

Quick Report

PXI

14/11/2013

DVCSpeculator

Target 2013: >12.000 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần Xây dựng công nghiệp và dân dụng Dầu khí
(PXI - HOSE)

I. Điểm nhấn đầu tư:

- Công ty Cổ phần Xây dựng Công nghiệp và Dân dụng dầu khí (PVC-IC) là đơn vị thành viên của Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam – Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam.
- Trải qua 30 năm hình thành và phát triển (1983-2013), đến nay PVC-IC đã khẳng định được vị thế và sự lớn mạnh của mình trong đầu tư xây dựng công nghiệp và dân dụng của ngành dầu khí và của đất nước. PVC-IC vươn lên trở thành Tổng thầu EPC, có đủ năng lực và kinh nghiệm xây dựng các công trình có quy mô từ 4 tầng hầm và hơn 30 tầng nổi.
- Hoạt động của Công ty tập trung vào hai lĩnh vực chính. Xây dựng công nghiệp trong và ngoài ngành dầu khí bao gồm đầu tư, xây lắp các công trình chuyên ngành dầu khí (Nhà máy lọc dầu, nhà máy điện ...), đầu tư xây dựng các dự án hạ tầng, san lấp mặt bằng khu công nghiệp, xây dựng các công trình thủy lợi, đê kè, bến cảng. Xây dựng dân dụng bao gồm Tổng thầu EPC các dự án xây dựng văn phòng, khách sạn và chung cư cao cấp, đặc biệt nhà kết cấu thép, nhà cao tầng và siêu cao tầng;
- Công ty có thế mạnh là có mối quan hệ chặt chẽ với các khách hàng chính là các công ty lớn trong ngành dầu khí như Xí nghiệp Liên doanh Dầu khí Vietsovpetro (VSP), Tổng công ty cổ phần Dịch vụ kỹ thuật Dầu khí (PTSC), Tổng công ty Khí Việt Nam (PV GAS).
- PXI có khoản phải thu Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây lắp Dầu khí Sài Gòn (PSG) trị giá 31,7 tỷ đồng. Hiện tại, PXI đang phải trích lập dự phòng cho khoản phải thu nói trên do tình hình kinh doanh của PSG hiện đang rất khó khăn. **Trong 3 quý đầu năm chi phí trích lập là nguyên nhân chính khiến cho PXI bị lỗ.** PXI cho biết công ty đã xin chủ trương của TCT Cổ phần xây lắp dầu khí Việt Nam (PVX) để chuyển đổi phần góp vốn vào dự án Chung cư cao tầng và Dịch vụ Thương mại CT10-11 Văn Phú, Hà Đông của PSG tại CTCP Kinh doanh dịch vụ cao cấp dầu khí Việt Nam (PVR) và một phần đất nền của dự án khu đô thị Hậu Giang do PSG làm chủ đầu tư để thu hồi khoản công nợ nêu trên.
- PXI còn một khoản phải thu trị giá 61 tỷ đối với các công ty PTL, PVC Metal và DQS trong khi các công ty này cũng đang rất khó khăn. Nhiều khả năng, PXI phải đàm phán để thu tài sản của các công ty trên nhằm bù trừ công nợ do nguồn tiền mặt khan hiếm.
- Chúng tôi đánh giá **nếu PXI giải quyết được các khoản phải thu khó đòi trên thì triển vọng tài chính của Công ty sẽ sáng sủa hơn và Công ty sẽ có một khoản lợi nhuận bất thường khá lớn.**

