

Update Report

Updated 22/11/2013

PXS

DVCSpeculator

CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí

(HSX: PXS)

1. Thông tin cơ bản:

Ngành nghề đặc thù: Công ty là một trong ba nhà thầu trong nước (đều thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam) có đủ năng lực đảm nhận thi công công tác chế tạo kết cấu thép trong các công trình dầu khí như chế tạo, lắp đặt các chân đế giàn khoan, lắp đặt các đường ống dẫn dầu và khí, các bồn chứa xăng dầu, bồn chứa axit và lắp ráp các kết cấu kim loại phục vụ ngành dầu khí. Hiện tại công ty có thể chế tạo và lắp ráp các loại chân đế giàn khoan 2.000 tấn - 3.000 tấn bao gồm cả kết cấu thượng tầng.

Tập trung mở rộng hoạt động kinh doanh cốt lõi: Trong năm 2012, ba mảng kinh doanh chính gồm xây lắp dự án dầu khí, bất động sản, và sản xuất thiết bị chuyên ngành chiếm lần lượt 86%, 9%, và 5% tổng doanh thu của PXS, đã giúp đẩy doanh thu năm 2012 của công ty lên 1,196 tỉ đồng. Tỷ trọng doanh thu từ mảng BDS có xu hướng thu hẹp theo thực trạng ảm đạm chung của thị trường khiến PXS tiếp tục giữ quan điểm thận trọng và co hẹp mảng kinh doanh này. Trong năm 2013, hoạt động xây lắp chiếm tỷ trọng 91,4% doanh thu và 98,8% lợi nhuận cho thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi của PXS vẫn đang đem lại hiệu quả khá tích cực.

Dòng tiền tiếp tục được củng cố từ các dự án lớn:

Ngày 15/3/2013, PXS ký kết thực hiện hợp đồng EPCC (tổng thầu thiết kế, mua sắm, xây dựng và đưa vào vận hành) giàn đầu giếng mỏ Diamond, Lô dầu khí Block 1 & 2 trị giá trên 57,5 triệu USD (1.203 tỷ đồng) với Petronas Carigali Vietnam (PCVL). Thời gian hoàn thành và bàn giao cho chủ đầu tư vào tháng 2/2014. Dự án này là gói thầu EPCC thứ 2 của PXS (sau khi thành công với dự án đầu tiên – WHP-H4 Tê Giác Trắng trên 44 triệu USD) với tỷ trọng chiếm tới trên 80% doanh thu trong năm 2013, phần còn lại sẽ rơi vào quý I/2014.

Tuy nhiên trong 9 tháng đầu năm, PXS chỉ ghi nhận 681,8 tỷ đồng doanh thu và 49,18 tỷ đồng lợi nhuận do Chủ đầu tư dự án đã lùi tiến độ khởi công sang cuối quý I/2013 do đó điểm rơi doanh thu sẽ tiếp tục trong quý 3 (doanh thu tăng 21,5% so với năm trước), quý 4 năm nay và đầu năm 2014.

Hiện tại, PXS đang đẩy mạnh thi công các công trình như: Hợp đồng thi công chân đế 5X, Hợp đồng Topside BK17, Topside Sư Tử vàng Đông Bắc. Riêng với hợp đồng EPCC cho giàn dầu giếng mỏ Diamond, trong quý III PXS đã hoàn thành và hạn thủy phần chân đế đúng tiến độ đối với chủ đầu tư Petronas Carigali Vietnam. Với tổng doanh thu dự kiến năm 2013 là 1.370 tỷ đồng trong năm 2013 thì khả năng doanh thu tập trung rơi vào quý IV khoảng 688,2 tỷ đồng.

Dự kiến 2013 - Doanh thu tăng trưởng ổn định với chi phí lãi vay giảm dần: Với hợp đồng EPCC giàn dầu giếng mỏ Diamond với với Petronas Carigali Vietnam (PCVL) thời gian dự tính là 1 năm với trị giá 57 triệu USD có thể được ghi nhận trong năm 2013. Bên cạnh đó, các khoản nợ vay tài trợ cho dự án Sao Mai – Bến Đình theo kế hoạch 2013 sẽ tập trung tái cơ cấu và chỉ trả các khoản nợ dài hạn từ nguồn phát hành cổ phiếu tháng 11/2012 do đó áp lực nợ vay cũng sẽ giảm dần trong năm nay. Cùng với các hợp đồng cũ đang trong quá trình thi công, nợ vay giảm dần khả năng doanh thu năm 2013 của PXS sẽ đạt khoảng 1.370 tỷ đồng, lợi nhuận đạt khoảng 139 tỷ đồng tương ứng EPS đạt khoảng 2.248 đồng/CP.

