

PVX – TỔNG CTCP XÂY LẮP DẦU KHÍ VIỆT NAM (HNX)

Tháng 12 năm 2010

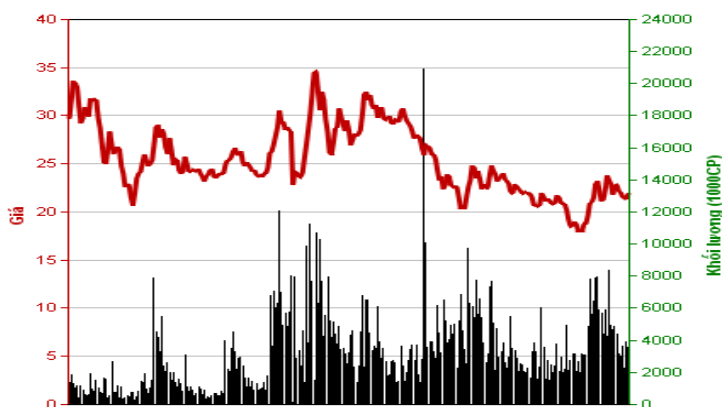
Dự kiến PVX sẽ hoàn thành vượt mức các chỉ tiêu kế hoạch năm 2010. Tổng doanh thu đạt 8.597 tỷ đồng, tăng 202% so với năm 2009, tổng lợi nhuận trước thuế đạt 1.063 tỷ đồng, tăng 383% so với năm 2009. EPS 2010 thực hiện ước tính khoảng 3.734 đồng.

Trong các năm qua, hoạt động xây lắp có mức tăng trưởng ấn tượng. Tốc độ tăng trưởng doanh thu xây lắp trung bình đạt 132,716%. Đây là tốc độ tăng trưởng tốt nhất so với các doanh nghiệp xây lắp cùng ngành.

Hoạt động đầu tư tài chính nhiều khả năng mang lại lợi nhuận lớn khi mà khoản mục đầu tư tài chính dài hạn đạt trên 2.000 tỷ chủ yếu mua với giá 10.000 đồng/cổ phiếu và đa phần là các cổ phiếu ngành dầu khí.

Các chỉ số tài chính lành mạnh, cơ cấu vốn, tài sản ở mức an toàn, tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận tốt qua các năm.

Chúng tôi định giá thận trọng PVX ở mức 26.200 đồng



Tỉ lệ sở hữu

PVN	41,21%
CTCP quản lý quỹ Lộc Việt	4,16%
PVFC	3,74%
Cổ đông nước ngoài	7,1%
Cổ đông khác	43,79%

Thông kê cổ phiếu

Số lượng CP lưu hành	250 triệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.500
Giá thấp nhất 52 tuần	15.400
Giá cao nhất 52 tuần	34.100

Chỉ số cơ bản

EPS 4 quý gần nhất	2.980
Giá ngày 24/12/2010	21.400
P/E	7.18
Giá trị sổ sách 30/9/2010	12.180
P/B	1.76

