

BÁO CÁO PHÂN TÍCH
CÔNG TY CỔ PHẦN KẾT CẤU
KIM LOẠI VÀ LẮP MÁY DẦU KHÍ - PXS



Tháng 10.2015

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
THÔNG TIN NIÊM YẾT

Tên Công ty	Công ty Cổ phần Kết cấu Kim loại & Lắp máy Dầu khí
Ngành nghề	Công nghiệp-Xây lắp
Sàn giao dịch	HSX
Mã chứng khoán	PXS
Vốn điều lệ	600 tỷ đồng
Vốn hóa: 14/10/2015	972 tỷ đồng
Giá cổ phiếu: 14/10/2015	16.200 đồng

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tổng Công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam	46,73%
Cổ đông nước ngoài: Mecom Marine & Offshore Engineering Pte Ltd Singapore (McPECOM)	9,17%
Quý Đầu tư Tăng trưởng Việt Nam (VF2)	5,48%
Cổ đông khác	38,62%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU


Công ty Cổ phần Kết cấu Kim loại & Lắp máy Dầu khí (PXS) là đơn vị thành viên của Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam. Được thành lập năm 1983 với chức năng cung cấp các dịch vụ chuyên ngành công nghiệp dầu khí, dân dụng và các ngành công nghiệp khác. Sản phẩm truyền thống của PXS là các kết cấu giàn khoan, bồn bể, đường ống công nghệ và các tuyến ống dẫn cho ngành công nghiệp Dầu khí.

Là một trong những doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp dầu khí, với vị thế, năng lực hoạt động và tiềm năng phát triển của công ty, chúng tôi đánh giá cơ hội đầu tư vào PXS là khá hấp dẫn trong ngắn và dài hạn.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Lợi thế lớn trong lĩnh vực xây lắp dầu khí:** PXS là một trong số rất ít công ty cơ khí, chế tạo, xây lắp dầu khí tại Việt Nam và có tốc độ tăng trưởng, năng lực sản xuất và lợi nhuận tốt trong ngành xây lắp dầu khí. Hiện nay tại thị trường Việt Nam, PXS chỉ có hai đối thủ cạnh tranh chính là PTSC MC và PV Shipyard, tuy nhiên áp lực từ đối thủ cạnh tranh là không lớn do cùng nằm trong tập đoàn dầu khí, do đó Công ty vẫn sẽ có nhiều lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực xây lắp dầu khí.
- **Hoạt động sản xuất kinh doanh có sự tăng trưởng tốt trong các năm gần đây:** Doanh thu và lợi nhuận có sự tăng trưởng tốt trong các năm trở lại đây. Khả năng hoàn thành vượt mức kế hoạch 2015: Doanh thu 2015 được bảo đảm bởi các dự án đang triển khai, nhiều hợp đồng được ký kết với giá trị lớn.
- **Tiềm năng phát triển tốt trong tương lai:** Chiến lược mục tiêu xây dựng PXS thành trụ cột của Tổng Công ty Xây lắp Dầu khí (PVC), đủ năng lực làm đầu mối đảm nhận các công việc mới để tiếp tục phát triển theo định hướng của Công ty mẹ PVC là tổng thầu các công trình Dầu khí trên bờ.
- **Nguồn nhân lực trình độ cao:** Thế mạnh rất lớn của PXS hiện là nguồn nhân lực đã được đào tạo trong vòng 4 năm qua (một khoản đầu tư chiến lược dài hơi của PXS và hiện đang bắt đầu thu được giá trị). Nhân lực có hơn 400 kĩ sư, thợ hàn có chứng chỉ quốc tế. Điều này về căn bản sẽ giúp chi phí nhân lực của PXS không tăng đáng kể so với qui mô của các hợp đồng sẽ triển khai.
- **Nguồn lực tài chính mạnh:** Cơ cấu tài sản tốt khi tài sản tạo tiền chiếm tỷ trọng lớn, tài sản ngắn hạn tập trung ở tiền và tương đương tiền. Nguồn lực tài chính dồi dào, được quản trị tốt tạo dòng tiền hoạt động ổn định, tạo thế chủ động cho các dự án đầu tư phát triển.
- **Cổ tức hàng năm ổn định từ 10% – 15%:** Với sự ổn định trong hoạt động sản xuất kinh doanh, hàng năm PXS vẫn đều đặn chia cổ tức từ 10%-15%. Điều này giúp PXS giữ được sự ổn định về nguồn vốn cũng như nhân sự.
- **Giá cổ phiếu sụt giảm mạnh, xuất hiện cơ hội đầu tư hấp dẫn:** giá cổ phiếu của PXS giảm mạnh trong thời gian qua cùng với giá dầu và nhóm cổ phiếu ngành dầu khí, làm xuất hiện cơ hội đầu tư hấp dẫn.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Lĩnh vực xây lắp chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu doanh thu, nên chịu ảnh hưởng rất lớn từ các biến động của thị trường như trượt giá nguyên vật liệu, chính sách đầu tư phát triển của Nhà nước... Ngoài ra, vài năm qua doanh thu hàng năm của PVC-MS phụ thuộc vào một vài dự án lớn. Nếu 1 dự án bị dừng hoãn sẽ ảnh hưởng rất lớn đến việc thực hiện chỉ tiêu kế hoạch.

