



PXT – Công ty Cổ phần Xây lắp đường ống bể chứa Dầu khí
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **27.000 VNĐ/ cổ phiếu**.

TIÊU ĐIỂM

- **Công ty Cổ phần Xây lắp đường ống bể chứa Dầu khí (PVC-PT) là một trong những đơn vị hàng đầu cả nước về lĩnh vực xây lắp chuyên ngành dầu khí, đứng đầu trong ngành dầu khí chuyên về lĩnh vực xây lắp đường ống và bể chứa hiện nay.** Công ty có năng lực tốt và bề dày kinh nghiệm trong công tác thiết kế, thi công đường ống, bồn, bể chứa xăng dầu, khí hóa lỏng, chế tạo giàn khoan, chân đế giàn khoan, cũng như bảo dưỡng, sửa chữa các công trình dầu khí.
- **Công ty được sự quan tâm chỉ đạo, đầu tư, hỗ trợ nhiều mặt của Tổng Công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam cũng như sự hợp tác từ các đơn vị thành viên của PVN.** Lợi thế này giúp cho Công ty tiếp tục có điều kiện mở rộng quan hệ, ký các hợp đồng xây lắp, đảm bảo mục tiêu doanh thu và lợi nhuận trong nhiều năm tới.
- **Tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức tương đối cao so với các doanh nghiệp khác trong ngành xây lắp.** Doanh thu của Công ty năm 2008 đạt 321 tỷ đồng, năm 2009 đạt trên 528 tỷ đồng (tăng 64,47% so với năm 2008). Dự kiến Công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng DOANH THU bình quân trên 50% trong giai đoạn 2010 - 2014.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PXT vào khoảng 27.000 VND/cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 5 phương pháp định giá chính (FCFE, FCFF, DDM, P/E, P/B). Mức giá trên tương đương với mức P/E forward khoảng 14,3 lần.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá kỳ vọng:	27.000
Giá giao dịch:	25.900
Cao nhất 52 tuần:	26.800
Thấp nhất 52 tuần:	23.200

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HOSE
Mệnh giá (đồng):	10.000
Số lượng CP niêm yết:	20.000.000
Vốn hóa (tỷ đồng):	518
EPS 2009 (đồng):	1.974
EPS dự báo 2010 (đồng):	1.886

THÔNG TIN SỞ HỮU

1. Tổng công ty CP xây lắp dầu khí Việt Nam	51,00%
2. HĐQT, Ban GD, Ban KS, KTT	0,41%
3. CBNV Công ty	4,75%
4. Cổ đông ngoài Công ty (tổ chức)	7,60%
5. Cổ đông ngoài Công ty (cá nhân)	36,24%

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CỦA PXT GIAI ĐOẠN 2008 – 2009 VÀ DỰ BÁO 2010 – 2014

Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng TS (tr.đồng)	379,308	479,017	792,192	1,514,458	2,255,152	2,964,188	3,834,035
Vốn CSH (tr.đồng)	50,000	72,079	239,190	340,862	436,130	633,339	739,324
Vốn điều lệ (tr.đồng)	50,000	69,011	200,000	280,000	350,000	500,000	580,000
Doanh thu thuần (tr.đồng)	321,403	528,618	750,109	1,530,973	2,294,929	3,027,011	3,783,764
Lợi nhuận gộp (tr.đồng)	21,110	31,618	64,967	132,597	186,380	247,051	312,563
Lợi nhuận trước thuế (tr.đồng)	7,031	12,269	46,409	69,046	94,116	142,219	160,442
Lợi nhuận sau thuế (tr.đồng)	6,045	10,189	34,807	51,784	70,587	106,664	120,332
EPS (đồng)	N/A	1,974	1,886	2,158	2,241	2,510	2,228
Tỷ lệ cổ tức/Mệnh giá CP	N/A	N/A	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	18.0%

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

1. Thông tin chung

- Công ty CP xây lắp đường ống bể chứa dầu khí (PVC-PT) tiền thân là Công ty TNHH một thành viên Xây lắp Đường ống Bồn bể Dầu khí được thành lập ngày 21/12/2007 trên cơ sở sáp nhập Xí nghiệp Xây lắp Đường ống Bồn bể và điện nước, Xí nghiệp sửa chữa các công trình Dầu khí và Ban Cù Lao Tào thuộc Tổng Công ty CP Xây lắp Dầu khí.
- Ngày 26/11/2009, Công ty chuyển đổi sang hình thức hoạt động là công ty cổ phần với vốn điều lệ đăng ký ban đầu là 200 tỷ đồng.
- Công ty có trụ sở chính tại Số 654 Đường Nguyễn An Ninh - Phường 8 – TP. Vũng Tàu.

2. Ngành nghề - lĩnh vực sản xuất kinh doanh

- Thi công các công trình đường ống dẫn khí, dẫn ga, dẫn xăng, dẫn dầu, dẫn nước, hệ thống ống công nghệ.
- Chế tạo, lắp đặt các chân đế giàn khoan, các kết cấu kim loại, bể chứa, bồn chịu áp lực, bồn chứa xăng dầu, khí hoá lỏng, nước, bình chịu áp lực.
- Khảo sát, duy tu bảo dưỡng và sửa chữa các công trình dầu khí trên biển và đất liền.
- Đầu tư xây dựng các dự án hạ tầng, bến cảng, công trình dân dụng, hệ thống đường dây tải điện và trạm điện.

LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO DOANH NGHIỆP

- **PVC-PT là một trong những đơn vị đứng đầu cả nước về lĩnh vực xây lắp chuyên ngành dầu khí, thương hiệu và uy tín của Công ty đã được khẳng định trên thị trường.** PVC-PT là đơn vị lớn nhất trong ngành dầu khí chuyên về lĩnh vực xây lắp đường ống và bể chứa hiện nay. Công ty có năng lực tốt và bề dày kinh nghiệm trong công tác thiết kế, thi công đường ống, bồn chứa xăng dầu, bồn chứa khí hóa lỏng, chế tạo giàn khoan, chân đế giàn khoan, cũng như bảo dưỡng, sửa chữa các công trình dầu khí.
- **Công ty đã duy trì được thị trường tương đối vững chắc với một lượng khách hàng đông đảo trong lĩnh vực xây lắp chuyên ngành dầu khí.** PVC-PT có một thị trường rộng lớn trải dài trên cả nước, có quan hệ sâu rộng với một lượng khách hàng đông đảo sẵn có từ các công ty thành viên trong Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam. Vị thế này là bàn đạp tạo cơ sở cho Công ty có khả năng gia tăng doanh thu một cách vững chắc trong tương lai.

- Công ty được sự quan tâm chỉ đạo, đầu tư, hỗ trợ nhiều mặt của Tổng Công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam cũng như sự hợp tác từ các đơn vị thành viên của PVN. Lợi thế này giúp cho Công ty tiếp tục có điều kiện nâng cao năng lực sản xuất, mở rộng quan hệ, ký các hợp đồng xây lắp, đảm bảo mục tiêu doanh thu và lợi nhuận trong nhiều năm tới.
- Rào cản gia nhập ngành khá cao do tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe, trong khi đó Công ty đã tạo lập được vị thế cạnh tranh vững chắc. Các sản phẩm của trong lĩnh vực xây lắp đường ống bể chứa đều phải đáp ứng tiêu chuẩn kỹ thuật quốc tế nghiêm ngặt và được các cơ quan đăng kiểm quốc tế giám sát và cấp chứng nhận, không phải doanh nghiệp xây lắp nào cũng có thể đáp ứng được. PVC-PT là doanh nghiệp có năng lực và bề dày kinh nghiệm nhất về lĩnh vực xây lắp đường ống và bể chứa ở Việt Nam hiện nay. Vị thế cạnh tranh hiện tại sẽ giúp Công ty tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng tốt trong những năm tới.
- Cơ hội từ triển vọng phát triển của ngành. Theo chiến lược và kế hoạch phát triển của ngành dầu khí Việt Nam, trung bình mỗi năm Việt Nam sẽ có hàng chục dự án trong các lĩnh vực khai thác, chế biến, lọc hoá dầu, vận chuyển và phân phối khí đốt, nhiên liệu sinh học... được đầu tư trong giai đoạn từ nay đến 2020. Với tiềm năng đó của ngành, cơ hội để PVC - PT phát triển lĩnh vực chuyên ngành xây lắp đường ống, bể chứa, chế tạo, lắp đặt giàn khoan, khảo sát, duy tu bảo dưỡng và sửa chữa các công trình dầu khí trên biển và đất liền là rất lớn.

RỦI RO ĐẦU TƯ VÀO DOANH NGHIỆP

- Sản xuất kinh doanh mới chỉ bó hẹp trong lĩnh vực xây lắp, chủ yếu thi công các hợp đồng của các công ty thành viên trong Tập đoàn dầu khí. Công tác xây lắp chuyên ngành trong phạm vi hẹp dẫn tới khó đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh cũng như đối tượng khách hàng. Cũng như rủi ro khi các dự án chuyên ngành dầu khí bị đình trệ hoặc tiến độ đầu tư, sửa chữa dự án bị chậm trễ.
- Trang thiết bị, công nghệ tuy đã được đầu tư nhưng còn thiếu và chưa đồng bộ, phần lớn đã cũ. Điều này một mặt làm giảm chất lượng các công trình ảnh hưởng tới doanh thu, mặt khác làm gia tăng các chi phí đầu tư mới, sửa chữa, bảo dưỡng tài sản, từ đó ảnh hưởng tới lợi nhuận kinh doanh.
- Rủi ro biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào. Khi nền kinh tế thế giới đang hồi phục sau khủng hoảng, sự biến động giá cả nguyên vật liệu theo chiều hướng gia tăng trong thời gian gần đây đã đẩy chi phí sản xuất và giá thành sản phẩm tăng cao. Điều này có thể gây ảnh hưởng đến lợi nhuận của Công ty. Đặc biệt các biến động khó lường của các sản phẩm thép dẫn tới khó khăn rất lớn trong hoạt động do các sản phẩm thép chiếm tỷ lệ lớn nhất trong cơ cấu nguyên liệu chính của

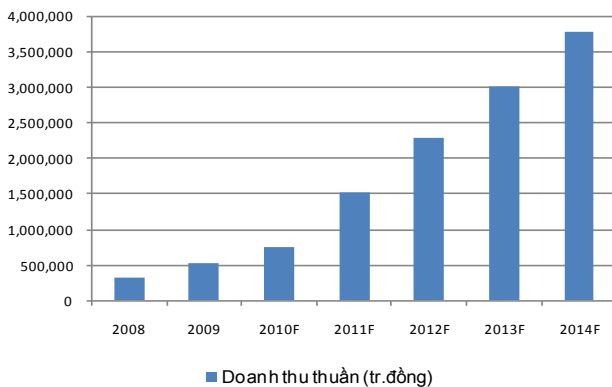
Công ty.