2. Tình hình kinh tế vĩ mô 05 tháng đầu năm

Phân tích nền kinh tế Việt Nam trong 5 tháng đầu năm có thể thấy nền kinh tế Việt Nam đang trong quá trình phục hồi sau một thời gian dài suy giảm. Các tín hiệu phục hồi tuy khá mờ nhạt song hoàn toàn có đủ căn cứ để khẳng định nền kinh tế đã thật sự chạm đáy trong năm 2012 và sẽ có nhiều cải thiện trong năm 2013.

Về tăng trưởng kinh tế: tăng trưởng GDP ba tháng đầu năm tăng 4,89%, tăng nhẹ so với mức 4,64% của cùng kỳ năm 2012. Tuy tăng trưởng GDP ở mức thấp do nguồn vốn tín dụng vẫn chưa được khơi thông, hoạt động sản xuất kinh doanh và nhu cầu tiêu dùng sụt giảm song nền kinh tế đã có dấu hiệu chạm đáy.

Với việc tăng trưởng sản xuất công nghiệp trong liên tục được cải thiện trong tháng 4 và tháng 5 (mức tăng 5 tháng đầu năm là 5.2% so với cùng kỳ), cộng thêm chỉ số PMI đã cải thiện 3 tháng liên tiếp lên mức trên 50 điểm và mức tăng hàng tồn kho tiếp tục giảm xuống mức 12.5%, hoàn toàn có thể kỳ vọng tăng trưởng GDP quý 2 sẽ tiếp tục cao hơn quý 1.

Lạm phát vẫn tiếp tục ở mức thấp và chỉ tăng 6.23% so với cùng kỳ. Lạm phát thấp cho phép NHNN duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ, hướng tới mục tiêu kích thích kinh tế. Tuy nhiên áp lực lạm phát có thể gia tăng vào cuối năm khi Chính phủ tăng giá điện, y tế và tăng lương cơ bản. Do đó mức lãi suất hiện nay đã chính thức chạm đáy. Lãi suất cho vay hiện nay phổ biến quanh mức 13%.

Tỷ giá hối đoái đang có dấu hiệu căng thẳng trở lại sau một thời gian ổn định. Tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do đã lên tới mức 21,400. Áp lực nhập siêu đã quay trở lại lên tới mức 1.2 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm. Mặc dù mức nhập siêu không đáng ngại song điều này cản trở

NHNN tiếp tục mua vào USD để cung VND vào hệ thống và nói lỏng hơn nữa chính sách tiền tệ.