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN (TỶ ĐỒNG)

	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	1.197	1.009	1.666
Lợi nhuận gộp	225	247	275
EBITDA	222	228	254
Lợi nhuận ròng	67	76	124
EPS (đ)	1.797	1.519	2.477
Cổ tức bằng tiền/cổ phiếu (đ)	1.300	1.250	2.300

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp PE,PB	20.085
Phương pháp FCFE	32.420
Giá trị hợp lý mỗi cổ phần (trung bình 2 phương pháp)	26.253

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG VÀ KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2015



Năm 2015, công ty đặt kế hoạch kinh doanh với doanh thu là 1.750 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế là 130 tỷ đồng, trên cơ sở thận trọng do tình hình biến động của giá dầu trên thị trường từ giữa 2014 đến nay.

Trong 9 tháng đầu năm, kết quả kinh doanh khá khả quan với doanh thu đạt 1.456 tỷ đồng (tăng 9% so với cùng kỳ 2014), lợi nhuận trước thuế đạt 118,5 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 92,5 tỷ đồng (giảm 10% so với cùng kỳ 2014), lần lượt hoàn thành 83% doanh thu và 91% kế hoạch LNTT cả năm. Tại thời điểm cuối quý 3, tổng tài sản PXS đạt 1.669 tỷ đồng, khoản phải thu khách hàng tăng 378 tỷ đồng so với đầu năm lên 601 tỷ đồng. Trong đó, PXS có khoản phải thu Ban điều hành dự án nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2 với số tiền 291 tỷ đồng.

Tình hình hoạt động

Hoạt động xây lắp: Trong 9 tháng đầu năm, hoạt động xây lắp dầu khí đóng góp phần lớn trong cơ cấu doanh thu của PXS và có sự tăng trưởng khá so với cùng kỳ năm 2014. Cụ thể, doanh thu từ hoạt động xây lắp đạt 1.424 tỷ đồng (chiếm 98% tổng doanh thu và tăng 20% so với cùng kỳ 2014). Hiện tại, PXS đang tiếp tục tiến hành các dự án đã kí kết như dự án EPCC Thái Bình, EPCC giàn khoan P5, P6, Nhiệt điện Thái Bình II, chân đế Thiên Ưng, Nghi Sơn... Tổng giá trị có thể ghi nhận của các dự án này theo kế hoạch trong năm nay vào khoảng 1.750 tỷ đồng.

Kế hoạch quý 4/2015:

Trong quý 3/2015, Công ty đã ký kết thêm hợp đồng kinh tế với ban quản lý dự án DKI và liên danh tổng thầu liên doanh Việt-Nga Vietsopetro (VSP). Với nội dung là thiết kế bản vẽ thi công, lập tổng dự toán, cung cấp vật tư thiết bị và thi công xây dựng công trình P7, P8, P9, P10. Tổng giá trị hợp đồng tạm tính là 2.710 tỷ đồng trong đó **phần PXS thực hiện tạm tính là 1.100 tỷ đồng**. Thời gian thực hiện hợp đồng là kể từ quý 3/2015 đến hết tháng 6/2016. Ngoài ra, hai hợp đồng mới ký kết là dự án Thỏ Trắng (19 tỷ đồng) và Sư Tử Trắng (324 tỷ đồng) cũng sẽ tiếp tục được PXS triển khai trong quý 4/2015. Trong đó dự án Sư Tử Trắng bao gồm ba hạng mục chính là chân đế và block nhà ở (7 triệu USD), khối thượng tầng (5 triệu USD). Cả hai dự án này dự kiến sẽ đóng góp khoảng 69 tỷ doanh thu trong quý 3 và quý 4/2015.

Theo chúng tôi đánh giá, dựa trên những hợp đồng đã ký kết và đang triển khai, PXS nhiều khả năng sẽ hoàn thành tốt kế hoạch được giao trong năm 2015

Doanh thu dịch vụ và lĩnh vực sản xuất kinh doanh khác:

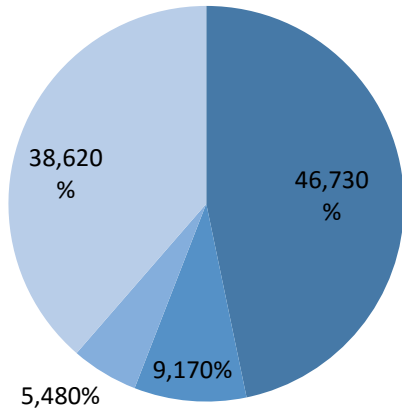
Lĩnh vực dịch vụ và sản xuất kinh doanh khác chỉ đóng góp dưới 2% trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2015. Công ty tiếp tục thực hiện các dịch vụ cho thuê nhân lực, khai thác tối đa các dịch vụ cảng biển và logistic tại Bãi cảng chế tạo kết cấu kim loại và Thiết bị Dầu khí, Sao Mai – Bến Đình, dịch vụ thương mại cung cấp vật tư thiết bị cho các nhà thầu Dầu khí.

Chúng tôi đánh giá trong 3 tháng cuối năm 2015, cùng với các hợp đồng đã ký kết mới, hoạt động kinh doanh của PXS sẽ tiếp tục có sự tăng trưởng khá. Dự báo kết quả kinh doanh năm 2015 với doanh thu cả năm đạt khoảng 1.780 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt khoảng 170 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ở mức 132 tỷ đồng, EPS pha loãng ở mức 2.300 đồng/cổ phần.



