



PXS – Công ty Cổ phần Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **26.066 VNĐ/ cổ phiếu**

TỔNG QUAN

- **Ngành nghề đặc thù:** Công ty là một trong ba nhà thầu trong nước (đều thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam) hiện nay có đủ năng lực đảm nhận thi công công tác chế tạo kết cấu thép trong các công trình dầu khí như khối thượng tầng giàn khai thác, hệ thống đường ống dẫn khí, dẫn dầu,... Với tốc độ đầu tư trong ngành dầu khí khối lượng công việc PXS thi công sẽ ngày càng lớn nhằm đáp ứng tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ hàng năm hiện nay.
- **Công ty sẽ mở rộng hoạt động kinh doanh** với việc đầu tư nhà máy ống thép hàn thẳng tại cụm cảng dịch vụ dầu khí Sao Mai Bến Đình với công suất 60,000 tấn/năm nhằm đáp ứng nhu cầu ống thép ngày càng cao trong nước, nhất là trong ngành dầu khí, dự án dự kiến hoàn thành trong năm 2011 sẽ đem lại doanh thu đột biến cho PXS từ 2012 trở đi.
- **Hoạt động hiệu quả với biên lợi nhuận gộp tăng dần qua các năm.** Biên lợi nhuận gộp năm 2009 của PXS đạt 15.91%, đây là mức cao nếu so với trung bình ngành xây lắp nói chung vào khoảng 10%.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PXS vào khoảng 26.066 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 9,47 lần năm 2009, và 8,84 lần năm 2010. Mức P/E này thấp hơn nhiều so với mức P/E bình quân xây lắp ở Việt Nam hiện nay ở mức 12,5 – 16,0 lần.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị đầu tư PXS ở mức giá dưới 24.000 VNĐ/cổ phần.

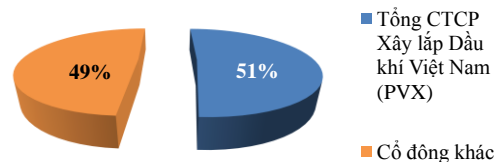
KHUYẾN NGHỊ: GIỮ

Giá khuyến nghị (đ/cp):	26.066
Giá hiện tại (đ/cp):	n/a
Cao nhất 52 tuần:	26.800
Thấp nhất 52 tuần:	24.700

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HOSE
Mệnh giá (đ/cp):	10,000
Số lượng CP:	20,000,000
GT thị trường (tỷ đ):	494
EPS 2009 (đ)	2,753

THÔNG TIN CỔ ĐÔNG



MỘT SỐ CHỈ TIÊU SO SÁNH

Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tổng tài sản (tỷ đồng)	91	171	367	539	903	1,314	1,657	1,994
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	50	50	226	370	651	1,002	1,303	1,619
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	136	192	420	588	1,200	1,600	1,864	1,957
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	8	14	37	59	192	263	308	322
EPS (đồng/CP)	2,240	2,753	2,948	2,366	5,480	5,841	6,168	6,440
ROA	9.0%	8.0%	10.0%	11.0%	21.2%	20.0%	18.6%	16.1%
ROE	16.4%	27.5%	16.4%	16.2%	30.1%	27.0%	24.5%	20.6%
P/E	11.02	8.97	8.38	10.44	4.51	4.23	4.00	3.84
P/B	2.47	2.47	2.20	2.03	1.55	1.27	0.98	0.79