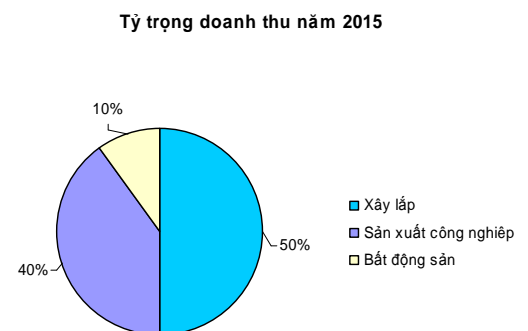
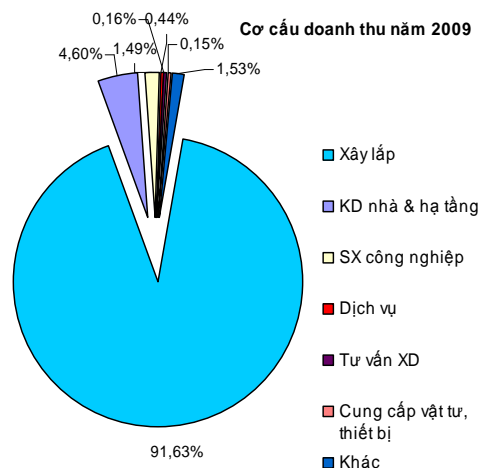
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tiền thân là Xí nghiệp Liên hợp Xây lắp Dầu khí được thành lập năm 1983, năm 1995 đổi tên thành Công ty Thiết kế và Xây dựng Dầu khí, năm 2005 chuyển đổi thành CTCP Xây lắp Dầu khí. Kể từ ngày thành lập đến nay, Công ty không ngừng phát triển và trở thành đơn vị xây lắp chủ lực đảm nhiệm phần lớn các công trình của ngành Dầu khí. Hiện nay PVX có 43 đơn vị thành viên, trong đó 9 công ty có vốn góp chi phối; 32 công ty liên kết và đầu tư vốn; 2 công ty liên doanh.

PVX là đơn vị xây lắp có vị thế đứng đầu trong ngành Dầu khí, hoạt động kinh doanh trên thị trường này thường chiếm 70-80% giá trị tổng sản lượng hàng năm của PVX. Với thị trường ngoài ngành (chiếm tỷ trọng từ 20 – 30% giá trị tổng sản lượng hàng năm). Chiến lược phát triển tới năm 2015 của PVX là phần đầu đứng trong top 3 các doanh nghiệp đầu ngành xây dựng Việt Nam.

Hiện PVN nắm 41,21% vốn điều lệ của PVX. Điều này tạo nên lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực xây lắp công nghiệp dầu khí, xây lắp các công trình trong ngành dầu khí của PVX do hưởng lợi từ việc được chỉ định thầu hầu hết các công trình mà có PVN tham gia và chiếm tỷ lệ chi phối.

PVX đã có gần 30 năm kinh nghiệm trong các lĩnh vực: xây lắp chuyên ngành dầu khí, xây dựng công nghiệp, xây dựng dân dụng, đầu tư xây dựng các khu công nghiệp, đầu tư tài chính. Trong đó *xây lắp* là mảng kinh doanh chính, doanh thu từ xây lắp hàng năm chiếm trên 95% doanh thu của PVX. Định hướng phát triển tới năm 2015, PVX sẽ hoạt động dựa trên 3 mảng kinh doanh chính: Xây lắp chiếm tỷ trọng 50%, Sản xuất công nghiệp 40%, bất động sản 10%.



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Xây lắp

Hoạt động xây lắp của PVX bao gồm: xây lắp chuyên ngành dầu khí, xây lắp các công trình công nghiệp và dân dụng. Trong năm 2008, xây lắp chuyên ngành dầu khí chiếm 34% doanh thu xây lắp, xây dựng công nghiệp chiếm 20%, xây dựng dân dụng chiếm 40%.

Định hướng phát triển tới năm 2015 PVX sẽ tập trung mạnh vào mảng xây lắp chuyên ngành dầu khí, đây là mảng PVX có lợi thế. Với tổng các dự án hiện nay của PVN khoảng 70 triệu USD trong đó PVX là đơn vị thi công chính. Và với định hướng phát triển PVN trong tương lai thì lợi thế từ việc được chỉ định thầu sẽ góp phần quan trọng trong việc phát triển mảng xây lắp chuyên ngành của doanh nghiệp, ước tính doanh thu mảng xây lắp năm 2015 đạt 17.500 tỷ đồng doanh thu.

Hiện PVX là 1 trong 3 nhà tổng thầu EPC (hợp đồng trọn gói bao gồm: thiết kế, thi công, lắp đặt thiết bị) lớn nhất Việt Nam (Tập đoàn Sông Đà, Tổng công ty lắp máy (Iilama)). PVX đã hoàn thành nhiều dự án có quy mô lớn như: kho chứa LPG Gò Dầu, tổng kho Xăng dầu Nhà Bè giai đoạn 2, kho Xăng dầu Cù Lao Tào...