II. Phân tích HD.SXKD của CTCP Xây dựng công nghiệp và dân dụng Dầu khí (PXI – HOSE)

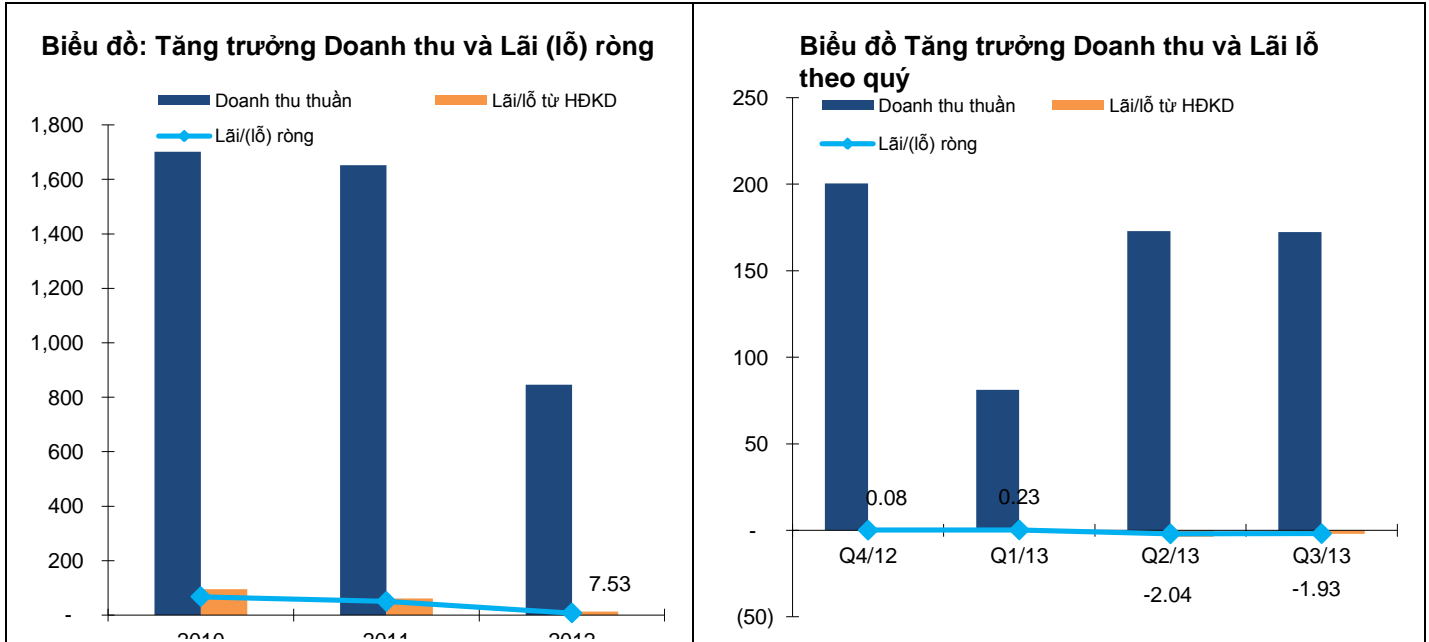
I. Thông tin cơ bản:

- PXI là công ty thành viên của TCT cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam với lĩnh vực kinh doanh của PXI tập trung vào 2 mảng chính: **(I) Hoạt động xây lắp, (II) Kinh doanh thiết bị máy móc, VLXD, (III) Đầu tư kinh doanh Bất động sản.** Trong đó, hoạt động xây lắp là hoạt động chủ lực của PXI với tỷ trọng doanh thu từ mảng này chiếm phần lớn (trên 97%) tổng doanh thu thuần.
- Hoạt động của công ty là xây dựng các công trình dân dụng và công nghiệp trong và ngoài ngành Dầu khí và là đơn vị chủ lực trong khối xây lắp với doanh thu năm 2009 đạt 1.076 tỷ đồng, chiếm gần 30% tổng doanh thu của Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam. Các công trình thi công lớn mà PXI từng tham gia bao gồm: Nhà máy lọc dầu Dung Quất, Cụm khí điện đạm Cà Mau, Nhà máy điện Nhơn Trạch, Tòa nhà Petro Tower Vũng Tàu...
- Hiện nay công ty đang tập trung khai thác thị trường tại tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu và Thành phố Hồ Chí Minh. Kế hoạch trong thời gian tới sẽ mở rộng thị trường ra các tỉnh Đồng Nai, Tiền Giang, Cần Thơ và Cà Mau. Đến năm 2015 công ty sẽ chiếm lĩnh từ 10 - 15% thị phần xây dựng nhà cao trên 30 tầng trên cả nước, đặc biệt là các loại nhà sử dụng kết cấu thép.
- Trong mảng Bất động sản, PXI đang thực hiện 3 dự án lớn là: Chung cư 242 Nguyễn Hữu Cảnh-Vũng Tàu (đã hoàn thiện xây thô với tổng giá trị đầu tư 122 tỷ đồng), Khu du lịch Thanh Bình 10 thành phố Vũng Tàu (tổng giá trị đầu tư 101,84 tỷ đồng), và Tòa nhà số 33 đường 30/4 Vũng Tàu (tổng đầu tư 74,3 tỷ đồng). Trong hơn 2 năm trở lại đây, việc thi công đang trong xu hướng đình trệ do thiếu vốn do đó mảng này chưa mang lại doanh thu cho PXI.