Nguồn: PSI Research

THÔNG TIN TÀI CHÍNH TÓM TẮT

	2007	2008	2009	2010F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	58,715,200,188	74,351,603,127	137,024,254,068	298,029,818,550
Tiền và các khoản tương đương tiền	4,006,792,276	5,021,128,619	35,332,074,301	38,865,281,731
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	13,113,785,588	40,891,931,531	75,276,321,126	230,205,001,960
Hàng tồn kho	40,214,102,910	26,037,702,476	24,457,665,711	26,903,432,282
Tài sản ngắn hạn khác	1,380,519,414	2,400,840,501	1,958,192,930	2,056,102,577
TÀI SẢN DÀI HẠN	19,678,231,751	16,977,229,684	34,004,630,717	68,746,158,493
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-
Tài sản cố định	17,932,539,071	16,746,447,902	32,204,314,551	66,765,810,710
1. Tài sản cố định hữu hình	17,651,485,399	15,999,006,189	23,100,414,393	56,859,277,008
2. Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-	-
3. Tài sản cố định vô hình	-	-	1,077,564,715	1,077,564,715
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	281,053,672	747,441,713	8,026,335,443	8,828,968,987
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
TỔNG TÀI SẢN	78,393,431,939	91,328,832,811	171,028,884,785	366,775,977,042
NỢ PHẢI TRẢ	51,916,027,842	41,328,832,811	121,028,884,785	140,604,027,042
Nợ ngắn hạn	51,916,027,842	40,998,998,411	117,712,130,085	137,583,893,742
1. Vay và nợ ngắn hạn	-	6,084,851,009	21,978,055,261	24,175,860,787
2. Phải trả cho người bán	5,365,548,078	7,718,552,456	16,805,908,845	37,247,409,689
4. Người mua trả tiền trước	1,862,120,412	1,858,747,185	25,948,995,200	28,543,894,720
Nợ dài hạn	-	329,834,400	3,316,754,700	3,020,133,300
1. Vay và nợ dài hạn	-	-	2,986,920,300	2,986,920,300
2. Phải trả hạn người bán	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	26,477,404,097	50,000,000,000	50,000,000,000	226,171,950,000
Vốn chủ sở hữu	26,433,591,037	50,000,000,000	50,000,000,000	224,329,200,000
1. Vốn đầu tư của chủ sở hữu	23,087,277,059	50,000,000,000	50,000,000,000	200,000,000,000
9. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	3,346,313,978	-	-	22,855,000,000
Nguồn kinh phí và quỹ khác	43,813,060	-	-	1,842,750,000
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	78,393,431,939	91,328,832,811	171,028,884,785	366,775,977,042
	2007	2008	2009	2010F
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	86,683,958,419	136,186,256,276	191,545,092,520	420,000,000,000
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	-	-	-	-
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	86,683,958,419	136,186,256,276	191,545,092,520	420,000,000,000
4. Giá vốn hàng bán	77,284,752,873	115,864,736,547	161,077,226,787	357,000,000,000
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	9,399,205,546	20,321,519,729	30,467,865,733	63,000,000,000
6. Doanh thu hoạt động tài chính	71,032,254	876,762,457	427,717,674	21,000,000,000
Lãi suất tiền gửi ngắn hạn	-	-	-	-
7. Chi phí tài chính	1,529,745,611	525,533,913	827,919,096	1,680,000,000
Trong đó: Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-	-
Trong đó: Chi phí lãi vay	-	525,533,913	827,919,096	1,680,000,000
8. Chi phí bán hàng	-	-	-	-
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	4,639,401,298	11,290,907,533	14,761,899,367	33,600,000,000
10. Lợi nhuận (lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh	3,301,090,891	9,381,840,740	15,305,764,944	48,720,000,000
11. Thu nhập khác	108,223,168	174,153,823	966,040,241	840,000,000
12. Chi phí khác	63,000,081	35,897,675	539,836,286	420,000,000
13. Lợi nhuận (lỗ) khác	45,223,087	138,256,148	426,203,955	420,000,000
14. Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	3,346,313,978	9,520,096,888	15,731,968,899	49,140,000,000
15. Chi phí thuế TNDN hiện hành	-	1,332,813,564	2,562,878,137	12,285,000,000
16. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	(596,382,025)	-
17. Lãi (lỗ thuần) trong công ty liên doanh/liên kết	-	-	-	-
18. Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN	3,346,313,978	8,187,283,324	13,765,472,787	36,855,000,000
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty Mẹ	3,346,313,978	8,187,283,324	13,765,472,787	36,855,000,000
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1,449	2,240	2,753	2,948

Nguồn: PXS, PSI Research

LÝ DO ĐẦU TƯ

Kinh nghiệm hoạt động lâu năm trong lĩnh vực chuyên ngành dầu khí. Với hơn 30 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực chế tạo cơ khí và xây lắp các công trình chuyên ngành dầu khí PXS ngày càng khẳng định năng lực trong việc chế tạo lắp chân đế giàn khoan. PXS đã được Vietsovpetro tín nhiệm giao thầu cho đơn vị khoảng 60% đến 80% nhu cầu chế tạo chân đế và các kết cấu thép của giàn. Đặc biệt, PVC-MS đã được Bộ quốc phòng tín nhiệm giao thực hiện việc chế tạo, lắp đặt gần như toàn bộ các chân đế DK (18/20 chân đế).

Lợi thế cạnh tranh do hoạt động của Công ty mang tính chuyên ngành cao. Công ty là một trong ba nhà thầu trong nước (đều thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam) hiện nay có đủ năng lực đảm nhận thi công công tác chế tạo kết cấu thép trong các công trình dầu khí đặc biệt các công trình xây dựng đường ống cho các công trình dầu, khí và một số khối chân đế thượng tầng giàn khai thác dầu khí.

Tiềm năng tăng trưởng của ngành xây lắp dầu khí vẫn ở mức cao. Nhằm thực hiện chiến lược vươn ra biển để khai thác trữ lượng dầu khí tại các thềm lục địa của đất nước, Việt Nam đang bắt đầu tự thực hiện việc gia công, chế tạo các giàn tự nâng, giàn nước sâu (trên 100m nước), PXS chính là nhà thầu trong nước để thực hiện các dự án này.

Hoạt động hiệu quả với biên lợi nhuận gộp tăng dần qua các năm. Biên lợi nhuận gộp năm 2009 của PXS đạt 15.91%, đây là mức cao nếu so với trung bình ngành xây lắp nói chung vào khoảng 10%.

Tương lai **công ty sẽ mở rộng hoạt động kinh doanh** với việc đầu tư nhà máy ống thép hàn thẳng tại cụm cảng dịch vụ dầu khí Sao Mai Bến Đình với công suất 60,000 tấn/năm nhằm đáp ứng nhu cầu ống thép ngày càng cao trong nước, nhất là trong ngành dầu khí.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro chi phí nguyên vật liệu biến động sẽ ảnh hưởng tới hiệu quả sản xuất kinh doanh của Công ty do giá vốn chiếm tỷ trọng quyết định trong tổng chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của PXS. sự thay đổi giá cả của các nguyên vật liệu đầu vào như các loại thép, vật tư cho công tác hàn, cắt... ảnh hưởng đến việc thực hiện kế hoạch lợi nhuận của Công ty. Với việc thực hiện dự án nhà máy ống thép hàn thẳng tại Sao Mai Bến Đình sẽ giúp Công ty bớt lệ thuộc và chủ động hơn về nguyên liệu khi nhà máy đi vào hoàn thành. Ngoài ra, PVC-MS cũng có thể gặp khó khăn khi chủ đầu tư thiếu vốn thanh toán cho phần khối lượng công việc đã thực hiện và bàn giao.