Sản xuất công nghiệp

Năm 2009 hoạt động sản xuất công nghiệp mới chỉ chiếm 1,5% trong cơ cấu tổng doanh thu của PVX. Tới năm 2015 hoạt động sản xuất công nghiệp của PVX ước đạt 40% doanh thu tức 14.000 tỷ đồng.

Các sản phẩm PVX tập trung đầu tư trước mắt đó là: sản phẩm kết cấu thép để chế tạo giàn khoan, đường ống dẫn khí trên biển, các sản phẩm cuộn ống và bọc ống... Một số dự án trọng tâm: nhà máy sản xuất ống thép Dầu khí (công suất 100.000 tấn/năm), nhà máy chế tạo cơ khí và sản xuất cật liệu Nghi Sơn.

Đầu tư tài chính

Trong các năm qua PVX đã liên tục gia tăng đầu tư tài chính dài hạn, năm 2008 đầu tư 656,35 tỷ đồng tới 30/9/2010 đã lên tới 2.149,46 tỷ đồng. Trong thời gian qua hàng loạt công ty TNHH thành viên của PVX tiến hành cổ phần hóa cộng với việc sắp xếp lại các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây lắp – kinh doanh bất động sản – sản xuất vật liệu xây dựng – cơ khí chế tạo đã giúp số lượng công ty con, công ty liên kết và các khoản đầu tư tài chính dài hạn của PVX gia tăng mạnh mẽ.

Bất động sản

Bên cạnh cơ hội tăng trưởng từ các khoản đầu tư tài chính dài hạn, hoạt động kinh doanh bất động sản thông qua các công ty con, công ty liên kết hứa hẹn mang tới cho PVX những khoản lợi nhuận khá trong tương lai.

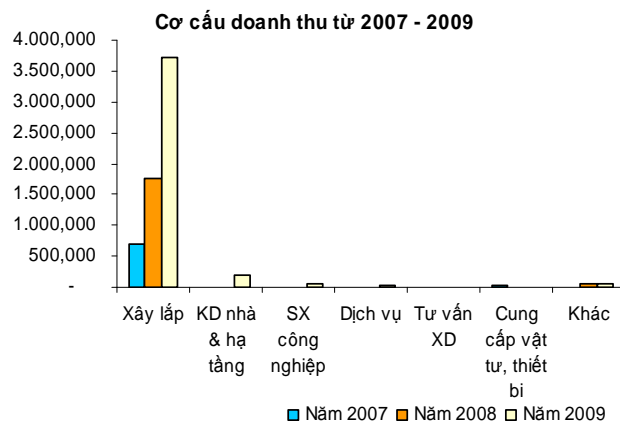
Hoạt động kinh doanh nhà & hạ tầng, sản xuất công nghiệp bắt đầu đóng góp doanh thu cho PVX từ năm 2009, trong năm này doanh thu từ 2 mảng này mới chỉ chiếm 1 tỷ lệ khiêm tốn là 5%. Chiến lược phát triển tới năm 2015 mảng kinh doanh này đóng góp 10% doanh thu tương đương 3.500 tỷ đồng.

Các dự án do PVC trực tiếp làm chủ đầu tư cũng như các dự án do công ty con, công ty liên kết làm chủ đầu tư, phần lớn sau 2 - 3 năm nữa mới ghi nhận doanh thu.

ĐÁNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Tốc độ tăng trưởng doanh thu xây lắp cao nhất ngành

Trong các năm qua, hoạt động xây lắp có mức tăng trưởng ấn tượng, Mức tăng trưởng năm 2008 so với 2007 đạt 152,695%; 2009 so với 2008 đạt 112,737%. Tốc độ tăng trưởng doanh thu xây lắp trung bình đạt 132,716%. Đây là tốc độ tăng trưởng tốt nhất so với các doanh nghiệp xây lắp cùng ngành.