GIỚI THIỆU VỀ CÔNG TY

Cơ cấu cổ đông của PXS



- Tổng Công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam
- Mepcom Marine & Offshore Engineering Pte Ltd Singapore (McPECOM)
- Quý Đầu tư Tăng trưởng Việt Nam (VF2)
- Cổ đông khác

Lịch sử phát triển

Công ty cổ phần Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí (PVC-MS), tiền thân là Xí nghiệp Kết cấu Kim loại và Lắp đặt thiết bị được thành lập vào 19/08/1995 trực thuộc Xí nghiệp Liên hợp Xây lắp Dầu khí. Sau thời gian dài hoạt động, Xí nghiệp được đổi tên thành Xí nghiệp Kết cấu Kim loại và Lắp máy vào ngày 13/04/2006 theo Quyết định số 98/QĐ-XLKD của Công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí.

Sau khi chuyển đổi Công ty cổ phần xây lắp Dầu khí (đơn vị chủ quản của xí nghiệp) thành Tổng công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí (PVC), ngày 21/12/2007 Hội đồng Quản trị PVC ra quyết định số 01/QĐ-HĐQT-TCT “Thành lập công ty TNHH MTV Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí” với vốn điều lệ là 50 tỷ đồng. Ngày 04/11/2009, Hội đồng Quản trị PVC ra Quyết định số 916/QĐ-XLKD “phê duyệt phương án chuyển đổi công ty TNHH MTV Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí thành công ty cổ phần”.

Công ty PVC-MS chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần vào ngày 26/11/2006 theo Giấy Chứng nhận đăng ký kinh doanh số 3500834094 với vốn điều lệ 200 tỷ đồng.

Ngày 26/10/2007, Hội đồng quản trị Tập đoàn Dầu Khí Việt Nam ra Nghị Quyết số 3604/NQ-DKVN về việc thông qua đề án chuyển đổi Công ty Cổ phần Xây Lắp Dầu Khí (PVConstruction) thành Tổng Công Ty Cổ phần Xây Lắp Dầu Khí Việt Nam (PVC). Ngày 21/11/2007, Đại hội cổ đông bất thường đã chính thức thông qua đề án thành lập Tổng công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam. Ngày 21/12/2007, Hội đồng Quản trị PVC ra Quyết định số 01/QĐ-HĐQT-TCT: “Thành lập Công ty TNHH một thành viên Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí”;

Ngày 26/11/2009, Công ty chính thức chuyển đổi hình thức hoạt động từ Công ty TNHH MTV sang Công ty CP với số vốn điều lệ là 200 tỷ đồng (Theo giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 3500834094 do Sở kế hoạch đầu tư Tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu cấp ngày 26/9/2009).

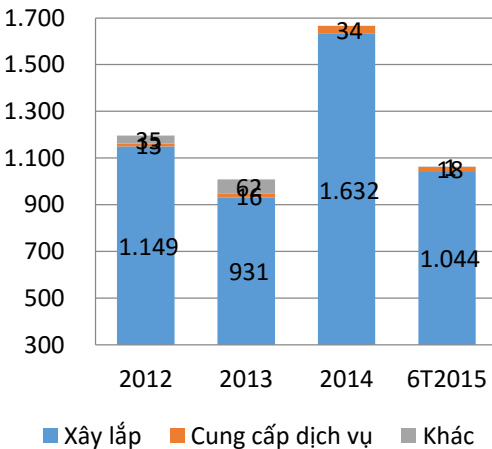
Vốn điều lệ

Vốn Điều lệ của Tổng công ty đến 10.2015 là: 600 tỷ đồng, tương ứng với 60.000.000 cổ phần.

Cơ cấu cổ đông đến 10.2015:

STT	Cơ cấu cổ đông	Cổ phần sở hữu	Tỷ lệ %
1	Tổng Công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam	28,035,822	46.73%
2	Mepcom Marine & Offshore Engineering Pte Ltd Singapore (McPECOM)	5,500,000	9.17%
3	Quý Đầu tư Tăng trưởng Việt Nam (VF2)	3,285,251	5.48%
4	Cổ đông khác	23,178,927	38.62%
6	Tổng	60,000,000	100.0%

Doanh thu thuần 2012-2015 (tỷ đồng)



TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Các lĩnh vực hoạt động chính

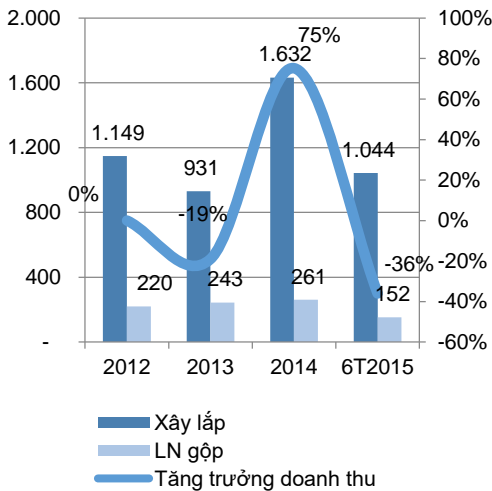
Hoạt động xây lắp

Hoạt động xây lắp chủ yếu của Công ty bao gồm: xây dựng hạ tầng, khảo sát, thiết kế, chế tạo, lắp đặt các chân đế giàn khoan, khối thượng tầng, các kết cấu kim loại, Xây dựng các công trình Dầu khí (ngoài khơi và trên đất liền)...