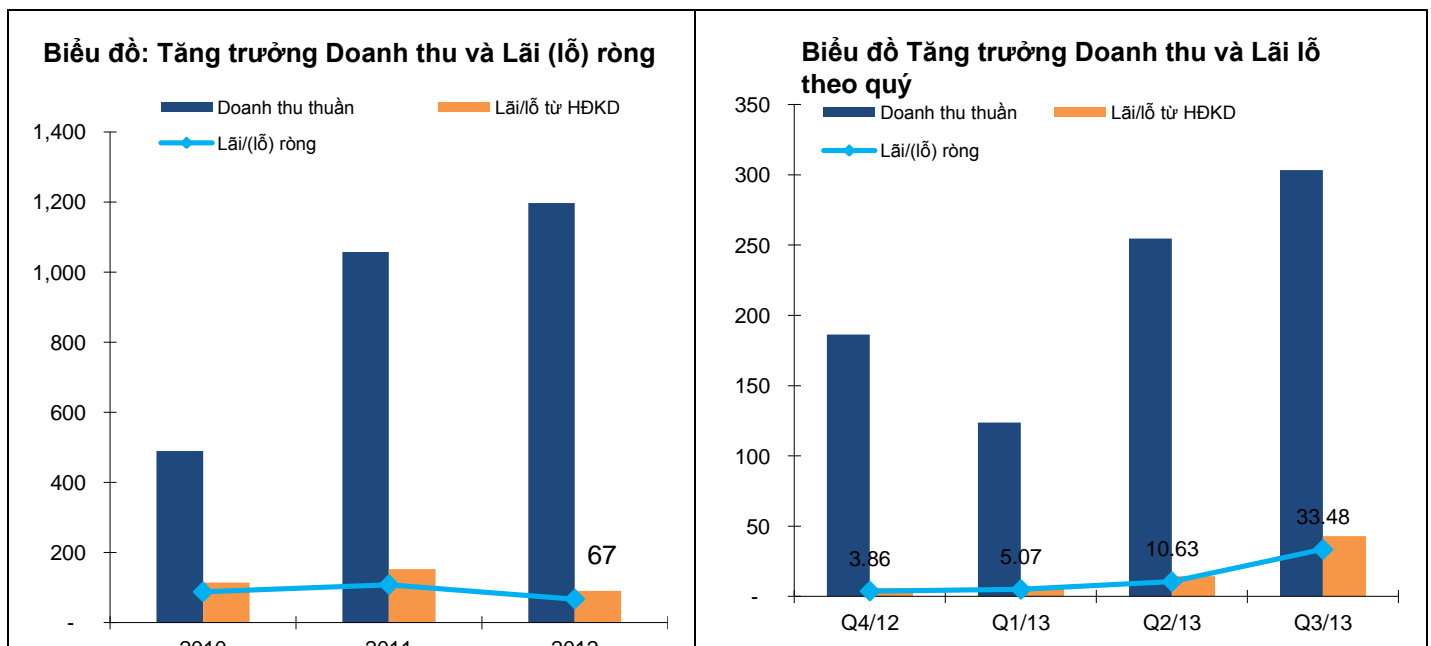
Bội chi ngân sách tiếp tục tăng cao và đạt mức 62,700 tỷ VND trong 5 tháng đầu năm. Như vậy dư địa kích thích tài khóa của Việt Nam đã không còn. Hiện tại bội chi ngân sách chưa gây áp lực lên mặt bằng lãi suất do nhu cầu của khu vực tư còn yếu. Tuy nhiên điều này sẽ cản trở nền kinh tế hồi phục khi nó đe dọa gây áp lực lên lãi suất và lạm phát trong tương lai.

Tỷ lệ đầu tư toàn xã hội tiếp tục giảm xuống mức 29.6% GDP do khu vực nhà nước và FDI thu hẹp đầu tư. Tuy nhiên đáng mừng là khu vực tư nhân đã gia tăng đầu tư trở lại nhờ mặt bằng lãi suất hạ.

Kết luận: nền kinh tế Việt Nam đang tự phục hồi phần lớn dựa vào nỗ lực tái cơ cấu của khu vực tư nhân. Có thể nói nền kinh tế Việt Nam đã qua đáy vào năm 2012 và đang trong quá trình hồi phục mặc dù là sự hồi phục chậm. Điều này gợi ý cho chúng ta về khả năng tăng trưởng tốt của thị trường chứng khoán những tháng cuối năm.

3. PXS – doanh nghiệp tốt trong ngành

Doanh thu:



PXS là một doanh nghiệp xây lắp có vốn chủ không lớn nhưng doanh thu 2011 và 2012 đạt trên 1.000 tỷ cao hơn tương ứng 56% và 98% so với ngành Construction & Materials. Doanh thu bình quân trong 3 năm gần đây đạt 914,56 tỷ đồng cao hơn 67% so với bình quân ngành. Doanh

thu tăng trưởng trung bình 64,7% trong những năm gần đây nhất cao hơn 338% so với trung bình ngành. Trong đó, tăng trưởng doanh thu năm 2011 tăng đột biến 116,1% nhưng sau đó hạ xuống với mức tăng trưởng 13,2% trong năm 2012.