- **Rủi ro tiến độ thanh quyết toán hợp đồng.** Công tác nghiệm thu, thanh quyết toán các hợp đồng trong lĩnh vực xây lắp thường bị kéo dài dẫn đến việc thu hồi vốn từ các công trình chậm, ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn cũng như kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của PVC-PT.

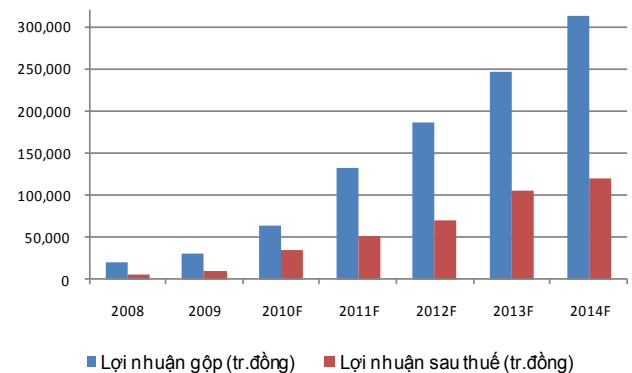
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

- **Tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức tương đối cao so với các doanh nghiệp khác trong ngành xây lắp.** Doanh thu của Công ty năm 2008 đạt 321 tỷ đồng, năm 2009 đạt trên 528 tỷ đồng (tăng 64,47% so với năm 2008). Hết quý 1/2010, doanh thu đạt 158 tỷ đồng (bằng 21,08% kế hoạch năm 2010).
- **Lĩnh vực xây lắp chi phối toàn bộ hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty.** Xét về cơ cấu doanh thu, trong những năm qua hoạt động xây lắp luôn chiếm trên 99% trong doanh thu thuần và tỷ trọng này đang có xu hướng tăng dần.
- **Tổng chi phí luôn chiếm tỉ trọng xấp xỉ 97% so với tổng doanh thu của Công ty, tuy nhiên tỷ trọng này đang có xu hướng giảm dần trong những năm vừa qua.** Nguyên nhân chủ yếu do Công ty thực hiện khá hiệu quả việc tái cấu trúc tổ chức, nhân sự và nâng cao năng lực tài chính, qua đó giảm đáng kể tỷ trọng chi phí quản lý và chi phí lãi vay. Do đó, tốc độ tăng chi phí trong năm 2009 được duy trì thấp hơn tốc độ tăng doanh thu (62,97% so với 64,47%).
- **Do đặc thù hoạt động xây lắp, giá vốn hàng bán luôn chiếm tỷ trọng khá cao (trên 93%) trong tổng chi phí và tỷ trọng này biến động khá thất thường trong những năm qua.** So với các loại chi phí khác, giá vốn hàng bán là yếu tố tương đối khó kiểm soát hơn do phụ thuộc vào biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào.
- **Lợi nhuận của Công ty ở mức khả quan. Năm 2009 so với năm 2008, giá vốn hàng bán tăng với tốc độ cao hơn so với doanh thu, điều này đã làm cho lợi nhuận gộp của Công ty chỉ tăng 49,78%.** Tuy nhiên do Công ty đã tiết giảm đáng kể các chi phí quản lý, chi phí bán hàng và các chi phí khác nên lợi nhuận sau thuế của Công ty vẫn tăng trưởng khả quan (68,55%), đạt 10,189 tỷ đồng. Biên lợi nhuận ròng của Công ty ở mức trung bình so với các doanh nghiệp xây lắp. Hết quý 1/2010, lợi nhuận sau thuế của Công ty đạt gần 4,5 tỷ đồng, bằng 44,11% so với cả năm 2009 và bằng gần 13% kế hoạch của năm 2010.

Chỉ tiêu	2008	2009	Q1/2010
Doanh thu thuần (tr.đồng)	321,403	528,618	158,099
DT hoạt động xây lắp (tr.đồng)	319,230	527,750	158,099
Tỉ trọng DT xây lắp	99.32%	99.84%	100.00%
DT hoạt động khác (tr.đồng)	2,173	868	-
Tỉ trọng DT khác	0.68%	0.16%	0.00%
LN sau thuế (tr.đồng)	6,045	10,189	4,494



Chỉ tiêu	2008	2009	Q1/2010
Lợi nhuận gộp (tr.đồng)	21,110	31,618	11,242
Biên LN gộp	6.57%	5.98%	7.11%
LN hoạt động xây lắp (tr.đồng)	20,942	31,242	11,242
Tỉ trọng LN HĐ xây lắp	99.21%	98.81%	100.00%
Biên LN gộp HĐ xây lắp	6.56%	5.92%	7.11%
LN hoạt động khác (tr.đồng)	168	376	0
Tỉ trọng LN HĐ khác	0.79%	1.19%	0.00%
Biên LN gộp HĐ khác	7.71%	43.32%	



Chỉ tiêu	2008			2009				Q1/2010		
	Giá trị (tr.đ)	%/Tổng CP	%/DT	Giá trị (tr.đ)	%/Tổng CP	%/DT	% +/-	Giá trị (tr.đ)	%/Tổng CP	%/DT
Giá vốn hàng bán	300,293	94.32%	92.28%	497,000	95.79%	93.58%	65.51%	146,857	95.94%	92.89%
CP tài chính	2,144	0.67%	0.66%	1,753	0.34%	0.33%	-18.25%	1,577	1.03%	1.00%
CP bán hàng	-			-				-	0.00%	0.00%
CP quản lý DN	12,706	3.99%	3.90%	18,294	3.53%	3.44%	43.98%	4,595	3.00%	2.91%
CP khác	3,227	1.01%	0.99%	1,798	0.35%	0.34%	-44.27%	48	0.03%	0.03%
Tổng CP	318,370	100.00%	97.84%	518,845	100.00%	97.69%	62.97%	153,077	100.00%	96.82%