2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

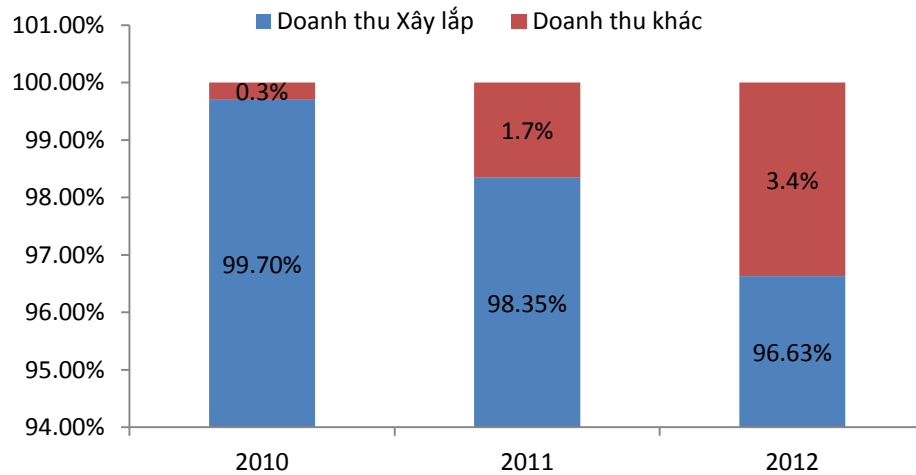
❖ Hoạt động SXKD 3 năm trở lại đây:

- Về thị trường, Năm 2012 khép lại với bức tranh âm ảm chung của thị trường BDS với sức mua và lượng giao dịch thấp, tồn kho lớn khiến nhiều Chủ đầu tư gặp khó khăn gay gắt về tài chính, dòng tiền. Trong đó, lĩnh vực Xây dựng cũng vì thế gặp nhiều khó khăn trong tìm kiếm hợp đồng mới cũng như thực hiện các công trình dở dang khi nợ đọng tại các công trình là rất lớn.
- Hoạt động kinh doanh của PXI cũng không nằm ngoài ảnh hưởng khi doanh thu và lợi nhuận từ mảng xây lắp giảm mạnh. Những khó khăn đó đã phản ánh rất rõ nét trong KQKD 2012 khi DTT chỉ đạt 846,2 tỷ đồng giảm -48,8%, trong khi đó chi phí tài chính và chi phí QLDN vẫn giữ ở mức cao đã khiến PXI chỉ lãi 7,5 tỷ đồng giảm 84,5% so với cùng kỳ năm trước.
- **KQKD 9 tháng đầu năm:** Doanh thu thuần đạt 426,35 tỷ đồng giảm 34% so với cùng kỳ, trong đó lợi nhuận từ HĐSX kinh doanh lỗ 7 tỷ đồng chủ yếu do **PXI phải trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi lên đến 38 tỷ đồng trong tổng số 54,7 tỷ đồng chi phí QLDN.** Lũy kế 9 tháng, PXI lỗ ròng 2,9 tỷ đồng.
- Trong 3 năm gần đây, các hợp đồng xây lắp mới có xu hướng giảm dần khiến doanh thu của PXI trong xu hướng giảm dần. Nhìn từ KQKD 4 quý gần đây nhất hoạt động SXKD của PXI đang gặp khó khăn do doanh thu không bù đắp được chi phí tài chính (chủ yếu do chi phí dự phòng và lãi vay).