Trong 9 tháng đầu năm, PXS đạt 681,8 tỷ đồng doanh thu giảm 31,9% so với 2012 và chỉ đạt 49% kế hoạch năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu do hợp đồng lớn trong năm là EPCC (tổng thầu thiết kế, mua sắm, xây dựng và đưa vào vận hành) giàn đầu giếng mỏ Diamond bị lùi tiến độ đến cuối quý I/2013 mới triển khai do đó kế hoạch doanh thu, lợi nhuận sẽ tiếp tục rơi trọng điểm vào hai quý cuối năm. Chỉ tính riêng quý III/2013, doanh thu của PXS đạt 303,3 tỷ đồng tăng 19% so với quý II do ghi nhận doanh thu từ dự án này.

Với tổng doanh thu dự kiến năm 2013 là 1.370 tỷ đồng trong năm 2013 thì khả năng doanh thu tiếp tục tập trung rơi vào quý IV khoảng 688,2 tỷ đồng.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
PXS			489.29	1,057.52	1,196.87	914.56	2%
Construction & Materials	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	546.58	
%D diff of indus			-19%	56%	98%	67%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	10
PXS		0.0%	0.0%	116.1%	13.2%	64.7%	2%
Construction & Materials		7.3%	22.8%	12.5%	-10.6%	14.8%	
%D diff of indus				828%	-225%	338%	

Lợi nhuận:

Mặc dù doanh thu lớn nhưng do đặc thù trong ngành xây lắp do đó giá vốn thường chiếm tỷ trọng lớn do đó lợi tỷ suất nhuận gộp bình quân 3 năm gần đây nhất đạt trung bình 23,6% tương ứng trung bình đạt 196 tỷ/năm. Lợi nhuận gộp trong năm 2012 tăng nhẹ so với 2011 với giá trị đạt 224,7 tỷ đồng.

Tuy nhiên lợi nhuận năm 2012 đạt 67,43 tỷ giảm -37,8% so với 2011 với mức biên lợi nhuận chỉ đạt 5,6%. Nguyên nhân chủ yếu do chi phí tài chính mà chủ yếu là lãi vay trong năm tăng cao với mức tăng 190,2% so với năm trước tương ứng 96,8 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận năm 2012 của PXS vẫn cao hơn rất nhiều (gấp 10 lần) so với mức trung bình ngành.

Cập nhật 9 tháng đầu năm 2013: Lợi nhuận bắt đầu có tăng trưởng khá tích cực nhất là nhìn theo tăng trưởng lợi nhuận hàng quý. Lợi nhuận 9 tháng đầu năm đạt 49,2 tỷ đồng mặc dù vẫn chưa bằng thời điểm cùng kỳ 2012 nhưng đang tăng trưởng tốt hàng quý khi dòng tiền từ dự án EPCC giàn đầu giếng mỏ Diamond tiếp tục đóng góp chính cho PXS.

Một điểm sáng trong Q3 đó là biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng có xu hướng tăng khá mạnh trở lại tương ứng là 23,4% và 11% cho thấy sự hiệu quả từ thực hiện các dự án lớn.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
PXS			87.73	108.49	67.43	87.88	2%
Construction & Materials	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	25.85	
%D diff of indus			114%	356%	1130%	240%	

Hiệu quả quản lý:

ROA của PXS ở mức khá khi đạt mức trung bình 7% trong 3 năm gần đây nhất. Năm 2012, ROA đạt 5%. ROA các năm gần đây nhất của PXS đều cao hơn so với trung bình ngành. ROE của PXS bình quân 3 năm gần đây đạt 22% mức cao so với trung bình ngành xây dựng và vật liệu (10%). Mặc dù ROE có xu hướng giảm dần trong những năm gần đây do kinh tế nhìn chung gặp khó khăn tuy nhiên năm 2012 PXS vẫn đạt mức ROE 14%.

Mặc dù trong hoàn cảnh khó khăn chung của nền kinh tế cũng như ngành nhưng PXS vẫn duy trì được các chỉ tiêu đo lường lợi nhuận ở mức khá tốt.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
PXS			0.34	0.23	0.14	0.22	2.5%
Construction & Materials	0.14	0.17	0.14	0.08	0.02	0.10	
%D diff of indus			138%	203%	790%	124%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
PXS			0.14	0.07	0.05	0.07	2.5%
Construction & Materials	0.04	0.05	0.04	0.02	0.00	0.03	
%D diff of indus			242%	198%	980%	163%	

Cơ cấu vốn:

Nếu như trong năm 2011 PXS chủ yếu sử dụng vốn ngắn hạn thì đến năm 2012 công ty đã cơ cấu và chuyển phần lớn sang sử dụng vốn vay dài hạn. Tuy tỷ số Nợ/VCSH đang có tín hiệu giảm dần khi đến 2012 còn 1,72 lần nhưng vẫn đang ở mức cao so với TB ngành khi PXS vẫn đang sử dụng nhiều nợ vay để tài trợ cho hoạt động SXKD. Yếu tố này chính là áp lực khiến PXS phải tăng vốn trong thời gian tới. Các chỉ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh đạt 1 và 1,2 lần tăng nhẹ so với năm 2011 cho thấy khả năng thanh toán của PXS đã cải thiện nhiều và ổn định hơn.

Nếu như trong năm 2012, lãi suất vay trung bình của PXS là 12%-15% thì sang 2013 PXS đã chủ động tiết giảm chi phí tài chính thông qua đàm phán với các tổ chức tín dụng khiến lãi suất bình quân giảm xuống còn 8%/năm đối với các khoản vay ngắn hạn và 11,5% đối với các khoản vay trung và dài hạn.

Trong quý II/2013, PXS đã phát hành huy động vốn thành công từ 375,2 tỷ đồng lên 406,3 tỷ đồng và tiếp tục huy động được 50 tỷ đồng trong quý III và dự kiến đạt 456 tỷ đồng trong quý IV. Bên cạnh đó, việc PXS dự kiến tiếp tục phát hành thành công 5 triệu CP cho đối tác McPECOMP từ Singapore sẽ tiếp tục nâng vốn điều lệ của PXS lên mức 500 tỷ đồng. và việc thoái vốn khỏi PVPIE sẽ giúp PXS có thêm 160 tỷ đồng trả bớt phần nợ từ dự án Sao Mai – Bến Đình từ mức 480 tỷ còn khoảng 320 tỷ giảm nợ dài hạn cho PXS trong thời gian tới.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7
PXS			1.00	2.58	1.72	1.98	3.3%
Construction & Materials	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	2.48	
%D diff of indus	-	-	-58%	2%	-31%	-21%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	8
PXS			0.93	1.61	0.59	1.13	3.3%
Construction & Materials	1.59	1.52	1.56	1.72	1.73	1.69	
%D diff of indus	-	-	-40%	-6%	-66%	-33%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	4
PXS			0.07	0.96	1.12	0.84	3.3%
Construction & Materials	1.09	0.94	0.88	0.84	0.91	0.82	
%D diff of indus	-	-	-92%	15%	23%	2%	

Định giá:

Với EPS_2012 đạt 1,797 đồng, BV=12.758 đồng, chúng tôi định giá PXS theo nguyên tắc căn trọng dựa trên cơ sở đánh giá kết quả kinh doanh tích lũy đến thời điểm này thì giá của PXS đạt **16,254 đồng**. Với tình hình kinh tế vĩ mô đang trong quá trình khởi sắc, dự phóng của chúng tôi cho thấy EPS 2013 (expected) đạt **2.248 đồng/cổ phiếu** và do vậy mức giá mà PXS có thể đạt được vào cuối năm 2013 là **20.700 đồng/cổ phiếu**.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10	
PXS			3.24	2.42	4.35	3.17	6.7%	
Construction & Materials	4.86	8.13	6.87	5.23	13.87	6.73		
%D diff of indus			-53%	-54%	-69%	-53%		
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6	
PXS			1.10	0.57	0.93	0.76	6.7%	
Construction & Materials	0.88	1.86	1.26	0.56	0.50	0.94		
%D diff of indus			-13%	2%	84%	-19%		
Valuation							2012	9
PXS						16,254	10%	
Price						9,100		
%D diff of indus						79%		

Đánh giá:

PXS là một trong những mã cơ bản tốt, doanh cao và ổn định. Mặc dù gặp khó khăn về vốn nhưng có thể khó khăn sẽ dần giảm bớt khi PXS cơ cấu và bổ xung thêm vốn cũng như lãi suất ngân hàng đang trong xu hướng giảm dần. Với vùng giá hiện tại PXS xứng đáng là một cơ hội tốt để đầu tư.