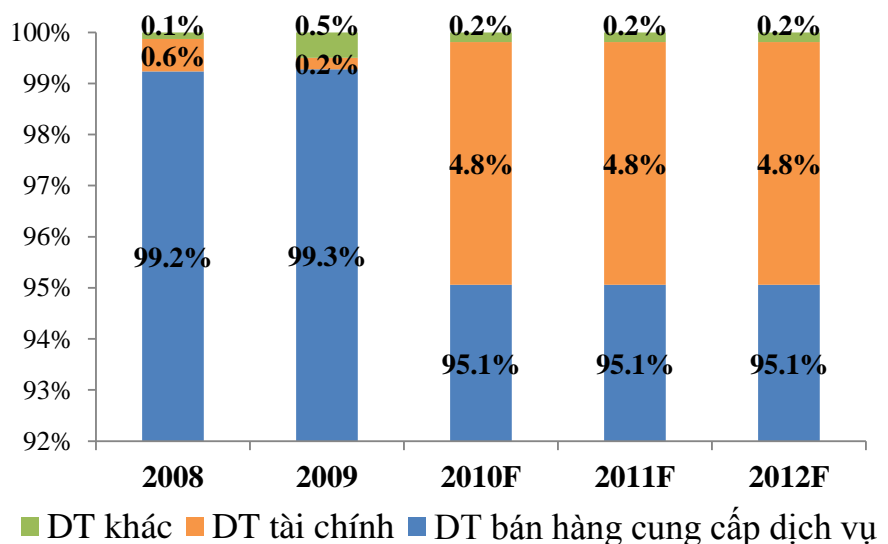
Rủi ro về sự phụ thuộc vào khách hàng: Với tính chuyên ngành cao, hoạt động của đơn vị bị giới hạn bởi sự phát triển của ngành dầu khí, lĩnh vực cơ khí chế tạo trong ngành.

ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

PXS hoạt động trong lĩnh vực chế tạo cơ khí và xây lắp các công trình chuyên ngành dầu khí. Hoạt động chính của Công ty là thi công chế tạo trên bờ hơn nửa số chân đế giàn khoan cố định, các kết cấu thượng tầng, kết cấu dầm chịu lực, sân bay ... phục vụ khai thác Dầu khí, các chân đế DK phục vụ an ninh quốc phòng. Sản phẩm truyền thống của PXS là các kết cấu giàn khoan, bồn bể, đường ống công nghệ và các tuyến ống dẫn cho các ngành công nghiệp Dầu khí. Hầu hết các chân đế, khối thượng tầng cho các dự án dầu khí tại Việt Nam đều do PVC-MS chế tạo.

Hoạt động xây lắp là hoạt động mang lại doanh thu chính cho PXS, chiếm tới hơn 99% cơ cấu doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ của Công ty trong năm 2009. Với kinh nghiệm hơn 30 năm trong ngành, hiện Công ty là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong chế tạo lắp đặt chân đế giàn khoan và các kết cấu thép của giàn khoan tại Việt Nam. Công ty hiện nhận thầu khoảng 60% đến 80% nhu cầu chế tạo chân đế và các kết cấu thép của giàn khoan như Chân đế Cá ngừ vàng, Kết cấu thượng tầng Phương Đông, sân bay trực thăng giàn RP2 và các công trình khác của ngành Dầu khí như Công trình đảm bảo cung cấp 2- 3 triệu m³ khí/ngày đêm., Công trình đường ống kho cảng Thị Vải, Nhà máy đạm Phú Mỹ, các gói thầu tại Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, tuyến ống trên bờ của dự án PM3 Cà Mau... Đặc biệt, Công ty đã được Bộ quốc phòng tín nhiệm giao thực hiện việc chế tạo, lắp đặt gần như toàn bộ các chân đế DK (18/20 chân đế). Trong năm 2009 vừa qua, tới hơn 55% lượng hợp đồng của Công ty là ký kết với chủ đầu tư Vietsovpetro và hơn 22% số hợp đồng là ký kết với công ty mẹ - Tổng công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (HNX: PVX).

Biểu 1 - Cơ cấu doanh thu của Công ty

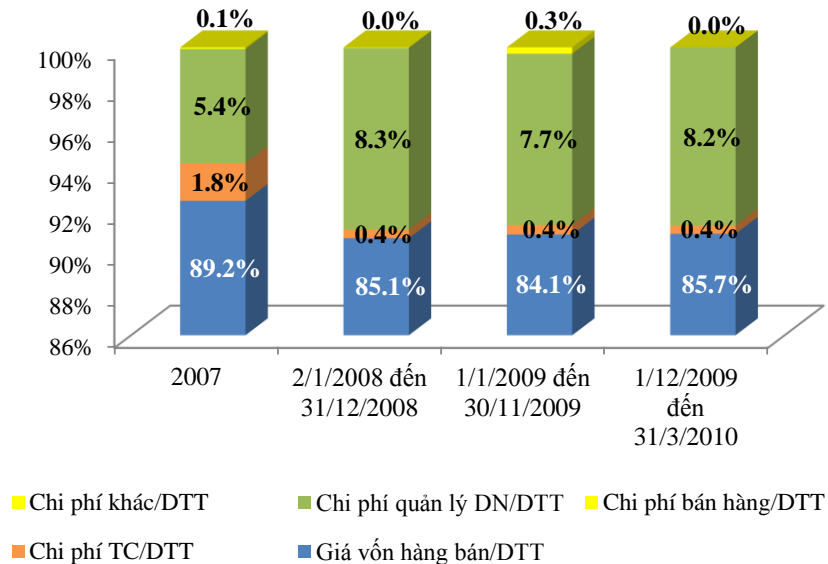


Nguồn: PXS, PSI Research

Cũng như các doanh nghiệp hoạt động trong ngành xây lắp khác, **giá vốn hàng bán** luôn chiếm tỷ lệ quyết định, vào khoảng 85% tổng chi phí hoạt động sản