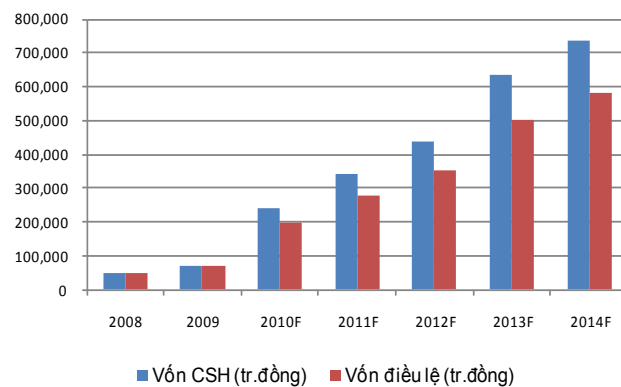
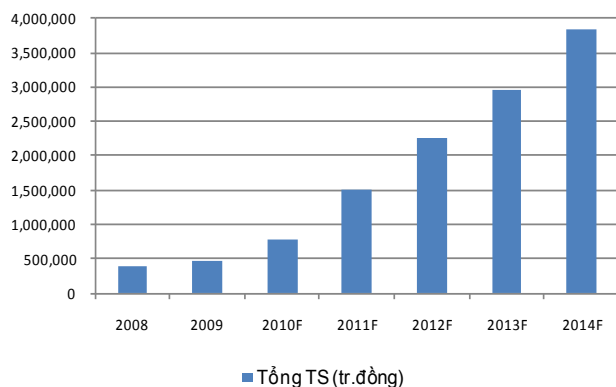
Nguồn: BCTC PXT 2008, 2009, Q1/2010

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

STT	Tên công ty	Mã CK	Sở GDCK	Doanh thu '09 (VND)	LN sau thuế '09 (VND)	EPS '09 (VND)	Biên LN ròng '09
1	Công ty CP XD số 5	SC5	HOSE	1,093,654,269,684	39,165,307,028	3,795	3.58%
2	Công ty CP Sông Đà 10	SDT	HNX	845,358,204,269	96,989,697,439	8,439	11.47%
3	Công ty CP XD số 3	VC3	HNX	340,093,605,136	30,937,050,907	3,849	9.10%
4	Công ty CP Sông Đà 7	SD7	HNX	858,962,220,259	45,916,673,752	5,102	5.35%
5	Công ty CP XD Sông Hồng	ICG	HNX	347,589,582,630	36,219,562,294	2,415	10.42%
6	Công ty CP Sông Đà 5	SD5	HNX	1,174,966,939,530	68,321,327,118	7,594	5.81%
7	Công ty CP XD số 2	VC2	HNX	747,949,687,038	38,800,155,037	4,895	5.19%
8	Công ty CP Sông Đà 11	SJE	HNX	541,691,150,397	23,697,245,567	5,044	4.37%
9	Công ty CP lắp máy 69-1	L61	HNX	295,168,793,792	17,346,756,309	2,150	5.88%
10	Công ty CP VIMECO	VMC	HNX	1,206,051,725,352	40,853,486,208	6,386	3.39%
11	Công ty CP Vinaconex 25	VCC	HNX	314,093,365,810	8,688,351,718	2,257	2.77%
12	Công ty CP XD số 15	VI5	HNX	155,058,712,541	11,243,215,745	1,409	7.25%
13	Công ty CP Sông Đà 6	SD6	HNX	592,478,315,486	29,990,645,180	4,997	5.06%
14	Công ty CP XD số 7	VC7	HNX	304,085,925,239	11,846,977,088	1,580	3.90%
15	Công ty CP XD công trình ngầm	CTN	HNX	510,881,519,825	10,450,411,495	3,676	2.05%
PVC-PT		PXT	HOSE	528,618,290,504	10,189,143,871	1,974	1.93%

Nguồn: BCTC PXT 2009, PSI

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH



▪ Tài sản:

- Do đặc thù hoạt động của Công ty, tài sản ngắn hạn luôn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng tài sản (trên 90%). Trong cơ cấu tài sản ngắn hạn, hàng tồn kho và các khoản phải thu chiếm tỷ trọng cao (trên 85%), trong đó hàng tồn kho chủ yếu dưới dạng chi phí sản xuất kinh doanh dở dang của các công trình mà Công ty đang thi công, còn các khoản phải thu phần lớn là phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng của các hạng mục công trình mà Công ty đã quyết toán với khách hàng. Hàng năm Công ty đều trích lập dự phòng cho khác khoản phải thu khó đòi.

- TSCĐ của Công ty chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng TS, chủ yếu

là đầu tư vào thiết bị, máy móc, phương tiện vận tải phục vụ thi công xây lắp.

▪ **Nguồn vốn:**

- Nợ phải trả trong những năm qua luôn chiếm trên 80% tổng nguồn vốn, trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn. Thoạt nhìn có vẻ đây là một cơ cấu vốn không vững chắc do tỉ lệ nợ cao. Tuy nhiên xét về cơ cấu các khoản nợ, tổng các khoản vay của Công ty chỉ chiếm khoảng 16% trong tổng nợ, trong khi đó tổng các khoản tín dụng thương mại (phải trả cho người bán, người mua trả tiền trước) luôn chiếm xấp xỉ 65%. Đây là tỉ lệ khá cao, cho thấy uy tín và khả năng của Công ty trong việc tận dụng vốn của nhà cung cấp, khách hàng là rất tốt.