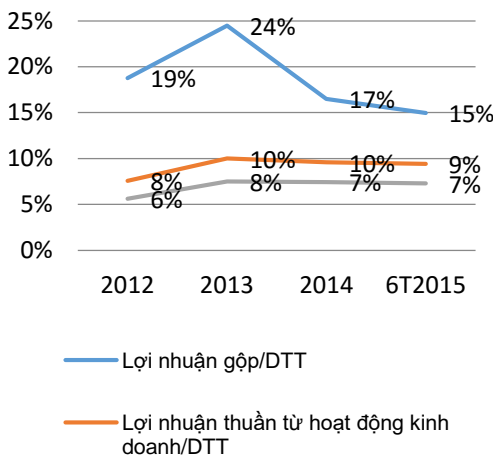
Mục tiêu cụ thể:

PXS sẽ tập trung thế mạnh vào phần xây lắp cốt lõi của phần cơ khí, điện và điện điều khiển, lắp đặt thiết bị siêu trường, siêu trọng, các công trình dầu khí trên bờ như: hệ thống đường ống dẫn sản phẩm dầu khí, nhà máy chế biến dầu khí, nhà máy điện... Từ năm 2016 trở đi, PXS tập trung thực hiện tổng thầu EPC các dự án chuyên ngành Dầu khí trên bờ theo nguyên tắc Công ty sẽ kết hợp với các đơn vị thành viên trong Tổng Công ty, các đối tác trong và ngoài nước và tăng dần tỷ trọng

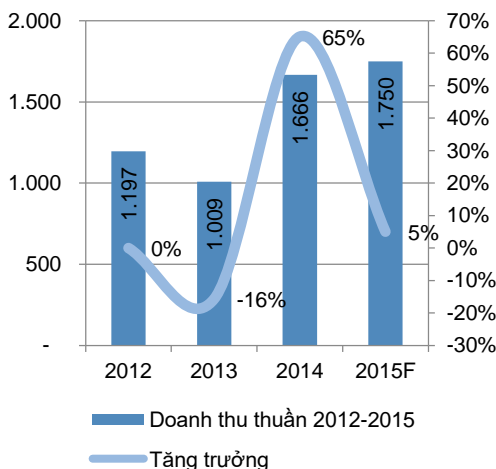
Doanh thu xây lắp



Biên lợi nhuận



Doanh thu và tăng trưởng



thực hiện của PXS theo thời gian, xây dựng mô hình chuẩn để thực hiện dự án nhỏ, trung bình và lớn theo hình thức tổng thầu EPC. Duy trì phát triển dịch vụ kỹ thuật chất lượng cao nhằm khai thác tối đa công suất bãi cảng của PXS tập trung vào các loại hình sản phẩm và thị trường...

Hiệu quả hoạt động.

Trong cơ cấu doanh thu thì doanh thu từ hoạt động xây lắp chiếm trên 90% trong khi về lợi nhuận thì chiếm trên 92%. Vì vậy có thể thấy PXS vẫn là công ty hoạt động tập trung trong lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của mình và hoạt động một cách có hiệu quả. PXS hiện là 1 trong 3 nhà thầu xây lắp chính thực hiện các công trình dầu khí trên biển bên cạnh 2 đơn vị khác cùng trong ngành dầu khí là PTSC M&C, Xí nghiệp Xây lắp Dầu khí của Vietsovpetro. Trong đó PXS và Xí nghiệp cơ khí của Vietsovpetro là khách hàng thường xuyên của nhau từ khi thành lập tới hiện tại và khách hàng chính của PXS trong suốt thời gian qua tới từ Vietsovpetro. Mặc dù cùng hoạt động trong cùng lĩnh vực và trong nội bộ tập đoàn nhưng sự phân chia các dự án, gói thầu cũng tương đối rõ ràng và vẫn đảm bảo được các hợp đồng gói thầu với từng đơn vị.

Mức biên lợi nhuận gộp của PXS theo đánh giá của chúng tôi là mức rất hấp dẫn trong ngành xây lắp, cơ khí chế tạo. PXS đã thể hiện được những điểm mạnh và sự hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của mình so với các công ty khác trong ngành. Hiệu quả hoạt động của PXS là dẫn đầu trong nhóm các công ty chuyên làm các công trình cơ khí trên biển với mức lợi nhuận gộp đạt mức 15 – 20%.

Các dự án đang triển khai và các hợp đồng được ký kết đảm bảo doanh thu trong năm 2015 và các năm tới:

Doanh thu của PXS có sự tăng trưởng khá trong 3 năm trở lại đây. Trong năm 2014: Công ty đã hoàn thành chế tạo lắp đặt các công trình/dự án cho ngành Dầu khí như: Diamond, P3,P4, BK16, chân đế H5... dự án về chế tạo thiết bị chuyên ngành như E-House Sư Tử nâu, E-House H5, cụm thiết bị Fuel & Gas Skid Thái Bình, Wellhead control Panel Thái Bình, Pipeline Sư Tử nâu... Trong năm 2015, PXS đang thực hiện các dự án như Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2, Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn, giàn nhà ở Sư Tử Trắng và chuẩn bị triển khai các công trình P7, P8, P9, P10, tham gia các dự án Kinh Ngự Tráng, Nhà máy Chế biến khí GPP Cà Mau, Nhà máy Nhiệt điện Sông Hậu 1, Nhiệt điện Long Phú 1, Dự án Khánh Mỹ, Đầm Rơi, Phú Tân, giàn nén khí Hoàng Long... Theo đó, năm 2015 chúng tôi đánh giá PXS có thể hoàn thành tốt các chỉ tiêu kế hoạch được giao, đồng thời Công ty có thể sẵn sàng thực hiện khối lượng công việc lớn trong những năm tiếp theo