xuất kinh doanh của PXS. **Chi phí quản lý doanh nghiệp** cũng chiếm tỷ trọng khá lớn khoảng 8%, trong tương lai Công ty có thể tập trung quản lý chặt chẽ khoản chi phí này để nâng cao tỷ suất lợi nhuận. **Chi phí tài chính** chiếm tỷ lệ không lớn, điều này cho thấy Công ty sử dụng ít nợ và khá tự chủ về tài chính

Biểu 2 - Cơ cấu chi phí của Công ty



Nguồn: PXS, PSI Research

Nguồn nguyên liệu chủ yếu phục vụ cho hoạt động của Công ty là các loại vật liệu xây dựng. Các công trình của Công ty chủ yếu là chế tạo lắp đặt các chân đế, dầm chịu lực và khối thượng tầng của các giàn khoan với chủ đầu tư chính là Vietsovpetro, chiếm tỷ trọng gần 80%. Toàn bộ vật tư phục vụ thi công được Vietsovpetro cung cấp, chi phí nguyên liệu đầu vào của Công ty hiện tại là chi phí nguyên vật liệu phụ chiếm tỷ trọng khoảng 8%-10% dự toán của công trình nên sự biến động giá nguyên vật liệu thời gian qua ảnh hưởng không đáng kể tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

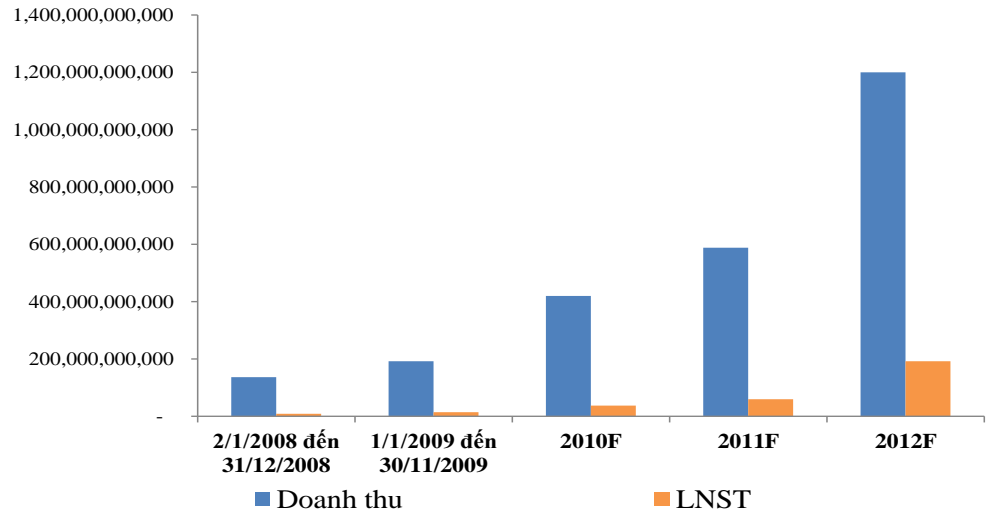
Doanh thu của PXS năm 2009 đã có bước tăng trưởng mạnh mẽ so với năm 2008, từ 136 tỷ đồng tăng hơn 40% lên 191 tỷ đồng. Đây là một nỗ lực rất lớn từ phía Công ty do năm 2009 là giai đoạn khó khăn, nền kinh tế toàn cầu bị suy thoái, ngành dầu khí bị ảnh hưởng nghiêm trọng.

Cơ cấu doanh thu hiện tại của PXS có hơn 99% đến từ hoạt động xây lắp, doanh thu từ mảng cung cấp dịch vụ chiếm tỷ trọng thấp trong tương lai cơ cấu nguồn doanh thu của PXS có nhiều khả năng thay đổi, tỷ trọng mảng xây lắp sẽ chỉ chiếm khoảng 30%-40% từ năm 2012 trở đi, phần còn lại sẽ tới từ hoạt động sản xuất ống thép (dự án Công ty đang triển khai tại cụm cảng dịch vụ dầu khí Sao Mai Bến Đình) và một số dự án khác.

Đến thời điểm kết thúc quý I/2010, Công ty công bố mức doanh thu khá ấn tượng, đạt hơn 112 tỷ đồng tương đương hơn 58% kết quả cả năm 2009 và đạt

gần 27% kế hoạch cả năm 2010. Việc hoàn thành kế hoạch 420 tỷ doanh thu của Công ty trong năm nay là điều trong khả năng. Nếu diễn biến thị trường vật liệu không có gì quá đột biến thì khả năng Công ty hoàn thành vượt kế hoạch là rất khả quan.

Biểu 3 – Doanh thu và lợi nhuận của Công ty



Nguồn: PXS, PSI Research

ĐÁNH GIÁ NGÀNH

Cả OPEC và Cơ quan Năng lượng quốc tế (IEA) cùng dự đoán rằng, nhu cầu dầu thô toàn cầu sẽ tăng trong thời gian tới cùng với đà hồi phục của kinh tế thế giới. Ngoài việc Việt Nam là một trong những nước mới nổi thuộc khu vực có tốc độ tăng trưởng dương, nhu cầu ngày càng tăng về dầu khí của Việt Nam trong tương lai sẽ là chất xúc tác quan trọng cho sự phát triển của ngành này.