Cơ hội tăng trưởng lợi nhuận từ đầu tư tài chính dài hạn

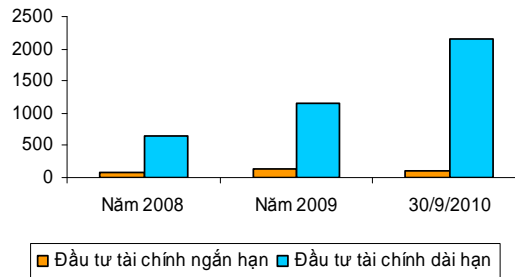
Do có nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư tài chính nên PVX có nhiều lợi thế trong mảng đầu tư này. Vì thế mà tốc độ tăng trưởng doanh thu từ hoạt động tài chính cao hơn hoạt động kinh doanh chính. Tăng trưởng doanh thu từ hoạt động bán hàng và cung cấp dịch vụ từ năm 2007-2009 đạt trung bình 136,995% trong khi đó doanh thu từ hoạt động đầu tư tài chính đạt 233,031%.

Tính tới 30/9/2010 tổng tài sản của PVX đạt 7.917,16 tỷ đồng. Trong đó khoản mục đầu tư tài chính dài hạn đạt 2.149,461 tỷ đồng (chiếm 27,15% tổng tài sản), bao gồm đầu tư vào công ty con, công ty liên kết và đầu tư dài hạn khác. 27,15% là một tỷ lệ đầu tư tài chính an toàn, và đây cũng là khoản mục đầu tư rất hiệu quả của PVX khi mà đóng góp vào lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính luôn có tỷ lệ tăng tốt thời gian qua.

Tốc độ gia tăng các khoản đầu tư tài chính từ năm 2008 đến 30/9/2010 của PVX đạt trung bình 74,51%. Danh mục các cổ phiếu đầu tư dài hạn của PVX đa số là các cổ phiếu họ dầu khí và phần lớn giá mua bằng mệnh giá (10.000 đồng/cổ phiếu). Trong thời điểm xấu nhất của thị trường chứng khoán, giá giao dịch thấp nhất của nhóm cổ phiếu này khoảng 11.000 đồng/cổ phiếu, đa phần các cổ phiếu nhóm ngành dầu khí dao động từ 1x - 2x. Khi thị trường chứng khoán có dấu hiệu tích cực, lợi nhuận từ khoản đầu tư dài hạn trên sẽ rất lớn (chúng tôi ước tính mức lợi nhuận thận trọng nhất đạt khoảng trên 2.000 tỷ đồng).

Với chiến lược phát triển 2011 - 2015, PVX sẽ tập trung cơ cấu lại các khoản đầu tư vào công ty con, công ty liên kết theo hướng tập trung tăng tỷ lệ góp vốn vào các công ty chiến lược trong các lĩnh vực sản xuất công nghiệp, xây lắp công nghiệp dầu khí và kinh doanh bất động sản. Các khoản đầu tư tài chính này được kỳ vọng sẽ mang lại lợi nhuận lớn cho PVX trong tương lai.

Đầu tư tài chính 2008 - 30/9/2010



Các chỉ tiêu sinh lời ở mức trung bình ngành tuy nhiên có tốc độ tăng trưởng tốt

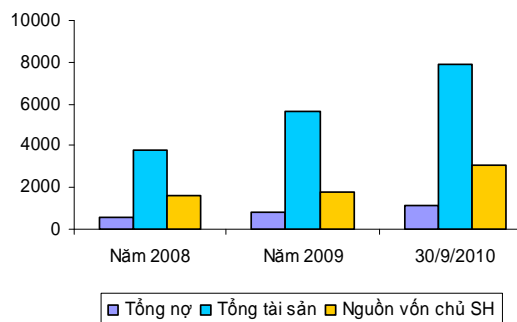
Các chỉ tiêu về hiệu quả sinh lời chỉ đạt ở mức trung bình ngành. Mặc dù các chỉ số sinh lời ở mức thấp nhưng đã có sự tăng trưởng tốt qua các năm, ROE và ROA năm 2008, 2009, 9 tháng 2010 lần lượt là: (5,46%; 2,29%), (13,06%; 4,05%), (18,15%; 6,98%)