- Kể từ khi thị trường BĐS, Xây dựng gặp nhiều khó khăn, mảng xây lắp của PXI mặc dù vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu nhưng đang có xu hướng giảm dần. Doanh thu từ mảng xây lắp trong 2 năm gần đây chiếm trên 97% doanh thu thuần của công ty.

Cơ cấu doanh thu chính của PXI



- Trong những năm tới, **triển vọng kinh tế hồi phục sẽ là yếu tố quyết định tích cực đối với PXI nhất là khả năng sẽ có thêm các hợp đồng xây lắp mới trong mảng dầu khí vốn là ưu thế chủ lực của PXI**. Việc cơ cấu lại các khoản nợ đọng từ lĩnh vực xây lắp sẽ giúp PXI bớt khó khăn hơn.
- PXI hiện đang đầu tư xây dựng 3 dự án lớn là: Chung cư 242 Nguyễn Hữu Cảnh-Vũng Tàu (đã hoàn thiện xây thô với tổng giá trị đầu tư 122 tỷ đồng), Khu du lịch Thanh Bình 10 thành phố Vũng Tàu (tổng giá trị đầu tư 101,84 tỷ đồng), và Tòa nhà số 33 đường 30/4 Vũng Tàu (tổng đầu tư 74,3 tỷ đồng).

đồng). Với triển vọng thị trường BDS sẽ dần hồi phục trong cuối năm 2013 và 2014 khả năng các dự án này sẽ tìm được đối tác chuyển nhượng cải thiện dòng tiền tích cực hơn cho PXI.

Về việc cơ cấu các khoản nợ đọng:

- PXI có khoản phải thu đối với Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây lắp Dầu khí Sài Gòn (PSG) trị giá 31,7 tỷ đồng. Hiện tại, PXI đang phải trích lập dự phòng cho khoản phải thu nói trên do tình hình kinh doanh của PSG hiện đang rất khó khăn. Trong 3 quý đầu năm chi phí trích lập là nguyên nhân chính khiến cho PXI bị lỗ. PXI cho biết công ty đã xin chủ trương của TCT Cổ phần xây lắp dầu khí Việt Nam (PVX) để chuyển đổi phần góp vốn vào dự án Chung cư cao tầng và Dịch vụ Thương mại CT10-11 Văn Phú, Hà Đông của PSG tại CTCP Kinh doanh dịch vụ cao cấp dầu khí Việt Nam (PVR) và một phần đất nền của dự án khu đô thị Hậu Giang do PSG làm chủ đầu tư để thu hồi khoản công nợ nêu trên.
- PXI còn một khoản phải thu trị giá 61 tỷ đối với các công ty PTL, PVC Metal và Công ty TNHH MTV Công nghiệp tàu thủy Dung Quất (DQS) trong đó PXI đã đưa ra một số giải pháp khả thi để thu hồi nợ với khả năng sẽ thu hồi được do đó PXI sẽ không phải trích lập dự phòng thêm. Cụ thể như sau:
 - Khoản phải thu của Petroland liên quan đến việc thi công công trình Trung tâm tài chính Dầu khí Phú Mỹ Hưng với giá trị nợ quá hạn là 51,7 tỷ đồng. Qua đàm phán, hiện công ty mẹ - Tổng công ty xây lắp dầu khí Việt Nam, PXI và Petroland thống nhất chủ trương bù trừ nợ thông qua việc PXI nhận mua một sản Văn phòng tại Trung tâm tài chính Phú Mỹ Hưng (diện tích chuyển nhượng là 1.151 m² với giá chuyển nhượng 25-28 tr/m²) phần còn lại được Petroland thanh toán bằng tiền.
 - Khoản phải thu với PVC Metal khoảng 2 tỷ đồng thì PVC Metal sẽ hoàn trả thông qua việc làm thầu phụ cho PXI thi công công trình Viện Dầu khí tại Khu công nghệ cao Quận 9, TP.HCM nhằm bù trừ khoản nợ đối ứng.
 - Khoản phải thu DQS 7 tỷ đồng là khoản phản ánh giá trị CP chuyển nhượng cho DQS từ cuối năm 2012 theo chủ trương của Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam và PXI đã kiến nghị để thu hồi.
- Khoản đầu tư của PXI vào CTCP sản xuất ống thép dầu khí Việt Nam (PV PIPE) với giá trị 13 tỷ đồng được Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam đã có chủ trương hỗ trợ công ty thực hiện chuyển nhượng toàn bộ khoản đầu tư trên theo nguyên tắc bảo toàn vốn do đó PXI cũng không phải trích lập DP thêm cho khoản đầu tư này.