Thứ nhất, kim ngạch xuất khẩu dầu thô của Việt Nam đã tăng lên đáng kể nhờ sự gia tăng cả về khối lượng xuất khẩu và giá. Với 3 mỏ mới được phát hiện năm 2009, trữ lượng dầu khí của Việt Nam đã tăng lên 127 triệu tấn. Xuất khẩu dầu mỏ đang đóng góp lớn cho nguồn thu ngân sách nhà nước (trên 20% thu ngân sách nhà nước là từ xuất khẩu dầu thô, đóng góp cho GDP chiếm khoảng 17%). Trong giai đoạn 2009 - 2015, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) sẽ đầu tư 19 tỷ USD để mở rộng các hoạt động lọc và chế biến dầu, nhằm dần đáp ứng được nhu cầu dầu trong nước.

Thứ hai, nhu cầu về dầu thành phẩm ước tính tăng khoảng 8% và các nhà máy tại Việt Nam đã và đang dần đáp ứng được nhu cầu này. Với việc Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, tiếp đó là Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn và Nhà máy số 3 Long Sơn đi vào hoạt động, Việt Nam sẽ đáp ứng được một phần nhu cầu về dầu thành phẩm, khoảng 40% trong 1 - 2 năm gần đây và 70% trong 6 - 7 năm tới.

Thứ ba, thị trường gas và khí hoá lỏng vẫn rất tiềm năng; các sản phẩm gas, hoá chất và phân đạm ngày càng tăng, đặc biệt là trong các khu công nghiệp và dân

dụng, với mức tăng ước tính khoảng 10%/năm.

Thứ tư, các dịch vụ kỹ thuật (khoan và giàn khoan), dịch vụ vận chuyển, tài chính, bảo hiểm dầu khí phục vụ ngành dầu khí cũng tăng lên, với việc mở rộng hoạt động thăm dò và khai thác dầu cả ở trong nước và quốc tế. Khả năng tăng trưởng của ngành dầu khí vẫn phải đặt trong bối cảnh tình hình kinh tế trong nước và thế giới. Trong những năm tới, Việt Nam sẽ vẫn phải nhập khẩu dầu thô, chịu ảnh hưởng từ biến động của giá dầu thế giới. Trong bối cảnh khó khăn, sự sụt giảm tiêu thụ xăng dầu toàn cầu sẽ ảnh hưởng tới doanh thu xuất khẩu dầu của Việt Nam (giá trị xuất khẩu dầu vừa qua vẫn tăng là do giá dầu thế giới tăng). Mặt khác, Việt Nam đang là nước nhập siêu xăng dầu, nên chi phí xăng dầu tăng, cùng với nhu cầu xăng dầu tăng 14 - 15%/năm sẽ là thách thức cho ngành dầu khí trong ngắn hạn.

Hơn nữa, khai thác dầu khí là khai thác tài nguyên, mà tài nguyên thì sẽ dần cạn kiệt, một số mỏ dầu lớn như Bạch Hổ trữ lượng đã cạn dần. Do vậy, tiềm năng của ngành dầu khí còn phụ thuộc vào khả năng tìm kiếm những mỏ mới; khả năng hợp tác với các nước khác ở khu vực châu Mỹ và Trung Đông để thăm dò và khai thác; khả năng phát triển các sản phẩm phái sinh từ dầu mỏ, như điện, đạm, khí đốt, hóa dầu...

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

	2007	2008	2009	2010F
Chỉ tiêu về khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.13	1.81	1.16	2.17
Hệ số thanh toán nhanh	0.36	1.18	0.96	1.97
Chỉ tiêu về cơ cấu vốn				
Hệ số nợ/Tổng tài sản	66%	45%	71%	38%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	196%	83%	242%	62%
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động				
Vòng quay tổng tài sản	-	1.60	1.46	1.56
Vòng quay các khoản phải thu	-	5.04	3.30	2.75
Vòng quay các khoản phải trả	-	2.92	2.36	3.21
Vòng quay hàng tồn kho	-	3.50	6.38	13.90
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời				
Hệ số LN sau thuế/DT thuần	3.86%	6.01%	7.19%	8.78%
Hệ số LN sau thuế/Vốn chủ sở hữu	12.64%	21.41%	27.53%	26.69%
Hệ số LN sau thuế/Tổng tài sản	4.27%	9.65%	10.49%	13.71%
Hệ số LN từ hoạt động SXKD/DT thuần	3.81%	6.89%	7.99%	11.60%
Chỉ tiêu liên quan đến cổ phần				
Thu nhập trên mỗi cổ phần	1,449	1,637	2,753	1,843
Giá trị sổ sách của cổ phần	11,449	10,000	10,000	11,216

Nguồn: PXS, PSI Research

Khả năng thanh toán của Công ty ở mức tốt. Các hệ số thanh toán ngắn hạn và

thanh toán nhanh của PXS đều có giá trị lớn hơn 1, đảm bảo yêu cầu tối thiểu doanh nghiệp hoàn thành được nghĩa vụ trả nợ khi đến hạn. Các hệ số thanh toán mặc dù có điều chỉnh giảm nhưng nguyên nhân là do trong năm 2009, doanh nghiệp đẩy mạnh huy động vốn từ các khoản nợ ngắn hạn, tăng hơn 189% (từ 74.35 tỷ đồng lên 137 tỷ đồng) trong khi tổng giá trị tài sản ngắn hạn chỉ tăng 84% (từ 40.99 tỷ đồng lên 118.31 tỷ đồng). Đối với doanh nghiệp hoạt động trong ngành xây lắp, các hợp đồng thi công xây dựng thường theo mùa vụ, đặc biệt là thời điểm cuối năm nên việc gia tăng huy động vốn từ nguồn ngắn hạn vừa giúp doanh nghiệp đáp ứng được nhu cầu vốn, vừa giảm chi phí sử dụng vốn. Sự điều chỉnh giảm của các hệ số thanh toán là hoàn toàn phù hợp với đặc điểm hoạt động của ngành.