EPS 9 tháng đầu năm 2010 đã có sự tăng trưởng ấn tượng, gấp 1,7 lần cả năm 2009. EPS năm 2008, 2009, 9 tháng đầu năm 2010 lần lượt là 1.272 đồng; 1.383 đồng; 2.348 đồng.

Cơ cấu tài sản, cơ cấu vốn, các hệ số thanh toán của PVX ở mức an toàn. Hệ số hoạt động có mức tăng trưởng tốt.

Năm 2007 PVX tăng vốn từ 150 tỷ lên 1500 tỷ trong năm 2008 và 2.500 tỷ trong năm 2010 dẫn tới sự gia tăng tương ứng của tổng tài sản. Tài sản ngắn hạn luôn chiếm trên dưới 60% so với tổng tài sản.

Cơ cấu nợ của PVX chủ yếu là nợ ngắn hạn, nợ dài hạn chỉ chiếm khoảng trên dưới 30%. Tính tới 30/9/2010, tỷ lệ nợ vay ngắn, dài hạn trên tổng tài sản đạt 14,65%; trên nguồn vốn chủ sở hữu đạt 38,07%. Đây là cơ cấu an toàn nhất trong số các doanh nghiệp xây lắp.



Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2010 ấn tượng, dự kiến đến hết năm 2010, PVX sẽ hoàn thành vượt mức các chỉ tiêu kế hoạch năm.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010, PVX đạt 552,91 tỷ đồng LNST tương đương hoàn thành 86,12% kế hoạch cả năm 2010. Năm 2010, PVX đạt kế hoạch 7.000 tỷ đồng doanh thu, 731 tỷ đồng LNST, 642 tỷ đồng LNST.

Theo Tổng CTCP Xây lắp Dầu khí (PVX), tính đến ngày 10/11/2010, Tổng công ty đã hoàn thành toàn diện các chỉ tiêu năm 2010. Cụ thể, tổng giá trị SXKD đạt 8.019,53 tỷ đồng, doanh thu đạt 7.015 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 836,76 tỷ đồng, bằng 114,41% kế hoạch năm.

Dự kiến hết năm 2010, PVX sẽ hoàn thành vượt mức các chỉ tiêu kế hoạch năm. Cụ thể, tổng giá trị SXKD đạt 10.028 tỷ đồng, tăng 209,9% so với năm 2009; tổng doanh thu đạt 8.597 tỷ đồng, tăng 202% so với năm 2009, tổng lợi nhuận trước thuế đạt 1.063 tỷ đồng, tăng 383% so với năm 2009. Lợi nhuận từ đầu tư tài chính chiếm phần lớn trong đó lợi nhuận từ khoản đầu tư vào CTCP tổng công ty xây lắp dầu khí Nghệ An (PVA) đạt trên 200 tỷ đồng.

PVX cho biết kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2011 như sau: tổng giá trị SXKD là 20.000 tỷ đồng (tăng 250% so với kế hoạch năm 2010 và tăng 199% so với ước thực hiện năm 2010), tổng doanh thu đạt 18.000 tỷ đồng (tăng 257% so với kế hoạch năm 2010 và tăng 209% so với ước thực hiện năm 2010), tổng lợi nhuận đạt 1.556 tỷ đồng (tăng 212% so với kế hoạch năm 2010 và tăng 146% so với ước thực hiện năm 2010).