- Công ty đang duy trì được cơ cấu vốn khá hợp lý, nguồn vốn tự có không những đủ tài trợ cho tài sản dài hạn mà còn đảm bảo một phần vốn lưu động trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Với việc các cổ đông Công ty đã góp đủ vốn điều lệ 200 tỷ đồng vào tháng 2/2010 (vốn điều lệ tính đã góp tính đến 31/12/2009 mới là trên 69 tỷ đồng), khả năng tự chủ tài chính của Công ty sẽ tiếp tục được cải thiện trong những năm tới, tạo điều kiện cho Công ty mở rộng sản xuất kinh doanh, tiết kiệm chi phí lãi vay, tăng doanh thu và lợi nhuận.

▪ **Khả năng thanh toán:**

- Đối với một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xây lắp, khả năng thanh toán của Công ty đang được đảm bảo ở tương đối an toàn với hệ số thanh toán ngắn hạn luôn lớn hơn 1, hệ số thanh toán nhanh lớn hơn 0,5 và cả hai chỉ tiêu này đều đang có xu hướng tăng. Tuy nhiên năm 2009, khả năng thanh toán của Công ty tăng chủ yếu do tăng khoản phải thu, trong khi đó vòng quay các khoản phải thu lại giảm khiến cho số ngày một vòng quay khoản phải thu có xu hướng tăng lên. Điều này cho thấy khả năng thanh toán của Công ty mặc dù có sự cải thiện nhưng chưa thật sự tốt.

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản của doanh nghiệp năm 2008 – 2009 và dự báo 2010 - 2014

Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Chỉ tiêu về khả năng thanh toán							
Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.07	1.12	1.35	1.21	1.16	1.19	1.16
Hệ số thanh toán nhanh	0.50	0.68	0.72	0.76	0.73	0.75	0.75
Chỉ tiêu về cơ cấu TS - nguồn vốn							
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.93	0.95	0.94	0.94	0.93	0.93	0.94
Tài sản dài hạn/Tổng tài sản	0.07	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.06
Hệ số nợ/Tổng tài sản	0.87	0.85	0.70	0.77	0.81	0.79	0.81
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	6.59	5.65	2.31	3.44	4.17	3.68	4.19
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động							
Vòng quay tổng tài sản	1.38	1.23	1.18	1.33	1.22	1.16	1.11
Vòng quay các khoản phải thu	4.29	3.02	2.87	3.12	2.75	2.61	2.55
Vòng quay các khoản phải trả	1.56	1.44	1.56	1.77	1.53	1.46	1.39
Vòng quay hàng tồn kho	2.36	2.70	2.60	3.22	3.24	3.07	3.00
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời							
LN sau thuế/DTT (ROS)	1.88%	1.93%	4.64%	3.38%	3.08%	3.52%	3.18%
LN sau thuế/Vốn chủ sở hữu (ROE)	23.15%	16.71%	22.48%	18.01%	18.41%	20.27%	17.87%
LN sau thuế/Tổng TS (ROA)	2.60%	2.37%	5.48%	4.49%	3.75%	4.09%	3.54%
LN từ hoạt động SXKD/DT thuần	2.21%	2.28%	5.70%	4.56%	4.09%	4.50%	4.23%
Chỉ tiêu liên quan đến cổ phần							
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)		1,974	1,886	2,158	2,241	2,510	2,228
Giá trị sổ sách của cổ phần (B/V)		10,426	11,884	12,045	12,278	12,453	12,480

Nguồn: BCTC kiểm toán PXT 2008 - 2009, Kế hoạch SXKD PXT 2010 - 2014, PSI dự báo

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

STT	Tên công ty	Mã CK	Sở GDCK	Tổng TS '09 (tr. VND)	Vốn CSH '09 (tr. VND)	Vốn DL '09 (tr. VND)	ROA	ROE	EPS '09	B/V '09
1	Công ty CP XD số 5	SC5	HOSE	1,428,608	212,272	103,200	2.74%	18.45%	3,795	20,569
2	Công ty CP Sông Đà 10	SDT	HNX	1,124,654	413,364	117,000	8.62%	23.46%	8,439	35,330
3	Công ty CP XD số 3	VC3	HNX	1,265,800	192,567	80,000	2.44%	16.07%	3,849	24,071
4	Công ty CP Sông Đà 7	SD7	HNX	1,215,446	352,322	90,000	3.78%	13.03%	5,102	39,147
5	Công ty CP XD Sông Hồng	ICG	HNX	469,271	189,903	150,000	7.72%	19.07%	2,415	12,660
6	Công ty CP Sông Đà 5	SD5	HNX	819,924	175,820	90,000	8.33%	38.86%	7,594	19,536
7	Công ty CP XD số 2	VC2	HNX	712,968	209,936	78,437	5.44%	18.48%	4,895	26,765
8	Công ty CP Sông Đà 11	SJE	HNX	795,420	131,802	50,000	2.98%	17.98%	5,044	26,360
9	Công ty CP lắp máy 69-1	L61	HNX	242,587	103,884	70,150	7.15%	16.70%	2,150	14,809
10	Công ty CP VIMECO	VMC	HNX	1,047,282	170,178	65,000	3.90%	24.01%	6,386	26,181
11	Công ty CP Vinaconex 25	VCC	HNX	258,813	57,246	40,000	3.36%	15.18%	2,257	14,312
12	Công ty CP XD số 15	V15	HNX	369,176	79,915	60,000	3.05%	14.07%	1,409	13,319
13	Công ty CP Sông Đà 6	SD6	HNX	695,449	196,306	60,000	4.31%	15.28%	4,997	32,718
14	Công ty CP XD số 7	VC7	HNX	407,155	91,489	75,000	2.91%	12.95%	1,580	12,199
15	Công ty CP XD công trình ngầm	CTN	HNX	519,292	105,310	49,000	2.01%	9.92%	3,676	21,492
	PVC-PT	PXT	HOSE	479,017	71,951	69,011	2.37%	16.71%	1,974	10,426