Về **cơ cấu vốn** của PXS trong năm 2009, doanh nghiệp đã gia tăng huy động vốn từ các nguồn vốn vay bao gồm cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Cụ thể, hệ số nợ của công ty đã tăng từ 45.25% lên 70.87%, kéo theo hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu tăng từ 82.66% lên 154.56%. Như đã nêu ra ở trên, trong năm 2009, doanh nghiệp đã huy động được hơn 5 tỷ đồng từ hợp đồng vay thời hạn 5 năm với Tổng Công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam với lãi suất vay ưu đãi từ 8%/năm đến 10,5%/năm. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng đã huy động được nguồn vốn rất lớn từ các khoản nợ ngắn hạn là phải trả người bán và người mua trả tiền trước. Đây cũng là những nguồn vốn có chi phí rất thấp so với vốn chủ sở hữu và vốn vay các tổ chức tín dụng. Như vậy, mặc dù hệ số nợ của PXS gia tăng nhưng chính sách huy động vốn của doanh nghiệp thể hiện doanh nghiệp đã làm rất tốt công tác huy động vốn từ những nguồn vốn ngắn hạn của nhà cung cấp và khách hàng trả tiền trước, duy trì được tình hình tài chính lành mạnh mà vẫn đảm bảo cung cấp đủ vốn cho hoạt động kinh doanh.

Về năng lực hoạt động, so với năm 2008, **vòng quay hàng tồn kho** của PXS trong năm 2009 đã tăng mạnh từ 3 vòng lên 6 vòng, tỷ lệ tăng 100%. Theo số liệu từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của doanh nghiệp, so với năm 2008, hàng tồn kho bình quân của Công ty giảm từ hơn 33.13 tỷ đồng xuống 27.25 tỷ đồng, tỷ lệ giảm 24%; trong khi đó, giá vốn hàng bán tăng gần 39%, từ 115 tỷ lên 161 tỷ đồng. Các số liệu này đã đưa ra lời giải thích rất rõ ràng cho sự gia tăng của vòng quay hàng tồn kho, đó là, trong năm 2009, Công ty đã đẩy mạnh được tiến độ thi công và bàn giao các dự án, giảm lượng vốn ứ đọng ở hàng tồn kho (chủ yếu ở chi phí sản xuất kinh doanh dở dang) góp phần đẩy nhanh vòng quay của vốn.

Các **chỉ số sinh lời** của PXS đã đưa ra đánh giá cuối cùng và đúng đắn nhất về những nỗ lực của doanh nghiệp trong năm 2008 - 2009. Trong năm 2009, doanh thu thuần của doanh nghiệp tăng hơn 41%; lợi nhuận sau thuế cũng tăng hơn 68%, từ 8.18 tỷ lên 13.7 tỷ đồng. Do đó, chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu đều có sự gia tăng đáng kể, lần lượt từ 6.01% lên 7.19% và từ 16.37% lên 27.53%.

Cơ cấu tài sản của PXS chủ yếu là tài sản ngắn hạn, chiếm tới hơn 80% tổng tài

sản của Công ty. Tài sản ngắn hạn phần lớn là các khoản phải thu ngắn hạn, chiếm hơn 60% tài sản ngắn hạn. Các khoản phải thu ngắn hạn của Công ty chủ yếu là các khoản phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng (chiếm hơn 60% các khoản phải thu), đây cũng là điểm đặc thù trong cơ cấu tài sản của các công ty xây lắp. Công ty không có các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn tại thời điểm cuối năm 2009, điều này giúp Công ty tránh được những rủi ro trên thị trường tài chính vốn có nhiều biến động thời gian qua.

BỘ MÁY QUẢN LÝ VÀ NHÂN SỰ

Bộ máy lãnh đạo của PXS là những nhân vật có nhiều kinh nghiệm trong ngành xây lắp nói chung và xây lắp dầu khí nói riêng. Ban Tổng giám đốc và HĐQT Công ty có nhiều năm công ở các vị trí khác nhau, từ chuyên môn đến quản lý, trong ngành. Độ tuổi bình quân của Ban Tổng giám đốc là 45 tuổi cho thấy Công ty được điều hành bởi đội ngũ các lãnh đạo dày dặn với khả năng chuyên môn đã được khẳng định trong một thời gian dài. Đây là thế mạnh của Công ty.

Tính đến thời điểm 01/03/2010, tổng số lao động của Công ty là 802 người.