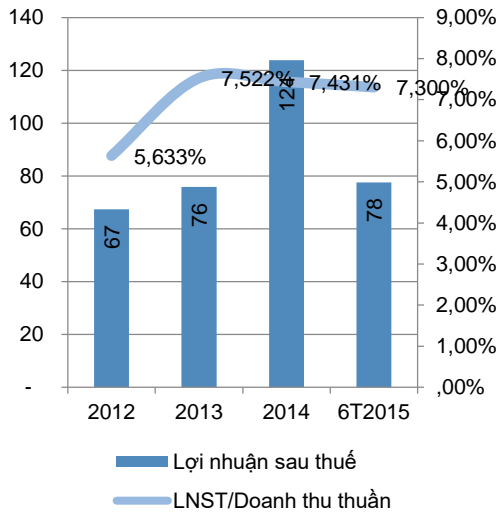
Các hợp đồng lớn được ký kết:

Dự án	Nhà đầu tư	Giá trị (tỷ đồng)	Kế hoạch	Doanh thu	
			<i>Khởi công</i>	<i>Kết thúc</i>	<i>2015F</i>
Dự án chân đế Thái Bình	Petronas	571	T5/2014	Q2/2015	361
Nhà máy ND Thái Bình 2	PVC	1,150	T5/2014	Q2/2016	462
Chân đế GK Thiên Ưng	VSP	205	Q3/2014	T3/2015	155
Dự án Nghi Sơn	JGCS	345	Q4/2014	Q4/2016	160
Dự án P5, P6	VSP	1,300	T9/2014	T4/2015	650
Dự án Thỏ trắng, Sư tử trắng	N/A	343	Q3/2015		
P7, P8, P9, P10	VSP	1.100	Q3/2015	T6/2016	

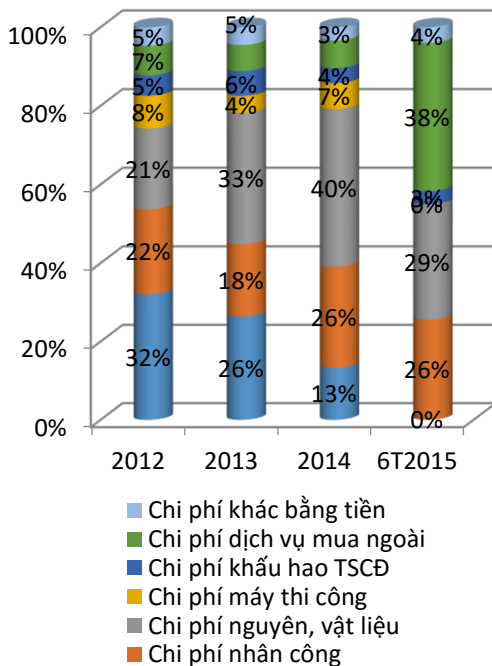
Nguồn: PXS

Để chuẩn bị việc thực hiện hàng loạt dự án trong tương lai, PXS sẽ đầu tư giai đoạn 2 của cảng Sao Mai Bến Đình, tổng vốn đầu tư là 259 tỷ VNĐ. Ngoài ra, PXS cũng đang tham gia chào thầu các dự án Kinh Ngự Tráng, Long Sơn. Đối với nhà máy hóa dầu Long Sơn, đây là công trình tương đối lớn với tổng giá trị toàn bộ lên đến 4,6 tỷ USD trong đó, hạng mục PXS tham gia đấu thầu là thi công công trình. Chúng tôi đánh giá triển vọng về xây lắp dầu khí trong thời gian tới là khá khả quan khi hàng loạt dự án trọng điểm về dầu khí đang được gấp rút đấu thầu, triển khai, qua đó giúp PXS tận dụng được các thế mạnh của mình và phát triển tốt trong các năm tới.

Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)



Cơ cấu chi phí theo yếu tố.



Cung cấp dịch vụ

Doanh thu về cung cấp dịch vụ chỉ đóng góp phần rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PXS (dưới 5%), chủ yếu là hoạt động khai thác dịch vụ cảng biển và logistics tại Bãi cảng chế tạo kết cấu kim loại và Thiết bị Dầu khí, Sao Mai – Bến Đình. Ngoài ra, doanh thu cung cấp dịch vụ còn bao gồm các dịch vụ cho thuê nhân lực dịch vụ thương mại cung cấp vật tư thiết bị cho các nhà thầu Dầu khí.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CÔNG TY

Kết quả kinh doanh:

Kết quả hoạt động kinh doanh và hiệu quả hoạt động của công ty đã tăng trưởng tốt từ 2012 sau khi trải qua những khó khăn chung của ngành dầu khí giai đoạn 2008-2010. Doanh thu thuần giai đoạn 2012-2014 tăng trưởng trung bình 8-12%/năm. Năm 2013 doanh thu giảm nhẹ và bắt đầu tăng trưởng đột biến vào năm 2014 với mức tăng 65%. Nguyên nhân là do năm 2014, hàng loạt dự án trọng điểm về dầu khí, được sự chỉ đạo tập trung và sát sao của Chính phủ và tập đoàn Dầu khí, được triển khai, kéo theo khối lượng công việc tăng đột biến, do đó khiến doanh thu và lợi nhuận năm 2014 tăng mạnh.