Nguồn: BCTC PXT 2009, PSI

▪ **Năng lực hoạt động:**

- Trong năm 2009, các chỉ tiêu về vòng quay hàng tồn kho và vòng quay tài sản cố định của Công ty tăng so với năm 2008, tuy nhiên vòng quay tổng tài sản và vòng quay các khoản phải thu lại có xu hướng giảm sút. Nhìn chung sự biến động của các chỉ tiêu về năng lực hoạt động trong 2 năm qua không thật sự lớn và cũng không quá tích cực. Điều này cho thấy hoạt động Công ty trong thời gian qua tương đối ổn định.

▪ **Khả năng sinh lời:**

- Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời của Công ty trong năm 2009 nhìn chung không có nhiều đột biến so với năm 2008, cho thấy hoạt động của Công ty trong giai đoạn qua khá ổn định nhưng không quá lạc quan, tuy nhiên đây cũng là một tín hiệu tương đối tích cực đối với một doanh nghiệp đang trong quá trình tái cơ cấu tổ chức và hoạt động.

- Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời của Công ty ở mức trung bình so với ngành. Với việc chuyển đổi mô hình hoạt động, tăng cường năng lực tài chính của Công ty vào cuối năm 2009 và triển vọng phát triển của ngành dầu khí Việt Nam trong những năm tới, dự kiến khả năng sinh lời của Công ty sẽ khả quan dần do Công ty mới đang ở trong giai đoạn đầu của quá trình tăng trưởng trong chu kỳ hoạt động của mình.

PHÂN TÍCH NGÀNH

1. Tổng quan ngành

Lĩnh vực xây lắp hệ thống đường ống, bể chứa dầu khí được xếp vào nhóm các sản phẩm dịch vụ xây lắp chuyên ngành dầu khí. Hiện nay tại Việt Nam, chỉ có một số đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (Xí nghiệp Liên doanh Dầu khí VietsovPetro, Tổng công ty CP Xây lắp Dầu khí và các công ty thành viên, Tổng công ty Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí) và một số đơn vị thành viên của Tổng công ty xăng dầu Việt Nam (Petrolimex)... đang cung cấp các dịch vụ xây lắp chuyên ngành dầu khí như: Chế tạo, lắp đặt chân đế giàn khoan; Thiết kế chế tạo các bồn bể chứa (xăng dầu, khí hoá lỏng, nước), bình chịu áp lực và hệ thống công nghệ; Lắp đặt, duy tu bảo dưỡng và sửa chữa các công trình dầu khí (ngoài khơi và trên biển), các chân đế giàn khoan, các kết cấu kim loại; Đóng giàn khoan trên đất liền, ngoài biển; Sản xuất các sản phẩm cơ khí, chống ăn mòn kim loại, bảo dưỡng và sửa chữa các chân đế giàn khoan...

2. Tiềm năng phát triển của các doanh nghiệp trong ngành

Cơ hội cho các doanh nghiệp cung cấp sản phẩm, dịch vụ xây lắp phục vụ chuyên ngành dầu khí trong nhiều năm tới rất khả quan do

tiềm năng phát triển của ngành dầu khí còn rất lớn:

- **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 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, 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.

Các dự án lớn đang triển khai của PetroVietnam

Nhà máy	Công suất năm	Ngày vận hành dự kiến	Nguyên liệu	Sản phẩm	Vốn đầu tư (US\$)
Polypropylene Dung Quất	150.000 tấn Polypropylene	05/2010	Propylen của NMLD Dung Quất	Polypropylen	234 triệu
Khu Liên hợp Lọc hóa dầu Nghi Sơn	8,4 triệu tấn nguyên liệu dầu thô	2013	Dầu thô Cô oét nhập khẩu hoặc dầu tương đương	LPG, xăng không chì, dầu hỏa/nhiên liệu phản lực, dầu diesel, dầu đốt lò, Polypropylene, Benzen, Paraxylene, lưu huỳnh	6,2 tỷ
NM Lọc dầu số 3	10 triệu tấn nguyên liệu dầu thô	2014	Dầu thô Syncrude Venezuela nhập khẩu	LPG, xăng không chì, dầu hỏa/ nhiên liệu phản lực, dầu diesel, cốc dầu mỏ và lưu huỳnh	8 tỷ
Tổ hợp hóa dầu Long Sơn	3 triệu tấn nguyên liệu	2014	Naphtha, LPG, Condensat nhập khẩu	HDPE, LDPE, Polypropylen, xút, VCM và một số sản phẩm phụ khác	4 tỷ
Sơ xợi Đình Vũ	170.000 tấn sơ xợi	2011	Terephthalic axit (PTA) và Ethylen Glycol (MEG) nhập khẩu	Xơ sợi polyester	325 triệu
Nhiên liệu sinh học Phú Thọ	100 triệu lít ethanol nguyên liệu	2011	Sắn lát/ mía	Etanol nhiên liệu	80 triệu
Nhiên liệu sinh học miền Nam	100 triệu lít ethanol nguyên liệu	2012	Sắn lát	Etanol nhiên liệu	80 triệu
Nhiên liệu sinh học Quảng Ngãi	100 triệu lít ethanol nguyên liệu	2011	Sắn lát	Etanol nhiên liệu	80 triệu