Biểu 4 - Cơ cấu lao động của Công ty

Phân theo giới tính	Số lượng (người)	Tỷ lệ (%)
Nam	750	93,52
Nữ	52	6,48
Phân theo thời hạn hợp đồng lao động	Số lượng (hợp đồng)	Tỷ lệ (%)
Hợp đồng lao động không xác định	422	52,62
Hợp đồng lao động có thời hạn xác định 1-3 năm	324	40,39
Hợp đồng ngắn hạn dưới 01 năm	56	6,99
Phân theo trình độ chuyên môn	Số lượng (người)	Tỷ lệ (%)
Trên đại học	1	0,12
Đại học	148	18,45
Cao đẳng	19	2,37
Trung cấp	16	2,00
Công nhân kỹ thuật	595	74,18
<i>Trong đó: Chứng chỉ quốc tế</i>	200	
Lao động phổ thông	23	2,86
Lương bình quân/người	6.800.000 đồng	

Nguồn: PXS, PSI Research

Nhìn chung, đội ngũ cán bộ chủ chốt của Công ty đều được chú ý, tuyển chọn và đào tạo đảm bảo cho sự phát triển nguồn nhân lực lâu dài của Công ty. Do hoạt động trong ngành nghề mang tính chất đặc thù, Công ty hiện đang sử dụng lao động với trình độ công nhân kỹ thuật tương đối cao đáp ứng được tiêu chuẩn quốc tế chiếm gần 74,18%, gần 20% lao động có trình độ đại học và trên đại học, gần 4,3% có trình độ cao đẳng và trung cấp, số còn lại là lao động phổ thông.

MỘT SỐ DỰ ÁN VÀ HỢP ĐỒNG CỦA CÔNG TY

STT	Dự án	Địa điểm	Thời gian	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)
1	Bãi cảng chế tạo kết cấu kim loại	Căn cứ hàng hải Sao Mai Bến Đình	2010 - 2011	912
2	Khu phức hợp chung cư Cao ốc Văn phòng	02 Nguyễn Hữu Cánh, Vũng Tàu	2009 - 2011	274
3	Nhà máy sản xuất ống thép dầu khí	Căn cứ hàng hải Sao Mai Bến Đình	2009 - 2011	1,450
4	Bãi cảng chế tạo kết cấu kim loại 18ha Tiền Giang	Căn cứ Dịch vụ Dầu khí Tiền Giang	2009 - 2012	551
5	Nâng cao năng lực thiết bị thi công	-	2010	40

Nguồn: PXS, PSI Research

STT	Các công trình đang thi công	Địa điểm	Thời gian	Giá trị HD (tỷ đ)
1	Mở rộng kho Xăng dầu Cần Thơ (giai đoạn 2)	KCN Trà Nóc 2 – Phường Phước Thới – Quận Ô Môn – Tp.Cần Thơ	7/2009 đến 4/2010	40
2	Cung cấp cọc bê tông ứng suất trước cho DA xây dựng nhà máy Điện Nhơn Trạch 2	Ấp 3, Xã Phước Khánh, Huyện Nhơn Trạch, Tỉnh Đồng Nai	11/2009 đến 5/2010	38.2
3	Chế tạo kết cấu thượng tầng RC-1	Cảng VSP – Tp.Vũng Tàu	12/2009 đến 5/2010	2.5
4	Chế tạo chân đế giàn BK-15 mỏ Bạch Hổ	Cảng VSP – Tp.Vũng Tàu	12/2009 đến 4/2010	24
5	Chế tạo dầm chịu lực, kết cấu khối thượng tầng, lắp đặt và đấu nối các skids trên khối thượng tầng giàn BK15 mỏ Bạch Hổ	Cảng VSP – Tp.Vũng Tàu	1/2010 đến 6/2010	27
6	Cung cấp vật tư, thiết bị và xây lắp công trình Dự án kho trung chuyển xăng dầu Thái Bình	Huyện Vũ Thư – Tỉnh Thái Bình	12/2009 đến sau 27 ngày sau khi bàn giao mặt bằng thi công	7.1
7	Gia công chế tạo chân đế giàn RC3 – Mỏ Rồng	Cảng chế tạo Vietsopetro – Tp.Vũng Tàu	12/2009 đến 7/2010	27
8	Gia công chế tạo khối thượng tầng giàn RC3 – Mỏ Rồng	Cảng chế tạo Vietsopetro – Tp.Vũng Tàu	12/2009 đến 7/2010	24
9	Chế tạo kết cấu thép Nhà máy Khí điện Nhơn Trạch 2	Huyện Nhơn Trạch – Tỉnh Đồng Nai	3/2010 đến 2/2011	70
10	Gia công chế tạo chân đế giàn khoan mỏ Đại Hùng	Cảng VSP – Tp.Vũng Tàu	12/2009 đến 2/2011	163

Nguồn: PXS, PSI Research

Các hợp đồng hiện tại của PXS hầu hết đều hoàn thành trong năm 2010, dự kiến sẽ đem về cho Công ty khoảng 420 tỷ đồng doanh thu trong năm nay. Ngoài ra dự án bất động sản tại Vũng Tàu cũng được dự kiến đưa vào khai thác từ 2011 cũng sẽ đóng góp cho công ty một khoản doanh thu đáng kể. Cơ cấu về doanh thu của Công ty còn được đa dạng bởi nguồn doanh thu đến từ dự án nhà máy ống thép hàn thẳng, PXS làm chủ đầu tư dưới hình thức liên kết trong đó phần đóng góp của PXS là 30-40% tổng đầu tư của dự án. Dự án đi vào hoàn thành cũng sẽ giúp Công ty giải quyết sự phụ thuộc vào nguyên vật liệu khi một phần sản phẩm sẽ được sử dụng cho các hợp đồng xây lắp của chính Công ty.

DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH

Dựa trên các thông tin thu thập được về hoạt động kinh doanh của PXS, các dự

báo về tình hình phát triển ngành xây lắp, quy hoạch phát triển ngành dầu khí, chúng tôi dự báo một kết quả hoạt động kinh doanh của PXS một cách tương đối thận trọng như sau:

Doanh thu năm 2010, chúng tôi dựa trên kết quả các hợp đồng đã ký và mới ký cũng như tiến độ thu theo hợp đồng xây lắp để dự báo doanh thu, giá vốn xây lắp của đơn vị tương đối ổn định,... Các hoạt động kinh doanh khác doanh thu sẽ tăng mạnh từ năm 2011 khi dự án nhà máy ống thép dầu khí đi vào hoạt động cũng một số dự án nâng cấp cải tạo máy móc thiết bị trong năm nay.

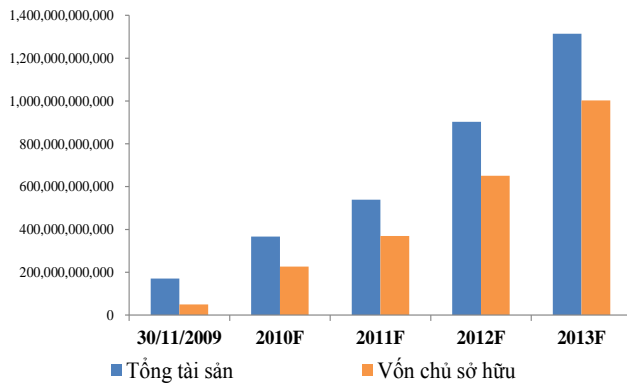
Doanh thu hoạt động tài chính được tính toán dựa vào lượng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng hàng năm trên bảng cân đối kế toán dự kiến. Chi phí tài chính dựa trên lượng tiền vay ngắn hạn và vay dài hạn dự kiến hàng năm trên bảng cân đối kế toán.

Các giả định chi tiết:

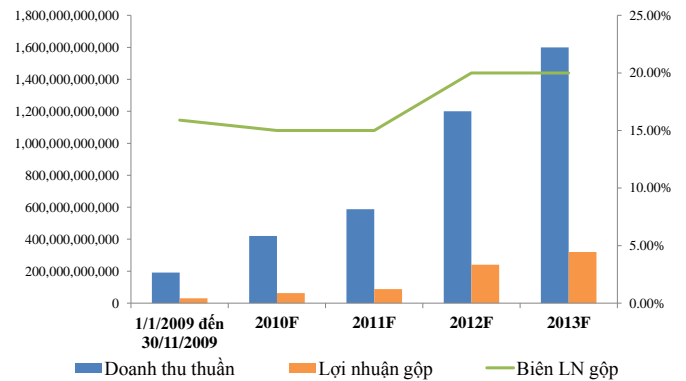
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2010, 2011 và 2012 theo kế hoạch của Công ty, từ năm 2013 trở đi tăng trưởng ổn định ở mức 5%/năm. Tỷ lệ giá vốn/doanh thu sẽ ở mức 85%.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình chiếm 8%/tổng doanh thu bán hàng.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình 5-7 năm với các loại tài sản, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn đăng ký sẽ tăng từ 200 tỷ năm 2010 lên 500 tỷ năm 2015.
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức ở mức 7%/năm cho tới 2015, từ 2016 trở đi là 10%/năm.

<i>Chỉ tiêu</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010F</i>	<i>2011F</i>	<i>2012F</i>	<i>2013F</i>	<i>2014F</i>	<i>2015F</i>
Tổng tài sản (tỷ đồng)	91	171	367	539	903	1,314	1,657	1,994
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	50	50	226	370	651	1,002	1,303	1,619
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	136	192	420	588	1,200	1,600	1,864	1,957
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	8	14	37	59	192	263	308	322
EPS (đồng/CP)	2,240	2,753	2,948	2,366	5,480	5,841	6,168	6,440
ROA	9.0%	8.0%	10.0%	11.0%	21.2%	20.0%	18.6%	16.1%
ROE	16.4%	27.5%	16.4%	16.2%	30.1%	27.0%	24.5%	20.6%
P/E	11.02	8.97	8.38	10.44	4.51	4.23	4.00	3.84
P/B	2.47	2.47	2.20	2.03	1.55	1.27	0.98	0.79

Nguồn: PXS, PSI Research

Biểu 5 – Tăng trưởng quy mô của Công ty


Nguồn: PXS, PSI Research

Biểu 6 – Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận


Nguồn: PXS, PSI Research

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E, P/B để xác định mức giá kỳ vọng cho PXS. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành xây lắp và các công ty xây lắp có quy mô tương tự tại Việt Nam.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFE (g = 7%, COE=15.2%)	26,725	25%	6,681
FCFF (g = 7%, WACC = 14.1%)	19,720	25%	4,930
PE ngành 10.1 lần	29,779	25%	7,445
PB ngành 2.5 lần	28,041	25%	7,010
Giá bình quân			26,066

Nguồn: PSI Research

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****Chuyên viên Phân tích: Trương Trần Dũng – dungtt@psi.vn****Nghiên cứu thị trường****Hoàng Anh Tuấn**
tuanha1@psi.vn**Lê Thanh Tùng**
tunglt@psi.vn**Phân tích ngành, công ty****Nguyễn Minh Hạnh**
hanhnm@psi.vn**Bùi Đức Hoàn**
hoanbd@psi.vn**Trương Trần Dũng**
dungtt@psi.vn**Nghiên cứu kinh tế vĩ mô****Ninh Quang Hải**
hainq@psi.vn