❖ Triển vọng kinh doanh 2013-2014:

- Năm 2013, kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm thua lỗ do PXI phải trích lập những khoản phải thu khó đòi nhưng với mức lỗ không lớn. Việc tập trung tái cơ cấu và tập trung giải quyết một cách mạnh mẽ các khoản nợ đọng sẽ có thể giúp **PXI không phải trích lập thêm trong những quý sau và do đó KQKD sẽ dần khả quan hơn.**
- Trong trường hợp chuyển đổi và thu hồi được các khoản nợ khó đòi trên khả năng tài chính của PXI sẽ tích cực hơn rất nhiều nhất là việc giảm tỷ lệ đòn bẩy xuống khá lớn.
- Với ưu thế riêng có về xây lắp và là đơn vị xây lắp chủ lực của Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam, việc kinh tế hồi phục sẽ giúp PXI có thêm hợp đồng mới, cải thiện dòng tiền và triển vọng doanh thu sẽ tích cực hơn.
- Mảng bất động sản có thể là một trong những điểm sáng mang lại lợi nhuận đột biến nếu PXI tìm được đối tác chuyển nhượng các dự án đang dở dang nhằm cơ cấu lại hoạt động tập trung chính vào core kinh doanh.

3. Đánh giá tài chính

❖ Doanh thu:

- Doanh thu của PXI có sự chững lại và suy giảm trong 2 năm gần đây do hai yếu tố cơ bản. Thứ nhất, do thị trường bất động sản đóng băng khiến nhu cầu xây lắp giảm mạnh. Thứ hai do Công ty mẹ là PVX gặp khó khăn kéo theo khó khăn của nhiều công ty con trong hệ thống nên nguồn công việc của PXI bị giảm đi đáng kể.
- Mặc dù có năng lực thi công khá tốt, hoạt động xây lắp có uy tín song PXI không thể không bị ảnh hưởng bởi khó khăn chung. Một số công trình đang thi công cho các công ty trong hệ thống của PVX bị giãn tiến độ, ngừng thi công do các chủ đầu tư gặp khó khăn về vốn. Doanh thu sụt giảm nghiêm trọng khiến PXI lâm vào tình trạng khó khăn do quy mô công ty khá lớn và chi phí duy trì hoạt động cao.
- Trong các năm trước, mô hình kinh doanh của Công ty khá đơn giản là đảm nhận các công trình xây lắp dân dụng và công nghiệp của các chủ đầu tư là PVX hoặc các công ty con của PVX. Điều này khiến Công ty chịu rủi ro bất ngờ khi nhiều khách hàng gặp khó khăn và không chi trả chi phí xây lắp cho Công ty
- Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, khả năng tăng trưởng doanh thu của PXI phụ thuộc lớn vào triển vọng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam nói chung và triển vọng tái cơ cấu của PVX nói riêng. Về tổng thể PVX vẫn là một Tổng công ty lớn thuộc tập đoàn dầu khí và do đó nguồn công việc xây lắp sẽ rất dồi dào. Nếu PVX tái cơ cấu và giải quyết vấn đề nợ đọng thành công thì PXI với năng lực thi công tốt sẽ tận dụng được các nguồn công việc mới và do đó sẽ gia tăng doanh thu.
- Doanh thu 3 quý đầu năm 2013 của PXI ở mức khá thấp so với cùng kỳ khi Công ty không tìm được nguồn công việc mới. Tuy nhiên doanh thu của Công ty hứa hẹn sẽ cải thiện mạnh vào năm sau nếu quá trình tái cơ cấu PVX đang được tiến hành có kết quả bước đầu. Hiện nay, PVX đang được tập đoàn dầu khí cơ cấu sẽ đảm nhiệm các dự án xây dựng trên bờ của Tập đoàn và do đó nguồn công việc xây lắp sẽ dồi dào trong các năm tới.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 2%
PXI			1,701.23	1,650.05	846.22	1,399.17	
Construction & Materials	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	546.58	
%Δ diff of indus			183%	144%	40%	156%	0 2%
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	
PXI		0.0%	0.0%	-3.0%	-48.7%	-25.9%	
Construction & Materials		7.3%	22.8%	12.5%	-10.6%	14.8%	
%D diff of indus				-124%	361%	-275%	