Doanh thu 9T.2015 đạt 1.456 tỷ đồng (tăng 9% so với cùng kỳ 2014), lợi nhuận trước thuế đạt 119 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 93 tỷ đồng (giảm 10% so với cùng kỳ 2014), lần lượt hoàn thành 83% doanh thu và 91% kế hoạch LNTT cả năm.

Lợi nhuận gộp 9T.2015 đạt 210 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 14,4%, giảm nhẹ so với cùng kỳ 2014. Hoạt động sản xuất kinh của Công ty tiếp tục ổn định, mặc dù khó khăn từ việc giá dầu giảm khiến toàn ngành dầu khí bị ảnh hưởng là không nhỏ.

Tỷ suất lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trong giai đoạn 2012-2015 khá ổn định và ở mức khá cao so với các công ty trong lĩnh vực xây lắp (từ 8-10%).

Theo đó, cùng với sự tăng trưởng của doanh thu, lợi nhuận trước thuế của PXS cũng tăng khá mạnh (tăng trung bình 7%/năm), tỷ suất lợi nhuận trước thuế/doanh thu trong giai đoạn 2012-2015 đạt từ 8-10%. Trong 6T.2015 tỷ lệ này đạt mức 9% tương đương so với cùng kỳ 2014.

Cơ cấu kết quả kinh doanh.

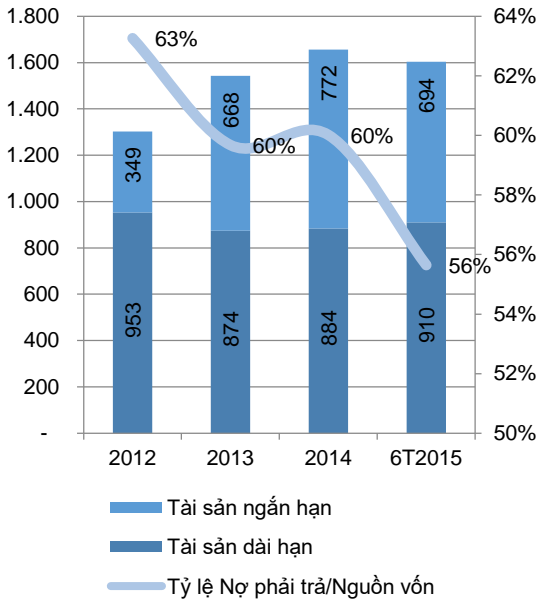
Chỉ tiêu	2012	2013	2014	9T2015
Doanh thu thuần	1,197	1,009	1,666	1,456
Giá vốn hàng bán	972	762	1,391	1.247
Lợi nhuận gộp	225	247	275	210
Doanh thu hoạt động tài chính	18	5	9	4
Chi phí tài chính	97	87	47	29
Chi phí quản lý doanh nghiệp	55	64	78	66
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	91	101	160	119
Lợi nhuận khác	-	1	-1	(1)
LNTT	91	102	159	119
LNST	67	76	124	93

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán, Báo cáo thường niên của PXS

Cơ cấu chi phí.

Chi phí giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng cao trong tổng chi phí. Tỷ lệ giá vốn hàng

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn



bán/doanh thu thuần đạt từ 76-85%% trong 3 năm qua. Trong 6 tháng đầu năm, tỷ lệ này đã giảm xuống mức 88.2%, đây là mức thấp nhất trong 3 năm qua.

Chi phí tài chính cũng là một khoản lớn trong cơ cấu chi phí. Hiện tại các khoản vay của PXS chủ yếu bằng Việt Nam đồng, lãi suất vay vốn bình quân là 5.5%/năm, thấp hơn mặt bằng chung của thị trường từ 4-5%. Thêm vào đó, chi phí lãi vay có xu hướng giảm mạnh trong 3 năm qua, do đó PXS không phải chịu quá nhiều áp lực về trả lãi vay.

Chi phí quản lý doanh nghiệp 3 năm qua được kiểm soát tốt, tỷ suất chi phí quản lý/doanh thu thuần ở mức 4%-5%.

Lãi vay giảm dần qua các năm

Đơn vị tính (tỷ đồng)	2012	2013	2014
Chi phí tài chính	97	87	47
Giảm		-10%	-46%
Trong đó: chi phí lãi vay	95	75	43
Giảm		-21%	-42%

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán, Báo cáo thường niên của PXS

Tình hình tài chính:

Tổng tài sản đến hết 2014 đạt 1.656 tỷ đồng, tăng 7% so với mức 1.542 tỷ đồng của năm 2013. Đến cuối quý II. 2015 tổng tài sản đạt 1.604 tỷ đồng, giảm nhẹ không đáng kể so với đầu năm.

Tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản với tỷ lệ từ 53%-73%, chủ yếu là tài sản cố định hữu hình, và giá trị này đang tăng dần theo các năm bao gồm: Bãi cảng chế tạo, các trang thiết bị, xe nâng, và các hạng mục phụ trợ đồng bộ. Tại 30/6/2015, TSCĐ của PXS đạt 761 tỷ đồng.

Tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng từ 27%-47% trong 3 năm qua, 6 tháng đầu năm, tỷ lệ này là 43%. Tiền và tương đương tiền, các khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn trong tài sản ngắn hạn, trong khi đó hàng tồn kho duy trì ở mức thấp hơn.

Cụ thể: Tiền và tương đương tiền chiếm từ 26%-50% tổng tài sản ngắn hạn, trong khi phải thu chiếm từ 30%-53% cơ cấu tài sản ngắn hạn. Hàng tồn kho chiếm tỷ trọng thấp hơn, chỉ từ 15%-21% tổng tài sản ngắn hạn.

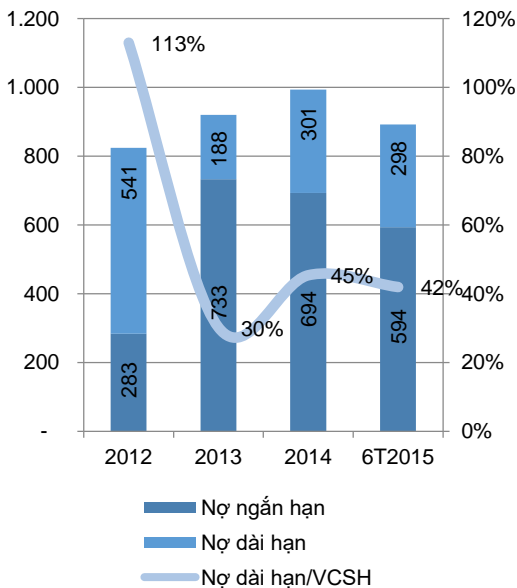
Chúng tôi đánh giá cơ cấu tài sản của PXS ở mức khá tốt, phù hợp với các doanh nghiệp xây lắp, xây dựng công nghiệp khi tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn, thể hiện năng lực vận tải của doanh nghiệp, mặt khác tiền mặt chiếm tỷ trọng cao trong tài sản ngắn hạn sẽ giúp công ty ổn định hoạt động và tiếp tục nắm bắt được cơ hội phát triển.

Nguồn vốn.

Nợ phải trả chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn, từ mức 56%-63%, trong đó nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn. Tuy cơ cấu nợ ngắn hạn chiếm trên 65% nợ phải trả nhưng trong nợ ngắn hạn, khoản mục người mua trả tiền trước chiếm tỷ lệ khá lớn, trên 200 tỷ đồng, đây là khoản tạm ứng của Chủ đầu tư cho PXS khi ký hợp đồng dự án chế tạo. Cùng với đó, tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu cũng có xu hướng giảm dần trong 3 năm qua (tại 30/6/2015: nợ dài hạn/VCSH chỉ chiếm 42%)

Vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng từ 37%-44% tổng nguồn vốn, đến cuối quý II.2015 giá trị vốn chủ sở hữu đạt 711 tỷ đồng, chiếm 44% tổng nguồn vốn. Cùng với sự gia tăng về tỷ lệ, giá trị vốn chủ sở hữu cũng được tăng lên nhờ chủ yếu vào lợi nhuận hàng năm.

Cơ cấu nợ và vốn chủ sở hữu



ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Chúng tôi thực hiện định giá trị doanh nghiệp theo phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền - FCFE:

Chúng tôi dựa vào tình hình hoạt động của công ty trong những năm qua, những kế hoạch phát triển kinh doanh của công ty trong những năm tới và tình hình thị trường hoạt động để đưa ra những giả định trong 5 năm tới.

- Hoạt động kinh doanh của công ty tiếp tục có những phát triển tốt trong 5 năm tới, tốc độ tăng trưởng doanh thu các mảng từ 6.5%-10%.
- Công ty tiếp tục thực hiện đầu tư nâng cao năng lực xây lắp, khai thác hết Công suất Bãi cảng Chế tạo Kết cấu Kim loại và Thiết bị Dầu khí
- Chúng tôi cũng giả định công ty sẽ tiếp tục quản lý tốt tình hình tài chính, các khoản phải thu, phải trả ở mức tốt như hiện tại.
- Dựa trên biến động cổ phiếu của công ty trong những năm qua, lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm, phần bù rủi ro thị trường. Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định ở mức 14.6%.

Kết quả là giá trị cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE là: 32.420 đồng/cổ phần.

Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu 1,945,175,489

Khối lượng CP đang lưu hành 60,000,000

Giá trị cổ phần (đồng) 32.420

Phương pháp so sánh:

Chúng tôi thực hiện tính toán PE, PB trung bình theo cách tập hợp những công ty trong ngành xây lắp, xây dựng công trình dầu khí của Việt Nam và so sánh thêm những công ty hoạt động cùng ngành nghề với PXS trong khu vực:

Giá trị cổ phiếu của PXS theo phương pháp so sánh lần lượt là:

ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHỈ SỐ P/E					
	2011	2012	2013	2014	2015F
EPS	2.914	1.797	1.519	2.477	2.300
P/E					7.35
P/E Ngành					9.32
P/E HOSE					11.49
P/E trung bình					9.39
Giá cổ phiếu					21.589
ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHỈ SỐ P/B					
	2011	2012	2013	2014	2015F
BV	12,412	12,758	12,438	13,244	13.530
P/B					1.33
P/B Ngành					1.01
P/B HOSE					1.78
P/B trung bình					1.37
Giá trị cổ phiếu					18.581
Giá trị trung bình theo P/E và P/B					20.085

BÁO CÁO TÀI CHÍNH (TỶ ĐỒNG)

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chỉ tiêu	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	1,197	1,009	1,666
Giá vốn hàng bán	972	762	1,391
Lợi nhuận gộp	225	247	275
Doanh thu hoạt động tài chính	18	5	9
Chi phí tài chính	97	87	47
Chi phí bán hàng			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	55	64	78
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	91	101	160
Lợi nhuận khác	-	1	-1
Phần lợi nhuận/lỗ từ công ty liên kết liên doanh			
Tổng lợi nhuận trước thuế	91	102	159
Lợi nhuận sau thuế	67	76	124

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2012	2013	2014
Tài sản ngắn hạn	349	668	772
Tiền và các khoản tương đương tiền	101	312	385
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn		3	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	182	252	230
Hàng tồn kho	62	99	153
Tài sản ngắn hạn khác	4	2	4
Tài sản dài hạn	953	874	884
Tài sản cố định	765	742	741
Bất động sản đầu tư			5
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	70		
Tổng cộng tài sản	1,303	1,542	1,656
Nợ phải trả	824	920	994
Nợ ngắn hạn	283	733	694
Nợ dài hạn	541	188	301
Vốn chủ sở hữu	479	622	662
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	375	500	500
Thặng dư vốn cổ phần			
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	50	52	81
Lợi ích của cổ đông thiểu số			
Tổng cộng nguồn vốn	1,303	1,542	1,656

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán của PXS, Báo cáo lưu chuyển tiền tệ tóm tắt được lập theo mô hình riêng.

LƯU CHUYỂN DÒNG TIỀN

	2012	2013	2014
Tiền từ hoạt động kinh doanh			
Lợi nhuận sau thuế	67	76	124
Điều chỉnh:	-	-	-
Khấu hao tài sản cố định	52	43	58
Tăng (giảm) hàng tồn kho	58	(37)	(54)
Tăng (giảm) các khoản phải thu	155	(68)	20
Tăng (giảm) các khoản phải trả	(305)	302	51
Tiền tăng (giảm) từ hoạt động kinh doanh	27	317	199
Tiền từ hoạt động đầu tư	-	-	-
Tăng (giảm) đầu tư TSCĐ	(43)	(34)	(68)
Tăng (giảm) đầu tư ngắn hạn	-	(3)	3
Tăng (giảm) đầu tư dài hạn	(15)	70	-
Tiền tăng (giảm) từ hoạt động đầu tư	(58)	33	(65)
Tiền từ hoạt động tài chính/tài trợ			
Góp vốn, huy động vốn cổ phiếu	13	143	40
Tăng (giảm) vay nợ ngắn hạn	(164)	147	(91)
Tăng (giảm) nợ dài hạn	93	(353)	113
Thanh toán cổ tức (Hoạt động với cổ đông)	(67)	(76)	(124)
Tiền từ hoạt động tài chính	(125)	(139)	(61)
Dòng tiền mặt ròng	(156)	211	73
Tiền mặt đầu kỳ	257	101	312
Tiền mặt cuối kỳ	101	312	385

	Đơn vị	2012	2013	2014
Hệ số thanh khoản				
Hệ số thanh toán hiện thời	lần	1.23	0.91	1.11
Hệ số thanh toán nhanh	lần	1.02	0.78	0.89
Hệ số thanh toán tiền mặt	lần	0.36	0.43	0.55
Hệ số hoạt động				
Số vòng quay khoản phải thu	lần	6.56	4.00	7.24
Số vòng quay hàng tồn kho	lần	15.74	7.73	9.09
Số vòng quay TSCĐ	lần	1.57	1.36	2.25
Số vòng quay tổng tài sản	lần	0.92	0.65	1.01
Hệ số đòn bẩy				
Hệ số nợ	lần	0.63	0.60	0.60
Hệ số nợ dài hạn/trên vốn	lần	0.53	0.23	0.31
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	lần	1.72	1.48	1.50
Hệ số sinh lời				
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	%	18.77%	24.50%	16.52%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	%	5.63%	7.52%	7.43%
ROA	%	5.18%	4.92%	7.48%
ROE	%	14.09%	12.21%	18.71%
Mô hình DuPont				
Hệ số Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	lần	2.72	2.48	2.50
Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản	lần	-	-	1.01
Hệ số khác				
Lợi nhuận ròng/CP (EPS)	đồng	1,797	1,519	2,477
Giá trị sổ sách cổ phần(BPS)	đồng	12,758	12,438	13,244
Cổ tức mỗi cổ phần	đồng	1,300	1,250	2,300

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

- **MUA:** khi giá thị trường thấp hơn giá định giá 15%
- **GIỮ:** khi giá thị trường nằm trong biên độ giá định giá +/- 15%
- **BÁN:** khi giá thị trường cao hơn giá định giá 15%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999
Website: www.psi.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2015 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Dầu khí (PSI). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và PSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của các thông tin này. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của PSI. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của PSI.