RỦI RO

Rủi ro pha loãng cổ phiếu trong những năm tới: Theo kế hoạch kinh doanh tới năm 2015, PVX sẽ tăng vốn điều lệ lên tới 10.000 tỷ đồng tức tăng gấp 4 lần so với hiện tại. Áp lực pha loãng cổ phiếu là rất lớn. Điều này ảnh hưởng đáng kể tới tốc độ tăng trưởng của EPS trong thời gian tới.

Rủi ro chậm thanh toán: Các công trình dầu khí thường có vốn đầu tư lớn và thời gian thi công kéo dài, việc nghiệm thu, bàn giao được thực hiện từng phần và việc giải ngân vốn chậm, quá trình hoàn tất hồ sơ thi công cũng như thống nhất phê duyệt quyết toán giữa chủ đầu tư và nhà thầu thường mất rất nhiều thời gian. Do vậy, sẽ có những ảnh hưởng không nhỏ đến tình hình tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên PVX chủ yếu thi công trong ngành do vậy việc thanh toán nhanh hơn các doanh nghiệp xây lắp khác.

Rủi ro chỉ định thầu: Hiện tại các dự án của PVX hầu hết được PVN chỉ định thầu, khi PVX không được chỉ định thầu, hoạt động kinh doanh sẽ bị ảnh hưởng lớn. Do vậy, doanh nghiệp phải gia tăng khả năng cạnh tranh của mình.

Rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào: những biến động về giá xi măng, sắt thép, xăng dầu... sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của PVX.

Rủi ro về lãi suất: Nhu cầu về vốn của PVX và các doanh nghiệp thành viên lớn, vai trò nguồn vốn tín dụng là rất lớn. Do vậy biến động tăng của lãi suất sẽ ảnh hưởng đáng kể tới PVX.

Năm	2011	2012	2013	2014	2015
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	4.000	5.000	6.000	8.000	10.000

ĐỊNH GIÁ

Năm 2011 PVX dự kiến tăng vốn lên 4.000 tỷ đồng. Ước tính lợi nhuận trước thuế năm 2011 đạt 1.556 tỷ đồng thì EPS 2011 đạt 2.918 đồng. Với P/E trung bình ngành là 9 lần thì mức giá PVX đạt 26.200 đồng.

PHỤ LỤC

Các chỉ số tài chính	Năm 2007	năm 2008	Năm 2009
Khả năng thanh toán (lần)			
Khả năng thanh toán hiện hành	1,13	1,23	1,07
Khả năng thanh toán nhanh	0,65	0,8	0,78
Hệ số hoạt động (vòng)			
Vòng quay vốn lưu động	1	1,07	1,31
Vòng quay hàng tồn kho	2,44	2,64	3,86
Vòng quay khoản phải thu	2,25	2,83	2,85
Doanh thu thuần/Tổng tài sản	0,87	0,94	0,86
Chỉ tiêu cơ cấu vốn (lần)			
Nợ/Tổng tài sản	0,78	0,56	0,64
Nợ/Vốn chủ sở hữu	3,57	2,84	2,06
Các chỉ tiêu khả năng sinh lời (%)			
Tỷ suất LNST/DTT	2,85%	4,84%	5,62%
Tỷ suất LNST/VCSH	11,75%	5,46%	13,06%
Tỷ suất LNST/TTS	2,48%	2,29%	4,05%
Tỷ suất LN từ HĐSXKD/DTT	0,95%	4,44%	5,85%

Các dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích (ha)
Khu đô thị đại học Dầu khí - Vĩnh Phúc	4.000	72,21
Khu đô thị Hoài Đức	2.000	190
Tổ hợp khách sạn 5 sao Mỹ Đình	7.373	3,82
Khu đô thị Dầu khí Vũng Tàu	1.500	69
Tổ hợp văn phòng, nhà ở, thương mại đường 30/4 Vũng Tàu	920	1,610
Khu thương mại, văn phòng cao cấp Cột Đồng Hồ, Hạ Long	1.500	1.130
Khu du lịch sinh thái cao cấp tân viên	825	1.024
Khu công nghiệp Dầu khí Tiền Giang	1.217	3.560
Khu công nghiệp Hoàng Mai	850	340
Khu công nghiệp Đông Hới	5.562	1.436
Khu công nghiệp Hòa Cầm giai đoạn 1,2	362	266
Khu đô thị Chí Linh, Cửa Lấp	4.000	69