Nguồn: PetroVietnam

KẾ HOẠCH SẢN XUẤT KINH DOANH – DỰ BÁO TÀI CHÍNH

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

- **Lĩnh vực xây lắp đường ống bể chứa dầu khí:** Trong những năm tới, PVC-PT tiếp tục phát huy những lợi thế hiện có, khẳng định vị thế hàng đầu trong lĩnh vực mũi nhọn là xây lắp các công trình đường ống (kể cả trong bờ và trên biển), bồn bể, lắp đặt các hệ thống thiết bị công nghệ cho các công trình dầu khí, các kho xăng dầu, các nhà máy lọc hoá dầu và các nhà máy công nghiệp khí...

Công ty sẽ nhận thi công trọn gói các công trình của Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam và Tổng Công ty cổ phần xây lắp Dầu khí như: Nhà máy Lọc dầu số 3 (Long Sơn), Đường ống dẫn khí lô B - Ô Môn, Dự án khu công nghiệp Tiền Giang; Nhà máy Lọc dầu số 2 (Tổ hợp lọc hoá dầu Nghi Sơn), Các dự án chế tạo lắp ráp công trình biển do Vietsovpetro làm chủ đầu tư, các công trình khác của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam và các nhà thầu nước ngoài. Từ 2010 đến 2015, Công ty sẽ thành lập thêm phòng Thiết kế (E), phòng Thương mại (thực hiện trọn gói phần P), đảm bảo tới năm 2015 - 2025 làm tổng thầu EPC thực hiện các dự án lớn. Phần đầu đến năm

2015, PVC-PT chiếm lĩnh 50% thị phần thiết kế, mua sắm và xây lắp Kho cảng xăng dầu và LPG tại Việt Nam.

- **Lĩnh vực thiết kế và lắp đặt hệ thống tự động hoá thiết bị điều khiển:** Đến 2015 Công ty sẽ phấn đấu đạt 10% trong tổng doanh thu từ lĩnh vực thiết kế, lắp đặt hệ thống tự động hoá các thiết bị điều khiển cho các công trình dầu khí, các nhà máy công nghiệp.
- **Lĩnh vực cơ khí chế tạo thiết bị dầu khí:** Chế tạo kết cấu thép, chế tạo chân đế giàn khoan, cấu trúc thượng tầng (Topside) của giàn khoan; Khảo sát, thiết kế, chế tạo, lắp đặt các chân đế giàn khoan, các kết cấu kim loại và hệ thống công nghệ. Có sản phẩm bọc ống vào năm 2010 và đủ năng lực cung cấp toàn bộ ống đã bọc cho dự án đường ống khí Lô B 52/97 - Ô Môn và các dự án khác do Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam làm chủ đầu tư. Năm 2015, nhà máy sản xuất ống sẽ đáp ứng việc cung cấp các loại ống cho thị trường.
- **Lĩnh vực xây lắp các công trình dầu khí trên biển:** Công ty tiếp tục phát triển ổn định dịch vụ sửa chữa và bảo dưỡng các giàn khoan khai thác dầu khí trên biển. Thực hiện dịch vụ xây lắp trên biển bao gồm lắp đặt, tháo dỡ các giàn khoan thăm dò và khai thác dầu khí, lắp đặt đường ống dẫn dầu và khí trên biển.

2. Kế hoạch sản xuất kinh doanh – Dự báo tài chính

Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng TS (tr.đồng)	379,308	479,017	792,192	1,514,458	2,255,152	2,964,188	3,834,035
Vốn CSH (tr.đồng)	50,000	72,079	239,190	340,862	436,130	633,339	739,324
Vốn điều lệ (tr.đồng)	50,000	69,011	200,000	280,000	350,000	500,000	580,000
Nợ phải trả (tr.đồng)	329,308	406,938	553,002	1,173,597	1,819,021	2,330,849	3,094,711
Doanh thu thuần (tr.đồng)	321,403	528,618	750,109	1,530,973	2,294,929	3,027,011	3,783,764
Giá vốn hàng bán (tr.đồng)	300,293	497,000	685,143	1,398,377	2,108,549	2,779,961	3,471,201
Lợi nhuận gộp (tr.đồng)	21,110	31,618	64,967	132,597	186,380	247,051	312,563
Lợi nhuận trước thuế (tr.đồng)	7,031	12,269	46,409	69,046	94,116	142,219	160,442
Lợi nhuận sau thuế (tr.đồng)	6,045	10,189	34,807	51,784	70,587	106,664	120,332
EPS (đồng)	N/A	1,974	1,886	2,158	2,241	2,510	2,228
Tỷ lệ cổ tức/Mệnh giá CP	N/A	N/A	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	18.0%

Nguồn: Kế hoạch SXKD của PXT giai đoạn 2010 – 2013, PSI dự báo

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

1. Dự án “Địa điểm tập kết và vận chuyển vật tư theo đường thủy” tại TP Vũng Tàu

- Ngày 31/3/2010 Tổng công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam đã ra Nghị quyết chấp thuận chủ trương để Công ty Cổ phần Xây lắp Đường ống Bể chứa Dầu khí (PVC-PT) đầu tư dự án “Địa điểm tập

kết và vận chuyển vật tư theo đường thủy” tại TP. Vũng Tàu.

