngắn hạn	6,051	5,112	68,000	81,768	99,219
<b>Hàng tồn kho</b>	-	-	-	-	-
Tài sản ngắn hạn khác	8,267	5,095	6,114	7,337	8,804
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>41,889</b>	<b>133,905</b>	<b>310,192</b>	<b>441,393</b>	<b>636,828</b>
<b>Phải thu dài hạn</b>	-	-	-	-	-
<b>Tài sản cố định</b>	<b>9,119</b>	<b>59,141</b>	<b>261,658</b>	<b>389,796</b>	<b>581,953</b>
TSCĐ hữu hình	1,966	3,426	5,973	6,270	6,663
<i>Nguyên giá</i>	4,083	6,429	9,644	10,608	11,669
<i>Giá trị hao mòn lũy kế</i>	(2,117)	(3,003)	(3,671)	(4,339)	(5,006)
<b>Đầu tư tài chính dài hạn</b>	<b>32,188</b>	<b>34,125</b>	<b>35,831</b>	<b>37,623</b>	<b>39,504</b>
Tài sản dài hạn khác	582	40,639	12,703	13,973	15,371
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>330,238</b>	<b>687,791</b>	<b>953,979</b>	<b>1,720,524</b>	<b>2,331,221</b>
Nợ ngắn hạn	3,436	20,202	67,859	191,431	249,718
<b>Vay và nợ ngắn hạn</b>	-	-	10,000	20,000	24,000
Nợ dài hạn	16	30,016	130,016	230,016	330,016
Vay và nợ dài hạn	-	30,000	130,000	230,000	330,000
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>325,416</b>	<b>636,995</b>	<b>753,849</b>	<b>1,277,876</b>	<b>1,729,887</b>
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	300,000	600,000	700,000	1,000,000	1,200,000
Lợi nhuận chưa phân phối	19,858	31,436	41,527	265,554	517,565
Nguồn kinh phí, quỹ khác	1,371	579	2,255	21,201	21,601

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**

**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

**Trương Trần Dũng**  
dungtt@psi.vn

**Ninh Quang Hải**  
hainq@psi.vn

**Ngô Hồng Đức**  
ducnh@psi.vn

**Hồ Thị Thanh Hoàn**  
hoanhtt@psi.vn

**Ngô Thị Khánh Chi**  
chintk@psi.vn