❖ **Lợi nhuận:**

- Lợi nhuận của PXI suy giảm đều trong 3 năm gần đây. Công ty lỗ trong 3 quý đầu năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là PXI phải trích lập dự phòng lớn (hơn 30 tỷ cho các khoản phải thu của các công ty trong PVX). Trên thực tế khả năng quản lý chi phí của Công ty khá tốt và nếu không gặp phải rủi ro bất ngờ trên, Công ty có thể có lãi.

- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh, cộng thêm các chi phí quản lý và bán hàng được chủ động tiết giảm song không giúp Công ty có lợi nhuận do các yếu tố cơ bản là các khoản phải thu khó đòi không có sự tiến triển nào rõ nét. Hiện tại, Công ty đang tìm cách thu hồi nợ bằng cách thu tài sản là bất động sản của các công ty đang nợ đọng. Nếu Công ty thu hồi được thì sẽ có khả năng xoay chuyển tình trạng khó khăn của Công ty.
- Giá vốn của Công ty vẫn ở mức tốt so với trung bình ngành do khả năng quản lý chi phí và thi công tốt do đó lợi nhuận gộp của PXI vẫn khả quan. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của PXI sẽ chủ yếu xuất hiện trong năm sau khi PVX được tái cơ cấu thành công và các khoản công nợ được thu hồi.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6 2%
PXI			67.51	43.01	8.44	30.82	
Construction & Materials	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	25.85	
%Δ diff of indus			64%	81%	54%	19%	

- Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong các năm tới sẽ tùy thuộc vào mức độ phục hồi của nền kinh tế Việt Nam.

❖ Hiệu quả quản lý:

- ROA và ROE của PXI bị suy giảm đều trong ba năm trở lại đây do các khó khăn chung của nền kinh tế, công ty PVX khó khăn khiến doanh thu giảm và lợi nhuận giảm. Công ty đã quá tin tưởng vào các đối tác cùng thuộc PVX nên dẫn tới nợ đọng nhiều và các khoản trích lập ăn mòn lợi nhuận của Công ty.
- Mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.
- Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản nợ đọng không thu hồi được. Nguồn lực bị chiếm dụng không mang lại hiệu quả trong khi Công ty vẫn phải vay vốn để hoạt động đã tác động nặng nề đến hiệu quả kinh doanh của Công ty.
- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi thúc đẩy được một số hoạt động thu hồi công nợ, qua đó trả bớt nợ vay. Chúng tôi kỳ vọng PVX sẽ tái cơ cấu mạnh mẽ và đứng ra làm trung gian để giúp Công ty thu hồi các khoản nợ đọng kéo dài.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7 2.5%
PXI	0.0%	0.0%	21.1%	12.7%	2.5%	11.9%	
Construction & Materials	14.1%	17.3%	14.3%	7.7%	1.6%	9.8%	
%Δ diff of indus			48%	65%	57%	22%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	8 2.5%
PXI	0.0%	0.0%	6.5%	3.6%	0.9%	3.8%	

Construction & Materials	4.0%	5.1%	4.2%	2.2%	0.5%	2.8%
%D diff of indus			54%	64%	95%	35%