- Dự án có tổng diện tích 34.950 m² tại Phường 11 – TP. Vũng Tàu - Tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu, bao gồm kho, cảng và các nhà máy sản xuất vật tư, thiết bị chuyên ngành dầu khí, được nằm tại vị trí rất thuận lợi cho việc vận chuyển và tập kết vật tư bằng đường thủy.
- Hiện nay PVC-PT đang hoàn thành mọi thủ tục với các cơ quan, ban ngành có liên quan và sẽ chính thức được khai thác sử dụng vào quý IV năm 2010.



2. Dự án “Trung tâm Thương mại - Dịch vụ, Văn phòng và Căn hộ” 33A đường 30/04, phường 9, TP. Vũng Tàu

- Tổng mức đầu tư dự kiến: 680 tỷ đồng (trong đó PVC – PT tham gia góp 20% vốn đầu tư của dự án).
- Địa chỉ: số 33A đường 30/04, phường 9, Tp. Vũng Tàu.
- Diện tích khu đất: 5.104 m².
- Diện tích xây dựng: 2.600 m².
- Tổng diện tích sàn: 78.780 m².
- Mật độ xây dựng: 51,90%.
- Hệ số sử dụng đất: 15,3 lần.
- Quy mô (số tầng): 36 tầng/ 2 hầm.

3. Dự án “Nhà máy chế tạo van và lốc tôn bồn”

- Ngày 19 tháng 3 năm 2010, Tổng công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVC) đã có Nghị quyết số 292/NQ-XLKD chấp thuận chủ trương cho PVC-PT đầu tư Dự án Nhà máy chế tạo van và lốc tôn bồn tại Khu công nghiệp Đông Xuyên - Phường 10 – TP. Vũng Tàu.
- Dự án Nhà máy chế tạo van và lốc tôn bồn có tổng mức đầu tư 380 tỷ đồng trên diện tích đất 7.312,5 m² với quy mô dây chuyền lốc tôn bồn công suất lốc 1,2 đến 2 tấn/giờ, chế tạo bồn cầu 1.000 đến 5.000 tấn, bồn trụ công suất lốc 60 - 90 m²/giờ, dây chuyền phun bi với công suất 60-90m²/giờ, dây chuyền tổ hợp lắp đặt van và dây chuyền chế tạo van.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

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

Dựa trên các thông tin về hoạt động kinh doanh của PVC-PT hiện tại, kế hoạch và chiến lược hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai, các dự báo về triển vọng phát triển của nền kinh tế Việt Nam, ngành xây lắp, ngành dầu khí, chúng tôi đưa ra các giả định đối với hoạt động kinh doanh của PVC-PT một cách tương đối thận

trọng như sau:

- Công ty đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng nên sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu khá cao trong khoảng 5 năm tới, sau đó tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần trong 5 năm tiếp theo và sẽ ổn định kể từ năm 2020 trở đi. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2010 vào khoảng 42%, năm 2011 khoảng 104%, năm 2012 vào khoảng 50%, năm 2013 khoảng 32%, năm 2014 - 2015 bình quân khoảng 25%, năm 2016 - 2019 lần lượt là 20% - 15% - 10% - 8% và tăng trưởng đều 5% kể từ năm 2020 trở đi.
- Tỷ lệ giá vốn/doanh thu ở mức bình quân 92,2% kể từ năm 2010.
- Doanh thu hoạt động tài chính được tính toán dựa vào lượng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng hàng năm trên bảng cân đối kế toán dự kiến.
- CP lãi vay dựa trên lượng tiền vay ngắn hạn và vay dài hạn dự kiến hàng năm trên bảng cân đối kế toán. Lãi vay ngắn hạn bình quân khoảng 13%/năm, trung dài hạn bình quân khoảng 15%/năm kể từ năm 2010.
- CP quản lý doanh nghiệp trung bình chiếm khoảng 3,71%/tổng doanh thu hàng năm kể từ năm 2010.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn điều lệ sẽ tăng từ 200 tỷ đồng lên 580 tỷ đồng vào năm 2014 và khoảng 870 tỷ đồng vào năm 2020.
- Tỷ lệ trả cổ tức dự kiến năm 2010 là 15%, năm 2011 là 16%, năm 2012 là 17% và kể từ năm 2018 trở đi Công ty sẽ trả cổ tức đều đặn với tỉ lệ là 18%.

2. Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp định giá	Giá (đồng)
FCFE (g = 5%; COE = 16,0%)	26,531
FCFF (g = 5%; WACC = 12,2%)	26,465
DDM (g = 5%, COE = 16,0%)	25,821
P/E (EPS 2010 = 1.886 VND; P/E = 14,2 lần)	26,692
P/B (B/V 2010 = 11.884 VND; P/B = 2,5 lần)	29,482
Giá bình quân	26,998

- Chúng tôi sử dụng kết hợp 5 phương pháp: FCFE, FCFF, DDM, P/E, P/B để xác định mức giá kỳ vọng cho PVC-PT. 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.
- Giá cổ phiếu PVC-PT theo các phương pháp định giá chúng tôi xác định cho năm 2010 dao động từ khoảng **25.800 – 29.500** đồng, giá bình quân khoảng **27.000** đồng.

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

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

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



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

BAN PHÂN TÍCH

Phó Giám đốc phụ trách Ban

Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

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

Nghiên cứu thị trường

Hoàng Anh Tuấn
tuanha1@psi.vn

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Phân tích ngành, công ty

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Bùi Đức Hoàn
hoanbd@psi.vn

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Nghiên cứu kinh tế vĩ mô

Ninh Quang Hải
hainq@psi.vn