Cơ cấu tổ chức công ty PVX (theo BCTC 30/9/2010 của PVX)
Công ty con
CTCP Xây lắp Dầu khí Hà Nội
CTCP Thi công cơ giới & Lắp máy Dầu khí
CTCP Kết cấu kim loại & Lắp máy Dầu khí
CTCP Xây dựng Công nghiệp và Dân dụng Dầu khí
CTCP Xây lắp đường ống bể chứa Dầu khí
CTCP Xây lắp dầu khí Miền Trung
Công ty liên doanh, liên kết
Công ty liên doanh Việtubes
XTXP Đầu tư hạ tầng và Đô thị Dầu khí - Petro land
CTCP Bất động sản Dầu khí - Petro Waco
CTCP Thiết kế Quốc tế Heerim PVC
CTCP Đầu tư Xây lắp khí (IDICO Dầu khí)
CTCP Cơ điện Dầu khí (PVME)
CTCP Dịch vụ Dầu khí ao cấp Việt Nam (PVR)
CTCP Bất động sản Tài chính Dầu khí (PVFC land)
CTCP đầu tư xây dựng và kinh doanh dịch vụ nhà ở Dầu khí - SSG
CTCP Tư vấn Đầu tư và Thiết kế Dầu khí
CTCP phát triển Đô thị Dầu khí (PVC Mekong)
CTCP Đầu tư Dầu khí Sông Hồng (Nha Trang)
CTCP Đầu tư Xây lắp Dầu khí
CTCP bê tông dự ứng lực PVC - FECON
CTCP Dầu khí Đầu tư khai thác Cảng Phước An
CTCP Đầu tư Khu công nghiệp Dầu khí - IDICO Long Sơn
CTCP Xây lắp dầu khí Hải Phòng (PVC_HP)
CTCP Xây lắp dầu khí Thanh Hóa (PVC_TH)
CTCP Bất động sản điện lực Dầu khí
CTCP Bất động sản Điện lực Dầu khí Việt Nam Phương Nam
CTCP Máy và Thiết bị Dầu khí (PVMachino)
PVX đầu tư dài hạn, góp vốn vào các công ty khác
CTCP Đầu tư Xây dựng Dầu khí Sông Hồng (Hà Nội) (ICG)
CTCP Xi Măng Hạ Long
CT Thiết kế Worleypasons Dầu khí Việt Nam
CTCP Đầu tư bê tông Công nghệ cao Sopewaco
CTCP Đầu tư Xây dựng Hồng Hà
CTCP Xây lắp dầu khí 4
CTCP sản xuất Ống thép Dầu khí
CTCP thiết bị nội ngoại thất Dầu khí
CTCP Đầu tư Xây lắp Dầu khí Hòa Bình
CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex - PVC
CTCP Đầu tư Dầu khí Sao Mai Bến Đình (PVSB)
CTCP Xây lắp Dầu khí Sài Gòn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Artex (ART)
Phòng Phân tích và Đầu tư

Tầng 2, tòa nhà CEO Phạm Hùng, Từ Liêm, Hà Nội
Tel: (84-4) 39.368.368 Fax: (84-4) 39.368.377
Website: www.artex.com.vn

Khuyến cáo:

Bản báo cáo phân tích này thuộc bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Artex và chỉ nhằm mục đích tham khảo. Những dữ liệu trong Báo cáo này được dựa trên và dẫn xuất từ những nguồn thông tin đại chúng và được cho là đáng tin cậy. Chúng tôi không đảm bảo và cam kết về tính xác thực của các thông tin trong Báo cáo cũng như không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi nhà đầu tư sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán hay phục vụ bất kỳ mục đích gì.