❖ **Cơ cấu vốn:**

- Mức độ sử dụng vốn vay ở mức độ vừa phải và thấp so với mức trung bình ngành khiến hoạt động của Công ty vẫn giữ an toàn mặc dù có sự biến động của lãi suất mạnh trong hai năm qua. Tuy nhiên mức độ vay nợ tập trung chủ yếu ở vay nợ ngắn hạn khiến khả năng thanh khoản dễ gặp căng thẳng.
- Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty không nhiều và không đủ để trả bớt vay nợ và điều này khiến cho Công ty rất dễ thua lỗ khi doanh thu giảm và lãi suất có diễn biến bất lợi. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức không cao và tình trạng này sẽ tiếp diễn cho đến hết năm sau khi PXI thu được các khoản công nợ.
- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản của PXI theo từng năm có thể thấy sức khỏe tài chính đang suy giảm và ở mức đáng báo động khi nợ ngắn hạn đang vượt quá tài sản ngắn hạn. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng hàng tồn kho của PXI chủ yếu là các hoạt động xây lắp dở dang cho nhiều chủ đầu tư đang gặp khó khăn do đó thanh khoản cho PXI là đáng lo ngại.
- Cơ cấu vốn của Công ty vẫn khá vững vàng khi tỷ lệ đòn bẩy không quá cao song đang cho thấy diễn biến đáng ngại khi vay nợ gia tăng theo từng quý.
- Nhìn chung sức khỏe tài chính của PXI là đáng quan ngại song chúng tôi cho rằng đó là tình trạng tạm thời. Khi Công ty thu hồi được số tiền nợ đọng từ các công trình (khoảng 100 tỷ) mức độ nợ vay chắc chắn sẽ giảm mạnh và các chỉ tiêu thanh khoản và cơ cấu vốn sẽ trở về mức bình thường.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6 3.3%
PXI					1.66	2.16	
Construction & Materials	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	2.48	
%Δ diff of indus	-	-	-	-	-34%	-13%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	4 3.3%
PXI					0.86	1.84	
Construction & Materials	1.59	1.52	1.56	1.72	1.73	1.69	
%D diff of indus	-	-	-	-	-51%	9%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 3.3%
PXI						0.06	
Construction & Materials	1.09	0.94	0.88	0.84	0.91	0.82	
%D diff of indus	-	-	-	-		-93%	

Đánh giá tổng thể sức khỏe tài chính và hiệu quả kinh doanh

Về tổng thể so sánh với các công ty trong cùng ngành xây lắp, sức khỏe tài chính của PXI vẫn tốt hơn nhiều khi mức độ vay nợ thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng trong các

nghĩa vụ nợ có đến 70 tỷ là doanh thu chưa thực hiện không thực sự gây sức ép lên gánh nặng nợ của Công ty. Nếu loại bỏ khoản này thì mức độ đòn bẩy chỉ còn 2.64 là mức rất thấp so với các công ty xây lắp khác.

Định giá:

PB của PXI hiện nay đều ở mức khá thấp trong khi PE không tồn tại do lợi nhuận 9 tháng 2013 là âm. Hiện tượng trên cho thấy thị trường đang không kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường chưa phản ánh được khả năng thu hồi các khoản nợ đọng của Công ty và triển vọng tái cơ cấu của PVX.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo lợi nhuận trong năm 2014 sẽ khả quan, khi PXI hoàn nhập dự phòng các khoản nợ đọng (đã trích lập 38 tỷ) với các đối tác trong PVX. Điều này sẽ khắc phục tình trạng thua lỗ của Công ty.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	5
PXI	-	-	7.02	3.00	14.58	6	6.7%
Construction & Materials	4.86	8.13	6.87	5.23	13.87	6.73	
%Δ diff of indus			2%	-43%	5%	-9%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7
PXI	-	-	1.50	0.39	0.37	0.75	6.7%
Construction & Materials	0.88	1.86	1.26	0.56	0.50	0.94	
%D diff of indus			18%	-30%	-26%	-20%	
Dividend in 2012			No of company		Paid	Plan	3
PXI					1,300	1,200	6.7%
Construction & Materials			151		1,364	1,431	
%Δ diff of indus					-5%	-16%	
Valuation						2013	6
PXI						12,000	10%
Price						3,700	
%Δ diff of indus						20%	

Với mô hình định giá của chúng tôi dựa vào Book value, EPS cùng nguyên tắc đánh giá căn trọng, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của PXI từ 10.000-12.000 VND theo yếu tố cơ bản. Trong điều kiện tốt, khi kinh tế hồi phục, PVX tái cấu trúc thành công cùng với khả năng thu hồi các khoản nợ đọng trong ngắn hạn, giá cổ phiếu PXI có thể sẽ nhanh chóng hồi phục.

Một số điểm lưu ý thêm về PXI

Về tổng thể so sánh với các công ty trong cùng ngành xây lắp, sức khỏe tài chính của PXI vẫn tốt hơn nhiều khi mức độ vay nợ thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng trong các nghĩa vụ nợ có đến 70 tỷ là doanh thu chưa thực hiện không thực sự gây sức ép lên gánh nặng nợ của Công ty. Nếu loại bỏ khoản này thì mức độ đòn bẩy chỉ còn 2.64 là mức rất thấp so với các công ty xây lắp khác.

Giá trị sổ sách (book value) của PXI lên tới mức 10,800 VNĐ cao hơn nhiều so với thị giá. Điều bất thường này cho thấy, thị trường đang đánh giá giá trị sổ sách của PXI sẽ nhanh chóng suy giảm trong tương lai do các

khoản thu khó đòi, và hiệu quả kinh doanh thấp khiến Công ty tích lũy thua lỗ. Tuy nhiên như chúng tôi phân tích ở trên, Công ty vẫn có nhiều cơ hội để thu hồi các khoản phải thu trên và làm ăn có lãi trong năm 2014 khi lượng công việc tại PVX trở nên dồi dào hơn. Khi điều này xảy ra, lo ngại của thị trường về sự suy giảm vốn chủ sở hữu sẽ mất đi và thị giá của PXI nhiều khả năng sẽ điều chỉnh về mức tương đương với giá trị sổ sách.

Hiệu quả kinh doanh thể hiện qua ROE và ROA giảm mạnh trong năm 2012 và 2013 khiến thị trường đánh giá thấp PXI. Tuy nhiên kết quả này có nhiều yếu tố tác động khách quan và không thể hiện năng lực kinh doanh của Công ty một cách chính xác. Năm 2010 và 2011, ROE và ROA khá cao so với trung bình ngành, mặc dù lãi suất cho vay tăng cao cho thấy hiệu quả của Công ty khá lành mạnh. Yếu tố khiến hiệu quả kinh doanh suy giảm là do PXI đã bị các đối tác trong cùng công ty mẹ PVX chiếm dụng vốn qua các khoản phải thu khó đòi. Nếu vấn đề này được giải quyết hoặc không diễn biến tiêu cực hơn trong thời gian tới thì hiệu quả kinh doanh của PXI sẽ phục hồi rất nhanh.

Chi phí lãi vay đang giảm và sẽ tiếp tục giảm trong năm sau là điểm thuận lợi cho PXI giúp quá trình phục hồi của Công ty dễ dàng hơn. Riêng trong 9 tháng đầu năm chi phí lãi vay đã giảm hơn 10 tỷ so với cùng kỳ làm giảm sức ép lên Công ty. Chúng tôi dự phóng năm sau chi phí lãi vay sẽ giảm thêm và biên lợi nhuận sẽ cải thiện đáng kể. Biên lợi nhuận tăng dẫn tới ROE tăng và do đó triển vọng tăng trưởng của Công ty cũng tăng. Đó là cơ sở để thị trường có một cái nhìn khác đối với PXI và có khả năng sẽ định giá lại đối với cổ phiếu này.

Kết luận:

PXI là một công ty có năng lực thi công tốt và khả năng quản lý chi phí không tồi song tạm thời đang gặp khó khăn do đã vướng phải các khoản nợ đọng của các chủ đầu tư là các công ty con của PVX. Tăng trưởng lợi nhuận tương lai phụ thuộc vào khả năng thu hồi các khoản công nợ và sự phục hồi của PVX với nguồn công việc xây lắp dồi dào (nhiều khả năng sẽ diễn ra trong năm 2014). Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể phù hợp cho các nhà đầu tư mạo hiểm xem xét để MUA.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111